（上接B282版）

上述公式的含义是期初投资的市场价值等于第一年持有投资的经营现金收益的现值加期末投资市场价值的现值。

将上式进一步推广可以得到下列一般公式：

$$P_0=\frac{DCF_1}{1+R}+\frac{DCF_2}{(1+R)^2}+\frac{DCF_3}{(1+R)^3}+\cdots+\frac{DCF_n}{(1+R)^n}$$

$$\text{或：}\ P_t=\sum_{i=1}^{n}\frac{DCF_i}{(1+R)^i}$$

上式实际上是收益法评估的基本公式，该基本公式可以解释为期初投资的市场价值等于存续持有期间经营现金收益的现值和加上期末终值的现值。n为经营年限，本次评估假设资产组收益期为永续。

根据准则的规定，评估专业人员还可以根据企业以市场参与者的身份，对单项资产或者资产组的运营作出合理性决策，在评价管理层提交的产能升级、产品结构调整等措施合理性的基础上，利用盈利预测资料计算出经营性资产价值，然后减去营运资金，得到委估资产组公允价值。

1）主要公式

A=P−W （1）

式中：

A：资产组公允价值；

W：基准日营运资金；

P：经营性资产价值。

$$P=\sum_{i=1}^{n}\frac{DCF_i}{(1+r)^i}+\frac{(1+g)DCF_{n+1}}{(r-g)(1+r)^n}\quad(2)$$

式中：

DCFi：评估对象未来第i年的预期收益（自由现金流量）；

r：折现率；

n：评估对象的未来经营期；

g：永续增长率。

2）收益指标

本次评估，使用企业自由现金流作为经营性资产的收益指标，其基本定义为：

DCF=净利润＋折旧摊销＋利息支出×（1−所得税税率）−资本性支出−营运资金追加额

3）收益期的确定

由于评估基准日资产组经营正常，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。故本评估报告假设资产组评估基准日后永续经营，相应的收益期为无限期。

4）预测期的确定

由于企业近期的收益可以相对合理地预测，而远期收益预测的合理性相对较差，按照通常惯例，评估人员将企业的收益期划分为预测期和预测期后两个阶段。

评估人员经过综合分析，预计资产组于2026年达到稳定经营状态，故预测期截止到2026年底。

2、收益预测说明

本次评估预测是在分析企业历史数据的基础上确定基期数据，然后遵循我国现行的有关法律、法规，根据国家宏观政策及地区的宏观经济状况，考虑企业的发展规划、经营计划及所面临的市场环境和未来的发展前景等因素。依据企业提供的未来收益预测，经过综合分析研究编制的。评估是在充分考虑公司现实基础和发展潜力的基础上，并在上述各项假设和前提下的分析预测。分别预测如下：

（1）主营业务收入预测

康爱多近年销售收入情况如下：

主营收入历史情况表

金额单位：人民币万元

序号	业务项目	历史数据				
		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
1	主营业务收入	136,926.66	214,789.18	310,044.73	280,953.68	142,504.97
1−1	收入口径一：自建网络平台	32,865.00	35,434.00	44,725.57	45,394.34	11,934.63
1−2	收入口径二：网售−天猫	76,839.00	93,864.00	111,081.59	93,510.45	51,253.39
1−3	收入口径三：网售−京东	5,287.00	15,742.00	24,992.23	35,289.49	17,209.01
1−4	收入口径四：其他电商平台	4,291.00	4,065.00	3,476.86	3,876.90	11,519.53
1−5	收入口径五：E+药店	2,436.00	25,323.00	52,066.77	36,455.58	18,886.35
1−6	收入口径六：A+					4,109.24
1−7	收入口径七：T+					25.89
1−8	收入口径八：门店	4,718.00	7,868.00	8,942.29	5,241.94	2,857.13
1−9	收入口径九：批发	4,993.00	24,462.07	57,299.37	50,541.28	17,968.55
1−10	收入口径十：其他					45.19
1−11	收入口径十一：零售					15.12
1−12	收入口径十二：销售折让					−1,404.54
1−13	收入口径十三：大良分店					121.16
1−14	收入口径十四：肤康智慧					6.42
1−15	收入口径十五：康爱送					760.01
1−16	收入口径十六：海南互联网医院					598.36
1−17	收入口径十七：海南健康科技					26.19
1−18	收入口径十八：云健康					1,652.65
2	其他业务收入	5,497.66	8,031.11	7,460.05	10,643.70	4,920.70
	合计	136,926.66	214,789.18	310,044.73	280,953.68	142,504.97

从上表来看，近年两年受疫情影响康爱多的营业收入呈现下降的趋势，根据评估人员向企业财务管理人员、市场负责人员以及其他高层管理了解的情况，2021年度及未来年度收入预测的基本情况如下：

1、根据2021年康爱多股权出售的相关情况，2021年下半年康爱多管理层进行改组，部分管理人员离职或更换，部分业务部门解散或无力运营；结束股权出售后康爱多整体进行改组，员工缩减为原来的三分之一左右；

2、受新冠疫情影响，部分药品的销售受到限制，且新冠疫情的管控政策在未来年度预期为长期影响；

根据上述情况，康爱多管理层做出的主要预测方向如下：

1、放弃T+网上药店、A+网上药店、零星零售业务、解散大良分店、解散肤康智慧业务组，并在未来年度不再进行预测；

2、暂停E+网上药店、批发业务，在未来年度恢复经营规模后再继续进行经营，且不会再额外增加相关人员（作为衍生业务）；

3、其余业务量根据2021年度下半年实际实现情况结合企业目前经营状况进行预测；

根据上述原则及行业趋势预测未来收入如下：

主营收入预测表

金额单位：人民币万元

序号	业务项目	未来数据预测				
		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1	主营业务收入	40,000.00	51,007.00	65,243.00	80,734.00	100,270.00
1−1	收入口径一：自建网络平台	11,370.00	13,644.00	15,910.00	18,553.00	21,635.00
1−2	收入口径二：网售−天猫	18,950.00	22,740.00	26,517.00	30,921.00	36,057.00
1−3	收入口径三：网售−京东	5,685.00	6,822.00	7,955.00	9,276.00	10,817.00
1−4	收入口径四：其他电商平台	1,895.00	2,274.00	2,652.00	3,092.00	3,606.00
1−5	收入口径五：E+药店	−	2,000.00	5,000.00	8,000.00	12,000.00
1−6	收入口径六：A+					
1−7	收入口径七：T+					
1−8	收入口径八：门店	720.00	864.00	1,008.00	1,175.00	1,370.00
1−9	收入口径九：批发	−	1,000.00	4,000.00	7,000.00	11,500.00
1−10	收入口径十：其他					
1−11	收入口径十一：零售					
1−12	收入口径十二：销售折让					
1−13	收入口径十三：大良分店					
1−14	收入口径十四：肤康智慧					
1−15	收入口径十五：康爱送	104.00	125.00	146.00	170.00	198.00
1−16	收入口径十六：海南互联网医院	12.00	18.00	100.00	200.00	300.00
1−17	收入口径十七：海南健康科技	10.00	15.00	200.00	300.00	400.00
1−18	收入口径十八：云健康	204.00	245.00	286.00	334.00	389.00
2	其他业务收入	1,050.00	1,260.00	1,469.00	1,713.00	1,998.00
	合计	40,000.00	51,007.00	65,243.00	80,734.00	100,270.00

（2）主营业务成本预测

1）历史年度营业成本如下：

营业成本历史情况表

金额单位：人民币万元

序号	产品明细项	历史数据				
		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
1	主营业务成本	104,367.30	168,884.40	257,896.80	223,575.11	117,787.89
1−1	成本口径一：自建网络平台	24,388.61	26,940.52	35,562.20	34,747.91	9,482.51
1−2	成本口径二：网售−天猫	62,225.04	71,805.40	87,899.65	72,558.61	42,679.74
1−3	成本口径三：网售−京东	3,932.03	12,283.48	21,284.83	29,175.30	15,706.56
1−4	成本口径四：其他电商平台	3,343.20	3,217.74	2,866.12	3,085.71	9,396.77
1−5	成本口径五：E+药店	2,240.85	24,220.83	48,223.06	33,013.36	19,485.10
1−6	成本口径六：A+					3,199.45
1−7	成本口径七：T+					23.72
1−8	成本口径八：门店	3,560.43	6,383.79	7,033.72	4,023.85	2,223.67
1−9	成本口径九：批发	4,677.14	24,032.64	55,027.22	46,815.12	17,873.68
1−10	成本口径十：其他					30.83
1−11	成本口径十一：零售					7.63
1−12	成本口径十二：销售折让					−4,133.99
1−13	成本口径十三：大良分店					98.33
1−14	成本口径十四：肤康智慧					5.97
1−15	成本口径十五：康爱送					589.65
1−16	成本口径十六：海南互联网医院					122.72
1−17	成本口径十七：海南健康科技					28.77
1−18	成本口径十八：云健康					1,115.13
2	其他业务成本				155.25	−148.35
	合计	104,367.30	104,367.30	168,884.40	257,896.80	223,575.11

各业务各年的成本率如下：

序号	产品明细项	历史数据				
		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
1	主营业务成本	0.76	0.79	0.83	0.80	0.82
1−1	成本口径一：自建网络平台	0.74	0.76	0.80	0.77	0.79
1−2	成本口径二：网售−天猫	0.81	0.76	0.79	0.78	0.83
1−3	成本口径三：网售−京东	0.74	0.78	0.85	0.83	0.91
1−4	成本口径四：其他电商平台	0.78	0.79	0.82	0.80	0.82
1−5	成本口径五：E+药店	0.92	0.96	0.93	0.91	1.03
1−6	成本口径六：A+					0.78
1−7	成本口径七：T+					0.92
1−8	成本口径八：门店	0.75	0.81	0.79	0.77	0.78
1−9	成本口径九：批发	0.94	0.98	0.96	0.93	0.99
1−10	成本口径十：其他					0.68
1−11	成本口径十一：零售					0.50
1−12	成本口径十二：销售折让					2.94
1−13	成本口径十三：大良分店					0.81
1−14	成本口径十四：肤康智慧					0.93
1−15	成本口径十五：康爱送					0.78
1−16	成本口径十六：海南互联网医院					0.21
1−17	成本口径十七：海南健康科技					1.10
1−18	成本口径十八：云健康					0.67
2	其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
	合计	0.76	0.79	0.83	0.80	0.82

从上表来看，各业务的毛利率总体稳定，考虑到2021年疫情的影响，行业经营状况会受到不同程序的影响，预测时，按照2017年−2021年的平均成本率预测未来营业成本如下：

主营成本预测表

金额单位：人民币万元

序号	产品明细项	未来数据预测				
		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1	主营业务成本	30,830.46	39,855.78	51,887.82	64,874.44	81,439.73
1−1	成本口径一：自建网络平台	8,771.98	10,526.38	12,274.60	14,313.68	16,691.45
1−2	成本口径二：网售−天猫	15,064.39	18,077.27	21,079.81	24,580.79	28,663.68
1−3	成本口径三：网售−京东	4,678.88	5,614.66	6,547.14	7,634.35	8,902.63
1−4	成本口径四：其他电商平台	1,518.53	1,822.24	2,125.14	2,477.73	2,889.62
1−5	成本口径五：E+药店	−	1,896.93	4,739.82	7,583.72	11,375.57
1−6	成本口径六：A+					
1−7	成本口径七：T+					
1−8	成本口径八：门店	562.71	675.25	787.80	918.31	1,070.71
1−9	成本口径九：批发	−	969.88	3,839.52	6,719.15	11,038.61
1−10	成本口径十：其他					
1−11	成本口径十一：零售					
1−12	成本口径十二：销售折让					
1−13	成本口径十三：大良分店					
1−14	成本口径十四：肤康智慧					
1−15	成本口径十五：康爱送	80.69	96.98	113.27	131.89	153.62
1−16	成本口径十六：海南互联网医院	2.46	3.69	20.51	41.02	61.53
1−17	成本口径十七：海南健康科技	8.00	12.00	160.00	240.00	320.00
1−18	成本口径十八：云健康	137.65	165.31	192.98	225.37	262.48
2	其他业务成本	5.16	6.20	7.22	8.42	9.82
	合计	30,832.92	30,832.92	39,859.48	51,908.33	64,915.46

（3）税金及附加预测

税金及附加包括城建税、教育费附加、地方教育费附加、印花税。税金及附加按照企业历史平均税率进行预测。

税金及附加预测结果见下表：

税金及附加预测表

金额单位：人民币万元

序号	税种	计税基数	税率（税额）	预测年度				
				2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1	附加税	增值税	−	90.40	115.28	147.45	182.46	226.61
税金及附加合计				90.40	115.28	147.45	182.46	226.61

（4）销售费用预测

销售费用主要核算内容为工资、福利费、网络推广费、快递费、平台扣费等费用。

（1）与营业收入不相关的费用，如租赁费、折旧，按照相关的合同、会计政策等进行合理预测；

（2）与人员相关的费用，如工资、社保费、公积金等，在上一年的基础上按照一定的增长比例进行预测；

（3）对金额比较小的如办公费、快递费、汽车费等，按照一定的金额进行预测。

企业未来年度销售费用预测如下：

销售费用预测表

金额单位：人民币万元

序号	费用明细项	未来预测数据				
		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1	工资/福利费/社保费用	3,713.63	4,007.63	4,321.74	4,776.66	5,015.49
2	网络平台推广费	1,200.00	1,440.00	1,728.00	2,073.60	2,488.32
3	快递费（运杂费）	1,200.00	1,440.00	1,728.00	2,073.60	2,488.32
4	平台扣费	1,120.00	1,344.00	1,612.80	1,935.36	2,322.43
5	包装费	160.00	192.00	230.40	276.48	331.78
6	租赁费	585.00	614.25	644.96	677.21	711.07
7	信息（短信）/邮件服务费	24.00	25.20	26.46	27.78	29.17
8	水电费	30.00	31.50	33.08	34.73	36.47
9	其他	80.00	84.00	88.20	92.61	97.24
10	保险费	1.00	1.05	1.10	1.16	1.22
11	劳务费	100.00	105.00	110.25	115.76	121.55
12	仓储费	20.00	21.00	22.05	23.15	24.31
	合计	7,033.63	7,865.63	8,819.04	10,034.50	11,179.05

（5）管理费用预测

管理费用主要核算内容为工资、住房公积金、福利费、工会经费、折旧费等费用。

（1）与营业收入相关的费用，如中介服务费，参考历史上相关费用占营业收入的比例进行预测；

（2）与营业收入不相关的费用，如租赁费、折旧、无形资产摊销、长期待摊费用摊销，按照相关的合同、会计政策等进行合理预测；

（3）与人员相关的费用，如工资、社保费、公积金等，在上一年的基础上按照一定的增长比例进行预测；

（4）对金额比较小的如办公费、差旅费、服务费等，按照一定的金额进行预测：

管理费用预测表

金额单位：人民币万元

序号	费用明细项	未来预测数据				
		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1	工资/福利费/社保费用（管理人员）	1,416.69	1,537.11	1,692.06	1,913.33	2,009.00
2	工会经费	632.00	663.60	696.78	731.62	768.20
3	租赁费	108.00	113.40	119.07	125.02	131.27
4	通讯网络费	60.00	63.00	66.15	69.46	72.93
5	业务招待费	48.00	50.40	52.92	55.57	58.35
6	差旅费	36.00	37.80	39.69	41.67	43.75
7	办公费	14.40	15.12	15.88	16.67	17.50
8	汽车费	12.00	12.60	13.23	13.89	14.58
9	低值易耗品摊销	50.00	52.50	55.13	57.89	60.78
10	中介服务费	40.00	42.00	44.10	46.31	48.63
11	装修费	20.00	21.00	22.05	23.15	24.31
12	其它	50.00	52.50	55.13	57.89	60.78
13	软件费	20.00	21.00	22.05	23.15	24.31
14	税费	50.00	52.50	55.13	57.89	60.78
15	劳务费	24.00	25.20	26.46	27.78	29.17
16	水电费	1,136.51	1,136.51	1,136.51	1,136.51	1,136.51
17	无形资产摊销	156.38	414.45	451.19	506.58	312.36
18	折旧费	7.80	8.19	8.60	9.03	9.48
19	保安服务费	2.00	2.10	2.21	2.32	2.44
20	物业管理费	60.00	63.00	66.15	69.46	72.93
21	存货报损	2.00	2.10	2.21	2.32	2.44
21	会议及培训费	1,416.69	1,537.11	1,692.06	1,913.33	2,009.00
	合计	3,945.79	4,386.09	4,642.71	4,987.52	4,960.50

（6）研发费用预测

研发费用主要核算内容为薪酬、技术服务费等费用，具体研发费用预测如下：

研发费用预测表

金额单位：人民币万元

序号	费用明细项	未来预测数据				
		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1	研发费用合计	257.70	298.45	357.26	375.12	393.88

（7）财务费用预测

财务费用包括利息收入、汇兑损益、银行手续费等。

由于已经假定汇率不会发生大幅度波动，因此，不对汇兑损益进行预测。银行手续费按照其占营业收入的一定比例进行预测。

财务费用预测如下：

财务费用预测表

单位：人民币万元

序号	项目	预测年度				
		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1	手续费	40.32	51.42	65.77	81.38	101.07
合计		40.32	51.42	65.77	81.38	101.07

（8）营业外收支的预测

企业历史年度的营业外收支为偶尔发生的，因此预测年度不进行预测。

（9）年固定资产折旧及无形资产摊销额的预测

预测期固定资产折旧摊销为电子设备等，无形资产为企业已资本化入账的网购平台系统等，具体测算过程如下：

折旧及摊销预测表

金额单位：人民币万元

序号	项目	预测年度				
		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1	折旧	156.38	414.45	451.19	506.58	312.36
2	摊销	1,136.51	1,136.51	1,136.51	1,136.51	1,136.51
合计		1,292.90	1,551.00	1,587.70	1,643.10	1,448.87

（10）所得税费用的预测

资产组范围内各运营主体，包括适用不同税率的公司，其中母公司为高新技术企业（2021年获得认证），适用税率为15%，其余公司为普通公司，适用税率为25%，本次评估，考虑到目前康爱多业务资产组处于业务萎缩后重整状态，无法保证母公司康爱多高新技术企业的持续认证，故本次评估采用25%作为所得税税率进行预测，预测结果如下：

所得税费用预测

金额单位：人民币万元

序号	项目	预测年度				
		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年（稳定年）
1	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	403.06
合计		0.00	0.00	0.00	0.00	403.06

（11）营运资金增加额的预测

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。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(应收款项)等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，提供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，获取商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收款和其他应付款核算内容绝大多数为关联方的或非经营性的往来；应交税金和应付工资等多为经营中发生，且周转相对较快，拖欠时间相对较短、金额相对较小，估算时假定其保持基准日余额持续稳定。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(最低现金保有量为1个月的付现成本)、存货、应收款项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：

营运资金增加额=当期营运资金－上期营运资金

其中：

营运资金=最低现金保有量＋存货＋应收款项－应付款项

应收款项=营业收入总额/应收款项周转率

存货=营业成本总额/存货周转率

应付款项=营业成本总额/应付款项周转率

根据康爱多主营业务资产组的历史经营的资产和损益、收入和成本费用的统计分析以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果，按照上述定义，可得到未来经营期内各年度的最低现金保有量、存货、应收款项以及应付款项等及其营运资金增加额，营运资金增加额预测如下：

未来年度营运资金增加额的预测

金额单位：人民币万元

项目	基准日营运资金	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
营业收入		40,000.00	51,007.00	65,243.00	80,734.00	100,270.00
营运资金需要量	28,371.42	3,331.14	4,129.26	5,165.38	6,303.88	7,697.77
需追加的营运资金		−25,040.28	798.12	1,036.12	1,138.50	1,393.88

（12）资本性支出

企业的资本性支出主要由两部分组成：存量资产的正常更新支出(重置支出)、增量资产的资本性支出(扩大性支出)。

未来年度资本性支出由存量资产的正常更新支出构成，未来年度固定资产更新支出依据基准日企业固定资产规模预测。存量资产的更新支出：存量资产的正常更新支出，按估算的重置成本除以经济耐用年限按平均年资本性支出考虑。

资本性支出的预测结果详见下表：

资本性支出预测表

金额单位：人民币万元

序号	项目	预测年度				
		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1	资本性支出	1,189.56	254.87	282.14	422.30	139.88
合计		1,189.56	254.87	282.14	422.30	139.88

3、折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估价值的重要参数。由于被评估企业不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取对比公司进行分析计算的方法估算广东康爱多数字健康科技有限公司主营业务资产组期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数β（Levered Beta）；第二步，根据对比公司资本结构、对比公司β以及目标资本结构估算广东康爱多数字健康科技有限公司主营业务资产组的期望投资回报率，并以此作为折现率。

（1）对比公司的选取

在本次评估中对比公司的选择标准如下：

- 对比公司近年为盈利公司；
- 对比公司必须为至少有两年上市历史；
- 对比公司在沪深交易所发行人民币A股；
- 对比公司所从事的行业或其主营业务为医药零售及批发业务。

根据上述四项原则，我们选取了3家上市公司作为对比公司，为国药一致、太安堂及老百姓。

（2）加权平均资金成本的确定（WACC）

WACC（Weighted Average Cost of Capital）代表期望的总投资回报率。它是期望的股权回报率和税后债权回报率的加权平均值。

在计算总投资回报率时，第一步需要计算，截至评估基准日，股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均股权回报率和债权回报率。

1）股权回报率的确定

为了确定股权回报率，我们利用资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model or "CAPM"）。CAPM 是通常估算投资者收益要求并进而求取公司股权收益率的方法。它可以用下列公式表述：

Re= Rf ＋ β×ERP ＋ Rs

其中：

Re ——股权回报率

Rf ——无风险回报率

β ——风险系数

ERP——市场风险超额回报率

Rs——公司特有风险超额回报率

分析CAPM 我们采用以下几步：

第一步：确定无风险收益率

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。

无风险报酬率Rf反映的是在本金没有违约风险、期望收入得到保证时资金的基本价值。本次选取到期日距评估基准日10年以上的国债到期收益率3.74%（中位数）作为无风险收益率。

第二步：确定股权风险收益率

MRP（Market Risk premium）为市场风险溢价，指股票资产与无风险资产之间的收益差额，通常指证券市场典型指数成份股平均收益率超过平均无风险收益率（通常指长期国债收益率）的部分（Rm−Rf1）。沪深300指数比较符合国际通行规则，其300只成份股能较好地反映中国股市的状况。本次评估中，评估人员借助wind资讯专业数据库对我国沪深300各成份股的平均收益率进行了测算分析，测算结果为17年（2005年－2021年）的市场平均收益率（对数收益率Rm）为11.66%，对应17年（2005年－2021年）无风险报酬率平均值（Rf1）为3.97%，则本次评估中的市场风险溢价（Rm−Rf1）取7.69%。

第三步：确定可比公司相对于股票市场风险系数β（Levered Beta）。

β被认为是衡量公司相对风险的指标。投资股市中一个公司，如果其β 值为1.1 则意味着其股票风险比整个股市平均风险高10%；相反，如果公司β为0.9，则表示其股票风险比股市平均低10%。因为投资者期望高风险应得到高回报，β值对投资者衡量投资某种股票的相对风险非常有帮助。

目前中国国内Wind资讯公司是一家从事β的研究并给出计算β值的计算公式的公司。本次评估我们选取Wind资讯公司公布的β计算器计算的β值。（指数选取沪深300指数）。对比公司剔除资本结构因素的β见下表：

可比上市公司β查询表

序号	对比公司名称	股票代码	剔除资本结构因素的β(Unlevered β)
1	国药一致	000028.SZ	0.5439
2	太安堂	002433.SZ	0.6878
3	老百姓	603883.SH	0.6861

经计算，可比上市公司剔除资本结构因素的β（Unlevered β）平均值为0.6392。

第四步：确定目标资本结构比率

我们采用可比公司的平均资本结构，计算过程如下：

D/(E+D)= 17.58%

E/(E+D)= 82.42%

第五步：估算在上述确定的资本结构比率下的Levered Beta

我们将目标资本结构比率代入到如下公式中，计算康爱多业务资产组的Levered Beta：

Levered Beta = Unlevered Beta×[1+（1−T）D/E]

式中：D：债权价值；

E：股权价值；

T：适用所得税率（25%）；

经计算，康爱多业务资产组含资本结构因素的Levered Beta等于：

β=0.6392×[1+(1−25%)×17.58%/82.42%]=0.7415

第六步：估算特有风险收益率Rs

(1)由于测算风险系数时选取的为上市公司，相应的证券或资本在资本市场上可流通，与参照企业(上市公司)相比，企业为非上市公司，流通性较低。

(2)该公司未来的收入和利润增长更多地依赖于市场的整体情况，具有一定的不确定性。

基于上述几个方面的因素，本次评估中对企业特定风险调整系数Rc取值3.10%。

第七步：计算现行股权收益率

将恰当的数据代入CAPM 公式中，我们就可以计算出股权期望回报率。

Re= Rf ＋ β×MRP ＋ Rs=3.74%+0.7415×7.69%+3.10%=12.54%

2）债权回报率的确定

在中国对债权收益率的一个合理估计是将市场公允短期和长期银行贷款利率结合起来的一个估计。

目前，只有极少数国营大型企业或国家重点工程项目才可以被批准发行公司债券。事实上，中国目前尚未建立起真正意义上的公司债券市场，尽管有一些公司债券是可以交易的。然而，另一方面，官方公布的贷款利率是可以得到的。评估基准日，有效的一年期LPR是3.80%则，我们采用的债权年期望回报率为3.80%。

3）总资本加权平均回报率的确定

股权期望回报率和债权回报率可以用加权平均的方法计算总资本加权平均回报率，权重为目标资本结构。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$WACC=\frac{E}{(E+D)}R_e+\frac{D}{(E+D)}R_d(1-T)$$

其中：

WACC= 加权平均总资本回报率；

E= 股权价值；

Re= 股本期望回报率；

D= 付息债权价值；

Rd= 债权期望回报率；

T= 企业所得税率；

WACC=12.54%×82.42%+3.80%×17.58%×(1−25%)=10.84%

根据上述计算结果，我们以10.84%作为折现率。

4、经营性资产价值的确定

预测期内各年净现金流按照年末流入流出考虑，将收益期内各年的净现金流按照折现率折到2021年12月31日现值，从而得出经营性资产的价值。

未来各年度经营性现金流预测表

金额单位：人民币万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	永续年度
一、营业收入	40,000.00	51,007.00	65,243.00	80,734.00	100,270.00	100,270.00
减:营业成本	30,832.92	39,859.48	51,908.33	64,915.46	81,501.25	81,501.25
税金及附加	90.40	115.28	147.45	182.46	226.61	226.61
营业费用	7,033.63	7,865.63	8,819.04	10,034.50	11,179.05	11,179.05
管理费用	3,945.79	4,386.09	4,642.71	4,987.52	4,960.50	4,960.50
研发费用	257.70	298.45	357.26	375.12	393.88	393.88
财务费用	40.32	51.42	65.77	81.38	101.07	101.07
二、营业利润	−2,200.75	−1,569.33	−697.55	157.55	1,907.63	1,907.63
加:营业外收入						
减:营业外支出						
三、利润总额	−2,394.03	−1,793.17	−965.50	−123.79	1,612.22	1,612.22
减:所得税						403.06
四、净利润	−2,200.75	−1,569.33	−697.55	157.55	1,907.63	1,504.58
加:折旧摊销	1,292.89	1,550.96	1,587.71	1,643.10	1,448.87	1,554.44
税后利息支出	−	−	−	−	−	−
减:资本性支出	1,189.56	254.87	282.14	422.30	139.88	385.92
营运资本增加额	−25,040.28	798.12	1,036.12	1,138.50	1,393.88	
五、企业自由现金流量	22,942.86	−1,071.35	−428.11	239.85	1,822.74	2,673.10
六、折现率	10.84%	10.84%	10.84%	10.84%	10.84%	10.84%
折现期	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	1.00
折现系数	0.9022	0.8140	0.7344	0.6626	0.5978	5.5157
折现值	20,699.42	−872.07	−314.40	158.92	1,089.63	14,743.91
七、资产组公允价值	20,761.50					14,743.91

5、资产组公允价值的确定

资产组公允价值=经营性资产价值−期初营运资金

= 35,505.41 − 28,371.42

= 7,133.99（万元）

6、处置费用的确定

处置费用确认为产交所费用0.2%、相关税费0.05%、其他不可预见费0.05%、中介费用为60万元，经计算所得共计113.50万元。

处置费用=税费+产权交易费用+中介服务费+其他不可预见费

=3.57+14.27+60.00+35.67

=113.50（万元）

7、资产组公允价值减处置费用的评估结果

根据前面的计算结果，可以得到资产组公允价值减