

中和资产评估有限公司关于深圳证券交易所《关于对 三维通信股份有限公司 2020 年年报的问询函》（公 司部年报问询函〔2021〕第 308 号） 资产评估相关问题回复之核查意见

深圳证券交易所：

由三维通信股份有限公司（以下简称“三维通信公司或公司”）转来的《关于对三维通信股份有限公司 2020 年年报的问询函》（公司部年报问询函〔2021〕第 308 号，以下简称问询函）奉悉。中和资产评估有限公司已对贵单位审核意见回复进行了认真核查，并就资产评估相关问题回复出具了本核查意见。

问题一：报告期末，巨网科技商誉账面价值 11.05 亿元，报告期内未计提减值准备。请你公司结合巨网科技主营业务开展情况、近三年主要财务数据、业绩承诺实现情况、商誉减值测算中关键参数确定（如预计未来现金流量现值时的预期增长率、稳定期增长率、折现率、预测期）等，详细说明巨网科技商誉减值准备的测算过程，未计提商誉减值准备的原因，相关盈利预测是否合理。请年审会计师及评估师核查并发表意见。（问询函第 2 条）

答复：

（一）商誉减值测算中关键参数

1. 预期增长率

预计未来现金流量现值时的预期增长率如下表：

单位：万元

项目/年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度	永续期
营业收入	993,289.63	1,115,593.06	1,247,458.48	1,338,057.41	1,390,551.86	1,390,551.86

营业收入 增长率	24.77%	12.31%	11.82%	7.26%	3.92%	0.00%
-------------	--------	--------	--------	-------	-------	-------

近三年营业收入情况见下表：

单位：万元

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度
主营业务收入	267,100.93	467,465.01	796,074.31
其中：广告代理	235,245.26	423,784.84	774,950.40
自媒体	27,572.25	36,659.09	15,114.75
游戏	3,573.92	6,960.46	5,988.51
其他	709.50	60.63	20.46
其他业务收入	52.21	0.13	-
合计	267,153.14	467,465.14	796,074.31

历史年度增长情况如下：

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度
主营业务收入			
其中：广告代理	289.86%	80.15%	82.86%
自媒体	134.54%	32.96%	-58.77%
游戏	-17.25%	94.76%	-13.96%
其他		-91.45%	-66.26%
综合增长率	249.54%	75.01%	70.30%

由上表可以看出，巨网科技广告代理业务一直持续高速增长，自媒体业务经历了高速发展趋于降速的阶段。广告代理业务主要分为腾讯 SMB、腾讯 KA、今日头条、粉丝通及快手的广告代理。目前在腾讯 SMB 业务份额占比约 30%，其中直营电商牌照排名第一，份额占比超过 50%。未来 SMB 业务将随着腾讯广告的业务发展而增加，但由于其在腾讯 SMB 客户中排名第一，占比较大，业务发展可能将会受限，其增长速度将趋缓，未来保持平稳。巨网科技在腾讯 KA 业务中 2019 年排名偏尾部，经过 2020 一年的发展，排名已升至腰部，目前腾讯 KA 业务已涉足代运营业务，目前已有相对成熟的代运营团队，且此块业务也是腾讯目前鼓励代理商涉足的业务，腾讯 KA 业务及腾讯 KA 代运营业务将是其未来主要发力的增长点。今日头条电商业务是巨网科技 2019 年开始发展的业务，主要服务群体为中小电商客户，巨网科技自 2019 年 4 月进入今日头条，2020 年加大头条业务的拓

展，今日头条电商业务得到了快速发展。今日头条 KA 业务是巨网科技 2020 年开始发展的业务，2020 年 2 月份开始进入今日头条 KA 业务，因上半年疫情影响，今日头条 KA 业务起量主要在下半年，且于 2020 年 9 月份开始拓展今日头条 KA 代运营业务，因今日头条电商业务受限，2021 年将主要发展今日头条 KA 业务同时大力拓展 KA 代运营业务。快手及百度电商也是其未来业务的一个方向，预计未来年度将保持平稳。

自媒体业务系以承包公众号广告位，通过为广告主派发广告的形式进行变现，主要依据万粉展示情况、广告主的广告类型、产品类型以及市场供需情况等综合定价，其主要结算模式包括 CPM 和 CPS，其中 CPM 是指按照公众号万粉展示计价，CPS 是指按照公众号推广带来的收入进行分成。其成本主要是租赁微信公众号广告位的摊销费用。

公司承包的公众号广告位收入，其主要的客户为中小电商客户，涉及线下业务，由于疫情期间大部分店铺停业、中小电商遭受重大打击，减少了广告投入，甚至有些中小电商退出行业；另一方面，疫情前期由于部分供应商延期复工、特殊交通管制、物流受阻等原因，对公司中小电商客户的互联网营销业务及线上销售业务的正常开展也带来一定影响，从而整体导致公司自媒体业务收入大幅度缩减。同时叠加广告市场热点转换、自媒体（微信公众号）业务本身变现能力的持续下降、微信公众号新增投入的大幅下降，从而导致自媒体业务收入大规模下降。管理层根据目前形势，预计未来年度不再新增公众号租赁投入。

根据《2020 中国互联网广告数据报告》显示，2020 年中国互联网克服全球疫情的严重影响，互联网广告全年收入 4,971.61 亿元（不包含港澳台地区），比 2019 年度增长 13.85%，增幅较上年减缓 4.35 个百分点，仍维持增长态势。

巨网科技管理层结合 2020 年业务开展情况对未来进行预测；根据互联网广告行业发展情况来看，未来年度巨网科技主营收入的增长率是有一定的实现可能性。

2. 稳定期增长率

公司稳定期采用 0 增长模式进行预测。

3. 折现率的计算过程

公司采用了加权平均资本成本估价模型（“WACC”）确定税后折现率，根据税前现金流采用税前折现率的折现值=税后现金流采用税后折现率的折现值，采用

单变量求解得出税前折现率。

WACC 模型可用下列数学公式表示：

$$WACC = k_e \times [E \div (D+E)] + k_d \times (1-t) \times [D \div (D+E)]$$

其中： k_e =权益资本成本

E =权益资本的市场价值

D =债务资本的市场价值

k_d =债务资本成本

t =所得税率

计算权益资本成本时，我们采用资本资产定价模型（“CAPM”）。CAPM 模型是普遍应用的估算股权资本成本的办法。CAPM 模型可用下列数学公式表示：

$$E[R_e] = R_f + \beta \times ERP + \alpha$$

其中： $E[R_e]$ =权益期望回报率，即权益资本成本

R_f =长期国债期望回报率

β =贝塔系数

ERP =市场风险溢价

α =特别风险溢价

(1) 用 CAPM 模型计算权益资本成本

CAPM 模型是国际上普遍应用的估算投资者股权资本成本的办法。

在 CAPM 分析过程中，我们采用了下列步骤：

1) 长期国债期望回报率（ R_f ）的确定。本次公司采用的数据为评估基准日距到期日十年以上的长期国债的到期收益率的平均值，经过汇总计算取值为 3.92%（数据来源：同花顺）。

2) ERP ，即股权市场风险溢价（ $E[R_m] - R_f$ ）的确定。

一般来讲，股权市场风险溢价即股权市场超额风险收益率，是投资者所取得的风险补偿额相对于风险投资额的比率，该回报率超出在无风险证券投资上应得的回报率。《监管规则适用指引——评估类第 1 号》对主要经营业务在中国境内的公司折现率计算的历史风险溢价数据选择，提出了优先选择利用中国证券市场数据的要求。

因此，我们以中国证券市场数据为基础，采用以下方法对股权市场风险溢价进行了分析。

① 首先确定市场期望报酬率 ($E[R_m]$) :

在本次测算中, 我们借助 WIND、同花顺以及财汇的数据系统, 对沪深 300 指数成份股不同区间的股票价格变动情况进行了分析, 对上述指标变动的几何平均值进行了计算, 得出不同年度平均的市场风险报酬率。

② 确定各年度的无风险报酬率 (R_f) :

采用计算区间内各年度年末距到期日十年以上的中长期国债的到期收益率的平均值作为当期对应的长期市场预期回报率。

③ 分别计算期间每年的市场风险溢价, 即 $E[R_m]-R_f$, 然后取平均值。

通过采用上述方法对多个期间不同口径的数据进行分析测算, 得到十年、二十年左右区间的股权市场风险溢价主要分布区间集中在 6-8%, 此区间的散点数据平均值为 7.01%。

④ 确定 ERP 取值

公司评估技术及风险控制委员会组织内部专家, 在对前述测算结果进行分析的基础上, 结合国家 GDP 历史数据、行业内 ERP 取值水平以及公司以前年度采用的股权市场风险溢价参数, 进行对比分析, 最终通过特尔菲法确定 ERP 为 7%, 作为本年度公司统一的股权市场风险溢价。

3) 确定可比公司市场风险系数 β 。我们首先收集了多家互联网广告行业上市公司的资料; 经过筛选选取在业务内容、资产负债率等方面与公司相近的 5 家上市公司作为可比公司, 查阅取得每家可比公司在距评估基准日 60 个月期间的采用周指标计算归集的风险系数 β (数据来源: 同花顺), 并剔除每家可比公司的财务杠杆后 (Un-leaved) β 系数, 计算其平均值作为公司的剔除财务杠杆后 (Un-leaved) 的 β 系数。无财务杠杆 β 的计算公式如下:

$$\beta_u = \beta_l / [1 + (1-t)(D/E)]$$

其中: β_u =无财务杠杆 β

β_l =有财务杠杆 β

t=所得税率

D=债务资本的市场价值

E=权益资本的市场价值

根据公司的财务结构进行调整, 确定适用于公司的 β 系数。计算公式为:

$$\beta_l = \beta_u \times [1 + (1-t)(D/E)]$$

其中： β_u =无财务杠杆 β

β_l =有财务杠杆 β

t =所得税率

D =债务资本的市场价值

E =权益资本的市场价值

4) 特别风险溢价 α 的确定，我们考虑了以下因素的风险溢价：

规模风险报酬率的确定

世界多项研究结果表明，小企业要求平均报酬率明显高于大企业。通过与入选沪深 300 指数中的成份股公司比较，产权持有单位的规模相对较小，因此公司认为有必要做规模报酬调整。根据公司的比较和判断结果，公司认为追加 1% 的规模风险报酬率是合理的。

个别风险报酬率的确定

个别风险指的是产权持有单位相对于同行业企业的特定风险，一般认为这些个别风险包括，但不局限于：

客户(供应商)聚集度过高特别风险

所谓客户(供应商)聚集度是指产权持有单位其客户(供应商)过于集中在一个或几个少数客户(供应商)，由于过于集中就会出现一旦这些客户(供应商)违约或出现问题，则直接会给产权持有单位的经营带来重大影响。

巨网科技的广告代理业务合作的广告媒体商主要为腾讯、头条等，特别是对腾讯广告的依赖性比较大，腾讯 SMB 及腾讯 KA 的广告业务占比较大，腾讯广告的返利政策的变动会给巨网科技的经营带来重大影响。KA 业务主要集中于部分大客户，大客户的违约也将直接带来较大的经营风险。

核心人才流失特别风险

互联网行业属于技术密集型行业，对专业人才的依赖性较强。引进专业人才并保持核心人员稳定是巨网科技生存和发展的根本，是公司的核心竞争力所在。若公司的激励和约束机制未能持续吸引人才，将对公司经营带来不利影响。

业务违规特别风险

巨网科技的主营业务为向客户提供互联网广告服务，广告形式、内容等要受到互联网行业监管政策或法规的约束，尽管公司已建立了较为完善的业务流程、客户服务流程和内部控制制度，通常能够保证广告业务活动的合规性。但是，如

果公司因对客户资质、身份审查不充分、对客户的产品或服务理解不到位、对广告内容审查出现疏漏或公司相关岗位的员工工作懈怠而导致广告内容不准确或具有误导性，或者客户刻意隐瞒其产品或服务的真实信息而导致公司不能及时发现问题的，则公司可能会因广告业务活动不合规而导致公司存在被处罚或被索偿的风险。

管理者特别风险

有经验的管理者往往可以做出正确的决策，在应对复杂的市场竞争中处于有利地位，特别是对于某些具有非常影响力的人物，公司的发展往往非常依赖这些具有影响力的人物，一旦这些人物出现问题，则对公司的经营会产生巨大影响，这些就会造成管理者特别风险。目前，巨网科技在应对复杂的市场竞争、维护客户及供应商的关系及判断业务发展方向等方面，非常依赖于公司管理层的部分核心人员。

出于上述考虑，公司将个别风险报酬率确定为 1%。

根据以上分析计算，公司确定权益资本成本为 12.60%。

(2) 运用 WACC 模型计算加权平均资本成本

WACC 模型是国际上普遍应用的估算投资资本成本的办法。WACC 模型可用下列公式表示：

$$WACC = k_e \times [E \div (D+E)] + k_d \times (1-t) \times [D \div (D+E)]$$

其中： k_e = 权益资本成本

E = 权益资本的市场价值

D = 债务资本的市场价值

k_d = 债务资本成本

t = 所得税率

在 WACC 分析过程中，我们采用了下列步骤：

- 1) 权益资本成本 (k_e) 采用 CAPM 模型的计算结果。
- 2) 以可比公司资本结构作为其目标资本结构。
- 3) 债务资本成本 (k_d) 采用全国银行间同业拆借中心 2020 年 12 月 21 日公布的 1 年期贷款市场报价利率 (LPR) 利率 3.85%。
- 4) 所得税率 (t) 采用目标公司适用的法定税率。

根据以上分析计算，公司确定税后折现率为 11.60%。

根据税前现金流采用税前折现率的折现值=税后现金流采用税后折现率的折现值，采用单变量求解得出税前折现率为 15.39%。

4. 收益预测期的确定

公司采用永续年期作为收益期。采用两阶段模型，其中：第一阶段为 2021 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日，预测期为 5 年。在此阶段中，根据对资产组的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 2026 年 1 月 1 日至永续经营，在此阶段中资产组的净现金流在 2025 年的基础上将保持稳定。

(二) 盈利预测的合理性

1. 营业收入的预测合理性

单位：万元

项目	营业收入	增长率	备注
2018 年度	267,153.14		实际金额
2019 年度	467,465.14	74.98%	
2020 年度	796,074.31	70.30%	
2021 年度	993,289.63	24.77%	预测金额
2022 年度	1,115,593.06	12.31%	
2023 年度	1,247,458.48	11.82%	
2024 年度	1,338,057.41	7.26%	
2025 年度	1,390,551.86	3.92%	
稳定期	1,390,551.86	0.00%	

巨网科技管理层结合 2020 年业务开展情况进而编制 2021 年-2025 年的预算收入，预测未来营业收入增长呈现由高到低的过程；根据互联网广告行业发展情况来看，未来年度巨网科技主营收入的增长率是合理的。

2. 主要成本费用科目的预测合理性

项目	实际各项目与营业收入的比例			未来预测各项目与营业收入的比例					
	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度	稳定期
营业成本	90.2%	93.8%	98.4%	97.8%	97.2%	97.3%	97.5%	97.5%	97.5%
税金及附加	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

销售费用	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	0.7%	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
研发费用	1.1%	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

各成本费用项目与当期营业收入的比例保持稳定，预测金额合理。

3. 折旧摊销的预测合理性

单位：万元

项目	未来预测						
	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	稳定期
折旧摊销	22,965.33	14,134.91	2,965.63	573.45	533.25	464.24	

根据巨网科技 2020 年 12 月 31 日现有资产情况，根据资产购入时间、预期使用年限、折旧摊销方法及残值率等对未来折旧进行测算，预测金额合理。

4. 营运资金

单位：万元

项目	未来预测						
	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	稳定期
营运资金	10,050.38	26,307.14	29,622.84	33,179.52	35,620.89	37,025.11	37,025.11
营业收入	796,074.31	993,289.63	1,115,593.06	1,247,458.48	1,338,057.41	1,390,551.86	1,390,551.86
营运资金占营业收入的比例	1.26%	2.65%	2.66%	2.66%	2.66%	2.66%	2.66%
营运资金增长额		16,256.76	3,315.70	3,556.68	2,441.37	1,404.22	

营运资金占营业收入的比例稳定，营运资金变动的预测金额合理。

综上，公司的相关盈利预测指标是合理的。

(三) 资产评估师核查意见

经核查，我们认为：商誉减值测试中预测未来现金流量现值时的预期增长率、稳定期增长率、折现率、预测期、盈利预测数据等具有合理性。

（本页无正文，为《中和资产评估有限公司关于深圳证券交易所《关于对三维通信股份有限公司 2020 年年报的问询函》（公司部年报问询函〔2021〕第 308 号）资产评估相关问题回复之核查意见》之签章页）

中和资产评估有限公司

二〇二一年六月十一日

