

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部分內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



**Meihao Medical Group Co., Ltd**

**美皓醫療集團有限公司**

(於開曼群島註冊成立的有限公司)

(股份代號：1947)

**有關須予披露交易－  
認購目標公司的股份的  
補充公告**

茲提述美皓醫療集團有限公司(「本公司」)日期為二零二五年七月十八日及二零二五年八月八日的公告(「該等公告」)，內容有關認購Deepcare Medical Holdings Limited的2,863,492股B類普通股。除另有界定者外，本公告所用詞彙與該等公告所界定者具有相同涵義。

董事會欲透過本補充公告提供與估值過程有關的額外資料。

**收益法與現金流量折現法**

誠如該等公告所披露，估值採用現金流量折現法(「現金流量折現法」)。現金流量折現法所選用的折現率為加權平均資本成本(「加權平均資本成本」)。公式及數值輸入載列如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(D + E)} + K_d \times \frac{D}{(D + E)} \times (1 + T)$$

其中：K<sub>e</sub>為權益資本成本，取值為12.8%。由下述公式計算得出，在10%–15%期間水平，參考可比上市公司公開分析師報告及估值模型及泰國的輔助生殖／生育服務公司，屬於合理範疇。

$K_d$ 為債務資本成本，取值為3.6%。根據二零二四年十二月二十日貸款市場報價利率(LPR)：5年期以上LPR為3.60%。LPR由全國銀行間同業拆借中心在中國人民銀行授權下統一計算和發佈。

T為所得稅稅率，取值為20%。數值乃根據泰國官方資料顯示的法定企業所得稅稅率20%取值。

D/E：根據市場價值估計的被估值企業的目標債務與股權比率，即0。經查詢，概無外部債務。

其中： $K_e = R_f + \beta \times ERP + R_c$ 。

$R_f$  = 無風險報酬率，取值為1.68%，乃取自10年期財政部－中國國債收益率1.68%。

$\beta$  = 企業風險系數，取值為0.785，乃取自同花順iFinD資訊金融終端，BETA加權剔除財務槓桿原始Beta 0.7853。

ERP = 股權市場風險溢價，取值為7.14%。市場風險溢價指市場投資回報率與無風險回報率之差額。其中，評估基準日的市場投資回報率乃以上海證券交易所及深圳證券交易所的股票交易價格指數為基礎，選取一九九二年至評估基準日的年化週回報率加權平均值綜合分析而確定。經計算，市場風險溢價為7.14%。

$R_c$  = 企業特定風險調整系數，取值為5.5%。該數值的範圍在0%到8%之間，對於極其特殊及高風險的情況，可能會更高。計算公式為：行業特定風險(3%-5%) + 泰國國家風險(1%-2%) = 4%-7%之間。行業特有風險包括研發失敗、臨床試驗不確定性、專利保護風險等，一般為3%-5%。對於發展階段相近的輔助生殖服務項目，獨立估值及交易分析中通常採用約3%-5%的行業特定風險溢價，用以反映研發/臨床失敗、新技術審批及報銷不確定性、技術淘汰以及對專業醫療人員和設施依賴等風險。本次考慮到標的採用的技術和商業模式相對成熟，在該區間內取相對保守的下限3.0%。泰國本地風險包括新興市場監管不確定性、匯率波動風險、政治穩定性等，一般為額外增加1%-2%。針對位於泰國的新興市場項目，醫療及類似服務行業的估值中，通常會在基礎股權成本之上額外加

入約1%-2%的國家風險溢價，以反映監管及法律環境、匯率波動和宏觀穩定性等因素，該區間與主權債收益率利差及常用新興市場風險溢價研究基本一致。鑒於泰國醫療旅遊及相關服務市場相對成熟，本次在1%-2%區間內取偏下水平1.0%。分析師需要詳細分析目標公司，並與同行業的上市公司進行比較，最終確認合理評估附加值為5.5%，即3% + 1% + 1.5%。在上述行業(3%-5%)及國家(1%-2%)風險區間之外，根據泰國附屬公司的具體情況，包括公司規模、對關鍵醫生的依賴度、客戶來源集中度及歷史業績波動等加入1.5%的公司特定風險溢價，處於中等水平。

泰國附屬公司於預測期內的自由現金流量詳情如下：

	二零二五年	二零二六年	二零二七年	二零二八年	二零二九年	永續
企業自由現金流量 (千美元)	3,408.2	6,010.4	9,927.7	12,843.4	16,132.1	14,553.8
折現率(%)	12.80	12.80	12.80	12.80	12.80	12.80
折現系數	0.9416	0.8347	0.7400	0.6560	0.5816	4.5436
企業自由現金流量 現值(千美元)	3,209.1	5,016.9	7,346.5	8,425.3	9,382.4	66,126.7
使用期折現率	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	-

企業自由現金流量現值按企業自由現金流量乘以折現系數計算。

界定預測期(即二零二五年至二零二九年)的折現系數計算方式如下：

$$\frac{1}{(1+\text{折現率})^{\text{折現期}}}$$

永續預測期的折現系數計算方式如下：

$$\frac{1}{(1+\text{折現率})^{4.5}} \times \frac{1}{\text{折現率}}$$

上述數據由專業估值人員使用公開可得市場數據編製及計算。若將參數代入公式計算結果與上述數據存在任何差異，均為約整所造成。

## 估值模型及企業自由現金流量計量

### 1. 估值模型

泰國附屬公司的企業整體價值採用收益法之折現現金流量法確定，基於以下公式：

企業整體價值=企業自由現金流量現值+剩餘資產價值+非經營性資產價值+單獨計量的附屬公司股權價值

於估值基準日(二零二四年十二月三十一日)，各組成部分如下(以百萬美元列值)：

**經營性資產價值：99.51百萬美元**

該數值為泰國附屬公司核心醫療服務業務在二零二五年至二零二九年及終值期間預計產生的企業自由現金流量，在採用12.8%的加權平均資本成本折現至估值基準日後的現值。這個數額對應於上述公式中的「企業自由現金流量現值」。

**非經營性現金流現值：0.61百萬美元**

該數值為估值基準日時，預計將獨立於核心經營活動實現的非經營性項目(例如非經常性收入或非日常經營活動產生的現金流入)所產生現金流的現值，並根據估值報告所載假設確定。

**剩餘資產價值：3.45百萬美元**

剩餘資產是指並非生殖輔助服務日常經營所必需的資產(例如某些閒置物業或其他非核心資產)。剩餘資產價值採用資產基礎法，並參考相關基礎資產的估值確定。

### **有息負債：0.03百萬美元**

該數值為泰國附屬公司於估值基準日的有息負債，依據其資產負債表確定。

在上述基礎上，泰國附屬公司於二零二四年十二月三十一日的股權價值約為104.00百萬美元，即經營性資產價值、非經營性現金流現值及剩餘資產價值之和扣減有息負債後的結果。

## **2. 企業自由現金流量**

各預測年度的企業自由現金流量按下列公式計算：

**企業自由現金流量**=息稅前利潤-實際繳納的所得稅+折舊與攤銷-資本性支出-營運資本追加額

其中：

=銷售收入-銷售成本-稅金及附加+其他業務收益-期間費用(管理費用、銷售費用、財務費用)+投資收益-所得稅+折舊與攤銷-資本性支出-營運資本追加額

為說明起見，首個預測年度(二零二五年)的數據如下(以百萬美元列值)。二零二六年至二零二九年的數據以相同方法確定。

### **銷售收入(二零二五年)：23.08百萬美元**

根據管理層就二零二五年收入預測，並由估值師參照泰國附屬公司的歷史業績及可資比較上市輔助生殖／醫療服務提供商的收入增長率進行調整。經調整後二零二五年收入增長率為96.16%(原管理層預測為112.20%)。

### **銷售成本(二零二五年)：10.28百萬美元**

通過對二零二五年應用經調整毛利率55.44%計算得出，該毛利率參考泰國附屬公司的歷史毛利率及可資比較上市公司的毛利率確定。

### **期間費用(二零二五年)：10.11百萬美元**

根據泰國附屬公司歷史銷售及管理費用水平確定。

### **所得稅(二零二五年)：0.54百萬美元**

按泰國適用的20%企業所得稅稅率，對預測應稅利潤計算得出。

### **折舊及攤銷(二零二五年)：0.59百萬美元**

基於現有固定資產及無形資產及計劃中的資本性支出，並採用與經審核財務報表中相同的使用年限及剩餘價值率確定。

### **資本性支出(二零二五年)：1.38百萬美元**

根據管理層提供的二零二五年至二零二九年資本性支出計劃確定，主要涉及診所擴張及醫療設備更新。

### **營運資本追加額(二零二五年)：-2.06百萬美元**

根據預期收入增長以及應收賬款、存貨及應付賬款的假設周轉天數，並參照泰國附屬公司歷史營運資本水平確定。負數金額表示二零二五年淨回收營運資本，主要由於營運資本周轉率的改善，從而增加當年的企業自由現金流量。

在上述基礎上，二零二五年的企業自由現金流量約為3.41百萬美元。二零二六年至二零二九年的企業自由現金流量採用相同的方法確定，並考慮估值報告所載經調整的收入增長率、毛利率及其他關鍵假設。

## **審閱及調整未來年度盈利**

誠如該等公告所披露，估值師取得泰國附屬公司提供的未來年度盈利預測草案。估值師隨後參照同行公司及行業增長趨勢進行比較，並考慮開發週期、市場規模及行業狀況等因素，對預測進行調整。

## **選取同行公司**

經市場調研，估值師對比了四家同行公司，該四家公司均屬於醫療服務行業的輔助生殖(IVF/ART)賽道，基本情況如下表：

## 同行公司簡介

名稱	交易所	主要市場	業務範圍
公司A	SET／泰國	泰國	IVF/ICSI、PGT、冷凍保存
公司B	SET／泰國	泰國	IVF/ICSI、NGS、胚胎實驗室
公司C	ASX／澳洲	澳大利亞／ 馬來西亞	綜合生殖醫療服務
公司D	HKEX／香港	中國大陸／北美	IVF醫院與實驗室網絡

所選同行公司包括：公司A及公司B，兩者皆為當地主要輔助生殖醫療集團，處於營運成熟階段；公司C於亞太地區營運，與泰國存在文化相似性；及公司D，一家全球性輔助生殖服務營運商。

該等篩選乃基於三大核心因素：區域一致性，三者均呈現相近的定價及利潤結構；業務一致性，三者均專注於體外受精及相關服務；及數據可得性，三者均為上市公司或公開提供可靠的經審核財務數據。整體而言，該等公司在關鍵指標上展現高度可比性。

## 與同行公司相關的調整

經市場調研，估值師認為泰國本地市場規模和特徵與區域國際有顯著差異和特徵，泰國市場總體體量較小，但醫療旅遊驅動明顯，外籍患者佔總患者數目約50%，形成較高的價格帶和較突出的季節性波動。同時，監管環境相對寬鬆，輔助生殖中胚胎植入前基因檢測(PGT)等高端項目普及率較高。因此，泰國附屬公司的未來盈利預測參考公司A及公司B，並兼顧公司C及公司D進行分析判斷和合理化調整。

## 發展階段比較

經市場調研，一般情況下，行業所處階段按「五階段框架」判定：I啟動、II爬坡、III規模化、IV穩態擴張、V成熟穩態。為了體現不同發展階段和週期對估值合理性的影響，估值人員四家同行公司的發展階段和週期進行了分析，具體如下表：

### 同行發展階段

名稱	階段	近3年CAGR	備註
公司A	III→IV	2.00%	相對穩定發展，同時開展增值業務
公司B	II→III	9.40%	發展比較穩定
公司C	IV→V	8.20%	國際客戶週期數增速高於國內7%
公司D	IV→V	4.40%	穩定增長，國際業務擴張
泰國附屬公司	II→III	106%	初期階段，增速較大。同時考慮增設醫療中心

上表中的複合年增長率數據指輔助生殖行業中「體外受精週期」的複合年增長率。此為追蹤業務發展趨勢的行業指標，數據源自四家同業公司的公開披露資料。相較於同行公司，泰國附屬公司展現出高複合年增長率，主要歸因於其低基數及早期擴張階段。過去三年間，患者量、平均每次就診收入及產能利用率均大幅攀升。儘管過往增長強勁，估值模型仍採用保守假設，將未來五年的增長率逐步遞減，以反映趨向穩定階段(階段IV及V)的轉變。整體而言，短期高增長反映泰國附屬公司的發展階段，並已透過估值模型的貼現率及審慎的增長參數取得平衡。

體外受精週期的三年複合年增長率為輔助生殖服務業務量趨勢的行業指標。泰國附屬公司與公司B的增長率差異的主要原因在於其客戶組合差異，泰國附屬公司約50%患者來自海外，尤以中國為主，使其更易受新冠疫情及中國出境旅遊限制影響，導致2022年體外受精週期數量明顯偏低。然而，隨著2023年出境旅遊政策逐步放寬，跨境需求激增，帶動泰國附屬公司體外受精週期回升。此基期效應放大2022年至2024年的複合年增長率數據，令增長率表現顯著偏高。因此，考慮到兩個實體在患者結構及疫情影響程度的差異，上述期間兩者的增長率的差距屬合理且可予解釋。

## 估值師對盈利預測的判斷和調整

估值師調整未來年度盈利預測如下：

1. **營運收入：**對比同行業的公司數據及行業增長情況，根據市場規模及行業發展情況作出相應調整。營業收入增長率往下調整，得出更為合理的調整後營業收入增長率。

項目／年份	二零二五年	二零二六年	二零二七年	二零二八年	二零二九年
泰國附屬公司提供 預測金額(千美元)	2,496.18	5,132.95	8,445.38	9,975.15	10,746.37
最終估值採用預測 金額(千美元)	2,307.53	3,691.95	5,168.66	6,460.80	7,429.90
差異率	-7.56%	-28.07%	-38.80%	-35.23%	-30.86%
調整前收入增長率	112.20%	105.63%	64.53%	18.11%	7.73%
調整後收入增長率	96.16%	60.00%	40.00%	25.00%	15.00%

估值師參照泰國附屬公司及四家同行公司的發展階段指標，經過綜合判斷後，調整被估值單位二零二五年至二零二九年合理的收入增長比例，具體如下表所列示：

**收入增長比例調整表<sup>(6)</sup>**

時間	階段	泰國附屬公司 經調整 收入 增長率	泰國兩家同行公司		區域兩家同行公司		備註
			公司A	公司B	公司C	公司D	
二零二五年 <sup>(1)</sup>	II	96.16%	-	-	-	91.2% (二零一六年至 二零一七年)	增長略有放緩，但仍 保持高水準
二零二六年 <sup>(2)</sup>	III	60.00%	-	-	-	39.2% (二零一七年至 二零一八年)	趨於穩定
二零二七年 <sup>(3)</sup>	III	40.00%	-	28.6% (二零二二年至 二零二三年)	-	39.2% (二零一七年至 二零一八年)	需求與供給趨於平衡
二零二八年 <sup>(4)</sup>	IV	25.00%	17.9% (二零二零年至 二零二二年)	4.85% (二零二三年至 二零二四年)	15.0% (二零二零年至 二零二二年)	28.7% (二零二一年至 二零二二年)	行業成熟期增長
二零二九年 <sup>(5)</sup>	IV	15.00%	16.8% (二零二二年至 二零二三年)	-	11.1% (二零二二年至 二零二三年)	17.9% (二零二二年至 二零二三年)	穩態增長水準

附註：

- 鑑於其市場佈局高度相似(中國大陸與國際市場)，泰國附屬公司的業務架構與公司D一致，兩者皆專注於專科醫院及輔助生殖服務。估值師主要參照公司D進行收入預測。鑒於自二零二三年起，泰國附屬公司借憑藉中國大陸市場復甦實現快速增長，預期二零二五年將從高增長階段過渡至穩定增長階段。

經審慎評估後，增長率設為略低於近三年的複合年增長率，採用泰國附屬公司同期(二零一六年至二零一七年)實際業務增長率96.16%作為全年增長假設。相較於公司D同階段(二零一六年至二零一七年)約91.2%的行業增長率，此設定處於合理範圍內。

2. 估值師繼續引用公司D(二零一七年至二零一八年增長率39.2%)作為二零二六年的參照。此階段屬增長後期，重點在於技術推廣與產品組合優化。基於泰國附屬公司持續推出新技術(如PPOS刺激及合併式OMM囊胚培植)，預期泰國附屬公司將進一步深化中泰整合營運模式，並推出具成本效益的新服務方案，而該等方案在中國大陸市場已廣獲好評。

預計這些新業務線將在二零二六年快速增長，佔泰國附屬公司總業務的約40%。估值師考量新業務線與現有業務線的增長軌跡差異，參照公司D處於高速增長期(91.2%)與近乎穩定期(39.2%)的增長率，經綜合計算後將二零二六年整體收入增長率定為60.0%，反映從高速增長邁向穩健增長的轉型態勢。

3. 鑒於泰國附屬公司所處的發展階段，估值師以公司D作為估值曲線的主要基準，並參照當地同業公司B的數據進行合理性校正。公司D的發展背景與泰國附屬公司處於「從啟動期邁向穩定期」的過渡階段特徵更為契合，原因如下：(1)兩者均面向國際市場運營體外受精(IVF)醫院及實驗室網絡模式，而非單一本地診所；(2)均以中高端及跨境患者為主要目標客群，提供高端輔助生殖服務；及(3)兩者都經歷了快速擴張階段，隨後逐步過渡到更為穩定的「穩態」增長階段。泰國附屬公司於中國大陸市場具備更強的品牌延伸能力、新技術採用優勢及高端服務推廣優勢，因此其收入增長預期將略高於公司D。相對地，深耕泰國本土市場的公司B則呈現相對穩健的增長態勢。綜合模型輸出結果與市場因素考量，估值師審慎地將此階段收入增長率定為40.0%。
4. 就增長率而言，公司D在相同階段的表現仍具重要參考價值。然而，鑒於泰國附屬公司的主要醫院位於泰國(東南亞市場)，其在成熟穩定營運階段的表現應更接近泰國當地醫院。因此，在此階段，除公司D(二零二一年至二零二二年增長率28.7%)外，另引入泰國本土公司A(第三階段→第四階段，二零二零年至二零二二年增長率17.9%)及區域性公司C(二零二零年至二零二二年增長率15.0%)作為穩態樣本。數據整合後，估值師審慎將增長率定為25.0%，此為穩健擴張的中等水平。
5. 參考案例包含公司A(二零二二年至二零二三年增長率16.8%)、公司C(二零二二年至二零二三年增長率11.1%)及公司D(二零二二年至二零二三年增長率17.9%)。此階段代表行業成熟期中的穩定增長區間。估值師將增長率定為15.0%，符合區域行業穩健增長水準。
6. 當前估值主要採用現金流量貼現法。可比公司A、B、C及D的歷史數據僅用於驗證所採用的假設(如未來收入增長率)是否處於合理範圍內。

該等數據並不會直接決定估值結果。估值結果取決於對泰國附屬公司自身未來現金流的預測及貼現；可比公司的數據僅作為橫向交叉驗證，而非直接定價輸入(例如歷史倍數或單一年度指標)。輔助生殖行業的核心技術在過去十年間相對穩定。例如第三代體外受精技術自2010年前後已在國際市場廣泛應用。因此，採用自2016年起的行業數據可充分反映相同技術與業務階段下的增長趨勢。估值重點在於增長率及發展軌跡，而非特定時間點的絕對數值。在同一行業中，該等發展軌跡呈現相似模式，因此能提供具參考價值的依據。

參考2016年至2018年及2020年至2022年等較早時期的原因為部分成熟可比公司在該等年份正經歷從高增長擴張轉型至成熟階段的關鍵過渡。因此，該等年份完整呈現從第二階段到第三階段(甚至第三階段到第四階段)的增長放緩過程。估值關注於各階段的合理增長及利潤率範圍，而非僅著眼於最近單一年度。因此，有必要審視較長歷史週期內可比發展階段，以評估現金流量貼現假設是否偏離行業常規。同時，亦考慮疫情後的近期數據及當前市場環境。綜合長週期與近期數據後，所採用的增長率假設均處於可比公司歷史表現所示合理範圍內，或略為保守，從而支持估值範圍乃基於審慎假設。

因此，即使部分可比公司數據來自較早年份，其主要作用乃為體外受精預測提供合理參考範圍，從而支持整體估值範圍的合理性。

就上述表格而言，估值師依據「發展階段匹配」原則選取適用的同業公司。泰國附屬公司目前正處於第二階段轉向第三階段(即從產能提升邁向規模擴張階段)。其營運模式結合醫療旅遊與高端輔助生殖服務，約50%的患者為外籍人士，與純粹的泰國本地市場結構存在顯著差異。在篩選適用同業公司時，估值師優先考量市場佈局與業務模式相近的企業(即同時聚焦中國大陸與國際市場，並經營專科醫院)。估值師以公司D作為收入預測的主要參考依據，並將公司C作為次要參考。由於泰國附屬公司的主要醫院位於泰國，其處於成熟穩定階段的營運表現應更接近泰國本土醫院。因此，在後續穩態階段的假設中，引入了公司A及公司B(泰國本土醫院)的數據進行校準。

經調整的收入增長率乃參照選定同業公司二零二五年至二零二九年的年收入增長率進行微調，該調整綜合考量泰國附屬公司發展階段、市場結構及最新同業數據而定。遵循「發展階段匹配」原則，估值師選取了在商業模式、市場佈局及增長週期方面與泰國附屬公司相似的可資比較公司，並根據泰國附屬公司當前發展階段調整相關假設。該調整全面考量業務增長變化、組織成熟度、技術部署進程及市場環境差異，並優化同業樣本期間以確保一致性與可比性。二零二五年至二零二九年最終收入增長假設分別為96.16%、60.0%、40.0%、25.0%及15.0%，反映從高速增長向穩健發展階段的合理過渡。

2. **營運成本：**參考估值目標的歷史年度營業成本，以及同行業公司的毛利率，根據市場規模及行業發展情況作出相應調整。毛利率往下調整，逐漸降低至更合理水平。

項目／年份	二零二五年	二零二六年	二零二七年	二零二八年	二零二九年
泰國附屬公司提供 預測金額(千美元)	1,111.94	2,179.40	3,581.37	4,229.21	4,556.78
最終估值採用預測 金額(千美元)	1,028.23	1,637.75	2,326.93	2,946.12	3,426.67
差異率	-7.53%	-24.85%	-35.03%	-30.34%	-24.80%
調整前成本增長率	110.42%	96.00%	64.33%	18.09%	7.75%
調整後成本增長率	94.58%	59.28%	42.08%	26.61%	16.31%
調整前毛利率	55.45%	57.54%	57.59%	57.60%	57.60%
調整後毛利率	55.44%	55.64%	54.98%	54.40%	53.88%

是次估值中，營運成本乃透過反推預測收入及毛利率得出。設定合理的毛利率區間並反向計算成本金額，既可避免對各成本項目進行過度細緻的假設，亦能保持估值模型簡潔明瞭，並確保邏輯一致性。此方法廣泛應用於醫療服務與生命科學領域的估值實務，符合審慎且可驗證的模型原則。

估值師參照四家同行公司毛利率情況，經過綜合判斷後，調整被估值單位二零二五年至二零二九年合理的毛利率比例，具體如下表所列示：

### 毛利率變化調整表

指標	泰國附屬公司		泰國兩家同行公司		區域兩家同行公司		備註
	經調整 毛利率 <sup>(2)</sup>		公司A <sup>(1)</sup>	公司B <sup>(1)</sup>	公司C <sup>(1)</sup>	公司D <sup>(1)</sup>	
二零二五年	55.44%		54.9%	48.40%	36.90%	42%	處於不同發展階段的同業公司維持40%至55%的毛利率，其中泰國同業公司的表現尤為穩定。
二零二六年	55.64%	(二零二一年至	(二零二一年至	(二零一三年至	(二零一六年至		
二零二七年	54.98%	二零二四年	二零二四年	二零二四年	二零二三年		
二零二八年	54.40%	中位數) <sup>(1)</sup>	中位數) <sup>(1)</sup>	中位數) <sup>(1)</sup>	中位數) <sup>(1)</sup>		
二零二九年	53.88%						

附註：

- 估值師採用中位數作為主要參考依據，以降低樣本波動性的影響，使毛利率水平更能代表典型可資比較公司的合理區間。此方法有效平衡了醫院間營運規模、區域結構及業務模式的差異，提升了估值假設的穩健性與合理性。各同業公司的比較期間不盡相同，乃由於可比期間乃透過對齊發展階段而選定，具體操作如下：
  - 泰國當地可資比較公司A及B：該兩家公司的業務模式與泰國附屬公司相似，且深受疫情衝擊。為反映後疫情常態化階段的盈利能力，故選取二零二一年至二零二四年的毛利率數據。
  - 區域性國際醫院公司C及D：該等醫院營運週期較長且處於成熟階段。為反映從擴張期至穩定期的獲利能力演變，故選取二零一六年至二零二四年的毛利率數據。
- 估值師根據泰國附屬公司的實際營運表現，將二零二五年毛利率定為55.45%。鑑於渠道收入(來自第三方渠道收入)的毛利率低於直接患者收入，每增加約2%的渠道收入，整體毛利率將下降約0.5個百分點。此外，中國大陸渠道收入預計將於二零二六年形成並趨於穩定。自二零二六年起，渠道收入佔比預計將以每年約2%的幅度增長，並在二零二九年後保持穩定。

因此，二零二六年的毛利率將與二零二五年大致持平，而從二零二七年至二零二九年間，毛利率將逐年下降約0.5個百分點，逐步回歸至行業的穩態水平。

3. **期間費用：**期間費用乃根據泰國附屬公司的會計慣例編製。主要組成部分包括銷售及客戶服務人員的薪酬及福利、差旅及業務招待費用、行銷及推廣費用(包括支付予代理商的佣金)、管理及職能人員的薪酬及福利，以及辦公室及設施的租金、水電費及其他日常行政費用。比較同行業公司的營業利率，根據市場規模及行業發展情況作出相應調整。期間費用往上調整。經調整期間費用的增長及其佔營業收入的比例變得更為合理。

項目／年份	二零二五年	二零二六年	二零二七年	二零二八年	二零二九年
泰國附屬公司提供					
預測金額(千美元)	794.20	1,172.42	1,546.72	1,801.24	1,910.79
最終估值採用預測					
金額(千美元)	1,011.08	1,422.31	1,841.67	2,130.82	2,182.74
差異率	27.31%	21.31%	19.07%	18.30%	14.23%
調整前期間費用增長率	69.48%	47.62%	31.93%	16.46%	6.08%
調整後期間費用增長率	115.76%	40.67%	29.48%	15.70%	2.44%
調整前期間費用					
佔收入百分比	31.82%	22.84%	18.31%	18.06%	17.78%
調整後期間費用					
佔收入百分比	43.82%	38.52%	35.63%	32.98%	29.38%

估值師參照四家同行公司費用佔收入比例的情況，經過綜合判斷後，調整被估值單位二零二五年至二零二九年合理的期間費用對收入的佔比，具體如下表所列示：

### 期間費用佔收入比例調整

指標	泰國附屬公司 經調整 期間費用對 收入佔比率 <sup>(2)</sup>		泰國兩家同行公司 公司A <sup>(1)</sup> 公司B <sup>(1)</sup>		區域兩家同行公司 公司C <sup>(1)</sup> 公司D <sup>(1)</sup>		備註
二零二五年	43.82%		29.06%	20.35%	15.75%	20.15%	處於不同發展階段的同業公司中，營業費用佔收入比例通常介乎15%至30%之間。隨著泰國附屬公司組織架構與管理體系日趨成熟，預期該比率將從43.82%逐步降至市場水平。
二零二六年	38.52%	(二零二一年至	(二零二一年至	(二零一六年至	(二零一六年至		
二零二七年	35.63%	二零二四年	二零二四年	二零二四年	二零二四年		
二零二八年	32.98%	中位數)	中位數)	中位數)	中位數)		
二零二九年	29.38%						

附註：

1. 選用中位數支出與收入比率，旨在有效排除異常值，並客觀反映整體行業狀況。
2. 期間費用率的調整乃根據泰國附屬公司實際營運特性、業務發展階段及同業比較結果而定。在計算過程中，估值師主要考慮期間費用結算週期、組織架構穩定性、業務擴張步調及市場投資策略等因素。

首先，鑑於泰國附屬公司部分期間費用集中於下半年，基於審慎原則，二零二五年期間費用率預測採用泰國附屬公司的估計年均值，即43.82%。

隨著泰國附屬公司業務於二零二六年進入快速發展階段，儘管業務規模擴大，整體組織架構仍保持穩定，管理層級並未進行重大調整。因此，預期期間費用率將較二零二五年下降約5%。

二零二七年至二零二九年間，隨著泰國附屬公司組織管理逐步成熟、內部協作效率提升及管理邊際成本下降，預期期間費用率將較前一年逐年降低約3個百分點，反映出規模經濟效益與管理效能的提升。

與此同時，泰國附屬公司的期間費用率相較同業仍處於相對高位。主要原因在於泰國附屬公司目前正處於品牌建設與市場拓展階段，恰逢中泰交流深化及生殖醫學合作加速發展的時期。泰國附屬公司計劃增加宣傳與營銷投入，積極在中國境內開展推廣活動及中泰生殖醫學學術交流，以快速提升泰國附屬公司的知名度並強化品牌影響力。因此，宣傳與營銷開支比例相對較高，導致整體費用率暫時高於成熟行業的平均水平。

#### 4. 參考期及預測期的理由

按照行業慣例，就泰國附屬公司而言，估值師以過去三年(二零二二年至二零二四年)作為參考期，並以未來五年(二零二五年至二零二九年)作為預測期。

- **參考期：**取得三年的歷史數據，得以分析過去營運績效及其發展趨勢。
- **預測期：**一般認為五年足以使一間公司進入穩定盈利狀態。透過項目實施、市場拓展等措施，預計五年內收益將穩定增長，毛利率將回復至正常水平。五年的預測期能夠適應大多數公司的調整及趨勢，符合一般經濟法律，亦有利於獲取連續的財務數據(例如收益及成本折現率)，確保計算的準確性及穩定性，同時減少短期波動帶來的誤差。
- **永續期：**在明確的五年預測期後，預計公司的營運將達至穩定狀態，不再考慮持續的增長變化。永續期的業績與預測期最後一年一致。

#### 未來年度盈利預測

泰國附屬公司提供的未來年度盈利預測顯示，未來五年將實現顯著增長。董事會認為該預測公平合理，主因在於輔助生殖服務需求持續增長，尤其在中國市場。不孕症發病率上升，加上該等服務認知提升，促使更多家庭尋求體外受精等治療方案。此外，中國日益增長的財富水平使夫婦們能夠負擔該等治療，進而提高他們赴海外尋求生殖治療的意願。泰國已崛起為醫療旅遊的重要目的地，以具競爭力的價格提供先進輔助生殖技術。泰國附屬公司憑藉與西方國家相當的服務品質、更低的成本優勢及鄰近中國的地理位置，在此擴張市場中佔據有利地位，吸引尋求有效生育治療的本地及國際客戶。

此外，董事會認為收購泰國附屬公司將與本集團現有業務產生高度協同效應，可整合市場渠道、客戶資源及品牌影響力等優勢，從而進一步提升本集團與泰國附屬公司的整體競爭力。

承董事會命  
美皓醫療集團有限公司  
主席兼執行董事  
王曉敏先生

香港，二零二六年一月二十二日

於本公告日期，執行董事為王曉敏先生及周健醫生，以及獨立非執行董事為黃晞華先生、譚漢珊女士及張永存先生。