

关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》  
第 160885 号反馈意见资产评估相关问题的核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2016 年 5 月 18 日下发的中国证券监督管理委员会第 160885 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的要求，评估项目组对反馈意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本核查意见。现将具体情况汇报如下：

18. 申请材料显示，北京拇指玩 2014 年、2015 年 1-10 月 CPS 模式推广游戏收入分别为 1,101.97 万元、412.69 万元，净利润分别为 458.45 万元、214.55 万元，均呈大幅下降趋势。收益法评估预测北京拇指玩 2015 年全年净利润仍大幅低于 2014 年。本次交易承诺北京拇指玩 2016-2018 年的净利润分别不低于 2,520 万元、3,150 万元、4,000 万元。请你公司：1) 补充披露北京拇指玩 2015 年上述业绩指标较 2014 年大幅下降的原因，及未来持续盈利的稳定性。2) 结合业务拓展情况及截至目前的经营业绩，补充披露北京拇指玩业绩承诺金额远高于报告期业绩的原因及可实现性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答复：

**一、北京拇指玩的 CPS 模式推广游戏收入 2015 年较 2014 年大幅下降的原因**

北京拇指玩的游戏推广模式分为 SDK 模式和 CPS 模式。2014 年 3 月，北京拇指玩自研 SDK 系统正式上线，要求大多数新上线的游戏由 CPS 模式改为 SDK 模式，已上线游戏不再做更改。因此，采用 CPS 模式推广的游戏数量逐步减少，而随着 SDK 系统技术的完善，在 SDK 推广模式下的游戏转化率和收入逐步提升，报告期内，北京拇指玩公司 SDK 模式和 CPS 模式游戏推广收入情况如下：

单位：万元

期 间	SDK 模式	CPS 模式	SDK 模式和 CPS 模式 合计数	CPS 模式占比
2014 年度	504.80	1,101.97	1,606.77	68.58%
2015 年度	1,245.00	437.13	1,682.13	25.99%
2016 年 1-5 月	589.42	175.89	765.32	22.98%

## 二、北京拇指玩的净利润 2015 年较 2014 年大幅下降的原因

### 1、2014-2015 年度北京拇指玩公司利润表简表列示如下：

(单位：万元)

项 目	2015 年度	2014 年度	同比增加	同比增长
一、营业收入	1,887.12	1,606.77	280.35	17.45%
减：营业成本	456.97	229.51	227.46	99.10%
营业税金及附加	10.03	11.27	-1.24	-11.02%
销售费用	327.86	100.81	227.04	225.21%
管理费用	887.43	777.54	109.89	14.13%
财务费用	-15.22	-1.42	-13.80	974.25%
资产减值损失	-9.80	8.65	-18.45	-213.37%
二、营业利润	229.86	480.40	-250.55	-52.15%
加：营业外收入		0.07	-0.07	-100.00%
减：营业外支出	6.11	10.33	-4.22	-40.84%
三、利润总额	223.75	470.15	-246.41	-52.41%
减：所得税费用	3.92	11.70	-7.79	-66.53%
四、净利润	219.83	458.45	-238.62	-52.05%

### 2、2015 年较 2014 年净利润下降的原因分析

北京拇指玩 2015 年为扩大与游戏厂商的合作范围，其推广的游戏构成中，中

小型游戏比例上升，中型游戏数量从 12 个增加到 32 个，小型游戏数量从 304 个增加到 630 个。由于中型游戏的月单位游戏运营收入在 5 万元左右，小型游戏的月单位游戏运营收入在 0.1 万元左右，单位游戏运营收入均不高，因此尽管中小型游戏数量增长幅度超过 100%，但收入并未同步提高。同时，因为北京拇指玩 2015 年所推广的游戏产品数量较 2014 年大幅增加，所以造成服务器成本大幅增长，从而导致主营业务成本的增加。

期间费用方面，北京拇指玩于 2014 年 9 月开设了北京拇指玩广州分公司。北京拇指玩广州分公司设立之初的目的是对于“拇指玩”海外版本进行研发，并拓展海外市场。该项目人员工资和营销的投入成本都比较高，具体体现在管理费用、销售费用的大幅增长。造成期间费用大幅增加。

综上所述，2015 年度北京拇指玩公司虽然营业收入有一定幅度增长，但是推广游戏数量的增加导致服务器运营成本大幅增加。广州分公司的设立和运营，导致管理费用和销售费用等期间费用大幅增加。上述各方面因素导致 2015 年度净利润比 2014 年度有较大幅度下降。

### 三、北京拇指玩未来持续盈利的稳定性分析

#### （一）商业化运营为未来收入增长夯实了基础

“拇指玩”作为专业的游戏推广平台，在 2015 年之前定位为发展用户阶段，并未开展大规模的营销推介活动，所以商业化程度较低，仅开放了少量的资源用于游戏的运营，故其所推广的游戏数量较少的同时，单个游戏的月均收入规模较小，但从企业未来的发展计划和实际运营情况看，北京拇指玩会通过增加开放推广的位置，包括推广“拇指玩”游戏平台 and 一系列工具化产品等，从而增加合作游戏的数量，并提高其所推广游戏的质量，从而增加北京拇指玩的业务收入。

#### （二）新增业务增长点运营较好

随着游戏平台规模和业务质量的提高，北京拇指玩拓展了广告业务和软件开发服务业务，从实际运营情况看，2016年1-5月新增业务贡献了597.22万元收入，占总收入的38.05%。发展态势良好

综上，北京拇指玩在原有业务高速发展，新业务运营良好的基础上，未来具有持续盈利的能力。

#### 四、北京拇指玩业务拓展情况及截至2016年5月的经营业绩

##### （一）2015年的经营情况

根据审计报告及预测，其各项经营指标差异对比分析情况见下表：

项目	2015年预测数 (万元)	2015年实际数 (万元)	预测差异 (万元)	完成比例
营业收入	1,910.32	1,887.12	-23.20	98.79%
减：营业成本	482.63	456.97	-25.66	94.68%
营业税金及附加	10.66	10.03	-0.63	94.07%
销售费用	245.57	327.86	82.28	133.51%
管理费用	880.26	887.43	7.17	100.81%
利润总额	288.59	223.75	-64.85	77.53%
减：所得税	53.19	3.92	-49.27	7.37%
净利润	235.41	219.83	-15.58	93.38%

由上表可知，2015年北京拇指玩实际净利润比预测少了15.58万元，主要是因销售费用增加了82.28万元，该部分销售费用主要是为了拓展海外渠道发生的，在剔除该部分影响后，2015年的预测盈利情况基本完成。

##### （二）2016年1-5月的经营情况

根据天健会计师出具的关于北京拇指玩的审计报告，北京拇指玩在2016年1-5月已完成营业收入1,569.62万元，实现利润899.60万元。各项经营指标差异对比分析情况见下表：

项目	2016年预测数 (万元)	2016年1-5月预 测数 (万元)	2016年1-5月 (万元)	预测差异 (万元)	2016年1-5月完 成比例
营业收入	5,341.70	2,225.71	1,569.62	-656.09	70.52%
减：营业 成本	723.94	301.64	139.04	-162.60	46.09%
营业税金 及附加	23.57	9.82	7.53	-2.29	76.68%
销售费用	276.50	115.21	49.69	-65.52	43.13%
管理费用	972.74	405.31	260.99	-144.32	64.39%
利润总额	3,344.96	1,393.73	1,060.57	-333.16	76.10%
减：所得 税	836.24	348.43	160.97	-187.46	46.20%
净利润	2,508.72	1,045.30	899.60	-145.70	86.06%

中游戏推广收入 882.04 万元，新增业务收入 687.58 万元。北京拇指玩 2016 年 1-5 月预测净利润为 1,045.30 万元，实际已完成预测净利润的 86.06% 实际完成了 2016 年全年预测的净利润的 35.86%，由于企业的广告收入超预期，而该部分收入毛利率较高，因此北京拇指玩 2016 年 1-5 月，在营业收入完成预测水平的 70.52% 的情况下，净利润完成了预测水平的 86.06%。

### 五、北京拇指玩业绩承诺金额远高于报告期业绩的原因及可实现性

北京拇指玩 2015 年前处于完善产品的阶段，在推广方面，无论是商业化人员的配备上，还是内部资源的支持力度上都不足；且业务模式单一，仅靠游戏推广分成一种方式盈利；在游戏产品的选型接入上也比较严苛，据艾瑞统计 2014 年上线单机游戏约 15,000 款，网络游戏约 3,000 款，2015 年上线网游近 4,500 款，拇指玩 2014 年接入网游 624 款、2015 年接入网游 1,107 款，还有相当大的提升空间。而且，从 2015 年下半年开始，北京拇指玩在游戏发行、应用分发和广告接入这三种业务模式上开始进行商业运营，通过半年左右的调研、尝试和市场的宣传、培养，未来将会有较大的提升。因此北京拇指玩业绩承诺金额远高于报告期业绩。

#### （一）北京拇指玩业务收入环比增长幅度较大

2016 年 1-5 月的经营情况充分说明了北京拇指玩的业务模式多元化的可行性，同时也说明了 2016 年业绩承诺完成的可行性。

单位：万元

业务	2015 年 1-5 月	2016 年 1-5 月	增长率
游戏推广	688.49	882.04	28.11%
联合推广	-	90.36	100%
广告业务收入	-	474.58	100%
其他收入	-	122.64	100%
合计	688.49	1,569.62	127.98%

由上表可知，2016 年的 1-5 月的企业的游戏推广环比超过 2015 年同期的 28.11%，且广告收入大幅增长，占到总收入的 30.24%，发行收入方面，由于下半年新增独代游戏《神秘传奇》、《超能游戏王》、《风暴王座》预计在 9-12 月期间上线，因此发行收益主要在下半年实现，按照月流水 150 万，3 个月预测期，在考虑正常分成率的情况下，将会带来 200 万的净收入。

### (二) 北京拇指玩收入增长趋势逐渐走强

根据杭州搜影提供的 2016 年 6-7 月的经营数据，对 2016 年 1-7 月经营情况对比分析见下表：

单位：万元

项目	2016 年 1-5 月	折合单月	2016 年 6-7 月 (未经审计)	折合单月
营业收入	1,569.62	313.92	846.76	423.38

从上表可知，2016 年 6-7 月的单月收入已经远高于前 5 个月，在保持 6-7 月收入水平不变的情况下，预测全年的收入为 4,533.28 万元。

### (三) 经营方式的调整使得净利润率提高

北京拇指玩 2015 年开设的北京拇指玩广州分公司对于“拇指玩”海外版本进行研发，并拓展海外市场。该项目人员工资和营销的投入成本都比较高，具体体现在管理费用、销售费用的大幅增长。2016 年北京拇指玩停止该项目的运营投入，市场及推广费（销售费用）从 2015 年度的 227.12 万元，降低到 2016 年 1-5 月 8.93 万元，同时研发费用（管理费用）从 2015 年度的 333.81 万元，降低到 2016 年 1-5 月 81.86 万元。

在保持该经营状态不变的情况下，审计后的北京拇指玩 2016 年 1-5 月的实际净利润率为 57.31%，结合北京拇指玩 2016 年的预期营业收入情况，预计全年能够完成净利润 2,598.02 万元，完成率为 103.56%。因此，北京拇指玩完成盈利预测具有较大的可能性。

在 2016 年实现业绩承诺具有较大的可能性的基础上，并结合 2016-2018 年中国移动游戏市场规模的增长率约为 20%-30%（数据来源艾瑞研究），将北京拇指玩 2017 年-2018 年游戏发行收入的增长率确定为 25%是较为合理的。

#### 六、评估机构核查意见

经核查，评估师认为，北京拇指玩结合自身的持续盈利能力及业务拓展情况，对业绩承诺合理性进行了分析，结合北京拇指玩 2016 年 1-5 月的经营业绩分析，北京拇指玩的业绩承诺具有可实现性。

20. 申请材料显示，本次交易杭州搜影采用收益法评估作价，截至评估基准日 2015 年 10 月 31 日，收益法评估值为 135,579.41 万元，增值率 1,537.55%。其中，预测杭州搜影 2016 年全年净利润低于 2015 年，2016 年以后业绩快速增长。请你公司：1) 补充披露杭州搜影 2015 年的业绩预测实现情况，及预测 2016 年净利润水平低于 2015 年的原因。2) 结合评估基准日后经营流水变化情况、客户续约及新客户拓展情况、用户增长及活跃度、优质视频资源储备以及市场竞争状况等，补充披露杭州搜影未来年度营业收入预测的合理性。3) 补充披露杭州搜影收益法评估中分成比率、ARPPU 值、月活跃用户数、用户付费率等指标的预测依据及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

## 一、杭州搜影 2015 年的业绩预测实现情况，及预测 2016 年净利润水平低于 2015 年的原因

### (一) 杭州搜影 2015 年业绩预测实现情况

根据天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《杭州搜影科技有限公司审计报告（天健审[2016]7286号）》，2015年杭州搜影实现净利润为10,706.33万元，具体业绩预测实现情况如下。

项目	2015年预测数 (万元)	2015年实际数 (万元)	预测差异 (万元)	完成比例
营业收入	27,427.42	27,591.86	164.44	100.60%
减：营业成本	13,500.40	13,482.41	-17.99	99.87%
营业税金及附加	59.96	51.39	-8.57	85.70%
销售费用	265.76	333.98	68.22	125.67%
管理费用	2,433.15	3,016.12	582.97	123.96%
利润总额	11,278.31	10,824.38	-453.93	95.98%
减：所得税	103.73	118.05	14.32	113.80%
净利润	11,174.58	10,706.33	-468.25	95.81%

2015年，杭州影实际净利润占预测净利润的比例为95.81%，主要原因为管理费用较预测金额增加较多，管理费用增加的原因是杭州搜影为提升用户体验度，增加用户粘性，在2015年11月及12月持续加大了对系统升级等方面的研发费用，另外，杭州搜影在2015年下半年还着重布局第三方支付的接口研发，也导致管理费用较预测增加较大。

### (二) 预测 2016 年净利润水平低于 2015 年的原因

杭州搜影预测2016年净利润水平低于2015年的主要原因是所得税率的影响。杭州搜影2016年前享受两免三减半的税收优惠政策，2015年杭州搜影的所得税率为0%，而2016年的所得税率为12.5%。因此在预测收入增长的情况下，由于

预测所得税费用的大幅增加，杭州搜影的预测净利润有小幅下降。若排除所得税因素，则杭州搜影 2016 年预测的净利润水平较 2015 年净利润水平高。

## 二、杭州搜影未来年度营业收入预测的合理性

### (一) 评估基准日后经营流水变化情况、用户增长及活跃度状况

杭州搜影在评估基准日后的经营流水、ARPPU 值、月活跃用户数、用户付费率等指标见下表所示：

科目	单位	2015.11	2015.12	2016.1	2016.2	2016.3	2016.4	2016.5
月活跃 登陆用 户	万人	1,868.00	1,901.00	2,367.00	2,936.00	3,019.00	2,668.00	3,276.00
付费用 户	万人	257.66	268.07	387.41	415.85	302.51	361.37	416.93
付费率	%	13.79%	14.10%	16.37%	14.16%	10.02%	13.54%	12.73%
ARPPU 值	元/人	12.55	12.71	12.69	11.51	11.15	14.02	15.38
收入	万元	3,232.92	3,406.28	4,917.51	4,788.09	3,373.79	5,066.75	6,414.30
渠道分 成率	%	46.29%	52.30%	38.23%	38.57%	36.07%	37.56%	37.27%
渠道分 成费	万元	1,496.63	1,781.65	1,880.07	1,846.82	1,217.09	1,903.00	2,390.79
归属于 公司收 入	万元	1,736.30	1,624.62	3,037.44	2,941.27	2,156.70	3,163.75	4,023.52

根据上表可以看出，评估基准日后，杭州搜影的付费用户数、ARPPU 值、收入等指标的数量及变化趋势与评估预测的相关指标差异不大。

### (二) 客户续约及新客户拓展情况

杭州搜影的客户主要为运营商、SP 支付通道商、SP 计费解决方案提供商、第三方支付渠道以及广告客户。其中，SP 支付通道商和 SP 计费解决方案提供商

可以为杭州搜影提供优质的计费代码，增强终端用户付费的计费单价，提高用户付费率；第三方支付渠道可以为杭州搜影的终端用户提供多元化的支付手段，提高用户付费意愿；广告客户借助搜影 APP 产品的推广能力，为杭州搜影带来可观的广告收入。报告期内，杭州搜影不断扩大优质 SP 支付通道商、SP 计费解决方案提供商及广告客户的合作数量，加大与第三方支付渠道的合作力度，具体情况如下：

客户增长家数：

客户	2014 年	2015 年	2016 年 1-5 月
SP 支付通道商家数	12	57	136
SP 计费解决方案提供商家数	2	3	3
广告客户家数	12	99	114

从上表可以看出，报告期内，SP 支付通道商、SP 计费解决方案提供商及广告客户家数的总体数量大幅增加。

第三方支付渠道的收入及比重变化情况：

单位：万元

项目	2016 年 1 月-5 月	占比	2015 年度	占比	2014 年度	占比
第三方支付	2,132.48	12.94%	1,510.80	5.48%	-	-
主营业务收入	16,479.86	100.00%	27,580.61	100.00%	15,300.11	100.00%

从上表可以看出，第三方支付渠道的收入比重在报告期内逐年加大。

### （三）优质视频资源储备

杭州搜影在移动视频推广领域具有超过 5,000 万的会员用户，视频会员用户具有强大的流量价值，对视频网站的收入及市场地位具有及其重要的影响，杭州搜影大流量的导入对视频网站的价值很高，所以多家移动视频公司均与杭州搜影

签订了视频推广协议，继续或准备开展合作，包括爱奇艺、土豆、搜狐、风行、华谊兄弟、华数传媒等多家知名内容提供商。

#### (四) 市场竞争格局

根据艾瑞咨询的《中国在线视频用户付费市场研究报告 2015 年》，2015 年中国在线视频市场规模超过 400 亿，同比增长率为 61.2%。在线视频整体市场规模保持快速增长，并且出现了一些新的增长点。首先，视频用户付费市场在各家视频企业的推动下有了长足的增长，付费用户数量大幅增加；其次，视频广告开始产品化，各视频企业纷纷推出了不同类型的创新营销产品，针对广告主不同的需求，面向不同的用户群体，根据大数据实现视频广告的精确定性和创新性，促使视频广告出现新的增长；再次，视频行业对于内容的追求精益求精，IP 策略和内容运营以及对内容自制的推动，使得视频内容有了更多的利润想象空间。

杭州搜影作为视频推广平台，利用强大的流量获取能力，为移动视频公司的视频产品带来高效稳定的流量来源，随着移动视频市场规模的不断扩大，杭州搜影的业务规模也将进一步扩大，市场竞争能力也会进一步加强。

#### (五) 2016 年 1-5 月实际运营情况验证

杭州搜影 2016 年 1-5 月实际的经营情况与预测对比分析见下表：

项目	2016 年预测数 (万元)	2016 年 1-5 月预 测数 (万元)	2016 年 1-5 月 实际数 (万元)	预测差异 (万元)	2016 年 1-5 月完成比例
营业收入	29,502.55	12,292.73	16,493.61	4,222.84	134.17%
减：营业成 本	14,298.80	5,957.83	7,284.50	1,326.67	122.27%
营业税金及 附加	212.42	88.51	42.21	-46.29	47.69%
销售费用	324.97	135.40	161.73	26.32	119.44%
管理费用	2,695.95	1,123.31	1,395.12	271.81	124.20%
利润总额	11,970.42	4,987.67	7,347.32	2,359.65	147.31%

项目	2016年预测数 (万元)	2016年1-5月预 测数(万元)	2016年1-5月 实际数(万元)	预测差异 (万元)	2016年1-5 月完成比例
减: 所得税	1,496.30	623.46	755.21	131.75	121.13%
净利润	10,474.12	4,364.22	6,592.11	2,227.89	151.05%

由上表可见, 2016年1-5月杭州搜影的营业收入完成134.17%, 净利润完成151.05%。从实际运营情况看, 杭州搜影的经营模式较为合理, 经营业绩完成较好。

综上, 从杭州搜影评估基准日后实际经营情况分析, 本次交易对杭州搜影未来年度营业收入预测具有合理性。

综上, 本次交易对杭州搜影未来年度营业收入预测具有合理性。

### 三、杭州搜影收益法评估中分成比率、ARPPU值、月活跃用户数、用户付费率等指标的预测依据及合理性

对杭州搜影收益法评估中各项指标预测, 是建立在对杭州搜影的移动网络视频推广平台的盈利模式和运营标准以及杭州搜影的移动网络视频推广平台收益计算方式调查分析的基础上, 根据历史各项指标的波动区间及变动趋势进行的。

#### (一) 分成比率预测的依据及合理性分析

本次杭州搜影收益法评估中的分成比率为渠道分成率, 即在总流水收入的基础上, 分给渠道商的部分所在总流水的比例。根据核查, 杭州搜影移动网络视频推广平台的渠道费都在40%-61%之间, 未来预测考虑到企业推广渠道的拓展将会产生一定的费用, 故按照高于历史平均上限的58%进行预测是审慎的。

根据2015年11月-2016年5月的实际运营情况, 按照月收入加权的分成率为39%, 比58%的预测值低32.47%。对归属公司的收入影响接近30%。

因此从预测依据和实际运营情况看, 杭州搜影收益法评估中对分成比率的预

测均是较为合理的。

## （二）ARPPU 值预测的依据及合理性分析

根据审计后的历史运营数据，杭州搜影 ARPPU 值在 10.89-12.80 之间，考虑到杭州搜影不断加强优质 SP 支付通道商的合作，单价高的通道越来越多；同时第三方支付的比重加大，第三方支付的单价提高。故对 2015 年 11 月-2016 年的 ARPPU 值按照 12 预测，并在未来考虑 5% 的年复合增长率，预测 2017 年为 12.36，2018 年为 13.35。

从实际运营情况看，2015 年 11 和 12 月的 ARPPU 值分别为 12.55 和 12.71，均高于预测的 12，且 2015 年 11 月-2016 年 5 月的平均 ARPPU 值为 12.95，也高于 2017 年的预测值。

因此从预测依据和实际运营情况看，杭州搜影收益法评估中对 ARPPU 值的预测均是较为合理的。

## （三）月活跃用户数预测的依据及合理性分析

对于月活跃登陆用户方面，月活跃用户数指在当月有过“拇指影吧”登录行为的用户数量。月活跃用户数根据杭州搜影基准日前 10 个月（即 2015 年 1-10 月）的经营情况，确定 2016 年的月活跃登陆用户，由于随着杭州搜影推广力度的增加，月活跃登陆用户将会不断增长，故根据行业的整体增长趋势确定 2017 年和 2018 年的月活跃登陆用户数。

从实际的预测看，2016 年 5 月的月活跃登陆用户增长到 3,276.00 万人，略高于预测的 3,193.17 万人。

## （四）用户付费率预测的依据及合理性分析

对于用户付费率方面，杭州搜影 2015 年 1-10 月的加权平均用户付费率为 15.65%，用户付费率的范围为 10%-20%。在未来预测中，杭州搜影的用户付费率按照 13.5%的比例保持不变。该用户付费率在历史的付费率比例范围之内，低于平均水平。

从实际运营情况看，2015 年 11 月-2016 年 5 月的平均用户付费率为 13.36%，与预测的 13.5%基本持平。

### （五）整体预测的合理性分析

从整体上看，杭州搜影未来 5 年（2016-2020）的复合增长率为 15.41%，远低于行业的预期增长率，因此其未来收益预测是较为合理的，建立在合理预测基础上的收益法各项参数也是审慎的。



综上，对于收益法评估中的各项参数的预测均是根据历史情况和趋势进行的预测，同时建立在分项预测上的整体收入增长幅度也在行业增长率的范围内，因此建立在该基础上的视频产品业务收入总额和与收入相关的各项指标的预测是合理的。

#### 四、评估机构核查意见

经核查，评估师认为，杭州搜影结合自身 2015 年和 2016 年的实际完成情况及基准日后杭州搜影的经营情况，对未来年度营业收入预测的各项指标具有一定的合理性。

21. 申请材料显示，以暴风科技和乐视网作为可比上市公司进行对比，本次交易杭州搜影的市盈率显著低于行业平均市盈率。请你公司：1) 结合规模、业绩、资金实力等方面的比较分析，补充披露杭州搜影与上述可比上市公司的可比性及相关表述的准确性。2) 结合近期市场可比交易及同行业可比上市公司市盈率水平，补充披露本次交易评估作价的公允性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

#### 一、杭州搜影与上述可比上市公司的可比性及相关表述的准确性

##### (1) 2015 年财务数据比较

单位：万元

项目	乐视网	暴风科技	杭州搜影
营业收入	1,301,672.51	65,211.01	27,591.86
净利润	21,711.68	15,779.10	10,706.33
总资产	1,698,215.46	134,850.52	10,674.82
净资产	381,513.43	66,585.68	9,303.90
货币资金	272,997.81	40,996.70	472.65

##### (2) 2014 年财务数据比较

单位：万元

项目	乐视网	暴风科技	杭州搜影
营业收入	681,893.86	38,620.58	15,300.11
净利润	12,879.66	4,185.49	6,099.78
总资产	885,102.32	45,332.71	10,072.39
净资产	334,347.34	28,916.03	6,019.53

货币资金	49,985.02	13,494.49	195.69
------	-----------	-----------	--------

杭州搜影与暴风集团、乐视网在资产规模、营业收入以及净利润水平上存在差异。但由于杭州搜影与暴风集团、乐视网同属移动互联网视频产业链，且商业模式上具有很大联系，故具有一定的可比性。

关于杭州搜影与暴风集团、乐视网在业务及商业模式的可比分析请参见“13. 申请材料显示，A股上市公司中，与杭州搜影相似可比的上市公司主要有乐视网以及暴风科技。请你公司结合与上述可比公司盈利模式、版权采购、广告收入等方面的比较分析，补充披露杭州搜影的核心竞争力。请独立财务顾问核查并发表明确意见。”的相关回复。

## 二、近期市场可比交易及同行业可比上市公司市盈率水平以及本次交易评估作价的公允性

### （一）可比交易

2016年7月5日，宁波慈星股份有限公司（300307）发布公告，拟现金收购杭州多义乐网络科技有限公司（以下简称杭州多义乐）。杭州多义乐自主开发并负责运营的“爱乐吧”是移动互联网视频内容分发和移动视频广告平台，与杭州搜影的主营业务相似。根据慈星股份的公告，杭州多义乐的相关数据如下：

标的公司	交易作价(万元)	2015年度净利润金额(万元)	承诺2016年度净利润金额(万元)	对应2016年净利润市盈率
杭州多义乐	40,000.00	85.63	3,000.00	13.33
杭州搜影	135,550.00	10,706.33	10,480.00	12.93

从上表可以看出，杭州搜影的规模及盈利水平远高于杭州多义乐，但是市盈

率水平相对较低。

## (二) 可比上市公司的市盈率水平

杭州搜影的行业与移动互联网服务行业相关性较大。此次评估的目的为股权收购，且杭州搜影属于的轻资产企业，由于杭州搜影固定资产较少，其价值体现在未来收益。

移动互联网行业的可比公司指标如下：

证券代码	证券简称	市盈率 PE(LYR) [交易日期]2015-10-31	市盈率 PE(LYR) [交易日期]2016-05-31
002174.SZ	游族网络	59.5386	52.2235
002261.SZ	拓维信息	303.4298	74.6548
002354.SZ	天神娱乐	93.5994	63.5793
002517.SZ	恺英网络	-173.2076	40.1554
002555.SZ	三七互娱	922.0167	74.7576
002619.SZ	巨龙管业	1,459.5393	81.7408
300043.SZ	互动娱乐	77.6778	55.8581
300288.SZ	朗玛信息	276.1897	114.8124
300315.SZ	掌趣科技	102.7822	62.9773
300359.SZ	全通教育	461.2505	194.0639
300418.SZ	昆仑万维	124.6583	78.7055
600652.SH	游久游戏	-221.3829	160.7003
600661.SH	新南洋	135.0802	120.9574
平均值		278.5517	90.3989

数据来源：wind 资讯

本次交易对应 PE 倍数为 12.93，远低于可比公司的平均值，因此是较为合理的。

## 三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为，杭州搜影与上述可比上市公司具有一定的可比性，本次交易对价具有合理性。

22. 申请材料显示，本次交易北京拇指玩采用市场法和资产基础法评估，并最终  
以市场法评估作价，同时评估中对北京拇指玩的未来预期收益进行了测算。市场  
法具体采用可比案例法，选取的可比案例包括凯撒股份收购酷牛互动、中文传媒  
收购智明星通、泰亚股份收购恺英网络、掌趣科技收购天马时空等。请你公司：  
1) 补充披露本次交易对北京拇指玩的未来预期收益进行了测算，但最终采用市场  
法评估作价的原因。2) 结合业务结构、规模、业绩、资金实力等方面的比较分析，  
补充披露上述可比案例的可比性，评估中相关权重系数设置的合理性及对评估值  
的影响。3) 补充披露北京拇指玩未来预期收益测算中营业收入、毛利率、净利润  
等指标的预测依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

#### 一、采用市场法评估作价的原因

##### （一）收益法评估游戏公司存在较大不确定性

收益法结果建立于企业的发展规划基础上。由于网络游戏推广平台每年都要  
推出多款产品，未来销售收入预测是基于目前运营产品及新开发产品的推广计划，  
即根据未来年度每年上线运营产品及每种产品计划采用的运营模式、参考已上线  
产品运营指标的变化趋势，分别计算确定未来年度各种运营产品的设计运营模式  
下的单品种运营收入，然后汇总得出全部产品的运营收入。

由于游戏产品的生命周期平均在 2 年左右，不同平台和不同游戏之间的差异  
较大，游戏的收入情况受到游戏类型、游戏推广方式和游戏运营平台等多方面的  
影响，故在根据历史期的产品情况进行类比预测的情况下，未来单体游戏的收益  
具有较大的不可预见性，建立在该基础上的收益法结果有较大的不确定性。

##### （二）资产基础法评估不能全面反映北京拇指玩的市场价值

资产基础法评估是以资产的成本重置为价值标准，反映的是资产投入（购建

成本)所耗费的社会必要劳动,这种购建成本通常将随着国民经济的变化而变化;北京拇指玩所处的行业具有“轻资产”的特点,其固定资产投资相对较小,账面值不高,而企业的主要价值除了固定资产、营运资金等有形资源之外,还应包含企业所享受的各项产品优势、管理经验、优惠政策、业务网络、服务能力、人才团队、品牌优势等重要的无形资源的贡献,而企业的无形资产无法通过量化体现在公司的资产负债表中。因此,建立在北京拇指玩的账面资产价值上的资产基础法无法准确反映其真实价值。

### (三) 市场法能够直观体现游戏公司资本市场并购中的价值

北京拇指玩主要运营移动网络游戏推广平台,属于游戏行业范畴,采用市场法对其价值进行评估需由其已有的主要游戏入手,根据已有案例中各游戏公司主要游戏的运营情况,选择主要游戏收益情况相近的游戏公司进行相对估值。2015年以来,上市公司进行的游戏公司收购案例已有十几家,使得采用市场法进行评估所可利用的可比案例数量增多,为选用市场法对标的公司估值提供了样本基础,采用市场法对标的公司进行评估的条件已经具备,在合理选择可比案例基础上的市场法评估结果更能符合市场价值的价值内涵,是对游戏公司市场价值的直接体现。根据已有案例的披露数据的完整程度,本次评估采用已通过证监会审核的上市公司收购游戏公司的交易案例中的标的公司作为可比案例,经过对比分析,按照市场法确定企业的价值。

综上,本次评估选择市场法进行评估并定价。

## 二、可比案例的可比性

本次评估确定的可比案例选择依据四条原则:同处一个行业,受相同经济因素影响;企业业务结构和经营模式类似;企业规模和成长性可比,盈利能力相当;交易行为性质类似。

### **（一）业务结构方面的可比性**

从业务结构看，选取的交易案例涉及的标的公司均属游戏行业，且均涉及多个发行渠道和多个游戏类型，包括了卡牌游戏，休闲游戏、RPG 游戏等不同游戏类型，同时也包括了玄幻、青春、历史等多个题材，因此在业务结构方面是具有可比性的。

### **（二）规模和资金实力的可比性**

由于游戏行业为轻资产行业，其价值体现在研发人员的研发能力，与其保有资产规模和资金实力关联较小，从标的公司的首年收入规模方面看，均在各自游戏的细分领域有较强的优势，因此是具有可比性的；

### **（三）经营业绩的可比性**

可比交易案例在收购时均处在新游戏的爆发期，对比企业的成长性均较强，年增长率均在 20%以上，由于市场法是根据首年利润和调整 PE 为基础进行估值，因此主要考虑的是经营业绩的增长能力。因此，在剔除与资产总量相关的参数之外，标的公司和可比案例的经营业绩是具有可比性的。

## **三、评估中相关权重系数设置的合理性**

本次评估选取的价值比率修正系数包括两大方面，一方面为预期增长率修正系数，一方面为营运状况修正系数。

### **（一）选择预期增长率修正系数的依据及合理性**

由于可比案例和目标公司在未来的增长预期、主营产品的运营情况、团队的研究能力等方面差异较大，故需对其进行调整。

对于处于创业初期的行业，其近期的盈利预测可能较低，甚至为负，无法真

实体现公司的价值，因此选取增长性参数调整，弥补价值比率对企业动态成长性估计的不足。

其设置依据是参考了史莱特《祖鲁原则》表述的“市盈率相对盈利增长比率(PEG)”，该指标既可以通过市盈率考察企业目前的财务状况，又通过盈利增长速度考察未来一段时期内企业的增长预期，并假设其与企业价值正相关，因此其指标权重为平均权重。

## (二) 选择营运状况修正系数的依据及合理性

营运状况修正系数见下表：

厂商背景	公司品牌
	公司营收规模
	产品数量
市场与渠道反映	市场与渠道反映
题材与游戏性	题材独特性
	玩法创新性
游戏品质	系统兼容性
	画质精细度
	新手引导
	游戏体验感
数据评估	留存率
	付费率
	ARPPU 值
	注册转化率

该体系是根据各大平台公司如腾讯游戏、360 助手以及 PP 助手等对游戏各方面的评定标准而制定的。由于各个指标对游戏等级的评定均较为重要，故在权重设置时，全部采用平均权重。

## 四、评估中相关权重系数设置对评估值的影响

### 1、预期增长率修正系数对评估值的影响

预期增长率修正系数是根据北京拇指玩历史运营情况和未来 3 年的收入及成本、期间费用进行预测。因此是有现实依据的。

预期增长率调整的依据是 PEG 理论，所谓 PEG，是用公司的市盈率（PE）除以企业未来 3 或 5 年的每股收益复合增长率。（PE）仅仅反映了某股票（企业）当前价值，PEG 则把股票（企业）当前的价值和企业未来的成长联系起来。

根据该理论，首先计算可比公司和标的公司未来 3 年（承诺期）的复合增长率，并在此基础上，把 8 个可比公司的复合增长率和标的公司的复合增长率进行对比，得到 8 个增长率修正系数，然后按照平均权重对 8 个系数进行算术平均，得到平均增长率修正系数。

本次评估，采用未来 3 年的复合增长率，并以此为参数进行对比修正。根据该理论，增长率越高的企业，其价值也越大。

## 2、营运状况修正系数对评估值的影响

### （1）公司品牌系数对评估值的影响

可比交易标的和标的公司在游戏研发和运营厂商市场均为中国领先的网游企业，且均取得了多个奖项等。因此在行业中的品牌号召力均较强。但公司的品牌与其营运能力相关，故该部分评分与公司的预计营收规模相关，营收规模越大，影响力越大，其得分也越高，评估值也就相对较高。

### （2）公司营收规模系数对评估值的影响

公司的营收规模对于公司未来的发展有重要的资本积累作用，且能够直观的判断其经营能力，根据预测首年的净利润情况确定的公司营收规模分数，并在此基础上进行对比。营收规模越大，其得分也越高，评估值也就相对较高。

### (3) 产品数量系数对评估值的影响

恺英网络自主研发了《蜀山传奇》《炎黄传奇》等多款游戏精品大作，游戏题材涵盖武侠、三国等多个主流题材。恺英网络还自主研发了社交网页游戏《捕鱼大亨》、《热血海盗王》和移动网络游戏《蜀山传奇手机版》，并与天马时空联合开发了《全民奇迹》等精品游戏。除了运营自主研发产品外，恺英网络还代理运营多款其他公司开发的网络游戏，其中包括移动网络游戏《保卫萝卜 2》、《时空猎人》、《我叫 MT》、《天龙八部 3D》、《刀塔传奇》等，大型网页游戏《烈焰》、《烈火屠龙》《武易》、《三国乱世》、《赤月传说》等。

天马时空的明星产品为《全民奇迹》，此外还研发了网游《怒斩》等。

天上友嘉先后推出《植物大战僵尸 OL》、《星座女神》、《净化》、《新仙剑奇侠传 3D》等游戏产品。

智明星通运营过《开心农场》、《Age of Warring Empire》、《Battle Alert》、《世界争霸》等多款移动网络游戏和网页游戏。

酷牛互动先后研发并上线运营《大话水浒 WAP》、《兄弟萌》、《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》等多款精品手机游戏。

雷尚科技目前的主要产品有《战争风云》、《坦克风云》和《火力全开 HD》等 7 款军事类网游产品。

妙趣横生目前的主要产品有 3 款，《黎明之光》、《神之刃》和《十万个冷笑话》，其中《黎明之光》为 3D 动作类网页网游，《神之刃》和《十万个冷笑话》为卡牌类移动网游。

赞成科技子公司成立以来出品了包括消除类、益智类、棋牌类、捕鱼类、射击类、跑酷类等在内的 6 等大系列逾 100 款移动休闲游戏产品，公司研发或出品

并在上线运营的游戏近 20 款，公司明星产品有《糖果消消高清版》和《口袋灵龙》等。

天马时空和妙趣横生运营游戏较少，在 5 款以下，其他公司运营多款游戏，恺英网络和拇指玩均为游戏平台公司，故游戏较多。游戏运营数量越多，其运营经验和运营能力越强，评估值也就相对较高。

#### （4）市场与渠道系数对评估值的影响

游戏产品的运营模式主要分成自主运营模式和联合运营模式，可比交易标的和标的公司均具有采用多种运营模式的能力，因此得分相同，在该系数方面，对评估值的影响相同。

#### （5）题材与游戏性和游戏品质修正系数

在题材独特性和玩法创新性方面，在题材独特性方面，恺英网络游戏题材涵盖武侠、三国等多个主流题材，产品丰富，易于上手，独特性一般。天马时空游戏为角色扮演类题材，创新性较强。天上友嘉的主要是借助外部 IP，自行研发产品，游戏题材目前主要有卡牌类游戏，独特性一般。智明星通采用的是三国题材，其独特性一般。酷牛互动均选用的是热门网络小说 IP，创新性较强。雷尚科技的产品题材主要是军事类 SLG 策略移动网游，有一定的独特性。妙趣横生运营的产品均为 3D 动作类，画面清晰，注重视觉效果和动作，有一定的独特性。赞成科技主要是移动休闲游戏，包括消除类、益智类、棋牌类、捕鱼类、射击类、跑酷类等在内的 6 等大系列产品，产品丰富，但独特性一般。北京拇指玩是一家专业的安卓游戏下载平台企业，为安卓手机玩家提供最全、最新、最棒（快捷）的免费游戏资源下载，提供超过 10 万款高质量安卓游戏的免费下载，每个游戏都经过真机适配测试。平台独创的拇指玩 GPK 格式，让用户安装游戏的过程变得方便快捷，因此，游戏主题和题材比较丰富。

各个游戏公司在不同的游戏细分领域均各有特色,对于重度 RPG 和平台类公司相对得分较高,其价值也越大。

#### (6) 盈利系数对评估值的影响

根据游戏公司的营运模式,其盈利能力的核心为留存率、付费率、ARPPU 值和注册转化率。故该部分指标主要从四个方面进行评估,其中付费率和 ARPPU 值与玩家质量相关,留存率和注册转化率与游戏玩家数量相关。因此盈利系数越好的企业,其价值也越大。

### 五、北京拇指玩未来预期收益测算中营业收入、毛利率、净利润等指标的预测依据及合理性

#### 1、拇指玩的收入预测分析

##### (1) 游戏推广收入方面

北京拇指玩平台至今定位为发展用户阶段,所以商业化程度较低,仅开放了少量的资源用于游戏的营销。根据北京拇指玩的发展计划,北京拇指玩计划通过增加开放推广位置,包括推广“拇指玩”游戏平台和一系列工具化产品,增加合作游戏的曝光,增加游戏平台的营销手段,增加曝光频率,并引入“广告+联运”这一竞价广告模式。随着平台推广位置的增加,平台曝光频率的增加,加上竞价广告模式的引入,都会成为联运收入的新的增长点。

北京拇指玩游戏推广收入根据月流水的多少,分为大中小三种类型游戏。

其预测方式为:北京拇指玩流水=单位游戏运营收入×运营数量×北京拇指玩分成率

对于小型游戏,考虑到北京拇指玩业务的侧重点为大型和中型游戏,因此在

未来预测中基本未考虑增长变动。

对于大型和中型游戏的预测方式为：

在单位游戏运营收入方面，主要与行业的发展情况相关，因此参考该指标历史的增长率，并考虑到运营模式的改变，2015 年相对 2014 年增长率为 7.03%，未来按照 10% 考虑。远低于行业增长率。

在运营数量方面，考虑到历史期基本无商业运作的特点，在预测首年（2016 年）按照 2015 年的数量的两倍预测，大型游戏未来每年增长 3-4 款，中型游戏增长 8-10 款。考虑到目前市场上游戏数量的增长速度较快，从增长的绝对值方面看，是较为合理的。

在分成率方面，由于企业运营游戏数量较多，不同游戏的分成比例有一定程度的差异，故主要根据企业的 2014 年和 2015 年 1-10 月的分成率进行预测，2014 年为 77.21%，2015 年为 61.48%，未来按照 60% 预测，低于历史实际情况，也是较为合理的。

## （2）新增业务方面

作为渠道商，北京拇指玩利用自有渠道优势帮助中小 cp 做测试做发行。具体有两种方式：联合发行+独代发行。具体操作上的区别就是渠道的划分。9-12 月期间北京拇指玩共测试了 5 款联合发行的游戏，可以保证 10-20% 的利润空间，如果是独代发行游戏，在流水和利润方面优势会更加明显。企业获取收益的两个点，一是产品量的累积；二靠产品质的爆发或延伸，在发行的每个产品的整个生命周期中，持续的收益会不断的累积叠加。

根据北京拇指玩 2016 年 1-2 月的广告收入情况，约为 110 万，按照全年推算，约为 660 万元，未来 3 年均按照 650 万元预测是较为合理的。且从实际情况看，北京拇指玩 2016 年 1-5 月已实现广告收入 474.58 万元。

综上，北京拇指玩的收入预测是较为合理的。

## 2、北京拇指玩成本和费用预测

北京拇指玩的成本主要为服务器租赁成本，根据历史的情况，并结合未来的运营情况进行预测。2016年的大中型游戏数量相对2015年增加45%，对于相关的增长服务器租赁成本增长率为50%，2017年的大中型游戏数量相对2016年增加24%，对于相关的增长服务器租赁成本增长率为20%，由于北京拇指玩未来的运营策略不会大幅扩大推广游戏的数量，而是通过运营方式的变化，增加推广游戏的运营质量，故按照该比例对未来服务器租赁成本进行预测是较为保守的。

综上，在北京拇指玩实际经营基础上，北京拇指玩未来预期收益测算中营业收入、毛利率、净利润等指标的预测是有依据的及合理的。

## 五、评估机构核查意见

经核查，评估师认为，采用市场法评估结论作为对价能够直观体现游戏公司资本市场并购价值，北京拇指玩对预期收益测算具有一定的依据及合理性。

25. 评估报告显示，杭州搜影自研的“精细流量运营系统”是整个视频业最高效最领先的精准流量转换系统；ROI效率领先业内5倍。请你公司：1) 结合具体数据，补充披露上述表述的依据。2) 补充披露杭州搜影的行业地位、市场份额。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

### 一、对杭州搜影“精细流量运营系统”表述的修改

该表述是对杭州搜影“精细流量运营系统”在特定时期的运营数据的表述，由于软件产品的发展较快，因此该表述不具有全面性，已删除该表述。

### 二、杭州搜影的行业地位、市场份额

杭州搜影属于视频推广行业，对于该行业的市场统计数据及同类型公司的公开运营数据较少。所以，本次选取了移动视频大行业的数据对杭州搜影的行业地位及市场份额进行分析，具体如下：

### （一）月活跃用户数

根据易观发布的《中国网络视频盘点专题 2016Q2》，2016 年第一季度移动市场活跃用户规模排名如下：

排名	移动视频应用	活跃用户规模（万）		
		2016 年 1 月	2016 年 2 月	2016 年 3 月
1	腾讯视频	14,362	14,416	15,120
2	爱奇艺视频	14,130	13,955	14,761
3	优酷视频	13,504	13,761	14,301
4	搜狐视频	8,234	8,062	9,112
5	乐视视频	5,648	5,673	6,047
6	爱奇艺 PPS	5,232	5,360	5,207
7	暴风影音	5,622	5,647	5,138
8	土豆视频	4,921	4,807	4,942
9	PPTV 聚力	3,244	3,564	3,598
10	芒果 TV	3,091	3,009	3,038
11	百度视频	2,913	2,951	3,038
12	快手	2,100	2,221	2,370
13	看片神器	2,179	2,336	2,251
14	云视听泰捷	1,143	1,437	1,550
15	360 影视大全	1,366	1,264	1,439

根据易观的说明，活跃用户是每月调用一次 APP 即使用一次的用户。上述视频 APP 主要为免费模式，即用户调用一次 APP，无论是否缴费，都可以观看影片。为确保上表活跃用户的可比性，上表中杭州搜影活跃用户人数为月有效活跃用户数杭州搜影 2016 年第一季度的月观影用户数如下：

移动视频应用	活跃用户规模（万）		
	2016 年 1 月	2016 年 2 月	2016 年 3 月

移动视频应用	活跃用户规模(万)		
杭州搜影	1,685	2,158	2,270

根据上述数据对比，杭州搜影在移动视频行业中排名在十四名左右，属于移动视频行业的第二梯队。

## （二）市场份额情况

根据艾瑞咨询发布的《中国在线视频用户付费市场研究报告 2015 年》统计，中国在线视频市场规模约 401 亿元，同比增长率为 61.2%，收入中主要包括用户付费及广告收入等。2015 年度，杭州搜影的收入为 2.76 亿元，约占市场份额的 0.67%，整体市场份额占比较小。

## 三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为，对杭州搜影“精细流量运营系统”表述进行了删除，杭州搜影的行业地位一般、整体市场占有率较小。



# 中联资产评估集团有限公司

CHINA UNITED ASSETS APPRAISAL GROUP CO., LTD

(此页无正文，仅为《关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》第 160885 号反馈意见资产评估相关问题的核查意见》的签字盖章页)

中联资产评估集团有限公司

