# 国众联资产评估房地产土地估价有限公司关于
# 杭州高新橡塑材料股份有限公司
# 深圳证券交易所现金收购问询函的回复

**深圳证券交易所创业板公司管理部：**

我们接受杭州高新橡塑材料股份有限公司（以下简称“杭州高新”）的委托，按照资产评估准则执行了资产评估工作，于 2019 年 2 月 28 日为杭州高新现金收购厦门市快游网络科技有限公司 100%股权出具了评估报告。并于 2019 年 3 月 4 日收到贵部下发的《关于对杭州高新橡塑材料股份有限公司的问询函》（创业板问询函【 2019】第 91 号）的要求，我们组建了专业人士组成的核查组，对杭州高新拟现金收购标的公司—厦门市快游网络科技有限公司相关评估进行专项核查。主要实施下文所列核查程序。现特此出具本专项核查意见书。

我们未授权任何单位或个人对本专项核查意见书作任何解释或说明。

本专项核查意见书仅供杭州高新为本次意见回复之目的使用，不得用作任何其他目的。

基于以上所述，我们现出具专项核查意见书如下：

**问题二. 经市场法评估，标的公司评估值为 25099 万元，增值率达到 647%。请补充说明市场法评估过程，所选取交易案例的具体情况及其可比性，并结合标的公司近三年评估情况、增资和股权转让的估值情况，说明本次交易估值的合理性。请评估师发表明确意见。**

**回复：**

**一、市场法评估过程、所选取交易案例的具体情况及其可比性**

（一）市场法原理

1、市场法定义

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。市场法中常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指通过对资本市场上与被评估企业处于同一或类似行业的上市



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估企业比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。

交易案例比较法是指通过分析与被评估企业处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估企业比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。

2、市场法使用前提

（1）有一个充分发展、活跃的资本市场；

（2）资本市场中存在足够数量的与标的公司相同或类似的可比企业、或者在资本市场上存在着足够的交易案例；

（3）能够收集并获得可比企业或交易案例的市场信息、财务信息及其他相关资料；

（4）可以确信依据的信息资料具有代表性和合理性，且在评估基准日是有效的。

（二）选取具体评估方法的理由

由于被评估企业与可比上市公司在业务结构、经营模式、企业规模与资产配置以及所处的经营阶段、成长性与经营风险等方面差异较大，故本次评估不选择上市公司比较法。

近期类似游戏公司股权收购的交易案例较多，交易标的与被评估企业一样均处于业务发展初期，主营业务均为网页网络游戏和移动网络游戏，未来增长预期也基本相似，交易完成后均实现了控制权的转移。结合本次资产评估的对象、评估目的和评估师所收集的资料，本次选择交易案例比较进行评估。

（三）基本步骤说明

交易案例比较法是指通过分析与被评估企业处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估企业比较分析的基础上，得出被评估单位价值的方法。

被评估企业市场价值 $P = Pb/Eb \times A \times E + B$

$A = C \times 权重 + D \times 权重 + F \times 权重$

$D = G \times H \times I \times J \times K$

其中：P－经营性股权价值；

Pb－可比交易标的经营性股权价值；

Eb－可比交易标的首年净利润

A－综合调整系数



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

E－被评估企业首年净利润

B－溢余性资产及负债净额

C－预期增长率修正系数；

D－营运状况综合调整系数；

F－交易日期调整系数；

G－厂商背景系数；

H－运营模式、自有平台与渠道系数；

I－题材与游戏性系数；

J－游戏品质系数；

K－运营数据系数。

采用交易案例比较法进行整体评估基本步骤如下：

1、搜集可比交易案例；

2、收集并分析、调整可比公司相关情况及财务数据；

3、选择并计算各可比公司的价值比率或经济指标；

4、调整、修正各可比公司的价值比率或经济指标；

5、从各个可比公司价值比率中协调出一个价值比率作为被评估企业的价值比率；

6、估算被评估企业相关参数，计算各价值比率下对应的评估结果，并选择一个最为合理的评估结果作为初步评估结论；

7、考虑是否需要应用折价/溢价调整；

8、加回非经营性资产、溢余资产净值，得到最终评估结论。

本次评估在修正系数选取方面主要考虑了同行业业绩预期增长对比因素、外部市场因素以及企业内部因素。

其中：预期增长对比因素即预期增长率修正系数，横向比较可比案例与被评估企业的业绩增长情况进行打分。

外部市场因素包括交易日期修正系数、宏观经济及行业修正系数及交易方式和交易条件修正系数，该因素已充分考虑被评估单位外部的影响因素。由于可比交易标的及标的公司属于相同行业，其经营的业务相近并均设立于国内，所处的宏观经济条件、行业状况的变化基本一致，竞争能力和技术水平已反映在各种价值比率之中。由于所选案例均为发行股份购买资产且均对未来三年利润进行承诺，并设定相应的补偿方式，故在交易方式和交易条件上基本不存在差异。因此本次评估未考虑交易方式和交易条



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

件因素调整。

企业内部因素包括厂商背景系数、运营模式、自有平台与渠道系数、题材与游戏性系数、题材与游戏性系数、游戏品质系数及运营数据系数。每个系数又有各自的细分项目，细分项目汇总打分后才能得出调整系数，具体影响因素如下表所示：

| 影响因素 | 项目 |
| --- | --- |
| 厂商背景 | 公司品牌 |
| | 公司营收规模 |
| | 产品数量 |
| | 研发能力 |
| 营运模式、自有平台与渠道 | |
| 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 |
| | 新手指引 |
| | 游戏体验感 |
| 运营数据 | 留存率 |
| | 付费率 |
| | ARPPU 值 |
| | 注册转化率 |

上述细分项目将企业从游戏产品到企业整体进行全面打分，能充分反映企业内部竞争力。

与同行业可比交易案例相比，本次评估借鉴了中文在线收购上海晨之科信息技术有限公司的市场法评估过程，本次市场法评估的权重指标基本与该案例保持一致，同样包含同行业业绩预期增长对比因素、外部市场因素以及企业内部因素三个维度的分析调整。

此外，对比赛为智能收购开心人案例中，开心人的评估方法之一即为市场法，在该案例市场法评估中，评估师考虑了交易日期修正系数、交易情况修正系数、预测期收益复合增长率修正系数、运营状况修正系数、财务状况修正系数。与本次评估相比，开心人评估中增加了财务状况修正。其中本次评估中企业内部因素已经考虑了公司营业收入规模财务状况指标。

综上所述，本次评估中权重指标参照同行业可比交易案例，可以基本涵盖影响交易价格的各个方面。因此，本次评估通过同行业业绩预期增长对比因素、外部市场因



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

素以及企业内部因素分别从三个维度对被评估单位和可比案例进行了修正，修正加权后的市盈率水平可以合理完整地体现被评估单位的价值。

（四）选择可比交易案例

1、可比交易案例的选择标准

根据《资产评估准则-企业价值》的要求，市场法评估应当选择与被评估企业有可比性的公司或者案例。本次评估确定的可比案例选择原则为：

①同处一个行业，受相同经济因素影响；

②企业业务结构和经营模式类似；

③企业规模和成长性可比，盈利能力相当；

④交易行为性质类似。

本次评估，围绕以游戏业务为核心、兼顾研发能力的价值评价体系，同时考虑交易性质等因素，通过公开信息搜集了 2016 年 4 月—2018 年 9 月完成交易的 6 个案例作为可比案例。

2、可比案例的选取

本次评估确定的可比交易案例选择的原则为：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。

选取的可比交易案例涉及的标的公司均为游戏行业，企业的成长性均较强，交易行为基本相同。

根据本次评估的实际情况，案例选择的主要标准为业务结构和经营模式相近，对该项因素分别分析如下：

（1）中南红文化集团股份有限公司收购上海极光网络科技有限公司

①极光网络业务结构分析

极光网络是业内知名的网页精品游戏研发商。凭借管理团队对游戏研发的热情及多年来沉淀的行业经验，极光网络成功研发出《混沌战域》、《武神赵子龙》等精品游戏。根据行业统计网站数据，2015 年全年《混沌战域》开服数位列全部网页游戏开服榜的第 12 名，2016 年 1-10 月《武神赵子龙》开服数位列全部网页游戏开服榜的第



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

9 名。此外，极光网络游戏产品不仅在中国大陆地区运营，而且在台湾、越南、泰国、韩国等多个海外市场运营。

②极光网络运营模式

极光网络的游戏产品主要以独家代理的形式授权给游戏运营商运营。网络游戏运营商向极光网络支付版权金获得游戏产品代理权，在运营商的平台上或者运营商授权的第三方平台发行运营。网络游戏运营商负责游戏的发行推广、活动策划、客服服务、运营结算。极光网络主要负责提供游戏产品的版本维护、技术支持等服务。

③极光网络主要运营游戏

a.《混沌战域》是自主研发的一款 MMORPG（大型多人在线角色扮演）类型游戏。游戏以盘古开天、圣贤封神为世界观，展现商末诸仙争神的战争画面。同时游戏开创美人系统，为传统的 MMORPG 类型作品增添了养成类游戏的属性。该游戏于 2014 年 10 月份上线，在 2015 年 4 月份前后达到流水高峰，月流水近 4,800 万元。目前，该游戏已在台湾、韩国、泰国和越南成功上线。

b.《武神赵子龙》系由林更新、林允儿等主演的同名电视剧 IP 改编而成的一款 MMORPG 类游戏。游戏独创武将系统、战队系统、战旗系统、场景天气变化等创新玩法与美术设计。2016 年 3 月，游戏配合电视剧的播出上线（电视剧于 2016 年 4 月 3 日在湖南卫视独家首播）。截至 2016 年 6 月，该游戏最高月流水已突破 7,500 万元。

被收购标的极光网络与被评估企业的经营业务相似度高，可比性强，本次评估将本交易案例作为可比交易案例之一。

（2）芜湖顺荣三七互娱网络科技股份有限公司收购上海墨鹍数码科技有限公司

①墨鹍科技业务结构分析

墨鹍科技是一家网络游戏研发商，其主营业务为网络游戏的研发制作和授权运营，所研发的网络游戏类型包括网页游戏与移动端网络游戏两大领域。墨鹍科技拥有经验丰富的研发团队，旗下首款 3D ARPG 动作手游巨作《全民无双》由深圳腾讯独家代理运营，上线当月即持续稳定在畅销榜前十的位置；推出的 3D MMORPG 页游《决战武林》，由成都趣乐多独家代理运营，在其旗下的西游网开服数已突破 3,000 组，该款游戏使用墨鹍科技自主研发的 3D 引擎进行开发，使游戏呈现比肩优秀 3D 端游的游戏画质。



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

②墨鹍科技运营模式

墨鹍科技目前的游戏产品运营模式主要为代理运营模式。游戏代理运营方式主要是指网络游戏发行商/平台运营商以支付版权金（含游戏制作服务费）或预付分成款的方式获得游戏研发商所开发的游戏产品运营代理权，由游戏发行商/ 平台运营商负责网络游戏产品在指定区域内的推广和运营。游戏发行商/平台运营商在获取游戏运营收入后，根据协议中约定的分成比例在每月对账后向游戏研发商支付收入分成。

③墨鹍科技主要运营游戏

a.《全民无双》是一款全 3D ARPG 手机游戏。游戏以三国时代为故事背景，以武将养成为核心玩法，上百名个性特异的武将搭配各异的兵器、技能，使玩家享受动作打击体验；另外竞技场、八门金锁阵和魔王梦魇等玩法系统满足玩家武将养成后的各种 PK 需求。作为墨鹍科技首款自主研发的上线产品，《全民无双》由深圳腾讯独家代理运营，自进行不限号不删档付费测试以来取得不俗的成绩，iPhone 游戏总榜（畅销）最高排名第四位。

b.《决战武林》是由西游网运营的一款双端（web 端+微端）3D 暗黑 MMORPG 网页游戏。《决战武林》以玩家对装备属性随机化、多样化的基础追求为出发点，打造了游戏内物品（坐骑、宠物、弩炮、骑兵、光翼等）的华丽外观养成模式以增加游戏可玩性，此外，还可同时搭载几十种游戏内怪物随机技能组合，使战斗更加丰富和具有不可预测性。华丽爽快的战斗表现、瞬息万变的战场变化、千钧一发的首领争夺、热血沸腾的圣火令、屠龙刀争霸战、边境国战等玩法，让玩家享受 PK 的乐趣。该款游戏采用实时 3D 引擎，使游戏画面呈现比肩端游的 3D 画质，并且极大的提高了游戏整体运行的流畅度，同屏玩家可达上百人。

被收购标的墨鹍科技与被评估企业的经营业务相似度高，可比性强，本次评估将本交易案例作为可比交易案例之一。

（3）深圳市赛为智能股份有限公司收购北京开心人信息技术有限公司

①开心人业务结构分析

开心人主要收入来源为移动网络游戏产品的运营收入和社交平台的运营收入。

a.移动网络游戏的收费方式

移动网络游戏主要存在虚拟道具销售收费、时间收费、下载收费三种类型的盈利



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

模式，开心人游戏产品主要采用的是按虚拟道具销售收费的盈利模式。

虚拟道具销售收费模式是指移动网络游戏为玩家提供网络游戏的免费下载和免费的游戏娱乐体验，而游戏的收益则来自于游戏内虚拟道具的销售。

b.社交平台的收费方式

社交平台的收入主要来源于广告收入以及联合运营网页游戏的分成收入。

②开心人运营模式

a.自主运营模式：

开心人将自主研发的游戏产品在自有平台 heyshell、飞豆上进行运营，游戏用户通过上述网站提供的链接进行游戏的下载，然后通过 heyshell、飞豆提供的充值接口直接进行游戏的充值，充值金额直接兑换入游戏。

b.联合运营模式：

移动网络游戏：开心人与苹果、Google 等一个或多个渠道商进行合作，将游戏放在 App Store、Google Play 等运营渠道，游戏用户通过上述渠道商提供的充值接口进行充值消费后，开心人通过游戏收入分成的方式从渠道商处按照合同的约定获取相关收入。

网页游戏：开心人与其他网页游戏研发商合作，网页游戏研发商将研发的网页游戏放置在开心网的平台上，游戏用户注册成为开心网用户，然后直接在网页上进行游戏，通过开心网的充值接口进行充值后，开心人根据合同约定的比例将游戏收入分成，并将游戏分成款支付给游戏研发商。

c.授权运营模式

开心人将自主研发的产品交由易幻网络、真好玩等游戏发行运营商发行运营，游戏发行运营商以支付授权金或预付分成款的方式获得相关游戏在特定区域的独家代理权，由游戏发行运营商负责该款游戏在特定区域各项运营工作，开心人负责游戏的版本更新。在授权运营模式下，开心人信息按照合作协议从游戏发行运营商处获得收入分成。

d.代理运营模式

开心人与游戏授权方合作，通过给游戏授权方支付版权金或预付分成款的方式获



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

得游戏授权方授权的游戏产品在特定区域的独家代理权，然后开心人通过自主运营以及联合运营的方式在特定区域进行市场推广、运营控制、服务器支持和支付渠道支持等多项工作。在代理运营模式下，开心人需要支付给游戏授权方版权金或者预付分成款，并且开心人信息需按照合作协议将收入分成支付给游戏授权方。

③开心人主要运营游戏

a.《一统天下》，是一款以“实时国战”为核心玩法的大型三国题材 SLG 游戏，已发行 8 个语言版本，分别为简体版、繁体版、英文版、日文版、韩文版、韩文 kakao 版、越南版、泰国版等，在大陆地区、东南亚地区、日本等国家和地区由开心人自主运营或者在 Google Play、App Store 等平台联合运营，在港澳台地区授权真好玩独家代理，在韩国地区授权易幻网络独家代理。游戏中画风精美写实，地图场景贴合史实，武将设计丰富多样，为玩家营造出超强的三国代入感。游戏支持跨服跨平台的大型 PVP 赛事，经常举行跨服国战、跨服任务、跨区至尊擂台赛等，给众多玩家提供展示实力互相交流的平台。《一统天下》曾获得年中国优秀制作人大赛最佳游戏数值平衡设计奖和中国优秀制作人大赛最佳移动游戏制作奖等多项荣誉。

b.《三国群英传》是一款由宇峻奥汀唯一正版授权，由开心人信息研发，由飞流九天负责中国大陆地区发行运营的国战策略类手游。以三国历史为背景，在部分保留宇峻奥汀设计的人物形象、单机经典玩法的基础上，开心人信息在核心玩法、人物设计上大胆创新。《三国群英传》于 2016 年 5 月上线，于 2016 年 7 月开始在全平台公测，目前已发行了简体版和繁体版。《三国群英传》于 2016 年获得“2016 年金翎奖最佳境外移动游戏奖”荣誉。

c.《龙纹三国》是一款由成都简乐研发，由开心人在韩国、日本和港澳台地区独家代理发行的角色扮演类手游。《龙纹三国》中融入了卡牌玩法，游戏玩家可以通过收集不同品质的符文，邀请游戏中的三国名将，与其并肩作战。

被收购标的开心人与被评估企业的经营业务相似度高，可比性强，本次评估将本交易案例作为可比交易案例之一。

（4）富春通信股份有限公司收购成都摩奇卡卡科技有限责任公司

①摩奇卡卡业务结构分析

摩奇卡卡主营业务为移动游戏的研发和制作，坚持“知名 IP+大数据分析+工业化生产”的策略，立足开发根本，自成立以来已经推出多款游戏，包括《校花的贴身高手》、



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

《我欲封天：至尊归来》、《新大主宰》、《犬夜叉之寻玉之旅》、《大闹天宫 HD》、《呆兵萌将》、《拇指西游》等，其中《校花的贴身高手》、《新大主宰》、《犬夜叉之寻玉之旅》均取得了较好的市场反应。《新大主宰》在小米互娱·金山云游戏生态年会获得“最受期待游戏奖”，在爱游戏与人民网联合举办的第五届“金鹏奖”中获得“最佳 IP 改编网络游戏奖”，360 平台 2015 年 12 月手游指数“精品月度游戏”，魅族游戏中心举办的“Flyme 颁奖典礼”斩获“年度黑马手游”;《校花的贴身高手》在腾讯应用宝 2016 年 8 月的手游报告中被列入“新游下载榜”、“新游收入榜”双榜第四名。

②摩奇卡卡运营模式

摩奇卡卡目前尚在运营的游戏全部采用代理运营模式，这种运营方式一方面可以降低游戏的推广和发行成本，另一方面可以实现移动游戏产品的快速变现，从而降低运营风险。

③摩奇卡卡主要运营游戏

a.《新大主宰》是摩奇卡卡自主开发根据玄幻小说《大主宰》改编的 RPG 角色扮演移动游戏，该作由起点白金作家天蚕土豆正版授权。游戏内容完全与小说原著剧情同步，采用全骨骼角色设计，全特效战斗技能设计。自 2015 年 12 月正式上线运营至今，采用按道具收费模式，由上海黑桃互动网络科技有限公司独家代理在 iOS App Store、iOS 越狱和安卓平台等操作系统的运营权。截至 2016 年 9 月，注册用户逾 380 万人，付费用户逾 40 万人，累计流水已超 1.5 亿元人民币。

b.《犬夜叉之寻玉之旅》是摩奇卡卡公司根据日本著名漫画家高桥留美子老师的著名漫画《犬夜叉》开发制作，游戏完全忠实于原著，获得高桥老师授权并在台湾进行运营。该作取得了连续挺进台湾地区 Appstore 商店免费榜单 TOP10、畅销榜 TOP20 的好成绩；同时进入台湾地区谷歌商店免费榜 TOP20、畅销榜 TOP20，并在谷歌商店获得全球推荐游戏殊荣。

c.《大闹天宫 HD》是由摩奇卡卡公司开发制作的首款超动作 RPG，游戏采用次世代引擎技术开发，拥有唯美的画面、华丽的特效、以及超强的打击感。游戏创新的采用 3D 人物形象即时作战，横版卡牌游戏设计，大量采用骨骼动画，玩家可以自主手动释放技能，策略性也因此得到大幅度的提升。

d.《校花的贴身高手》是摩奇卡卡制作的网络小说 IP 作品，该作品由《校花的贴身高手》小说作者鱼人二代正版授权。该游戏于 2016 年 8 月正式上线，在小说阅读用户基础上，利用暑期档的用户量级优势，配合爱奇艺平台同名网络剧进行影游联



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

动。游戏在核心战斗层面进行了创新，采用更加方便、更具策略性的技能释放方式，为战斗提供更多选择；依据小说原作设定，新增校花录、太古江湖等特色玩法。玩家在游戏中扮演小说主角林逸的朋友，跟随主角一路征程，保护各位绝世校花，寻找幕后反派。游戏中功能丰富，玩法均有创新，除主线剧情外，还具有镇宝妖兽、玉佩空间、天道榜、校花录、灵玉矿、太古江湖、传承之战等丰富的游戏玩法。

e.《我欲封天：至尊归来》是摩奇卡卡公司制作的网络小说 IP 作品，该作品由起点中文网白金作家耳根正版授权。该游戏于 2016 年 9 月正式上线。由永乐文化集团发布的《我欲封天》同名舞台剧也于 9 月开始巡演，将与移动游戏形成“演游联动”模式，小说与舞台剧能够长期积累高质量精准用户，有利于移动游戏的长期稳定运营。玩家在游戏中跟随小说主角孟浩，起始于山海界第八山、第九山，步入修真界，进行封天之路。摩奇卡卡针对《我欲封天》小说设定，针对性开发了封妖、苍茫榜、上古福地、一纸因果、宗门等特色功能。

被收购标的摩奇卡卡与被评估企业的经营业务相似度高，可比性强，本次评估将本交易案例作为可比交易案例之一。

（5）山东矿机收购北京麟游互动科技有限公司

①麟游互动业务结构分析

麟游互动主营业务为移动网络游戏的代理发行及联合运营。麟游互动通过采用独家代理或联合运营的方式运营的游戏已涵盖角色扮演类、卡牌类、策略类等多种游戏类型，运营游戏产品包括《天龙 3D》、《少年三国志》、《蜀山奇缘》及《问道》等多款优质游戏。

②麟游互动运营模式

a.联合运营模式

联合运营模式按照推广运营方式可分为第三方平台联合运营和自有平台运营，具体情况如下：

a) 第三方平台联合运营

麟游互动主要采取第三方平台联合运营的模式。麟游互动自上游获得游戏的非独家代理经营权后，通过与下游渠道商进行合作，联合运营移动游戏并参与收益分成。部分游戏渠道商会选择与公会或公会联盟深度渠道合作对游戏进行推广，从而精准导



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

入用户资源。在第三方平台联合运营模式下，游戏开发商负责游戏漏洞处理、游戏版本更新等技术支撑工作，麟游互动负责 SDK 渠道接入、联合游戏渠道商开展推广工作等，游戏渠道商直接面向游戏玩家，负责充值服务及计费系统的管理等。

第三方平台联合运营模式下，麟游互动在收到渠道商提供的包含基于双方协议约定的分成比例而确定的分成金额的对账单后，根据其自身的后台数据进行核对。经双方确认无误后，以经双方确认的对账单进行结算，确认收入。

b) 自有平台运营

除与游戏渠道商合作外，麟游互动获得游戏产品的非独家代理经营权后，还与网络广告平台等游戏推广服务商合作对游戏进行精准推广。部分游戏推广服务商会选择与公会或公会联盟深度渠道合作对游戏进行推广。玩家通过游戏推广服务商提供的游戏链接下载安装游戏包后，注册成为麟游互动的用户，在麟游互动的充值系统中进行充值从而获得虚拟货币，再在游戏中购买虚拟道具。在自有平台联合运营模式下，麟游互动负责游戏推广以及提供充值服务等。

麟游互动自有平台系由用户注册系统、充值系统等组成的虚拟平台。该平台导入用户的方式不同于传统渠道商通过建设网站运营的模式，在移动互联网的大环境下，玩家获取游戏的信息通道越来越多，包括广告营销、口碑推荐等等，随着以腾讯广点通、今日头条为代表的新一代互联网精准营销平台的崛起，用户流量从传统渠道商向网络广告平台倾斜，麟游互动在此大形势下选择与推广服务商合作，通过制定精准的广告投放方案，由推广服务商将用户导入麟游互动自有平台。

自有平台联合运营模式下，麟游互动将游戏玩家充值金额在生命周期内摊销确认为营业收入。

②代理运营模式

麟游互动与游戏授权方合作，通过给游戏授权方支付版权金或预付分成款的方式获得游戏授权方授权的游戏产品在特定区域的独家代理权，然后麟游互动通过第三方平台联合运营或自有平台运营的方式在特定区域进行市场推广、运营控制和服务器支持等多项工作。代理运营过程中，麟游互动将按照双方签署的代理协议向游戏授权方支付游戏代理授权金和游戏运营收入的分成。游戏研发商将提供版本内容的制作，更新维护以及其他在运营过程中麟游互动所需要的支持。

在代理运营模式下，由于麟游互动在获取独家代理发行权后会采取第三方平台联



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

合运营或自有平台运营的模式进行推广运营工作，因此这种运营模式下的收入会按照其推广运营方式，选择相应的收入确认原则分别确认收入。

③麟游互动主要运营游戏

a. 《天龙 3D》是由畅游时代自主研发的 3D 武侠 MMORPG 手游。游戏改编自金庸经典巨作《天龙八部》，以 U3D 引擎打造的炫丽画面，全 3D 唯美水墨武侠风格，游戏和真实江湖完美融合，带玩家领略刀光剑影的江湖世界。传统摇杆的操作模式简单易上手，战斗特效华丽，能给予玩家强烈的视觉震撼。养成主要包括装备、美人、宠物、侠客和经脉五个方面，养成覆盖面广，大多数养成素材（如宝石、打星石等）可永久保值，养成性价比极高。作为一款成功的 MMORPG，《天龙 3D》的交互途径非常丰富，世界 BOSS、野外 PK、组队副本等实时互动有效提高了玩家的互动黏着度；劫镖、华山论剑、帮会战等单体或群体 PVP 成功拉起了玩家间竞争欲望，在给予玩家实力展示途径的同时刺激其的消费欲望；而交易行则保证了游戏内部道具及货币的正常流通，对于维持整个游戏经济系统的平衡起到了不可磨灭的作用。游戏的基础品质良好，整体框架庞大却不失严谨，同时保证了良好的关联性，且生命周期长。

b. 《少年三国志》是一款由游族信息打造的以超爽合击技，酷炫战斗为主打的立体卡牌手游。玩法突破了传统卡牌的人物羁绊，以最直接的武将合体大招，配合流畅的连击特效享受破敌快感。游戏赋予每个人一张 16 岁的脸，摒弃了传统三国的尔虞我诈和英雄迟暮，突破了传统卡牌的平面呆板的设定，而是展现每个三国人物生命中最辉煌灿烂的一面，配合人物呼吸动作和动态的场景，使得整个游戏画面生动而又饱满，让玩家置身少年酷炫的热血情怀之中。独具个性的武将配音，栩栩如生的动态场景，带玩家经历那个荡气回肠的乱世。《少年三国志》推倒玩家和制作方间的高墙，开发和运营人员都会在第一线与玩家面对面交流，并将游戏制作的各个环节开放给玩家一起参与。

c. 《问道》是由经典 MMORPG 回合制端游《问道》研发团队历时两年倾力打造的同名手游，以深厚博大的道教文化为切入点，保留端游《问道》中最核心的五行职业相生相克，配置道行、战斗系统、社交系统、守护系统等多样玩法，用幽默搞笑的工笔画风格再现经典。游戏针对手游的特性特设成长曲线，操作更便捷，UI 更精炼，一分钟即可上手，淋漓尽致地展现了游戏的趣味性和道家风骨。

d. 《蜀山奇缘》是一款玄幻修仙题材的角色扮演游戏，以神秘的蜀山为背景,让玩



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

家身临其境见证仙道沦陷。极度精致唯美画面场景，战斗 PK 劲爆给力,让玩家拥有超越 PC 端的顺畅手感。《蜀山奇缘》用史诗级剧情完美诠释玄幻修仙，在忠于原作的基础上加上大话骰、对对碰等互动社交玩法，再结合摇一摇玩法，让游戏的可操作性和操作感更加强烈。

e. 《热血之怒》是一款新派暗黑风大型即时战斗 ARPG 手游，战士、法师、道士三职业延续传奇经典，玩家带上一腔热血，再续昔日雄风，再续传奇的盛典，感受不一样的传奇，切身体验满腔热血的江湖生涯，陪伴兄弟一起征战四方，并肩作战。

被收购标的麟游互动与被评估企业的经营业务相似度高，可比性强，本次评估将本交易案例作为可比交易案例之一。

（6）中文在线收购上海晨之科信息技术有限公司

①晨之科业务结构分析

晨之科是国内较早从事二次元游戏代理发行及游戏社区业务的公司。凭借运营国内领先的专业二次元游戏社区 G 站平台，晨之科在国内二次元文化爱好者和游戏用户中建立了很高的知名度，成功发行了如日本顶级二次元手游《白猫计划》、中国顶尖二次元手游《战场双马尾》等产品，并获得日本火爆二次元 IP《Fate/Stay Night》和腾讯经典国漫 IP《妖怪名单》等的游戏授权研发，在中日二次元文化产业界积累了良好的专业口碑，成为业内知名的二次元文化服务提供商，是优质的 IP 方、游戏研发团队和游戏发行公司优先选择的二次元业务平台。

G 站于 2015 年 9 月正式上线运行，定位为二次元文化服务社区，旗下包括二次元玩家社区“咕噜咕噜”和二次元游戏发行平台“咕噜游戏”。G 站在功能上为用户提供一个二次元游戏下载及交流的平台。用户能够快捷方便地获取二次元相关的新款热门游戏的下载方式，并且能在这里获得一手的游戏资讯、玩法以及各种独家福利如攻略礼包等。作为集社区、创造、交流、分享、互动、资源于一体的综合二次元玩家社区服务品牌，G 站在社区资源筛选和功能板块设计上都坚持忠于二次元玩家的消费习惯和意愿。

G 站社区发展至今，聚集了大量二次元核心粉丝，同时吸引了大量泛二次元年轻用户，月活用户数达到 650 万人，累计注册用户 2,400 万人。由于晨之科自身的一线二次元游戏厂商身份，在业务过程中，能够广泛深入地接触二次元行业的各类信息，进而加工转化成为极具吸引力的 G 站社区独占或首发内容，此类内容对二次元用户极具吸引力。G 站社区的优质独家内容优势，通过二次元用户的网络口碑传播，以及



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

高人气领袖玩家的内容输出成为不断产生用户新增和维持用户高活跃度的最大保障。

据艾瑞咨询统计，二次元用户中偏爱玩移动游戏的用户居多，移动游戏可以作为垂直覆盖二次元用户的突破口。27.10%的二次元用户是二次元游戏玩家，也是 G 站的核心受众群。借助 G 站社区汇聚二次元目标客户、实现用户流量积累的桥梁作用，它不但是晨之科游戏推广业务的有效渠道，而且是标的公司移动广告业务、二次元直播内容设计业务的重要载体，与公司主营业务具有高效的协同效应。

a. 移动游戏业务

晨之科主营业务是代理运营具有泛二次元属性的移动网络游戏，经过 3 年多的经营，晨之科已经与 B 站、阿里游戏开放平台等大型移动游戏推广平台，以及乐多数码、珠海库洛、Colopl 等国内外知名的游戏研发商建立了合作关系。

晨之科的移动游戏业务采取社区化运营模式，能够充分借助 G 站社区的游戏版块完成游戏的推广和运营，而社区化是移动游戏的发展方向，除了游戏功能，社交属性也很重要。G 站社区为用户提供了交流平台，用户在玩游戏的间歇，可以和社区里的其他玩家沟通交流，增强了社区用户粘度，而且有利于游戏运营。相比于其他应用商店榜单等方式，这种做法更容易增强用户的活跃度。

此外，二次元游戏爱好者不同于一般娱乐消费者，具有较高的内容创作诉求，而 G 站社区则为用户提供了创作交流的空间，能够极大程度地满足二次元用户在游戏内意犹未尽的游戏体验，用户在游戏之外登陆 G 站社区进行二次元文化内容的二次创作、拓展获取，成为了高频行为。与此同时，通过游戏内宣传、游戏礼包发放等与游戏强关联的运营手段，产生公司游戏业务与社区平台互引流量的良性循环。

b. G 站广告业务

综合文化社区从 PC 端时代起开始发展壮大，如贴吧和豆瓣，随着移动互联网的崛起，一些基于移动客户端的综合文化社区也开始迅猛崛起；而垂直社区则是基于一定机制集合了相同属性用户的社区，类别多种多样。G 站从成立之初起便坚持打造成为二次元领域的垂直社区，通过牺牲一定用户基数以换取较高的用户粘性，利用垂直领域的特点属性和二次元用户的喜好去设计产品，呈现差异化和针对化，聚拢相同属性的用户，为用户创造纯粹的二次元话题，提高二次元爱好者的认同感以及营造针对性的氛围。

当前移动游戏市场竞争激烈，游戏玩家面对形式多样、玩法纷杂的游戏拥有充分



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

的选择权，因此市场推广效果成为决定各大游戏代理商能否脱颖而出的重要因素，游戏类的互联网广告需求旺盛。G 站的移动互联网的广告业务是基于效果营销的广告业务，其优势在于广告投放者可以获得更精准的投放目标人群，直接面向二次元用户和手游玩家，能够在对的时间推送给用户合适的广告，增加广告转化率，减少无效营销成本。此外不同于市场上一般的门户媒介，G 站作为文化社区融入了更多的用户互动元素。在高人气、娱乐性强的 APP 中合理植入广告品牌信息，借助 G 站的人气流量，根据广告投放者自身的品牌定位和产品的属性，可以使广告、G 站和用户达到共赢，同时也有助于品牌与消费者建立良好的互动，使企业获得更有效的客户群，广告效果更好。

除前述 G 站社区与晨之科移动游戏业务上的协同效应外，G 站业务对于晨之科的广告业务也存在较强的协同效应。

伴随着 G 站活跃用户数量的增长，晨之科的广告业务数据也有稳步提升。

c. 第三方直播业务

2016 年 4 月，晨之科将业务拓展至二次元直播行业。晨之科与第三方直播平台合作，通过对经纪公司签约主播进行二次元文化培训，为直播平台提供二次元元素相关的直播内容设计，吸引具有二次元属性的用户流量。

第三方直播收入主要为与主播经纪公司签署合同，并将主播投放在第三方网络直播平台进行直播，通过观众赠送礼物打赏主播产生的消费流水，扣除平台分成后取得的收入。

晨之科围绕知名 IP 话题和高热度游戏，致力于打造覆盖移动游戏、社区和第三方直播的泛二次元文化生态。

②晨之科运营模式

晨之科通过自研或代理取得游戏授权后，许可第三方在境内外运营游戏，根据协议，在初始许可运营时，收取一次性的初始款项，并在后续运营期间，标的公司提供持续后续服务，同时按游戏运营总收入的一定比例收取分成款。标的公司在与交易相关的未来经济利益很可能流入标的公司，和收入能够可靠计量时确认收入。一次性的收取款项在合同或协议规定的有效期内分期确认收入。合同或协议约定分期收取使用费的，应按合同或协议规定的收款时间和金额或规定的收费方法计算确定的金额分期确认收入。



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

2015 年晨之科游戏运营收入全部来源于自营模式，2016 年随着标的公司业务规模的扩大，晨之科设立了自有二次元社区 G 站，借助 G 站的先天宣发属性，2016 年晨之科在自营游戏的基础上新增了联运游戏业务。自营游戏即指晨之科作为独家代理运营的游戏，如已推出的《战场双马尾》及 2017 年 8 月最新上线的《姬斗无双》等独家代理游戏，而联运游戏收入即晨之科作为投放渠道进行联合运营所产生的游戏收入，该部分游戏主要依托 G 站进行推广及运营。

自营模式下根据游戏推广运营的渠道不同分为 iOS 渠道和安卓渠道，而安卓渠道又可分为官服渠道及联运渠道，其中官服渠道即指以晨之科自有的游戏运营平台 G 站进行运营，联运渠道主要指在晨之科的合作伙伴如“4399 游戏平台”、“UC”、“哔哩哔哩”等合作方的运营平台运营。

③晨之科主要运营游戏

a. 《白猫计划》是由日本知名游戏开发商 Colopl 研发、晨之科代理发行的一款创新的 ARPG 手游，在日本《白猫计划》自从 2014 年上线以来取得了超过 2,900 万下载量的惊人成绩，被评为 AppStore、GooglePlay 双榜最佳手机游戏，是日本市场 2014 年表现最佳的 ARPG 手游。

《白猫计划》精美的日系画面和独创的操作倍受二次元玩家的喜爱，其操作上最大的特色在于 Colopl 独创的被称为“Punicon”的弹性操控系统。所谓“弹性操控（Punicon）”系统，是指不在屏幕上设置固定的虚拟按键，玩家可以在屏幕的任何位置通过特定的手指触摸手势，实现游戏角色移动、攻击、闪避、技能等所有的动作操控，最终实现单手操控的游戏体验。除了独创的操控方式以外，《白猫计划》的成功，也在于游戏拥有不亚于一款主机 ARPG 游戏的丰富游戏内容。

《白猫计划》从 2014 年起即在日本市场上线运营，在内地市场从 2015 年 4 月正式上线，由晨之科独家代理其在中国区安卓平台的运营权，于 2016 年 8 月 30 日停服。白猫计划在中国区市场总计积累了注册用户 258 万人，其中累计付费用户 20 万人，累计流水超过 4,562.20 万人民币。

b. 《新花千骨》IP 来源于知名网络文学写手 Fresh 果果成名之作《花千骨》，并获得其正版授权，是一款由乐多数码研发、晨之科代理发行的大型 Q 版创新回合制 MMORPG 仙侠手游产品。《新花千骨》尊重原著中的诸多情节，游戏视角采用第三人称，给玩家带来更多修仙求道的体验。《新花千骨》在 2015 年 8 月正式上线，晨之科选择在湖南台暑期大剧《新花千骨》上映的同期，推出同名手游，将影视剧与游戏



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

的结合延至移动端，充分实现影游互动。目前国内移动游戏市场热门 IP 争夺日益激烈且呈现出更多元化的趋势，但 IP 转化成功率并不高，而《新花千骨》借助小说、影视剧、游戏的三者联动，以电视剧短期的爆发力，补足了网络文学作品和移动游戏 IP 爆发力不足生命周期过短的短板，在游戏生命初期用户导入时取得了良好的市场效果。

c. 《战场双马尾》是珠海库洛科技有限公司开发、晨之科独家代理发行的一款运营在 Android、iOS 平台上的二次元收集类弹道 RPG 手游。游戏以一个萌被禁止的时代为大背景，游戏玩家视角为一个深度萝莉控的指挥官，意外地从监狱中救出双马尾萌王阿呆芙洛玛，之后便与阿呆芙一同踏上了与萌妹并肩战斗解放无聊世界的征途。该游戏除了有二次元玩家最热衷的美少女收集养成之外，游戏中还加入了创新的弹道射击元素，让玩家在收集养成之余，通过有趣的战斗产生成就感及愉悦感。游戏中不但每一个角色都有自己的独立人格和背景故事，还有花泽香菜、钉宫理惠、堀江由衣等数十位日本著名声优助阵。丰富的设定加上精美的立体美术风格，使《战场双马尾》在国产二次元手游中脱颖而出。

经晨之科独家授权，《战场双马尾》同名漫画由三福互娱出品，小说作者是知名网络作家刘阿八。上述 IP 衍生品从 2016 年 4 月 8 日开始在有妖气、掌阅 APP、网易漫画、漫画岛、布卡漫画、快看漫画、腾讯动漫等多个知名动漫平台上线。《战场双马尾》游戏于 2016 年 6 月正式上线，IP 热度在游戏正式发布前持续发酵，在强大的漫画、小说读者群的基础上，利用暑期档的用户量级优势，游戏取得了良好的市场反响。

被收购标的晨之科与被评估企业的经营业务相似度高，可比性强，本次评估将本交易案例作为可比交易案例之一。

综上所述，可比交易案例收购的标的企业均为手游和页游运营公司，且运营模式均为多种形式并存，因此在业务结构和经营模式方面，6 个交易案例均具有可比性。通过公开信息查询，收集到这 6 个股权交易案例基本情况如下：

| 序号 | 股票代码 | 收购方 | 收购对象 | 基准日 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 002445.SZ | 中南文化 | 上海极光网络科技有限公司 | 2016-6-30 |
| 2 | 002555.SZ | 三七互娱 | 上海墨鹍数码科技有限公司 | 2016-4-30 |
| 3 | 300044.SZ | 赛维智能 | 北京开心人信息技术有限公司 | 2016-9-30 |
| 4 | 300299.SZ | 富春通信 | 成都摩奇卡卡科技有限责任公司 | 2016-9-30 |
| 5 | 002526.SZ | 山东矿机 | 北京麟游互动科技有限公司 | 2017-3-31 |
| 6 | 300364.SZ | 中文在线 | 上海晨之科信息技术有限公司 | 2017-5-31 |



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

3、标的公司与案例的可比性分析

根据《资产评估准则-企业价值》的要求，市场法评估应当选择与被评估企业有可比性的公司或者案例。本次评估确定的可比案例选择原则为：

①同处一个行业，受相同经济因素影响；

②企业业务结构和经营模式类似；

③企业规模和成长性可比，盈利能力相当；

④交易行为性质类似。

本次评估，围绕以游戏业务为核心、兼顾研发能力的价值评价体系，同时考虑交易性质等因素，通过公开信息搜集了 2016 年 4 月—2018 年 9 月完成交易的 6 个案例作为可比案例。选取的可比交易案例涉及的标的公司处于游戏行业这个大行业，公司规模相近，所运营的游戏玩法与游戏品质相同，交易行为基本相同，因此具有可比性。

（五）各可比公司的价值比率的选取

价值比率是指资产价值与其财务指标或其他特定非财务类型指标之间的一个“比率倍数”。由于市场法是要求通过分析可比公司股权或全投资资本市场价值与各种指标之间的价值比率来确定被评估企业的价值比率，然后根据委估企业的参数来估算其股权或全投资资本的价值。因此，价值比率是市场法对比分析的基础。

1、价值比率的选取

价值比率可以是盈利类的指标、收入指标、资产类指标或其他特别非财务类型的指标，针对不同类型的指标可以衍生出不同类型的价值比率，如盈利类指标衍生出盈利基础价值比率；资产类指标衍生出资产基础价值比率等。

价值比率通常分成三大类，包括：

盈利价值比率=企业整体价值或股权价值/盈利类参数

收入价值比率=企业股权价值/销售收入

资产价值比率=企业股权价值/资产类参数

考虑到标的公司为游戏研发运营公司，属于轻资产企业，由于企业固定资产较少，其价值体现在未来收益，因此基于账面价值的资产价值比率的参考意义不大，故剔除与企业资产直接相关资产价值指标，选择与企业收益相关的盈利价值比率作为本次市场法评估的价值比率。

盈利指标包括净利润指标和营业收入指标，与营业收入指标相关经营数据（如付费用户数、ARPPU 值等）在净利润指标的运营状况因素修正中已经考虑，因此采用净利润指标能够充分反映股权的内在价值情况。

综上，本次评估选择与企业收益相关的盈利价值比率（净利润指标）作为本次市



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

场法评估的价值比率。

2、价值比率的计算

根据本次评估确定的盈利价值比率，选择市盈率作为具体的价值比率。

市盈率（P/E）=经营性股权价值/净利润

（1）经营性股权价值确定

根据对可比交易案例成交价格和评估结果的分析，成交价格基本与评估结果相近，考虑到交易案例的交易价格更能体现市场对该游戏公司的认可程度，故选择交易案例的交易价格作为本次评估交易案例股东全部权益价值的取值依据较为合理。

金额单位：万元

| 序号 | 股票代码 | 收购对象 | 交易涉及股权比例 | 交易价格 | 对应100%股权价值 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 002445.SZ | 上海极光网络科技有限公司 | 100.00% | 74,250.00 | 74,250.00 |
| 2 | 002555.SZ | 上海墨鹍数码科技有限公司 | 68.43% | 95,275.00 | 139,229.87 |
| 3 | 300044.SZ | 北京开心人信息技术有限公司 | 100.00% | 108,500.00 | 108,500.00 |
| 4 | 300299.SZ | 成都摩奇卡卡科技有限责任公司 | 100.00% | 88,000.00 | 88,000.00 |
| 5 | 002526.SZ | 北京麟游互动科技有限公司 | 100.00% | 52,500.00 | 52,500.00 |
| 6 | 300364.SZ | 上海晨之科信息技术有限公司 | 80.00% | 147,260.00 | 184,075.00 |

（2）可比交易标的溢余性或非经营性资产调整

由于可比交易案例的评估结果中包含部分溢余性或非经营性资产的价值，故需在此基础上，调整为经营性股权价值。

对于可比交易标的溢余性或非经营性资产的界定包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产、长期股权投资、交易性金融负债、闲置资产（没有或暂时没有发挥作用的多余资产）、溢余资产（包括闲置溢余资产）和其他与主营业务无关系的资产或负债等。

调整后的经营性股权价值见下表：

金额单位：万元

| 项目 | 极光网络 | 墨鹍科技 | 开心人 | 摩奇卡卡 | 麟游互动 | 晨之科 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 交易价格 | 74,250.00 | 95,275.00 | 108,500.00 | 88,000.00 | 52,500.00 | 147,260.00 |
| 交易涉及股权比例 | 100.00% | 68.43% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 80.00% |



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

| 项目 | 极光网络 | 墨鹍科技 | 开心人 | 摩奇卡卡 | 麟游互动 | 晨之科 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 对应 100%股权价值 | 74,250.00 | 139,229.87 | 108,500.00 | 88,000.00 | 52,500.00 | 184,075.00 |
| 非经营性及溢余性资产净额 | 414.11 | 8,517.78 | 3,627.04 | 2,090.85 | 2,350.74 | 5,420.24 |
| 经营性股权价值 | 73,835.89 | 130,712.09 | 104,872.96 | 85,909.15 | 50,149.26 | 178,654.76 |

（3）可比交易标的净利润的确定

根据可比交易案例公开披露的公告信息，确定可比交易标的公司的承诺首年的净利润见下表：

金额单位：万元

| 项目 | 极光网络 | 墨鹍科技 | 开心人 | 摩奇卡卡 | 麟游互动 | 晨之科 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 第一年承诺净利润 | 5,500.00 | 10,300.00 | 7,300.00 | 6,300.00 | 4,200.00 | 15,000.00 |

（4）价值比率的计算

市盈率（P/E）=经营性股权价值/承诺首年净利润

可比交易案例 P/E 情况详见下表：

金额单位：万元

| 项目 | 极光网络 | 墨鹍科技 | 开心人 | 摩奇卡卡 | 麟游互动 | 晨之科 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 经营性股权价值 | 73,835.89 | 130,712.09 | 104,872.96 | 85,909.15 | 50,149.26 | 178,654.76 |
| 第一年承诺净利润 | 5,500.00 | 10,300.00 | 7,300.00 | 6,300.00 | 4,200.00 | 15,000.00 |
| 动态 P/E | 13.42 | 12.69 | 14.37 | 13.64 | 11.94 | 11.91 |

（六）调整、修正各可比公司的价值比率

1、预期增长率系数修正

由于可比交易案例和被评估企业在未来的增长预期、主营产品的运营情况、团队的研发能力等方面存在一定的差异，故需对其进行调整修正。

对于处于高速发展期的游戏研发运营企业，其近期的盈利预测数据可能较低，无法真实体现标的企业的价值，因此可以采用增长性参数调整，弥补价值比率对企业动态成长性估计的不足。本次评估根据各可比交易案例中披露的股权收购方案中的数据，采用标的企业承诺期（未来三年）的利润数据。

按照可比交易标的增长率与标的公司预测利润增长率的比例，经过对比计算后的预期增长率修正系数结果见下表：



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

金额单位：万元

| 项目 | 标的公司 | 极光网络 | 墨鹍科技 | 开心人 | 摩奇卡卡 | 麟游互动 | 晨之科 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 第一年承诺净利润 | 3,600.00 | 5,500.00 | 10,300.00 | 7,300.00 | 6,300.00 | 4,200.00 | 15,000.00 |
| 第二年承诺净利润 | 4,500.00 | 6,875.00 | 12,875.00 | 9,300.00 | 7,900.00 | 5,400.00 | 22,000.00 |
| 第三年承诺净利润 | 5,500.00 | 8,593.75 | 16,800.00 | 11,600.00 | 9,900.00 | 6,900.00 | 26,400.00 |
| 第二年增值率 | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 27.40% | 25.40% | 28.57% | 46.67% |
| 第三年增长率 | 22.22% | 25.00% | 30.49% | 24.73% | 25.32% | 27.78% | 20.00% |
| 平均增长率 | 23.61% | 25.00% | 27.74% | 26.06% | 25.36% | 28.17% | 33.33% |
| 预期增长率调整打分 | 100 | 101 | 104 | 102 | 102 | 105 | 110 |

注：上表中的平均增长率为承诺第二年相比第一年的增长率、承诺第三年相比第二年的增长率的平均值。

2、可比公司营运状况修正

（1）营运状况修正系数选择依据

根据游戏运营公司的特点，并结合市场对游戏公司的评定标准，本次评估制定一套应用于游戏运营公司的评分标准，具体如下：

| 影响因素 | 项目 |
|---|---|
| 厂商背景 | 公司品牌 |
| | 公司营收规模 |
| | 产品数量 |
| | 研发能力 |
| 营运模式、自有平台与渠道 | |
| 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 |
| | 新手指引 |
| | 游戏体验感 |
| 运营数据 | 留存率 |
| | 付费率 |
| | ARPPU 值 |
| | 注册转化率 |

（2）评分过程

在确定评价体系的 5 个方面及具体 15 个指标之后，评估人员根据交易标的公司的实际经营情况与被评估企业进行比较，最终确定了各项比较指标的分数，并根据该分数确定修正比率。



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

①厂商背景

根据可比交易标的和标的公司的公司品牌、公司营收规模和产品数量三个方面进行评价。

a．公司品牌

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国内领先的企业，且均取得了多个奖项，因此在行业中的品牌号召力均较强。故该部分评分基本相同。五个可比交易标的公司品牌能力的评分均与标的公司一致，均为 100。

b．公司营收规模

公司的净利润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，根据业绩承诺的净利润情况确定公司营收规模分数，并在此基础上进行对比。

c．产品数量

截至评估基准日，标的公司正在运营的游戏主要有自研游戏《刺秦秘史》、《魔域》、《魔君》、《鸿蒙天尊》，同时主要运营游戏基本为一至两款。

极光网络于上线运营的游戏主要为《混沌战域》和《武神赵子龙》两款 A 级以上网页游戏。同时主要运营游戏基本在两款以上，且游戏发行区域更大，故向上修正，打分 105 分。

墨鹍科技主要运营网页游戏及手机游戏两个领域，代理《全民无双》、《决战武林》和《风暴之怒》等游戏。游戏数量较标的公司多，故向上修正，打分 105 分。

开心人的游戏包括《一统天下》、《三国群英传》、《龙纹三国》等，由于《一统天下》游戏发行区域更大，故开心人该项打分超过墨鹍科技，打分 110 分。

摩奇卡卡主要运营手机游戏，包括《校花的贴身高手》、《我欲封天：至尊归来》、《新大主宰》、《犬夜叉之寻玉之旅》、《大闹天宫 HD》、《呆兵萌将》、《拇指西游》等游戏，产品数量较多，打分较高，为 110 分；

麟游互动旗下游戏包括非独家代理运营游戏和独家代理运营游戏，游戏类型涵盖了角色扮演类、卡牌类、策略类等多种类型，包括《天龙八部 3D》、《少年三国志》和《问道》等多款优质游戏产品，产品数量较标的公司多，打分 105 分；



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

晨之科自营游戏《战场双马尾》、《大话许仙》和《姬斗无双》，同时主要运营游戏基本为一至两款，另外还代理运营《白猫计划》《新花千骨》等多款游戏，产品数量与标的公司相近，故不进行修正，打分 100 分

d．研发能力

评估师在本次评估中根据各个游戏公司运营的自主研发产品数量、研发团队经验及能力、研发人员人数、主要核心技术等指标对可比公司分别打分，明显“极光网络”、“墨鹍数码”、“开心人”、“摩奇卡卡”都有经验丰富的研发团队，研发人员数量较多，打分较高；而“麟游互动”因研发团队人员较少，故向下修正。

根据厂商背景系数的四个方面，即公司品牌、公司营收规模、产品数量及研发能力，按照权重计算厂商背景系数，权重分配时考虑到产品数量及研发能力对厂商的整体实力影响因素较大，且研发能力更能体现未来发展潜力，因此，产品数量和研发能力这两个因素分别按照 30%和 50%配比权重，公司品牌和公司营收规模均按照 10%配比权重。

②运营模式、自有平台与渠道修正

网络游戏产品的运营模式主要分成两种：

a．自主运营模式

自主运营模式是指游戏公司通过自有游戏平台发布并运营游戏产品。在自主运营模式下，游戏公司全面负责游戏产品的推广、客户服务、技术支持和维护等工作，游戏玩家利用游戏公司自有的登录系统和充值渠道进行游戏的登录和消费。在该模式下，游戏公司负责游戏收入的结算。游戏公司将玩家充值金额在扣除渠道成本后，按照合同约定的分成比例向提供推广服务的合作方支付推广费用。游戏公司将游戏玩家实际充值并消费的金额确认为营业收入。

自主运营模式的优点在于，游戏公司直接从游戏玩家处取得收入，资金回收周期较快，玩家的忠诚度较高。自主运营模式的劣势主要在于自有游戏平台的规模一般较小，导致自主运营的规模有限，虽能做到对老用户保持较高的留存率，但获取新用户有一定难度。

b．联合运营模式

联合运营模式是指游戏公司与游戏平台类公司合作，在多个网络游戏平台商共同



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

联合运营的移动网游运营方式。游戏玩家需要注册成为上述网络游戏平台商的用户，在网络游戏平台商的充值系统中进行充值从而获得虚拟货币，再在游戏中购买虚拟道具。在联合运营模式下，游戏平台公司负责网络游戏平台的提供和网络游戏的推广、充值服务以及计费系统的管理，游戏公司负责游戏运营、版本更新、技术支持和维护，并提供客户服务。在联合运营模式下，游戏公司根据游戏玩家实际充值的金额，按照与网络游戏平台商合作协议所获得的分成金额确认为营业收入。

联合运营的优势在于整合合作双方的资源优势，降低运营风险。同时游戏公司可以将一款网络游戏产品交付给多个网络游戏平台商，充分利用各游戏平台的资源运营游戏，扩展了游戏的覆盖面，增加了游戏的盈利机会。鉴于联合运营模式具有的上述优势，联合运营模式是国内网络游戏行业中的主流运营模式。

本次评估标的标的公司的营运模式为联合运营模式，选取可比交易案例中所涉及的标的企业中“开心人”、“麟游互动” 和“晨之科”同时兼有自营平台和联合运营两种模式，故向上修正。

③题材与游戏性

本次评估所选取 6 家样本公司的游戏在题材独特性方面和玩法创新性方面与同类游戏相比均在传统的游戏模式基础上有一定程度的创新，故得分持平。

④游戏品质

从系统兼容性、画质精细度、新手引导和游戏体验感方面进行分析，样本公司的游戏均有较高的画质精细度，游戏体验感均达到同类领先水平，故得分持平。

⑤运营数据

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。

a．留存率和注册转化率比较

留存率是指在互联网行业中，用户在某段时间内开始使用应用，经过一段时间后，仍然继续使用该应用的即被认作是留存，这部分用户占当期新增用户的比例即是留存率。



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

根据业内的游戏评级标准，被评估单位现有一款 A 级游戏，样本公司的游戏均在 A 级以上，因此从主导游戏游戏玩家数量比较因素方面可比交易案例略优于被评估单位。

所谓的注册转化率，其实指的是玩家从下载游戏后，打开激活游戏与注册成功游戏的比率，即激活账户数/注册账户，如果出现单个设备，多个账号的情况，算作一次转化。被评估单位和可比案例转化率基本相近，故不作调整。

b．付费率和 ARPPU 值

游戏收入=游戏流水收入×分成比率

月流水=ARPPU 值×付费用户数

付费用户数=月活跃用户数×月活跃用户付费率

ARPPU 值：

ARPPU 值即每个付费用户的平均消费水平。

通过分析从各种渠道掌握的目前市场上其他手游产品数据，通过比较各类型游戏用户消费特点分析确定各类游戏的 ARPPU 值测算指标。

付费用户数：

付费用户数=月活跃用户数×月活跃用户付费率

月活跃用户数=非本期新增活跃用户留存+本月新增注册用户数

游戏产品推出后，测试期、成长期爆发较快，一般在 2-6 个月进行大规模的用户推广。随着用户的增加，付费用户数量增加也把游戏的收入推到高点，在测试期、成长期推到用户高点后，按照能够维持高点流水的用户量进行继续推广，游戏在游戏发布后的 7-12 个月内，维持相对较平稳的收入，在一年后随着推广用户数量减少，付费用户数量的逐渐下降，流水开始逐步下降，最终退出运营。用户付费率在游戏上线初期处于高位之后逐步下降。

样本公司游戏最高月流水均明显高于标的公司，因此运营情况略优于标的公司。

（3）营运状况修正系数的计算方式

运营状况综合调整系数的计算方式如下：



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

D＝G×H×I×J×K

其中： D－营运状况综合调整系数；

F－交易日期调整系数；

G－厂商背景系数；

H－运营模式、自有平台与渠道系数；

I－题材与游戏性系数；

J－游戏品质系数；

K－运营数据系数

综上所述，营运状况修正系数见下表：

| 影响因素 | 项目\公司名称 | 权重 | 标的公司 | 案例 1 | 案例 2 | 案例 3 | 案例 4 | 案例 5 | 案例 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 标的公司 | 极光网络 | 墨鹍科技 | 开心人 | 摩奇卡卡 | 麟游互动 | 晨之科 |
| 厂商背景 | 公司品牌 | 10% | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| | 公司营收规模 | 10% | 100 | 105 | 119 | 110 | 108 | 102 | 132 |
| | 产品数量 | 30% | 100 | 105 | 105 | 110 | 110 | 105 | 100 |
| | 研发能力 | 50% | 100 | 105 | 105 | 110 | 110 | 95 | 100 |
| 厂商背景系数 | | 100% | 100 | 105 | 106 | 109 | 109 | 99 | 103 |
| 营运模式、自有平台与渠道系数 | | 100% | 100 | 100 | 100 | 105 | 100 | 105 | 105 |
| 题材与游戏性 | 题材独特性 | 50% | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| | 玩法创新性 | 50% | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 题材与游戏性系数 | | 100% | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 游戏品质 | 系统兼容性 | 20% | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| | 画质精细度 | 30% | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| | 新手指引 | 20% | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| | 游戏体验感 | 30% | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 游戏品质系数 | | 100% | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 运营数据 | 留存率 | 25% | 100 | 105 | 105 | 105 | 105 | 105 | 100 |
| | 付费率 | 25% | 100 | 105 | 105 | 105 | 105 | 105 | 100 |
| | ARPPU 值 | 25% | 100 | 105 | 105 | 105 | 105 | 105 | 100 |
| | 注册转化率 | 25% | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 运营数据系数 | | 100% | 100 | 104 | 104 | 104 | 104 | 104 | 100 |
| **运营状况综合调整系数** | | | **100** | **108** | **110** | **119** | **113** | **108** | **108** |

3、其他因素修正



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

（1）宏观因素和行业因素修正

由于可比交易标的及标的公司属于相同行业，其经营的业务相近并均设立于国内，所处的宏观经济条件、行业状况的变化基本一致，竞争能力和技术水平已反映在各种价值比率之中。

（2）交易方式和交易条件修正

由于所选案例均为现金支付或发行股份购买资产且均对未来三年利润进行承诺，并设定相应的补偿方式，故在交易方式和交易条件上基本不存在差异。因此本次评估未考虑交易方式和交易条件因素调整。

（3）交易日期修正

本次评估选取的可比交易案例评估基准日均在 2016 年—2017 年，实际交割时间均发生在 2016 年—2017 年，与本次评估的评估基准日和实施时间有所差异。鉴于二级市场股票价格波动会在一定程度上影响标的公司的评估值，所以需要根据市场情况对可比案例对应的市盈率水平进行修正。交易日期修正系数计算方法如下：

交易日期修正系数=标的公司交易日期修正系数（100）*（可比案例评估基准日当天对应上市公司所在版块指数/本次交易评估基准日相应版块指数）

交易日期修正如下：

| 项目/公司 | 标的公司 | 案例 1 | 案例 2 | 案例 3 | 案例 4 | 案例 5 | 案例 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 极光网络 | 墨鹍科技 | 开心人 | 摩奇卡卡 | 麟游互动 | 晨之科 |
| 上市公司 | 杭州高新 | 中南文化 | 三七互娱 | 赛维智能 | 富春通信 | 山东矿机 | 中文在线 |
| 上市公司对应代码 | 300478.SZ | 002445.SZ | 002555.SZ | 300044.SZ | 300299.SZ | 002526.SZ | 300364.SZ |
| 评估基准日 | 2018-9-30 | 2016-6-30 | 2016-4-30 | 2016-9-30 | 2016-9-30 | 2017-3-31 | 2017-5-31 |
| 评估基准日中小板指数 | 5,750.77 | 6,892.73 | 6,616.83 | 6,783.59 | 6,783.59 | 6,745.68 | 6,444.75 |
| 评估基准日创业版指数 | 1,411.34 | 2,227.79 | 2,138.74 | 2,149.90 | 2,149.90 | 1,907.34 | 1,763.73 |
| 交易日期调整打分 | 100 | 120 | 115 | 152 | 152 | 117 | 125 |

（七）确定被评估企业价值比率

本次评估重要过程为对可比交易案例对应市盈率水平的修正，主要的调整系数修正包括有预期增长率系数修正、可比公司营运状况修正和交易日期调整修正三部分。

最终评估结果表格中各项调整系数为了直观展示清晰，采用了标的公司得分与可比案例得分之商列示，便于市盈率水平的调整计量，具体如下：



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

增长率调整系数=委估企业预期增长率修正系数打分/比较实例预期增长率修正系数打分

营运状况调整系数=委估企业营运状况修正系数打分/比较实例营运状况修正系数打分

交易日期调整系数=委估企业交易日期修正系数打分/比较实例交易日期修正系数打分

按照上述系数计算原理，三项调整系数具体计算如下表所示，此外，考虑到预期增长率、营运状况及其他因素对 PE 的影响有所差异，由于本次评估的对比的主要基础参数为可比案例的评估结果，该结果为客观的市场价值，且是建立在企业的运营能力的基础上的，其相对 PE 指标是客观的，因此预期增长率和营运状况因素影响较大，交易日期因素影响较小，评估师对这三方面影响因素分别设置权重为：预期增长率 40%、营运状况 50%、交易日期 10%。计算各交易案例修正后的价值比率算数平均值作为被评估单位的价值比率。

| 项目/公司 | 权重 | 案例 1 | 案例 2 | 案例 3 | 案例 4 | 案例 5 | 案例 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 极光网络 | 墨鹍科技 | 开心人 | 摩奇卡卡 | 麟游互动 | 晨之科 |
| 预期增长率修正系数打分 | 40% | 101 | 104 | 102 | 102 | 105 | 110 |
| 预期增长率调整系数 | | 0.99 | 0.96 | 0.98 | 0.98 | 0.95 | 0.91 |
| 运营状况综合调整打分 | 50% | 108 | 110 | 119 | 113 | 108 | 108 |
| 运营状况综合调整系数 | | 0.93 | 0.91 | 0.84 | 0.88 | 0.93 | 0.93 |
| 交易日期调整打分 | 10% | 120 | 115 | 152 | 152 | 117 | 125 |
| 交易日期调整系数 | | 0.83 | 0.87 | 0.66 | 0.66 | 0.85 | 0.80 |
| 综合调整系数 | 100% | 0.94 | 0.93 | 0.88 | 0.90 | 0.93 | 0.91 |
| 动态 P/E | | 13.42 | 12.69 | 14.37 | 13.64 | 11.94 | 11.91 |
| 调整后 P/E | | 12.61 | 11.80 | 12.65 | 12.28 | 11.10 | 10.84 |
| 标的公司 PE 取值 | | 11.880 | | | | | |

注：最终评估结果表格中各项调整系数与分类表格计算结果不完全一致系分步计算处理的需要，其代表意义一致。

经计算，被评估单位的承诺期动态 PE 确定为 11.88

（八）非经营性资产、负债及溢余资产

非经营性资产/负债、溢余资产净值与前述收益法评估参数相同，即-486.63 万元。

（九）评估结论计算

根据股权价值评估公式：



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

P＝Pb/Eb×A×E+B

A＝C×权重+D×权重+F×权重

D＝G×H×I×J×K

经过上述一系列的评估过程，被评估企业股权价值最终评估结果如下：

金额单位：万元

| 项目/公司 | 权重 | 案例 1 | 案例 2 | 案例 3 | 案例 4 | 案例 5 | 案例 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 极光网络 | 墨鹍科技 | 开心人 | 摩奇卡卡 | 麟游互动 | 晨之科 |
| 预期增长率修正系数打分 | 40% | 101 | 104 | 102 | 102 | 105 | 110 |
| 预期增长率调整系数 | | 0.99 | 0.96 | 0.98 | 0.98 | 0.95 | 0.91 |
| 运营状况综合调整打分 | 50% | 108 | 110 | 119 | 113 | 108 | 108 |
| 运营状况综合调整系数 | | 0.93 | 0.91 | 0.84 | 0.88 | 0.93 | 0.93 |
| 交易日期调整打分 | 10% | 120 | 115 | 152 | 152 | 117 | 125 |
| 交易日期调整系数 | | 0.83 | 0.87 | 0.66 | 0.66 | 0.85 | 0.80 |
| 综合调整系数 | 100% | 0.94 | 0.93 | 0.88 | 0.90 | 0.93 | 0.91 |
| 动态 P/E | | 13.42 | 12.69 | 14.37 | 13.64 | 11.94 | 11.91 |
| 调整后 P/E | | 12.61 | 11.80 | 12.65 | 12.28 | 11.10 | 10.84 |
| 标的公司 PE 取值 | | 11.880 | | | | | |
| 预测期首年净利润 | | 2,153.665 | | | | | |
| 经营性股权价值 | | 25,585.540 | | | | | |
| 非经营性及溢余性资产净额 | | -486.63 | | | | | |
| **股东全部权益价值** | | **25,098.910** | | | | | |

## 二、标的公司近三年评估情况、增资和股权转让的估值情况

（一）标的公司近三年评估情况

标的公司近三年无外部评估情况。

（二）标的公司近三年增资情况

2017 年 8 月 8 日，标的公司注册资本由 50 万元增加至 62.5 万元，新增的注册资本由新股东厦门铧镒股权投资基金合伙企业（有限合伙）以货币形式认缴 12.5 万元，另外注入货币资金 487.5 万元作为资本公积。

（三）标的公司近三年股权转让情况

1、2016 年 7 月 25 日，股东林炜将所持有的占公司 10%的股权（认缴注册资本 5 万元，实缴 5 万元），以 5 万元的价格转让给卢耀东。



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

2、2017 年 6 月 21 日，股东林炜将所持有的占公司 88%的股权（认缴注册资本 44 万元，实缴 44 万元），以 44 万元的价格转让给厦门璟娱投资合伙企业（有限合伙）；股东柯晖将所持有的占公司 2%的股权（认缴注册资本 1 万元，实缴 1 万元），以 1 万元的价格转让给厦门璟娱投资合伙企业（有限合伙）；股东卢耀东将所持有的占公司 5%的股权（认缴注册资本 2.5 万元，实缴 2.5 万元），以 2.5 万元的价格转让给厦门璟娱投资合伙企业（有限合伙）；股东卢耀东将所持有的占公司 5%的股权（认缴注册资本 2.5 万元，实缴 2.5 万元），以 2.5 万元的价格转让给林晓彬。

（四）近三年历次增资和股权转让对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性

近三年标的公司历次股权转让价格由交易双方协商确定，历次增资价格由增资方与公司协商确定并经公司股东大会审议通过。本次交易为杭州高新根据自身发展战略进行的市场化并购行为，对于标的公司的交易作价以评估结果为基础协商确定。本次交易价格与上述股份转让、增资定价之间存在差异的主要原因包括：

1、收入和盈利情况差异

**单位：万元**

| 项目 | 2016 年度 | 2017 年上半年 | 2017 年 1-8 月 | 2017 年 9-12 月 | 2018 年 1-9 月 |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 8.60 | 5.97 | 472.47 | 2,621.67 | 4,255.66 |
| 净利润 | -1.86 | 2.31 | -265.13 | 1,232.6 | 2,018.51 |

如上表所示，由于标的公司的盈利能力不断增强，历次增资和股权转让价格存在一定差异。

2、交易作价依据不同

本次交易是交易双方以评估机构对标的公司的评估结果为基础协商作价，而 2016 年以来的历次增资和股权转让价格主要是根据双方协商确定。

3、承担风险义务不同

2016 年以来的历次增资和股权转让时，交易各方并未对标的公司的业绩约定承诺与补偿条款。本次交易中，业绩承诺方签订《盈利预测补偿协议》，承诺标的公司在 2019 年度、2020 年度、2021 年度各年度实现的扣非后净利润数分别不低于 3,600 万元、4,500 万元、5,500 万元。若利润补偿期间标的公司实现的净利润累积数小于截至当期期末业绩承诺方所承诺累积净利润，则业绩承诺方应以现金的形式对上市公司进行补偿。



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

综上， 2016 年以来历次增资和股权转让对应估值之间及与本次交易作价之间的差异主要是因为标的公司收入和盈利情况、交易作价依据和承担的风险义务不同等所致。

**三、中介机构核查意见**

经核查，我们认为：市场法所选取交易案例可比，标的公司估值与可比案例相比具有合理性；标的公司近三年来历次增资和股权转让对应估值之间及与本次交易作价存在差异主要是由于收入和盈利变化情况、作价依据和承担的风险义务不同等所致，估值具备合理性。

**问题六. 交易对方承诺标的公司 2019 年度、 2020 年度、 2021 年度扣非后净利润不低于 3600 万元、 4500 万元、 5500 万元。请结合游戏行业及政策风险，标的公司游戏所处生命周期，在研游戏及未来推广计划等，补充说明承诺业绩的可实现性。请评估师发表明确意见。**

**回复：**

**一、游戏行业发展：**

（一）全球网络游戏行业持续增长，我国网络游戏行业发展前景广阔

近年来，全球游戏市场发展呈现总体稳定高增长的态势。根据市场研究公司 Newzoo 发布的市场数据，2017 年全球游戏行业营业收入达到 1,217 亿美元，较 2016 年增长 14.27%。根据 Newzoo 的预测，2018 年全球游戏市场规模将达到 1,379 亿美元，全球游戏市场用户规模超过 23 亿；2021 年全球游戏市场规模将达到 1,801 亿美元，2017 年-2021 年的年复合增长率达到 10.3%，2012-2021 年的十年时间内网络游戏的全球市场规模的年复合增长率将达到 11%。在国内互联网用户持续增加的背景下，伴随着网络游戏企业研发能力和运营的不断提升，国内网络游戏市场规模呈现持续快速增长的态势。2008－2017 年，我国游戏市场实际销售收入由 185.6 亿元增长至 2036.1 亿元，十年规模增长十倍，游戏行业已成为我国发展最快的行业之一。

（二）从游戏用户数量角度衡量，中国游戏用户规模近年来保持快速增长

2008-2017 年，游戏用户规模从 0.67 亿人增长至 5.83 亿人，年复合增长率达到 27.17%。游戏用户规模持续扩大主要原因在于：第一，随着网络通信技术的进步以及电脑、智能手机终端的普及，中国的网民总数持续增长；第二，由于网络游戏性、游戏效果的不断提升，网民中的游戏玩家比例进一步提高。虽然自 2014 年开始，随着



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

游戏用户规模的增长到较高基数水平，用户增长率开始放缓，但随着移动游戏的逐渐普及，未来游戏市场用户数量仍将有一定的增长空间国家产业政策的大力支持。

（三）国家产业政策

网络游戏产业作为文化产业数字化发展与文化创意相结合的代表，在建设互联网强国的战略目标下，已经成为了政策鼓励的重要对象。2011 年 10 月，党的十七届六中全会审议并通过了《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》，将“加快发展文化创意、数字出版、移动多媒体、动漫游戏等新兴文化产业”作为构建现代文化产业体系的重要一环，为网络游戏行业的发展提供了强有力的政策支持依据和保障。2013 年 8 月 14 日，国务院办公厅发布了《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》，明确提出大力发展数字出版、互动新媒体、移动多媒体等新兴文化产业，促进动漫、网络游戏、数字音乐、网络艺术品等数字文化内容的消费。上述及其他有利政策的支持为网络游戏发展带来了良好的机遇。

**二、游戏行业政策：**

近几年中，网络游戏市场迅速拓展，整体规模呈爆发增长趋势。由此引发的社会问题，尤其是针对青少年自我角色混淆、社交能力发展受阻、学习成绩下滑及受黄色暴力情节等影响引起广泛关注。2018 年 8 月，教育部、新闻出版总署等八部委印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》，新闻出版总署提出实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。同时，网络游戏道德委员会于近期成立，并对首批 20 款存在道德风险的网络游戏进行了评议。基于上述，网络游戏行业监管趋严，有关部门对开发上线的游戏进行严格审查，控制网络游戏上网运营数量。上述各项监管政策有助于网络游戏行业的规范运行，不会对标的公司持续盈利能力产生重大负面影响。

2018 年 4 月后网络游戏主管单位进行机构调整，网络游戏版号审批工作出现了一段时间的暂停。随着主管单位机构调整的完成，国内游戏版号申请逐步恢复，标的公司版号审批工作有序开展。2018 年 12 月，中宣部出版局副局长在海南举办的 2018 年度中国游戏产业年会讲话称，游戏版号审核已恢复，部分首批游戏已完成版号审核。同月，国家新闻出版广电总局公布了 2018 年 12 月国产网络游戏审批信息，首批有 80 款游戏获通过。可见，有关部门对网络游戏的版号审批已经进入审核通道，未来网络游戏版号将有序发放。

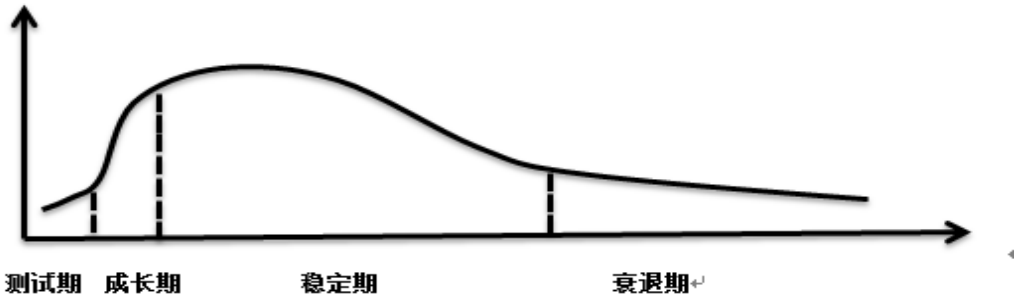
**三、标的公司游戏所处生命周期**



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

游戏的生命周期一般分为 4 个阶段,分别为测试期、成长期、稳定期、衰退期

移动游戏的生命周期(网络游戏)




测试期(考察期)：是玩家初次接触网络游戏的认识期。

在这个阶段，游戏给予玩家的第一印象相当重要，让玩家一见钟情是最高境界。游戏背景的介绍要精彩，画面及音乐要有真实感，场面要有震撼力，这些都是能否吸引玩家的重要因素。

成长期(形成期)：成长期是玩家对网络游戏的熟悉期，是比较关键的阶段。

在这个阶段，玩家不仅要继续熟悉游戏规则，而且开始与其他玩家进行互动，攀比心理开始出现，一些级别较高的玩家开始享受成就感，并开始对虚拟世界产生依赖感；一些级别较低的玩家会因为没有成就感开始放弃或者转向其他游戏。

稳定期(成熟期)：成熟期是玩家对网络游戏的完全参与期，也是该游戏生命周期最长的时期，该时期是游戏运营商创收的最关键期，也是最容易出问题的时期。运营商是否赚钱、赚多少钱都由这个阶段来决定。

退化期(衰退期)：是玩家对网络游戏的厌烦期，这也是很自然的，无论一个游戏多么出色，人也会产生厌倦情绪，或者因为自己的年龄成长或因为某些外在影响，玩家会彻底离开这个游戏世界。

截止到评估基准日标的公司共有 7 款游戏上线，根据快游的游戏特点，上线游戏所处生命周期分别为：

| 上线游戏 | 游戏类别 | 上线时间 | 所处生命周期 |
|---|---|---|---|
| 鸿蒙天尊 | 页游 | 2017 年 12 月 | 衰退期 |
| 画狐 | 手游 | 2018 年 5 月 | 成熟期 |
| 魔君 | 手游 | 2017 年 8 月 | 成熟期 |



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

| | | | |
|---|---|---|---|
| 魔域 | 页游 | 2017 年 7 月 | 成熟期 |
| 桃源灵境 | 手游 | 2017 年 10 月 | 衰退期 |
| 御剑萌仙传 | 页游 | 2017 年 7 月 | 衰退期 |
| 刺秦秘史 | 页游 | 2017 年 8 月 | 成熟期 |

## 四、在研游戏及未来推广计划

（一）标的公司 2019 年游戏推出计划：

| 项目名称 | 类型 | 状态 | 计划上线时间 |
|---|---|---|---|
| 天涯群侠 | 页游 | 测试阶段 | 2019 年 3 月 |
| 荡神志 | 页游 | 测试阶段 | 2019 年 4 月 |
| 神魔战域 | 手游 | 测试阶段 | 2019 年 4 月 |
| 乱世祭 | H5 | 研发中 | 2019 年 5 月 |
| 起航远征 | H5 | 研发中 | 2019 年 6 月 |

（二）标的公司 2020 年游戏推出计划：

| 项目代号 | 计划类型 | 发行策略 | 计划时间 |
|---|---|---|---|
| 页游代号 A | 武侠 MMORPG | 一线平台独代 | 2020 Q1 |
| 页游代号 B | 仙侠 MMORPG | 一线平台独代 | 2020 Q1 |
| 手游代号 C | 武侠 MMORPG | 一线平台独代 | 2020 Q2 |
| 手游代号 D | 仙侠 MMORPG | 一线平台独代 | 2020 Q2 |
| H5 游戏代号 E | 武侠 RPG | 自研自发 | 2020 Q3 |

2021 年公司计划保持上一年度研发规模。视市场环境调整页游&手游&H5 游戏项目数量配比，但保持一年研发上线 5-8 款新产品；业绩增长重点关注发行团队外部研发产品的独代业务，计划 2021 年独代发行业务实现 2000 万营收增长；

（三）未来推广计划

1、页游方面在现有持续合作的基础上巩固与合作伙伴的合作关系，加强与页游领域 YY 游戏、360 游戏、三七游戏等一线平台的合作，促成双方年度框架合作，做到立项与独代方同步；

2、标的公司将通过增加广告的投放，对新上线游戏产品加大宣传力度；

（1）利用平面媒体进行推广



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

（2）利用跨界植入方法进行推广

（3）利用社交论坛进行推广

（4）利用同行来进行推广

3、标的公司将积极探索“研运一体”模式，充分利用自身产品研发能力和外部良好的渠道合作优势，拓展发行业务，提升盈利能力；公司扩大研发团队规模，增强产品自研能力的同时，逐步加强自身发行能力，在自研产品的成功发行的基础上代理外部优质产品发行和运营，进一步拓展游戏业务类型，完成业务闭环，以保障业务收入的稳定增长。

**五、业绩承诺的可实现性**

（一）报告期内标的公司的业绩情况

单位：人民币万元

| 项目 | 2018 年 1-9 月 | 2017 年度 |
|---|---|---|
| 营业收入 | 4,255.66 | 3,094.14 |
| 减：营业成本 | 618.04 | 312.17 |
| 税金及附加 | 6.17 | 9.51 |
| 销售费用 | 91.20 | 106.10 |
| 管理费用 | 404.42 | 331.81 |
| 研发费用 | 924.71 | 1,128.20 |
| 财务费用 | 59.22 | 28.03 |
| 资产减值损失 | 206.92 | 285.52 |
| 其他收益 | 31.27 | 13.20 |
| 资产处置收益 | - | -2.30 |
| 营业利润 | 1,976.25 | 903.69 |
| 加：营业外收入 | 0.06 | 0.10 |
| 减：营业外支出 | 3.60 | 0.34 |
| 利润总额 | 1972.71 | 903.45 |
| 减：所得税 | -45.80 | -64.03 |
| 净利润 | 2,018.51 | 967.48 |

如上表所示标的公司2017 年及 2018 年 1-9月的营业收入分别为 3,094.14 万元和 4,255.66 万元。报告期内标的公司的营业收入保持平稳的增长趋势。标的公司 2017 年及 2018 年 1-9 月的归属于母公司股东的净利润分别为 967.48 万元和 2,018.51 万



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

元。

具体而言，标的公司未来三年的收益预测综合考虑了以下因素：

1、标的公司游戏团队的自主研发能力

标的公司团队经历了 PC 端页游到移动端的业务扩展，目前形成了由策划团队、美术团队、引擎团队、前台开发团队、后台开发团队、测试团队等组成的专业研发队伍。

标的公司已经完成并上线 7 款游戏，包括《刺秦秘史》《魔域永恒》《鸿蒙天尊》《御剑萌仙传》《桃源灵境》《画狐》《魔君》。产品类型覆盖了 2DRPG、3DRPG、MMORPG 等，产品主要为传播中国传统历史文化、中国侠文化。

标的公司自设立以来高度重视人才储备及培养。经过多款产品的持续运营，公司已经建立起一支高效稳定的研发团队，能够有效地支持标的公司产品研发。负责为企业提供研发及技术支持的核心人员大部分拥有本科及以上学历，在运营、策划、数据挖掘及分析等综合领域经验丰富。

2、主营业务的稳定发展带动未来收入规模的提升

（1）业绩承诺期内，随着全球网络游戏行业不断扩大，标的公司的新产品将逐步实现更新迭代并扩大销售规模。此外，移动游戏等在研新产品也将逐步推出市场并形成销售。随着产品销量的扩大及新产品带动平均销售额的提升，标的公司的主营业务持续稳定发展，因此营业收入预计将延续增长趋势。

（2）根据 NewZoo 发布的数据，亚太地区网络游戏市场在过去的几年中迎来了迅速的发展，目前已经成为全球最大的网络游戏市场。整体而言，亚太游戏市场规模 2018 年预估较去年增长 16.8%达到 714 亿美元，占据全球游戏市场份额 52%。亚太游戏市场的增长基本上要归功于移动端游戏的增长，2018 年该区域移动端游戏同比增加 97 亿美元达到 447 亿美元。近年来，亚太地区的新兴市场比如印度和东南亚的智能手机用户增长非常迅猛，在成熟市场比如中国和日本，用户在移动端游戏上花钱的意愿也大大提升，这极大地促进了亚太地区的移动游戏市场的增长。



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

根据 NewZoo 发布的数据，中国已经成为全球最大的游戏市场，2018 年中国游戏市场的规模将达到 379 亿美元，全球市场占比达到 28%。其中移动端游戏是最主要的驱动力，2018 年将会占中国游戏市场规模 61%的份额，到 2021 年，该比例预计会提高到 70%。同位于亚太地区的日本游戏市场是仅次于中国与美国的全球第三大游戏市场，2018 年日本游戏市场规模将同比增长 15.1%达到 192 亿美元。在欧美地区，欧美发达国家游戏市场发展时间较长、商业模式成熟，且市场规模较大。其中，美国市场是全球游戏领域中规模第二大的市场，而作为与北美地区规模相当的成熟网络游戏产品发行及消费市场，欧洲市场也是网络游戏产业中消费额贡献最大的市场之一。2018 年，北美地区的游戏产业收入预计将达到 327 亿美元，占比 23%；欧洲、中东、非洲三地区共计将达到 287 亿美元，占比 21%。拉美地区是相对较为新兴的游戏市场，2018 年，其游戏市场的销售收入预计将达到 50 亿美元，占比 4%。随着墨西哥、阿根廷、智利等国家的硬件及设备性能迅速增长，其游戏产业将维持其繁荣且迅速发展的局面。市场需求的增长将带动标的公司销售收入规模的不断扩大；同时，随着标的公司内部研发、运营、销售资源的合理配置，规模效应逐步显现，预计将带动盈利能力的稳步提升。

**（二）业绩承诺的可实现性**

标的公司 2019 年-2021 年业绩承诺金额分别为 3600 万元、4500 万元和 5500 万元。该业绩承诺与标的公司报告期内净利润对比情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年业绩承诺 | 2020 年业绩承诺 | 2021 年业绩承诺 |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 967.47 | 2,153.66 | 3,600.00 | 4,500.00 | 5,500.00 |
| 增长率 | | 122.61% | 67.16% | 25.00% | 22.22% |

2019 年净利润增幅较大，主要是 2018 年标的公司只上线 1 款游戏，2019 年计划上线 5 款，收入将大幅度提升。2020 年及 2021 年度业绩承诺净利润增长率低于行业年复合增长率。

未来年度的业绩承诺是在综合考虑了行业状况及增速、公司主要游戏趋势、未来经营计划、2017、2018 年盈利水平以及已实现业绩情况的基础之上进行的，具有较强



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

合理性和可实现性。具体分析如下：

1、标的公司成立于 2011 年 8 月，通过多年的发展，标的公司主要从事网页游戏和移动游戏研发，积累了丰富的研发和管理经验，能够快速的适应市场需求。且与 YY（欢聚互娱）；360（奇虎 360）；37 互娱等业内知名游戏平台保持良好合作，保障自研产品上线后拥有充分的市场曝光度和推广渠道。

2、标的公司 2019 年已计划推出款产品，其中网页游戏 2 款，手游 1 款，H5 游戏 2 款；

单位：人民币万元

| 2019 年产品计划 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 项目名称 | 类型 | 状态 | 计划上线时间 | 流水预期/年/万 | 收入预期 |
| 天涯群侠 | 页游 | 测试阶段 | 2019 年 3 月 | 9450 | 1426 |
| 荡神志 | 页游 | 测试阶段 | 2019 年 4 月 | 9500 | 1434 |
| 神魔战域 | 手游 | 测试阶段 | 2019 年 4 月 | 14000 | 2113 |
| 乱世祭 | H5 | 研发中 | 2019 年 5 月 | 5000 | 755 |
| 起航远征 | H5 | 研发中 | 2019 年 6 月 | 3500 | 528 |
| 合计 | | | | 41450 | 6256 |

2019 年计划新上线产品预计实现总流水 4.15 亿，收入 6256 万元；老产品 2019 年预期流水 900 万，预计收入 135 万元；

①《天涯群侠》项目为原创 2D 武侠题材 MMORPG 网页游戏，作为当前页游市场主流题材，产品延续了快游网络在 2D 游戏领域的精美美术品质。在项目立项初期就与国内游戏巨头 YY 游戏签订了独代协议，以保障产品发行及营收能力；

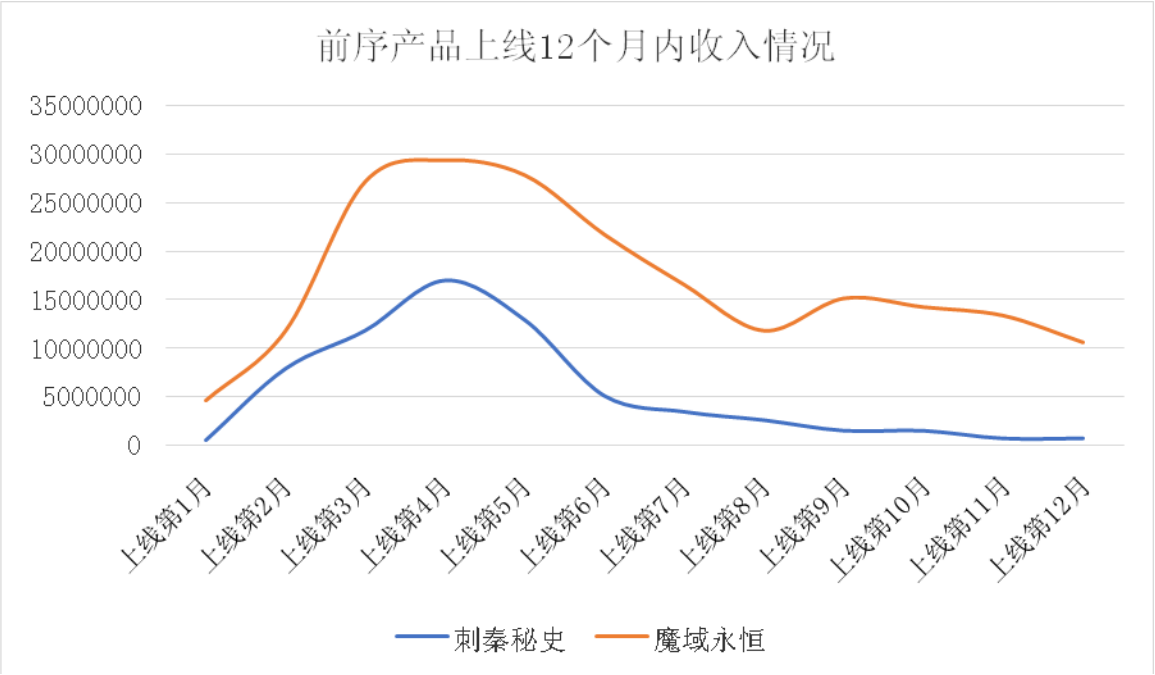
②《荡神志》项目为原创 2D 仙侠题材 MMORPG 网页游戏，产品美术选用暗黑魔幻风格，搭配自研成熟 2D 引擎，通过全场景手绘贴图，模型次时代制作工艺，让整体游戏美术风格更加协调，角色等模型在风格化的场景中更加突出。精美的美术风格呈现一个真实唯美的魔幻世界，产品拥独一无二的战斗技能，战斗中随意搭配组合，让玩家一个角色就可拥有多个职业的体验；

③《天涯群侠》《荡神志》两款产品业绩预期参考前序由 YY 游戏独代和“雷亚



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

&37”定制合作的两款页游产品《刺秦秘史》《魔域永恒》上线第一年流水数据分别为0.65 亿和 2.04 亿：

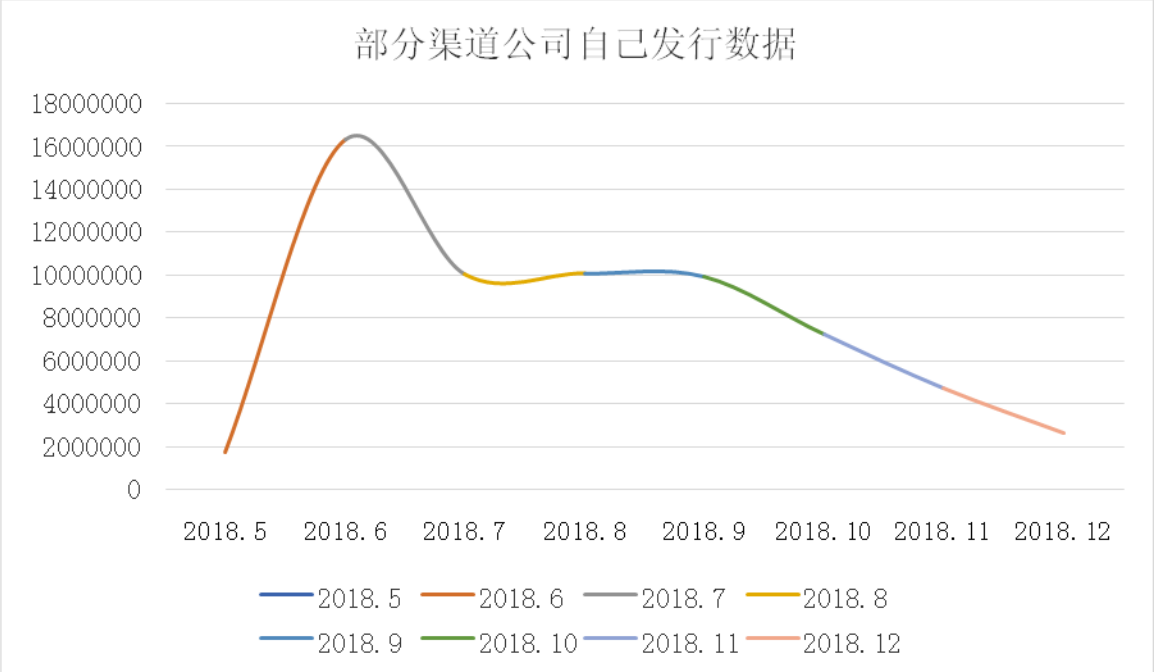



④2019 年 YY 游戏与目标公司签订了两款 H5 游戏的合作框架，并支付相应产品预付款，《起航远征》和《乱世祭》（暂用名）将分别于 2019 年 5 月和 6 月交付并 YY 游戏上线运营；

⑤《神魔战域》是公司 2019 年重点自研自发手游，2018 年公司在《画狐》《九剑魔龙转》两个手游上积累了宝贵经验，公司也成功从原有的 PC 游戏业务推展进入移动游戏市场。在此前序产品的积累上，团队加大投入优化美术表现，提升引擎性能，并在玩法上做深度创新。在运营策略上将采用全渠道自研自发的模式，全渠道发行提升产品利润空间及完善公司发行业务，收入预测参照前序产品《画狐》公司自己发行部分渠道数据：



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn




2018 年公司试水手游发行业务，2018 年 5 月产品在部分渠道上线发行，年内 8 个月累计流水 6200 万；

3、标的公司主要研发方向为网页游戏，根据国内游戏巨头 360 游戏平台提供数据：2018 年全国上线网页游戏产品仅为 50 款，网页游戏研发商仅剩不到 10 家；相对于网页游戏 156 亿市场规模 2019 年目标公司竞争压力较小，市场可拓展空间依然很大；

4、标的公司所处生命周期

标的公司不断加强研发储备，保证新游戏产品推出节奏，标的公司目前已有多款在研游戏及多款新游戏的研发计划，届时，标的公司的游戏产品运营数量将相应增加，收入结构将更加完善。

未来年度标的公司将积极开发精品移动网络游戏，形成产品数量化，完成产品系列化，提高市场占有率，保证公司业绩持续稳步增长。

由于网络游戏具有一定的生命周期性，随着老游戏的逐渐下线，新产品须保证研发和发行节奏。根据企业的发展规划，企业每年都将推出多款新产品，未来销售收入预测是基于目前在线运营的产品和新开发产品上线，未来年度上线运营新产品参考目前在线产品的运营模式、运营指标的变化趋势，以及行业内的经验数据，分别计算确



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

定未来年度各种运营产品的单品运营收入，然后汇总得出全部产品的运营收入。

**六、中介机构核查意见**

经核查，我们认为，结合行业特点、标的公司游戏所处生命周期、在研游戏及未来经营计划、行业增速情况等，标的公司业绩承诺具有可实现性。

国众联资产评估土地房地产估价有限公司

**2019 年 3 月 15 日**



cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn