证券代码:002292　证券简称:奥飞娱乐　公告编号:2020-075

奥飞娱乐股份有限公司关于深圳证券交易所对公司2019年报问询函回复的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

奥飞娱乐股份有限公司(以下简称“公司”或“奥飞娱乐”)于2020年7月6日收到了深圳证券交易所下发的《关于对奥飞娱乐股份有限公司2019年年报的问询函》(中小板年报问询函【2020】第327号),现就问询函中的问题回复如下:

问题:1、报告期内,你公司营业收入27.27亿元,其中婴童产品收入8.38亿元,同比上年增长21.75%,境外收入12.48亿元,同比上年增长26.18%。

(1)婴童产品收入增长主要是因为babytrend销售收入增长所致。请你公司补充披露babytrend销售模式,主要客户的信用政策,线上、线下销售占比已及对应的毛利率情况。

公司回复:

2016年公司全资收购了有30多年历史的北美一线婴童品牌“Baby Trend”,及其在婴童用品领域的国际领先创意、技术与渠道资源。公司近年来婴童用品主营产品包括车椅组合产品、手推车、汽车安全座椅等,Baby Trend品牌在业内保持了较高的知名度和一定影响力。

根据美国商务部统计,2019年的零售销售对比2018年增长3.8%,而非门店零售业(电子商务)增长13.9%。随着消费者的购买习惯逐渐改变,公司抓住时机,加大对电子商务客户的支持,2019年在电子商务渠道的收入有较好增长。

1、Baby Trend销售模式:Baby Trend销售的具体品类包括婴儿推车、汽车安全座椅、婴儿游戏床以及学步车等,主要销售给北美的各大零售商,如Walmart US、Target、Amazon、Burlington,以及南美、澳洲、中东、日韩等经销商。除少量官网销售外,不直接对消费者销售。

销售模式分为直接出口方式及美国国内销售:

(1)直接出口方式:由生产企业东莞金旺儿童用品有限公司在出货口岸将交付给客户的承运商,完成控制权的转移。主要客户有WalmartUS、Amazon、Target Corporation、Burlington和北美以外的国际线经销商。

(2)美国国内销售:由生产企业东莞金旺儿童用品有限公司直接出口给美国公司Baby Trend,存放在Baby Trend的美国当地仓库,并按照客户的订单在美国仓库交付给客户指定的承运商,完成控制权的转移。Walmart US、Amazon、部分Target Corporation订单和其他美国小客户均采取此方式销售。

2、主要客户的信用政策如下:

按照客户合作情况分别给予30天\60天\90天\120天账期,主要客户平均在60天账期。

3、线上、线下销售占比已及对应的毛利率情况如下:

销售渠道	销售占比	毛利率
线下	58.83%	41.44%
线上	41.17%	39.57%

问题:(2)请补充披露公司2019年度境外销售的主要产品、国家、销售渠道、信用政策、主要客户并说明境内外销售毛利率差异的原因、截至回函日境外销售是否存在销售退回的情况。

公司回复:

1、公司2019年度境外销售的主要产品、国家、销售渠道、信用政策如下表:

品类	主要产品	销售国家	销售渠道	信用政策
婴童用品	婴儿推车	美国、加拿大、日本、澳大利亚、墨西哥、沙特阿拉伯	批发销售给各大零售商(北美地区)和经销商(除北美以外的地区)	30-120天收款期
	汽车安全座椅			
	汽椅组合			
	婴儿睡床			
	学步车			
	婴儿餐椅			
	超级飞侠	美国、加拿大、法国、英国、巴西、德国等	批发销售给各大零售商、亚马逊电商平台、FOB销售	国外当地销售30-90天收款期
	陀螺			
	直升飞机			FOB:预收一定比例定金,余款按提单副本支付,电汇TT 30天/60天/90天,信用证60天/90天等方式。
玩具产品	爆裂飞车			
	海绵宝宝			

2、境外主要客户为零售商及电商平台:Walmart US、Amazon、Target Corporation等。

3、境内外销售毛利率差异的原因如下:

单位:人民币万元

地区	项目	营业收入	营业成本	毛利率	收入占比
境外(含香港)	婴童用品	83,815.91	50,212.11	40.09%	30.74%
	玩具销售	34,927.40	24,979.97	28.48%	12.81%
	影视类	6,010.47	3,310.99	44.91%	2.20%
	境外小计	124,753.78	78,503.07	37.07%	45.75%
中国内陆	玩具销售	91,306.75	35,344.71	61.29%	33.48%
	影视类	33,052.60	11,034.01	66.62%	12.12%
	电视媒体	9,587.84	9,229.19	3.74%	3.52%
	游戏类	8,268.12	5,730.09	30.70%	3.03%
	信息服务类	2,714.57	2,581.60	4.90%	1.00%
	其他类	3,008.38	3,213.88	-6.83%	1.10%
	境内小计	147,938.26	67,133.48	54.62%	54.25%
合计	——	272,692.04	145,636.55	46.59%	100.00%

结合以上公司境内外主要销售业务情况表来看,公司境外销售主要是以Baby Trend婴童用品销售业务为主。在美国等海外国家,婴童用品包括宝宝餐椅、儿童推车、汽车安全座椅等对于海外消费者来说是必选消费品,消费需求较高。Baby Trend品牌在北美婴童用品市场以高性价比占领较高市场份额,产品毛利率约为40.09%。

公司国产原创动漫IP在国内具有较高的知名度和影响力,由此给国内玩具带来的溢价能力较国外高,综合国外运输成本比国内高等因素,使得公司国内玩具毛利率水平相应比国外玩具高。

4、截至回函日境外销售不存在销售退回的情况。

问题:2、报告期末,你公司商誉账面价值占你公司期末净资产比例为51.62%。本年度你公司未计提商誉减值准备。请补充披露商誉所在资产组或资产组组合的相关信息,以及商誉减值测试的过程与方法,包括但不限于可收回金额的确定方法、重要假设及其合理理由、关键参数(如预计未来现金流量现值时的预测期增长率、稳定期增长率、利润率、折现率、预测期等)及其确定依据等信息,不计提减值准备的原因及合理性。请年审会计师核查并发表意见。

公司回复:

一、本年年末商誉及商誉减值情况

单位:人民币万元

被投资单位名称或形成商誉的事项		商誉原值	商誉减值准备		期末商誉账面价值
资产组	单位名称		年初已计提	本年计提	
喜羊羊资产组	广东原创动力文化传播有限公司	357.54	-	-	357.54
	资讯港管理有限公司	51,668.14	-	-	51,668.14
婴童用品产业化资产组	Baby Trend Inc.	50,186.15	-	-	50,186.15
	东莞金旺儿童用品有限公司	17,797.17	-	-	17,797.17
爱乐游游戏研发及运营资产组	北京爱乐游信息技术有限公司	34,988.35	20,673.38	-	14,314.97
有妖气资产组	北京四月星空网络技术有限公司	82,842.80	38,002.07	-	44,840.73
贝肯熊资产组	深圳市奥飞贝肯文化有限公司	2,204.15	-	-	2,204.15
震雷文化动画制作资产组	上海震雷文化传播有限公司	546.97	-	-	546.97
卓游游戏研发及运营资产组	广州卓游信息科技有限公司	5,994.09	3,918.38	-	2,075.71
Funny Flux动画制作资产组	FunnyFluxCO.,Ltd	24,078.37	-	-	24,078.37
合计	——	270,663.74	62,593.83	-	208,069.91

二、商誉所在资产组或资产组组合的相关信息

(1)喜羊羊资产组

喜羊羊资产组纳入与商誉相关的资产组的长期资产账面值为 531.27 万元,与资产组相关商誉账面价值为52,025.68万元,含商誉资产组的资产账面价值为52,556.95万元。具体长期资产类型有固定资产、无形资产、长期待摊费用等。

(2)婴童用品产业化资产组

婴童用品产业化资产组纳入与商誉相关的资产组的长期资产账面值为8,860.14 万元,与资产组相关商誉账面价值为67,983.32万元,含商誉资产组的资产账面价值为76,843.46万元。具体长期资产类型固定资产、在建工程、无形资产、长期待摊费用等。

(3)爱乐游游戏研发及运营资产组

爱乐游游戏研发及运营资产组纳入与商誉相关的资产组的长期资产账面值为358.44万元,与资产组相关商誉账面价值为 14,314.97 万元,含商誉资产组的资产账面价值为 14,673.41 万元。具体长期资产类型有固定资产、无形资产、长期待摊费用等。

(4)有妖气资产组

有妖气资产组纳入与商誉相关的资产组的长期资产账面值为5,035.49万元,与资产组相关商誉账面价值为44,840.73万元,含商誉资产组的资产账面价值为49,876.22万元。具体长期资产类型有固定资产、无形资产、长期待摊费用等。

(5)贝肯熊资产组

贝肯熊资产组纳入与商誉相关的资产组的长期资产账面值为3,431.98万元,与资产组相关商誉账面价值为2,204.15万元,含商誉资产组的资产账面价值为5,636.13万元。具体长期资产类型有固定资产、无形资产等。

(6)震雷文化动画制作资产组

震雷文化动画制作资产组纳入与商誉相关的资产组的长期资产账面值为9.35万元,与资产组相关商誉账面价值为546.97万元,含商誉资产组的资产账面价值为556.32万元。具体长期资产类型有固定资产等。

(7)卓游游戏研发及运营资产组

卓游游戏研发及运营资产组纳入与商誉相关的资产组的长期资产账面值为24.03万元,与资产组相关商誉账面价值为4,070.02万元,其中归属于母公司商誉账面价值为2,075.71万元,持股比例为51%。含商誉资产组的资产账面价值为4,094.05万元。具体长期资产类型有固定资产等。

(8)Funny Flux动画制作资产组

Funny Flux动画制作资产组纳入与商誉相关的资产组的长期资产账面值为2,156.06万元,与资产组相关商誉价值为40,117.24万元,其中归属于母公司商誉账面价值为24,078.37 万元,持股比例为60.02%。含商誉资产组的资产账面价值为42,273.30万元。具体长期资产类型有固定资产、无形资产等。

三、商誉减值测试的过程与方法,包括但不限于可收回金额的确定方法、重要假设及其合理理由、关键参数(如预计未来现金流量现值时的预测期增长率、稳定期增长率、利润率、折现率、预测期等)及其确定依据等信息

(一)资产组可收回金额的确定方法

可收回金额根据资产的公允价值减去处置费用后的净额与资产预计未来现金流量的现值两者之间的较高者确定。公允价值是指市场参与者在计量日发生的有序交易中,出售一项资产所能收到或者转移一项负债所需支付的价格;处置费用包括与资产处置有关的法律费用、相关税费、搬运费以及为使资产达到可销售状态所发生的直接费用等。资产预计未来现金流量的现值是指按照资产在持续使用过程中和最终处置时所产生的预计未来现金流量,选择恰当的折现率对其进行折现后的金额确定的价值。

本次商誉减值测试中,各资产组可收回金额根据资产组预计未来现金流量的现值确定,其中,喜羊羊资产组、爱乐游游戏研发及运营资产组、有妖气资产组、贝肯熊资产组,均由第三方评估机构出具相关评估报告。

(二)重要假设

(1)基本假设

①交易假设,即假定所有待测试资产已经处在交易的过程中,根据待评估资产的交易条件等模拟市场进行估价。

②公开市场假设,公开市场假设是指资产可以在充分竞争的市场上自由买卖,其价格高低取决于一定市场的供给状况下独立的买卖双方对资产的价值判断。所谓公开市场,是指一个有众多买者和卖者的充分竞争性的市场。在这个市场上,买者和卖者的地位是平等的。资产交易双方都有获取足够市场信息的机会和时间,买卖双方的交易行为都是自愿的、理智的,而非在强制或受限制的条件下进行。买卖双方都能对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。

③持续经营假设,即假设被评估单位以现有资产、资源条件为基础,在可预见的将来不会因为各种原因而停止营业,而是合法地持续不断地经营下去。

④持续使用假设,该假设首先设定被测试资产正处于使用状态,包括正在使用中的资产和备用的资产;其次根据有关数据和信息,推断这些处于使用状态的资产还将继续使用下去。持续使用假设既说明了被评估资产所面临的市场条件或市场环境,同时又着重说明了资产的存续状态。

(2)一般假设

①除非另有说明假设被测试对象完全遵守所有有关的法律和法规;

②假设被测试对象的历年财务资料所采取的会计政策和所采用的会计政策在重要方面基本一致;

③假设国家的各项税收政策在公司未来的经营过程中保持相对稳定;

④假设国家对评估对象所在行业的政策环境不会发生剧烈变动;

⑤假设各预测期的现金流在每个预测期间的末期产生。

(3)特殊假设

①假设被测试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;

②假设被测试对象将保持持续性经营,并在经营范围、经营规模、方式上与现时方向保持一致,不进行产业或业务上的重大调整并由此追加投资;

③企业在未来的经营期内,其营业和管理等各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化,仍将保持其近几年的变化趋势,并随营业规模的变化而同步变动;

④假设被测试对象在现有可控资源状态和现有资源条件情况下经营;

⑤假设不出现由重大经济行为干扰导致的经营上的重大影响;

⑥假设无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素造成的对企业的重大影响;

⑦本次测算的各项参数取值不考虑通货膨胀因素的影响;

⑧被测试对象未来经营者遵守国家相关法律和法规,不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项;

(三)关键参数(如预计未来现金流量现值时的预测期增长率、稳定期增长率、利润率、折现率、预测期等)确定依据等信息

1、关键参数

资产组名称	预测期增长率					稳定期增长率	利润率	折现率
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年			
喜羊羊资产组	134.57%	18.72%	72.19%	114.34%	-34.51%	0.00%	37.96%	13.10%
婴童用品产业化资产组	-5.76%	20.66%	15%	10%	-8%	0.00%	14.83%	13.33%
爱乐游游戏研发及运营资产组	11.81%	20.14%	13.17%	6.22%	14.15%	0.00%	27.20%	13.34%
有妖气资产组	-37.14%	213.29%	73.30%	20.26%	10.13%	0.00%	26.91%	13.17%
贝肯熊资产组	66.52%	79.79%	4.95%	-0.19%	-5.62%	0.00%	27.66%	13.09%
震雷动画制作资产组	-21.67%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	0.00%	7.45%	13.09%
卓游游戏研发及运营资产组	20.08%	95.94%	-12.63%	9.55%	7.36%	0.00%	8.30%	13.47%
FunnyFlux动画制作资产组	20.70%	15.77%	16.04%	16.31%	16.58%	0.00%	13.75%	7.44%

公司采用收益法对资产组未来净经营现金流量作出预测,公司结合并购以来对并购项目资产组相关业务的整合情况,按照当下宏观经济的景气程度和相关资产组所处行业的发展趋势,根据历史经验及对市场和资产组发展的预测确定相关关键参数,对并购项目资产组预测期(通常为5年)的经营现金流量作出预计。主要如下:

2、关键参数确定的依据

(1)喜羊羊资产组关键参数确定的依据:

1)收益模型的选取

本次采用收益法对喜羊羊资产组进行评估,即以未来若干年度内的资产组息税前自由现金流量作为依据,采用适当折现率折现后加总计算得出与商誉相关资产组的可回收价值。

2)收益年限的确定

本次预测期为2020年1月1日到2024年12月31日。

根据评估单位收益年限所从事的经营业务的特点及公司未来发展潜力、前景的判断,考虑被评估单位具有较强的市场运营能力和技术研发能力,具有一定的市场竞争能力及持续经营能力,本次评估收益期按永续确定,即2020年1月1日至永续。

3)自由现金流量预测

资产组自由现金流量是在扣除经营费用和为保持预定现金流量增长所需的全部资本性支出后的现金流量。

资产组自由现金流量=(预测期内每年)自由现金流量

=息税前利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金追加额

① 息税前利润的预测

被评估单位的主营业务收入主要为原创制作及发行、授权业务、电影业务、制作收入等。

喜羊羊是集动漫内容开发制作、影视媒体传播于一体的创新型业务。至今为止创作的电视动画时长超过37,000分钟,出品过7部电影,至今获得的奖项超过266个。推出的新片广受好评,首播及多轮重播收视率均稳居收视榜全天冠军。微博最高热搜达到第2名,全社交媒体粉丝超过800万。

发行收入是原创通过销售剧集给新媒体、电视媒体、IPTV获得收入。触达渠道包括5个卡通卫视,15个省级少儿频道,56个市级少儿频道及地面频道,9个新媒体平台,8个IPTV,7个自媒体,1个音频媒体及海外相关媒体平台。每年可出售的资源包含多部2D、3D新片及片库资源。可以根据每年的市场情况,和手中的资源灵活的选择销售策略,以独家、非独家方式授权给优酷、爱奇艺、腾讯、芒果、B站等多家主流新媒体平台。

针对K12及学龄前观众,除了以往的2D羊羊系列,将推出全新的3D羊羊系列,3D形象将更有利于衍生品的开发及国外市场的打开。针对已经成年的观众,将重新设计羊羊形象,推出更符合青年人审美的国潮系列及玩具产品。

商品化授权收入,喜羊羊系列IP在食品饮料,日化,服装配饰方面均有显著增长。2020年开始,结合喜羊羊IP产生十五周年之际,集团积极布局喜羊羊“破圈”创新,依据“国漫之潮”主题重新包装为潮流风向的形象符号,突破固有印象的造型,让公众认可IP走向时尚。

喜羊羊系列电影,将迎来新的机会,计划寻找顶尖团队打造全新系列电影。届时,喜羊羊品牌知名度将依托高质量电影和首批观众成长的契机,巩固国内原创IP领头羊地位,由此预期授权收入迎来新的增长。

本次按照历史收入状况和目前的市场发展状况及趋势预测未来经营期的收入。

被评估单位的营业成本主要包括3D、2D动画片剧集的成本、电影制作成本等。以历史数据为基础考虑一定比例的增长。

被评估单位税金及附加包括城建、教育费、地方教育费附加、印花税等。根据企业未来预计缴纳的增值税为基础对主营业务税金及附加进行测算。

被评估单位的销售费用主要包括工资、办公费、市场费用和其他费用等,本次按照未来市场发展趋势及根据企业管理层的预测对销售费用进行预测。

被评估单位的管理费用主要包括工资、办公费、场地租金和其他费用等,本次按照未来市场发展趋势及根据企业管理层的预测对管理费用进行预测。

被评估单位的其他收益主要是政府补贴,政府补助根据政府每年的发文进行申请。本次按照历史补贴收入及公司未来发展趋势进行预测。

②折旧及资本性支出的预测

资本性支出不仅是考虑固定资产的更新改造支出,还考虑了依赖企业自身的生产经营所能实现的资本性支出,是企业保持现有的经营规模和生产水平,获得永续收益的保障。对资本性支出预测,根据摊销加上折旧得到。

③营运资金的预测

营运资金是指随着企业经营活动的变化正常经营所需保持的现金、存货、获取他人的商业信用而占用的现金等,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。因此,估算营运资金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)、存货、应收款项和应付款项等主要因素。营运资金增加额为:

营运资金增加额=本期营运资金一期初营运资金

其中营运资金=最低现金保有量+存货十应收款项一应付款项

根据评估对象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。

4)折现率的确定

折现率,又称期望投资回报率,是基于资产预计未来现金流量的现值确定评估价值的重要参数。本次评估的折现率我们采用全部资本加权平均成本 (Weighted Average Cost of Capital或WACC),作为评估对象的全部资本的自由现金净流量的折现率。

加权平均资本成本(WACC)的估算公式如下:

WACC=E/(D+E)×Re+D/(D+E)×(1-t)×Rd

=1/(D/E+1)×Re+D/E/(D/E+1)×(1-t)×Rd

上式中:WACC:加权平均资本成本;

D:债务的市场价值;

E:股权市值;

Re:权益资本成本,其中:

Re=Rf+β×ERP+RC

Rf:无风险收益率;

β:企业风险系数;

ERP:市场超额收益率;

RC:企业特有风险超额收益率;

Rd:债务资本成本;

D/E:资本结构;

t:企业所得税率。

根据商誉减值评估的要求,需要采用税前折现率,因此税前折现率r=WACC/(1-所得税率)。

①估算无风险收益率

通常认为持有国债到期不能兑付的风险很小,可以忽略不计,故评估一般以国债持有期收益率作为无风险收益率。考虑到股权投资一般并非短期投资行为,在中国债券市场选择从评估基准日至“国债到期日”的发行期限为50年的国债作为估算国债到期收益率的样本,评估基准日符合上述样本选择标准的国债平均到期收益率为4.0943%,以此作为本次评估的无风险收益率。

②估算市场超额收益率ERP

2017年1月,Damodaran更新发布了市场风险溢价研究成果,结合该最新发布数据,测算出我国国内的股权市场风险溢价,现对各项参数取值说明如下:

ⅰ、成熟市场股权风险溢价

选定美国市场做为成熟市场,美国不同时期股票风险溢价如下表所示:

一定时期内美国股票市场的风险溢价

时期	基于短期国库券的股票风险溢价	基于长期国债的股票风险溢价
1928-2016	7.96%	6.24%
1967-2016	6.57%	4.37%
2007-2016	7.90%	3.62%

注:上表中的数据为算术平均方法计算结果。

ⅱ、国家债券违约利差

穆迪评级机构对我国的债务评级为Aa3,相对应的违约利差为70个基点,即0.70%。

ⅲ、股票市场相对于债券市场的波动率

σ股票/σ国债为股票市场相对于债券市场的波动率,Damodaran在本次计算中使用1.23倍的比率代表新兴市场的波动率。

ⅳ、市场风险溢价

基于历史的股票风险溢价,选取美国长期国债的1928年至2016年的股票风险溢价6.24%为成熟市场股权风险溢价。

市场风险溢价=6.24%+0.70%×1.23=7.10%。

③估算Beta系数

本次测试中,由于被测试企业是非上市公司,无法直接取得其贝塔值,是通过对国内上市公司的分析来间接获得被测试企业适用的贝塔系数。为此我们采用的方法是在上市公司中寻找一些在主营业务范围、经营业绩和资产规模等均与被测试企业相当或相近的上市公司作为对比公司Beta值计算确定,具体确定过程如下:

首先根据公布的类似上市公司Beta计算出WIND CICS耐用消费品与服装的无财务杠杆的Beta(βu),然后根据行业资本结构D/E,结合企业负担的所得税税率计算出企业的含财务杠杆的Beta(βL)。

计算公式如下:

βL=(1+(1-T)×D/E)×βu

公式中:

βL:有财务杠杆的Beta;

D/E:行业资本结构;

βu:无财务杠杆的Beta;

T:所得税率;

根据商誉减值测试的要求,需要采用税前折现率,因此税前折现率r=WACC/(1-所得税率)。

①估算无风险收益率

通常认为持有国债到期不能兑付的风险很小,可以忽略不计,故测试一般以国债持有期收益率作为无风险收益率。考虑到股权投资一般并非短期投资行为,在中国债券市场选择从测试基准日至“国债到期日”的发行期限为50年的国债作为估算国债到期收益率的样本,测试基准日符合上述样本选择标准的国债平均到期收益率为4.0943%,以及测试基准日符合选样标准的美国国债平均到期收益率为2.86%,按照国内外营业利润占比情况计算出来无风险利润率为3.5653%,以此作为本次测试的无风险收益率。

②估算市场超额收益率ERP

2017年1月,Damodaran更新发布了市场风险溢价研究成果,结合该最新发布数据,测算出我国国内的股权市场风险溢价,现对各项参数取值说明如下:

ⅰ、成熟市场股权风险溢价

选定美国市场做为成熟市场,美国不同时期股票风险溢价如下表所示:

一定时期内美国股票市场的风险溢价

时期	基于短期国库券的股票风险溢价	基于长期国债的股票风险溢价
1928-2016	7.96%	6.24%
1967-2016	6.57%	4.37%
2007-2016	7.90%	3.62%

注:上表中的数据为算术平均方法计算结果。

ⅱ、国家债券违约利差

穆迪评级机构对我国的债务评级为Aa3,相对应的违约利差为70个基点,即0.70%。

ⅲ、股票市场相对于债券市场的波动率

σ股票/σ国债为股票市场相对于债券市场的波动率,Damodaran在本次计算中使用1.23倍的比率代表新兴市场的波动率。

ⅳ、市场风险溢价

基于历史的股票风险溢价,选取美国长期国债的1928年至2016年的股票风险溢价6.24%为成熟市场股权风险溢价。

市场风险溢价=6.24%+0.70%×1.23=7.10%。

③估算Beta系数

本次评估中,由于被评估单位是非上市公司,无法直接取得其贝塔值,评估人员是通过对国内上市公司的分析来间接获得被评估单位适用的贝塔系数。为此我们采用的方法是在上市公司中寻找一些在主营业务范围、经营业绩和资产规模等均与被评估单位相当或相近的上市公司作为对比公司Beta值计算确定,具体确定过程如下:

首先根据公布的类似上市公司Beta计算出CSRC广播、电视、电影和影视录音制作业的无财务杠杆的Beta(βu),然后根据行业资本结构D/E,结合企业负担的所得税税率计算出企业的含财务杠杆的Beta(βL)。

计算公式如下:

βL=(1+(1-T)×D/E)×βu

公式中:

βL:有财务杠杆的Beta;

D/E:行业资本结构;

βu:无财务杠杆的Beta;

T:所得税率;

其中行业的D/E按以下公式计算:

D=长、短期借款市场价值

E=净资市场价值

选取同行业25家上市公司作为对比数据,计算的时间范围取测试基准日前36个月,收益率计算方式取普通收益率,且剔除财务杆杠影响,得到CSRC广播、电视、电影和影视录音制作业的Beta系数的平均值为0.9022。

截至评估基准日,采用行业资本结构 D/E为18.41%,则,被评估单位的贝塔系数β=(1+(1-T)×D/E)×βu=1.0434 。

④估算被评估单位特有风险收益率Rc

对于特有风险收益率,通常是结合对评估对象和行业平均的财务数据分析、行业分析等从以下方面考虑,经综合分析本次被评估单位与行业平均数据各方面差异,最后估算被评估单位的其他特有风险为1.00%。

⑤估算被评估单位的权益资本成本(股权收益率)

股权收益率=无风险率收益+市场超额收益率ERP×被评估单位风险系数Beta+特有风险超额收益率(Rc)

=4.0943%+7.10%×1.0434 + 1.00%=12.50%

⑥债权收益率的估算

债权收益率的估算目前一般套用银行贷款利率,从债权人的角度看,收益的高低与风险的大小成正比,故理想的债权收益组合应是收益高低与风险大小的平衡点,即收益率的平均值,亦即银行贷款利率的平均值。经测算,评估基准日一年期银行贷款利率为4.35%。

⑦所得税率

本次评估采用所得税税率15%计算。

⑧加权平均资本成本(WACC)的估算公式如下:

由于加权平均资本成本(WACC)是代表税后现金流收益口径的折现率,而本次评估的资产组自由现金流量是税前的,为保持口径的一致性,按被评估单位目前执行的所得税率15%将其调整为税前的折现率。

WACC=[E/(D+E)×Re+ Rd×D/(D+E)×(1-t)] ÷(1-t)

=[84.45%×12.50%+4.35%×15.55%×(1-15%)]÷(1-15%)

=13.10%

根据上述计算得到被评估企业总加权平均资本成本为13.10%, 故我们以13.10%作为被评估单位的折现率。

5)收益法测算结果

根据前文对预期收益的预测与折现率的估计分析,评估人员将各种预测数据与估测数据代入本评估项目使用的资产预计未来现金流量的现值模型,计算得出以下结果:

喜羊羊与商誉相关的资产组的可回收价值为53,473.93 万元。

(2)婴童用品产业化资产组关键参数确定的依据:

1)收益模型的选取

本次采用收益法对婴童用品产业化资产组进行测试,即以未来若干年度内的资产组息税前自由现金流量作为依据,采用适当折现率折现后加总计算得出与商誉相关资产组的可回收价值。

2)收益年限的确定

本次预测期为2020年1月1日到2024年12月31日。

根据测试单位所从事的经营业务的特点及公司未来发展潜力、前景的判断,考虑被测试单位具有较强的市场运营能力和技术研发能力,具有一定的市场竞争能力及持续经营能力,本次测试收益期按永续确定,即2020年1月1日至永续。

3)自由现金流量预测

资产组自由现金流量是在扣除经营费用和为保持预定现金流量增长所需的全部资本性支出后的现金流量。

资产组自由现金流量=(预测期内每年)自由现金流量

=息税前利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金追加额

①息税前利润的预测

Baby Trend在1988年成立于美国加州安大略市,是一家开发和销售婴儿出行用品,包括婴儿推车、汽车安全座椅、婴儿睡床和餐椅的公司。销售地区集中在北美,主要客户包括美国和加拿大各大零售商,如Walmart US、Target、Amazon、Burlington。由于美国市场相当成熟,该行业由于安全性要求高的因素,准入门槛相对较高,行业中各竞争对手的销售份额相对稳定。

2019年Baby Trend通过开发亚马逊线上等新渠道实现了销售增长,回到美国Toys R Us破产前的销售高峰水平。并经过2019年的研发投入,共有十多个新产品会在2020年推出,包括全新的Tango系列,新产品Wagon,对Amazon的定制睡床,以及新品类婴儿木头床和睡篮等,且已被各大零售商选中。

往后三年,公司将持续加大新品类的开发及国际线的销售拓展,丰富及优化公司产品品类,打造多元化产品结构。此前公司生产的产品主要销往北美地区,在国内市场需求不断增长的背景下,公司未来会将国际市场作为重要战略市场之一,大力发展国际销售业务。聚焦“纵向精细化、横向拓展化”两大方向,在聚焦原有细分产品做深做精的同时,依托单一品类领域建立的品牌优势逐步向其它婴童品类拓展。

本次按照历史收入状况和目前的市场发展状况及趋势预测未来经营期的收入。

营业成本主要包括婴童用品采购、制造成本等,本次按照历史成本状况和目前的市场发展状况及趋势预测未来经营期的成本费用。

税金及附加为城建税、教育费附加和地方教育费附加税,根据企业未来预计缴纳的增值税为基础对主营业务税金及附加进行测算。

销售费用主要包括工资、广告、推广费、邮递费、运输仓储费、佣金等,本次按照未来市场发展趋势对销售费用进行预测。

被测试单位的管理费用主要包括工资、社保费、福利费、场地租金、物业水电费、咨询费、折旧摊销费等,本次按照未来市场发展趋势对管理费用进行预测。

②折旧及资本性支出的预测

资本性支出不仅是考虑固定资产的更新改造支出,还考虑了依赖企业自身的生产经营所能实现的资本性支出,是企业保持现有的经营规模和生产水平,获得永续收益的保障。对资本性支出预测,根据摊销加上折旧得到。

③营运资金的预测

营运资金是指随着企业经营活动的变化正常经营所需保持的现金、存货、获取他人的商业信用而占用的现金等,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。因此,估算营运资金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)、存货、应收款项和应付款项等主要因素。营运资金增加额为:

营运资金增加额=本期营运资金一期初营运资金

其中营运资金=最低现金保有量+存货十应收款项一应付款项

根据测试对象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。

4)折现率的确定

折现率,又称期望投资回报率,是基于资产预计未来现金流量的现值确定测试价值的重要参数。本次测试的折现率我们采用全部资本加权平均成本 (Weighted Average Cost of Capital或WACC),作为测试对象的全部资本的自由现金净流量的折现率。

加权平均资本成本(WACC)的估算公式如下:

WACC=E/(D+E)×Re+D/(D+E)×(1-t)×Rd

=1/(D/E+1)×Re+D/E/(D/E+1)×(1-t)×Rd

上式中:WACC:加权平均资本成本;

D:债务的市场价值;

E:股权市值;

Re:权益资本成本,其中:

Re=Rf+β×ERP+RC

Rf:无风险收益率;

β:企业风险系数;

ERP:市场超额收益率;

RC:企业特有风险超额收益率;

Rd:债务资本成本;

D/E:资本结构;

t:企业所得税率。

根据商誉减值测试的要求,需要采用税前折现率,因此税前折现率r=WACC/(1-所得税率)。

①估算无风险收益率

通常认为持有国债到期不能兑付的风险很小,可以忽略不计,故测试一般以国债持有期收益率作为无风险收益率。考虑到股权投资一般并非短期投资行为,在中国债券市场选择从测试基准日至“国债到期日”的发行期限为50年的国债作为估算国债到期收益率的样本,测试基准日符合上述样本选择标准的国债平均到期收益率为4.0943%,以及测试基准日符合选样标准的美国国债平均到期收益率为2.86%,按照国内外营业利润占比情况计算出来无风险利润率为3.5653%,以此作为本次测试的无风险收益率。

②估算市场超额收益率ERP

2017年1月,Damodaran更新发布了市场风险溢价研究成果,结合该最新发布数据,测算出我国国内的股权市场风险溢价,现对各项参数取值说明如下:

ⅰ、成熟市场股权风险溢价

选定美国市场做为成熟市场,美国不同时期股票风险溢价如下表所示:

一定时期内美国股票市场的风险溢价

时期	基于短期国库券的股票风险溢价	基于长期国债的股票风险溢价
1928-2016	7.96%	6.24%
1967-2016	6.57%	4.37%
2007-2016	7.90%	3.62%

注:上表中的数据为算术平均方法计算结果。

ⅱ、国家债券违约利差

穆迪评级机构对我国的债务评级为Aa3,相对应的违约利差为70个基点,即0.70%。

ⅲ、股票市场相对于债券市场的波动率

σ股票/σ国债为股票市场相对于债券市场的波动率,Damodaran在本次计算中使用1.23倍的比率代表新兴市场的波动率。

ⅳ、市场风险溢价

基于历史的股票风险溢价,选取美国长期国债的1928年至2016年的股票风险溢价6.24%为成熟市场股权风险溢价。

市场风险溢价=6.24%+0.70%×1.23=7.10%。

③估算Beta系数

本次评估中,由于被评估单位是非上市公司,无法直接取得其贝塔值,评估人员是通过对国内上市公司的分析来间接获得被评估单位适用的贝塔系数。为此我们采用的方法是在上市公司中寻找一些在主营业务范围、经营业绩和资产规模等均与被评估单位相当或相近的上市公司作为对比公司Beta值计算确定,具体确定过程如下:

首先根据公布的类似上市公司Beta计算出WIND互联网软件与服务Ⅲ的无财务杠杆的Beta(βu),然后根据类似上市公司经营中有息负债情况,合理确定企业的目标资本结构D/E,结合企业负担的所得税税率计算出企业的含财务杠杆的Beta(βL)。

计算公式如下:

βL=(1+(1-T)×D/E)×βu

公式中:

βL:有财务杠杆的Beta;

D/E:企业资本结构;

βu:无财务杠杆的Beta;

T:所得税率;

其中企业的D/E按以下公式计算:

D=长、短期借款市场价值

E=净资产市场价值

选取同行业9家上市公司作为对比数据,计算的时间范围取评估基准日前24个月,收益率计算方式取普通收益率,且剔除财务杆杠影响,得到网络游戏行业的Beta系数的平均值为0.7657。评估人员查询网络游戏行业上市公司的资本结构,得到平均资本结构 D/E 为0.1976,则,βL=(1+(1-T)×D/E)×βu

βL=(1+(1-25%)×19.76%)×0.7657

βL= 0.8792

得到被评估单位的贝塔系值βL为0.8792 。

④估算被评估单位特有风险收益率Rc

对于特有风险收益率,资产评估师通常是结合对评估对象和行业平均的财务数据分析、行业分析等从以下方面考虑,经综合分析本次被评估单位与行业平均数据各方面差异,最后估算被评估单位的其他特有风险为1.00%

⑤估算被评估单位的权益资本成本(股权收益率)

股权收益率=无风险率收益+市场风险溢价MRP×被评估单位风险系数Beta+特有风险超额收益率(Rc)

=4.0943%+7.10%×0.8792 + 1.00%=11.34%

⑥债权收益率的估算

债权收益率的估算目前一般套用银行贷款利率,从债权人的角度看,收益