（上接D18版）

前次商誉减值测试和本次商誉减值测试费用率预测情况见下表：

项目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
前次商誉减值测试时点	费用率(%)	4.71%	4.80%	4.90%	4.96%	5.03%	5.01%
本次商誉减值测试时点	费用率(%)		3.87%	4.15%	4.35%	4.55%	4.78%

各项费用预测时主要结合历史年度的发生情况及未来各项费用的变化趋势进行预测。本次商誉减值测试时点的费用率均低于前次商誉减值测试时点的费用率，其主要原因为：公司业务结构转变，计划缩减销售费用和管理费用中的人员配置，相关人工支出有所下降，导致费用率有所下降。

（4）净利润及净利润率的预测

结合本次评估目的和评估对象，采用税前现金流折现模型确定委估资产组组合现金流价值。故本次采用息税前利润率来分析利润率的合理性。

净利润及净利润率预测情况见下表：

项目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
前次商誉减测试值时点	息税前利润(万元)	14,302.56	15,212.61	16,060.95	16,897.30	17,612.35	17,645.55
	利润率(%)	8.51%	8.96%	9.36%	9.75%	10.07%	10.09%
本次商誉减值测试时点	息税前利润(万元)		9,682.20	9,793.10	9,857.00	9,479.80	9,279.90
	利润率(%)		5.79%	6.77%	7.47%	7.72%	8.12%

本次商誉减值时点的净利润低于前次商誉减值时点的净利润，其主要原因为：本次商誉减值时点预计公司收入规模将逐步缩减，导致利润下滑。

本次商誉减值时点的净利润率低于前次商誉减值时点的净利润率，其主要原因为：传统互联网营销行业受到直播带货和电商平台的冲击，整体行业利润率下滑。

（5）企业自由现金流的预测

本次评估中预期收益口径采用税前现金流，故以税前现金流进行具体分析。

税前现金流＝息税前利润＋折旧及摊销－营运资金增加额－资本性支出

现金流预测情况见下表：

项目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
前次商誉减值测试时点	现金流(万元)	12,742.50	29,970.20	21,691.10	22,898.00	18,431.70	15,428.30
本次商誉减值测试时点	现金流(万元)		32,738.40	31,123.50	23,943.00	20,445.30	18,739.60

本次商誉减值时点的现金流均高于前次商誉减值时点的现金流，其主要原因为：本次商誉减值测试时点预计泰一指尚收入规模将逐步缩减，导致预测期营运资金流入，最终导致本次商誉减值测试时点的税前现金流高于前次商誉减值。

（6）折现率的选取

折现率关键参数取值情况见下表：

参 数	2019 年取值	2020 年取值
无风险报酬率 Rf	3.43%	3.44%
权益的系统风险系数 Beta	1.0810	1.3829
市场风险溢价 ERP	6.04%	7.09%
企业特定风险调整系数 Rc	2.00%	2.00%
债务资本成本 Kd	4.15%	3.85%
权益资本成本 Ke	11.95%	15.24%
税后 WACC	10.30%	11.50%
折现率(税前 WACC)	11.73%	13.65%

无风险报酬率 Rf 采用评估基准日交易的长期国债品种实际收益率确定。前次商誉减值测试时点无风险报酬率与本次商誉减值测试时点基本持平。

权益的系统风险系数 Beta 以同行业上市公司 Beta 为基础按泰一指尚的所得税率、资本结构进行调整确定。前次商誉减值测试与本次商誉减值测试所取的可比上市公司一致，分别为华扬联众、省广集团、蓝色光标和利欧股份。2020 年 Beta 取值较 2019 年大幅上升，其主要原因系可比上市公司股票波动所致。

市场风险溢价 ERP 选用近 10 年沪深 300 指数成分股的各年末交易收盘价作为基础数据进行测算确定。2020 年度受股票市场涨幅较好的影响，市场风险溢价 ERP 计算值为 7.09%，较上年度有所上涨。

本次商誉减值测试时点企业特定风险调整系数 Rc 的确定和前次商誉减值测试时点保持一致。

前次商誉减值测试时点的债务资本成本以基准日一年期 LPR 利率 4.15%确定；本次商誉减值测试时点基准日一年期 LPR 利率下降至 3.85%。

（二）泰一指尚报告期内主要财务数据以及与以前年度商誉减值测试预测的差异情况，并结合上述情况说明公司本期商誉减值计提是否充分、准确，是否符合谨慎性要求

泰一指尚告期内主要财务数据与前次商誉减值测试预测的差异情况如下表所示：

项目	报告期	前次商誉减值测试时点 2020 年预测数	差异率
营业收入(万元)	209,445.56	168,017.00	24.66%
营业成本(万元)	193,014.39	145,504.20	32.65%
毛利率(%)	7.85%	13.40%	−41.42%
利润总额(万元)	4,650.92	14,302.56	−67.48%

2020 年新冠疫情对于互联网用户的消费习惯产生了持续性的影响，疫情使得人们对于线上消费的需求大幅增加，直播带货、社区团购等多种消费模式随之快速发展。直播带货系短视频与直播的融合产物，品牌借助新的中间商与媒介方式，将产品以更短链路送达消费者的购物车。消费者根据主播选品的推荐按需购买，拿到相对最优的价格让利，中间商与媒介赚取广告费、坑位费与流量。在疫情的催化下，社区团购成为特殊时期的“战备导弹”，将最后一公里的生意做到了生活社区，使得互联网不断拉近与消费者的距离。

直播带货和社区团购等新媒介的崛起进一步加剧了行业竞争，传统互联网营销行业利润越来越薄。2020 年泰一指尚实现收入 209,445.56 万元，较前次商誉减值测试时点的预测数有所增长，但行业的竞争加剧和互联网营销成本逐年攀升直接导致公司毛利率大幅下降，报告期内实现净利润仅 3,561.82 万元，远不及预期。

与同行业可比上市公司毛利率走势基本相符，如下表所示：

序号	证券代码	证券名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
1	603825.SH	华扬联众	11.22%	11.54%	11.72%	12.96%
2	002400.SZ	省广集团	12.21%	14.34%	15.10%	10.37%
3	300058.SZ	蓝色光标	18.20%	11.72%	8.92%	6.43%
4	002131.SZ	利欧股份	15.49%	11.51%	5.42%	4.00%
	行业平均		14.28%	12.28%	10.29%	8.44%

数据来源：同花顺 iFinD

传统互联网营销广告（搜索广告）行业红利期已过，逐渐进入发展的瓶颈期，且竞争激烈。面对传统互联网营销行业环境的恶化，公司管理层调整业务结构，未来着力于直播带货和电商领域的业务拓展，计划缩减互联网营销服务的营业收入规模，故本次预测调减了预测期该板块收入。

2020 年营销数据分析服务收入不及预期，根据目前在手订单金情况，未来继续增长的可能性较小，预计未来营销数据分析服务收入只能保持历史年度的水平。

泰一指尚近年来加强了收款管理，完善了应收账款催收和管理制度，针对规模较大的应收账款，建立了有效的催收和考核机制。泰一指尚将应收账款以项目为单位，分解落实到各业务单元，实时跟踪、定期进行汇总分析，确保每笔应收账款有跟踪、有反馈。历史年度泰一指尚应收账款周转率逐年上升，且本次商誉减值测试时点预计泰一指尚收入规模将逐步缩减，导致预测期营运资金流入，预计未来年度现金流情况将趋向好转。

综上所述，结合行业发展趋势、公司经营策略的调整及合同签订情况，进行盈利预测，相关参数的选取依据充分，本期商誉减值计提充分、准确，否符合谨慎性要求。

（三）以前年度是否存在应当计提减值而未计提的情况

泰一指尚 2016-2018 年度均完成了相关业绩承诺，根据坤元资产评估有限公司出具的评估报告，泰一指尚相关资产组组合具有比较强的盈利能力，其可回收价值高于包含商誉的资产组组合的账面价值，因此相关商誉未出现减值；2019 年度，泰一指尚业绩承诺实现率为 47.41%，虽然未完成业绩承诺，但相关的资产组组合仍具有较强的盈利能力，相关资产组组合的可收回价值较包含商誉的资产组组合的账面价值低 2,757.39 万元，因此 2019 年度计提商誉减值损失 2,757.39 万元。以前年度不存在应当计提减值而未计提的情况，符合企业会计准则的相关规定。

（四）请年审会计师说明针对商誉减值执行的审计程序与获取的审计证据，并就公司商誉减值准备计提时点是否恰当，金额是否充分、谨慎，前期会计处理是否存在重大会计差错等发表核查意见

1、2019 及 2020 年度，泰一指尚商誉减值测试的具体过程及商誉减值计提情况

（1）2019 年商誉减值测试过程

单位：万元

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续期
一、营业收入	168,017.00	169,818.70	171,602.30	173,330.50	174,963.70	174,963.70
减：营业成本	145,504.20	146,152.90	146,832.60	147,532.50	148,239.50	148,239.50
税金及附加	126.90	128.30	129.60	130.90	132.10	132.10
销售费用	1,356.80	1,411.60	1,467.90	1,511.10	1,555.70	1,554.60
管理费用	1,531.60	1,599.10	1,670.50	1,724.90	1,785.80	1,775.50
研发费用	5,021.90	5,139.30	5,264.00	5,355.30	5,458.00	5,436.20
财务费用	5.04	5.09	5.15	5.20	5.25	5.25
资产减值损失	168.00	169.80	171.60	173.30	175.00	175.00
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	14,302.56	15,212.61	16,060.95	16,897.30	17,612.35	17,645.55
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	14,302.56	15,212.61	16,060.95	16,897.30	17,612.35	17,645.55
加：折旧及摊销	241.55	274.26	314.60	325.15	352.39	319.19
减：资本支出	564.47	210.44	319.89	42.09	109.14	290.99
减：营运资金增加	−348.96	−16,596.12	−7,655.78	−7,856.74	−2,815.00	0.00
四、息税前现金流	14,328.59	31,872.55	23,711.45	25,037.11	20,670.61	17,673.75
折现率	11.73%	11.73%	11.73%	11.73%	11.73%	11.73%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
折现系数	0.9461	0.8467	0.7578	0.6783	0.6071	5.1753
五、现金流现值	13,560.00	26,990.00	17,970.00	16,980.00	12,550.00	91,470.00
六、税前现金流评估值	179,500.00					

（2）2020 年商誉减值测试过程

单位：万元

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
一、营业收入	167,230.60	144,696.00	131,926.40	122,732.30	114,273.70	114,273.70
减：营业成本	150,072.50	128,028.20	115,534.70	106,924.30	98,846.40	98,846.40
税金及附加	170.40	147.40	134.40	125.10	116.40	116.40
销售费用	891.60	884.60	877.90	878.60	885.30	885.30
管理费用	1,466.10	1,464.00	1,463.60	1,478.10	1,497.70	1,527.20
研发费用	4,073.10	3,621.90	3,368.90	3,204.50	3,050.30	3,115.20
财务费用	38.50	33.30	30.30	28.20	26.30	26.30
资产减值损失	836.20	723.50	659.60	613.70	571.40	571.40
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	9,682.20	9,793.10	9,857.00	9,479.80	9,279.90	9,185.50
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	9,682.20	9,793.10	9,857.00	9,479.80	9,279.90	9,185.50
加：折旧及摊销	173.14	178.67	188.44	215.68	228.98	323.37
减：资本支出	164.31	136.61	239.60	308.80	260.14	435.96
减：营运资金增加	−24,660.70	−22,901.40	−15,750.36	−12,729.38	−11,120.22	0.00
四、息税前现金流	34,351.73	32,736.56	25,556.19	22,116.06	20,368.97	9,072.91
折现率	13.65%	13.65%	13.65%	13.65%	13.65%	13.65%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
折现系数	0.9380	0.8254	0.7262	0.6390	0.5623	4.1191
五、现金流现值	32,220.00	27,020.00	18,560.00	14,130.00	11,450.00	37,370.00
六、税前现金流评估值	140,800.00					

（3）商誉减值计提情况

项 目	2019 年度	2020 年度
资产组或资产组组合(包含可辨认无形资产)的构成	泰一指尚相关的资产组组合	
资产组或资产组组合的账面价值	1,028,830,983.02	1,135,738,595.32
分摊至本资产组或资产组组合的商誉账面价值及分摊方法	793,742,906.49	766,169,016.98
包含商誉的资产组或资产组组合的账面价值	1,822,573,889.51	1,901,907,612.30
包含商誉的资产组组合可收回金额为	1,795,000,000.00	1,408,000,000.00
商誉减值	27,573,889.51	493,907,612.30

2、针对商誉减值执行的审计程序与获取的审计证据

（1）针对商誉减值测试，执行的主要审计程序包括：

1）了解与商誉减值相关的关键内部控制，评价这些控制的设计，确定其是否得到执行，并测试相关内部控制的运行有效性；

2）复核管理层以前年度对未来现金流量现值的预测和实际经营结果，评价管理层过往预测的准确性；

3）了解并评价管理层聘用的外部估值专家的胜任能力、专业素质和客观性；

4）评价管理层在减值测试中使用方法的合理性和一致性；

5）评价管理层在减值测试中采用的关键假设的合理性，复核相关假设是否与总体经济环境、行业状况、经营情况、历史经验、运营计划、管理层使用的与财务报表相关的其他假设等相符；

6）测试公司管理层聘任的评估机构在减值测试中使用数据的准确性、完整性和相关性，并复核减值测试中有关信息的内在一致性；

7）测试管理层对预计未来现金流量现值的计算是否准确。

（2）商誉减值测试获取的主要审计证据

1）浙江富润公司关于商誉减值测试内部控制制度；公司商誉减值测试内部控制制度规定根据会计准则的相关规定，相关内部控制度规定每年公司均对商誉所在的资产组可收回金额进行测试以测试商誉是否存在减值，必要时聘请外部独立估值专家进行资产组可收回金额的测试。

2）公司聘请的资产评估机构出具的以商誉减值测试为评估目的的评估报告；会计师获取了管理层聘用的资产评估机构出具的以 2020 年 12 月 31 日为基准日的、以商誉减值测试为评估目的的评估报告，并对评估师的专业胜任能力和客观性进行评价。浙江富润公司聘请了坤元资产评估有限公司(以下简称坤元评估)对泰一指尚资产组可收回金额进行了评估，相关评估师均从业多年且商誉良好，富有商誉减值测试评估经验，有专业胜任能力完成该估值项目。我所项目组与评估师就评估方法、评估参数的选取等与评估师在评估工作开始前和评估结论出具前进行了多次沟通并达成了一致意见。

3）公司商誉减值测试的计算过程；项目组与公司管理层及独立评估专家讨论，分析管理层对浙江富润公司商誉所属资产组的认定和进行商誉减值测试时采用的关键假设和方法，包括：未来现金流量的预测、未来增长率和适用的折现率等相关假设，评价相关假设和方法的合理性。公司的关键假设包括收入增值率、毛利率、折现率等。我所项目组复核并重新计算了评估专家的可收回金额测算表，并检查了折现率的计算过程和样本选择过程，未发现存在明显不合理之处。

4）获取管理层计提商誉减值的审批决议等。

3、公司商誉减值准备计提时点恰当，金额充分、谨慎，前期会计处理不存在重大会计差错

通过执行上述审计程序，年审会计师认为，泰一指尚 2016-2018 年度均完成了相关业绩承诺，且在 2016-2018 年末预测时点，因泰一指尚代理商客户的成功开发和导入直接导致销售收入大幅增长，根据资产评估机构出具的评估报告，泰一指尚相关资产组组合具有比较强的盈利能力，其可回收价值高于包含商誉的资产组组合的账面价值，因此相关商誉未出现减值；2019 年度，泰一指尚业绩承诺实现率为 47.41%，未完成业绩承诺，同时在 2019 年预测时点，互联网营销行业超级红利期逐渐衰退，市场竞争激烈，整体行业增速放缓。泰一指尚经过 2018 年和 2019 年的快速发展，营业收入已达一定规模，市场的再拓展难度加大，同时泰一指尚管理层调整了经营策略，未来侧重于现有客户的维护和深耕，挖掘品牌客户的需求，以优化资源来保证一定的利润空间，不再以“量”实现业绩增长。因此，在 2019 年预测时点，充分考虑公司未来经营策略的调整以及行业发展趋势，预计未来泰一指尚互联网营销业务收入规模将维持在 2019 年的水平，不再增长。按照该收入水平进行预测，相关的资产组组合仍具有较强的盈利能力，相关资产组组合的可收回价值较包含商誉的资产组组合的账面价值低 2,757.39 万元，因此 2019 年度计提商誉减值损失 2,757.39 万元。2020 年度，泰一指尚业绩进一步下滑，业绩承诺实现率仅为 12.14%，而且随着直播带货和社区团购等新媒介的崛起进一步加剧了行业竞争，传统互联网营销行业毛利率进一步下降，利润越来越薄，2020 年泰一指尚实现互联网营销服务收入 187,788.23 万元，虽较 2019 年预测数有所增长，但行业的竞争加剧和互联网营销成本逐年攀升直接导致公司毛利率大幅下降，2020 年实现净利润仅 3,561.82 万元，远不及预期。面对传统互联网营销行业环境的进一步恶化，泰一指尚管理层开始调整业务结构，计划缩减互联网营销服务的营业收入规模，通过优化业务结构来逐步提高公司盈利能力。因此，在 2020 年预测时点，结合互联网广告行业的发展现状及泰一指尚管理层的对业务结构的调整，对泰一指尚预测期互联网营销服务收入进行预测，未来年度收入规模呈现缩减趋势，原收购泰一指尚时相关资产组组合的盈利能力低于预期，相关资产组组合发生较大减值，因此根据评估结果计提商誉减值损失 49,390.76 万元。

年审会计师认为，泰一指尚商誉减值准备计提时点恰当，金额充分、谨慎，前期会计处理不存在重大会计差错。

问题 7.年报显示，杭州卡赛为报告期新并购公司，报告期末商誉账面价值 1561 万元。杭州卡赛自购买日至期末实现营业收入 4007.67 万元，实现净利润 -1320.95 万元。请公司：（1）补充披露报告期内杭州卡赛商誉减值测试具体步骤和详细计算过程，并结合行业现状、未来行业发展趋势说明具体指标选取情况、选取依据及合理性，包括营业收入、收入增长率、净利润、毛利率、费用率、净利率水平、自由现金流、折现率等重点指标的来源及合理性；（2）结合上述情况说明公司收购当年标的资产亏损但未计提商誉减值的原因及合理性。请公司年审会计师核查并发表意见。

回复：

（一）补充披露报告期内杭州卡赛商誉减值测试具体步骤和详细计算过程，并结合行业现状、未来行业发展趋势说明具体指标选取情况、选取依据及合理性，包括营业收入、收入增长率、净利润、毛利率、费用率、净利率水平、自由现金流、折现率等重点指标的来源及合理性

1、商誉减值测试具体步骤

被投资单位	资产组可回收价值与账面价值之间的差额			若 C<0，商誉发生减值		
	可收回价值(A)	账面价值(B)	差额(C)	计提商誉减值准备 D=-C*持股比例	以前年度计提的商誉减值准备(E)	累计计提的商誉减值准备(D+E)
杭州卡赛	66,000,000.00	60,886,989.89	5,113,010.11			

（1）资产组组合可回收金额计算过程

①预测方法的选择

根据杭州卡赛资产特性、《以财务报告为目的的评估指南》和企业会计准则的相关规定，本次所选用的价值类型为资产组组合的可回收价值。可回收价值等于相关资产组组合预计未来现金流量的现值或者公允价值减去处置费用的净额的孰高者。

① 预计未来现金流量现值

资产组组合预计未来现金流量的现值，按照资产组组合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加以确定。

② 公允价值减去处置费用后净额

资产组组合的公允价值减去处置费用后的净额，根据公平交易中销售协议价格减去可直接归属于该资产组组合处置费用的金额确定。在不存在销售协议但存在活跃市场的，按照该资产组组合的市场价格减去处置费用后的金额确定。在不存在销售协议和活跃市场的情况下，则以可获取的最佳信息为基础，估计资产组组合的公允价值减去处置费用后的净额，该净额参考同行业类似资产组组合的最近交易价格或者结果进行估计。

2）商誉减值测试具体测算过程

单位：万元

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
一、营业收入	30,000.00	34,500.00	38,640.00	42,504.00	45,904.32	45,904.32
减：营业成本	27,900.00	31,740.00	35,162.40	38,253.60	41,313.89	41,313.89
税金及附加	16.00	18.50	20.70	22.70	24.60	24.60
销售费用	48.70	52.50	56.80	61.30	66.20	66.20
管理费用	635.50	673.70	713.90	756.00	801.20	804.20
研发费用	651.10	693.90	739.70	788.70	841.10	841.10
财务费用	−2.30	−2.60	−2.90	−3.20	−3.40	−3.40
资产减值损失	15.00	17.30	19.30	21.30	23.00	23.00
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	736.00	1,306.70	1,930.10	2,603.60	2,837.73	2,834.73
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	736.00	1,306.70	1,930.10	2,603.60	2,837.73	2,834.73
加：折旧及摊销	13.52	15.29	16.87	17.94	19.52	24.94
减：资本支出	21.26	25.38	5.00	5.00	5.00	23.09
减：营运资金增加	7,612.38	1,712.40	1,561.06	1,443.59	1,314.56	0.00
四、企业自由现金流	−6,884.12	−415.79	380.91	1,172.94	1,537.69	2,836.58
折现率	13.76%	13.76%	13.76%	13.76%	13.76%	13.76%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
折现系数	0.9376	0.8242	0.7245	0.6368	0.5598	4.0684
五、现金流现值	−6,500.00	−400.00	100.00	600.00	700.00	12,100.00
六、税前现金流评估值	6,600.00					

2、关键参数的选取

（1）营业收入及收入增长率的预测

随着社交媒体、短视频、音频、直播等新媒体传播平台的快速发展，促成了大量新媒体从业者的诞生和自媒体的繁荣，杭州卡赛紧密关注并把握这一营销发展趋势，整合新媒体和电商行业，为运营商提供品牌策划、自媒体营销等服务。杭州卡赛与泰一指尚均属于互联网和相关服务业，但细分行业略有不同。

1）行业发展情况

根据艾瑞广告主调研显示，广告主计划增加线上媒体预算的意愿最强，其次是营销技术，线上媒体一直是广告主重点投入的板块，而营销技术预算的增加，意味着经过周期性的市场教育，广告主也逐渐认识到营销技术使用的必要性。在广告主最关注的线上媒体营销方式调研情况中，超过 5 成广告主最关注直播营销和短视频营销。相对于其他的线上媒体营销方式，视频和直播承载更高维的信息密度，具有实时性和互动性特点，能提升其真实性和趣味性；另一方面，以短视频和直播为代表的视频内容形式更容易实现用户流量的集聚，可以充分调动用户碎片化时间。

在广告主计划增加预算的广告形式中，超过 5 成广告主计划增加内容营销预算，其次是电商广告。同时，有 50.6%的广告主认为内容营销的价值是能够更好的传播和建立品牌形象，有 46.2%的广告主认为内容营销能够更好地传达深度的营销信息。在众多的形式中，内容营销能对提升品牌价值和建立良好的品牌形象有积极作用，可以让产品价值可触摸，而电商广告销售导向更强，两种形式完美匹配了广告主品效合一的诉求。

2）收入及增长率预测情况

历史年度杭州卡赛收入增长率情况如下表所示：

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入(万元)	5,499.82	2,392.82	5,275.76
增长率(%)		−56.49%	120.48%

杭州卡赛所处的细分行业具有较大的发展前景，受益于直播带货和电商平台等新媒体的崛起，2019 年 -2020 年杭州卡赛收入增长率分别为 -56.49%和 120.48%，2019 年度营业收入下降主要系杭州卡赛拟进行转型，逐步减少品牌营销推广服务业务，2020 年开始介入运营商号卡推广服务后，营业收入呈现快速增长。

截至问询函回复日，杭州卡赛 2021 年 1-3 月实现收入 7,424.94 万元，已覆盖 2020 年全年数。根据公司每月流水推算，预计 2021 年收入规模将维持在 3 亿左右。本次评估结合行业发展趋势、公司历史年度经营情况及市场开拓情况，确定预测期营业收入的增长率，以此对未来年度营业收入进行预测。

收入及增长率预测情况见下表：

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
营业收入(万元)	30,000.00	34,500.00	38,640.00	42,504.00	45,904.32	45,904.32
增长率(%)	468.64%	15.00%	12.00%	10.00%	8.00%	0.00%

（2）毛利率的预测

杭州卡赛营业成本主要系资源成本，历史年度毛利率均为负值，由于杭州卡赛处于快速发展阶段，历史毛利率参考性较弱。2021 年 1-3 月，杭州卡赛未经审计的毛利率为 6.91%，随着业务的扩大，规模效应将得以体现，预计未来公司毛利率将呈现上升态势，逐步达到行业平均水平。

同行业可比上市公司毛利率情况如下：

序号	证券代码	证券名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
1	603825.SH	华扬联众	11.22%	11.54%	11.72%	12.96%
2	002400.SZ	省广集团	12.21%	14.34%	15.10%	10.37%
3	300058.SZ	蓝色光标	18.20%	11.72%	8.92%	6.43%
4	002131.SZ	利欧股份	15.49%	11.51%	5.42%	4.00%
行业平均			14.28%	12.28%	10.29%	8.44%

数据来源：同花顺 iFinD

本次预测主要参考期后杭州卡赛的毛利率情况，并结合同行业可比上市公司的毛利率水平进行预测。

杭州卡赛毛利率预测情况见下表：

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
毛利率(%)	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%	10.00%	10.00%

（3）费用率的预测

杭州卡赛的费用主要包括销售费用、管理费用、研发费用和财务费用。根据商誉减值相关会计准则，资产组组合未来现金流量不应当包括筹资活动产生的现金流入或者流出，故本次预测财务费用系不含利息支出的费用。

销售费用的预测：销售费用主要由职工薪酬、租赁费、业务招待费等构成。对于职工薪酬，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；对于租赁费，预测时以当年所签订的租赁合同为基础，并在未来年度考虑了租赁费的增长。对于其他销售费用的预测主要采用趋势分析法，以营业收入为参照系数，根据历史数据，分析各销售费用项目的发生规律，根据企业未来面临的市场环境，对公司未来发生的销售费用进行了预测。

管理费用的预测：管理费用主要由职工薪酬、折旧摊销、房屋租金、业务招待费及其他等构成。根据管理费用的性质，采用了不同的方法进行了预测。对于有明确规定的费用项目，如职工薪酬、折旧摊销和房屋租金，按照企业实际情况进行预测；而对于其他费用项目，则主要采用了趋势预测分析法。对于职工薪酬，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；对于折旧摊销，评估人员考虑了现有及追加投资的设备以及房屋装修费对应的折旧摊销；对于租赁费，预测时以当年所签订的租赁合同为基础，并在未来年度考虑了租赁费的增长。

研发费用的预测：研发费用主要由职工薪酬和租赁费等构成。职工薪酬为公司研发部门人员的薪酬，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；对于租赁费，预测时以当年所签订的租赁合同为基础，并在未来年度考虑了租赁费的增长。

财务费用(不含利息支出)主要包括利息收入和银行手续费。对于存款利息收入，按照未来预计的平均最低现金保有量以及基准日时的活期存款利率计算得出；对于银行手续费，其与营业收入存在一定的比例关系，根据历史银行手续费与营业收入之间的比例进行预测。

杭州卡赛费用率预测情况见下表：

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
费用率(%)	4.44%	4.11%	3.90%	3.77%	3.71%	3.72%

可比上市公司 2018-2020 年度费用率如下表所示：

证券代码	证券名称	2018 年	2019 年	2020 年
603825.SH	华扬联众	7.38%	8.42%	9.01%
002400.SZ	省广集团	9.07%	9.12%	7.60%
300058.SZ	蓝色光标	8.35%	6.03%	4.34%
002131.SZ	利欧股份	9.01%	7.41%	5.77%
平均		8.45%	7.74%	6.68%

数据来源：同花顺 iFinD

由上表可见，杭州卡赛预测期费用率呈现下降趋势，与可比上市公司费用率变动趋势相符。此外，由于同行业上市公司规模较大，涉及的业务较为广泛，且有较多研发项目，故相应的销售费用率及管理费用率较高，本次预测根据杭州卡赛自身历史经营预测，具有一定的合理性。

（4）净利润及净利润率的预测

结合本次预测目的和预测对象，采用税前现金流折现模型确定杭州卡赛资产组现金流价值。故本次采用息税前利润率来分析利润率的合理性。

净利润及净利润率预测情况见下表：

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
息税前利润(万元)	736.00	1,306.70	1,930.10	2,603.60	2,837.73	2,834.73
利润率(%)	2.45%	3.79%	5.00%	6.13%	6.18%	6.18%

可比上市公司 2018-2020 年度息税前利润率如下表所示：

证券代码	证券名称	2018 年	2019 年	2020 年
603825.SH	华扬联众	1.90%	2.86%	3.33%
002400.SZ	省广集团	3.16%	2.67%	−6.59%
300058.SZ	蓝色光标	3.19%	3.84%	2.50%
002131.SZ	利欧股份	−13.52%	3.19%	40.71%
平均		−1.32%	3.14%	9.99%

由上表可见，可比上市公司整体来看，近两年息税前利润率呈现上升趋势，与杭州卡赛预测的趋势相符。

（5）企业自由现金流的预测

本次预测中预期收益口径采用税前现金流，故以税前现金流进行具体分析。

税前现金流＝息税前利润＋折旧及摊销－营运资金增加额－资本性支出

因预测期为持续经营假设前提下的无限年期，因此还需对明确的预测期后的永续年份的现金流进行预测。假设预测期后年份现金流将保持稳定，故预测期后年份的企业收入、成本、费用等保持稳定且与 2025 年的金额基本相当，考虑到 2025 年后公司经营稳定，营运资金变动金额为零。采用上述公式计算得出 2025 年后的税前现金流。

现金流预测情况见下表：

单位：万元

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
息税前利润	736.00	1,306.70	1,930.10	2,603.60	2,837.73	2,834.73
加：折旧及摊