

东方证券承销保荐有限公司
关于上海三友医疗器械股份有限公司
收购参股子公司股权暨关联交易的
问询函回复之核查意见

保荐机构



东方证券承销保荐有限公司

(上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 24 层)

二零二一年六月

东方证券承销保荐有限公司
关于上海三友医疗器械股份有限公司
收购参股子公司股权暨关联交易的
问询函回复之核查意见

上海证券交易所：

根据贵所于 2021 年 6 月 2 日出具的《关于上海三友医疗器械股份有限公司收购参股子公司股权暨关联交易的问询函》（上证科创公函【2021】0058 号）（以下简称“问询函”）的要求，东方证券承销保荐有限公司（以下简称“东方证券”或“保荐机构”）会同上海三友医疗器械股份有限公司（以下简称“公司”、“三友医疗”或“发行人”）对问询函中提出的问题进行了认真核查，并发表核查意见如下：

如无特别说明，本核查意见中的简称或名词的释义与发行人问询函回复中的相同。

目录

问题一	5
一、评估值较账面净资产增值率较高的原因.....	5
二、评估值较账面净资产增值率较高的合理性分析.....	7
三、保荐机构核查意见.....	10
问题二	10
一、分析说明标的公司主要产品获批上市后，未形成较大销售规模，以及销售收入增速较缓的原因.....	11
二、结合标的公司产品的入院情况、市场占有率及与同行业公司的对比等，分析其后续成长空间、收入的稳定性和增长前景，并进一步分析其市场地位和核心竞争力.....	12
三、说明标的公司主要产品的后续商业化安排和计划.....	17
四、本次投资与你公司主营业务是否存在明显的协同效应，以及你公司后续对标的公司的整合计划.....	18
五、保荐机构核查意见.....	20
问题三	20
一、原投资方的背景情况、投资标的公司的具体时间和价格、退出投资的主要原因，你公司与原投资方是否就本次投资存在其他特殊安排.....	21
二、徐农参与本次投资的原因，以及你公司是否存在为徐农提供资金援助的情形.....	25
三、原投资方、标的公司的主要人员与你公司、控股股东和实际控制人、公司董事、监事及高级管理人员是否存在业务往来或其他利益往来，以及其他可能导致上市公司利益对其倾斜的特殊关系.....	25
四、保荐机构核查意见.....	26
问题四	27
一、本次投资未设置投资款分期支付以及相关投资利益保障措施的原因.....	27
二、预计实现投资收益的时间，以及你公司如何控制投资风险以及确保资金安全、可回收.....	28

三、保荐机构核查意见.....	29
-----------------	----

问题一

一、公告披露，截至 2021 年 4 月 30 日，标的公司的账面净资产为 8,348.76 万元。经以 2021 年 4 月 30 日为基准日，对标的公司股东全部权益的市场价值进行评估，采用收益法评估的价值为 68,700 万元，较净资产增值率 750.71%；采用市场法评估的价值为 82,800 万元，较净资产增值率 925.31%。请你公司结合标的公司最近三年又一期的营业收入、净利润等主要财务情况，进一步详细说明其评估值较其账面净资产增值率较高的原因及合理性。

【回复】

一、评估值较账面净资产增值率较高的原因

北京水木天蓬医疗技术有限公司（以下简称“水木天蓬”或“标的公司”）是一家拥有自主知识产权的，从事创新型医疗器械研发、生产和销售的高新技术企业，标的公司价值主要体现在未来能够带来实质性的收益以及较高的增长率，账面净资产并不能全面反映标的公司的真实价值。

（一）收益法评估值增值率较高的原因

经收益法评估，标的公司在评估基准日 2021 年 4 月 30 日的股东全部权益价值为人民币 68,700 万元，标的公司经审计后的归母净资产 8,075.61 万元，比账面净资产增值额 60,624.39 万元，增值率 750.71%。

收益法评估值较账面净资产增值率较高的原因包括：

一方面，标的公司账面净资产为按照会计准则对相关资产历史成本及历史经营情况的反映，未考虑资产市场价值的变动。标的公司存在大量知识产权，包括发明专利 18 项，实用新型 96 项，外观设计 113 项；软件著作权 4 项以及商标 13 项。这些知识产权研发形成过程中标的公司均作了费用化处理，导致其净资产价值在账面净资产中未能充分体现。

另一方面，收益法是从标的公司未来盈利能力角度考虑的，反映的是标的公司各项资产的综合盈利能力。本次收益法评估不仅考虑了标的公司目前稳健的经营情况，也考虑了标的公司所处良好的行业前景及对标的公司未来发展潜力的判

断。

上述知识产权经过收益法测算后纳入账面值对比分析如下：

单位：万元

项 目	账面净值	调整后账面净值	收益法评估值	增减额	增减率
	A	A'	B	C=B-A'	D=C/A'
流动资产	8,543.06	8,543.06			
非流动资产	1,028.65	1,028.65			
其中：固定资产净额	257.12	257.12			
无形资产		12,100.00			
长期待摊费用	81.72	81.72			
递延所得税资产	674.17	674.17			
其他非流动资产	15.63	15.63			
资产总计	9,571.71	21,671.71			
流动负债	1,214.42	1,214.42			
非流动负债	8.53	8.53			
负债总计	1,222.95	1,222.95			
净资产（所有者权益）	8,348.76	20,448.76			
归母净资产	8,075.61	19,779.73	68,700.00	48,920.27	247.33%

注：自成立之日起至 2021 年 4 月 30 日标的公司累计投入研发费用为 7,035.83 万(不含相关股份支付费用)。另外，因并购日未确定，尚未对可辨认无形资产进行了专项评估；最终可辨认无形资产的金额可能会有所调整。

经过上述测算后，水木天蓬的归母净资产约为 19,779.73 万元，收益法评估值增值率为 247.33%，属于正常范围。

（二）市场法评估值增值率较高的原因

经市场法评估，标的公司在评估基准日 2021 年 4 月 30 日的股东全部权益价值为人民币 82,800 万元，较账面净资产增值率 925.31%。

本次市场法评估采用上市公司比较法，选用市盈率（PE）估值模型与上市公司对应比率进行比较，调整影响指标因素的差异，来得到评估对象的价值市盈率比率（PE），据此计算目标公司股权价值。最终选取的同行业上市公司包括冠昊生物、乐普医疗、健帆生物。

市场法评估值较账面净资产增值率较高的主要原因包括，一方面，知识产权研发形成过程中标的公司均作了费用化处理，导致其净资产价值在账面净资产中

未能充分体现；另一方面，创新型高值耗材研发企业的持续增长预期明确，在二级市场受到投资者的高度认可，市盈率均相应较高，2021年4月末前述可比公司的平均市盈率超过80倍。

二、评估值较账面净资产增值率较高的合理性分析

本次交易采用收益法评估值作为最终定价参考依据，收益法评估值较账面净资产增值率较高的合理性体现在以下方面：

（一）静态市盈率

标的公司最近三年又一期的主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2018年度	2019年度	2020年度	2021年1-4月
营业收入	4,509.45	4,804.03	5,242.79	1,457.33
营业成本	584.27	705.69	626.27	256.06
营业利润	3,925.18	4,098.34	4,616.52	1,201.27
销售费用	1,698.94	1,946.96	1,431.25	391.05
管理费用	918.94	612.94	576.05	258.60
研发费用	998.08	2,361.93	2,295.70	535.25
净利润	334.06	-157.76	263.37	47.40
归母净利润	273.78	-189.91	247.23	37.40
股份支付费用	-	1,082.79	953.77	140.99
扣除股份支付费用后的归母净利润	273.78	730.46	1,057.93	157.24

以2020年扣除股份支付费用影响后的归母净利润和6.87亿估值计算，标的公司的静态市盈率为64.94倍，参考类似行业市盈率水平，其市盈率基本合理。

（二）与前次融资估值的比较

标的公司2015年5月进行了A轮融资，投前估值2亿，融资5,000万，投后估值2.5亿；

2017年5月进行了B轮融资，投前估值4.8亿，融资4,000万，投后估值为5.2亿元；

本次收益法估值6.87亿元，较4年前的上一轮估值增加32.04%。经测算，

上轮估值 VM 指数（VM 指数=本轮投前估值/前轮投后估值/两轮之间间隔月数）为 0.08，本轮为 0.03，属于合理的递减趋势。

（三）收益法评估情况说明

1、收入增长率

预测标的公司收入在 2021-2026 年间的增长率为 33%至 42.5%之间，具体测算过程详见“二、结合标的公司产品的入院情况、市场占有率及与同行业公司的对比等，分析其后续成长空间、收入的稳定性和增长前景，并进一步分析其市场地位和核心竞争力之（二）后续成长空间、收入的稳定性和增长前景”之回复。这主要是考虑：超声骨刀产品市场之前尚处于早期阶段，标的公司虽然今年中标率较高但总体的市场渗透率尚处于较低水平，但其已经初步完成了“技术替代”概念的创新手术工具的前期市场推广，用于骨组织手术的超声切骨技术开始被骨科医生接受，未来将开始进入市场增长阶段。

未来销售收入预测如下：

单位：万元

期间	2021年5-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
销售收入预测	6,014.15	10,456.98	14,263.79	19,482.47	25,919.05	34,694.57

2、销售费用增长率

预期其销售费用在 2021-2026 年间的增长率为 5%至 29%之间（除 2022 年预计销售费用增加较快外），增幅低于收入增长率是考虑：1、随着业务扩大，渠道拓展的规模效应使得销售费用投入增速低于收入增幅；2、随着超声骨刀设备入院的增加，其耗材的销售费用会有所降低。

销售费用预测如下：

单位：万元

期间	2021年5-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
销售费用预测	779.51	1,957.16	2,475.88	3,176.93	4,035.58	5,195.39

3、管理费用增长率

预期其管理费用在 2021-2026 年间的增长率为 9%至 12%之间（除 2021 年预计管理费用增加较快外），增幅低于收入增长率是考虑：管理费用的增长相对稳

定，不会随着销售增加而快速增加。

管理费用预测如下：

单位：万元

期间	2021年5-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
管理费用预测	560.77	909.55	992.70	1,083.80	1,183.63	1,293.05

4、研发费用增长率

预期其研发费用在 2021-2026 年间的增长率为 18%至 30%之间，占收入的比例在 20%至 27%之间，由于研发项目的持续投入，导致研发费用占收入的比例保持在较高水平。

研发费用预测如下：

单位：万元

期间	2021年5-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
研发费用预测	1,456.18	2,585.33	3,295.26	4,256.99	5,436.28	7,031.67

5、净利润预测

综合以上收入和费用预测（不考虑股份支付费用），并假设毛利率基本保持稳定，预测标的公司净利润在 2021-2026 年间的复合增长率为 52.30%。净利润预测如下：

单位：万元

期间	2021年5-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
净利润预测	2,231.63	3,051.58	4,523.78	6,684.29	9,313.35	13,054.47

6、自由现金流量预测

对标的公司的自由现金流量预测计算方法为：预测净利润+折旧和摊销-资本性支出-营运资金追加。如此得出的标的公司的自由现金流量如下：

单位：万元

期间	2021年5-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
自由现金流量	1,390.45	1,087.55	2,997.18	4,006.69	5,873.95	8,805.63

假设其 2027 年及以后自由现金流按照永续但无增长的方式，按照 13.9%的折现率计算后，按收益法测算得出标的公司的股东全部权益在 2021 年 4 月 30 日基准日的评估价值为人民币 6.87 亿元。

综上，收益法是从被评估企业未来获利能力角度考虑的，反映的是企业的综合获利能力，收益法下评估结果与账面净资产存在差异，具有合理性。

三、保荐机构核查意见

保荐机构履行了以下核查程序：

- 1、现场走访水木天蓬，访谈公司高管，了解公司研发和经营情况；
- 2、查阅水木天蓬所拥有的专利、商标等无形资产权利证书；
- 3、查阅水木天蓬最近三年及一期财务报表以及最近一年及一期审计报告；
- 4、查阅水木天蓬盈利预测表；
- 5、查阅本次投资中关于水木天蓬股东权益价值的评估报告。

经核查，保荐机构认为，本次交易中对标的公司的评估值较其账面净资产增值率较高具有合理性。

问题二

二、公告披露，标的公司于2010年6月28日成立，其主要产品于2017年8月取得第一类医疗器械备案凭证，截至目前已近四年，并且其他相关产品已在中国、欧洲、美国等地取得上市许可。标的公司最近三年又一期的营业收入分别为4,509.45万元、4,804.03万元、5,242.79万元、1,457.33万元，营业收入规模较小，且增长速度较缓。请你公司进一步说明：（1）分析说明标的公司主要产品获批上市后，未形成较大销售规模，以及销售收入增速较缓的原因；

（2）结合标的公司产品的入院情况、市场占有率及与同行业公司的对比等，分析其后续成长空间、收入的稳定性和增长前景，并进一步分析其市场地位和核心竞争力；（3）说明标的公司主要产品的后续商业化安排和计划；（4）本次投资与你公司主营业务是否存在明显的协同效应，以及你公司后续对标的公司的整合计划。

【回复】

一、分析说明标的公司主要产品获批上市后，未形成较大销售规模，以及销售收入增速较缓的原因

标的公司已取得中国 NMPA 三类医疗器械注册证的产品是超声骨动力系统及其耗材。它是一种可以改变原有手术方式、替代磨钻和手动切骨工具的新型骨动力系统；其在高效切骨的同时可以有效的保护脊髓、神经及血管等软组织，使得骨科手术操作变得简单和方便，减少术中出血，为患者带来了实在的益处。

超声骨刀进入中国临床的时间不长，目前还处于一个前期临床教育培训和市场培育阶段，市场规模相较于传统设备的市场规模较小。其中，美国 Misonix、美国史赛克（Stryker）、德国索林的超声骨刀设备分别于 2013 年、2015 年、2016 年进入取得注册证进入中国市场，标的公司的产品于 2014 年取得中国 NMPA 注册证。该产品目前还处于市场起步阶段，仍需一个较长的推广阶段。

标的公司的超声骨动力系统是一种适用于骨组织开放和微创手术的创新骨科手术工具，性能指标优于进口产品，同时，进口产品还不具备微创手术功能特点。而水木天蓬作为一家中国本土的初创企业，为此承担了大量的前期临床培训和探索工作。

标的公司超声骨动力系统从 2015 年开始小范围的临床应用，配合医生探索开发新术式、到 2021 年初根据临床需求完成了产品的三次迭代，并开发了一系列的具有原创自主知识产权的超声骨刀刀头耗材，实现了全身骨组织的切割、磨削和钻孔功能；初步完成了“技术替代”概念的创新手术工具的前期市场推广，用于骨组织手术的超声切骨技术开始被骨科医生接受，未来将开始进入市场增长阶段。

综上，一方面，超声骨刀作为“技术替代”产品进入国内市场的时间不长，临床医生需要持续推广培训，另一方面，超声骨刀的技术迭代成熟亦需要较长时间，从而导致，目前国内超声骨刀装机数量预计仅为 500 余台（由标的公司装机 276 台，市场占有率 52.50%推算），标的公司主要产品获批上市后，亦未形成较大销售规模，销售收入增速较缓，而传统的手术动力工具系统于 2000 年左右由强生、美敦力等外资企业作为成熟产品引入国内市场，目前国内已完成超过 20,000 台

的装机量。从产品的生命周期来看，超声骨刀产品正处于从引入期到成长期过渡的阶段。

二、结合标的公司产品的入院情况、市场占有率及与同行业公司的对比等，分析其后续成长空间、收入的稳定性和增长前景，并进一步分析其市场地位和核心竞争力

（一）标的公司产品的入院情况、市场占有率及与同行业公司的对比分析

标的公司在超声骨刀和超声止血刀等方面有着深厚的研发积累和核心技术，是国内超声能量手术工具的领导者，其主要产品超声骨动力系统、超声吸引系统和超声止血刀系统，涉及骨科、脊柱外科、神经外科、整形外科、手足外科和肝胆外科等多项医疗治疗领域。超声骨刀适用于全身骨组织的切割、磨削和钻孔操作，是脊柱外科、神经外科、整形外科等众多科室广泛应用的安全高效切骨利器，在精确切割骨组织的同时，能有效避免损伤临近的硬膜、血管和神经等软组织。水木天蓬通过自主研发并获得授权的专利共计 223 项，其中发明专利 18 项，实用新型 93 项，外观设计 112 项；软件著作权 4 项以及商标 13 项。

由于标的公司超声切骨技术的领先性和产品的可靠性，承担了超声类手术设备的行业标准起草工作。2017 年配合国家食品药品监督管理总局湖北医疗器械质量监督检验中心起草了中华人民共和国医药行业标准（YY/T1601-2018）《超声骨组织手术设备》，该标准于 2018 年正式颁布，2019 年正式实施；2019 年配合国家食品药品监督管理总局湖北医疗器械质量监督检验中心起草了中华人民共和国医药行业标准（YY/T1750-2020）《超声软组织切割止血手术设备》，该标准于 2020 年正式颁布，2022 年正式实施。

标的公司超声骨刀产品与外资品牌美国 Misonix 同类产品的性能对比情况如下：

项 目	标的公司	美国 Misonix	备注
振幅	<120um	<130um	/
频率	39KHz	22.5KHz	频率越高越安静
功率	<85W	<130W	功率越小越安全
刀头种类	片、钩、钻、磨刀头	磨头、片状刀头获批准	种类越多越高效

项 目	标的公司	美国 Misonix	备注
	获批准		
电击防护程度	I 类 BF 型	I 类 B 型	更高防护

标的公司生产的超声骨组织手术设备在中国、欧盟和美国均已获得上市许可，产品的各项技术指标都优于国际国内同类品牌，因其在手术操作中安全性好，操作便捷，被越来越多的临床医生接受和使用，如下表所示，产品已进入除澳门、台湾和海南之外各个省份销售。

截至目前，标的公司超声骨刀产品的入院情况如下：

区域	地区	医院数量
境内	安徽	16
	北京	14
	福建	7
	甘肃	1
	广东	28
	广西	6
	贵州	9
	河北	7
	河南	18
	黑龙江	2
	湖北	12
	湖南	4
	吉林	2
	江苏	12
	江西	1
	辽宁	2
	内蒙古	5
	宁夏	2
	青海	3
	山东	8
	山西	11
	陕西	5
	上海	13
	四川	19
	天津	1
	西藏	2
新疆	6	
云南	2	
浙江	10	

	香港	1
	重庆	3
境内 汇总		232
境外	德国	1
	瑞士	2
境外 汇总		3
总计		235

国内有潜在采购超声骨动力设备需求的医院（二级及以上医院）超过 5,000 家，目前已采购标的公司产品的医院约 230 家，尚处于临床推广应用的初步阶段。未来随着老龄化的加剧，骨组织手术量的增加、一次性耗材使用的普及以及超声手术技术临床收费项目的落地，后续有足够持续增长的空间。同时，公司已经进入德国和瑞士市场，并在瑞士设立了全资子公司，大力加强欧洲市场的开发拓展和产品教育培训。

经过 2019、2020 年超声骨刀的招标和中标数据分析可见，标的公司最近一年的占招标超声骨刀的市场占有率已经达到 52.50%，比上一年的招标超声骨刀的市场占有率增加 12 个百分点，已经超过了国内其他竞争对手的超声骨刀中标数量之和，是该细分专业市场的绝对领导者，且标的公司的产品进入了北京协和医院、北京大学第三医院、上海华山医院、华西医院、西京医院、南方医院、中山医院、中南大学湘雅二医院等顶级医院，显示出标的公司的超声骨刀领先的市场地位和核心竞争力。

超声骨刀招标	2019 年	2020 年
招标数量（台数）	126	200
其中：水木天蓬中标数量	51	105
Misonix 中标数量	26	23
史赛克（Stryker）中标数量	17	31
其他品牌中标数量	32	41
招标数量增长率	-	58.73%
标的公司近年中标市场占有率	40.48%	52.50%

注：以上数据来自对千里马招标网等公开招投标数据的分析整理而成，实际的销售数量可能与中标数量有所差异。

（二）后续成长空间、收入的稳定性和增长前景

标的公司未来主要的销售增长点在于超声骨刀系统装机数量的持续增长、一次性使用刀头耗材的收费使用，以及新产品超声止血刀的上市销售。

1、超声骨刀系统

在超声骨刀系统领域，一方面，通过对超声骨刀招标数据进一步分析可以看到，2020年超声骨刀的招标数量同比大幅增加58.73%，显现出市场的快速扩张趋势；另一方面，超声骨刀的市场渗透率仍然很低，按照二级以上医院5,000家，每家医院4台手术动力设备计算，全国手术动力设备装机数量超过20,000台，且大部分市场份额由外资公司美敦力、强生、史赛克等占据，作为一种“技术替代”概念的创新手术工具，目前国内超声骨刀装机数量预计仅为525台（由标的公司装机276台，市场占有率52.50%推算），未来对手术动力装置的市场替代空间巨大。从市场扩张速度和标的公司的中标率的上升趋势可见，标的公司的超声骨刀系统业务具有良好的成长空间、其收入预计不仅将保持稳定性并且具有良好的增长前景。

结合未来二级以上医院的数量预计增加情况，标的公司预测其2021年至2026年超声骨刀系统销量情况如下：

单位：台

收入类别	2018	2019	2020	2021E	2022E
超声骨刀系统	81	81	90	137	183
同比增长率		0.00%	11.11%	52.31%	33.56%
收入类别	2023E	2024E	2025E	2026E	
超声骨刀系统	249	350	479	666	
同比增长率	36.05%	40.42%	36.84%	39.12%	

注：2019年、2020年超声骨刀系统实际的销售数量较中标数量存在一定差异，实际增长率不及招标数量增长率，差异原因主要为实际销售确认时间与中标时间存在差异，收入确认的时间存在延后。

考虑到标的公司虽然近年中标率较高但实际市场渗透率仍较低，以及2020年超声骨刀招标数量同比增长率58.73%的现状，实现2020年至2026年标的超声骨刀系统预计年均复合增长率39.59%的可能性较高。

2、超声骨刀一次性使用刀头耗材

截至目前，标的公司的超声骨刀一次性使用刀头耗材在全国绝大部分省市已经完成耗材挂网，并且在六个省已经进入物价目录，后续还会有更多的省市批准进入物价，进入物价后临床可以就刀头耗材进行单独收费。随着一次性耗材收费

逐步进入各省市收费目录，医院对一次性耗材的需求将大幅提升，按照公司已装机数量 276 台，每台设备年手术量 100 台计算（目前标的公司部分重点医院客户每台超声骨刀设备的年手术量超过 200 台），存量设备预计每年带动一次性刀头耗材销售 27,600 个，较标的公司 2020 年刀头销量提升超过 6 倍。此外，随着临床医生认可度提升以及临床使用科室的拓展，耗材的市场潜力巨大，这些一次性刀头耗材的销售将成为标的公司未来主要的业务增长点。

标的公司的超声骨刀的刀头耗材销量预测情况如下：

单位：个

收入类别	2018	2019	2020	2021E	2022E
刀头耗材	2,137	2,700	3,807	5,833	8,859
同比增长率		26.35%	41.00%	53.23%	51.88%
收入类别	2023E	2024E	2025E	2026E	
刀头耗材	13,395	19,416	27,371	37,674	
同比增长率	51.20%	44.95%	40.97%	37.64%	

虽然标的公司超声骨刀系统 2020 年销量相比 2018 年的复合增长率为 5.41%，但同期刀头耗材销量的复合增长率却高达 33.47%，显示出随着超声骨刀销售带来的耗材销量增幅远高于设备增幅的行业特点，因此，预测标的公司 2020 年至 2026 年间实现刀头耗材销量年均复合增长率 46.52% 具有合理的基础。

3、超声止血刀

除了超声骨刀外，超声止血刀是广泛用于外科手术室的高值手术设备和耗材，现阶段中国市场基本上由美国强生公司垄断，拥有超过 80% 的市场份额，国产超声止血刀设备由于技术上的瓶颈，整个市场占有率只有 10% 左右。标的公司的超声止血刀拥有先进的扭动和纵向振动相结合技术，可以大大提高组织切割效率，预计 2021 年底拿到中国药监局的注册证，可以在 2022 年开始上市销售。标的公司的超声止血刀完全可以实现进口替代，市场空间很大。

注：标的公司盈利预测未考虑超声止血刀销售的影响。

（三）标的公司的市场地位和核心竞争力

综合标的公司的产品性能、行业影响力以及市场占有率等多个因素来看，水

木天蓬已成为国内超声骨刀领域的领军企业，其核心竞争力体现在：

在产品研发方面，标的公司以服务于临床为宗旨，寻求创新的技术解决方案，形成自主知识产权的产品，从而保证技术与产品的领先性。标的公司与临床医生密切医工合作，解决临床手术痛点，开发了一系列的切骨方式和与之配套的超声骨动力系统，如首次实现了由内向外的切骨方式，首创椎间孔镜下微创应用的超声骨动力系统，提高了关节翻修手术效率的特殊应用等。未来，公司将持续解决好更多临床需求，如超声切骨技术与机器人的协同发展，以此提升产品的领先性。研发自主创新能力和产品技术的领先性一直是标的公司最核心的竞争力。

在人才队伍方面，标的公司董事长曹群为清华大学精密仪器专业博士，在超声外科产品研发上拥有 20 多年的经验和学术积累，在他的带领下，培养了一支人才梯度健全、经验丰富的超声能量平台研发团队。

在临床应用方面，标的公司持续加大国内和国外的临床研究和培训体系建设，挖掘真实的临床需求，与众多有影响力临床医院及医生建立医工合作关系，已建立了市场先发优势。

在品牌建设方面，标的公司已经在超声骨刀领域建立起优秀的市场声誉与高端品牌形象，标的公司最近一年的占招标超声骨刀的市场占有率已经达到 52.50%，作为超声骨刀产品领域的领军企业，为标的公司未来创新产品的推广打下了坚实基础。

三、说明标的公司主要产品的后续商业化安排和计划

未来标的公司将计划从以下角度加强主营业务和产品的商业化运营：

1、市场培育和设备安装：积极引导医生对于超声骨刀的认识，增强其使用粘性，进一步提高对于超声骨刀替代原有截骨工具的认识，组织销售团队加强设备安装销售入院的能力，进一步加快推进物价核准和耗材挂网。

2、受到新冠疫情影响，境外业务处于停滞状态，待境外新冠疫情稳定或好转之后，标的公司将积极推进境外销售业务。

3、未来，超声骨刀的商业运营将会实现从超声骨刀设备销售模式向骨刀设

备和骨刀耗材并行销售模式的积极转变。

4、进一步拓展临床使用科室和领域。超声骨动力系统除了脊柱外科、关节外科和神经外科的应用外，后续将开展耳鼻喉科、颌面整形外科等多科室应用；另一方面，超声动力系统终端执行器作为骨科手术机器人的核心部件，将与机器人系统集成，完成智能手术。

5、除了现有产品线的商业化以外，公司将持续将超声技术应用新的医疗产品线的研发。其中，超声止血刀已经取得了欧盟注册证，预计在 2021 年底完成国内的 NMPA 三类医疗器械产品注册，在 2022 年初进入国内市场。

另一个新产品超声吸引刀已经取得了欧盟注册证、美国 FDA 注册证，预计在 2022 年完成国内的 NMPA 三类医疗器械产品注册，在 2023 年初以进口替代概念进入国内市场。

待这些新产品线完成后，标的公司的产品进一步得到丰富，业务将从骨科、神经外科拓展到整形外科、耳鼻喉科、肝胆外科、胃肠外科等多科室，有利于更好的利用销售渠道，形成规模化的商业效益。

四、本次投资与你公司主营业务是否存在明显的协同效应，以及你公司后续对标的公司的整合计划

脊柱是人的中轴骨骼，具有支持躯干、保护脊髓神经和内脏器官的作用，不同的脊柱疾病如脊柱畸形、骨折、肿瘤和退变等对其中某些功能造成不同程度的干扰和损伤，脊柱骨科手术较其他骨科领域无论从解剖生理、疾病的种类和机理及手术操作难度和风险等方面都要复杂得多，骨科医生一直在寻求一种既可以高效切骨，又可以有效保护脊髓、神经及血管等软组织的切骨设备和工具，而标的公司的超声骨刀就是最好的选择。超声骨刀改变了原有手术方式、替代磨钻和手动切骨工具，使得骨科手术操作变得简单和方便，减少术中出血和术后并发症的发生。使用本公司高值耗材的骨科医生许多都有使用标的公司超声骨刀的经验，并且反馈非常好，在终端客户上，两者具有重合性。

除了在产品线的整合互补之外，在市场运营方面，三友医疗和标的公司的现

有的渠道资源可以互相结合，互相加强，实现渠道共享和资源互补，这将在一定程度上优化整体市场资源配置，提高学术推广的效率，在科室推广、医疗培训、市场推广、销售渠道和技术研发等很多方面存在明显的协同效应。超声骨刀业务使本公司可以介入到植入前的手术过程，帮助医生带来更好的手术体验，降低手术风险，提高手术效率，这将使得本公司能够更好的实现“更好的术中体验，更佳的术后效果”的宗旨。

另外，根据目前医疗行业的发展趋势，公司需要在业务发展的进程中逐步、可控地拓展业务领域，从专注于骨科植入物解决方案的研发到整个手术解决方案的提供。随着时代的发展，越来越多的高科技被应用于医疗行业，这是整个医疗行业发展的清晰脉络。有源类产品在整个的治疗和解决方案的提供上将会占有越来越多的权重。目前来看，能量平台的建设，对公司在行业内提供更多的优质服务将起到重要的作用。同时，探索无源和有源在疗法上的有机配合，提供更多的一体化解决方案，也有趋势上的重要意义。

鉴于水木天蓬在超声骨刀和超声止血刀等方面有着深厚的研发积累和核心技术，未来业务发展潜力巨大，本次公司收购水木天蓬的股权，将进一步提升公司在行业内的综合实力，丰富公司产品组合，发挥有源类产品与公司现有主营产品协同性。

同时，本次并购也是公司战略发展中关键的一环，通过与标的公司的资源整合，将提升公司整体的技术壁垒，增强公司在集采、两票制等国家政策变革中的竞争力，对公司长远健康发展具有积极重大的战略意义。

后续本公司与标的公司将充分整合两家公司的技术优势和行业资源，标的公司原董事长兼首席科学家曹群先生仍将担任董事长并继续负责研发工作，本公司总经理徐农先生拟兼任标的公司的总经理，公司将在市场销售及运营等多方面参与水木天蓬的经营和管理，在医疗培训、市场推广、销售渠道、销售入院等方面保证更有效地协同合作，为临床医生提供更多的一体化解决方案，同时也将在有源能量产品、智能手术工具研发方向进行深度协同合作。另外，公司的生产经验和质量管理体系也将协助标的公司进一步提升超声骨刀及耗材产品的生产能力。

五、保荐机构核查意见

保荐机构履行了以下核查程序：

1、现场走访水木天蓬，听取其高管对公司产品布局、行业发展历程、未来发展规划等介绍；

2、查阅水木天蓬所拥有的各项专利证书、参与制定的国家标准、在国内及美国、欧洲的产品资质证书；

3、查阅同行业公司的产品介绍；

4、查阅超声止血刀相关的行业研究报告；

5、访谈三友医疗高管，听取关于收购标的公司后，业务整合和产品协同性等方面的规划。

经核查，保荐机构认为：

1、标的公司主要产品获批上市后，未形成较大销售规模，以及销售收入增速较缓的原因在于，超声骨刀进入中国临床的时间不长，尚处于前期临床教育培训和市场培育阶段，具有合理性。

2、结合市场招标情况及产品性能对比情况分析，标的公司相关产品具有良好的后续成长空间、收入的稳定性和增长前景，并形成领先的市场地位和核心竞争力。

3、标的公司已针对主要产品制定了明确可行的后续商业化安排和计划。

4、本次投资三友医疗与标的公司的主营业务具有协同效应，三友医疗已对标的公司制定了明确可行的整合计划。

问题三

三、公告披露，本次投资中，你公司拟向丁文军、苏州启明融合创业投资合伙企业（有限合伙）、新疆红山优选创业投资基金企业（有限合伙）、鹰潭市海鼎投资有限合伙企业、厦门建发新兴产业股权投资柒号合伙企业（有限合伙）（以下合称原投资方）合计购买水木天蓬 49.8769%的股权，你公司

关联方徐农拟向曹群购买水木天蓬 7.0006%的股权。本次投资完成后，你公司将持有的水木天蓬 51.8154%股权，徐农将持有水木天蓬 7.0006%股权。请你公司进一步说明：（1）原投资方的背景情况、投资标的公司的具体时间和价格、退出投资的主要原因，你公司与原投资方是否就本次投资存在其他特殊安排；（2）徐农参与本次投资的原因，以及你公司是否存在为徐农提供资金援助的情形；（3）原投资方、标的公司的主要人员与你公司、控股股东和实际控制人、公司董事、监事及高级管理人员是否存在业务往来或其他利益往来益对其倾斜的特殊关系。

【回复】

一、原投资方的背景情况、投资标的公司的具体时间和价格、退出投资的主要原因，你公司与原投资方是否就本次投资存在其他特殊安排

（一）原投资方的背景情况、投资标的公司的具体时间和价格

1、丁文军

丁文军，男，1970 年出生，与水木天蓬的实际控制人曹群先生系朋友关系。水木天蓬由曹群和丁文军于 2010 年 6 月共同出资设立，法定代表人曹群，设立时的注册资本为 1,000.00 万元。曹群和丁文军的股权比例分别为 60%和 40%。自水木天蓬设立至今，丁文军未参与公司的日常经营管理工作。

截至本回复出具之日，丁文军历次投资水木天蓬的具体时间和价格如下：

姓名	时间	认缴注册资本	出资金额/转让对价	价格 (元/单位注册资本)	备注
丁文军	2010 年 6 月	400 万	300 万	1	公司成立
	2011 年 1 月		100 万		
	2016 年 11 月	-60 万	60 万	1	转让给员工平台金蓬投资
	2017 年 1 月	-3.75 万	5.62653 万	1.50	转让给启明融合
	2017 年 1 月	-1.25 万	1.87551 万	1.50	转让给三友医疗

2、苏州启明融合创业投资合伙企业（有限合伙）

苏州启明融合创业投资合伙企业（有限合伙）为私募股权投资基金。该基金成立于2014年2月27日，已于2015年1月14日在中国证券投资基金业协会完成备案，基金编号：SD4968，基金管理人为苏州启元股权投资管理合伙企业（有限合伙）。截至本回复出具之日，其合伙人名单及出资比例如下：

序号	合伙人信息	认缴出资额 (万元)	出资比例
1	苏州工业园区启明融智创业投资合伙企业（有限合伙）	20,600.00	20.60%
2	国创开元股权投资基金（有限合伙）	20,000.00	20.00%
3	国创元禾创业投资基金（有限合伙）	14,000.00	14.00%
4	深圳市海富恒达股权投资合伙企业（有限合伙）	12,320.00	12.32%
5	深圳市海富恒盛股权投资合伙企业（有限合伙）	5,390.00	5.39%
6	上海歌斐荣泽投资中心（有限合伙）	5,000.00	5.00%
7	华创汇才投资管理（北京）有限公司	5,000.00	5.00%
8	中国科学院控股有限公司	5,000.00	5.00%
9	深圳市海富恒泰股权投资基金企业（有限合伙）	3,395.00	3.40%
10	北京紫荆华融股权投资有限公司	3,000.00	3.00%
11	上海歌斐信熙投资中心（有限合伙）	2,395.00	2.40%
12	义乌惠商紫荆股权投资有限公司	2,000.00	2.00%
13	盐城海德恒诚股权投资基金（有限合伙）	1,000.00	1.00%
14	苏州启承投资管理合伙企业（有限合伙）	900.00	0.90%

其中，苏州启承投资管理合伙企业（有限合伙）为执行事务合伙人。

启明融合历次投资标的公司的具体时间和价格如下：

姓名	时间	认缴注册资本	出资金额/ 转让对价	价格 (元/单位 注册资本)	备注
苏州启明 融合创业 投资合伙 企业	2015年6月	140万	3,000万	20.89	增资
	2016年3月	85万	1,700万		增资
	2017年1月	7.5万	11.25306万	1.50	从曹群处 受让
	2017年1月	3.75万	5.62653万	1.50	从丁文军 出受让

3、新疆红山优选创业投资基金企业（有限合伙）

新疆红山优选创业投资基金企业（有限合伙）为私募股权投资基金。该基金成立于2016年1月29日，已于2016年5月12日在中国证券投资基金业协会完

成备案，基金编号：SE9961。截至本回复出具之日，其对外投资企业共有两家，其合伙人名单及出资比例如下：

序号	合伙人信息	认缴出资额	出资比例
1	北京淳信投资管理有限公司	19,500.00	97.50%
2	新疆红山基金管理股份有限公司	500.00	2.50%

其中，新疆红山基金管理股份有限公司为执行事务合伙人及基金管理人。

红山优选历次投资标的公司的具体时间和价格如下：

名称	时间	认缴注册资本	出资金额/ 转让对价	价格 (元/单位注 册资本)	备注
新疆红山 优选投资 基金企业 (有限合 伙)	2017年5月	52.0833万	2,000万	38.40	增资

4、鹰潭市海鼎投资有限合伙企业

鹰潭市海鼎投资有限合伙企业成立于2018年1月3日，截至本回复出具之日，其对外投资企业一家，即北京水木天蓬医疗技术有限公司，其合伙人名单及出资比例如下：

序号	合伙人信息	认缴出资额	出资比例
1	蓝桂平	500.00	45.45%
2	徐建新	400.00	36.36%
3	李增祥	100.00	9.09%
4	北京蓝石恒信投资有限公司	100.00	9.09%

其中，北京蓝石恒信投资有限公司为执行事务合伙人，根据公开信息查询，实际控制人为蓝桂平。

海鼎投资历次投资标的公司的具体时间和价格如下：

名称	时间	认缴注册资本	出资金额/ 转让对价	价格 (元/单位注 册资本)	备注
鹰潭市海鼎 投资有限合 伙企业	2017年5月	13.0208万	500万	38.40	增资
	2018年8月	13.0209万	500万	38.40	增资

5、厦门建发新兴产业股权投资柒号合伙企业（有限合伙）

厦门建发新兴产业股权投资柒号合伙企业（有限合伙）成立于 2016 年 11 月 11 日，截至本回复出具之日，其对外投资企业共有 19 家。截至本回复出具之日，厦门建发新兴产业股权投资柒号合伙企业（有限合伙）的合伙人名单及出资比例如下：

序号	合伙人信息	认缴出资额（万元）	出资比例
1	厦门建发新兴产业股权投资有限责任公司	46,800.00	99.79%
2	厦门建鑫投资有限公司	100.00	0.21%

其中，厦门建鑫投资有限公司为执行事务合伙人，根据公开信息查询，其实际控制人为厦门市国资委。

厦门建发新兴产业股权投资柒号合伙企业（有限合伙）历次投资标的公司的具体时间和价格如下：

名称	时间	认缴注册资本	出资金额/ 转让对价	价格 (元/单位注 册资本)	备注
厦门建发新兴产业股权投资柒号合伙企业（有限合伙）	2017 年 5 月	26.0417 万	1,000 万	38.40	增资

（二）退出投资的主要原因

上述原投资方均为标的公司的财务投资人，且投资标的公司时间较长。但相关方与标的公司现有的研发团队、管理团队欠缺互补性，无法为标的公司带来发展所需的战略资源。一方面，按照目前公司的股东背景，水木天蓬的财务投资人如要通过上市退出尚需较长时间，从退出时间及回报率角度来看，目前通过转让退出符合前述财务投资者利益，另一方面，为了实现标的公司补足业务发展能力上的短板，充分发挥标的公司与三友医疗的业务协同性效果，现实际控制人曹群亦同意原投资方退出并将其所持股权转让给三友医疗。

（三）本公司与原投资方是否就本次投资存在其他特殊安排

本公司此次收购标的公司股权主要系出于自身发展的战略规划需要，着眼于标的公司对于公司拓展业务领域、实现长远发展所具有的独特价值。原投资方入股时间较长，作为财务投资人，从资金利用效率角度存在退出需求。

本公司与原投资方就本次投资不存在其它特殊安排。

二、徐农参与本次投资的原因，以及你公司是否存在为徐农提供资金援助的情形

徐农先生从事骨科医疗器械行业多年，具有丰富的管理经验和专业化的行业视野，能够为标的公司的管理、市场销售工作提供较大帮助。一方面，该交易安排系由公司、标的公司及徐农先生友好协商确定，徐农先生个人参与本次投资，更能够体现三友医疗以及实际控制人徐农先生对标的公司未来发展的坚定支持和信心，有利于推动整体交易方案的达成；另一方面，徐农先生参与本次投资也可以与公司风险共担，有利于降低上市公司本次对外投资风险。

徐农先生参与本次投资使用自筹资金，公司不存在对徐农先生提供资金援助的情形。

三、原投资方、标的公司的主要人员与你公司、控股股东和实际控制人、公司董事、监事及高级管理人员是否存在业务往来或其他利益往来，以及其他可能导致上市公司利益对其倾斜的特殊关系

原投资方的相关情况参见本问题回复之“一、原投资方的背景情况、投资标的公司的具体时间和价格、退出投资的主要原因，你公司与原投资方是否就本次投资存在其他特殊安排”。

标的公司的主要人员如下：

序号	姓名	职位
1	曹群	董事长
2	李春媛	董事、总经理
3	丁文军	董事

4	张奥	董事
5	徐农	董事
6	胡炬蔚	董事
7	戴志凌	监事
8	李鸥洋	监事、财务经理

公司控股股东、实际控制人、董事、监事及高级管理人员如下：

序号	姓名	职位
1	刘明岩	董事长
2	徐农	董事、总经理
3	范湘龙	董事、副总经理、董事会秘书
4	胡旭波	董事
5	任崇俊	董事
6	郑晓裔	董事
7	靳忠民	独立董事
8	刘松山	独立董事
9	夏立军	独立董事
10	沈雯琪	监事会主席
11	张海威	监事
12	马宇立	职工监事
13	俞志祥	财务总监

公司实际控制人、董事兼总经理徐农先生担任水木天蓬董事；

公司董事胡旭波先生，直接持有启明融合的执行事务合伙人苏州启承投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“苏州启承”）26.0870%的财产份额，同时持有苏州启承的执行事务合伙人上海启昌投资咨询有限公司（以下简称“上海启昌”）50%股权并担任上海启昌监事。此外，苏州启承担任苏州工业园区启明融智创业投资有限合伙企业（有限合伙）（以下简称“启明融智”）的执行事务合伙人，启明融智持有启明融合 20.60%的财产份额。

除前述情形外，水木天蓬的原投资方、主要人员与本公司、控股股东和实际控制人、公司董事、监事及高级管理人员不存在业务往来或其他利益往来，以及其他可能导致上市公司利益对其倾斜的特殊关系。

四、保荐机构核查意见

保荐机构履行了以下核查程序：

- 1、通过天眼查等查阅原投资方工商登记信息；
- 2、查阅原投资方与标的公司之间的投资协议；
- 3、查阅标的公司工商资料；
- 4、对三友医疗及标的公司负责人进行访谈。

经核查，保荐机构认为：

- 1、原投资方通过本次交易退出具有合理性，三友医疗与原投资方不存在特殊安排；
- 2、三友医疗未对徐农先生提供资金资助；
- 3、除已披露的关联关系外，水木天蓬的原投资方、主要人员与公司、控股股东和实际控制人、公司董事、监事及高级管理人员不存在业务往来或其他利益往来，以及其他可能导致上市公司利益对其倾斜的特殊关系。

问题四

四、公告披露，本次投资中，你公司将在先决条件满足后向原投资方支付全部股权转让价款，且未安排业绩承诺、对赌及回购事项。请你公司进一步说明：（1）本次投资未设置投资款分期支付以及相关投资利益保障措施的原因；（2）预计实现投资收益的时间，以及你公司如何控制投资风险以及确保资金安全、可回收。

【回复】

一、本次投资未设置投资款分期支付以及相关投资利益保障措施的原因

本次股权转让中，退出的原投资方均为财务投资人。股权交割完成后，原投资人将完全退出标的公司董事会，不参与标的公司日常经营和重大事项决策，与标的公司也不存在其它业务往来，对标的公司未来的经营成果没有影响力；而公司将成为标的公司的控股股东，深度参与标的公司日常经营工作，通过业务协同、销售渠道整合等措施，对标的公司经营业绩具有较大影响力。同时，标的公司现实际控制人仍将保留大部分股权，与本公司一起共同负责标的公司的经营管理。

综上,对财务投资人设置分期付款或其它投资利益保障措施不符合商业惯例,经过公司与原投资方友好协商,双方同意不设相关条款。

二、预计实现投资收益的时间,以及你公司如何控制投资风险以及确保资金安全、可回收

(一) 实现投资收益的时间

根据标的公司对未来经营业绩的预测,标的公司2021年全年实现归属于母公司所有者的净利润为2,269.03万元,且预测期内之后各年度净利润均为正数且保持增长。

财务回报上,公司投资收益主要来源于取得标的公司分红;业务层面上,公司的潜在收益还来自双方产品的协同效应,通过丰富产品矩阵从而形成相互促进销售的效果。

公司对标的公司的业绩预测是基于标的公司的实际情况,从行业规模和发展趋势出发进行的假设,公司在《股权转让协议》等相关协议中,并未约定业绩承诺、对赌及回购事项,公司将在《股权转让协议》约定的交割条件成就后,按照协议约定办理本次交易的交割和股权转让价款的支付等事项。若标的公司盈利水平较预期金额存在较大差异,公司将面临无法全额收回投资的风险。同时,本次交易完成之后,公司新增约3亿元商誉,若标的公司未来期间业绩状况未达预期,可能存在商誉大额减值风险。

(二) 风险控制措施

公司成为标的公司的控股股东后,将对标的公司的经营具有决策权,通过派驻董事、高级管理人员,实现对日常经营的掌控,能够及时掌握标的公司的经营动态。

本次收购完成后,公司将全面参与标的公司的战略规划、市场营销、入院销售等工作,通过将标的公司产品整合进入公司已有销售渠道和庞大客户网络,能够最大可能地提升标的公司销售规模,从而有效减低本次投资的风险,有效保障本次投资的资金安全。

未来，在条件成熟的情况下，公司亦考虑将水木天蓬的相关业务独立进行资本运作，通过分红、减持等多种手段实现投资资金的回收。

除上述公司已采取的派驻董事、高级管理人员等措施外，本次投资无其他风险控制措施，标的公司在运营过程中存在因宏观经济、行业环境、公司经营管理、业务整合等多种因素影响，可能导致标的公司业务发展不及预期。敬请广大投资者注意投资风险。

三、保荐机构核查意见

保荐机构履行了以下核查程序：

- 1、访谈标的公司及三友医疗的高管；
- 2、查阅标的公司往年财务报表并分析其业绩发展情况；
- 3、查阅标的公司对未来业绩的预测报表。

经核查，保荐机构认为：

- 1、公司对本次交易未设置投资款分期支付以及相关投资利益保障措施具有合理性；
- 2、公司基于业务协同性投资标的公司，且投资完成后对标的公司具有控制权，本次投资风险可控。

（以下无正文）

(本页无正文，为《东方证券承销保荐有限公司关于上海三友医疗器械股份有限公司收购参股子公司股权暨关联交易的问询函回复之核查意见》之签章页)

保荐代表人： 杨振慈

杨振慈

唐国新

唐国新



东方证券承销保荐有限公司

2021年6月8日