



关于对海峡创新互联网股份有限公司的年报问询函中 有关评估事项的回复

深圳证券交易所：

贵所下发的创业板年报问询函【2021】206号《关于对海峡创新互联网股份有限公司的年报问询函》（以下简称“问询函”）奉悉。按照问询函的要求，海峡创新互联网股份有限公司管理层研究后，已对相关材料进行了补充修改，本评估公司承办资产评估师已经认真复核，现将问询函中涉及资产评估方面的问题补充情况汇报如下：

问询函中第3题：年报显示，报告期内你公司对MacArthur Court Acquisition Corp.（以下简称“MCAC”）投资的公允价值减少1.02亿元。2018年7月，你公司全资子公司汉鼎国际发展有限公司以自有资金837.68万美元购买由MCAC发行的837.68万股B类普通股。2019年末MCAC整体估值大幅增加，增幅高达367%，公司对MCAC投资的公允价值增加2.07亿元。MCAC主要经营地在美国，从事医疗保险计划服务、基因检测等业务。请你公司及年审会计师核实并补充说明以下情况：

（1）报告期内MCAC业务开展情况及主要财务数据，并从短期及中长期分析美国新冠疫情对其业务开展的具体影响。

（2）你公司采用收益法评估MCAC的公允价值。请你公司进一步说明评估的具体过程与方法，包括但不限于可收回金额的确定方法、主要假设及合理理由、关键参数（如预计未来现金流量现值时的预测期营业收入、成本、增长率、稳定期增长率、利润率、预测期等）等，并说明前述参数的确定依据，与行业发展趋势、MCAC历史经营情况、主要财务数据及未来发展预期是否相符，评估结果是否充分考虑了美国新冠疫情对MCAC线下保险业务的影响。

（3）将前述评估过程及相关参数与2019年评估时所采用的相关参数进行对比，逐项说明差异的原因及合理性，与MCAC实际经营情况及财务数据变化趋势是否相符，并进一步说明2019年、2020年末评估结果差异较大的原因及合理性，是否存在利用有失公允的评估参数调节资产价值的情况。

（4）评估中所使用的关于MCAC所在行业情况、实际经营情况、组织结构及财务数据等相关信息的来源，相关来源是否可靠，财务数据是否经审计，是否对信息真实性进行验证。

请年审会计师及评估机构发表明确意见。

答复：

一、报告期内MCAC业务开展情况及主要财务数据，并从短期及中长期分析美国新冠疫情对其业务开展的具体影响。

MCAC公司成立于2017年11月，并于2018年12月收购美国加利福尼亚州医疗保健计划公司（GoldenState Medicare Health Plan）的股权，2019年为一个完整经营的财务年度。

MCAC公司2020年会员招募情况良好，实现收入较2019年增长。2019年和2020年利润率均为负值，处于亏损状态。2019年亏损的主要原因包括：A. 在收购完成后，MCAC公司对医疗保险优势计划的经营主体GoldenState Medicare Health Plan的存量会员进行了优化，高额的安置及补偿费直接导致经营亏损。B. 2019年，MCAC公司开始筹划基因检测相关业务，租赁了基因检测实验室，购置了相关基因测序设备，固定折旧费用也对其产生了负面影响。2020年亏损的主要原因系受到新冠疫情影响，医疗保险优势计划产品的成本有所上升，导致公司2020年继续经营亏损。预计未来随着新冠疫情的好转及疫情防控常态化，经营状况将逐步得到改善。

MCAC公司医疗保险优势计划获取会员的主要方式包括：1）传统营销，通过广播、广告牌及电视等媒介进行宣传；2）在代理经纪人的协助下，在相关医院获取新会员签约机会。为了应对新冠疫情，美国政府施行了包括“封城”、限制交通和延迟复工等政策，通过限制人员流动来防止疫情的扩散，对线下会员招募活动造成一定阻碍。

短期来看（主要指2021年），美国新冠疫情对MCAC公司医疗保险优势计划

业务的开展产生了负面影响，根据公司统计2021年已签约会员与2020基本持平，低于管理层预期。

长期来看，未来随着新冠疫情的好转及疫情防控常态化，线下会员招募活动有望恢复，预计公司业务开展受新冠疫情的影响相对有限。

二、你公司采用收益法评估MCAC的公允价值。请你公司进一步说明评估的具体过程与方法，包括但不限于可收回金额的确定方法、主要假设及合理理由、关键参数（如预计未来现金流量现值时的预测期营业收入、成本、增长率、稳定期增长率、利润率、预测期等）等，并说明前述参数的确定依据，与行业发展趋势、MCAC历史经营情况、主要财务数据及未来发展预期是否相符，评估结果是否充分考虑了美国新冠疫情对MCAC线下保险业务的影响。

本次对MCAC公司的公允价值采用收益法进行价值分析，具体分析过程和方法如下：

1. 价值分析的方法与主要假设

(1) 价值分析方法

结合本次价值分析目的和价值分析对象，采用企业自由现金流折现模型确定企业自由现金流价值，并分析公司非经营性资产、溢余资产的价值，确定公司的整体价值，并扣除公司的付息债务确定公司的股东全部权益价值。计算公式为：

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务

企业整体价值=企业自由现金流折现值+非经营性资产（负债）的价值+溢余资产价值

本次价值分析采用分段法对企业的收益进行预测，即将企业未来收益分为明确的预测期期间的收益和明确的预测期之后的收益。计算公式为：

企业自由现金流=息前税后利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金增加额

$$\text{企业自由现金流评估值} = \sum_{t=1}^n \frac{CFF_t}{(1+r_t)^t} + P_n \times (1+r_n)^{-n}$$

式中：n——明确的预测年限

CFF_t ——第t年的企业现金流

r——加权平均资本成本

t——未来的第t年

P_n ——第n年以后的连续价值

(2) 价值分析假设

1) 基本假设

A. 本次价值分析以公开市场交易为假设前提；

B. 本次价值分析以被分析单位按预定的经营目标持续经营为前提，即被分析单位的所有资产仍然按照目前的用途和方式使用，不考虑变更目前的用途或用途不变而变更规划和使用方式；

C. 本次价值分析以被分析单位提供的有关法律性文件、各种会计凭证、账簿和其他资料真实、完整、合法、可靠为前提；

D. 本次价值分析以宏观环境相对稳定为假设前提，即国内外现有的宏观经济、政治、政策及被分析单位所处行业的产业政策无重大变化，或其变化能明确预期；国家货币金融政策基本保持不变，现行的利率、汇率等无重大变化，或其变化能明确预期；国家税收政策、税种及税率等无重大变化，或其变化能明确预期；

E. 本次价值分析以被分析单位经营环境相对稳定为假设前提，即被分析单位主要经营场所及业务所涉及地区的社会、政治、法律、经济等经营环境无重大改变；被分析单位能在既定的经营范围内开展经营活动，不存在任何政策、法律或人为障碍。

2) 具体假设

A. 本次价值分析中的收益预测是基于被分析单位提供的其在维持现有经营范围、持续经营状况下企业的发展规划和盈利预测的基础上进行的；

B. 假设被分析单位管理层勤勉尽责，具有足够的管理才能和良好的职业道德；

C. 假设被分析单位每一年度的营业收入、成本费用、更新及改造等的支出，均在年度内均匀发生；

D. 假设被分析单位在收益预测期内采用的会计政策与价值分析基准日时采用的会计政策在所有重大方面一致；

E. 假设无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素，对被分析单位造成重大不利影响。

价值分析人员根据价值分析的要求，认定这些前提条件在价值分析基准日时成立，当以上价值分析前提和假设条件发生变化，价值分析结论将失效。

2. 关键参数的确定及合理性分析

(1) 预测期

本次价值分析假设公司的存续期间为永续期，那么收益期为无限期。采用分段法对公司的收益进行预测，即将公司未来收益分为明确的预测期间的收益和明确的预测期之后的收益，其中对于明确的预测期的确定综合考虑了行业的周期性和企业自身发展的情况，根据市场调查和预测，取2025年作为分割点较为适宜。

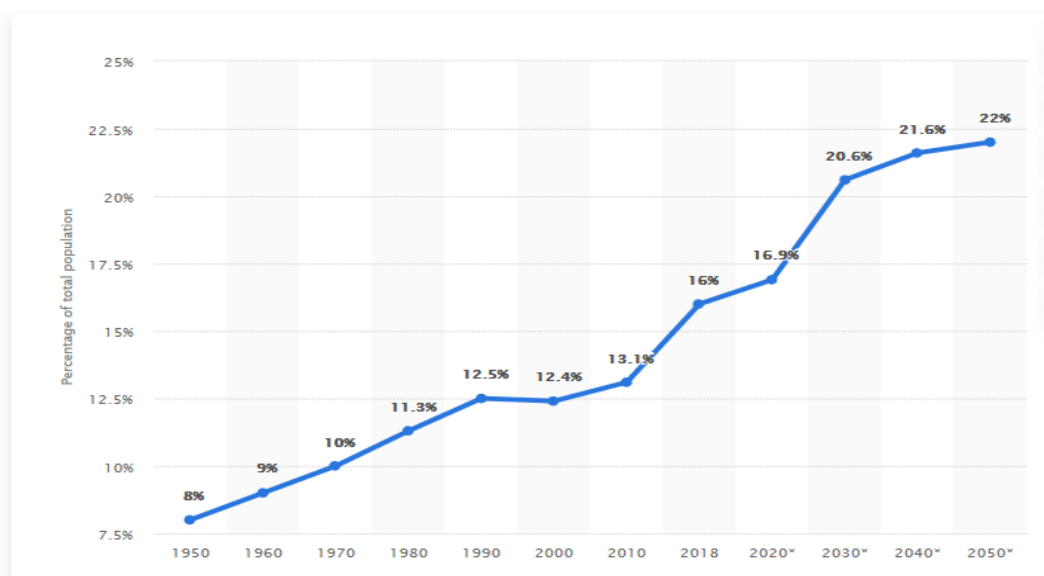
(2) 营业收入及增值率

MCAC公司主营业务包括医疗保险优势计划和基因检测相关业务。医疗保险优势计划收入主要根据预测的会员数以及会员单价得出；基因检测相关业务收入主要结合行业发展趋势及公司以后年度的经营规划进行预测。

1) 行业发展趋势

A. 美国老龄化情况

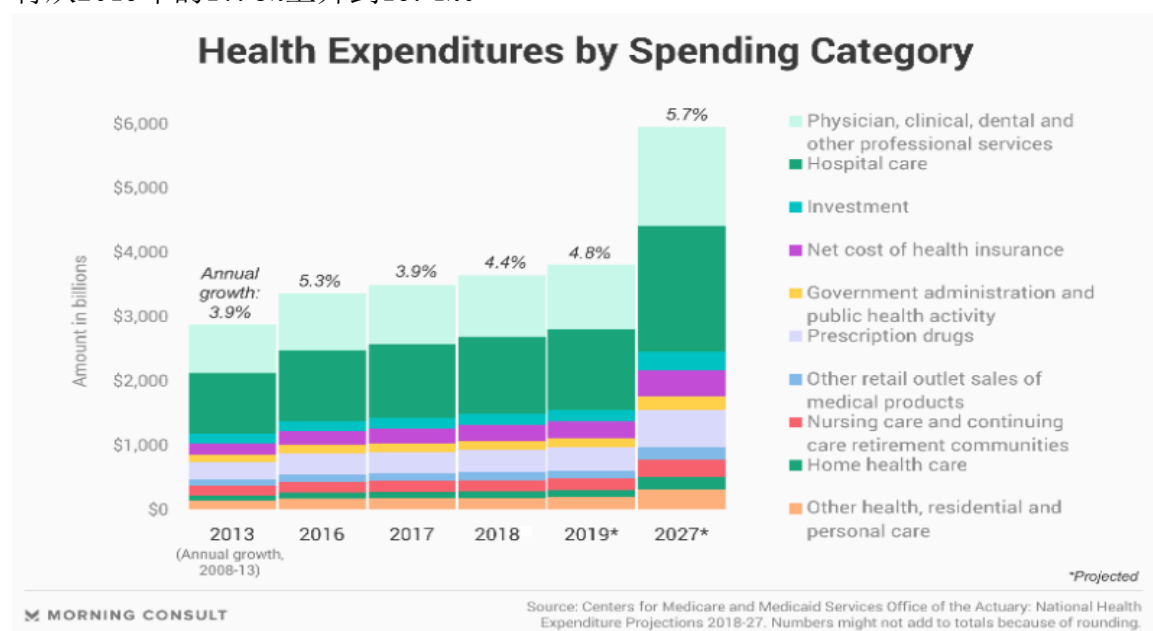
根据World Inequality Database统计，1950年美国年龄在65岁以上的人口占比仅为8%，而到了2017年美国年龄在65岁以上的人口占总人口的比例达到17%，根据预测，到2050年这一比例将进一步上升至22%。考虑到美国的人口预期增长，到2050年美国人口总数将从2019年的3.3个亿达到4个亿，届时65岁以上的人口会达到8,800万。加上二战结束美国在1946年-1964年的婴儿潮影响，近年内美国的老龄化问题很可能会进一步加剧。



B. 美国医疗支出情况

联邦医疗保险和医疗补助服务中心 (Centers for Medicare & Medicaid Services Office) 发布的年度报告显示，从2018年到2027年，医疗支出将以年均 5.5% 的速度增长。这一增速将快于2018年至2027年美国国内生产总值 (GDP) 4.7% 的年增长率。到2027年，随着婴儿潮一代被纳入联邦医疗保险，美国近一半的医疗支出 (47%) 将由联邦、州和地方政府提供资金。联邦医疗保险仍将是整体医疗支出的关键驱动力。

预计美国医疗支出增长将从2019年的4.8%上升到2027年5.7%，到2027年将达到近6万亿美元。在此期间，预计GDP的平均增长为4.6%，医疗支出占GDP的比重将从2019年的17.8%上升到19.4%。



C. 医疗保险优势计划产品的发展情况

a. 医疗改革促进医疗保险市场快速发展

美国前总统奥巴马曾于2010年签署了患者保护与平价医疗法案（Patient Protection and Affordable Care Act, PPACA），通常也被称作奥巴马医疗法案（Obamacare）。该法案的主要目的是由美国政府主导增加美国人民的医疗保险覆盖率以及降低美国的医疗费用。根据平价医疗法案，美国联邦政府和州政府建立医疗保险市场（Health Insurance Exchange），允许个人和小企业在政府的医疗保险市场为个人及家庭和企业员工购买医疗保险。私人医疗保险公司在政府的医疗保险市场出售针对当地居民的保险产品。医疗改革促进了医疗保险市场快速发展。

b. 医疗保险优势计划相对传统医疗保险计划具有优势

医疗保险优势计划则在传统医疗保险计划提供的服务基础上通常还负责承保处方药物、牙医和视力治疗的费用，该计划由美国政府承担100%的医疗费用，并将该部分医疗费用交给盈利或非营利性公司进行运作管理。

医疗保险优势计划无论在保险的范围，还是保金上都具有明显的优势，参保人可以灵活选择参保项，具有定制性；在保费方面更是低于传统医疗保险计划。

2) 收入测算过程及依据

A. 医疗保险优势计划产品

每年3-5月份，MCAC公司会聘请相关中介机构测算下一年每个持证区域的投标价格，在此基础上编写报告提交给联邦医疗保险和医疗补助服务中心（以下简称CMS），CMS对公司提交的材料进行审核，一般在每年的10月初批准公司的投标价格。公司在每年10-12月份开始销售次年的医疗保险优势计划，会员在每年的10月中旬至12月中旬进行签约，次年1月1日生效。故截至报告日，MCAC公司2021年各区域的投标价格以及签约会员数已基本确定。

a. 会员数

MCAC公司获取会员的主要方式包括：1) 传统营销，通过广播、广告牌及电视等媒介进行宣传；2) 在代理经纪人的协助下，在相关医院获取新会员签约机会。

2021年的会员数以2020年已签约的人数确定；对于2022年-2025年的会员数，

主要结合MCAC公司历史会员招募情况以及管理层未来招募计划确定。

b. 会员收入

2021年会员收入根据公司提供的2021年公司各执证地区CMS批准的投标价确定；对于2022年-2025年的会员收入，主要结合公司历史投标价格的走势，以及公司未来经营规划确定。

c. 星级评分

CMS根据用户对医疗保险公司服务满意度的反馈进行评分。如果医疗保险公司的得分低于3.0星，公司必须采取纠正方案。如果评分在3.5星以上，CMS会给予公司额外的奖金，奖金的额度随着星级的上升而提高。根据公司提供的历史年度用户满意度反馈情况，公司预计未来星级提升的可能性很大，预测时考虑了相应的奖励。

B. 基因检测相关业务

MCAC公司拥有40万片肿瘤活检样本，在加利福尼亚设有CLIA认证的实验室，其强大的分子检验和基因组测序数据分析能力，可以为医疗机构及制药企业提供创新的医疗解决方案。

人口总量持续上升以及人口结构中的老龄化程度不断加深，全球制药市场规模保持持续增长。在不同发展程度的国家中，制药市场呈现不同的特点。在发达国家，因大量医药专利到期、仿制药的大规模生产和使用，药品消费支出的增速显著下降，在慢性病治疗领域尤为突出；而新兴市场呈现出较快的增长势头。在发展中国家，药品消费支出呈现快速增长，主要受慢性病在诊疗率疾病中比例不断提高以及政府持续扩大医疗服务及保障的覆盖范围等因素的驱动。根据IMS Health统计，从2012年到2017年近6年时间，全球制药市场的年均复合增长率约为3.2%，预计到2022年将增至1.60万亿美元，该期间的复合年增长率为5.7%。

目前，MCAC公司的全资子公司Discovery Genomics, Inc. 已和世界500强医疗公司签订了肿瘤活检样本使用协议，以此帮助其在药品研制过程中测试药剂敏感度。

随着与医疗公司合作的不断深入，预计未来基因检测相关的业务将稳步增长，结合行业发展趋势及公司以后年度的经营规划进行预测。

综上所述，结合MCAC历史年度的实际经营情况、行业发展趋势以及2021年保

险计划会员人数的实际招募情况等对预测期营业收入进行预测，营业收入及其增长率的具体预测数据如下表所示：

单位：万美元

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
医疗保险优势计划产品	8,030.07	17,627.27	27,620.06	38,782.79	45,945.53	45,945.53
基因检测相关业务	909.00	2,272.50	4,545.00	6,817.50	7,840.13	7,840.13
合计	8,939.07	19,899.77	32,165.06	45,600.29	53,785.66	53,785.66
收入增长率（%）	20.37%	122.62%	61.64%	41.77%	17.95%	0.00%

未来随着新冠疫情的好转及疫情防控常态化，线下会员招募活动有望恢复。MCAC预计2022年开始扩大会员招募规模，导致2022年收入呈现较大增长。随着MCAC医疗保险优势计划产品和基因检测相关业务的积极拓展，收入将呈现增长的态势，直至永续期保持稳定。

（3）营业成本

1）医疗保险优势计划产品

医疗保险优势计划产品的成本主要为支付医疗服务机构的固定成本。

医疗保险优势计划产品通常与独立医师协会（IPA）签署合约，该合约使其相关医疗服务机构接受完全委托医疗成本，“完全委托医疗成本”是指保险公司根据每个会员的签署情况，每月向指定医疗机构支付固定金额的费用，相关医院机构为会员提供全面的健康服务。医疗服务可涵盖初级保健，药房，专科医疗，临终关怀机构，医院，专业护理服务，耐用医疗设备以及其他医疗用品和服务。

对于2021年的医疗成本，根据公司递交给CMS的投标金额确定；对于2022-2025年的医疗成本，主要结合历史年度经营成本的变动趋势以及公司经营规划确定。

2）基因检测相关业务

基因检测相关业务的成本包括材料成本和人工成本。

材料成本主要包括肿瘤活检样本检测的化学试剂以及辅助材料，其和收入存在一定的线性关系，本次价值分析按照收入的一定比例进行预测。

对于人工成本，结合公司未来人力资源配置计划，同时考虑未来工资水平按一定比例增长进行测算。

在综合分析MCAC公司收入来源、市场状况及毛利水平的影响因素及发展趋势

的基础上预测公司未来的营业收入及营业成本，具体预测如下表：

单位：万美元

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
营业收入	8,939.07	19,899.77	32,165.06	45,600.29	53,785.66	53,785.66
毛利率	9.06%	14.62%	16.87%	17.99%	17.77%	17.77%
营业成本	8,129.27	16,991.09	26,737.99	37,395.51	44,229.56	44,229.56

(4) 利润率

结合上述营业收入、营业成本的测算数据，并综合期间费用及所得税的影响，得到预测期息前税后利润数据。

预测期营业收入、息前税后利润及利润率的具体数据如下表所示：

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
营业收入(万美元)	8,939.07	19,899.77	32,165.06	45,600.29	53,785.66	53,785.66
息前税后利润（万美元）	-3,410.23	-1,883.15	-16.42	2,091.76	2,081.54	2,245.01
利润率（%）	-38.15%	-9.46%	-0.05%	4.59%	3.87%	4.17%

历史年度，MCAC公司利润率均为负值，其主要原因见本题“公司历史经营情况”。未来随着业务的不断开展以及新冠疫情的逐步好转，利润率将持续得到改善，预计2023年达到盈亏平衡，永续期利润率保持在4%左右。

3. 未来5年具体测算数据

单位：万美元

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
一、营业收入	8,939.07	19,899.77	32,165.06	45,600.29	53,785.66	53,785.66
减：营业成本	8,129.27	16,991.09	26,737.99	37,395.51	44,229.56	44,229.56
税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	443.00	953.00	1,493.00	2,093.00	2,474.00	2,474.00
管理费用	3,778.00	3,841.00	3,954.00	4,025.00	4,144.00	3,911.00
财务费用	-0.98	-2.17	-3.51	-4.98	-5.87	-5.87
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	-3,410.23	-1,883.15	-16.42	2,091.76	2,943.97	3,176.97
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	-3,410.23	-1,883.15	-16.42	2,091.76	2,943.97	3,176.97
减：所得税费用	0.00	0.00	0.00	0.00	862.43	931.96
四、息前税后利润	-3,410.23	-1,883.15	-16.42	2,091.76	2,081.54	2,245.01

加：折旧及摊销	677.56	700.34	706.28	712.22	718.15	484.74
减：资本支出	50.00	97.61	422.73	50.00	236.89	538.86
减：营运资金增加	3,306.02	-44.77	-16.50	-14.29	-76.22	0.00
四、息税前现金流	-6,088.70	-1,235.60	283.60	2,768.30	2,639.00	2,190.90
折现率	6.20%	6.20%	6.20%	6.20%	6.20%	6.20%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
折现系数	0.9704	0.9137	0.8604	0.8101	0.7629	12.3040
六、现金流现值	-5,910.00	-1,130.00	240.00	2,240.00	2,010.00	26,960.00
七、现金流现值累计值	24,410.00					
八、溢余资产	942.50					
九、非经营性资产（负债）	4,159.17					
十、企业价值	21,190.00					
十一、负债	2,279.55					
十二、股东全部权益价值	18,900.00					

综上所述，本次价值分析参数的选取已经综合考虑了行业的发展趋势、公司历史年度的经营情况，价值分析结果已经考虑了美国新冠疫情对MCAC线下保险业务的影响。

三、将前述评估过程及相关参数与2019年评估时所采用的相关参数进行对比，逐项说明差异的原因及合理性，与MCAC实际经营情况及财务数据变化趋势是否相符，并进一步说明2019年、2020年末评估结果差异较大的原因及合理性，是否存在利用有失公允的评估参数调节资产价值的情况。

1. 2019年具体测算数据如下表所示：

单位：万美元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续期
一、营业收入	9,293.60	17,137.38	29,226.50	40,360.62	47,762.44	47,762.44
减：营业成本	7,677.47	13,932.20	24,039.10	33,271.26	39,568.14	39,568.14
税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	407.00	737.00	1,289.00	1,805.00	2,151.00	2,151.00
管理费用	1,816.00	1,861.00	1,927.00	2,014.00	2,047.00	2,068.00
财务费用	-0.32	-0.59	-1.01	-1.40	-1.66	-1.66
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	-606.55	607.77	1,972.42	3,271.75	3,997.96	3,976.96
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

三、利润总额	-606.55	607.77	1,972.42	3,271.75	3,997.96	3,976.96
减：所得税费用	0.00	0.00	0.00	356.26	1,149.51	1,143.40
四、息前税后利润	-606.55	607.77	1,972.42	2,915.49	2,848.45	2,833.56
加：折旧及摊销	168.09	179.96	191.84	203.71	158.17	179.71
减：资本支出	140.75	140.75	140.75	140.75	306.80	228.72
减：营运资金增加	278.70	286.03	356.80	342.35	198.89	0.00
四、息税前现金流	-857.90	361.00	1,666.70	2,636.10	2,500.90	2,784.60
折现率	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
折现系数	0.9631	0.8935	0.8288	0.7688	0.7132	9.1437
六、现金流现值	-830.00	320.00	1,380.00	2,030.00	1,780.00	25,460.00
七、现金流现值累计值	30,140.00					
八、溢余资产	1,758.39					
九、非经营性资产（负债）	2,654.05					
十、企业价值	29,244.30					
十一、负债	0.00					
十二、股东全部权益价值	29,244.30					

2. 2019年和2020年营业收入预测对比

2019年和2020年预测时营业收入数据差异情况如下表所示：

单位：万美元

项目		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
2019 年预测时点	营业收入	17,137.38	29,226.50	40,360.62	47,762.44	47,762.44
2020 年预测时点	营业收入	8,939.07	19,899.77	32,165.06	45,600.29	53,785.66
差异率（%）		-47.84%	-31.91%	-20.31%	-4.53%	12.61%

由上表可见，预测期2021-2024年，2020年预测时点的预测收入低于2019年预测时点的预测收入，差异逐年收窄，主要原因系受到2020年美国新冠疫情的影响，公司医疗保险优势计划产品和基因检测相关业务开展受阻，市场拓展计划相应顺延。但是结合美国人口老龄化的趋势及美国保险行业的发展现状，公司管理层预计未来仍有较大的发展空间。

3. 2019年和2020年毛利率预测对比

2019年和2020年预测时毛利率数据差异情况如下表所示：

项目		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
2019 年预测时点	毛利率	18.70%	17.75%	17.57%	17.16%	17.16%
2020 年预测时点	毛利率	9.06%	14.62%	16.87%	17.99%	17.77%
差异率（%）		-51.55%	-17.63%	-3.98%	4.84%	3.55%

由上表可见，预测期2021年-2023年，2020年预测时点的毛利率低于2019年

预测时点的毛利率，主要原因系受到2020年美国新冠疫情影响，医疗保险优势计划产品的成本有所上升。目前MCAC公司提高CMS投标价水平，以此应对新冠疫情对成本的负面影响，且未来随着新冠疫情的好转及疫情防控常态化，预计毛利率将逐步恢复到正常水平。

4. 管理费用差异分析

2019年和2020年预测时管理费用数据差异情况如下表所示：

项目		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
2019 年预测时点	管理费用率	10.86%	6.59%	4.99%	4.29%	4.33%
2020 年预测时点	管理费用率	42.26%	19.30%	12.29%	8.83%	7.70%
差异率（%）		289.20%	192.75%	146.35%	105.95%	77.95%

由上表可见，2020年预测时点的管理费用率均高于2019年预测时点的管理费用率，主要原因包括：（1）2020年MCAC公司购置办公大楼及客户数据库，其对应的折旧和摊销导致管理费用率较以前年度上升；（2）MCAC公司为人才储备新招募员工，导致管理费用中职工薪酬有所上升。

5. 溢余资产、非经营性负债和带息负债差异分析

2019年和2020年预测时溢余资产、非经营性负债和带息负债差异情况如下表所示：

单位：万美元

项目	2019 年预测	2020 年预测	差异额
溢余资产	1,758.39	942.50	-815.89
非经营性负债	2,654.05	4,159.17	1,505.12
带息负债	0.00	2,279.55	2,279.55

溢余资产主要为溢余的货币资金，MCAC公司2020年底溢余资产较2019年底下降815.89万美元；非经营性负债系股东的投资款，MCAC公司2020年底较2019年底增加1,505.12万美元；付息债务系被分析单位向金融机构或其他单位、个人等借入的款项及相关利息，MCAC公司2020年底带息负债较2019年底增加2,279.55万美元。

2019年、2020年评估结果差异的主要原因包括：（1）受2020年新冠疫情的影响，公司医疗保险优势计划产品和基因检测相关业务开展受阻，管理层调整了未来盈利预测；（2）2020年人员扩张高于预期，且未来保持一定的增长，故本次预测调增了预测期人工成本；（3）2020年末MCAC公司溢余资产较2019年减少，导

致估值下降；（4）2020年年末MCAC公司非经营性负债和带息负债大幅提高。

综上所述，2019年、2020年估值结果差异较大的原因具有合理性，不存在利用有失公允的评估参数调节资产价值的情况。

四、评估中所使用的关于MCAC所在行业情况、实际经营情况、组织结构及财务数据等相关信息的来源，相关来源是否可靠，财务数据是否经审计，是否对信息真实性进行验证。

MCAC公司所在行业情况相关信息主要通过查询美国CMS官网以及Department of Economic and Social（美国经济社会局）相关文件获取；MCAC公司组织结构相关信息主要通过查阅各子公司的注册资料、章程和投资协议等文件进行核实；企业提供了经管理层签字确认的财务会计报表和会计账簿凭证。

价值分析人员于2019年12月15日-2019年12月23日对MCAC公司的实际经营情况进行现场核实。2020年新冠肺炎疫情在全球多国爆发，MCAC公司所在地为美国，受新型冠状病毒疫情入境政策影响，相关价值分析人员未能再次实施现场勘察程序，鉴于现阶段特殊条件限制，依据资产评估准则相关规定采用替代程序开展询问、访谈、核对、监盘、勘查等本应现场履行的评估程序：

价值分析人员与委托人、被分析企业进行了前期沟通，确定现场调查替代程序的工作方法、核查验证程序操作路径。向被分析企业提供价值分析业务需要提供的完整的价值分析所需资料清单，采用邮箱、微信等联系方式，指导被分析企业填表和讲解评估所需资料清单的收集准备要求。

与主要企业人员建立电子邮件通讯往来的方式获取评估所需的各类文件、合同、财务会计报表和会计账簿凭证、法律权属证明，并对收到的财务报表、财务数据、法律权属证明等文件进行账表和权证信息核对。

根据被分析企业的具体情况制订访谈计划、访谈对象、访谈提纲，通过电话会议或视频会议的方式对不同的访谈对象开展访谈工作，并做好访谈记录。

综上所述，价值分析中所使用的关于MCAC公司所在行业情况、实际经营情况、组织结构及财务数据等相关信息的来源是可靠的，价值分析人员对信息真实性采用相关替代程序进行了核实。

4. 年报显示，报告期内你公司对参股公司海润影视制作有限公司（以下简

称“海润影视”)确认公允价值变动损失8,750.06万元。你公司将该项投资计入非交易性权益工具投资并以公允价值计量,变动计入当期损益。你公司前期回复我部关注函称,2020年下半年以来海润影视新剧拍摄进度延缓,库存电视剧销售未及预期,2020年年底公司了解到海润影视相关重点剧集仍未实现销售,通过对未来净现金流折现的初步测算,判断该项投资的公允价值存在减值。

请你公司结合海润影视的主营业务和经营模式、投资海润影视以来的经营情况和业绩表现,说明经营环境和盈利状况是否发生重大变化,本次公允价值评估的具体计算过程,以前期间公允价值变动和减值准备计提是否合理。请年审会计师及评估机构发表明确意见。

答复:

一、本次公允价值评估的具体计算过程

1. 评估计算过程

结合本次评估目的和评估对象,采用企业自由现金流折现模型确定企业自由现金流价值,并分析海润影视溢余资产、非经营性资产(负债)的价值,确定海润影视的整体价值,并扣除海润影视的付息债务确定其股东全部权益价值。计算公式为:

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务

企业整体价值=企业自由现金流评估值+非经营性资产(负债)的价值+溢余资产价值

本次评估采用分段法对企业的收益进行预测,即将企业未来收益分为明确的预测期期间的收益和明确的预测期之后的收益。计算公式为:

企业自由现金流=息前税后利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金增加额

$$\text{企业自由现金流评估值} = \sum_{t=1}^n \frac{CFE_t}{(1+r_t)^t} + P_n \times (1+r_n)^{-n}$$

式中: n——明确的预测年限

CFE_t ——第t年的企业现金流

r——加权平均资本成本

t——未来的第t年

P_n ——第n年以后的连续价值

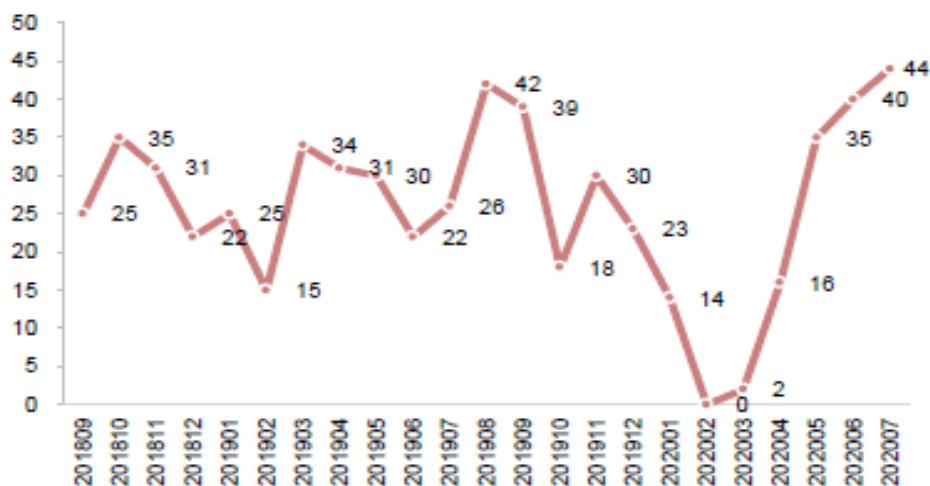
2. 关键参数的选取

(1) 营业收入

1) 电视剧销售

2019 年下半年起，随着供给侧改革效果的显现，电视剧开机数重新回升。受监管部门限古令、限外令等政策的施行影响，现实主义题材的作品占比逐渐提升。2020 年初，新冠疫情使得行业遭受影响，项目暂停、剧组停工、公司亏损，影视公司遭受重创。然而，在党和全国人民的共同努力下，疫情得到有效控制，很快就由停工停产状态向有序复工转变。期间，国家和地方出台多项政策扶持广播电视发展，加之影视基地、在拍剧组有序复工、严格监管，影视行业逐步恢复正常。随着复工复产的进行，电视剧开机数持续回升，整体行业复苏迹象明显。

2018 年 9 月到 2020 年 7 月电视剧开机部数变化



数据来源：电视剧鹰眼，西南证券整理

本次评估，对于海润影视公司已取得电视剧发行许可证、已经开拍、已经在后期制作中以及已明确立项的主创电视剧，通过已签约的发行单价或预计其未来发行单价乘以预计拍摄集数得出各剧的收入并乘以海润方投资比例，并对各剧的价格与市场上同类型电视剧的销售价格进行比较，以确认其合理性。对于尚未明确立项的主创剧，其销售价格主要通过分析公司已发行和计划发行电视剧的售价得出。海润影视公司经历了 2019 年和 2020 年的低谷后，已经基本了解了目前市场的动向与需求，也对相关政策有了较好的把握，储备项目经过长时间的打磨推

敲，也日益完善，预计未来年度收入将有明显的增长。随着经营规模的扩大，收入增长幅度将逐渐下降，至永续期时收入将保持稳定。

2) 广告销售

公司未来拟将重点放在电视剧的制作与发行上，广告销售业务板块不再开展，故本次评估不予预测。

3) 其他业务收入

其他业务收入主要为房屋租赁收入，对应的投资性房地产作为非经营性资产考虑，本次评估不予预测。

(2) 营业成本

海润影视公司的营业成本均为电视剧成本。电视剧的成本中，成本包括制作成本、发行费和收视费。

对于已立项的拟制作并发行的电视剧，其制作成本按照该剧的题材、类型、演员选择等实际情况进行预测并乘以海润方的投资比例得出；发行费按照制作成本的一定比例进行预测并乘以海润方的投资比例得出；收视费按照该剧预计投放平台的类型并参考历史收视费相关成本进行预测。

对于尚未立项的主创电视剧，其制作成本主要参考之前年度的平均单集制作成本，乘以集数得出。

在综合分析海润影视公司收入来源、市场状况及毛利率的影响因素及发展趋势的基础上，对公司预测期的营业收入及营业成本进行预测，具体预测数据见下表：

单位：万元

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
营业收入	14,161.73	30,382.08	46,283.02	55,770.94	60,480.00	60,480.00
毛利率	-5.27%	7.82%	19.41%	25.74%	26.00%	26.00%
营业成本	14,908.73	28,006.64	37,297.21	41,414.34	44,755.20	44,755.20

(3) 折现率

1) 折现率计算模型

企业自由现金流评估值对应的是企业所有者的权益价值和债权人的权益价值，对应的折现率是企业资本的加权平均资本成本(WACC)。

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

式中：WACC——加权平均资本成本；

Ke——权益资本成本；

Kd——债务资本成本；

T——所得税率；

D/E——企业资本结构。

权益资本成本按国际通常使用的 CAPM 模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + Beta \times ERP + R_c$$

式中：K_e——权益资本成本

R_f——无风险报酬率

Beta——权益的系统风险系数

ERP——市场风险溢价

R_c——企业特定风险调整系数

(4) 未来 5 年具体测算数据

单位：万元

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
一、营业收入	14,161.73	30,382.08	46,283.02	55,770.94	60,480.00	60,480.00
减：营业成本	14,908.73	28,006.64	37,297.21	41,414.34	44,755.20	44,755.20
税金及附加	8.71	40.17	90.18	127.72	139.35	139.35
销售费用	678.01	924.85	1,453.51	1,715.28	1,885.34	1,885.34
管理费用	1,698.80	1,860.70	2,043.50	2,184.30	2,345.20	2,344.80
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	7.08	15.19	23.14	27.89	30.24	30.24
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	-3,139.60	-465.48	5,375.48	10,301.42	11,324.67	11,325.07
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、息税前利润	-3,139.60	-465.48	5,375.48	10,301.42	11,324.67	11,325.07
减：企业所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	2,346.49	2,835.17
四、息前税后利润	-3,139.60	-465.48	5,375.48	10,301.42	8,978.18	8,489.90
加：折旧及摊销	212.39	229.32	259.25	239.06	230.42	229.98
减：资本支出	82.49	250.89	171.99	670.50	11.48	248.84

减：营运资金增加	-553.09	17,181.11	12,994.51	2,893.71	472.66	0.00
五、企业自由现金流	-2,456.61	-17,668.16	-7,531.76	6,976.26	8,724.47	8,471.04
折现率	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
折现系数	0.9395	0.8292	0.7319	0.6459	0.5701	4.2866
六、现金流现值	-2,308.00	-14,650.00	-5,512.00	4,506.00	4,974.00	36,312.00
七、现金流现值累计值	23,322.00					
八、溢余资产评估值	8,059.66					
九、非经营性资产价值	11,663.03					
十、企业价值	43,040.00					
十一、带息负债	0.00					
十二、股东全部权益价值	43,040.00					

评估机构对海润影视公司截至2020年12月31日的股东全部权益公允价值进行测算，评估依据充分，评估结果合理。

本页无正文，为《坤元资产评估有限公司对海峡创新互联网股份有限公司的问询函中有关评估事项的回复》之签字盖章页）

评估机构负责人：

潘文夫

经办资产评估师：

潘文夫

章波

郑宁

坤元资产评估有限公司

二〇二一年五月十八日