

中联资产评估集团有限公司关于深圳证券交易所

《关于对苏宁环球股份有限公司的关注函》

（公司部关注函〔2021〕第 274 号）

资产评估相关问题回复之核查意见

深圳证券交易所：

2021 年 7 月 24 日，苏宁环球股份有限公司（以下简称“苏宁环球”、“上市公司”或“公司”）收到贵单位出具的《关于对苏宁环球股份有限公司的关注函》（公司部关注函〔2021〕第 274 号）。中联资产评估集团有限公司技术支持中心组织评估项目组对贵单位审核意见回复进行了认真核查，并就资产评估相关问题回复出具了本核查意见。

问题 2：公告显示，本次交易评估方法采用收益法和资产基础法，并以收益法结果作为最终评估结论。无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚采用收益法评估后各公司股东全部权益价值分别为 13,000 万元、9,400 万、11,300 万元，增值率分别为 2,021.18%、3,841.30%、5,097.07%。无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚采用资产基础法的全部股权权益评估值分别为 626.40 万元、296.94 万元、296.61 万元。请你公司：

(1) 说明本次交易资产基础法与收益法评估值差异较大的原因及合理性。

回复：

### 一、本次交易资产基础法与收益法评估值差异较大的原因及合理性

本次交易资产基础法与收益法评估值差异如下：

金额单位：人民币万元

序号	交易标的	评估结果			收益法差异额		收益法差异率	
		资产基础法净资产评估值	资产基础法净资产评估值(加回合同负债)	收益法评估值	较资产基础法	较资产基础法(加回合同负债)	较资产基础法	较资产基础法(加回合同负债)
1	无锡苏亚	626.40	2,126.21	13,000.00	12,373.60	10,873.79	1975.35%	511.42%
2	唐山苏亚	296.94	1,832.47	9,400.00	9,103.06	7,567.53	3065.62%	412.97%
3	石家庄苏亚	296.61	3,438.93	11,300.00	11,003.39	7,861.07	3709.72%	228.59%
	标的合计	1,219.95	7,397.61	33,700.00	32,480.05	26,302.39	2662.41%	355.55%

本次交易，无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚收益法评估值较资产基础法分别高 12,373.60 万元，9,103.06 万元、11,003.39 万元。两种评估方法差异较大的原因及合理性主要为：

#### (一) 资产基础法和收益法的估值途径不同

资产基础法评估是以资产的成本重置为价值标准，反映的是资产投入所耗费的社会必要劳动，这种购建成本通常将随着国民经济的变化而变化；收益法评估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。

(二) 资产基础法无法反应医疗专家团队、营销团队、品牌影响力或者已经形成的客户资源等资产或资源的价值

在交易标的的医疗专家团队方面，标的企业注重专业人才培养，汇聚医美领域全球顶级专家资源，聚集大陆、港台、韩国等大批国内外知名专家。截止

目前，无锡苏亚共拥有医生 34 名，其中特聘主任医师 4 名，全职副主任医师 1 名，特聘副主任医师 4 名，全职及特聘主治医师 8 名，全职及特聘执业医师 17 名；唐山苏亚拥有 6 名擅长不同领域的医疗美容专家团队，其中整形外科专家 3 名，无创注射科专家 1 名，美容皮肤科专家 1 名，美容中医专家 1 名，外特聘专家 20 名；石家庄苏亚拥有擅长不同领域的医疗专家共 8 名，其中美容外科 3 名（副主任医师 1 名、主治医师 1 名、执业医师 1 名），微整形无创注射科专家 1 名（主治医师），美容皮肤科 2 名（执业医师），美容牙科 2 名（副主任医师 1 名，执业医师 1 名），合作专家 4 名，另有特聘专家 29 人。

在交易标的营销团队和营销渠道建设方面，交易标的致力于打造专业化运营团队，分工精细化，交易标的的营销团队紧跟当下媒体趋势，开展多元化营销模式，通过线上的广告投放，比如通过大众、新氧等线上电商、信息流平台，获取客源到院，同时兼具线上客服的功能，最大程度地发挥新媒体等媒介网络推广作用。线上的推广模式有利于提升客流量，降低单位获客成本，实现医美业务快速扩张。

在交易标的的客户资源方面，无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚通过多年的医美领域深耕和经营沉淀，积累了深厚的客户资源。根据企业统计，石家庄苏亚总顾客量超 19 万人，老顾客逾 8 万人，消费 1 万以上 VIP 顾客近万人。无锡苏亚自 2012 年开业以来，累计顾客总量达 81674，其中成交客户 44639。

资产基础法从资产重置的角度反映了资产的公平市场价值，根据账面列示的资产进行评估，而医美行业恰属于轻资产行业，无论是医疗专家团队、营销团队、品牌影响力或者已经形成的客户资源，在资产基础法中都无法量化。

收益法从企业获利的角度来阐释企业价值，上述无法在资产基础法中体现的资源或资产，正是企业获利能力的保证，收益法评估结果能够较全面地反映交易标的的依托并利用这些资源所形成的整体价值。

（三）受医美机构“先付款后消费模式”业务模式影响，标的账面上留存有大量合同负债导致交易标的的负债偏多

受医美机构业务模式影响，交易标的的客户均为先付款后消费模式，标的账面上留存有大量合同负债，导致交易标的的债务率偏高。通过对比交易标的的加回合同负债的资产基础法净资产评估值与收益法评估值的差异，可得无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚收益法评估值较加回合同负债的资产基础法净资产评估值分别

增值 10,873.79 万元、7,567.53 万元、7,861.07 万元，差异率分别为 511.42%、412.97%、228.59%，差异率小于收益法评估值较资产基础法净资产评估值增值率。

综上所述，由于资产基础法和收益法估值途径不同，资产基础法由于未反应医疗专家团队、营销团队、品牌影响力或者已经形成的客户资源等资产或资源的价值，也未考虑企业未来可以消化的合同负债并非完全是企业实际需要偿付的债务的影响，因此收益法与资产基础法评估值差异较大具有合理性。

**(2) 按照本所《上市公司信息披露指引第 5 号——交易与关联交易》第四十五条的规定，补充披露交易标的评估增值的主要原因及评估结果的推算过程。**

### **一、交易标的评估增值的主要原因**

无锡苏亚、唐山苏亚和石家庄苏亚均属于美容行业，主要支出为人工、耗材成本、广告费用等，固定资产投资相对较小。同时，标的公司的日常运营方式为“公司先预收，顾客后消费”，对股东投入的要求较低，净资产账面值不高。该行业毛利率普遍较高，盈利能力较强，其收益水平与固定资产投资、净资产高低关系较小。本次评估参考无锡苏亚、唐山苏亚和石家庄苏亚历史经营数据，并充分考虑了其客户资源、销售渠道、运营方式、管理技术、人才团队、品牌影响力等重要的资产或资源所带来的超额收益，在此基础上对未来收益进行了合理的预测。根据预测，无锡苏亚、唐山苏亚和石家庄苏亚未来业绩发展空间较大，因此，根据未来预计收益进行折现得出的评估价值较账面净资产增值较大。

### **二、评估结果的推算过程**

#### **(一) 评估方法的选择**

资产基础法从企业购建角度反映了企业的价值，为经济行为实现后企业的经营管理及考核提供了依据，因此本次选择资产基础法进行评估。

交易标的具备持续经营的基础和条件，未来收益和风险能够预测且可量化，因此本次可以选择收益法进行评估。

评估基准日前后，由于与被评估企业在经营规模、资产结构等趋同的可比交易案例和可比上市公司较少，难以取得市场法所需的相关比较资料，本次评估未选择市场法进行评估。

综上，本次确定采用资产基础法、收益法进行评估。

资产基础法从资产重置的角度反映了资产的公平市场价值，根据账面列示的资产进行评估，而医美行业恰属于轻资产行业，无论是医疗专家团队、营销团队、品牌影响力或者已经形成的客户资源，在资产基础法中都无法量化；收益法从企业获利的角度来阐释企业价值，上述无法在资产基础法中体现的资源或资产，正是企业获利能力的保证，收益法评估结果能够较全面地反映交易标的依托并利用这些资源所形成的整体价值。

因此，最终选取收益法评估结果作为确定交易标的股东权益价值的参考依据。

## （二）评估假设

本次评估时，主要是基于以下重要假设及限制条件进行的，当以下重要假设及限制条件发生较大变化时，评估结果应进行相应的调整。

1. 假设交易标的在未来经营期内的管理层尽职，核心成员及业务骨干稳定，并继续保持基准日的经营管理模式持续经营。

2. 假设交易标的在未来经营期内的主营业务、产品的结构，收入与成本的构成以及销售策略和成本控制等仍保持其最近几年的变化趋势持续，净资产收益率不发生较大变化。

3. 假设交易标的不会因为管理层或股权结构的变动而导致经营模式、销售政策、成本及费用控制发生重大变化；不考虑未来可能由于管理层、经营策略以及商业环境等变化导致的资产规模、构成以及主营业务、产品结构等状况的变化所带来的损益。

4. 交易标的的股东镇江苏宁环球医美产业基金合伙企业（有限合伙）和苏宁环球集团（上海）股权投资有限公司对 2021 年、2022 年、2023 年无锡苏亚、唐山苏亚和石家庄苏亚进行了利润承诺，详情如下：

金额单位：人民币万元

标的公司	业绩指标	2021年度	2022年度	2023年度
无锡苏亚	净利润 (不低于)	803.60	961.48	992.28
唐山苏亚		715.97	827.02	921.51
石家庄苏亚		631.94	757.60	834.52

本次评估假设该利润承诺能够实现。

5. 假设在评估目的的经济行为实现后，交易标的和收购方的管理协同、经营协同和其他协同继续保持。

6. 可比公司信息披露真实、准确、完整，无影响价值判断的虚假陈述、错

误记载或重大遗漏。

### (三) 收益法评估模型

#### 1. 基本模型

本次评估报告选用收益法评估结果作为评估结论，收益法评估的基本模型为：

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

式中：

E：交易标的的股东全部权益(净资产)价值；

B：交易标的的企业价值；

D：交易标的的付息债务价值；

$$B = P + C \quad (2)$$

式中：

P：交易标的的经营性资产价值；

C：交易标的的基准日存在的溢余或非经营性资产(负债)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：

R<sub>i</sub>：交易标的的未来第 i 年的预期收益(自由现金流量)；

r：折现率；

n：交易标的的未来经营期；

$$C = C_1 + C_2 \quad (4)$$

C<sub>1</sub>：基准日流动类溢余或非经营性资产(负债)价值；

C<sub>2</sub>：基准日非流动类溢余或非经营性资产(负债)价值。

#### 2. 收益指标

本次评估，使用企业自由现金流量作为交易标的的经营性资产的收益指标，其基本定义为：

$$R = \text{息税前利润} \times (1 - t) + \text{折旧摊销} - \text{追加资本} \quad (5)$$

根据交易标的的经营历史以及未来市场发展等，估算其未来经营期内的自由现金流量。将未来经营期内的自由现金流量进行折现并加和，测算得到企业的经营性资产价值。

#### 3. 折现率的选取

本次评估采用资本资产加权平均成本模型(WACC)确定折现率 r

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e \quad (6)$$

式中:

Wd: 交易标的的债务比率;

$$w_d = \frac{D}{(E+D)} \quad (7)$$

We: 交易标的的权益比率;

$$w_e = \frac{E}{(E+D)} \quad (8)$$

rd: 所得税后的付息债务利率;

re: 权益资本成本, 本次评估按资本资产定价模型(CAPM)确定权益资本成本

re;

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon \quad (9)$$

式中:

rf: 无风险报酬率;

rm: 市场期望报酬率;

$\varepsilon$ : 交易标的的特性风险调整系数;

$\beta_e$ : 交易标的的权益资本的预期市场风险系数;

$$\beta_e = \beta_u \times (1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}) \quad (10)$$

$\beta_u$ : 可比公司的预期无杠杆市场风险系数;

$$\beta_u = \frac{\beta_t}{1 + (1 - t) \frac{D_i}{E_i}} \quad (11)$$

$\beta_t$ : 可比公司股票(资产)的预期市场平均风险系数;

$$\beta_t = 34\%K + 66\%\beta_x \quad (12)$$

式中:

K: 一定时期股票市场的平均风险值, 通常假设 K=1;

$\beta_x$ : 可比公司股票(资产)的历史市场平均风险系数;

Di、Ei: 分别为可比公司的付息债务与权益资本。

#### 4. 收益期和预测期的确定

根据交易标的的章程, 企业营业期限为长期, 并且由于评估基准日交易标的的经营正常, 没有对影响企业继续经营的核心资产的使用年限进行限定和对企业生产经营期限、投资者所有权期限等进行限定, 或者上述限定可以解除, 并可以通过延续方式永续使用。故本次评估假设交易标的在评估基准日后永续经营, 相应的

收益期为无限期。

结合企业经营和收益可预测情况等，预计交易标的于 2026 年达到稳定经营状态，故预测期截至到 2026 年底，2027 年及以后年度为永续期。

#### （四）主要评估参数的选取及其依据

标的公司主要评估参数的选取依据如下：

##### 1. 营业收入

本次评估过程中，无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚基于其历史期的发展速度、医疗美容行业发展趋势、未来自身的经营规划等对其收入进行了预测，结合未来收入预测进行了营业收入预测。

##### 2. 营业成本

经审计后的财务报表披露，交易标的评估基准日的营业成本主要包括药耗成本、人力成本、折旧摊销、房租、水电、物业费用及其他变动成本等。

人力成本：本次评估参照交易标的历史年度人员数量及薪酬福利水平，结合当地社会平均劳动力成本变化趋势及交易标的人力资源规划进行估算。

折旧及摊销：本次评估根据评估基准日企业各类固定资产账面原值和未来拟新增的资本性支出金额，按照交易标的现行会计政策，在收益期内应计提的折旧金额对营业成本中的折旧进行预测；摊销主要为长期待摊费用和外购无形资产的摊销，依据其原始发生额和摊销年限在收益期进行预测。

房租费用：本次评估结合交易标的签署的相关租赁和物业合同，并考虑未来一定幅度的增长进行估算。

其他变动费用：本次评估结合交易标的财务预算和规划，参考历史年度费用情况预计该等费用。

##### 3. 税金及附加

经审计后的财务报表披露，交易标的评估基准日的税金及附加包括城建税、教育费附加、地方教育费附加等。本次评估根据业务特点及历史期交税情况预测未来年度的税金及附加。

##### 4. 期间费用

###### （1）销售费用

经审计后的财务报表披露，交易标的评估基准日的销售费用主要包括人工成本、租赁费、摊销、咨询费等。相关费用预测思路如下：



人力成本：本次评估参照交易标的历史年度人员数量及薪酬福利水平，结合当地社会平均劳动力成本变化趋势及交易标的人力资源规划进行估算。

折旧费用：本次评估参照交易标的历史年度折旧率及销售费用中折旧占总折旧比例，结合交易标的固定资产规模及结构的预测情况进行估算。

摊销费用：本次评估参照交易标的历史年度摊销政策和摊销年限，结合交易标的摊销的预测情况进行估算。

房租费用：本次评估结合交易标的签署的相关租赁和物业合同，并考虑未来一定幅度的增长进行估算。

广告费等类费用：鉴于该类费用与营业收入的关联性较大，本次评估结合交易标的财务预算和规划，参考历史年度费用率预计该等费用。

## （2）管理费用

经审计后的财务报表披露，交易标的评估基准日的管理费用主要包括人工成本、租赁费、洗涤清洁费、摊销费用等。相关费用预测思路如下：

人力成本：本次评估参照交易标的历史年度人员数量及薪酬福利水平，结合当地社会平均劳动力成本变化趋势及交易标的人力资源规划进行估算。

折旧费用：本次评估参照交易标的历史年度折旧率及管理费用中折旧占总折旧比例，结合交易标的固定资产规模及结构的预测情况进行估算。

摊销费用：本次评估参照交易标的历史年度摊销政策和摊销年限，结合交易标的摊销的预测情况进行估算。

房租费用：本次评估结合交易标的签署的相关租赁和物业合同，并考虑未来一定幅度的增长进行估算。

其他费用：本次评估结合交易标的财务预算和规划，参考历史年度费用率预计该等费用。

## （3）财务费用

经审计后的财务报表披露，交易标的评估基准日的财务费用主要为手续费支出。本次评估手续费参考历史年度费用率结合未来收入预测进行测算。财务费用评估时不考虑其存款产生的利息收入，也不考虑汇兑损益等不确定性损益。

## 5. 折旧摊销

### （1）折旧

交易标的的固定资产主要为办公设备。固定资产按取得时的实际成本计价。

本次按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日经审计的固定资产账面原值、预计使用期限、加权折旧率等为基础，同时考虑未来固定资产规模的变化，估算未来经营期的折旧额。

### （2）摊销

根据经审计的财务报表披露，截至评估基准日，交易标的无形资产和长期待摊费用主要为在用办公软件账面值和装修费用摊销后的余额。本次评估按照企业执行的摊销政策，根据基准日的无形资产和长期待摊费用的实际摊销情况，预测未来各年的摊销费用。

### （3）追加资本

追加资本系指企业在不改变当前经营生产条件下，所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入。如产能规模扩大所需的资本性投资（购置固定资产或其他非流动资产），以及所需的新增营运资金及持续经营所必须的资产更新等。

即定义的追加资本为

追加资本=资产更新+营运资金增加额+资本性支出

#### 1) 资产更新投资估算

按照收益预测的前提和基础，在维持现有资产规模和资产状况的前提下，结合企业历史年度资产更新和折旧回收情况，预计未来资产更新改造支出。

#### 2) 营运资金增加额估算

营运资金追加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收账款）等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多为与主业无关或暂时性的往来，需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金、应收款项、存货和应付款项等主要因素。本次所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

根据对企业历史资产与业务经营收入和成本费用的统计分析以及未来经营期内各年度收入与成本估算的情况，此外，评估人员按照基准日以及最新的数据

综合考虑预测未来营运资金水平，并对企业主营业务的应收、应付的周转率进行了核查，预测得到了未来经营期各年度的营运资金增加额。

### 3) 资本性支出

本次考虑随着公司未来业务规模的扩大，结合企业的投资计划预计未来资本性支出。

## 6. 折现率

### (1) 无风险报酬率

评估机构选取了中央国债登记结算公司（CCDC）提供的国债收益率，以持续经营为假设前提，交易标的的收益期限为无限年期，采用 30 年期国债收益率作为无风险利率。

### (2) 市场风险溢价

市场风险溢价是指投资者对与整体市场平均风险相同的股权投资所要求的预期超额收益，即超过无风险利率的风险补偿。市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险溢价数据进行测算。本次评估中以中国 A 股市场指数的长期平均收益率作为市场期望报酬率  $r_m$ ，将市场期望报酬率超过无风险利率的部分作为市场风险溢价。

根据《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》（中评协（2020）38 号）的要求，利用中国的证券市场指数计算市场风险溢价时，通常选择有代表性的指数，例如沪深 300 指数、上海证券综合指数等，计算指数一段历史时间内的超额收益率，时间跨度可以选择 10 年以上、数据频率可以选择周数据或者月数据、计算方法可以采取算术平均或者几何平均。

根据上述指引的规定，我们选取有代表性的上证综指作为标的指数，分别以周、月为数据频率采用算术平均值进行计算并年化至年收益率，并分别计算其算术平均值、几何平均值、调和平均值，经综合分析后确定市场期望报酬率。

### (3) 资本结构

交易标的属医疗美容行业，其近年资本结构较为稳定，由于企业管理层所做出的盈利预测是基于其自身融资能力、保持资本结构稳定的前提下做出的，本次选择企业于评估基准日的自身稳定资本结构对未来年度折现率进行测算，计算资本结构时，股权、债权价值均基于其市场价值进行估算。

### (4) 贝塔系数

以中信证券医疗服务行业沪深上市公司股票为基础，考虑被评估企业与可比公司在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等因素的可比性，选择适当的可比公司，以上证综指为标的指数，经查询 WIND 资讯金融终端，以截至评估基准日的市场价格进行测算，计算周期为评估基准日前 60 月，得到可比公司股票预期无财务杠杆风险系数的估计  $\beta_u$ ，按照企业自身资本结构进行计算，得到交易标的权益资本的预期市场风险系数  $\beta_e$ 。

#### (5) 特性风险系数

在确定折现率时需考虑评估对象与上市公司在公司规模、企业发展阶段、核心竞争力、对大客户和关键供应商的依赖、企业融资能力及融资成本、盈利预测的稳健程度等方面的差异，确定特定风险系数。我们对企业与可比上市公司进行了比较分析，得出特性风险系数。

#### (6) 债券期望报酬率

按照市场长期贷款利率予以确定。

#### (7) 所得税率

结合交易标的自身所得税率进行预测。

#### (8) 折现率的计算

将以上得到的各参数，代入公式，得到折现率为 11.30%。

### 7. 评估结果

评估人员根据评估模型和以上推导过程得出评估结论如下。

无锡苏亚评估情况如下：

项目/年度	2021年 7-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及 以后年度
营业收入	3,394.09	7,536.55	8,732.67	10,043.40	11,047.61	11,598.65	11,598.65
净利润	466.29	961.48	992.28	1,153.77	1,336.72	1,427.37	1,427.37
净现金流量	191.29	871.48	992.28	1,153.77	1,336.72	1,427.37	1,427.37
折现率	0.113	0.113	0.113	0.113	0.113	0.113	0.113
折现系数	0.9736	0.8985	0.8073	0.7253	0.6517	0.5855	5.1814
现值	186.24	783	801.02	836.82	871.08	835.72	7,395.77
经营性资产价值							11,709.66
溢余性资产价值							1,354.29
评估结论（向下百万取整）							13,000.00

唐山苏亚评估情况如下：

项目/年度	2021年 7-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及 以后年度
营业收入	3,353.29	6,840.78	7,542.68	7,917.35	8,311.30	8,725.92	8,725.92
净利润	443.66	827.02	921.51	974.09	1,029.65	1,087.30	1,087.30
净现金流量	383.66	827.02	921.51	974.09	1,029.65	1,087.30	1,087.30
折现率	0.113	0.113	0.113	0.113	0.113	0.113	0.113
折现系数	0.9736	0.8985	0.8073	0.7253	0.6517	0.5855	5.1814
现值	373.53	743.06	743.89	706.5	670.98	636.61	5,633.72
经营性资产价值							9,508.29
溢余性资产价值							-59.62
评估结论（向下百万取整）							9,400.00

石家庄苏亚情况如下：

项目/年度	2021年 7-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及 以后年度
营业收入	3,388.01	6,741.71	7,411.36	7,779.76	8,167.37	8,573.30	8,573.30
净利润	433.22	757.6	834.52	889.77	942.52	995.28	995.28
净现金流量	-81.78	657.6	834.52	889.77	942.52	995.28	995.28
折现率	0.113	0.113	0.113	0.113	0.113	0.113	0.113
折现系数	0.9736	0.8985	0.8073	0.7253	0.6517	0.5855	5.1814
现值	-79.62	590.84	673.67	645.35	614.2	582.73	5,156.92
经营性资产价值							8,184.08
溢余性资产价值							3,149.93
评估结论（向下百万取整）							11,300.00

(3) 结合同行业可比公司和可比交易情况、交易标的经营业绩、最近三年股权变动评估价值或交易价格（如有）等，详细分析交易标的评估增值较高的主要原因，以及本次评估值的合理性。

答复：

#### 一、交易标的增值情况

截至评估基准日 2021 年 6 月 30 日，无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚的股东全部权益账面值分别为 612.87 万元、238.50 万元、217.43 万元。根据中联资产评估集团有限公司出具的《资产评估报告》（中联评报字[2021]第 2035 号、中联评报字[2021]第 2036 号、中联评报字[2021]第 2037 号）的评估结果，本次评估采用收益法及资产基础法两种方式对无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚进行评估，最后采用收益法结果作为最终评估结论。无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚采用收益法评估后各公司股东全部权益价值分别为 13,000 万元、9,400 万、11,300

万元，增值率分别为 2,021.18%、3,841.30%、5,097.07%。

## 二、交易标的增值较高的原因以及合理性

(一) 本次评估采用收益法定价与同行业交易案例评估方法无明显差异

序号	交易标的	交易买方	评估基准日	评估方法	定价方法
1	浙江连天美企业管理有限公司	奥园美谷科技股份有限公司	2020/12/31	资产基础法、收益法	收益法
2	朗姿医疗管理有限公司	朗姿股份有限公司 <sup>注</sup>	2018/12/31	资产基础法、收益法	资产基础法
3	四川米兰柏羽医学美容医院有限公司				收益法
4	深圳米兰柏羽医疗美容门诊部有限公司				收益法
5	四川晶肤医学美容医院有限公司				收益法
6	重庆晶肤医疗美容有限公司				收益法
7	长沙市芙蓉区晶肤医疗美容有限公司				收益法
8	西安晶肤医疗美容有限公司				收益法
9	成都青羊光华晶肤医疗美容诊所有限公司				收益法
10	成都高新锦城晶肤医疗美容诊所有限公司				收益法
11	西安市新城区晶肤医疗美容有限公司				收益法
12	陕西高一生医疗美容医院有限公司				收益法
13	重庆军美医疗美容医院有限公司	厦门光莆电子股份有限公司	2018/5/31	资产基础法、收益法	收益法
14	广东韩妃医院投资有限公司	金发拉比婴童用品股份有限公司	2020/12/31	市场法、收益法	收益法
15	海口玛丽医院有限公司	苏州麦迪斯顿医疗科技股份有限公司	2020/12/31	资产基础法、收益法	收益法
16	上海思妍丽实业股份有限公司	广东潮宏基实业股份有限公司	2018/6/30	资产基础法、收益法	收益法
17	山东福瑞达医药集团	鲁商健康产业发展股份有限公司	2018/10/31	资产基础法、收益法	资产基础法
采用收益法评估的比例				100%	
采用收益法定价的比例				88.24%	
交易标的					
18	无锡苏亚医疗美容医院有限公司	苏宁环球健康投资发展有限公司	2021/6/30	资产基础法、收益法	收益法
19	唐山苏亚医疗美容医院有限公司	苏宁环球健康投资发展有限公司	2021/6/30	资产基础法、收益法	收益法
20	石家庄苏亚医疗美容医院有限公司	苏宁环球健康投资发展有限公司	2021/6/30	资产基础法、收益法	收益法

备注：序号 2 至序号 12 涉及的交易标的为同一交易事件，其中序号 3 至序号 12 涉及的交易标

的为序号 2 涉及的交易标的朗姿医疗管理有限公司的下属公司。

对比可比交易案例评估方法的选取情况,可比交易案例除了广东韩妃医院投资有限公司采用市场法和收益法评估,其余案例均采用资产基础法、收益法评估,其中可比交易案例均采用收益法评估。本次评估采用收益法,与同行业可比案例评估方法的选取无明显差异。此外,可比交易案例中,除朗姿医疗管理有限公司、山东福瑞达医药集团采用资产基础法定价,其余交易案例均采用收益法定价,本次采用收益法评估值作为评估结论与同行业可比案例也不存在明显差异。本次评估方法的选取具有合理性。

## (二) 同行业可比公司和可比交易情况

静态市盈率和动态市盈率指标通常使用近期的实际盈利或盈利估计,近期的盈利估计一般比较准确,可以进行较广泛的参照比较。

根据目前披露根据目前披露的可比公司交易案例情况,采用市盈率指标进行评估的交易标的为广东韩妃医院投资有限公司,采用市盈率指标与可比交易案例进行对比的标的有浙江连天美企业管理有限公司、朗姿医疗管理有限公司、广东韩妃医院投资有限公司、海口玛丽医院有限公司。

考虑到近期可比交易案例主要采用市盈率指标对比,且可比交易案例对其历史业绩进行披露,可比交易案例的交易对方并对其未来两年或者三年净利润进行承诺,因此本次采用静态市盈率和动态市盈率对比可比交易案例和交易标的对价情况。

可比公司交易案例的市盈率如下:

证券简称	评估基准日	收购对象	交易价或 评估价 (万元)	承诺期两年 平均净利润 (万元)	最近完整年 度净利润 (万元)	价值比率	
						动态市 盈率	静态市 盈率
潮宏基	2018-06-30	上海思妍丽实业 股份有限公司	175,698.49	11,000.00	7,076.16	15.97	24.83
光莆股份	2018-05-31	重庆军美医疗美 容医院有限公司	7,800.00	600.00	未披露	13.00	未披露
朗姿股份	2018-12-31	朗姿医疗管理有 限公司	76,799.73	6,190.00	5,630.91	12.41	13.64
奥园美谷	2020-12-31	浙江连天美企业 管理有限公司	135,100.00	7,850.00	8,054.67	17.21	16.77
金发拉比	2020-12-31	广东韩妃医院投 资有限公司	66,000.00	5,500.00	1,186.05	12.00	55.65

证券简称	评估基准日	收购对象	交易价或 评估价 (万元)	承诺期两年 平均净利润 (万元)	最近完整年 度净利润 (万元)	价值比率	
						动态市 盈率	静态市 盈率
鲁商发展	2018/10/31	山东福瑞达医药 集团	92,669.07	4,046.37	2249.62	22.90	41.19
<b>交易标的情况</b>							
苏宁环球	2021-06-30	无锡苏亚	13,000.00	882.54	797.29	14.73	16.31
苏宁环球	2021-06-30	唐山苏亚	9,400.00	771.50	694.89	12.18	13.53
苏宁环球	2021-06-30	石家庄苏亚	11,300.00	694.77	601.65	16.26	18.78

备注 1：动态市盈率=100%股权交易价格/预测期前两年承诺利润平均值；

静态市盈率=100%股权交易价格/最近完整历史年度净利润；

备注 2：麦迪斯顿以 2020 年 12 月 31 日为基准日收购玛丽医院的交易案例未披露利润承诺情况。

备注 3：朗姿股份收购朗姿医疗的交易案例未披露朗姿医疗的子公司的利润承诺情况。

根据上表，可比公司交易案例动态市盈率区间为 12.00-22.90 倍。本次评估，无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚动态市盈率为 14.73 倍、12.18 倍、16.26 倍，均在可比交易案例动态市盈率区间内。

可比公司交易案例静态市盈率区间为 13.64-55.65 倍。本次评估，无锡苏亚、石家庄苏亚静态市盈率为 16.31 倍、18.78 倍，在可比交易案例静态市盈率区间内；唐山苏亚静态市盈率为 13.53 倍，略低于可比交易案例静态市盈率区间。

通过与同行业可比交易案例，选取医美业务为主的可比交易的动态市盈率和静态市盈率估值指标进行比较，除唐山苏亚静态市盈率略低于可比交易案例静态市盈率区间，无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚本次交易的动态市盈率或静态市盈率均在可比交易案例市盈率区间范围内。因此交易标的评估增值具有合理性。

### （三）交易标的经营业绩

交易标的近一年一期收入与净利润情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

标的名称	指标	2020 年	2021 年 1-6 月
无锡苏亚	收入	4,640.72	2,843.94
	收入增长率	69.60%	51.46%
	利润总额	797.29	336.72
	净利润	797.29	336.72
唐山苏亚	收入	4,037.32	2,097.09
	收入增长率	29.78%	21.11%
	利润总额	710.12	293.01
	净利润	694.89	272.31
石家庄苏亚	收入	4,332.80	2,029.01
	收入增长率	-9.11%	18.58%



	利润总额	700.95	214.80
	净利润	601.65	198.72

最近一年一期，标的公司整体历史经营业绩向好，收入与净利润均进一步改善。

根据预测，无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚 2021 年-2025 年收入年复合增长率为 15.36%、11.12%、10.81%。

根据前瞻产业研究院整理的数据显示，中国医美行业预计 2021 年市场规模 2274 亿元，2025 年市场规模 4102 亿元，2021 年至 2025 年复合增速 15.89%，无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚 2021 年至 2025 年复合增速分别为 15.36%、11.12%、10.81%，标的公司收入增长率与行业相比无较大差异。

标的	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2021-2025 年复合增长率	
市场规模 (亿元)	2,274.00	2,643.00	3,115.00	3,582.00	4,102.00	<b>15.89%</b>	
收入	无锡苏亚 (万元)	6,238.04	7,536.55	8,732.67	10,043.40	11,047.61	<b>15.36%</b>
	唐山苏亚 (万元)	5,450.39	6,840.78	7,542.68	7,917.35	8,311.30	<b>11.12%</b>
	石家庄苏亚 (万元)	5,417.02	6,741.71	7,411.36	7,779.76	8,167.37	<b>10.81%</b>

市场规模数据来源：前瞻产业研究院整理

综上所述，无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚评估增值整体是具有合理性的。

#### （四）标的公司最近三年股权变动交易价格

无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚近三年均未发生股权变动。

#### （五）标的公司的竞争优势

本次评估选用收益法的评估结果作为评估结论，有利于反映无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚的盈利能力。标的公司已具有赖以持续发展的核心竞争力体现在核心技术优势、市场份额优势及专业人才团队。

自 2016 年以来，中国整形美容协会在借鉴了美国 JCI 标准等国外医院评审经验，并结合国内医疗美容机构实际水平的基础上，制定评价标准并先后开展了四期中国整形美容医疗机构评价工作。分级标准实行千分制，按照得分高低将医疗美容机构分为 5A、4A、3A、2A、A 共五个等级。获得最高 5A 级评价，表明医疗美容机构在内部规范管理、保障患者安全、临床技术力量、医疗服务质量、

医疗服务水平等方面，都处于国内美容医疗机构的前列。截至目前，无锡苏亚、唐山苏亚、石家庄苏亚已具备申报 5A 级资质的资格。

标的企业注重专业人才培养建设，汇聚医美领域全球顶级专家资源，聚集大陆、港台、韩国等大批国内外知名专家。截止目前，无锡苏亚共拥有医生 34 名，其中特聘主任医师 4 名，全职副主任医师 1 名，特聘副主任医师 4 名，全职及特聘主治医师 8 名，全职及特聘执业医师 17 名；唐山苏亚拥有 6 名擅长不同领域的医疗美容专家团队，其中整形外科专家 3 名，无创注射科专家 1 名，美容皮肤科专家 1 名，美容中医专家 1 名，外特聘专家 20 名；石家庄苏亚拥有擅长不同领域的医疗专家共 8 名，其中美容外科 3 名（副主任医师 1 名、主治医师 1 名、执业医师 1 名），微整形无创注射科专家 1 名（主治医师），美容皮肤科 2 名（执业医师），美容牙科 2 名（副主任医师 1 名，执业医师 1 名），合作专家 4 名，另有特聘专家 29 人。

#### **评估机构核查意见：**

经核查，评估师认为：上市公司结合交易标的的评估方法评估路径的差异、公司经营特点等，补充了本次交易资产基础法与收益法评估值差异较大的原因及合理性的说明，以及披露了交易标的评估增值的主要原因。上市公司结合交易标的的评估方法的选择、主要评估假设、计算模型和主要评估参数的选取，补充披露了评估结果的推算过程。上市公司结合同行业可比公司和可比交易情况、交易标的的经营业绩等，分析了交易标的市盈率的合理性，对交易标的评估增值较高的合理性进行了说明。相关披露与分析具有合理性。

（本页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于深圳证券交易所《关于对苏宁环球股份有限公司的关注函》（公司部关注函（2021）第 274 号）资产评估相关问题回复之核查意见》之签章页）

