

中水致远资产评估有限公司
对《关于对贵人鸟股份有限公司 2018 年年度报告的
事后审核问询函》中对名鞋库计提商誉减值准备
相关问题的答复

上海证券交易所上市公司监管一部：

2019 年 5 月 17 日，贵所下发的《关于对贵人鸟股份有限公司 2018 年年度报告的事后审核问询函》（上证公函【2019】0705 号），对贵人鸟股份有限公司在 2018 年年报中对名鞋库计提商誉减值准备事项，提出了问询意见。中水致远资产评估有限公司作为对此进行商誉减值测试的资产评估机构，对问询意见进行了审慎核查，现对问询意见回复如下：

问题：

年报披露，公司商誉期初余额 5.74 亿元，报告期内新增对名鞋库计提商誉减值准备 9320.32 万元，因处置杰之行减少商誉 2.34 亿元，因对 BOY 的投资由成本法转为权益法核算而减少商誉 2690.02 万元。请公司补充披露：（1）自收购子公司产生商誉以来报告期各期末商誉减值测试的方法，商誉减值测试具体步骤和详细计算过程，具体指标选取情况、选取依据及合理性；（2）结合收购子公司以来报告期各期商誉减值测试的具体情况、商誉减值计提情况及盈利预测实现情况，明确说明商誉确认是否审慎、前期未计提减值的原因及合理性、是否涉及前期会计处理的更正；（3）分项列示名鞋库涉及的商誉减值迹象，并说明前期相关商誉减值迹象是否存在；（4）请公司补充披露对 BOY 的投资由成本法转为权益法核算的会计处理依据、商誉减少的会计处理过程及依据。请评估机构及年审会计师发表意见。

评估师答复：

（1）自收购子公司产生商誉以来报告期各期末商誉减值测试的方法，商誉减值测试具体步骤和详细计算过程，具体指标选取情况、选取依据及合理性；

减值测试方法遵循《企业会计准则第8号——资产减值》第三章第六条和第七条规定，“可收回金额应当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较高者确定。”、“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，只要有一项超过了资产的账面价值，就表明资产没有发生减值，不需再估计另一项金额。”的基本要求，以下对2017年和2018年期末商誉减值测试的具体步骤和详细计算过程分别进行说明。

子公司名鞋库 2017 年度期末商誉减值测试，估值方法为现金流量折现法。
估值依据和结果合理，具体说明如下：

一、收益法具体形式

采用现金流量折现法，要求估值的企业价值内涵与应用的收益类型，收益期以及折现率的口径一致。具体方法应用如下：

（一）关于收益口径

本次采用合并口径测算，主要原因如下：

（1）纳入本次评估范围内的子公司全部为全资子公司，无少数股权。（2）下属的子公司的业务为母公司提供服务。（3）母公司及子公司的业务内容相同，均为提供商务服务或销售商品。

本次估值采用息税前企业自由现金流量口径的收益类型。

该现金流量口径应符合《企业会计准则第8号——资产减值》第三章资产可收回金额的计量的有关规定。

预计的目标公司未来现金流量：

- （1）以资产的当前状况持续经营使用为基础；
- （2）不包括与将来可能会发生的、尚未作出承诺的重组事项或者与资产改良有关的预计未来现金流量；
- （3）不包括筹资活动产生的现金流入和流出；
- （4）不包括与所得税收付有关的现金流量；
- （5）2018 年度目标公司的经营预测以经委托人批准的目标公司 2018 年度财务预算为基础，进行核实分析后沟通确认；
- （6）2019 年度及以后的目标公司的经营预测以目标公司填报的收益法评估

申报表为基础，进行核实分析后沟通确认；

(7) 折现率按照与所预测的未来现金流量口径相对应的折现率原则，由估值人员采用国内市场参数合理测算。

(二) 关于收益期

本次估值根据企业的长期经营目标，按企业永续经营为假设前提，采用永续年期作为收益期。其中，第一阶段为 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，共计 5 年，在此阶段根据企业的经营情况，收益状况处于变化中；第二阶段为 2023 年 1 月 1 日至永续经营，在此阶段按企业保持稳定的收益水平考虑。

由目标公司填报的对未来收益期的现金流量的预测详细过程和结果见《预计未来现金流量估算表》。估值人员对企业提供的预计未来现金流量实施了必要的核实，核实现金流量口径、预测数据是否符合相关会计准则要求、是否符合企业实际等合理性核实和分析程序，并与企业沟通后确认。

(三) 关于折现率

与本次现金流量口径相匹配的折现率为不考虑息税影响的加权平均资本成本。企业的资金来源有若干种，如股东投资、债券、银行贷款、融资租赁和留存收益等。债权人和股东将资金投入某一特定企业，都期望其投资的机会成本得到补偿。加权平均资本成本是指以某种筹资方式所筹措的资本占资本总额的比重为权重，对各种筹资方式获得的个别资本成本进行加权平均所得到的资本成本。计算公式为：

$$WACC = \left(\frac{1}{1 + D/E} \right) \times Re + \left(\frac{1}{1 + E/D} \right) \times (1 - T) \times Rd$$

其中：E：为股东权益价值；

D：为债务资本价值；

Re：为股东权益资本成本；

Rd：为债务资本成本。

其中股东权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算确定：

$$R_e = R_f + \beta_e (R_m - R_f) + \alpha$$

其中：Rf——无风险报酬率；

β_e ——企业的风险系数；

R_m——市场期望收益率；

α——企业特定风险调整系数。

折现率税前=WACC 税后/（1-所得税率）

（四）收益法估值的计算公式

本次采用的收益法的计算公式为：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{A_i}{(1+R)^i} + \frac{V'}{R(1+R)^n} + OE - B - M$$

式中：

P——归属于母公司的预计未来现金流量的现值；

A_i——企业近期处于收益变动期的第i年的不考虑息税的企业自由现金流量；

V'——企业收益稳定期的持续而稳定的不考虑息税的年企业自由现金流量；

R——折现率；

n——企业收益变动期预测年限；

OE——企业估值基准日非经营性、溢余资产与负债总和的现值；

B——企业估值基准日付息债务的现值；

M——少数股东权益现值，本项目 M 取值为零。

二、收益法估值预测及估算过程

（一）营业收入及营业成本的预测

1、主营业务收入与主营业务成本预测

（1）主营业务收入预测

名鞋库主要业务类型及盈利模式为鞋服类网络销售收入，具体可分为在线销售收入（自营销售）和代理运营销售。

公司初创阶段为了培养客户使用习惯、提升客户使用体验，同时为了寻求稳定、优质的供应商，折扣力度较大。经过近几年的努力，已拥有了数量可观的活跃用户，并优化了供应渠道，完成了收入结构的调整。增加品牌商代理数量、代理运营品牌商家数量，从而适应更多不同的消费群体。

本次估值根据目标公司的经营方案结合，将目标公司未来营业收入分为直营和代运营两大块进行预测。其中：自营类，企业仍维持原经营模式，将自己采购

存货以供线上销售；代运营，企业通过对李宁品牌等的产品开展线上代运营销售，已经取得较为成熟的运营模式，通过对销售额抽取一定比例的销售佣金作为收入。

对于代运营业务，考虑 2018 年 3 月初与去年同期比较的增长比例，确定 2018 年的增长比例，以后年度的增长比例较 2018 年的增长比例逐年下降。

对于自运营业务，增长比例按照 2017 年的增长比例进行预测。

企业 2018 年度的经营预测以经委托人批准的目标公司 2018 年度财务预算为基础，对于 2019 年度及以后的经营预测，企业根据自身状况及市场分析进行了预测。

最终主营业务收入的预测具体见《预计未来净现金流量估算表》。

（2）主营业务成本预测

企业的主营业务成本为商品销售成本（均为采购成本）和人工成本。

名鞋库的各种业务，历史年度毛利率基本比较稳定，预测未来毛利率与历史毛利率相当。

最终主营业务成本的预测具体见《预计未来净现金流量估算表》。

2、其他业务收支预测

企业历史年度的其他业务收入为 2016 年所产生的材料出售收入，设备销售收入以及租赁收入，综合考虑之后，未来年度将不再进行考虑。

（二）税金及附加预测

公司自营业务及代运营业务均缴纳增值税，税率分别为 17%和 6%。

附加税包括城市维护建设税 7%、教育费附加 3%和地方教育费附加 2%及印花税等，预测时对城市维护建设税、教育费附加和地方教育附加以企业的税负水平进行测算，对其他税种按照企业估值基准日的资产状况进行测算。

本次估值根据以上标准估算未来营业税金及附加，预测结果见《预计未来净现金流量估算表》。

（三）企业期间费用预测

根据本项目特点，财务费用不纳入未来预测。

本次预测期间费用包括销售费用和管理费用。

1.销售费用包括配送成本、品检费用、品牌推广费用、平台推广费、平台佣金、电话费、折旧、摊销、职工薪酬、福利费、办公费、差旅费等，其中：折旧

和摊销按照现有折旧摊销政策并考虑相应的资本性支出进行预测；

职工薪酬根据人员工资福利发放标准预测，并考虑后续一定水平的增长；

平台费、佣金等其他费用结合企业实际情况考虑一定的涨幅进行预测。

随着收入规模的增大及费用的控制，预测期销售费用占收入的比例微有降低。
最终销售费用的预测结果见《预计未来净现金流量估算表》

2.管理费用包括折旧、摊销、职工薪酬、业务招待费、办公费、差旅费、保险费和安全生产费等，其中：

折旧和摊销按照现有折旧摊销政策并考虑相应的资本性支出进行预测；

职工薪酬根据管理人员工资福利发放标准预测，并考虑后续一定水平的增长；

差旅费、业务招待费、办公费等考虑与收入同比变动进行预测；

其他费用结合企业实际情况考虑一定的涨幅进行预测。

随着收入规模的增大及管理费用的严格控制，预测期管理费用占收入的比例微有降低。最终管理费用的预测结果见《预计未来净现金流量估算表》。

（四）营业外收支的预测

营业外收入主要为补贴收入，根据企业历史上补贴收入的情况，根据当地文件，未来仍会发生的补贴收入进行预测。

根据 2018 年确定可以收到的补贴—2016 年湖里区税收实现净增长总部企业奖励金，预测 2018 年可收到此专项补贴收入 972,700 元。

根据厦门湖府【2014】29 号《关于印发湖里区促进电子商务发展实施办法的通知》，第九条“对年财政总收入贡献达 5-30 万元的(不含 30 万元)，给予企业在本辖区注册地经营面积每月每平方米 5 元的补贴；达 30-100 万元的(不含 100 万元)，给予每月每平方米 10 元的补贴；达 100 万元及以上的，给予每月每平方米 20 元的补贴，单家企业每年不超过 100 万元。”按照企业的经营情况，预测年有 100 万元的补贴收入。

（五）息税前利润的预测

通过上述预测就可测算出未来各期的息税前利润，结果见《预计未来净现金流量估算表》。

（六）资本性支出的预测

资本性支出是指企业为维持经营，进行的固定资产购建或其他非流动资产

的支出。企业的固定资产主要为电子设备及待摊费用等。

资本性投资会使企业未来固定资产年折旧额、费用摊销额增加，但是已老旧的资产也会退出。最终使资本性支出与固定资产折旧、无形资产摊销达到一个相匹配的状态。2023 作为经营稳定的预测年度的第 1 年，其资本性支出就是综合考虑固定资产折旧、无形资产及其他资产摊销做出的总体上的匹配预测，而不再进行明细预测。

预测期固定资产、无形资产及其他摊销的资本性支出不含增值税进项税额。预测结果见《预计未来净现金流量估算表》。

（七）折旧摊销预测

企业的固定资产主要为机器设备、电子设备。本次估值，在按照公司的固定资产折旧政策，以基准日固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额的基础上，结合未来年度资本性投资导致企业未来固定资产年折旧金额的增加、原有的陈旧固定资产被淘汰导致企业未来固定资产年折旧金额的减少等情况，对企业未来年度固定资产折旧进行预测。

企业基准日账面摊销事项包括无形资产—软件、无形资产-域名、无形资产-商标和长期待摊费用。本次估值，按照企业的无形资产及费用摊销政策，结合未来年度资本性投资导致企业未来摊销金额的增加的情况，对企业未来年度的摊销进行预测。

综上所述，企业未来折旧摊销具体见《预计未来净现金流量估算表》。

（八）营运资金的预测

营运资金增加额系指企业在不改变当前营业生产条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金。包括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，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。

营运资金等于营业流动资产减去无息负债。营业流动资产包括公司经营所使用或需要的所有流动资产，包括正常经营所需保持的现金、应收款项及存货等。本次估值将营业流动资产减去无息负债，计算预测期营运资金。

预测企业运营资金时,考虑企业当前应收款项及存货等资产的实际周转情况,对运营资金进行预测。

本次营运资金测算考虑了企业最低货币资金保有量。最低货币资金保有量是衡量一个企业是否有足够的资金保证企业的正常运营的指标。最低货币资金保有量按照企业主要的费用项目(包含营业成本、税金及附加、管理费用、营业费用、财务费用),扣除无需现金支付的费用(折旧、摊销),作为企业全年的费用成本,根据企业的经营情况,按照1个月需要的现金流量测算企业最低货币资金保有量。

存货周转率,根据2018年1-2月的库存,计算周转率。由于企业的存货管理进一步精确,2018年以来,在收入较去年增加的情况下,库存未增加,根据2018年的平均库存及成本水平计算得出存货周转率。

其余应收账款等的周转水平,与2017年水平相当,按照2017年的水平进行测算。

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

运营资金追加的预测结果见《预计未来净现金流量估算表》。

(九) 企业自由现金流量

息税前利润加上固定资产折旧、无形资产摊销等非付现成本费用支出,再减去资本性支出、追加的运营资金就是息税前企业自由现金流量。预测结果如下表所示:

预计未来现金流量估算表

金额单位:人民币万元

项目/年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	稳定增长年度
一.营业收入	50,093.66	57,347.38	65,313.72	73,349.38	80,411.00	五期以后每年保持纯收益稳定,持续经营
其中:主营业务收入	50,093.66	57,347.38	65,313.72	73,349.38	80,411.00	
其他业务收入						
二.营业成本	36,655.35	41,539.83	47,123.29	52,596.66	57,451.40	
其中:主营业务成本	36,655.35	41,539.83	47,123.29	52,596.66	57,451.40	
其他业务成本						

项目/年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	稳定增长年度
营业税金及附加	102.72	117.59	133.92	150.40	164.88	
管理费用	878.70	923.85	968.73	1,022.15	1,098.38	
营业费用	5,764.48	6,377.81	7,088.52	7,784.15	8,421.18	
财务费用						
三.营业利润	6,692.41	8,388.30	9,999.26	11,796.02	13,275.16	
加：营业外收入	197.27	100.00	100.00	100.00	100.00	
四.息税前利润	6,889.68	8,488.30	10,099.26	11,896.02	13,375.16	13,375.16
加：固定资产折旧	54.28	56.52	53.68	57.93	83.72	83.72
无形资产及递延资产摊销	33.57	30.93	29.67	27.15	24.01	24.01
减：资本性支出	7.00	7.00	100.00	100.00	100.00	107.73
减：追加运营资金	385.91	2,675.67	3,081.13	3,015.35	2,674.52	0.00
五.息税前自由现金流量	6,584.62	5,893.08	7,001.48	8,865.75	10,708.37	13,375.16

（十）折现率的测定

与本次现金流量口径相匹配的折现率为不考虑息税影响的加权平均资本成本。

$$WACC = \left(\frac{1}{1 + D/E} \right) \times Re + \left(\frac{1}{1 + E/D} \right) \times (1 - T) \times Rd$$

折现率_{税前} = WACC_{税后} / (1 - 所得税率)

1、Re 股东权益资本成本的确定

$$R_e = R_f + \beta_e (R_m - R_f) + \alpha$$

对于该资本资产定价模型公式中涉及的各项参数下面分别说明确定过程。

（1）无风险报酬率

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。所以我们选择当前中、长期国债利率作为无风险收益率。

评估公司根据对在交易所交易的，按年付息、且剩余年限在 5 年以上的中、长期记账式国债的长期观察分析，确定取值 3.68%，即 $R_f = 3.68\%$ 。

（2）公司系统风险系数 β_e

β_e 为衡量公司系统风险的指标。本次估值中，由于名鞋库是非上市公司，估值人员无法直接取得其贝塔值，估值人员需要通过在国内上市公司的分析来间接确定名鞋库贝塔值。本次估值人员对沪深股市进行了研究。

名鞋库属于电子商务行业。估值人员通过同花顺资讯软件，查询了相关行业股票的原始贝塔值，选择了 3 家相关行业上市公司作为行业样本，进行贝塔值测算。

由于该类公司的资本结构各不相同，估值人员所观察到的企业贝塔值包含了企业资本结构特性的成分。为了更加准确地反映企业所处行业的风险水平，估值人员需要对所观察到的公司股票的贝塔值进行调整，以便确定企业在无杠杆情况下的风险系数 β_u 。最终，估值人员将 3 家代表相关行业的企业贝塔值求平均得出行业的无杠杆权益贝塔值 0.9400。之后，我们可以计算本次所用的企业贝塔值：

$$\beta_e = \beta_u \times \frac{E + D(1 - T)}{E}$$

其中：D/E 为行业平均值，T 为企业所得税税率。因此企业贝塔值为 1.0831。

（3）市场风险溢价($R_m - R_f$)

($R_m - R_f$) 为市场风险溢价，即通常指股市指数平均收益率超过平均无风险收益率(通常指中长期国债收益率)的部分。我公司对市场风险进行了长期研究跟踪和应用。我公司综合研究的结果，目前对国内市场风险溢价采用 6.55%数值。

（4）特定风险调整系数 α

本次被估值企业的风险与样本上市公司所代表的行业平均风险水平是有差别的，企业规模较上市公司有所差距，我们结合企业具体情况，进行特定风险调整。

企业的特定风险主要表现为四个方面，即：市场风险、技术风险、经营管理风险和资金风险。资产估值专业人员分析确定名鞋库企业特定风险调整系数为 1.0%。

(5) 将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，得出权益资本成本如下。

$$\begin{aligned} Re &= R_f + \beta e(Rm - R_f) + \alpha \\ &= 3.68\% + 1.0831 \times 6.55\% + 1\% \\ &= 11.77\% \end{aligned}$$

2. Rd 债务成本的确定

收益法估值是建立在对未来的预期基础上的，所取的参数应是对估值基准日后的合理估计。考虑到 2015 年以来国内银行正经历又一个利率调整期，以及企业银行借款期限、利率条款等因素，本次估值我们采用 2015 年 10 月 24 日最新的人民币一年期贷款利率 4.35% 作为债务成本。

3. 折现率的确定

参考行业平均的 D/E 值和企业的资本结构预测，本次预测的 D/E 平均值取 0.2029。

根据以上数据测算结果，计算 WACC_{税后} 为：10.35%

$$\text{折现率}_{\text{税前}} = \text{WACC}_{\text{税后}} / (1 - \text{所得税率}) = 13.80\%$$

综上所述，名鞋库最终折现率确定为 13.80%。

(十一) 预计未来经营现金流量的折现计算

通过上述工作，估值人员预测了未来各期的现金流量，年折现率也已确定。下面计算所用的各期折现系数，并进行期中调整：

$$2018 \text{ 年折现系数 (考虑期中调整)} = 1 \div (1 + \text{年度折现率})^{6/12}$$

2019 年及以后各预测期按前一期折现系数 $\div (1 + \text{当年折现率})$ 可计算出当期的折现系数。

当期现金流量乘以当期折现系数即折算为现值。

估值人员合理假设 2023 年及以后其企业息税前自由现金流量保持稳定，并无限期经营下去，可用折现率将每年的企业息税前自由现金流量本金化为 2022 年中的价值再折算为估值基准日的价值。将折算到估值基准日的企业息税前自由现金流量相加，得出收益法估值出的名鞋库本次收益法测算范围内的企业经营预计未来现金流量现值为 81,913.43 万元。测算过程和结果见下表：

未来经营现金流量现值计算表

单位金额：万元

项目/年度	2018 年 度	2019 年 度	2020 年 度	2021 年 度	2022 年 度	稳定增长年 度
六、息税前自由现金流量	6,584.62	5,893.08	7,001.48	8,865.75	10,708.37	13,375.16
1、年折现率	13.80%	13.80%	13.80%	13.80%	13.80%	13.80%
2、折现系数	0.9374	0.8238	0.7239	0.6361	0.5590	4.0517
3、息税前自由现金流量折现值	6,172.57	4,854.53	5,068.33	5,639.76	5,986.03	54,192.21
4、累计自由现金流量折现值	6,172.57	11,027.10	16,095.43	21,735.19	27,721.22	81,913.43
企业预计现金流现值	81,913.43					

(十二) 企业溢余、非经营性资产和负债的价值

综上经分析，名鞋库估值基准日非经营性及溢余资产净额为 213.77 万元

(十三) 预计未来现金流量现值估值结果

综上所述，名鞋库用收益法测算的预计未来现金流量计算结果为：

项目	金额（万元）
企业经营预计未来现金流量的现值	81,913.43
加：企业估值基准日非经营性、溢余资产与负债总和的现值	213.77
减：企业估值基准日付息债务的现值	0.00
减：少数股东权益现值	0.00
企业预计未来现金流量现值	82,127.20

子公司名鞋库 2018 年度期末商誉减值测试，采用估算与商誉相关的资产组的可收回金额来间接实现，通过估算该资产组的公允价值减去处置费用后的净额与预计未来现金流量的现值两者较高者确定。通过计算，最终确定预计未来现金流量现值作为资产组的可收回金额。估值依据和结果合理，具体说明如下：

一、两种估值方法介绍

(一) 预计未来现金流量现值具体形式

预计未来现金流量现值采用收益途径方法进行测算，即按照目前状态及使用、管理水平使用资产组可以获取的收益。

1. 关于预测思路

本次采用合并口径测算，主要原因如下：(1) 纳入本次评估范围内的子公司全部为全资子公司，无少数股权。(2) 下属的子公司的业务为母公司提供服务。(3) 母公司及子公司的业务内容相同，均为提供商务服务或销售商品。

2.关于现金流口径

本次预计未来现金流量采用的现金流口径为税前企业自由现金流量。计算公式为：

自由现金流量税前=EBITDA-资本性支出-净营运资金变动

EBITDA 为息税折旧摊销前利润=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+折旧摊销

3.关于折现率

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次折现率选取（所得税）前加权平均资本成本（WACC），计算公式：

首先计算 WACC

$$WACC = \left(\frac{1}{1 + D/E} \right) \times Re + \left(\frac{1}{1 + E/D} \right) \times (1 - T) \times Rd$$

其中：E：为股东权益价值；

D：为债务资本价值；

Re：为股东权益资本成本；

Rd：为债务资本成本。

其中股东权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算确定：

$$R_e = R_f + \beta_e (R_m - R_f) + \alpha$$

其中：Rf——无风险报酬率；

β_e ——企业的风险系数；

Rm——市场期望收益率；

α ——企业特定风险调整系数。

其次，将 WACC 转换为税前 WACC，公式：

WACC 税前=WACC/(1-T)

3.关于收益期

本次评估根据资产组（或资产组组合）的可以通过简单维护更新资产组内相关资产持续盈利，故采用永续年期作为收益期。其中，第一阶段为 2019 年 1 月至 2023 年 12 月，预测期为 5 年。在此阶段中，根据对历史业绩及未来市场分析，

收益状况逐渐趋于稳定;第二阶段为 2024 年 1 月 1 日至永续经营,在此阶段中,保持永续增长的收益水平考虑。

4.收益法的评估计算公式

本次采用的收益法的计算公式为:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{A_i}{(1+R)^i} + \frac{A}{R(1+R)^n}$$

式中:

P——资产组的预计未来现金流量的现值;

A_i——收益变动期的第 i 年的息税前年企业自由现金流量;

A——收益稳定期的息税前年企业自由现金流量;

R——税前折现率;

n——企业收益变动期预测年限;

(二) 公允价值扣除处置费用

公允价值测算需要在资产组在最佳用途前提下进行。

公允价值的测算方法包括市场法、收益法和成本法三种。评估报告采用市场法测算公允价值。

市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较,确定评估对象价值的评估方法。市场法常用的两种具体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获取并分析可比上市公司的经营和财务数据,计算适当的价值比率,在与产权持有人比较分析的基础上,确定评估对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指通过分析产权持有人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,在与产权持有人比较分析的基础上,得出评估对象价值的方法。

由于在 A 股市场中,无法找到与产权持有人经营模式完全一致的上市公司,因此不具备采用上市公司比较法的条件。但国内同行业并购案例较多,与并购案例相关的经营和财务数据、影响交易价格的背景和某些特定的条件可以通过公开渠道获知,故本次采用交易案例比较法。

现将本次评估采用市场法的具体基本技术思路说明如下：

1. 根据被评估对象所处行业、经营业务和产品等因素，选取近期同行业市场交易案例；
2. 通过分析交易案例信息获取的详细程度、案例的可比性、交易进展等因素确定最终的可比交易案例。
3. 根据被评估对象和可比交易标的的业务特点、资产结构等因素，选择合适的比率乘数。
4. 对上述比率乘数进行必要的调整，以反映交易案例与产权持有人之间的差异；
5. 将调整后的比率乘数应用到产权持有人的相应的分析参数中，从而得到委估对象的公允价值。

二、预计未来现金流量现值评估测试及估算过程

（一）营业收入及营业成本的预测

1、主营业务收入预测

名鞋库主要业务类型及盈利模式为鞋服类网络销售，具体可分为在线自营销售收入和代理运营销售收取的服务费收入。

名鞋库初创阶段为了培养客户使用习惯、提升客户使用体验，同时为了寻求稳定、优质的供应商，折扣力度较大。经过近几年的努力，已拥有了数量可观的活跃用户，并优化了供应渠道，完成了收入结构的调整。增加品牌商代理数量、代理运营品牌商家数量，从而适应更多不同的消费群体。

本次评估根据名鞋库的经营方案结合，将未来营业收入分为直营和代运营两大块进行预测。其中：自营类，仍维持原经营模式，将自己采购存货以供线上销售；代运营，通过对李宁品牌等的产品开展线上代运营销售，已经取得较为成熟的运营模式，通过对销售额抽取一定比例的销售佣金作为收入。

对于代运营业务，考虑 2018 年线上销售取得了较高的增长，2019 年的增幅较去年增长比例下降，以后年度的增长比例较 2019 年的增长比例继续下降。

对于自运营业务，2019 年增长比例与 2018 年的接近，以后年度按照 2019 年的销售水平进行预测。

在代运营业务进一步扩张的同时，客户对网上销售的推广方式有进一步的要求，使得名鞋库的运营成本增加较多。在为客户代运营网上店铺的同时，可以取得一定的运营服务费用，2019年后对运营服务费用预计会有一定的增长。

2019年度的经营预测以经委托人批准的名鞋库2019年度财务预算为基础，对于2020年度及以后的经营预测，名鞋库根据自身状况及市场分析进行了预测。

最终主营业务收入的预测具体见《预计未来净现金流量估算表》。

2、主营业务成本预测

名鞋库的主营业务成本为商品销售成本（均为采购成本）和人工成本。

名鞋库的各种业务，历史年度毛利率基本比较稳定，预测未来毛利率与历史毛利率相当。

最终主营业务成本的预测具体见《预计未来净现金流量估算表》。

（二）税金及附加预测

名鞋库自营业务及代运营业务均缴纳增值税，税率分别为16%和6%。

附加税包括城市维护建设税7%、教育费附加3%和地方教育费附加2%及印花税等，预测时对城市维护建设税、教育费附加和地方教育附加以税负水平进行测算，对其他税种按照评估基准日的税负水平及资产状况进行测算。

本次评估根据以上标准估算未来营业税金及附加，预测结果见《预计未来净现金流量估算表》。

（三）期间费用预测

根据本项目特点，财务费用不纳入未来预测。

本次预测期间费用包括销售费用和管理费用。

1.销售费用包括配送成本、品检费用、品牌推广费用、平台推广费、平台佣金、电话费、折旧、摊销、职工薪酬、福利费、办公费、差旅费等，其中：折旧和摊销按照现有折旧摊销政策并考虑相应的资本性支出进行预测；

职工薪酬根据人员工资福利发放标准预测，并考虑后续一定水平的增长；

平台费、佣金等其他费用结合实际情况按照与营业收入的占比进行预测。

随着收入规模的增大及费用的控制，预测期销售费用占收入的比例微有降低。最终销售费用的预测结果见《预计未来净现金流量估算表》

2.管理费用包括折旧、摊销、职工薪酬、业务招待费、办公费、差旅费、保

险费和安全生产费等，其中：

折旧和摊销按照现有折旧摊销政策并考虑相应的资本性支出进行预测；

职工薪酬根据管理人员工资福利发放标准预测，并考虑后续一定水平的增长；

运营管理业绩考核奖励，按照名鞋库的董事会决议，按照业绩的完成情况，按照一定比例增长预测；

差旅费、业务招待费、办公费等考虑与收入同比变动进行预测；

其他费用结合实际情况考虑一定的涨幅进行预测。

最终管理费用的预测结果见《预计未来净现金流量估算表》。

（四）营业外收支的预测

营业外收入主要为补贴收入，不是经常性项目，本次盈利预测不考虑营业外收支。

（五）息税前利润的预测

通过上述预测就可测算出未来各期的息税前利润，结果见《预计未来净现金流量估算表》。

（六）资本性支出的预测

资本性支出是指为维持委估资产组的正常经营，进行的固定资产购建或其他非流动资产的支出。委估资产组包含的长期资产主要为电子设备及摊销费用。

资本性投资会使资产组的未来固定资产年折旧额、费用摊销额增加，但是已老旧的资产也会退出。最终使资本性支出与固定资产折旧、无形资产摊销达到一个相匹配的状态。2024 作为经营稳定的预测年度的第 1 年，其资本性支出就是综合考虑固定资产折旧、无形资产摊销做出的总体上的匹配预测，而不再进行明细预测。

预测期固定资产、无形资产的资本性支出为不含增值税进项税额。预测结果见《预计未来净现金流量估算表》。

（七）折旧摊销预测

资产组包含的固定资产主要为电子设备。本次评估，在按照固定资产折旧政策，以基准日固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额的基础上，结合未来年度资本性投资导致未来固定资产年折旧金额的增加、原有的陈旧固定资产被淘汰导致未来固定资产年折旧金额的减少等情况，对

资产组涉及的未来年度固定资产折旧进行预测。

资产组涉及的摊销事项包括无形资产—软件、无形资产-域名、无形资产-商标和长期待摊费用。本次评估，按照无形资产及费用摊销政策，结合未来年度资本性投资导致资产组未来摊销金额的增加的情况，对资产组未来年度的摊销进行预测。

综上分析，资产组未来折旧摊销具体见《预计未来净现金流量估算表》。

（八）营运资金的预测

营运资金增加额系指在不改变当前营业生产条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金。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）等所需的资金以及应付的款项等。营运资金的增加是指随着资产组或资产组组合经营活动的变化，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。

营运资金等于营业流动资产减去无息负债。营业流动资产包括资产组经营所使用或需要的所有流动资产，包括某些现金余额、应收款项及存货等。本次评估将营业流动资产减去无息负债，计算预测期营运资金。

预测资产组运营资金时，通过对管理进行访谈，资产组 2015-2018 年的营运资金体现了目前的资产周转情况，本次评估参考 2018 年度运营资金占收入的平均比例进行预测。

本次营运资金测算考虑了资产组最低货币资金保有量。最低货币资金保有量是衡量资产组是否有足够的资金保证资产组或资产组组合的正常运营的指标。最低货币资金保有量按照主要的费用项目（包含营业成本、税金及附加、管理费用、营业费用、财务费用），扣除无需现金支付的费用（折旧、摊销），作为资产组全年的费用成本，从而得到单月费用成本；再根据安全资金的月数测算资产组或最低货币资金保有量。

评估基准日资产组无溢余货币资金。

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

运营资金追加的预测结果见《预计未来净现金流量估算表》。

（九）企业自由现金流量

息税前利润加上固定资产折旧、无形资产摊销等非付现成本费用支出，再减去资本性支出、追加的运营资金就是息税前企业自由现金流量。预测结果如下表所示：

预计未来现金流量估算表

金额单位：人民币万元

项目/年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	稳定增长年度
一.营业收入	50,078.47	51,087.24	52,152.84	53,278.52	54,467.67	永续期按照固定比例增长，持续经营
其中：主营业务收入	50,078.47	51,087.24	52,152.84	53,278.52	54,467.67	
其他业务收入						
二.营业成本	36,855.71	37,316.77	37,809.52	38,329.13	38,877.08	
其中：主营业务成本	36,855.71	37,316.77	37,809.52	38,329.13	38,877.08	
其他业务成本						
营业税金及附加	102.68	104.75	106.94	109.25	111.68	
营业费用	4,816.88	4,928.03	5,049.19	5,169.30	5,323.42	
管理费用	2,205.29	2,389.19	2,582.88	2,764.39	2,965.08	
财务费用						
资产减值损失	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	
三.息税前利润	5,897.91	6,148.50	6,404.31	6,706.45	6,990.41	
加：固定资产折旧	69.26	85.26	96.50	71.67	49.12	
无形资产及递延资产摊销	44.64	35.02	28.69	22.19	19.55	
加：本期资产减值损失	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	
减：上期资产减值损失	275.31	200.00	200.00	200.00	200.00	
减：资本性支出	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	
减：追加运营资金	-6,069.34	245.27	259.59	274.05	291.20	
四.息税前自由现金流量	11,955.84	5,973.51	6,219.91	6,476.26	6,717.88	6,919.42

对于折现率、无风险报酬率、系统风险系数、市场风险溢价、特定风险调整系数、债务成本等参数的测算选取方式与 2017 年相同，不再赘述。

三、市场法测试及估算过程

1.交易案例的选取

本次评估，围绕以电子商务为核心同时考虑交易性质等因素，按照上述选择标准，通过公开信息搜集了近期发生的、业务相同、交易股权比例相似的 4 个案例作为可比案例。

1.1 案例一

跨境通宝电子商务股份有限公司收购上海优壹电子商务有限公司 100%股权

1.2 案例二

南极电商股份有限公司收购北京时间互联网络科技有限公司 100%股权

1.3 案例三

青岛金王应用化学股份有限公司收购杭州悠可化妆品有限公司 63%股权

1.4 案例四

深圳歌力思服饰股份有限公司收购上海百秋网络科技有限公司 75.00%股权

2.价值比率的选择

由于资产组所属行业为电子商务,属于轻资产公司,故本次采用收益基础价值比率中的 P/E 比例乘数作为此次市场法评估的价值比率。

3.公允价值减去处置费用的净额计算

由于选取交易案例的交易标的均为控股股权,与评估对象相同,因此不对控股权因素进行修正;另外,选取的交易案例均为公开交易案例,与此次经济行为相同,也无需对交易条件、背景等因素进行修正。

经上述两种评估方法测算,公允价值减处置费用低于资产组预测未来现金流量现值,与商誉相关的资产组的可收回金额取资产组预测未来现金流量现值的测算结果。

(2) 结合收购子公司以来报告期各期商誉减值测试的具体情况、商誉减值计提情况及盈利预测实现情况,明确说明商誉确认是否审慎、前期未计提减值的原因及合理性、是否涉及前期会计处理的更正;

名鞋库承诺利润与实现利润对比如下:

年度	承诺净利润(万元)	实际净利润(万元)
2016 年度	3,000.00	3,014.70
2017 年度	4,000.00	4,413.77
2018 年度	5,000.00	4,694.68
合计	12,000.00	12,123.15

2017 年商誉减值测试 2018 年预测数据与 2018 年实际数据对比如下:

项目	2017 年商誉减值测试 2018 年预测(万元)	2018 年实际数据(万元)
营业收入	50,093.66	51,284.10
EBIT	6,889.68	6,021.56
净利润	5,167.26	4,704.21

从上表和前述的两次预测可以看出，截止 2017 年期末，名鞋库均完成了承诺净利润，公司经营按原有轨迹持续经营，商誉未出现减值迹象；2018 年由于市场环境变化等原因使得名鞋库 2018 年度的实际经营情况与前期预测的经营情况出现一定程度的下降，未完成承诺利润，2018 年期末出现了商誉减值迹象。

在对 2018 年期末进行商誉减值测试时，企业管理层根据 2018 年母公司出售了与名鞋库有业务关联的杰之行、未来年度增加运营管理业绩考核奖励等情况，对未来经营进行了预测，通过测算，商誉存在一定程度的减值。

(3) 分项列示名鞋库涉及的商誉减值迹象，并说明前期相关商誉减值迹象是否存在；

序号	减值迹象项目	2018 年期末是否存在	2017 年期末是否存在	备注
1	被收购方未实现承诺的业绩	是	否	
2	所处行业产能过剩，相关产业政策、产品与服务的市场状况或市场竞争程度发生明显不利变化	鞋服产业产能过剩，线上店铺逐年增加，竞争激烈	否	
3	相关业务技术壁垒较低或技术快速进步，产品与服务易被模仿或已升级换代，盈利现状难以维持	所处行业技术壁垒较低，但企业在行业中具有运营效率方面的优势	所处行业技术壁垒较低，但企业在行业中具有运营效率方面的优势	
4	核心团队发生明显不利变化，且短期内难以恢复	核心团队无变化	核心团队无变化	
5	与特定行政许可、特许经营资格、特定合同项目等资质存在密切关联的商誉，相关资质的市场惯例已发生变化，如放开经营资质的行政许可、特许经营或特定合同到期无法接续等	否	否	
6	客观环境的变化导致市场投资报酬率在当期已经明显提高，且没有证据表明短期内会下降	否	否	
7	经营所处国家或地区的风险突出，如面临外汇管制、恶性通货膨胀、宏观经济恶化等	否	否	

由于市场环境变化等原因使得名鞋库 2018 年度的实际经营情况与并购时预测的经营情况出现一定程度的下降，导致公司并购名鞋库形成的商誉价值存在减

值迹象。在 2018 年经营环境未发生变化之前，其未来经营预期是要高于 2018 年末测试时对未来经营期间的预期的，因此在 2018 年之前是不存在减值情形的。

综上所述，我们认为 2017 年、2018 年所进行的商誉减值测试中各项指标的选取依据充分、参数取值合理。

