

金发拉比妇婴童用品股份有限公司  
因股权收购事宜拟了解广东韩妃医院投资有限公司  
股东全部权益价值

估 值 报 告

深中联评咨字[2023]第 178 号

深圳中联资产评估有限公司

二〇二三年九月十一日

# 目 录

第一部分 估值报告声明 .....	1
第二部分 估值技术思路 .....	3
一、 委托人、委估企业及报告使用人.....	3
二、 估值目的 .....	8
三、 价值类型 .....	9
四、 估值基准日 .....	9
五、 估值对象和估值范围 .....	9
六、 估值参考文件、资料.....	11
七、 行业分析 .....	12
八、 估值方法的选择.....	17
九、 估值假设 .....	23
十、 估值程序 .....	25
十一、 估值过程.....	26
第三部分 估值结论 .....	41
一、 估值结论 .....	41
二、 特别事项提示 .....	44
三、 报告的法律效力 .....	45
四、 报告提交日期 .....	45
附件目录 .....	47

## 第一部分 估值报告声明

金发拉比妇婴童用品股份有限公司因股权收购事宜拟了解广东韩妃医院投资有限公司股权价值，深圳中联资产评估有限公司接受金发拉比妇婴童用品股份有限公司的委托，采用收益法和市场法，对所涉及的广东韩妃医院投资有限公司股东全部权益在估值基准日 2023 年 6 月 30 日的市场价值进行了估算。

我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件及其对估值结论的影响。估值人员对实际结果是否符合计划、预算或预测情况，以及实际结果与预测数据的具体接近程度，不会做出保证。估值人员及机构均不对任何使用本报告、本报告内容所含信息或与本报告有关的任何行为所导致的任何损失承担责任。

本报告盈利预测不构成对估值对象未来实际盈利情况的保证。

本报告的观点仅基于财务分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。本估值报告使用人应当正确理解和使用估值结论，估值结论不等同于估值对象可实现价格，估值结论不应当被认为是对估值对象可实现价格的保证。

本报告未完全依据中国资产评估准则执行相关程序和报告要求进行编制。本估值报告仅用于报告载明的估值目的，不得用于其他目的。

非法律、行政法规规定，本报告的全部或部分内容不得提供给其他

任何单位和个人；任何未经估值机构和委托人书面确认的机构或个人不能由于得到估值报告而成为估值报告使用者。

## 第二部分 估值技术思路

### 一、委托人、委估企业及报告使用人

#### (一) 委托人简介

公司名称：金发拉比妇婴童用品股份有限公司（以下简称“金发拉比”）

注册地址：汕头市金平区鮑浦鮑济南路 107 号

法定代表人：林浩亮

注册资本：35,402.5 万(元)人民币

公司类型：股份有限公司(上市、自然人投资或控股)

成立时间：1996 年 8 月 2 日

营业期限：1996 年 8 月 2 日至无固定期限

统一社会信用代码：91440500231741981J

经营范围：妇婴童用品的研发、设计、加工、制造、销售；化妆品生产；加工、制造、销售：日用化工，洗涤剂，消毒剂，纺织品，服装及辅料，床上用品，游泳衣及泳具，雨衣，童车，家具，纸制品，塑料制品；销售：百货，家用电器，玩具，汽车用品；自有物业租赁；产品开发设计；服装设计；工业产品造型设计；环保设备设计；婴幼儿早期教育及妇女生育健康咨询；摄影摄像服务；礼仪服务；婚庆礼仪服务；对实业、商业的投资；货物进出口、技术进出口；食品销售；餐饮服务；公共场所（咖啡馆、茶座）；娱乐场所（游艺娱乐）；医疗器械经营；医疗器械生产；互联网销售（除销售需要许可的商品），互联网直播技术服务，互联网信息服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后

方可开展经营活动)

## (二) 委估企业简介

公司名称: 广东韩妃医院投资有限公司(以下简称“韩妃投资”)

注册地址: 广州市越秀区东风东路 745 号之一首层自编 101

法定代表人: 陈剑鸿

注册资本: 1,117.647 万(元)人民币

公司类型: 其他有限责任公司

成立时间: 2015 年 11 月 23 日

营业期限: 2015 年 11 月 23 日 至 无固定期限

统一社会信用代码: 91440111MA59ATFQ65

经营范围: 医院管理;企业总部管理;企业管理咨询;以自有资金从事投资活动;数据处理和存储支持服务;技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广。

### 1. 公司简介

韩妃投资创立于 2015 年,总部位于广州市越秀区,是专业从事医学美容,集临床、科研为一体的大型整形美容连锁集团,旗下拥有广东韩妃医学美容、广州韩妃医疗美容、中山韩妃医疗美容、珠海韩妃医学美容 4 家分院;服务涵盖整形美容、形体雕塑、注射整形、激光美容、口腔美容、毛发移植等多个医美领域,每年为求美者提供各项医疗美容和健康管理服务。

### 2. 历史沿革

(1) 韩妃投资成立于 2015 年 11 月 18 日,韩妃投资成立时股权结构如下:

序号	股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	股权比例（%）
1	黄招标	800.00	800.00	80.00
2	陈小明	200.00	200.00	20.00
合计		1000.00	1000.00	100.00

（2）2017年7月6日，韩妃投资第一次股权转让，韩妃投资此次变更后的股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	股权比例（%）
1	黄招强	800.00	800.00	80.00
2	陈小明	200.00	200.00	20.00
合计		1000.00	1000.00	100.00

（3）2017年10月19日，韩妃投资第二次股权转让，韩妃投资此次变更后的股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	股权比例（%）
1	共青城凯拓投资管理合伙企业（有限合伙）	1000.00	1000.00	100.00
合计		1000.00	1000.00	100.00

（4）2017年11月21日，韩妃投资第一次增资及第三次股权转让，韩妃投资此次变更后的股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	股权比例（%）
1	共青城凯拓投资管理合伙企业（有限合伙）	950.00	950.00	85.00
2	珠海欢乐世纪股权投资基金（有限合伙）	167.647	167.647	15.00
合计		1,117.647	1,117.647	100.00

（5）2019年12月30日，韩妃投资第四次股权转让，韩妃投资此次变更后的股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	股权比例（%）
1	共青城凯拓投资管理合伙企业（有限合伙）	950.00	950.00	85.00
2	扶绥广茂企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	167.647	167.647	15.00
合计		1,117.647	1,117.647	100.00

(6) 2020年7月8日，韩妃投资第五次股权转让，韩妃投资此次变更后的股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	股权比例（%）
1	共青城凯拓投资管理合伙企业（有限合伙）	380.00	380.00	34.00
2	扶绥广茂企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	167.647	167.647	15.00
3	怀化问美企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	570.00	570.00	51.00
合计		1,117.647	1,117.647	100.00

(7) 2020年8月4日，韩妃投资第六次股权转让，韩妃投资此次变更后的股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	股权比例（%）
1	共青城凯拓投资管理合伙企业（有限合伙）	380.00	380.00	34.00
2	扶绥广茂企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	167.647	167.647	15.00
3	深圳鹏爱医院投资管理有限公司	570.00	570.00	51.00
合计		1,117.647	1,117.647	100.00

(8) 2020年12月30日，韩妃投资第七次股权转让，韩妃投资此次变更后的股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	股权比例（%）
1	共青城凯拓投资管理合伙企业（有限合伙）	380.00	380.00	34.00
2	扶绥广茂企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	167.647	167.647	15.00
3	怀化问美企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	570.00	570.00	51.00
合计		1,117.647	1,117.647	100.00

(9) 2021年4月16日，韩妃投资第八次股权转让，韩妃投资此次变更后的股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	股权比例（%）
1	金发拉比妇婴童用品股份有限公司	402.353	402.353	36.00

序号	股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	股权比例（%）
2	共青城凯拓投资管理合伙企业（有限合伙）	380.00	380.00	34.00
3	扶绥广茂企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	167.647	167.647	15.00
4	怀化问美企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	167.647	167.647	15.00
合计		1,117.647	1,117.647	100.00

（10）2021年8月19日，韩妃投资第九次股权转让，韩妃投资此次变更后的股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	股权比例（%）
1	金发拉比婴童用品股份有限公司	402.353	402.353	36.00
2	共青城凯拓投资管理合伙企业（有限合伙）	380.00	380.00	34.00
3	上海健而美企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	167.647	167.647	15.00
4	怀化问美企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	167.647	167.647	15.00
合计		1,117.647	1,117.647	100.00

（11）2023年4月3日，韩妃投资股东名称变更，韩妃投资此次变更后的股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	股权比例（%）
1	金发拉比婴童用品股份有限公司	402.353	402.353	36.00
2	共青城凯拓投资管理合伙企业（有限合伙）	380.00	380.00	34.00
3	上海健而美企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	167.647	167.647	15.00
4	广州问美企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	167.647	167.647	15.00
合计		1,117.647	1,117.647	100.00

截至估值基准日2023年6月30日，韩妃投资的上述股权结构未再发生变化。

### 3.资产、财务及经营状况

截止估值基准日 2023 年 6 月 30 日，韩妃投资合并口径的资产总额为 24,691.64 万元，负债总额为 27,494.61 万元，净资产额为-2,802.97 万元，归属于母公司净资产-2,347.72 万元；2023 年 1-6 月实现营业收入 14,751.56 万元，净利润-349.90 万元，归属于母公司股东的净利润-309.94 万元。公司最近两年一期主要财务数据如下：

#### 公司资产、负债及财务状况

金额单位：万元

项目	2021 年 12 月 31 日	2022 年 12 月 31 日	2023 年 6 月 30 日
总资产	26,397.46	25,866.01	24,691.64
负债	23,125.77	28,319.08	27,494.61
净资产	3,271.69	-2,453.07	-2,802.97
归属于母公司净资产合计	2,500.64	-2,037.78	-2,347.72
项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-6 月
营业收入	39,818.63	34,542.74	14,751.56
利润总额	4,076.50	-6,609.88	-516.96
净利润	2,944.59	-5,474.75	-349.90
归属于母公司股东的净利润	2,790.14	-4,528.92	-309.94
审计机构	华兴会计师事务所(特殊普通合伙)	华兴会计师事务所(特殊普通合伙)	未经审计

### （三）报告使用人

本估值报告的使用者为委托人。

除国家法律法规另有规定外，任何未经估值机构和委托人书面确认的机构或个人不能由于得到估值报告而成为估值报告使用者。

## 二、估值目的

金发拉比婴童用品股份有限公司因股权收购事宜拟了解广东韩妃医院投资有限公司股权价值，为此需对广东韩妃医院投资有限公司股

东全部权益价值进行估算，为委托人提供价值参考。

### 三、价值类型

依据本次估值目的、市场条件、以及资产的实际状况等因素，确定本次估值的价值类型为市场价值。

市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫压制的情况下，某项资产在基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

### 四、估值基准日

委托人确定本项目的估值基准日为 2023 年 6 月 30 日。

### 五、估值对象和估值范围

估值对象是广东韩妃医院投资有限公司（以下或简称“韩妃投资”）的股东全部权益。估值范围为广东韩妃医院投资有限公司在基准日的全部资产及相关负债。

#### （一）评估范围

根据财务报表披露，截至估值基准日企业合并口径账面资产总额为 24,691.64 万元，负债总额为 27,494.61 万元，净资产额为 -2,802.97 万元。具体包括流动资产 8,159.19 万元；非流动资产 16,532.45 万元；流动负债 15,104.26 万元，非流动负债 12,390.35 万元。

委托人及委估企业声明上述估值对象和估值范围与估值目的一致。

#### （二）企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

企业申报委估的帐面未记录的其他无形资产合计共 7 项，包括商标、

作品著作权等。

### (三) 企业申报的表外资产的类型、数量

企业申报纳入估值范围的无形资产包括账面未记录“韩妃医美”等 5 项已注册的商标、“韩妃集团企业文化”等 2 项作品著作权。其中：

企业申报委估的范围内账面未记录的无形资产具体情况如下表：

商标基本情况表

序号	商标	商标名称	注册日期	注册号	国际分类	状态	权利人
1		韩妃大眼睛轻奢	2022-11-14	63279210	44-医疗 园艺	商标已注册	广东韩妃医院投资有限公司
2		韩妃医美	2022-04-07	57473021	44-医疗 园艺	商标已注册	广东韩妃医院投资有限公司
3		韩妃恒美	2021-08-21	52046938	44-医疗 园艺	商标已注册	广东韩妃医院投资有限公司
4		图形	2020-11-14	39475704	44-医疗 园艺	商标已注册	广东韩妃医院投资有限公司

序号	商标	商标名称	注册日期	注册号	国际分类	状态	权利人
5		韩妃	2012-09-07	9428816	44-医疗 园艺	商标已注册	广东韩妃医院投资有限公司

作品著作权基本情况表

序号	软件全称	登记批准日期	登记号	著作权人
1	韩妃集团企业文化	2023/3/30	粤作登字-2023-A-00000281	广东韩妃医院投资有限公司
2	韩妃企业文化	2023/3/30	粤作登字-2023-L-00000678	广东韩妃医院投资有限公司

## 六、估值参考文件、资料

(1) 《中华人民共和国公司法》（2018年10月26日第十三届全国人大常委会第六次会议修订）；

(2) 《中华人民共和国企业所得税法》（2018年12月29日第十三届全国人民代表大会常务委员会第七次会议修正）；

(3) 《中华人民共和国增值税暂行条例》（2017年10月30日中华人民共和国国务院令 第691号）；

(4) 《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》（根据2017年11月19日《国务院关于废止〈中华人民共和国营业税暂行条例〉和修改〈中华人民共和国增值税暂行条例〉的决定》第二次修订）；

(5) 《关于深化增值税改革有关政策的公告》（财政部、税务总局、海关总署公告2019年第39号）；

(6) 华兴会计师事务所（特殊普通合伙）《审计报告》（华兴审字[2021]21004480015号、华兴审字[2022]22002470011号、华兴审字

[2023]22011210015 号)；

(7) 广东韩妃医院投资有限公司 2023 年 6 月 30 日未经审计财务报表；

(8) 全国银行间同业拆借中心 2023 年 6 月 20 日受权公布的 LPR；

(9) 相关上市公司公开信息资料；

(10) 上海万得信息技术有限公司的统计资料（WIND 资讯）；

(11) 国家有关部门发布的统计资料和技术标准资料；

(12) 企业提供的有关经营预测资料及其他财务经营资料；

(13) 估值人员现场勘查、核实及市场调查资料。

## 七、行业分析

### （一）医疗美容行业概况

#### 1. 医疗美容行业概述

医疗美容是指运用药物、手术、医疗器械以及其他具有创伤性或者不可逆性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑的美容方式，以达到改变人体外部形态、色泽及部分改善其生理功能，增强人体外在美感为目的，而进行的一系列的治疗。医美主要分为手术类医疗美容和非手术类医疗美容。手术类医美项目，顾名思义通过手术形式进行的人体形态的修复或者是重塑，这类手术通常风险性较高，但是术后带来的是永久性的改变。非手术类医美项目，即人们常说的微整形、轻医美，这类项目一般来说风险系数不高，并且往往需要高频次，包括材料填充、面部皮肤紧致、激光嫩肤等，当前从整体市场来看，非手术类的项目市场份额正在逐渐扩大。

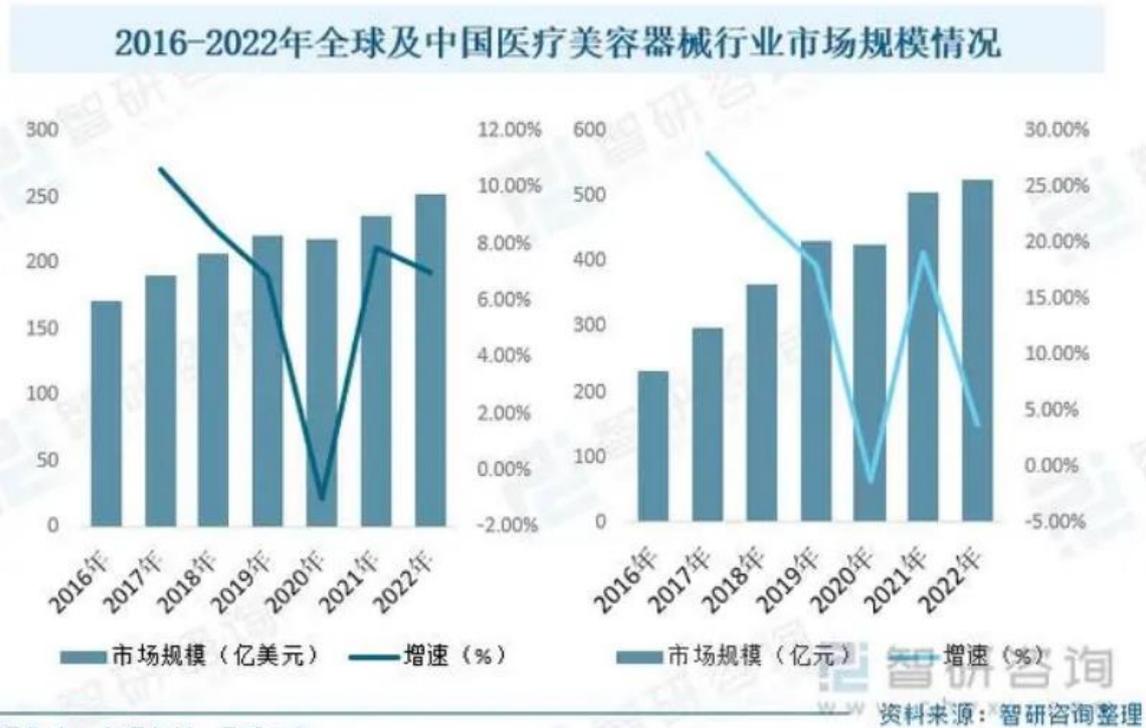
## 2. 中国医疗美容行业相关监管政策

近年医美行业监管政策相继发布，推动行业规范化发展。2022年医美行业政策主要围绕医疗机构管理、广告与宣传、厂商及产品管理展开；2023年5月国家市场监管总局等十一部门《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，主要围绕医疗美容行业准入管理、医美“导购”行为、加强医美培训并区分生美和医美边界三方面展开，医美行业监管政策再升级。

## 3. 医美行业产业链

医疗美容行业产业链上游主要为医美耗材、器械、原料生产商从事玻尿酸、胶原蛋白、肉毒素、能量源仪器生产如爱美客、华熙生物、四环医药、复锐医疗科技等。中游为医美整形服务机构，涵盖公立医院整形外科及皮肤科，民营医疗美容机构等。下游为医美垂直APP如新氧、悦美等，医美综合平台如阿里健康、美团医美等，下游机构在整个医美产业链中盈利能力较低。

从全球医疗美容行业的发展来看，医疗美容行业具有典型的知识密集型与资金密集的特点。行业技术进步主要由医生与相关的医疗器械生产企业推动，消费者需求变化决定了行业的技术进步，而不断进步的技术使得医疗美容变得越来越安全和便捷，也从供给的角度推动了需求的增长。据统计，2022年全球医美器械行业市场规模约为252.11亿美元，国内市场规模约为525.2亿元。作为医疗器械市场的必要组成部分的医美器械市场，也将伴随技术的迭代升级而迸发巨大的发展潜力。



#### 4. 医美行业发展现状分析

从全球医美行业市场规模来看，2016 年全球医疗美容市场规模为 696 亿美元，2017 年虽然全球医疗美容市场总疗程数有所降低，但得益于新兴市场上升的需求，以及手术类疗程的稳定增长，服务费用以及耗材价格上升，行业市场规模仍保持了上升态势，达到了 735 亿美元，增长减缓。2018-2019 年行业复苏势头明显，2020 年受重大社会公共事件影响降为 815 亿美元，2021 年回升至 867 亿美元，截至 2022 年全球医美行业市场规模约为 926 亿美元；从实施手术数量来看，2022 年全球医美实施手术类医美约 1333.8 万例，实施非手术类医美约 1851.3 万例。



伴随着中国改革开放的步伐，国内美容行业从上世纪 80 年代中期起步，发展至今已有 30 多年时间。这一时期以来，美容行业经历了从初级阶段的试水到探索性发展再到现阶段的快速成长。市场规模从小到大，从业人员由少到多，美容服务业的发展逐渐走向产业化、理性化、集团化和国际化。美容行业发展源于上世纪 80 年代，资历尚浅，但其发展势头不容小觑。现在，业界甚至将其称为继房地产、汽车、电子通讯、旅游之后的“第五大消费热点”。据统计，截至 2022 年我国医美行业市场规模约为 1531 亿元人民币，其中手术类医美市场规模约 655 亿元人民币，非手术一类市场规模约 876 亿元人民币。



## (二) 中国医疗美容行业前景及趋势预测

未来,医疗美容行业格局将逐渐由分散走向集中,消费者也将向头部机构靠拢,头部医美机构将有更多发展机会,市场集中度得到提高;从产品市场看,轻医美项目因其安全、无痛等特点,将受到更多消费者青睐;行业规范方面,中国对医美行业的监管规范不断加强,标准和政策出台,医美市场发展将更加规范化和标准化。

随着互联网的裂变式发展对各行业的影响进一步彰显,移动互联网5G技术星火燎原,2018年年底,中国正式迎来了5G时代,而这也将对人们的生活产生变革性的影响。随着5G移动互联网的介入,医美行业从营销传播到人才储备、到运营管理等等都将获享技术进步带来的便利。医美行业内的新技术迭代更新,加速行业洗牌,一些资金、人力跟不上的医美机构容易崩塌,而上游药械供应企业将因为行业整体大发展继续风景独好。这些年来,中国医疗美容大发展,行业对高品质的药械

需求将持续旺盛，上游企业中有望诞生一批超级巨无霸企业。

在需求侧，随着国民可支配收入的稳步提高，在消费升级、数字营销的趋势下，中国消费者对医美的接受程度逐渐提高，医美行业需求加速释放；在供给侧，商业化医疗美容产品不断推陈出新，医美行业提供的产品和服务内容不断得到丰富。中国医美行业高速发展，与日本、美国和韩国相比，中国医美项目渗透率较低，未来增长空间广阔。预计到 2028 年，我国医疗美容行业市场规模将达到 5071 亿元。

综上，随着医疗美容技术的不断更新，医疗美容行业必将迎来更广阔的发展空间。同时，随着医疗美容行业发展的深化，政府对于这个行业的管理也必将更加严格，行业具备更好的规范，消费者的满意度也将得到进一步提高。

## 八、估值方法的选择

### （一）估值方法的选择

估值方法一般包括资产基础法、收益法（现金流量折现法）和市场法。

收益法是指通过估算企业未来所能获得的预期收益并按预期的报酬率折算成现值。它的估值基础是企业的整体获利能力，即通过“将利求本”的思路来估算企业整体价值。其适用的基本条件是：企业具备持续经营的基础和条件，经营与收益之间存有较稳定的对应关系，并且未来收益和风险能够预测及可以量化。韩妃投资经营管理团队稳定，拥有核心技术和成熟的产品，市场基础和客户资源较稳定，历史年度发展较快，未来收益和风险能够预测且可量化。基于持续经营假设，结合企业

管理层的经营规划对未来收益进行预测，适宜采用收益法进行估值。

市场法采用市场比较思路，即利用与委估企业相同或相似的已交易企业价值或上市公司的价值作为参照物，通过委估企业与参照物之间的对比分析，以及必要的调整，来估算委估企业整体价值的估值思路。市场法中常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。由于上市公司规模与可比公司差异较大，不具备可比性，故不采用上市公司比较法。韩妃投资属于医疗美容行业，国内同类型企业交易案例较多，估值人员能够通过公开途径收集到较全面的可比交易案例相关信息，结合本次估值目的，本次适宜采用交易案例比较法进行估值。

资产基础法是从企业账面构建的角度估算企业价值，无法全面反映企业的行业前景、客户群体、技术优势和人才优势等无形资产价值，故本次不适合采用资产基础法进行估值。

综上，我们采用收益法和市场法对韩妃投资进行估值。

## （二）收益法简介

### 1.基本思路

根据韩妃投资的资产构成和主营业务特点，本次估值是以韩妃投资的财务报表估算其权益资本价值，基本估值思路是：

(1) 对纳入报表范围的资产和主营业务，按照最近几年的历史经营状况的变化趋势和业务类型、考虑市场需求状况等分别估算预期收益（净现金流量），并折现得到经营性资产的价值；

(2) 对纳入报表范围，但在预期收益（净现金流量）估算中未予考

虑的资产（负债）定义其为基准日存在的溢余或非经营性资产（负债），单独测算其价值；

(3) 由上述各项资产和负债价值的加和，得出韩妃投资的企业价值，经扣减付息债务价值后，得出韩妃投资的股东全部权益价值。

## 2.估值模型

### (1) 基本模型

本次估值的基本模型为：

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

式中：

E：韩妃投资的归属于母公司所有者权益价值；

B：韩妃投资的归属于母公司企业价值；

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

P：韩妃投资的归属于母公司经营性资产价值；

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

式中：

R<sub>i</sub>：韩妃投资未来第i年的预期收益（归属于母公司的自由现金流量）；

r：折现率；

n：韩妃投资的预测收益期；

C：韩妃投资基准日存在的归属于母公司溢余或非经营性资产（负债）的价值；

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

式中：

C<sub>1</sub>：韩妃投资基准日存在的归属于母公司流动性溢余或非经营性资

产（负债）价值；

C<sub>2</sub>: 韩妃投资基准日存在的归属于母公司非流动性溢余或非经营性资产（负债）价值；

D: 韩妃投资归属于母公司的付息债务价值；

I: 韩妃投资的长期股权投资价值；

## (2) 收益指标

本次估值，使用归属于母公司的企业自由现金流量作为韩妃投资经营性资产的收益指标，其基本定义为：

R=归属于母公司净利润+折旧摊销+扣税后付息债务利息-追加资本

(5)

其中：归属于母公司净利润=净利润-少数股权损益

净利润=营业利润-所得税费用

营业利润=营业收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用

根据韩妃投资的经营历史、未来市场发展等，估算其未来预测期内的归属于母公司自由现金流量。将未来经营期内的归属于母公司自由现金流量进行折现处理并加和，测算得到企业的归属于母公司经营性资产价值。

## (3) 折现率

本次估值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：

W<sub>d</sub>: 韩妃投资的债务比率；

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

$W_e$ : 韩妃投资的权益资本比率;

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

$r_d$ : 所得税后的付息债务利率;

$r_e$ : 权益资本成本, 按资本资产定价模型 (CAPM) 确定权益资本成本  $r_e$ ;

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

式中:

$r_f$ : 无风险报酬率;

$r_m$ : 市场预期报酬率;

$\varepsilon$ : 韩妃投资的特性风险调整系数;

$\beta_e$ : 韩妃投资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:

$K$ : 未来预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;

$D_i$ 、 $E_i$ : 分别为可比公司的付息债务与权益资本。

#### (4) 预测期及收益期

根据委估企业所处行业的特点、发展趋势、企业自身所处的发展阶

段，本次估值的收益预测期为 2023 年 7 月-2028 年，2029 年起现金流稳定。在执行估值程序过程中，我们未发现该企业在可预见的未来存在不能持续经营的情况，企业所在的行业也处于成长期，且企业通过正常的固定资产等长期资产更新，是可以保持长时间运行的，故收益期按永续确定。

### （三）市场法简介

市场法是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的方法。常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指通过对资本市场上与估值对象处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率或经济指标，在与估值对象比较分析的基础上，得出估值对象价值的方法。其中，可比上市公司应当是公开市场上正常交易的上市公司，估值结论应当考虑流动性对估值对象价值的影响。交易案例比较法是指通过分析估值对象处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，计算适当的价值比率或经济指标，在与估值对象比较分析的基础上，得出估值对象价值的方法。

由于上市公司规模与韩妃投资差异较大，不具备可比性，故不采用上市公司比较法。韩妃投资属于医疗美容行业，国内同类型企业交易案例较多，估值人员能够通过公开途径收集到较全面的可比交易案例相关信息，结合本次估值目的，本次适宜采用交易案例比较法进行估值。

交易案例比较法基本思路如下：

1.确定可比交易案例。按照可比性要求，选取足够数量交易案例，了解案例交易背景及主营业务状况，筛选出适当的交易案例。

2.选取适当的价值比率，测算可比交易案例价值比率。根据委估企业所处行业特点，结合各类价值比率的适用性，确定适当的价值比率。

3.对价值比率进行调整。选取适当的调整因素将估值对象与可比交易案例各项指标进行量化评分；将委估企业的分值与可比交易案例进行比较得出各可比案例的调整系数，再分别乘以各自的价值比率，得出各可比案例的调整后价值比率；选取适当的统计方法确定委估企业价值比率。

4.将委估企业价值比率与相应的经济指标相乘后得出委估企业的所有者权益价值。对于所有者权益中存在少数股东权益的情况，相应的经济指标以考虑少数股东权益调整后的经济指标进行计算。

## 九、估值假设

### （一）一般假设

#### 1. 交易假设

交易假设是假定所有待估资产已经处在交易的过程中，估值人员根据待估资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

#### 2. 公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的

资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

### 3. 资产持续使用假设

资产持续使用假设是指估值需根据待估资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。

## （二）特殊假设

1. 企业目标市场所在地现行的宏观经济、金融以及产业等政策不发生重大变化。

2. 韩妃投资在未来经营期内的所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

3. 韩妃投资在未来经营期内的管理层尽职、主要经营管理团队稳定，并继续保持基准日现有的经营管理模式持续经营。未考虑交易实现后，公司股东结构变化可能导致的经营管理团队变化或经营管理模式改变的影响。

4. 假设被估值分析对象在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前保持一致，产品或服务保持目前的水平与市场竞争态势。

5. 韩妃投资经营场所的取得及利用方式与估值基准日保持一致而不发生变化。

6. 假设国家现行的有关法律法规及行政政策、产业政策、金融政策、税收政策等政策环境相对稳定。

7. 假设委估企业未来采取的会计政策和编写本报告时所采用的会计政策在重要方面基本保持一致。

8. 假设委估企业完全遵守国家开展合法经营必须遵守的相关法律法规。

9. 假设无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

10. 假设委估企业管理层提供相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

11. 本次估值仅基于公开披露的可比企业相关信息选择对比维度及指标，不考虑其他非公开事项对企业价值的影响。

当上述条件发生变化时，估值结果一般会失效。

## 十、估值程序

整个估值工作分四个阶段进行：

### （一）估值准备阶段

1、与委托人进行沟通，就本次估值的目的、估值基准日、估值范围等问题协商一致。

2、配合企业进行资产清查、提供盈利预测等工作。估值项目组人员对估值对象进行了详细了解，布置估值工作，协助企业进行盈利预测申报工作，收集估值对象估值所需文件资料。

### （二）现场估值阶段

项目组现场估值阶段的主要工作如下：

- 1、对委估企业有关人员访谈，了解公司总体经营规划和业务模式。
- 2、对管理层提交的财务预测数据进行分析，提出发现的问题和提示，与管理层沟通讨论后做适当调整。
- 3、被评估单位的市场地位及主要经营资质情况；
- 4、查询同行业上市公司、同行业交易案例等公开信息资料；
- 5、根据估值对象的实际状况和特点，选择估值方法；
- 6、数据处理，明确估值参数和价格标准并进行估算计算。

### （三）估值汇总阶段

对估值初步结果进行分析汇总，对估值结果进行必要的调整、修改和完善。

### （四）提交报告阶段

在上述工作基础上，按内部控制制度和程序对报告书审查、校正，最后提交正式估值报告。

## 十一、估值过程

### （一）收益法估值过程

#### 1. 主营业务收入与成本预测

主营业务收入根据韩妃投资的历史经营状况、管理层的经营发展规划以及行业发展趋势综合分析判断进行预测。成本预测根据委估企业各项业务成本的构成及其历史水平和同行业水平，并结合委估企业管理层对未来市场竞争态势的判断综合分析进行预测。委估企业未来年度的主营业务收入和成本预测如下表。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年 7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后	
主营业务收入合计	17,826.09	38,157.30	43,225.95	49,000.98	55,586.62	55,586.62	
主营业务成本合计	8,880.77	18,223.58	19,873.68	22,240.99	24,908.95	24,908.95	
毛利率	50.18%	52.24%	54.02%	54.61%	55.19%	55.19%	
治疗	收入	5,512.08	11,385.39	12,885.41	14,594.87	16,545.24	16,545.24
	成本	2,755.07	5,590.65	6,086.93	6,784.62	7,569.03	7,569.03
手术	收入	5,995.76	13,420.80	15,197.93	17,218.68	19,517.53	19,517.53
	成本	3,503.42	7,189.87	7,717.85	8,587.92	9,560.74	9,560.74
注射	收入	6,318.25	13,351.10	15,142.61	17,187.43	19,523.85	19,523.85
	成本	2,622.28	5,443.06	6,068.90	6,868.46	7,779.18	7,779.18

## 2. 其他业务收入与成本预测

委估企业其他业务收入为集团总部对外收取的咨询服务费，目前的服务对象有惠州韩妃、成都韩妃等。其他业务收入根据韩妃投资的历史经营状况、管理层的经营发展规划综合分析判断进行预测。委估企业未来年度的其他业务收入和成本预测如下表。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年 7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
其他业务收入	54.00	108.00	108.00	108.00	108.00	108.00
其他业务成本	-	-	-	-	-	-
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%	100%

## 3. 税金及附加预测

经调查，委估企业税金及附加包括城建税、教育费附加及地方教育费附加等，城建税、教育费附加及地方教育费附加以应交增值税额为计税基础，税率分别为 7%、3%和 2%。未来预测期内，城建税及教育费附加、地方教育费附加以估算的应交增值税额为基础估算，预测结果见表。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年 7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后

项目/年度	2023年 7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
税金及附加	1.45	3.21	3.48	3.84	4.25	4.25

#### 4. 期间费用预测

期间费用预测根据委估企业管理层的经营发展规划、各项费用的特点估算未来各年度的期间费用。

(1) 未来各年度的销售费用预测结果详见下表。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年 7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
<b>销售费用合计</b>	<b>6,172.90</b>	<b>13,027.22</b>	<b>14,178.35</b>	<b>14,876.73</b>	<b>16,287.64</b>	<b>16,287.64</b>
职工薪酬	2,473.45	5,228.35	5,707.84	5,993.61	6,580.07	6,580.07
办公费	44.61	94.30	102.95	108.10	118.68	118.68
差旅费	2.42	5.11	5.57	5.85	6.43	6.43
电信费	35.13	74.27	81.08	85.14	93.47	93.47
广告及市场推广费	165.54	349.92	382.01	401.14	440.39	440.39
合作服务费	958.35	2,025.74	2,211.52	2,322.25	2,549.47	2,549.47
活动营销费	60.06	126.96	138.60	145.54	159.78	159.78
技术服务费	683.36	1,444.48	1,576.95	1,655.90	1,817.93	1,817.93
水电费	13.26	28.03	30.60	32.13	35.28	35.28
物业管理费	19.29	38.58	38.58	38.58	38.58	38.58
信息服务费	1,408.83	2,977.96	3,251.07	3,413.84	3,747.88	3,747.88
招聘培训费	9.52	20.12	21.97	23.07	25.32	25.32
咨询服务费	15.49	32.73	35.73	37.52	41.19	41.19
停车场租赁费	16.96	35.84	39.13	41.09	45.11	45.11
使用权资产折旧 (房屋租金)	214.37	440.50	451.73	469.87	484.72	484.72
固定资产折旧费	25.15	50.00	48.50	48.50	48.50	48.50
无形资产摊销费	0.18	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
长期待摊费用摊销	26.02	52.04	52.04	52.04	52.04	52.04
其他	0.92	1.94	2.12	2.22	2.44	2.44

(2) 未来各年度的管理费用预测结果详见下表。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年 7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
<b>管理费用合计</b>	<b>1,592.67</b>	<b>3,080.12</b>	<b>3,134.80</b>	<b>3,203.44</b>	<b>3,274.65</b>	<b>3,274.65</b>
职工薪酬	1,028.59	1,961.02	1,998.50	2,040.47	2,087.38	2,087.38
办公费	103.74	197.77	201.55	205.79	210.52	210.52

项目/年度	2023年 7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及 以后
电信费	15.64	29.81	30.38	31.02	31.73	31.73
公务招待费	80.60	153.67	156.61	159.90	163.57	163.57
技术服务费	5.78	11.01	11.22	11.46	11.72	11.72
水电费	6.31	12.03	12.26	12.51	12.80	12.80
物业管理费	7.14	13.61	13.87	14.16	14.49	14.49
招聘培训费	4.85	9.26	9.43	9.63	9.85	9.85
咨询服务费	41.25	78.65	80.15	81.83	83.71	83.71
使用权资产折旧 (房屋租金)	177.30	364.42	372.44	387.46	398.75	398.75
固定资产折旧费	20.16	40.08	38.87	38.87	38.87	38.87
无形资产摊销费	3.08	14.15	14.15	14.15	14.15	14.15
长期待摊费用摊销	78.37	156.75	156.75	156.75	156.75	156.75
其他	19.88	37.90	38.63	39.44	40.35	40.35

(3) 未来各年度的财务费用预测结果详见下表。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年 7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及 以后
利息支出合计	<b>230.68</b>	<b>597.08</b>	<b>461.36</b>	<b>325.65</b>	<b>325.65</b>	<b>325.65</b>
总借款金额	8,799.14	8,799.14	4,799.14	4,799.14	4,799.14	4,799.14
当年新增借款	4,000.00	-	-4,000.00	-	-	-
借款利率	6.79%	6.79%	6.79%	6.79%	6.79%	6.79%
利息支出	230.68	597.08	461.36	325.65	325.65	325.65

### 5. 所得税费用预测

于估值基准日，除中山韩妃医疗美容为小微企业外，其余包括母公司及广东韩妃医学美容、广州韩妃医疗美容、珠海韩妃医学美容3家院区的企业所得税税率为25%。本次估算在假定委估企业未来所执行的税赋、税率等政策无重大变化的基础上，以预测的未来各期利润总额为基础同时考虑历史年度经营亏损的弥补和小微企业的认定标准，预测未来年度的企业所得税，所得税预测结果详见下表。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年 7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及 以后
所得税	88.52	385.80	987.62	1,384.88	2,328.83	2,725.97

## 6. 追加资本预测

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下，为保持持续经营所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入。如规模扩大所需的资本性投资(购置固定资产或其他长期资产)；持续经营所必须的资产更新以及经营规模变化所需的新增营运资金等。即本报告所定义的追加资本为：

追加资本=扩大性资本支出+资产更新投资+营运资金增加额

### (1) 扩大性资本支出估算

按照收益估算的前提和基础，本次估算的资本性投资为由于业务规模扩大需增加的购买设备支出，未来各期资本性支出金额详见下表。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
资本性支出合计	89.76	9.30	-	-	-	-

### (2) 资产更新投资估算

按照收益预测的前提和基础，结合企业历史年度资产更新和折旧回收情况，同时考虑扩大性资本投入带来的资产规模增资预计未来资产更新改造支出，预测结果详见下表。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
资本更新合计	428.12	862.73	849.30	849.46	849.61	849.61

### (3) 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。本报告所定义的营运资金增加额为：

$$\text{营运资金增加额} = \text{当期营运资金} - \text{上期营运资金}$$

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，由于企业在基准日完成业务发展战略的调整，预测期的营运水平会趋近同行业平均水平，故营运资金周转率采用行业平均水平的，结合预测得到的未来经营期各年度的营运资金增加额，营运资金预测结果详见下表。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
营业收入	17,880.09	38,265.30	43,333.95	49,108.98	55,694.62	55,694.62
营运资金	-2,180.78	-2,557.28	-2,896.02	-3,281.97	-3,722.09	-3,722.09
营运资金增加额	5,371.49	-376.50	-338.74	-385.95	-440.12	-
归属于母公司营运资金增加额	4,960.48	-356.65	-314.69	-359.25	-410.48	-

## 7. 净现金流量的预测结果

下表给出了委估企业未来经营期内的营业收入以及合并口径下归属于母公司净现金流量的预测结果。本次对未来收益的估算，主要是通过通过对委估企业财务报表揭示的历史营业收入、成本和财务数据的核实以及对行业的市场调研、分析的基础上，根据其经营历史、未来市场的发展、管理层的经营发展规划等综合情况作出的一种专业判断。估算时不

考虑营业外收支、补贴收入以及其它非经常性经营等所产生的损益。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年 7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及 以后
营业收入	17,880.09	38,265.30	43,333.95	49,108.98	55,694.62	55,694.62
减：营业成本	8,880.77	18,223.58	19,873.68	22,240.99	24,908.95	24,908.95
税金及附加	1.45	3.21	3.48	3.84	4.25	4.25
销售费用	6,172.90	13,027.22	14,178.35	14,876.73	16,287.64	16,287.64
管理费用	1,592.67	3,080.12	3,134.80	3,203.44	3,274.65	3,274.65
研发费用	-	-	-	-	-	-
财务费用	230.68	597.08	461.36	325.65	325.65	325.65
营业利润	1,001.62	3,334.10	5,682.27	8,458.32	10,893.49	10,893.49
利润总额	1,001.62	3,334.10	5,682.27	8,458.32	10,893.49	10,893.49
减：所得税	88.52	385.80	987.62	1,384.88	2,328.83	2,725.97
净利润	<b>913.10</b>	<b>2,948.30</b>	<b>4,694.65</b>	<b>7,073.44</b>	<b>8,564.66</b>	<b>8,167.52</b>
归母净利润	<b>842.68</b>	<b>2,808.56</b>	<b>4,433.60</b>	<b>6,634.34</b>	<b>8,067.80</b>	<b>7,730.23</b>
加：折旧	226.68	451.86	438.43	438.58	438.73	438.73
摊销	201.44	410.87	410.87	410.87	410.87	410.87
扣税后利息	165.04	427.18	330.08	232.99	232.99	232.99
减：营运资金增加额	4,960.48	-356.65	-314.69	-359.25	-410.48	-
资本性支出	89.76	9.30	-	-	-	-
资产更新	428.12	862.73	849.30	849.46	849.61	849.61
净现金流量	<b>-4,042.53</b>	<b>3,583.09</b>	<b>5,078.38</b>	<b>7,226.57</b>	<b>8,711.27</b>	<b>7,963.22</b>

## 8. 权益资本价值预测

### (1) 折现率的确定

#### ①无风险利率的确定

经查询中国资产评估协会网站，该网站公布的中央国债登记结算公司（CCDC）提供的国债收益率如下表：

表5-1中国国债收益率

日期	期限	当日(%)
2023-06-30	3月	1.65
	6月	1.77
	1年	1.87
	2年	2.14
	3年	2.23
	5年	2.42

日期	期限	当日(%)
	7年	2.63
	10年	2.64
	30年	3.01

本次估算以持续经营为假设前提，委估对象的收益期限为无限年期，参考《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，可采用剩余期限为十年期或十年期以上国债的到期收益率作为无风险利率，本次估算采用10年期国债收益率作为无风险利率，即  $r_f = 2.64\%$ 。

## ② 市场风险溢价的确定

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。本次估算中以中国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。

参考《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。

根据中联资产评估集团研究院对于中国A股市场的跟踪研究，并结合上述指引的规定，估算过程中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，即  $r_m=9.55\%$

$$\text{市场风险溢价} = r_m - r_f = 9.55\% - 2.64\% = 6.91\%$$

### ③资本结构的确定

根据企业管理层的目标资本结构估计，计算资本结构时，各年度的股权、债权价值均基于其市场价值进行估算。

### ④贝塔系数的确定

$\beta_e$  值，取沪深医美行业可比上市公司股票，以 2018 年 7 月至 2023 年 6 月的市场价格测算估计，得到可比公司股票的历史市场平均风险系数  $\beta_x=1.1342$ ，按式（12）计算得到委估企业预期市场平均风险系数  $\beta_t=1.0886$ ，并由式（11）得到委估企业预期无财务杠杆风险系数的估计值  $\beta_u=0.9185$ ，最后由式（10）得到委估企业权益资本预期风险系数  $\beta_e$ 。

### ⑤特性风险系数的确定

在确定折现率时需考虑委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。在估算过程中，估值人员对企业与可比上市公司进行了比较分析，设公司特性风险系数  $\varepsilon=5\%$ 。

⑥考虑新增借款和还款计划导致各期债务规模的变化，由式（7）和式（8）得到债务比率  $W_d$ 、权益比率  $W_e$ 。

### ⑦折现率 WACC 的计算

将以上得到的各参数，代入式（6），得到折现率如下表：

项目/年度	2023年7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
权益比	0.8641	0.8641	0.9091	0.9091	0.9091	0.9091
债务比	0.1359	0.1359	0.0909	0.0909	0.0909	0.0909
贷款加权利率	6.79%	6.79%	6.79%	6.79%	6.79%	6.79%
国债利率	0.0264	0.0264	0.0264	0.0264	0.0264	0.0264
可比公司收益率	0.0955	0.0955	0.0955	0.0955	0.0955	0.0955
适用税率	0.2500	0.2500	0.2500	0.2500	0.2500	0.2500
无杠杆β	0.9185	0.9185	0.9185	0.9185	0.9185	0.9185
权益β	1.0267	1.0267	0.9873	0.9873	0.9873	0.9873
特性风险系数	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500
权益成本	0.1473	0.1473	0.1446	0.1446	0.1446	0.1446
债务成本(税后)	0.0509	0.0509	0.0509	0.0509	0.0509	0.0509
WACC	0.1342	0.1342	0.1361	0.1361	0.1361	0.1361

## (2) 经营性资产价值

将得到的预期归属于母公司的净现金流量代入式(3)，得到委估企业的归属于母公司经营性资产价值为 45,451.73 万元。

## (3) 长期股权投资价值

估值基准日，委估企业长期股权投资共 1 项，为持有惠州韩妃美容医院有限公司 20% 股权，账面值为 66.10 万元，惠州韩妃美容医院有限公司估值基准日账面净资产 -947.12 万元，由于惠州韩妃美容医院有限公司持续亏损，经营情况暂不明朗，故按 0 元作为其估值，估值为 0 元，即  $I=0$  元。

## (4) 溢余或非经营性资产价值

溢余或非经营性资产(负债)是指与企业经营性收益无直接关系的、未纳入收益预测范围的资产及相关负债，在计算企业整体价值时应以成本法单独估算其价值。

### ① 基准日流动类溢余或非经营性资产的价值 $C_1$

A、其他应收款中归属于母公司的应收关联方往来款共计 4,470.62

万元，属于估值基准日的流动类溢余性资产，估值为4,470.62万元。

B、其他应收款中归属于母公司的应收利息428.72万元，属于估值基准日的流动类非经营性资产，估值为428.72万元。

C、货币资金中珠海管理公司拥有银行存款0.93万元，属于估值基准日的流动类非经营性资产，归属于母公司的货币资金估值为0.84万元。

D、其他应付款中珠海管理公司拥有其他应付款 0.10 万元，属于估值基准日的流动类非经营性资产，归属于母公司的其他应付款估值为0.09 万元。

$$C_1=4,470.72+428.72+0.84-0.09=4,900.09 \text{ (万元)}$$

#### ② 基准日非流动类溢余或非经营性资产的价值 $C_2$

经调查，委估企业估值基准日无非流动类溢余或非经营性资产，故  $C_2=0$

将上述各项代入式（4）得到委估企业基准日溢余或非经营性资产的价值为：

$$C=C_1+C_2=4,900.09+0=4,900.09 \text{ (万元)}$$

#### （5）权益资本价值

①将得到的归属于母公司经营性资产的价值  $P=45,451.73$  万元，基准日的非经营性或溢余性资产的价值  $C=4,900.09$ ，股权投资  $I=0$  代入式（2），即得到委估企业基准日归属于母公司的企业价值为：

$$B=P+C+I=50,351.82 \text{ (万元)}$$

②委估企业归属于母公司的价值  $B=50,351.82$  万元，归属于母公司的付息债务的价值  $D=4,578.07$  万元，代入式（1）得到委估企业归属于

母公司所有者权益价值为：

$$E=B-D=45,773.75 \text{ 万元}$$

采用收益法进行估值，韩妃投资于估值基准日的归属于母公司所有者权益估值为 45,773.75 万元。

## （二）市场法估值过程

### 1. 可比交易案例的选择

委估企业为广东韩妃医院投资有限公司，因此本次估值选择类似行业的相关公司作为可比交易案例。估值人员通过公开数据查询，选取近年医疗美容行业非上市公司股权交易案例，最终确定以下3个可比交易案例，具体如下表：

**交易案例信息统计表**

序号	交易标的	标的方所在行业	交易总价值（万元）	币种	交易类型	股权比例	交易进度	PB	PE	PS
1	昆明韩辰医疗美容医院有限公司 75% 股权	医疗美容	15,810.00	人民币元	转让	75.00%	完成	-2.60	-11.30	1.26
2	武汉五洲整形外科医院有限公司 90% 股权	医疗美容	25,279.20	人民币元	转让	90.00%	完成	-3.68	78.96	1.55
3	唐山苏亚美联臣医疗美容医院有限公司 100% 股权	医疗美容	9,400.00	人民币元	转让	100.00%	完成	-6.13	13.53	2.33

### 2. 可比交易案例概况

#### （1）昆明韩辰医疗美容医院有限公司

**昆明韩辰医疗美容医院有限公司基本信息表**

公司全称	昆明韩辰医疗美容医院有限公司	行业分类	医疗美容
注册资金	3,000 万(元)	成立日期	2015 年 1 月 27 日
法定代表人	马剑华	公司类型	其他有限责任公司
统一社会信用代码	91530100329242363P	营业期限	2015-1-27 至 无固定期限
住所	云南省昆明市西山区金碧路 26 号大德大厦（1-6）楼		

<b>经营范围</b>	外科；整形外科专业/医疗美容科；美容外科；美容牙科；美容皮肤科；美容中医科/麻醉科/医学检验科；临床体液、血液专业；临床化学检验专业/医学影像科；超声诊断专业；心电诊断专业（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。
-------------	---

(2) 武汉五洲整形外科医院有限公司

武汉五洲整形外科医院有限公司基本信息表

<b>公司全称</b>	武汉五洲整形外科医院有限公司	<b>行业分类</b>	医疗美容
<b>注册资金</b>	1,000 万(元)	<b>成立日期</b>	2017 年 1 月 13 日
<b>法定代表人</b>	陈俊	<b>公司类型</b>	其他有限责任公司
<b>统一社会信用代码</b>	91420111MA4KQNPW8P	<b>营业期限</b>	2017-1-13 至 无固定期限
<b>住所</b>	洪山区徐东大街 97 号 1-6 层		
<b>经营范围</b>	外科；整形外科专业；医疗美容科；美容外科；美容牙科；美容皮肤科；美容中医科；麻醉科；医学检验科；医学影像科；X 线诊断专业；超声诊断专业；心电诊断专业；中西医结合科（仅限医疗美容）。（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营）。		

(3) 唐山苏亚美联臣医疗美容医院有限公司

唐山苏亚美联臣医疗美容医院有限公司基本信息表

<b>公司全称</b>	唐山苏亚美联臣医疗美容医院有限公司	<b>行业分类</b>	医疗美容
<b>注册资金</b>	1,800 万(元)	<b>成立日期</b>	2014 年 9 月 29 日
<b>法定代表人</b>	张开拓	<b>公司类型</b>	有限责任公司(自然人投资或控股)
<b>统一社会信用代码</b>	911302033198444756	<b>营业期限</b>	2014-09-29 至 2024-09-03
<b>住所</b>	河北省唐山市路北区大里路 44 号		
<b>经营范围</b>	许可项目：医疗服务；生活美容服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：化妆品批发；化妆品零售；个人卫生用品销售；市场营销策划；企业形象策划；租赁服务（不含许可类租赁服务）；品牌管理；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）		

### 3. 价值比率

#### (1) 价值比率的选取

根据委估企业所处行业特点，结合各类价值比率的适用性，确定适当的价值比率。在市场法估值中所采用的价值比率一般有市盈率（PE）、市净率（PB）、市销率（PS）、企业价值与折旧息税前利润比率

(EV/EBITA)、企业价值与税后经营收益比率 (EVIAT) 等。委估企业属于医疗美容企业, 综合考虑行业特点, 适宜选用市盈率 (PE)、市净率 (PB)、市销率 (PS) 作为价值比率。经计算, 市盈率 (PE)、市净率 (PB)、市销率 (PS) 相关性指标如下表:

序号	可比公司简称	P 市场价值(万元)	B 净资产	E 净利润	S 营业收入
1	昆明韩辰 75% 股权	21,080.00	-7,408.70	-1,866.05	16,735.63
2	武汉五洲 90% 股权	28,088.00	-7,081.24	355.74	18,146.31
3	唐山苏亚 100% 股权	9,400.00	238.50	694.89	4,037.32
相关系数			-0.9139	-0.2624	0.9584

结合上表相关系数进行分析, 营业收入 (S) 与市场价值 (P) 最为相关, 因此最终确定本次估值采用市销率 (PS) 指标来对其市场价值进行估算。

### (2) 可比交易案例价值比率

根据可比交易案例公告披露信息, 估值人员测算了各案例市销率 (PS) 价值比率, 具体结果如下表:

可比交易案例价值比率

金额单位: 万元

序号	可比交易案例	市场价值 (P)	营业收入	市销率 (PS)
1	昆明韩辰医疗美容医院有限公司 75% 股权	21,080.00	16,735.63	1.26
2	武汉五洲整形外科医院有限公司 90% 股权	28,088.00	18,146.31	1.55
3	唐山苏亚美联臣医疗美容医院有限公司 100% 股权	9,400.00	4,037.32	2.33

### (3) 计算比准价值比率

根据委估企业的特点并通过与可比交易案例的财务指标相关性分析, 选取资产负债率、总资产增长率进行财务指标调整。选取将可比交易案例中对应的市销率 (PS) 乘以各可比交易案例的交易背景调整系数、规模调整系数、个别因素调整系数、发展阶段调整系数、其他因素调整系数, 可得到各可比交易案例的修正后市销率 (PS), 然后取平均数作

为委估企业的市销率（PS）。市销率（PS）计算情况如下表：

比准市销率（PS）计算表

序号	可比案例	未修正市销率（PS）	交易背景调整系数	规模调整系数	个别因素调整系数	发展阶段调整系数	其他因素调整系数	调整结果
1	昆明韩辰医疗美容医院有限公司 75% 股权	1.2596	1.0000	1.0200	0.9523	1.0000	0.9615	1.1833
2	武汉五洲整形外科医院有限公司 90% 股权	1.5479	1.0000	1.0200	0.9568	1.0000	0.9804	1.4375
3	唐山苏亚美联臣医疗美容医院有限公司 100% 股权	2.3283	1.0000	1.0400	0.9391	1.0000	0.9615	2.1714
标的企业								1.5974

即得到修正后的比准市销率（PS）=1.5974

#### 4. 股东全部权益价值的确定

根据委估企业的盈利预测，广东韩妃医院投资有限公司2023年度考虑少数股东权益调整后营业收入合计29,737.88万元，根据PS计算出委估企业归属母公司所有者权益价值为：

$$29,737.88 \times 1.5974 = 47,503.29 \text{ 万元}$$

采用市场法进行估值，广东韩妃医院投资有限公司于估值基准日的股东全部权益估值为47,503.29万元。

## 第三部分 估值结论

### 一、估值结论

采用收益法和市场法，对韩妃投资在估值基准日 2023 年 6 月 30 日的股东全部权益价值进行了估算，得出如下结论：

#### 1. 收益法估值结果

采用现金流折现方法（DCF）对韩妃投资归属于母公司所有者权益价值进行估算，韩妃投资在估值基准日 2023 年 6 月 30 日的合并口径归属于母公司所有者权益账面值为 -2,347.72 万元，收益法估值结果为 45,773.75 万元，增值 48,121.47 万元。

#### 2. 市场法估值结果

采用市场法估值，韩妃投资在估值基准日 2023 年 6 月 30 日的合并口径归属于母公司所有者权益账面值为 -2,347.72 万元，市场法估值结果为 47,503.29 万元，增值 49,851.01 万元。

#### 3. 估值结论

由于估值人员对可比公司的财务信息获取比较有限，可能存在可比公司独有的无形资产、或有负债等不确定因素或难以调整的因素，致使存在可比交易案例法的估值结果与实际企业价值偏离程度较大的风险。

相比而言，收益法是以估值对象预期收益为基础，其计算过程采用了大量直接反映企业盈利能力的参数，其估值结果综合了企业资产总量、资本结构、运营能力、管理水平、医疗资质等一系列的衡量要素，

相对全面地体现了企业的整体价值。

通过以上分析，我们选用收益法结果作为本次委估企业的股东全部权益价值参考依据。由此得到委估企业股东全部权益在基准日时点的价值为 45,773.75 万元。

#### 4. 增值原因分析

韩妃投资在估值基准日 2023 年 6 月 30 日的合并口径股东归属于母公司所有者权益账面值为 -2,347.72 万元，收益法估值结果为 45,773.75 万元，增值 48,121.47 万元。增值原因为：

本次估值中，不仅考虑了已列示在企业财务报表的资产和负债的价值，同时考虑了资质、品牌、技术等要素形成经营优势和对于盈利能力的贡献，且充分考虑了被评估单位未来预期发展因素产生的影响，导致估值存在一定的增值。其中：

##### （1）企业资质方面

韩妃投资拥有广东韩妃整形外科医院（三级），具备四级手术资质，能够实施面部轮廓整形、丰臀、腹壁整形、巨乳缩小等高难度整形手术。

##### （2）品牌方面

韩妃品牌创立于 2008 年，广东韩妃坚持“以客户为中心，持续求实创新”的经营理念，打造“更多年轻人的选择”的品牌定位，坚持医疗本质，真实、真心、真诚为客户服务，开展整形、无创、皮肤、口腔、中医、私密、疤痕等医美业务。韩妃品牌经过多年运营，在广州、中山、珠海等地区形成了较强的品牌知名度及美誉度，在轻医美、基础整形、高难整形等领域形成了完善的医疗美容体系，保障了韩妃医疗美容服务

规模和品质。

### （3）医生团队方面

韩妃投资在轻医美、基础整形和高难整形领域均拥有业内知名专家，专业医生团队在行业技术上处于领先水平，其中：

程宁新院长是整形外科博士、教授、主任医师、研究生导师，广东省整形外科学会常委，擅长面部轮廓个性化改造、下颌角成型术、巨乳缩小、腹壁整形；

崔东整形美容外科技术院长是广东省医学美容学会整形美容专业委员会常务委员、整形外科副主任医师，擅长综合隆鼻、假体丰胸、腹壁整形、巨乳缩小、手术除皱等。

李光琴整形外科技术院长是面部年轻化分会第一届委员会青年委员，为韩妃眼整形团队学科带头人，在 10 年万余例眼部整形成功案例的基础上，系统传承“亚洲眼王”美学与技术精粹，擅长眼、鼻整形。

柳超颌面外科技术院长是南方医科大学整形外科学博士，中国整形颌面泰斗柳大烈教授之子，柳式改脸型传承者之一，擅长面部骨骼轮廓整形、面部 V-Line 综合小脸术、颧骨颧弓内推术、下颌角长曲线截骨术、颏成型（下巴整形）、颌面磨骨失败修复。

全亮亮美容皮肤技术院长是日本金泽医科大学大学院整形外科博士，中国广东省医学美容学会皮肤修复分会常务委员，擅长面部年轻化综合管理、疤痕早期精细干预治疗。

陈坦无创微整技术院长是整形外科主治医师，获得 2017 医学美容互联网影响力大奖注射人气医生，擅长微创注射。

#### （4）整形美容技术方面

韩妃投资持续关注医疗美容最前沿技术，积极推广和运用先进的临床技术、引入国际、国内领先的医疗或辅助设备，依托激光能量、水脂性、五线光雕、智能 AI、智能温控等硬核技术支撑，为不断提高医疗服务质量、医疗服务品质奠定了技术保障。

## 二、特别事项提示

1.本次估值依据现时的实际情况作了估值人员认为必要、合理的假设，在估值报告中列示。这些假设是估值人员进行估值的前提条件。当未来经济环境和以上假设发生较大变化时，估值人员将不承担由于前提条件的改变而推导出不同估值结果的责任。

2.我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件及其对估值结论的影响。估值人员对实际结果是否符合计划、预算或预测情况，以及实际结果与预测数据的具体接近程度，不会做出保证。估值人员及机构均不对任何使用本报告、本报告内容所含信息或与本报告有关的任何行为所导致的任何损失承担责任。

3.估值人员执行估值业务的目的是对估值对象价值进行估算并发表专业意见，并不承担相关当事人决策的责任。估值结论不应当被认为是对估值对象可实现价格的保证。

4.本估报告只能用于本报告载明的估值目的和用途，不得直接用于其他目的。同时，本报告未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及估值中遵循的

持续经营原则等其它情况发生变化时，估值结论一般会失效。估值机构不承担由于这些条件的变化而导致估值结果失效的相关法律责任。

5.本估值报告只能由估值报告载明的报告使用者使用。估值报告的使用权归委托人所有，未经委托人许可，本估值机构不会随意向他人公开。

6.未征得本估值机构同意并审阅相关内容，估值报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

### 三、报告的法律效力

1、本估值结论是在对委托人提供的相关资料进行价值专业判断的基础上得出的。资料的真实性、全面性、有效性由资料提供者负责，因资料原因影响估值结果的客观、公正，本估值机构无法对此承担任何责任。

2、本次估值结果为 2023 年 6 月 30 日的市场价值，仅在估值报告设定的前提条件下成立。当假设前提及估值条件发生变化时，估值结果会失效。

3、本估值结论使用的有效期为一年，即自 2023 年 6 月 30 日至 2024 年 6 月 29 日有效。

### 四、报告提交日期

本报告书提交委托人的时间为二〇二三年九月十一日。

(此页无正文)

深圳中联资产评估有限公司

2023年9月11日

## 附件目录

- 1.委托人及委估企业营业执照；
- 2.资产权属资料（复印件）；
- 3.深圳中联资产评估有限公司变更备案登记公告（复印件）；
- 4.深圳中联资产评估有限公司企业法人营业执照（复印件）。