

北京中企华资产评估有限责任公司
《关于卧龙地产集团股份有限公司 2022 年年度报告的信息披露监管工作函》
所涉及问题的回复



上海证券交易所上市公司管理一部：

我们收到贵部发送的《关于卧龙地产集团股份有限公司 2022 年年度报告的信息披露监管工作函》（上证公函【2023】0451 号），针对上述函件所列的问题，经认真仔细核查，现就贵部所提出的问题回复如下：

3.关于长期股权投资。年报显示，公司对联营企业君海网络长期股权投资余额为 8.12 亿元，评估值为 6.31 亿元，本期计提大额减值准备 1.85 亿元，期末减值准备余额 1.94 亿元。公司在 2021 年年报及对我部年报工作函的回函中称，2021 年末长期股权投资评估值为 8.25 亿元，未发生减值，其中对收入和净利润的预测值与本期评估存在较大差异。请公司补充披露：报告期长期股权投资减值测试采用的关键参数和预测数据与上年度减值测试时存在的差异及其合理性，减值迹象出现的具体时点和依据，本期出现的减值迹象在上年度是否业已存在或可以预见，并进一步说明以往年度商誉减值计提是否充分、合理，前期信息披露是否存在需要更正的情形。

请评估机构对问题 3 发表专项意见。

回复：

（1）报告期长期股权投资减值测试采用的关键参数和预测数据与上年度减值测试时存在的差异及其合理性。

1) 本年度与上年度营业收入预测差异对比如下：

金额单位：人民币万元

期间	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	永续
上年预测收入	165,749.24	213,178.64	258,783.69	278,989.02	300,771.94	300,771.94
期间	2022年(实际)	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及永续
本次预测收入	106,156.46	135,881.86	169,061.73	200,242.72	218,708.66	228,793.07
实现率/本次 占去年预测比	64.05%	63.74%	65.33%	71.77%	72.72%	76.07%

本次预测收入方式与上年度保持一致，系根据广州君海网络科技有限公司（下称“君海网络”）后台数据库资料整理分析，以历史数据为基础，同时综合考虑行业的发展趋势及君海网络核心竞争力、经营状况等因素的基础之上，以君海网络现有及计划陆续推出的多款自研游戏及代理游戏，结合总注册用户、月活跃登陆用户、付费率、付费用户、APPU 值等参数指标分析合理预测未来年度的销售收入。

由于 2022 年度收入只实现了上年度预测数的 64.05%，主要系部分新游戏产品受开发、版号等因素影响未能按预期进度上线，已上线游戏流水增长未达预期所致。

君海网络 2022 年度实现收入 106,156.46 万元，虽然较上年增长 25.64%，但受游戏市场整体下滑、竞争加剧，用户获取难度加大并进入了存量用户市场时代，国内游戏行业处于承压蓄力阶段等行业环境因素影响，管理层基于谨慎判断对未来业绩预期进行调整，并在此基础上，结合各游戏目前现状对注册用户、月活跃登陆用户、付费率、付费用户、APPU 值等参数指标进行测算后，综合导致本次收入预测较上年度预测下降。

2) 本年度与上年度毛利率、期间费用率预测差异对比如下：

毛利率	预测期间	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	永续
	上年预测	78.49%	79.75%	81.78%	80.94%	81.03%	81.03%
	预测期间	2022年(实际)	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及永续
	本次预测	87.34%	85.21%	85.85%	86.17%	86.57%	86.71%
营业税金及附加率	预测期间	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	永续
	上年预测	0.04%	0.04%	0.09%	0.10%	0.10%	0.10%
	预测期间	2022年(实际)	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及永续
	本次预测	0.06%	0.15%	0.15%	0.13%	0.15%	0.15%
销售费用率	预测期间	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	永续
	上年预测	64.87%	63.42%	63.09%	63.11%	63.12%	63.11%
	预测期间	2022年(实际)	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及永续
	本次预测	64.87%	63.42%	63.09%	63.11%	63.12%	63.11%

	本次预测	73.47%	69.40%	69.24%	70.63%	69.60%	69.59%
管理费用率	预测期间	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	永续
	上年预测	2.51%	2.35%	2.34%	2.37%	2.39%	2.37%
	预测期间	2022年(实际)	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及永续
	本次预测	5.37%	4.11%	3.40%	3.06%	2.96%	2.87%
研发费用率	预测期间	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	永续
	上年预测	6.58%	6.19%	6.15%	6.25%	6.31%	6.28%
	预测期间	2022年(实际)	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及永续
	本次预测	9.30%	7.61%	6.48%	5.91%	5.75%	5.75%
净利润	预测期间	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	永续
	上年预测	6,768.97	15,654.89	23,713.73	23,211.09	25,062.10	25,215.56
	预测期间	2022年(实际)	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及永续
	本次预测	2,604.62	4,429.52	8,833.60	9,857.21	13,824.37	14,934.31
净利润率	预测期间	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	永续
	上年预测	4.08%	7.34%	9.16%	8.32%	8.33%	8.38%
	预测期间	2022年(实际)	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及永续
	本次预测	2.45%	3.26%	5.23%	4.92%	6.32%	6.53%

本次预测与上年度预测方法保持一致，分别据成本、费用的实际情况单独进行测算。对于变动趋势与主营业务收入相一致的部分成本和费用，参考历年情况并考虑一定的递增或递减幅度，确定成本费用率。对于与主营业务收入变动不相关的成本费用项目，则按个别情况具体分析预测，具体差异分析如下：

①毛利率：

本次预测毛利率较上年预测提高主要系本次预测自研游戏收入占比较上年提高，其对应的代理游戏厂商分成则较上年降低；同时君海网络于2022年下半年变更了办公经营场所，其房租、物业等支出亦相应降低；其他与收入相关的支出，例如服务器费用、CDN网络加速费等则根据2022年实际数占收入比测算；

②营业税金及附加率：

本次预测营业税金及附加率较上年预测提高主要系本次代理游戏厂商分成减少导致可抵扣进项税额减少；

③销售费用率：

本次预测销售费用率较上年预测提高主要系广告费/互联网流量费占收入比增大导致；

④管理费用率：

本次预测管理费用率较上年预测提高主要系人工成本根据2022年实际发生

额为基础并考虑增长，同时由于 2022 年实施了搬迁等一系列缩减成本举措，导致固定支出部分有所下降，但总体费用率仍高于上年预测；

⑤研发费用率：

本次预测研发费用率较上年预测 2023 年、2024 年提高，2025 年至永续下降主要系人工成本根据 2022 年实际发生额为基础并考虑增长，服务器费用等根据 2022 年度实际发生情况测算；

⑥净利润及净利润率：

本次净利润及净利润率较上年预测下降主要系预测收入下调，同时基于 2022 年度与收入直接相关的支出如广告费、服务器费用等根据实际情况导致测算比率变化，其他成本、费用类支出因 2022 年实际发生额导致测算基数发生变化导致；

3) 折现率的确定

本次折现率与上年度差异对比如下：

项目	上年	本年
折现率即加权平均资本成本	11.42%	11.18%
权益资本成本	11.65%	11.48%
无风险收益率	2.78%	2.84%
无财务杠杆的 β	0.7797	0.8026
有财务杠杆的 β	0.7991	0.8281
所得税税率	15%	18%
市场风险溢价	7.17%	6.64%
企业特定风险调整系数	3.15%	3.15%
企业资本结构	2.92%	3.87%
股权比重	97.16%	96.27%
债权比重	2.84%	3.73%
债务资本成本	4.15%	3.98%

本次预测与上年预测保持一致，选取加权平均资本成本 WACC 作为折现率，无风险回报率 R_f 、权益资本风险系数 β 、市场风险溢价 RP_m 、公司特有风险超额回报率 R_c 等参数选取方法与上年保持一致，具体参数选取如下：

①无风险收益率的确定

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，可以忽略不计。本次预测与上年均选取 10 年期国债在评估基准日的到期年收益率作为无风险收益率。10 年期国债在 2022 年 12 月 31 日的到期年收益率为 2.8353%，故本次以 2.8353% 作为无风险收益率。

②权益系统风险系数的确定

权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中：

β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估企业的所得税税率；

D/E：被评估企业的目标资本结构。

根据君海网络的业务特点，本次选取的可比公司系根据上年可比公司样本基础上剔除了4家主营业务不再具有可比性的样本。根据可比公司于2022年12月31日的 β_U ，并取其平均值作为被评估单位的 β_U 值，具体数据见下表：

序号	股票代码	公司简称	β_U 值
1	002174.SZ	游族网络	0.8116
2	002517.SZ	恺英网络	0.5222
3	002555.SZ	三七互娱	0.6601
4	002558.SZ	巨人网络	0.8273
5	002602.SZ	世纪华通	0.7286
6	002624.SZ	完美世界	0.9163
7	300031.SZ	宝通科技	1.0785
8	300052.SZ	中青宝	1.5248
9	300299.SZ	富春股份	0.9812
10	300315.SZ	掌趣科技	0.6719
11	300533.SZ	冰川网络	0.1457
12	603258.SH	电魂网络	0.6547
13	603444.SH	吉比特	0.9111
β_U 平均			0.8026

由于游戏行业的现金流状况普遍较好，可能会有少量借款。本次评估目标资本结构取可比公司平均3.87%，企业所得税率按照预测期内各公司所得税测算。

经计算， $\beta_L=0.8281$

③市场风险溢价的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高

于无风险利率的回报率，根据中企华研发部公布的 2022 年 12 月 31 日数据，本次评估市场风险溢价取 6.64%。

④企业特定风险调整系数的确定

企业个别风险调整系数是根据待估企业与所选择的对比企业在企业特殊经营环境、企业成立时间、企业规模、经营管理、抗风险能力、特殊因素所形成的优劣势等方面的差异进行的调整系数。综合考虑现有的治理结构、管理水平和抗行业风险等方面的情况，确定君海网络特有的风险调整系数为 3.15%，与上年保持一致。

⑤折现率的确定

计算权益资本成本

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，计算得出被评估单位的权益资本成本，则 K_e 为：

$$\begin{aligned} K_e &= r_f + MRP \times \beta + r_c \\ &= 11.48\% \end{aligned}$$

综上，报告期长期股权投资减值测试采用的预测方法与上年度保持一致，本次预测综合考虑了君海网络基准日的经营现状、计划及安排，并根据 2022 年度的财务数据作为基础，基于谨慎判断下降了预测收入、利润等；折现率相关的关键参数差异因基准日不同导致选取的参数发生变化。

报告期长期股权投资减值测试采用的关键参数和预测数据与上年度减值测试时存在的差异具有合理性，亦符合谨慎性原则。

（2）减值迹象出现的具体时点和依据，本期出现的减值迹象在上年度是否业已存在或可以预见。

君海网络 2021 年度评估时，主要参考截至当年末各游戏产品的开发进度及上线计划安排等确定各游戏产品的预计上线时间，未发现有影响游戏开发的重大不利影响。而 2022 年原预计国内外新上线游戏共 21 款，截至 2022 年末，实际未按原计划上线的游戏共计 13 款，主要原因系君海网络前期研发的游戏产品较多且投入成本较高，部分游戏产品内部测试不理想及上线条件不足，导致相关游戏产品需进行多轮打磨及内测，未能按原计划上线。

根据国家新闻出版署公示信息所示，国内游戏版号自 2021 年 7 月后暂停发放，至 2022 年 4 月起逐步恢复，君海网络于分别于 2021 年及 2022 年各获批准版号

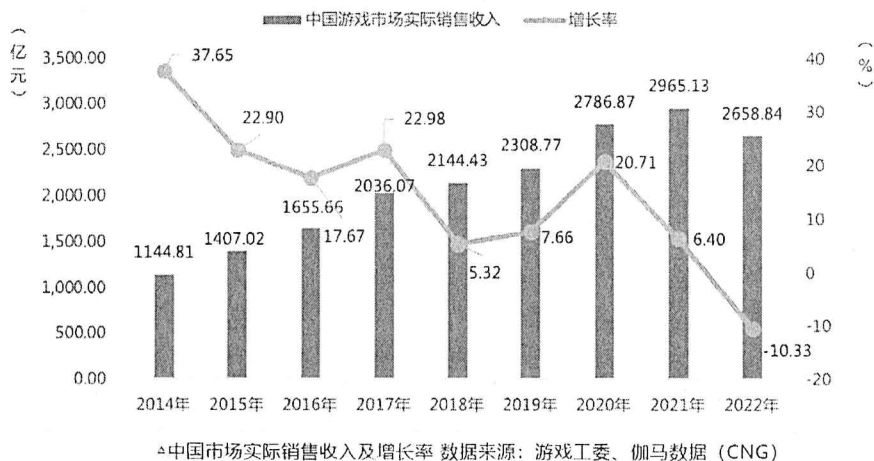
3 个，具体如下：

游戏名称	版号获批日期	预计上线日期	实际上线日期
轩辕劫	2021 年 1 月	2022 年 3 月	2022 年 3 月
蚁族崛起	2021 年 4 月	2021 年 3 月	2021 年 7 月
九州异兽记	2021 年 7 月	2021 年 6 月	2022 年 6 月
激战亚拉特	2022 年 4 月	2022 年 3 月	2023 年 3 月
山海经幻想录	2022 年 7 月	2022 年 1 月	2023 年 1 月
云上大陆	2022 年 9 月	2023 年 2 月	2023 年 4 月

如上表所示，君海网络 2021 年获批版号共 3 个，均于版号暂停发放前获批，原计划于 2022 年国内上线的 11 款游戏中，截至 2021 年底已累计获批版号 8 款，故 2021 年度君海网络减值测试过程中，基于其 2021 年的版号获取情况假设未来预计上线游戏均能顺利获批版号；但由于 2022 年获批的 3 款新游戏开发进度滞后，叠加未能及时获取版号，导致游戏未能按原计划上线，产生游戏流水亦相应延后。

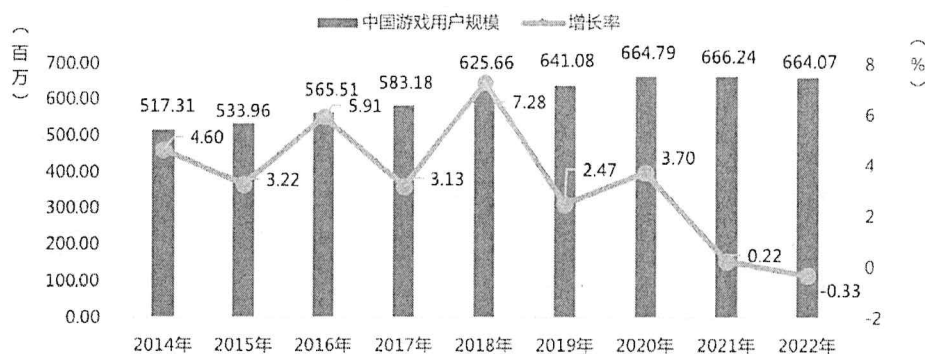
2022 年度评估时，基于前述情况，并受游戏市场整体下行影响，君海网络重新调整各游戏的未来预计上线时间，并根据 2022 年度各游戏的运营情况测算未来流水、收入等。君海网络目前由于部分老游戏逐步进入衰退期，相应收入贡献降低，而新游戏的上线延后导致君海网络的游戏产品出现了空缺断档，直接导致收入增长不及原计划预期，故综合导致君海网络 2022 年度收入增长未达预期，并导致对未来业绩预期产生了实质性影响。

同时 2022 年游戏市场整体下滑，2022 年中国游戏市场实际销售收入 2,658.84 亿元，同比减少 306.29 亿元，下降 10.33%。



2022 年中国游戏用户规模为 6.64 亿人，同比下降 0.33%。继去年用户规模增

长放缓后，今年用户规模也出现了近十年以来首次下降，并正式进入了存量市场时代。



中国游戏用户规模及增长率 数据来源：游戏工委、伽马数据 (CNG)

君海网络 2022 年度由于部分新游戏产品受开发、版号等因素影响未能按预期进度上线，已上线游戏流水增长未达预期，且受游戏市场整体下滑、竞争加剧，用户获取难度加大并进入了存量用户市场时代，国内游戏行业处于承压蓄力阶段等行业环境因素影响，导致对未来业绩预期产生了实质性影响。

君海网络管理层根据目前经营规划、调整游戏产品计划，结合行业环境等影响因素谨慎预测了未来业绩，并在此基础上聘请专业评估机构对君海网络 2022 年 12 月 31 日的公允价值进行评估，并根据评估结果计提减值准备。

综上，本期出现的减值迹象均发生在本年度，在上年度未发现上述减值迹象。

(3) 并进一步说明以往年度商誉减值计提是否充分、合理，前期信息披露是否存在需要更正的情形。

公司根据企业会计准则的相关规定对商誉进行减值测试，于每年年末聘请专业评估机构对各资产组可收回金额进行评估并出具评估报告，以前年度计提商誉减值准备充分、合理，不存在需要更正前期信息披露的情形。

评估机构对上述事项的专项意见如下：

报告期长期股权投资减值测试采用的预测方法与上年度保持一致，本次预测综合考虑了君海网络基准日的经营现状、计划及安排，并根据 2022 年度的财务数据作为基础，基于谨慎判断下降了预测收入、利润等；折现率相关的关键参数差异因基准日不同导致选取的参数发生变化。报告期长期股权投资减值测试采用的关键参数和预测数据与上年度减值测试时存在的差异具有合理性，亦符合谨慎性原则。

(本页无正文，系北京中企华资产评估有限责任公司《关于卧龙地产集团股份有限公司 2022 年年度报告的信息披露监管工作函》(上证公函【2023】0451 号)所涉及问题的回复之盖章页)

北京中企华资产评估有限责任公司



2023年05月31日