

关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书 161537 号》
资产评估相关问题的答复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2016 年 7 月 22 日出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（161537 号）的要求，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会反馈意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本答复。

答复中可能涉及的公司名称简称如下：

美年大健康产业控股股份有限公司简称为“美年健康”、“本公司”或“公司”；

慈铭健康体检管理集团有限公司简称为“慈铭体检”。

本答复中披露的基准日后慈铭体检财务数据未经审计。

现将具体情况汇报如下：

问题一、申请材料显示，本次交易采用中联资产评估集团有限公司出具的估值报告为作价依据，采用现金流折现法和可比公司法，并选取现金流折现法结果为最终估值结果。请你公司补充披露：1)本次交易采用估值报告作价的原因。2) 现金流折现法估值相关参数以及其他影响估值结果的指标和因素，与按照资产评估准则相关规定进行估值存在的主要差异情况。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。（反馈意见 14）

答复：

一、本次交易采用估值报告作价符合《上市公司重大资产重组管理办法》相关规定

《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条规定，重大资产重组中相关资产不以资产评估结果作为定价依据的，上市公司应当在重大资产重组报告书中详细分析说明相关资产的估值方法、参数及其他影响估值结果的指标和因素。上市公司董事会应当对估值机构的独立性、估值假设前提的合理性、估值方法与估值目的的相关性发表明确意见，并结合相关资产的市场可比交易价格、同行业上市公司的市盈率或者市净率等通行指标，在重大资产重组报告书中详细分析本次交易定价的公允性。

估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值；上市公司独立董事应当出席董事会会议，对评估机构或者估值机构的独立性、评估或者估值假设前提的合理性和交易定价的公允性发表独立意见，并单独予以披露。

中联资产评估集团有限公司选用现金流折现法和可比公司法对慈铭体检于估值基准日的股东全部权益价值进行了估值，并选取现金流折现法的估值结果作为最终的估值结论，并出具了中联评咨字（2016）第617号《估值报告》。考虑到近期市场上有多起重大资产重组交易案例采用估值报告作为作价依据，本次交易也选用了估值报告作为作价依据，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条相关规定。

二、资产评估准则相关规定条款

本次交易估值报告中现金流折现法的相关参数选取与资产评估准则中收益法基本类似，而最终选用估值报告的核心原因在于对慈铭体检未来收益预测情况的考量。

《资产评估准则——企业价值》（中评协[2011]227号）中与收益预测相关规定条款如下：

第二十七条 注册资产评估师应当充分分析被评估企业的资本结构、经营状况、历史业绩、发展前景，考虑宏观和区域经济因素、所在行业现状与发展前景对企业价值的影响，对委托方或者相关当事方提供的企业未来收益预测进行必要的分析、判断和调整，在考虑未来各种可能性及其影响的基础上合理确定评估假设，形成未来收益预测。

三、本次交易采用估值报告作价的原因及现金流折现法估值相关参数以及其他影响估值结果的指标和因素，与按照资产评估准则相关规定进行估值存在的主要差异情况。

本次交易最终选用估值报告的具体原因如下：

慈铭体检主要从事健康体检业务，其未来收益不仅与宏观经济、行业发展前景和慈铭体检自身经营状况息息相关，也与慈铭体检的未来年

度新增体检门店计划有较大关联，慈铭体检未来年度的主营业务收入、毛利率等主要参数的选取均以其按照新增体检门店计划执行为前提。本次慈铭体检的未来年度新增体检门店计划由上市公司与慈铭体检共同编制，慈铭体检未来年度新增体检门店计划具体情况见下表：

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
新增门店数量（个）	8.00	8.00	8.00	9.00
单位门店面积（m ² ）	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00
总面积（m ² ）	24,000.00	24,000.00	24,000.00	27,000.00

我国专业健康体检行业起步较晚，属于朝阳产业。当前我国专业体检机构市场规模约为222亿，占总健康体检市场的22.5%，随着国家鼓励健康体检行业发展的政策相继出台，行业监管政策日趋规范，全社会健康意识的不断提高，体检行业专业化、个性化的发展趋势，专业体检将会迎来更快速的发展。根据预测，未来中国专业体检机构的市场规模可达1,960亿，未来5年行业复合增长率将保持28%，预计2020年市场将达到520亿的收入规模。

健康体检行业正处于高速发展期，考虑到慈铭体检自身经营状况、行业地位及规模与区域优势、体检业务管理及服务经验和客户资源优势等核心竞争力，在其未来年度按照目前新增体检门店计划执行的前提下，盈利预测具有较高的可行性。但由于慈铭体检每个新店的开设时间及进程均会受到当地相关政策和审批程序、选址及租赁成本、专业人员配置及培训情况等诸多因素的影响，估值人员无法对其新增体检门店的实际执行情况与现有计划存在的差异进行核查。上述事项与《资产评估准则——企业价值》中第二十七的相关规定存在一定差异，故本次交易选用估值报告作为交易双方的价值参考依据。除上述差异外，本次现金

流折现法中估值相关参数以及其他影响估值结果的指标和因素与按照资产评估准则相关规定进行估值不存在较大差异。

经核查，估值机构认为，上市公司对（1）本次交易采用估值报告作价的原因、（2）现金流折现法估值相关参数以及其他影响估值结果的指标和因素，与按照资产评估准则相关规定进行估值存在的主要差异情况进行了必要的分析，上述分析具备合理性。

问题二、申请材料显示，现金流折现法估值时预测 2016 年的收入和净利润分别为 13.05 亿元、1.29 亿元。请你公司结合慈铭体检截止目前的经营业绩情况，补充披露 2016 年预测营业收入和净利润的可实现性。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。（反馈意见 15）

答复：

一、慈铭体检 2016 年经审计的经营业绩情况

1、慈铭体检 2016 年经审计的经营业绩情况见下表：

金额单位：人民币万元

项目	2016 年	
	实际数	预测数
营业收入	123,420.21	130,516.97
营业成本	75,870.18	79,497.22
毛利率	38.53%	39.09%
净利润	12,437.08	12,959.94

根据慈铭体检 2016 年经审计的财务报表披露，2016 年实际营业收入为 123,420.21 万元，比预测数低 5.44%；营业成本为 75,870.18 万元，比预测数 4.56%；毛利率 38.53%，与预测数基本一致；实现净利润 12,437.08 万元，比预测数低 4.03%。

经核查，估值机构认为，上市公司已披露慈铭体检 2016 年经审计的经营业绩情况，慈铭体检 2016 年实际经营业绩情况与预测情况差异

不大。

问题三、申请材料显示，现金流折现法估值时结合行业增长情况、估值对象历史年度新增体检门店的成长情况及估值对象最大接待能力等因素综合预测未来年度体检量。2016 年预测的平均客单价为 501.67 元，相比 2015 年增长 9.66%，未来年度预测各个体检门店平均客单价年增幅在 3%左右。请你公司：1)结合未来年度新开体检中心的可行性和进展情况，补充披露“最大接待能力”预测的合理性。2)补充披露将“最大接待能力”转化为“年体检量”的依据和合理性。3)补充披露 2016 年预测平均客单价增长率较高的原因和合理性。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。（反馈意见 16）

答复：

一、结合未来年度新开体检中心的可行性和进展情况，补充披露“最大接待能力”预测的合理性。

（一）最大接待能力的预测过程

根据行业经验及与慈铭体检管理层的访谈情况得知，每个体检门店均有最大接待能力指标，若突破该指标体检门店将无法正常工作，慈铭体检对于最大接待能力指标的计算依据其行业经验情况及已有体检门店的接待能力确定。根据体检门店的设计方案，一个 2000 m²的体检门店一般配备 3 条检线，共 6 台 B 超机，每台 B 超每天工作 4 个小时（上午 7:30-11:30），B 超检查每人约 5 分钟，则一台 B 超机每日最大检查人数为 48 人，6 台 B 超机总共最大体检人数为 288 人。全年正常经营天数为 300 天（365 天扣除每周一天休息日及国家法定节假日），则最大接待能力为：

每年每平方米最大接待能力=288 人/天×300 天÷2,000 m²=43 (人•年•m²)

上述指标由于以 B 超机为标准进行计算，而体检客户中并非所有客户都包含 B 超检查项目，因此，对该指标仅限标准体检接待量的考量。

（二）未来年度新开体检中心的可行性及进展情况

多年来，慈铭体检在国内多个城市自建了 50 余家体检中心，积累了大量体检中心建设及运营经验，并形成了一套成熟的可供复制的体检中心解决方案，尤其是体检中心建设流程和选址方面的经验丰富。

1、体检中心建设流程

①项目论证与决策

慈铭体检根据战略规划及网点布局计划，完成在目标地区开设体检中心的调研工作。完成调研后，慈铭体检根据发展规划和经营现状，在对目标地区的市场容量及增长潜力、市场竞争情况、选址意向、医疗规划以及项目的业务、财务、人力资源等方面进行综合评估后，做出投资决策。

②投资估算

投资项目决策后，编制项目投资预算方案，根据投资总额大小不同报总经理、董事会或股东会审批后实施。

③项目选址

投资估算方案确定后，完成新建体检中心的选址确认工作，租赁房屋或签订房屋租赁意向书。

④申请医疗机构设置审批书

完成项目选址并签订房屋租赁意向后，向当地卫生行政主管部门申

请医疗机构设置审批书。

⑤体检中心环境评价

取得医疗机构设置审批书后，向当地环境保护部门申请对拟设定的医疗机构进行环境评价。

⑥项目建设

取得医疗机构设置审批书及环境评价报告后，与出租方签署房屋租赁合同，正式启动新建体检中心的筹建工作，制订新建体检中心的时间表，包括：管理团队组建、体检中心装修、人员招聘和培训、设备购置、安装调试等。

⑦项目验收

新建体检中心装修完成、设备调试完毕、人员到位后，向项目所在地相关主管部门申请环保、消防、卫生验收。

⑧正式运营

取得《医疗机构执业许可证》并完成工商注册登记后，新建体检中心正式投入运营。慈铭体检将以体检管理系统为平台，以《实用健康体检管理手册》等为依据，对新建体检中心在制度建立、人员培训、业务管理、市场开拓、后续服务等方面进行指导和追踪反馈。

2、新建体检中心选址时考虑的主要因素

①慈铭体检的总体战略布局。慈铭体检按照有利于扩大协同效应有选择地扩充体检网点。

②目标城市经济发展状况及健康体检市场规模。健康体检行业的发展与目标城市的经济发展状况、人口数量、人均收入等密切相关，并决定了当地健康体检的市场规模。

③目标城市健康体检市场的竞争情况。目标城市的健康体检行业竞争格局对现有体检中心及新建体检中心的经营状况和盈利水平有较大影响，需综合考虑。

结合门店开业经验及当地人口需求调查，慈铭体检拟于 2017 年在北京、厦门、广州、青岛、无锡等城市新增 8 家门店。

截至本回复出具之日，慈铭体检已完成上述新开门店的项目论证与决策、投资估算，并已基本完成选址工作，预计 2017 年 7-8 月份正式对外营业。

序号	地址	面积 m ²	目前进展情况	预计对外营业时间
1	北京	3000	完成选址	2017.7-8
2	厦门	3000	完成选址	2017.7-8
3	广州	3000	完成选址	2017.7-8
4	青岛	3000	完成选址	2017.7-8
5	无锡	3000	医疗许可公示	2017.7-8
6	重庆	3000	取得营业执照	2017.6
7	东莞	3000	完成选址	2017.7-8
8	乌鲁木齐	3000	医疗机构设置已批准	2017.7-8

（三）最大接待能力预测合理性分析

综上，本次估值根据行业经验及管理层访谈以 B 超机作为最大接待能力的预测指标，具备合理性；同时，慈铭体检积累了大量体检中心建设及运营经验，并形成了一套成熟的可供复制的体检中心解决方案，具备新开体检中心的可行性，故最大接待能力预测具备合理性。

二、补充披露将“最大接待能力”转化为“年体检量”的依据和合理性。

1、行业发展增速

A. 老龄化和慢病推动体检市场

据联合国预测，1990-2020 年世界老龄人口平均年增速度为 2.5%，同期我国老龄人口的递增速度为 3.3%，世界老龄人口占总人口的比重从 1995 年的 6.6% 上升至 2020 年 9.3%，同期我国由 6.1% 上升至 11.5%，无论从增长速度和比重都超过了世界老龄化的速度和比重，到 2020 年我国 65 岁以上老龄人口将达 1.67 亿人，约占全世界老龄人口 6.98 亿人的 24%。

老年人口的患病率、病发率显著高于其他年龄组，是医药需求、健康管理发展的重要动力，亟需关注健康体检、保健、疾病的早期诊断和治疗以降低疾病发病率、提高重大疾病治愈率。

同时，现代都市人群工作压力大、精神紧张、生活不规律、缺乏运动等不良生活方式也是推动我国慢性病发病率上升，并呈年轻化趋势的重要因素之一。根据国家卫计委公布的《中国居民营养与慢性病状况报告（2015 年）》显示：全国居民慢性病死亡率为 5.3‰；高血压、糖尿病、慢性阻塞性肺病均是患病率较高的慢性病。但慢性病中有很多可通过体检发现、排查并及早预防，因此健康体检将愈加必不可少。慢性病发病率、死亡率的上升也催生出体检机构在常规体检服务外，推出专病专查的服务项目。随着居民收入水平的提高、居民健康意识的提高，中国健康体检行业的需求将显著提升。

B. 国家医疗改革战略从重治疗转向重预防

在当前医保控费的大背景下，为保证居民健康水平的持续提升、节约国家及居民医疗费用开支，政府提出医疗卫生工作的“战略前移”，即抓预防、治未病，真正贯彻以一、二级预防为重点，以疾病发生的“上

游”入手的“预防为主”的战略方针。国家卫生工作战略的前移，改变了传统的“重治疗、轻预防”的思想观念。我们预计为减少对政府财政、实体经济的负担，政府将继续出台多项政策细则，推动国家医疗改革战略从重治疗转向重预防。在医保费用紧张的大环境和政府政策鼓励的大背景下，健康体检市场将迎来空前的发展机遇。

C. 专业体检机构将迎来高速发展

目前，公立医疗机构仍为国内医疗服务体系的主要力量，提供大部分的诊疗和检验服务。专业体检机构是行业市场化程度逐步提高的产物，经营模式借鉴了发达国家市场的发展经验，其在国内的发展和为人们广泛接受仍需一定的时间。

当前中国体检市场以公立医院等医疗机构的体检部门（医院、卫生院、社区卫生服务中心、妇幼保健院等）为主、以专业体检机构为辅。

但未来随着专业体检机构在服务质量、服务理念上与公立医院拉开更大差距，同时，政府对于民营医疗机构的政策鼓励下，专业体检机构的发展速度将高于整体体检行业的发展速度。

2、慈铭体检已有门店历史年度经营情况

根据估值对象已有体检门店历史年度经营情况，新增体检门店第一年的年体检量占最大接待能力比例的平均值为 20%左右，体检门店成立至第 5 年的年体检量占最大接待能力比例的平均值为 50%左右，具体测算过程如下：

（1）新增体检门店第一年的年体检量占最大接待能力比例情况

选取 2014 年和 2015 年新成立的体检门店，统计新成立体检门店第一年实际体检量占最大可接待量占比情况，统计结果见下表：

体检门店	成立日期	最大可接待量（次）	年体检量（次）	占比
北京慈铭奥亚月坛门诊部有限公司	2015.04.01	100,800.00	18,825.00	18.68%
成都慈铭健康管理股份有限公司高新体检门诊部	2015.12.1	57,600.00	7,724.00	80.46%
大连慈铭高新综合门诊有限公司	2015.10.20	57,600.00	9,019.00	46.97%
杭州慈铭友好综合门诊部有限公司	2014.01.03	72,000.00	29,753.00	28.93%
慈铭健康体检管理集团杭州有限公司凯旋路门诊部	2015.4.1	86,400.00	10,366.00	12.00%
慈铭健康体检管理集团南京有限公司奥体门诊部	2015.8.27	72,000.00	9,337.00	12.97%
上海正元慈铭门诊部有限公司	2015.01.27	43,200.00	13,250.00	21.47%
上海初元慈铭门诊部有限公司	2014.11.17	57,600.00	15,269.00	106.03%
深圳市慈铭健康体检管理有限公司逸康门诊部分公司	2014.08.25	115,200.00	2,974.00	2.58%
慈铭健康体检管理集团武汉有限公司武昌综合门诊部	2014.01.06	86,400.00	31,547.00	25.56%
慈铭健康体检管理集团武汉有限公司慈铭汉阳综合门诊部	2014.08.29	57,600.00	6,743.00	11.71%
吉林省慈铭健康体检管理有限公司朝阳南湖综合门诊部	2014.07.30	57,600.00	13,548.00	23.52%
青岛慈铭健康管理股份有限公司市南门诊部	2015.6.1	100,800.00	10,896.00	10.81%
宁波慈铭健康体检投资管理有限公司江东慈铭一生门诊部	2015.6.30	115,200.00	31,743.00	27.55%
宁波慈铭健康体检投资管理有限公司鄞州慈铭综合门诊部	2015.10.1	28,800.00	299.00	2.08%
平均值				21.83%

注：1、上下半年企业实际业务量分布为 3:7，由于企业新增体检门店均于 6-7 月份开业，上述为以开店时间节点计算下半年体检量占比情况。

2、计算结果已剔除数据异常的上海初元慈铭门诊部有限公司、深圳市慈铭健康体检管理有限公司逸康门诊部分公司和宁波慈铭健康体检投资管理有限公司鄞州慈铭综合门诊部。

(2)体检门店成立至第 4-5 年的年体检量占最大接待能力比例的情况

选取 2009 年-2011 年新成立的体检门店，上述体检门店于 2015 年实际经营情况见下表：

体检门店	成立日期	最大可接待量(次)	年体检量(次)	占比
山东慈铭健康体检管理有限公司济南天桥门诊部	2009.02.13	86,400.00	33,468.00	38.74%
慈铭健康体检管理集团有限公司南京有限公司门诊部	2009.04.24	115,200.00	75,065.00	65.16%
慈铭健康体检管理集团有限公司武汉有限公司武汉慈铭门诊部	2009.07.03	86,400.00	51,226.00	59.29%
慈铭健康体检管理集团有限公司武汉有限公司慈铭汉口门诊部	2009.07.08	86,400.00	45,594.00	52.77%
广州慈铭门诊部有限公司	2009.12.31	172,800.00	77,839.00	45.05%
慈铭健康体检管理集团股份有限公司北京雍和宫门诊部	2010.10.15	144,000.00	62,807.00	43.62%
慈铭健康体检管理集团股份有限公司北京公主坟门诊部	2011.02.25	86,400.00	66,693.00	77.19%
大连慈铭星海新天地综合门诊部有限公司	2011.05.09	57,600.00	25,851.00	44.88%
临沂慈铭健康体检管理有限公司门诊部	2011.09.30	86,400.00	41,985.00	48.59%
平均值				52.81%

根据中联评估出具的《估值报告》（中联评咨字[2017]第 409 号），新增体检门店第一年的年体检量占最大接待能力比例，体检门店成立至第 5 年的年体检量占最大接待能力比例情况如下：

(1) 新增体检门店第一年的年体检量占最大接待能力比例情况

选取 2015 年和 2016 年新成立的体检门店，统计新成立体检门店

第一年实际体检量占最大可接待量占比情况，统计结果见下表：

体检门店	成立日期	当年最大可接待量（次）	年体检量（次）	占比
上海正元慈铭门诊部有限公司	2015.01.27	43,200.00	13,250.00	21.47%
北京慈铭奥亚月坛门诊部有限公司	2015.04.01	100,800.00	18,825.00	18.68%
宁波慈铭健康体检投资管理有限公司鄞州慈铭综合门诊部	2015.10.1	28,800.00	299.00	2.08%
大连慈铭高新综合门诊部有限公司	2015.10.20	57,600.00	9,019.00	46.97%
成都慈铭健康管理服务有限公司高新体检门诊部	2015.12.1	57,600.00	7,724.00	80.46%
慈铭健康体检管理集团杭州有限公司凯旋路门诊部	2015.4.1	86,400.00	10,366.00	12.00%
青岛慈铭健康管理服务有限公司市南门诊部	2015.6.1	100,800.00	10,896.00	10.81%
宁波慈铭健康体检投资管理有限公司江东慈铭一生门诊部	2015.6.30	115,200.00	31,743.00	27.55%
慈铭健康体检管理集团南京有限公司奥体门诊部	2015.8.27	72,000.00	9,337.00	19.45%
通辽市慈铭健康管理服务有限公司健康综合门诊部	2016.9.1	72,000.00	17,937.00	37.37%
通辽市慈铭健康管理服务有限公司美年大健康综合门诊部	2016.9.1	86,400.00	3,172.00	5.51%
平均值				24.29%

注：1、上下半年企业实际业务量分布为 3:7，由于企业新增体检门店均于 6-7 月份开业，上述为以开店时间节点计算下半年体检量占比情况。

2、计算结果已剔除数据异常的宁波慈铭健康体检投资管理有限公司鄞州慈铭综合门诊部、通辽市慈铭健康管理服务有限公司健康综合门诊部和成都慈铭健康管理服务有限公司高新体检门诊部。

（2）体检门店成立至第 4-5 年的年体检量占最大接待能力比例的情况

选取 2010 年-2013 年新成立的体检门店，上述体检门店于 2016 年实际经营情况见下表：

体检门店	成立日期	最大可接待量(次)	年体检量 (次)	占比
广州慈铭东风门诊部有限公司	2010.04.22	-	865.00	
慈铭健康体检管理集团股份有限公司北京雍和宫门诊部	2010.10.15	172,800.00	65,862.00	38.11%
慈铭健康体检管理集团股份有限公司北京公主坟门诊部	2011.02.25	86,400.00	72,759.00	84.21%
大连慈铭星海新天地综合门诊部有限公司	2011.05.09	72,000.00	25,768.00	35.79%
临沂慈铭健康体检管理有限公司门诊部	2011.09.30	86,400.00	42,744.00	49.47%
深圳市慈铭健康体检管理有限公司慈铭门诊部分公司	2012.04.17	100,800.00	45,369.00	45.01%
慈铭健康体检管理集团股份有限公司北京奥亚医院	2012.12.18	100,800.00	31,807.00	31.55%
慈铭健康体检管理集团股份有限公司北京洋桥门诊部	2013.02.08	86,400.00	69,022.00	79.89%
山东慈铭健康体检管理有限公司济南历下门诊部	2013.02.18	72,000.00	58,298.00	80.97%
临沂慈铭健康体检管理有限公司南坊门诊部	2013.07.29	86,400.00	42,277.00	48.93%
吉林省慈铭健康体检管理有限公司长春经济技术开发区综合门诊部	2013.10.28	129,600.00	90,604.00	69.91%
广州慈铭卓越门诊部有限公司	2013.11.07	100,800.00	59,743.00	59.27%
慈铭健康体检管理集团天津有限公司和平门诊部	2013.11.25	43,200.00	35,631.00	82.48%
平均值				49.50%

注：1、广州慈铭东风门诊部有限公司已于 2016 年初停业。

2、计算结果已剔除数据异常的广州慈铭东风门诊部有限公司、慈铭健康体检管理集团股份有限公司北京公主坟门诊部、慈铭健康体检管理集团股份有限公司北京奥亚医院、慈铭健康体检管理集团股份有限公司北京洋桥门诊部、山东慈铭健康体检管理有限公司济南历下门诊部和慈铭健康体检管理集团天津有限公司和平门诊部。

根据以上估值对象历史经营情况统计，新增体检门店第一年的年体检量占最大接待能力比例的平均值为 22%-24%左右，估值对象新增体检门店一般于 7-8 月份左右开业，出于谨慎性原则，本次取 20%；体检门店成立至第 4-5 年的年体检量占最大接待能力比例的平均值为 50%左右。除地理位置较好的体检门店实际体检量可达到最大可接待量外，一般体检门店实际接待量达到最大可接待量的 75%-80%即达到饱和状态。

对于已处于饱和状态的体检门店，慈铭体检未来不再预测体检量的增加；对于处于成长期的体检门店，慈铭体检结合行业增长情况及已有门店历史年度的平均成长情况预测未来年度体检量的增加，盈利预测较为合理。

三、补充披露 2016 年预测平均客单价增长率较高的原因和合理性。

随着我国经济和科技快速发展，与人民群众生活关系密切的医疗行业也在快速发展。近十多年来，人民在医疗卫生方面投入的费用不断增长，我国卫生总费用占国内生产总值（GDP）的比重总体上也处于稳步上升的趋势。2015 年，全国卫生总费用占 GDP 的比重达已到 6.05%。

健康服务产品基本价格一般是根据客户市场与服务内容确定的，具有较大的默契性与同类产品的价格相近性。在基本价格方面，相近产品之间价格差距较小，所在同一城市内，价格应以市场均衡价格为主导。

慈铭体检在行业参考定价标准之下，自主确定各单项体检项目收费标准。在同一城市的各体检门店实行统一的体检项目标价，不同区域的体检门店根据地区实际情况适当调整。根据体检套餐、市场供求状况、

客户类别、季节性、营销需求等因素，慈铭体检各体检门店项目的实际执行价格在体检项目标准价基础上有不同程度的折扣。近年慈铭体检平均客单价水平如下：

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
体检业务收入（万元）	56568.82	65998.84	76900.42	88,053.34	96,908.75
体检人次（万次）	159.48	172.44	176.12	204.73	211.84
平均客单价（元）	354.71	382.74	436.64	430.10	457.46
平均客单价增长率		7.90%	14.08%	-1.50%	6.36%

由上表可知，慈铭体检 2012-2015 年平均客单价相比上一年增幅平均约为 6.71%，复合增长率达到 6.12%，随着国民经济实力的增长、居民消费水平的上升及估值对象服务能力的提升等因素，并考虑到近年通货膨胀平均水平在 3%左右，未来年度预测各个体检门店平均客单价年增幅在 3%左右符合谨慎性要求。

2016 年实际平均客单价为 471.67 元，比 2015 年增长 3.11%，实际平均客单价低于预测平均客单价主要原因为部分高端门店如北京亮马桥医院和北京奥亚医院两家高端体检门店的体检量占慈铭体检整体体检量比重低于预测水平，且由于宁波慈铭门诊部改变经营战略，其体检量由 2015 年的 299 人增长到 2016 年的 11200 人，但平均客单价由 2015 年的 1100 元左右降低到 580 元，降低了慈铭体检整体平均客单价水平。

经核查，估值机构认为，上市公司结合未来年度新开体检中心的可行性和进展情况，补充披露了“最大接待能力”预测的合理性；上市公司补充披露了将“最大接待能力”转化为“年体检量”的依据和合理性；上市公司补充披露了 2016 年及以后年度平均客单价水平预测的合理性；以上分析具备合理性。

问题四、申请材料显示,慈铭体检未来年度预测毛利率维持在 39%左右,高于 2015 年 32%的主营业务毛利率。2015 年毛利率较低主要受新增体检门店盈利水平较低影响。估值时预测 2017 年至 2020 年将年均增加 8 至 9 家体检门店。请你公司补充披露 2016 年及以后年度预测毛利率的合理性。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。(反馈意见 17)

答复:

一、慈铭体检报告期毛利率下降原因

慈铭体检 2014 年综合毛利率为 39.47%, 2015 年综合毛利率为 32.24%, 下降幅度较大, 主要原因包括以下几点: 1) 2015 年度新门店增加 9 家, 受成熟周期的影响新增门店营业收入尚无法达到原有门店盈利水平, 同时新增门店装修费用摊销、设备折旧相应增加, 导致新增门店 2015 年毛利率为负; 2) 慈铭体检 2015 年一直处于业务调整的过渡期, 导致 2015 年营业收入增长率为 11.31%, 远低于行业平均增长水平, 同时 2015 年受人才竞争及房地产升值因素的影响职工薪酬及房租费用有所上升, 因此受到收入增幅放缓及成本提升的双重影响, 导致原有门店毛利率有所下降。

二、慈铭体检未来年度营业收入预测合理性

慈铭体检预测年度营业收入水平见下表:

单位: 万元

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入合计	130,516.97	160,579.29	198,086.29	240,220.91	290,922.37
营业收入增长率	28.49%	23.03%	23.36%	21.27%	21.11%
体检业务收入	125,385.31	154,934.47	191,876.98	233,701.14	284,076.61

年体检量（万次）	249.94	300.41	357.49	422.62	501.16
最大接待能力（万次）	512.64	616.32	720.00	823.68	940.32
平均单价（元）	501.67	515.74	536.73	552.98	566.84
加盟及服务费收入	3,785.90	4,164.49	4,580.94	4,809.99	5,050.49
其他业务收入	1,345.76	1,480.33	1,628.37	1,709.78	1,795.27

项目名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入合计	325,154.58	353,922.59	382,971.55	410,852.41	429,935.95
营业收入增长率	11.77%	8.85%	8.21%	7.28%	4.64%
体检业务收入	318,171.90	346,800.26	375,706.78	403,587.63	422,671.18
年体检量（万次）	549.45	588.67	627.41	662.53	684.92
最大接待能力（万次）	940.32	940.32	940.32	940.32	940.32
平均单价（元）	579.07	589.13	598.82	609.17	617.11
加盟及服务费收入	5,151.50	5,254.53	5,359.62	5,359.62	5,359.62
其他业务收入	1,831.18	1,867.80	1,905.16	1,905.16	1,905.16

1、体检量预测合理性

1) 股权整合完毕，有助于标的公司业绩增长

本次交易完成后，公司直接持有慈铭体检 100%股权，将不再存在报告期内由于股权整合导致的慈铭体检业绩低迷增长的问题，且公司与慈铭体检主营业务相同，由竞争对手变为母子公司，双方将在客户渠道、行业经验及规模采购等方面发挥协同效应，有助于慈铭体检业绩的持续增长。

2) 行业发展情况

详见“问题三”/“（二）”/“1、行业发展增速”

2、平均客单价预测合理性

随着我国经济和科技快速发展，与人民群众生活关系密切的医疗行业也在快速发展。近十多年来，人民在医疗卫生方面投入的费用不断增长，我国卫生总费用占国内生产总值（GDP）的比重总体上也处于稳步

上升的趋势。2015 年，全国卫生总费用占 GDP 的比重已达 6.05%。

健康服务产品基本价格一般是根据客户市场与服务内容确定的，具有较大的默契性与同类产品的价格相近性。在基本价格方面，相近产品之间价格差距较小，所在同一城市内，价格应以市场均衡价格为主导。

慈铭体检在行业参考定价标准之下，自主确定各单项体检项目收费标准。在同一城市的各体检门店实行统一的体检项目标价，不同区域的体检门店根据地区实际情况适当调整。根据体检套餐、市场供求状况、客户类别、季节性、营销需求等因素，慈铭体检各体检门店项目的实际执行价格在体检项目标准价基础上有不同程度的折扣。近年慈铭体检平均客单价水平如下：

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
体检业务收入（万元）	56568.82	65998.84	76900.42	88,053.34	96,908.75
体检人次（万次）	159.48	172.44	176.12	204.73	211.84
平均客单价（元）	354.71	382.74	436.64	430.10	457.46
平均客单价增长率		7.90%	14.08%	-1.50%	6.36%

由上表可知，慈铭体检 2012-2015 年平均客单价相比上一年增幅平均约为 6.71%，复合增长率达到 6.12%，随着国民经济实力的增长、居民消费水平的上升及估值对象服务能力的提升等因素，并考虑到近年通货膨胀平均水平在 3%左右，未来年度预测各个体检门店平均客单价年增幅在 3%左右符合谨慎性要求。

3、同行业可比公司近年收入增长水平

慈铭体检的主营业务为健康体检服务业务，属医疗服务业，目前 A 股上市公司中同行业可比公司包括爱尔眼科、通策医疗和迪安诊断，上述三家上市公司 2013 年-2015 年营业收入情况如下：

单位：万元

证券代码	证券简称	2013 年	2014 年	2015 年	复合增长率
300015.SZ	爱尔眼科	198,496.73	240,204.76	316,558.05	26.28%
600763.SH	通策医疗	46,301.52	58,379.03	76,235.57	28.32%
300244.SZ	迪安诊断	101,547.44	133,510.01	185,818.09	35.27%
平均值					29.60%

近年三家可比上市公司营业收入平均复合增长率为 29.60%，慈铭体检 2016 年-2020 年预测营业收入复合增长率为 24.59%，低于可比上市公司近年平均收入增长情况，因此，从行业发展及可比上市公司情况而言，本次营业收入预测具备合理性。

三、慈铭体检未来年度营业成本预测合理性

慈铭体检预测年度营业成本水平见下表：

金额单位：人民币万元

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	130,516.97	160,579.29	198,086.29	240,220.91	290,922.37
毛利率	0.3909	0.3885	0.3894	0.3901	0.3916
营业成本合计	79,497.22	98,202.19	120,946.08	146,499.23	176,989.89
职工薪酬	30,656.31	38,953.73	49,935.16	62,895.60	78,872.50
固定资产折旧	3,558.97	4,427.79	5,296.60	6,165.42	7,142.83
长期待摊费用摊销	5,282.97	5,960.40	6,682.45	7,404.49	8,216.79
耗材费用	15,277.47	18,817.12	23,235.67	28,209.43	34,195.94
房租	16,673.87	20,245.97	23,827.99	27,467.56	31,338.34
管理类费用	6,318.88	7,782.90	9,610.45	11,667.64	14,143.70
委托体检成本	855.45	1,053.65	1,301.06	1,579.56	1,914.77
其他业务成本	873.30	960.63	1,056.70	1,109.53	1,165.01

项目名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入	325,154.58	353,922.59	382,971.55	410,852.41	429,935.95
毛利率	0.4009	0.4125	0.4213	0.4334	0.4354
营业成本合计	194,785.86	207,919.98	221,609.83	232,797.27	242,725.71
职工薪酬	89,134.46	95,605.63	102,501.08	107,028.52	111,735.37
固定资产折旧	7,142.83	7,142.83	7,142.83	7,142.83	7,142.83

长期待摊费用摊销	8,216.79	8,216.79	8,216.79	8,216.79	8,216.79
耗材费用	38,240.44	41,638.59	45,069.88	48,367.43	50,624.50
房租	32,905.26	34,550.52	36,278.05	38,091.95	39,996.55
管理类费用	15,816.54	17,222.04	18,641.25	20,005.14	20,938.68
委托体检成本	2,141.24	2,331.51	2,523.64	2,708.29	2,834.67
其他业务成本	1,188.31	1,212.07	1,236.32	1,236.32	1,236.32

对于职工薪酬，慈铭体检参照历史年度体检职工数量及薪酬水平，并综合考虑历史已有体检门店和未来年度新增体检门店职工数量的增加，再根据涨薪计划进行预测；对于固定资产折旧及长期待摊费用摊销等固定费用，慈铭体检参照历史年度上述折旧（摊销）占总折旧（摊销）的比例，综合考虑未来新增体检门店所需增加的折旧及摊销规模进行预测；对于房租费用，由于慈铭体检采用直线法摊销房租费用，根据房租合同统计情况，慈铭体检原有体检门店的房租合同预计平均到期年限为 2020 年，故原有体检门店的房租费用采用直线法预测至 2020 年，2020 年以后考虑租金增长水平进行预测，新增体检门店本次预测未考虑直线法摊销政策，按照各地平均租金水平并考虑未来年度的租金水平的上涨进行预测；对于耗材费用、管理类费用及委托体检成本等变动费用，慈铭体检考虑历史年度上述费用占主营业务收入的比重进行预测；对于其他业务成本，慈铭体检参考历史年度毛利率水平进行预测。

四、慈铭体检预测年度毛利率合理性

通过以上分析可知，慈铭体检 2015 年毛利率较 2014 年相比有较大幅度的下滑主要原因为慈铭体检 2015 年营业收入增长率约为 11.31%，而其营业成本中固定成本（如职工薪酬、折旧摊销、房租等）占总成本比重较高，达到 70%以上，营业收入增长缓慢直接导致了毛利率的下降；而预测年度 2016 年-2020 年营业收入增长水平高于 2015 年，2016 年

-2020 年固定成本（如职工薪酬、折旧摊销、房租等）占总成本比重依然维持在 70%左右，因此 2016 年-2020 年预测毛利率高于 2015 年毛利率是合理的，且 2016 年-2020 年预测毛利率为 39.09%-39.16%，均低于 2014 年毛利率，符合谨慎性要求。由于 2020 年以后慈铭体检计划不再增加新的体检门店，营业收入的增长全部来自原有门店，因而增加的固定成本（如职工薪酬、折旧摊销、房租等）较少，2020 年-2025 年预测固定成本（如职工薪酬、折旧摊销、房租等）占总成本比重逐步降至 68%左右，随着预测营业收入的增加，规模效应较为明显，因此 2020 年-2025 年预测毛利率高于 40%也是合理的。

五、慈铭体检 2016 年实际毛利率及同行业上市公司毛利率水平

1.慈铭体检 2016 年实际毛利率

慈铭体检 2016 年经审计的营业收入、成本及毛利率情况见下表：

金额单位：人民币万元

项目	2016 年	
	实际数	预测数
营业收入	123,420.21	130,516.97
营业成本	75,870.18	79,497.22
毛利率	38.53%	39.09%

由上表可知，2016 年慈铭体检实际毛利率为 38.53%，与预测数差异不大。

2.2013 年-2015 年，同行业上市公司毛利率水平如下所示：

证券代码	证券简称	2013 年	2014 年	2015 年	平均值
300015.SZ	爱尔眼科	45.89%	44.91%	46.59%	45.80%
600763.SH	通策医疗	45.04%	39.31%	39.80%	41.38%
300244.SZ	迪安诊断	37.11%	36.50%	33.62%	35.74%
002044.SZ	美年健康	48.20%	48.33%	47.95%	48.16%
平均值					42.77%

由上表可知，慈铭体检同行业可比上市公司近年平均毛利率为42.77%，高于慈铭体检2016年-2020年预测毛利率，慈铭体检2021年及以后年度预测毛利率较之前略高是因为根据慈铭体检目前的新增体检门店计划，2021年暂不新增体检门店，原有体检门店发挥规模效应所致。因此，从与同行业上市公司毛利率水平对比来看，慈铭体检未来年度毛利率预测较为合理，符合谨慎性要求。

经核查，估值机构认为，上市公司补充披露了2016年及以后年度预测毛利率的合理性，上述对2016年及以后年度预测毛利率的合理性的分析具备合理性。

此页无正文，为《关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书 161537 号>估值相关问题的答复》之盖章页）

中联资产评估集团有限公司

二〇一七 年 月 日