（上接 C50 版）

（10）福州市凤凰春天影城

金额单位：人民币万元

项目	历史数据		预测数据					
	2018 年	2019 年	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	稳定期
一、营业收入	618.77	588.49	334.19	749.93	840.96	891.69	923.00	947.00
减：营业成本	428.20	470.91	362.82	526.49	566.15	590.52	607.60	623.40
税金及附加	12.58	27.40	14.20	33.74	38.00	40.36	41.81	42.90
销售费用	15.95	4.26	2.42	5.43	6.09	6.46	6.69	6.86
管理费用								
财务费用	0.36	0.30	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.03
资产减值损失	1.63							
加：公允价值变动收益								
资产处置收益								
其他收益	7.80							
投资收益		−0.80						
二、息前营业利润	167.86	84.82	−46.26	183.26	229.72	253.34	265.90	272.82
加：营业外收入	0.02	0.29						
减：营业外支出	0.01	0.00						
三、息税前利润总额	167.88	85.10	−46.26	183.26	229.72	253.34	265.90	272.82
减：所得税费用	3.54	3.53		34.25	57.43	63.34	66.48	68.20
四、息前净利润	164.34	81.57	−46.26	149.01	172.29	190.01	199.43	204.61
加：折旧摊销			52.75	52.75	52.75	52.75	52.75	52.75
减：资本性支出			43.27	43.27	43.27	43.27	43.27	52.75
减：营运资金增加			−63.44	31.03	6.53	3.48	2.01	1.36
五、税前资产组自由现金流			26.67	161.72	232.67	259.34	273.37	271.46
折现率			14.56%	14.56%	14.56%	14.56%	14.56%	14.56%
折现期限			0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
折现系数			0.9343	0.8156	0.7119	0.6214	0.5425	4.5363
净现金流量现值			24.91	131.89	165.64	161.17	148.30	1,231.44
六、自由现金流现值	1,863.34							
减：营运资金	72.52							
七、资产组预计未来现金流量现值（可收回金额）	1,790.00							
商誉账面价值	1,407.36							
以公允价值持续计算的资产组账面价值	290.67							
八、包含商誉的资产组账面价值	1,698.03							
商誉减值测试结果	91.97>0							
九、商誉减值计提金额								

其中，以公允价值持续计算的资产组账面价值是 2019 年 12 月 31 日与商誉相关的资产组组合长期经营性资产的账面价值。

4.预计未来现金流量时，公司根据历史经验及对市场发展的预测确定增长率、毛利率等。

（1）影城、影视行业现状、未来行业发展趋势说明

根据 Comscore 于 1 月 10 日公布的数据显示，2019 年北美票房为 114 亿美元下跌 4%，海外票房上升 4%达 311 亿美元为历史首次站上 300 亿大关，这使得全球票房来到一个前所未有的高度——425 亿美元。根据国家电影局公布的数据，2019 年中国电影总票房 642.66 亿元，国产占比为 64.07%，这也是全球开放型市场中第三高的成绩。城市院线票房 641.23 亿，院线观影人次 17.27 亿，银幕数达 69,787.00 块居世界第一。院线行业处于单荧幕产出下降通道，但近四年单荧幕产出降幅已不断收窄。近年国内单荧幕产出如下：

年份	银幕数量（块）	票房（万元）	单银幕产出（元 / 块）
2013	18,398	1,742,469.11	94.71
2014	24,304	2,859,610.00	117.66
2015	32,487	4,349,185.00	133.87
2016	41,179	4,542,611.00	110.31
2017	50,776	5,618,140.00	110.65
2018	60,079	5,979,390.00	99.53
2019	69,787	6,359,339.00	91.12

数据来源：WIND

2020 年受疫情影响，全国影院自 1 月下旬关停。4 月 29 日，国家电影局召开会议，会议指出，我国电影发展长期向好的条件和环境没有改变，中国电影仍然处于黄金时期，会议同时强调政策端要进一步加大帮扶力度，提出包括财税、租金、金融服务各方面扶持。

5 月 7 日，国务院印发应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制关于做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见，意见提出，采取预约、限流等方式开放电影院剧院等密闭式娱乐休闲场所，后续部分地方给了明确指导意见，对上座率等提出要求，一系列政策出台预示影城短期内有望实现复工，复工后产业链各环节经营将逐步恢复。

继四月底电影局会议与五月初国务院就受疫情影响的娱乐场所复工指导后，影视行业再获政策支持。5 月 14 日，财政部、税务总局以及电影局发布了《关于暂免征收国家电影事业发展专项资金政策的公告》以及《关于电影等行业税费支持政策的公告》这两个文件主要优惠有四条：①暂免征收国家电影发展专项基金；②减免今年电影放映服务取得的增值税；③电影行业企业 2020 年发生的亏损，最长结转年限由 5 年延长至 8 年；④免征 2020 年全年文化事业建设费。

（2）游戏行业情况

2019 年，在海外市场和移动游戏市场的拉动下，中国游戏市场的整体增速回升。发展至今，中国游戏市场已经趋于成熟，用户对精品、创新的需求而产生的对产品的自然筛选现象是重要标志，精品与创新将是未来游戏市场发展的重要推力。

新型冠状病毒疫情影响着各行各业，在餐饮、零售等线下行业纷纷关停遭受冲击的同时，游戏行业等“宅经济”在疫情期间迎来了“小阳春”。

近日，伽马数据基于 IOS、安卓和越狱市场的分成前总流水，发布了《2020 年一月移动游戏报告》。报告显示，2020 年一月中国手游规模达 47.7 亿元，同比增长 49.5%，环比增长 37.5%。

2019 年 6 月，5G 牌照正式发放。这为网络游戏行业发展带来了积极信号，且随着 5G 技术进一步推动，行业将有机会迎来新的增长。

由于疫情原因，2020 年管理层预测时考虑了一定程度的影响。

（3）指标分析

1）江苏耀莱

营业收入：以子公司江苏耀莱 2017 年、2018 年、2019 年实际营业收入为基础，以收入增长率为依据计算。

收入增长率：2017−2019 年收入增长率分别为：0.2%、−15.6%、−23.0%。2019 年 −2024 年江苏耀莱收入复合增长率为 23.00%（计算公式为：（2024 年收入 /2019 年收入）^（1/ 年数）− 1），同行业上市公司行业历史复合增长率为 24.09%（数据来源：WIND），公司预测期内复合增长率低于行业历史复合增长率。稳定期以后以固定的增长率（主要考虑通货膨胀率 2.6%）增长。

费用率：费用率以历史年度费用水平为基础，预测期各项费用占收入的百分比保持稳定。历史以及未来预测费用率如下：

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
费用率（除财务费用以外的费用）	5.27%	6.73%	9.68%	6.50%	5.31%	4.92%	4.62%	4.44%

2020 年费用率下降是由于费用中一部分费率是与影城板块相关联较大（2020 年影城板块收入占总收入为 37%），2020 年影城板块考虑疫情影响收入下降较大（下降幅度为 48%），影视板块由于储备项目原因收入较 2019 年上涨（影视板块费用率较低，主要为营业成本），因此，此部分占比下降。未来预测逐年降低是由于收入增长幅度较大导致。

毛利率：历史与未来预测毛利率情况如下：

年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
毛利率	34.8%	32.9%	−14.7%	−13.4%	−16.4%	14.6%	21.9%	26.3%	29.0%

同行业上市公司历史平均毛利水平为 35%，预测期毛利水平低于行业平均毛利水平以及江苏耀莱 2016、2017 年毛利水平。2018、2019 年毛利率为负主要由于影视板块导致，2018、2019 年陆续上映的相关影视项目票房未达预期，导致毛利率较低，后期管理层进行经营策略调整压缩高风险项目投资，因此预测逐渐接近于历史毛利水平。2020 年由于疫情影响因此毛利率水平低于历史水平。

自由现金流：资产组自由现金流 =EBITDA− 资本性支出 − 营运资金增加额

EBITDA= 利润总额 + 利息支出 + 折旧摊销

营运资本的投入以历史各项经营性流动资产、流动负债的周转天数为基础计算；资本性支出按照简单再生产的方式预测资本性支出，永续期假设资本性支出与折旧摊销金额相抵。

折现率：公司使用的折现率是反映当前市场货币时间价值和资产特定风险的税前利率。按照收益额与折现率口径一致的原则，收益额口径为江苏耀莱税前自由现金流，折现率采用(所得)税前加权平均资本成本确定，对税后折现率采用 WACC 模型公式，税前折现率通过迭代计算。结合地域因素，考虑了基期的市场无风险利率和资产负债率以及同行业惯例，税前折现率约为 14.92%（2018 年商誉减值测试折现率约为 15%）。具体测算过程如下表：

金额单位：人民币万元

序号	对比公司名称	股票代码	负息负债(D)	债权比例	股权公平市场价值(E)	股权价值比例	含资本结构因素的 β (Levered β)	剔除资本结构因素的 β (Unlevered β)	所得税税率(T)	备注
1	北京文化	000802.SZ	42,398.88	5.86%	680,821.14	94.14%	1.1094	1.0599	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
2	万达电影	002739.SZ	826,076.79	18.59%	3,618,543.65	81.41%	1.5062	1.2860	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
3	中国电影	600977.SH	95,628.62	3.21%	2,884,515.00	96.79%	0.9075	0.8855	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
4	华策影视	300133.SZ	370,236.58	24.21%	1,158,744.64	75.79%	0.8659	0.6985	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
5	对比公司平均值			12.97%		87.03%		0.9825		Levered β = Unlevered β × [1+D/E × (1−T)]
6	确定被评估企业目标资本结构			12.97%		87.03%	1.0923		25%	按目标资本结构确定
7	无风险收益率(Rf)		3.98%							基准日距到期日年限在 10 年及以上国债到期收益率平均值
8	Beta 系数的 Blume 调整		1.0618							β a= β h × 0.67+0.33
9	风险收益率(MRP)		6.94%							
10	特有风险收益率(Rs)		2.50%							
11	股权收益率(Re)		13.85%							Re=Rf+ β × ERP+Rs
12	债权收益率(Rd)		4.35%							一年期贷款利率
13	加权资金成本(WACC)		12.50%							WACC=Re × E/(D+E)+Rd × (1−T) × D/(D+E)
14	税前加权资金成本（WACCBT）		14.92%							

2）上海都玩

营业收入与收入增长率：都玩网络营业收入主要为游戏运营收入，2020 年及 2021 年游戏运营收入根据已上线及规划准备上线的游戏运营明细进行预测。2022 年以后游戏运营收入我们参考了历史年度的增长率（2017 年至 2019 年收入增长率分别为 −42%、23%、−23%），考虑了行业的平均增长率，收入增长率逐年呈下降趋势（2022 年至 2023 年收入增长率分别为 23%、18%、9%）。稳定期以后以固定的增长率（主要考虑通货膨胀率 2.6%）增长。电子游戏行业近 4 年收入复合增长率为 44.5%（数据来源：WIND），公司预测期 2019 年 −2024 年复合增长率 26%低于行业历史复合增长率。

费用率：费用率以历史年度费用水平为基础，各项费用参照历史平均水平或占销售收入比例预测。历史与未来预测期费用率情况如下：

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
费用率（除财务费用以外的费用）	47.81%	57.48%	61.12%	42.47%	36.86%	33.06%	31.57%

2019 年及 2020 年费用率较高是因为收入较低，职工薪酬、折旧费、租赁费等相对固定费用无较大变化导致费用率较高。

毛利率：公司毛利率基本保持稳定，历史与未来预测毛利率情况如下：

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
毛利率	72.3%	79.4%	78.5%	79.2%	79.4%	79.5%	79.6%

自由现金流：资产组自由现金流 =EBITDA− 资本性支出 − 营运资金增加额

EBITDA= 利润总额 + 利息支出 + 折旧摊销

营运资本的投入以历史各项经营性流动资产、流动负债的周转天数为基础计算；资本性支出按照简单再生产的方式预测资本性支出，永续期假设资本性支出与折旧摊销金额相抵。

折现率：公司使用的折现率是反映当前市场货币时间价值和资产特定风险的税前利率。按照收益额与折现率口径一致的原则，收益额口径为都玩网络税前自由现金流，折现率采用(所得)税前加权平均资本成本确定，对税后折现率采用 WACC 模型公式，税前折现率通过迭代计算。结合地域因素，考虑了基期的市场无风险利率和资产负债率以及同行业惯例，税前折现率约为 16.22%（2018 年商誉减值测试折现率为 16.22%）。具体测算过程如下表：

金额单位：人民币万元

序号	对比公司名称	股票代码	负息负债(D)	债权比例	股权公平市场价值(E)	股权价值比例	含资本结构因素的 β (Levered β)	剔除资本结构因素的 β (Unlevered β)	所得税税率(T)	备注
1	游族网络	002174.SZ	302,033.71	17.61%	1,412,663.92	82.39%	1.0089	0.8695	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
2	恺英网络	002517.SZ	34,452.23	5.26%	619,925.08	94.74%	1.2043	1.1561	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
3	三七互娱	002555.SZ	39,756.66	1.03%	3,808,389.81	98.97%	0.9828	0.9752	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
4	昆仑万维	300418.SZ	273,215.25	16.22%	1,411,134.11	83.78%	0.6948	0.6067	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
5	中青宝	300052.SZ	26,396.70	7.61%	320,363.20	92.39%	0.9717	0.9081	15%	表中数据为 2019 年 3 季报
6	对比公司平均值			9.55%		90.45%		0.9031		Levered β = Unlevered β × [1+D/E × (1−T)]
7	确定被评估企业目标资本结构			9.55%		90.45%	0.9746		25%	按目标资本结构确定
8	无风险收益率(Rf)		3.98%							基准日距到期日年限在 10 年及以上国债到期收益率平均值
9	Beta 系数的 Blume 调整		0.9830							β a= β h × 0.67+0.33
10	风险收益率(MRP)		6.94%							
11	特有风险收益率(Rs)		3.00%							
12	股权收益率(Re)		13.80%							Re=Rf+ β × ERP+Rs
13	债权收益率(Rd)		4.35%							一年期贷款利率
14	加权资金成本(WACC)		12.80%							WACC=Re × E/(D+E) +Rd × (1−T) × D/(D+E)
15	确定被评估企业目标资本结构			9.55%		90.45%	0.9842		15%	按目标资本结构确定
16	Beta 系数的 Blume 调整		0.9894							β a= β h × 0.67+0.33
17	股权收益率(Re)		13.85%							Re=Rf+ β × ERP+Rs
18	加权资金成本(WACC)		12.90%							WACC=Re × E/(D+E) +Rd × (1−T) × D/(D+E)
19	确定被评估企业目标资本结构			9.55%		90.45%	0.9899		9%	按目标资本结构确定
20	Beta 系数的 Blume 调整		0.9932							β a= β h × 0.67+0.33
21	股权收益率(Re)		13.87%							Re=Rf+ β × ERP+Rs
22	加权资金成本(WACC)		12.90%							WACC=Re × E/(D+E) +Rd × (1−T) × D/(D+E)
23	税前加权资金成本(WACCBT)		16.22%							

4）广州侠聚

营业收入与收入增长率：广州侠聚预测期收入我们参考了历史年度的增长率（2017 年至 2019 年收入增长率分别为 146%、−1%、9%），考虑了行业的发展趋势，收入增长率以上一年营业收入为基础逐年呈下降趋势（预测期 2020 年至 2024 年游戏分成增长率分别为 8%、6%、4%、3%、3%）。稳定期以后以固定的增长率（主要考虑通货膨胀率 2.6%）增长。

费用率：费用率以历史年度费用水平为基础，各项费用参照历史平均水平或占销售收入比例预测。历史与未来预测期费用率情况如下：

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
费用率（除财务费用以外的费用）	9.6%	10.6%	10.8%	10.4%	10.3%	10.3%	10.3%

毛利率：2018 年及 2019 年行业毛利率分别为 63%、64%，公司历史期毛利率均低于行业毛利率，以后年度历史与未来预测毛利率情况如下：

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
毛利率	50.9%	61.3%	58.6%	58.6%	58.6%	58.6%	58.6%

自用现金流：资产组自用现金流 =EBITDA− 资本性支出 − 营运资金增加额

EBITDA= 利润总额 + 利息支出 + 折旧摊销

营运资本的投入以历史各项经营性流动资产、流动负债的周转天数为基础计算；资本性支出按照简单再生产的方式预测资本性支出，永续期假设资本性支出与折旧摊销金额相抵。

折现率：公司使用的折现率是反映当前市场货币时间价值和资产特定风险的税前利率。按照收益额与折现率口径一致的原则，收益额口径为广州侠聚税前自用现金流，折现率采用(所得)税前加权平均资本成本确定，对税后折现率采用 WACC 模型公式，税前折现率通过迭代计算。结合地域因素，考虑了基期的市场无风险利率和资产负债率以及同行业惯例，税前折现率约为 16.03%（2018 年商誉减值测试折现率为 15.83%）。具体测算过程如下表：

金额单位：人民币万元

序号	对比公司名称	股票代码	负息负债(D)	债权比例	股权公平市场价值(E)	股权价值比例	含资本结构因素的 β (Levered β)	剔除资本结构因素的 β (Unlevered β)	所得税税率(T)	备注
1	游族网络	002174.SZ	302,033.71	17.61%	1,412,663.92	82.39%	1.0089	0.8695	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
2	恺英网络	002517.SZ	34,452.23	5.26%	619,925.08	94.74%	1.2043	1.1561	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
3	三七互娱	002555.SZ	39,756.66	1.03%	3,808,389.81	98.97%	0.9828	0.9752	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
4	昆仑万维	300418.SZ	273,215.25	16.22%	1,411,134.11	83.78%	0.6948	0.6067	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
5	中青宝	300052.SZ	26,396.70	7.61%	320,363.20	92.39%	0.9717	0.9081	15%	表中数据为 2019 年 3 季报
6	对比公司平均值			9.55%		90.45%		0.9031		Levered β =Unlevered β × [1+D/E × (1−T)]
7	确定被评估企业目标资本结构			9.55%		90.45%	0.9746		25%	按目标资本结构确定
8	无风险收益率(Rf)		3.98%							基准日距到期日年限在 10 年及以上国债到期收益率平均值
9	Beta 系数的 Blume 调整		0.9830							β a= β h × 0.67+0.33
10	风险收益率(MRP)		6.94%							
11	特有风险收益率(Rs)		3.00%							
12	股权收益率(Re)		13.80%							Re=Rf+ β × ERP+Rs
13	债权收益率(Rd)		4.35%							一年期贷款利率
14	加权资金成本(WACC)		12.80%							WACC=Re × E/(D+E)+Rd × (1−T) × D/(D+E)
15	确定被评估企业目标资本结构			9.55%		90.45%	0.9842		15%	按目标资本结构确定
16	Beta 系数的 Blume 调整		0.9894							β a= β h × 0.67+0.33
17	股权收益率(Re)		13.85%							Re=Rf+ β × ERP+Rs
18	加权资金成本(WACC)		12.90%							WACC=Re × E/(D+E)+Rd × (1−T) × D/(D+E)
19	确定被评估企业目标资本结构			9.55%		90.45%	0.9946		4%	按目标资本结构确定
20	Beta 系数的 Blume 调整		0.9964							β a= β h × 0.67+0.33
21	股权收益率(Re)		13.90%							Re=Rf+ β × ERP+Rs
22	加权资金成本(WACC)		13.00%							WACC=Re × E/(D+E)+Rd × (1−T) × D/(D+E)
23	税前加权资金成本(WACCBT)		16.03%							

5）太原华邦

营业收入：以子公司太原华邦 2018 年、2019 年实际营业收入为基础，以收入增长率为依据计算。2018、2019 年历史收入分别为：1,100.35 万元、940.25 万元。

收入增长率：太原地区近三年的观影人次的增长率平均数为：8.3%，预测期间按 8%−5%的比例增长；太原地区票价 2019 年票价增长率为 2.3%，预测期间按 1%−2%增长。稳定期以后以固定的增长率（主要考虑通货膨胀率 2.6%）增长。

费用率：费用率以历史年度费用水平为基础、预测期各项费用占收入的百分比保持稳定。历史与未来预测期费用率情况如下：

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
费用率（除财务费用以外的费用）	2.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

毛利率：历史与未来预测毛利率情况如下：

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
毛利率	4.1%	−3.0%	−17.3%	8.9%	11.3%	13.0%	14.8%

同行业上市公司历史平均毛利水平为 35%。太原华邦历史近两年毛利水平低于行业毛利水平，2019 年毛利水平略有下降主要系 2019 年处于收购过渡期，预测期毛利率在 −17.3%−14.8%之间，平稳增长且大幅低于行业历史毛利率。其中 2020 年毛利低于历史毛利是由于管理层考虑了疫情影响。

自用现金流：资产组自用现金流 =EBITDA− 资本性支出 − 营运资金增加额

EBITDA= 利润总额 + 利息支出 + 折旧摊销

营运资本的投入以历史各项经营性流动资产、流动负债的周转天数为基础计算；资本性支出按照简单再生产的方式预测资本性支出，永续期假设资本性支出与折旧摊销金额相抵。

折现率：公司使用的折现率是反映当前市场货币时间价值和资产特定风险的税前利率。按照收益额与折现率口径一致的原则，收益额口径为太原华邦税前自用现金流，折现率采用(所得)税前加权平均资本成本确定，对税后折现率采用 WACC 模型公式，税前折现率通过迭代计算。结合地域因素，考虑了基期的市场无风险利率和资产负债率以及同行业惯例，税前折现率约为 13.67%（2018 年商誉减值测试折现率为 13.76%）。具体测算过程如下表：

金额单位：人民币万元

序号	对比公司名称	股票代码	负息负债(D)	债权比例	股权公平市场价值(E)	股权价值比例	含资本结构因素的 β (Levered β)	剔除资本结构因素的 β (Unlevered β)	所得税税率(T)	备注
1	万达电影	002739.SZ	826,076.79	18.59%	3,618,543.65	81.41%	1.5062	1.2860	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
2	中国电影	600977.SH	95,628.62	3.21%	2,884,515.00	96.79%	0.9075	0.8855	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
3	华策影视	300133.SZ	370,236.58	24.21%	1,158,744.64	75.79%	0.8659	0.6985	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
4	对比公司平均值			15.34%		84.66%		0.9567		Levered β = Unlevered β × [1+D/E × (1−T)]
5	确定被评估企业目标资本结构			15.34%		84.66%	1.0867		25%	按目标资本结构确定
6	无风险收益率(Rf)		3.98%							基准日距到期日年限在 10 年及以上国债到期收益率平均值
7	Beta 系数的 Blume 调整		1.0581							β a= β h × 0.67+0.33
8	风险收益率(MRP)		6.94%							
9	特有风险收益率(Rs)		2.00%							
10	股权收益率(Re)		13.32%							Re=Rf+ β × ERP+Rs
11	债权收益率(Rd)		4.35%							一年期贷款利率
12	加权资金成本(WACC)		11.80%							WACC=Re × E/(D+E) +Rd × (1−T) × D/(D+E)
13	税前加权资金成本（WACCBT）		13.67%							

6）上海敞雍 − 哈艺影院

营业收入：以子公司哈艺影院 2018 年、2019 年实际营业收入为基础，以收入增长率为依据计算。2018、2019 年历史收入分别为：2,062.10 万元、1,721.02 万元。

收入增长率：广州地区近三年的观影人次平均增长率为：5.5%，哈艺影院预测期观影人次按 3%增长。2019 年广州地区票价增长率为 3.2%，预测期间按 3%−1%的增长率增长。稳定期以后以固定的增长率（主要考虑通货膨胀率 2.6%）增长。

费用率：费用率以历史年度费用水平为基础，预测期各项费用占收入的百分比保持稳定。历史与未来预测期费用率情况如下：

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
费用率（除财务费用以外的费用）	1.1%	15.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%

其中 2019 年费用率增高至 15.9%，主要系非经常性行为发生的费用增加导致，未来不予考虑。

毛利率：历史与未来预测毛利率情况如下：

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
毛利率	22.1%	30.5%	14.0%	31.6%	32.5%	33.4%	34.0%

行业平均同行业上市公司平均毛利水平为 35%。预测期毛利率在 14.0%−34.0%之间，平稳增长且低于行业历史毛利率。其中 2020 年毛利低于历史毛利是由于管理层考虑了疫情影响。

自用现金流：资产组自用现金流 =EBITDA− 资本性支出 − 营运资金增加额

EBITDA= 利润总额 + 利息支出 + 折旧摊销

营运资本的投入以历史各项经营性流动资产、流动负债的周转天数为基础计算；资本性支出按照简单再生产的方式预测资本性支出，永续期假设资本性支出与折旧摊销金额相抵。

折现率：公司使用的折现率是反映当前市场货币时间价值和资产特定风险的税前利率。按照收益额与折现率口径一致的原则，收益额口径为哈艺影院税前自用现金流，折现率采用(所得)税前加权平均资本成本确定，对税后折现率采用 WACC 模型公式，税前折现率通过迭代计算。结合地域因素，考虑了基期的市场无风险利率和资产负债率以及同行业惯例，税前折现率约为 14.65%（2018 年商誉减值测试折现率为 14.45%）。具体测算过程如下表：

金额单位：人民币万元

序号	对比公司名称	股票代码	负息负债(D)	债权比例	股权公平市场价值(E)	股权价值比例	含资本结构因素的 β (Levered β)	剔除资本结构因素的 β (Unlevered β)	所得税税率(T)	备注
1	万达电影	002739.SZ	826,076.79	18.59%	3,618,543.65	81.41%	1.5062	1.2860	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
2	中国电影	600977.SH	95,628.62	3.21%	2,884,515.00	96.79%	0.9075	0.8855	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
3	华策影视	300133.SZ	370,236.58	24.21%	1,158,744.64	75.79%	0.8659	0.6985	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
4	对比公司平均值			15.34%		84.66%		0.9567		Levered β = Unlevered β × [1+D/E × (1−T)]
5	确定被评估企业目标资本结构			15.34%		84.66%	1.0867		25%	按目标资本结构确定
6	无风险收益率(Rf)		3.98%							基准日距到期日年限在 10 年及以上国债到期收益率平均值
7	Beta 系数的 Blume 调整		1.0581							β a= β h × 0.67+0.33
8	风险收益率(MRP)		6.94%							
9	特有风险收益率(Rs)		2.00%							
10	股权收益率(Re)		13.32%							Re=Rf+ β × ERP+Rs
11	债权收益率(Rd)		4.35%							一年期贷款利率
12	加权资金成本(WACC)		11.80%							WACC=Re × E/(D+E) +Rd × (1−T) × D/(D+E)
13	税后加权资金成本（WACCBT）		14.65%							

7）上海敞雍 − 哈艺传媒

营业收入：以子公司哈艺传媒 2018 年、2019 年实际营业收入为基础，以收入增长率为依据计算。2018、2019 年历史收入分别为：1,487.75 万元、1,283.15 万元。

收入增长率：广州地区近三年的观影人次平均增长率为：5.5%，哈艺传媒预测期间观影人次按 3%增长。2019 年广州地区票价增长率为 3.2%，预测期间按 2%−1%的增长率增长。稳定期以后以固定的增长率（主要考虑通货膨胀率 2.6%）增长。

费用率：费用率以历史年度费用水平为基础，预测期各项费用占收入的百分比保持稳定。历史与未来预测期费用率情况如下：

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
费用率（除财务费用以外的费用）	2.4%	13.3%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

其中 2019 年费用率增高至 13.3%，主要系非经常性行为发生的费用增加导致，未来不予考虑。

毛利率：历史与未来预测毛利率情况如下：

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
毛利率	14.5%	21.2%	1.1%	19.1%	19.8%	20.6%	20.9%

行业平均同行业上市公司平均毛利水平为 35%。预测期毛利率在 1.1%−20.9%之间，平稳增长且低于行业历史毛利率。其中 2020 年毛利低于历史毛利是由于管理层考虑了疫情影响。

自用现金流：资产组自用现金流 =EBITDA− 资本性支出 − 营运资金增加额

EBITDA= 利润总额 + 利息支出 + 折旧摊销

营运资本的投入以历史各项经营性流动资产、流动负债的周转天数为基础计算；资本性支出按照简单再生产的方式预测资本性支出，永续期假设资本性支出与折旧摊销金额相抵。

折现率：公司使用的折现率是反映当前市场货币时间价值和资产特定风险的税前利率。按照收益额与折现率口径一致的原则，收益额口径为哈艺传媒税前自用现金流，折现率采用(所得)税前加权平均资本成本确定，对税后折现率采用 WACC 模型公式，税前折现率通过迭代计算。结合地域因素，考虑了基期的市场无风险利率和资产负债率以及同行业惯例，税前折现率约为 14.49%（2018 年商誉减值测试折现率为 14.40%）。具体测算过程如下表：

金额单位：人民币万元

序号	对比公司名称	股票代码	负息负债(D)	债权比例	股权公平市场价值(E)	股权价值比例	含资本结构因素的 β (Levered β)	剔除资本结构因素的 β (Unlevered β)	所得税税率(T)	备注
1	万达电影	002739.SZ	826,076.79	18.59%	3,618,543.65	81.41%	1.5062	1.2860	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
2	中国电影	600977.SH	95,628.62	3.21%	2,884,515.00	96.79%	0.9075	0.8855	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
3	华策影视	300133.SZ	370,236.58	24.21%	1,158,744.64	75.79%	0.8659	0.6985	25%	表中数据为 2019 年 3 季报
4	对比公司平均值			15.34%		84.66%		0.9567		Levered β = Unlevered β × [1+D/E × (1−T)]
5	确定被评估企业目标资本结构		