

这两天读到一篇探讨快手“财技”的文章，发现我们对于经调净利润、EBITDA等财务指标的定义以及为什么需要被披露，还是存在很多理解的偏差。

最近我也在琢磨公司估值的事情，就生出来下面这些问题：

为什么在计算自由现金流的时候，要用息税前利润而不是净利润？

为什么说现金流是估出来的，不是算出来的？

为什么说估值是一门艺术，我们要的是模糊的正确？

通过查看快手的中报我对上述问题有了新的想法，想法可能是对的也可能是错的，但是这不重要，重要的是思考的过程。

一、为什么是“经调整的息税前利润”？

今年二季度，快手经调整亏损净额为-13.12亿元，经调整的息税前利润为4亿元；这跟我们常见的计算公式很不一样。那么，什么是“经调整”？企业调整的是什么呢？中报中给出的解释是：

我们将“经调整亏损净额”定义为
期内亏损加回以股份
为基础的薪酬开支、可转换可赎回优先股公允价值变动
及投资者公允价值变动净额。

我们将“经调整息税前利润”定义为
期内
经调整后
亏损净额加回所得
税开支、物业及设备折旧、使用权资
产折旧、无形资产摊销及财务（收入）/费用净额。

看到这里想必很多人都看不下去了。

这是啥呀？为什么要调整这么多项目？有什么用处吗？

个人觉得调整这么多项目的目标只有一个，即：

评估企业的现金流状况，关注点在企业经营活动创造现金流的能力上。

二、加回折旧摊销，是为了真实反映经营现金流

我们先来回顾下给企业估值时无杠杆自由现金流的计算公式：

$FCFF = \text{息税前利润} - \text{调整的所得税} + \text{折旧摊销} - \text{营运资本的增加} - \text{资本性支出}$ 。

其中：

$\text{息税前利润} = \text{净利润} + \text{所得税} + \text{财务费用}$ 。

从计算公式可以看到，在计算自由现金流的时候，我们要把折旧摊销加回，这是为什么呢？

这是因为折旧摊销金额最终会反映在利润表上，以营业成本、管理费用等形式存在，进而减少企业的当期利润；如下图所示，物业及设备使用权资产折旧以及无形资产摊销的费用，被计入到了企业的“销售成本”当中。

但是折旧摊销跟其他成本费用科目很不一样，区别体现在购买机器设备的钱在购买机器设备的当年，已经完成付款了，后期并没有现金流出企业；可是由于会计特别公正公平，本着哪年受益哪年分摊的原则，企业要在以后的年份给机器设备计提折旧，转到利润表里。

因此，计提折旧的年份有现金流出企业吗？并没有。因为机器设备是原来购买的，后期只是在分摊当初的购买成本。这就是为什么我们要把折旧加回到现金流里的原因。

“摊销”的思维方式跟“折旧”是一样的。

比如2022年某公司花费上亿元购入一项发明专利，预计该专利能在未来5年内给公司带来大量收入。那么，该专利的购入成本就不能全部计入企业2022年的成本中，而应分摊到其他因该专利受益的年份里。

这种根据资产的预计使用年限分摊购置成本的思想，在会计处理中很常见，固定资产折旧和无形资产摊销的处理都是该思想的具体实践。

谁受益谁分摊、哪年受益哪年分摊，这种处理方法实事求是、公平公正，体现了享受权益与承担义务的辩证统一，值得我们借鉴。

在提到经营活动所用现金净额的时候，中报指出：
经营活动所用现金净额即经营所用现金减去已付所得税。

经营所用现金主要包括除所得税前亏损，并就非现金项目及营运资金变动作出调整。
2022年第二季度，经营活动所用现金净额为人民币23亿元，主要是由于除所得税前亏损人民币31亿元，该亏损通过非现金项目调整。

非现金项目主要包括以股份为基础的薪酬开支人民币17亿元、使用权资产折旧人民币837.6百万元及物业及设备折旧人民币777.8百万元。

非现金支出与经营现金流支出无关，故而加回。

三、使用息税前利润，是为了反映企业价值

我们再来回顾下给企业估值时无杠杆自由现金流的计算公式：

$FCFF = \text{息税前利润} - \text{调整的所得税} + \text{折旧摊销} - \text{营运资本的增加} - \text{资本性支出}$ 。

此处之所以使用息税前利润来计算FCFF，而非净利润，是因为我们要计算的是企业价值，是由债权人和股权出资人共同所有的企业价值。

根据净利润的计算公式，净利润已经扣除了支付给债权人的利息和给政府的税收，它对应的是股权价值而非企业价值；所以我们要将净利润调整为息税前利润，进而计算企业自由现金流。

因此，评估企业真实现金流的原则是一以贯之的：

评估企业主营业务创造的价值；

评估企业核心资产创造的价值。

快手在调整息税前利润的时候，将所得税支出加回到了息税前利润当中，可能是因为税收很大程度上取决于公司前几年的损益情况，而不是当下企业的经营情况。这

样做的用意跟我们给企业估值时的思路是一样的：

那就是要实际反映企业的经营现金流。

此外，为什么公司经营利润加回以股份为基础的薪酬开支（SBC stock-based compensation）。可能是因为下述原因：

①SBC费用性质是非现金支出，且其金额计算受到授予日股价和股数的影响，并不直接与经营活动相关，故本身也是Non-GAAP measures。

②SBC费用有前高后低的特点，会扭曲业务经营业绩，尤其在高管或员工转岗调动时无法合理分配给原事业部和现事业部。

总而言之还是那句话：

为了反映企业实际的经营现金流。

总而言之，估值本来就是一件特别模糊的事情，而且估值的时候我们总得评估下企业的现金流情况，因为稳定持续可预测的现金流是我们估值的基础。

可是从没有哪个计算公式可以帮我们算出来某个数值，来告诉我们企业的自由现金流到底是多少；我们只能在了解估值思维的基础上，不断对企业进行评估，以此来逼近企业真实的现金流状况。

所以说，估值是一种思维方式，比如我们这篇文章提到的“加回折旧摊销”“哪年受益哪年分摊”“靠企业真实现金流靠拢”的思维方式。

那么，加回的折旧摊销到底多了好还是少了好呢？

个人觉得折旧摊销越少越好，因为折旧摊销终究会减少净利润；因此，如果企业能够取得规模效应的话，这对成本降低将是个利好。对快手这类企业来说，以越来越大的用户规模来分摊各项成本，是降本增效的必由之路。