

北京天健兴业资产评估有限公司

关于《中国证监会行政许可项目审查
一次反馈意见通知书》（161325 号）的回复

中国证券监督管理委员会：

北京天健兴业资产评估有限公司作为奥维通信股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的资产评估机构，根据贵会于 2016 年 6 月 28 日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（161325 号）之要求，对有关事项进行了核查，现答复如下：

问题 5：申请材料显示，最近三年除本次交易之外，雪鲤鱼曾进行一次资产评估，两次评估的评估基准日分别为 2015 年 3 月 31 日和 12 月 31 日，均采用收益法评估，估值分别为 15.9 亿元、19.1 亿元。两次评估差异较大的原因是雪鲤鱼基本面发生较大变化，易接平台盈利模式得到市场认可，从预期变成事实。请你公司补充披露前一次评估 2015 年预测营业收入和净利润的实现情况，并结合 2015 年收入和利润的构成，进一步补充披露前后两次评估差异的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

【答复】

一、前一次评估 2015 年预测营业收入和净利润的实现情况

天健兴业接受奥维通信的委托，对其拟收购雪鲤鱼 100% 股权项目前后做了两次资产评估，其中以 2015 年 3 月 31 日为评估基准日评估（以下简称前次评估）的估值结论为 15.90 亿元，以 2015 年 12 月 31 日为评估基准日评估（以下简称本次评估）的估值为 19.15 亿元，两次评估结果相差 3.25 亿元。

（一）前次评估 2015 年度预测营业收入和净利润的实现情况

单位：万元

业务类型		2015 年度预测 (1)	2015 年度实际 (2)	差异 (3) = (2) - (1)	实现率
移动游戏	功能机手机游戏	7,000.00	6,429.07	-570.93	91.84%
	智能手机游戏	3,000.00	2,050.09	-949.91	68.34%
易接平台	易接支付	20,000.00	13,384.07	-6,615.93	76.66%
	易接游戏分发	-	1,948.16	1,948.16	
收入合计		30,000.00	23,811.38	-6,188.61	79.37%
净利润		11,165.19	9,652.50	-1,512.69	86.45%

雪鲤鱼前次评估基准日是 2015 年 3 月 31 日，当时雪鲤鱼的经营正处于业务结构调整初期，由于智能手机开始普及，功能手机市场的市场需求量以及厂商

的出货量均呈下降趋势，雪鲤鱼决定对功能机手机游戏业务不再有新增的投入；为了保持对移动手机游戏业务的敏感度，雪鲤鱼继续开展智能手机游戏研发业务；由于耗时的线上渠道接入工作对游戏研发本身毫无帮助，为提升线上渠道接入效率，作为智能手机游戏研发商的雪鲤鱼组织团队专门从事渠道接入工作，研发出中间层 SDK，由此其线上渠道接入效率显著提升。由于广大的移动游戏研发商均面临着移动游戏线上渠道接入之惑，雪鲤鱼迅速将中间层 SDK 产品化为易接 SDK，并于 2014 年 7 月开始进行运营易接平台业务。因此，前次评估中关于雪鲤鱼收入和净利润的预测是基于该评估基准日时雪鲤鱼的实际经营情况做出的，实际完成情况和预测值相比，有一定差异。

（二）前次评估 2015 年度预测营业收入和净利润与实现数产生差异的影响因素

2015 年度雪鲤鱼收入结算周期的变化导致当年度预测数和实际完成数存在差异，具体原因说明如下：

1、雪鲤鱼收入结算情况说明

游戏玩家通过雪鲤鱼的支付系统付费，相关资金首先到达电信运营商的信息费计费系统，电信运营商按照支付合同约定的比例在扣除其分成比例后，将剩余的信息费直接付给雪鲤鱼，或者先付给与雪鲤鱼建立合作关系的第三方计费通道，第三方再按照支付合同规定的比例在扣除其分成比例后，将剩余的信息费直接付给雪鲤鱼。

按照合同约定的结算周期，雪鲤鱼在收到电信运营商或第三方计费通道提供的计费账单并经公司相关部门核对确认后，当相关经济利益很可能流入雪鲤鱼、收入的金额能够可靠计量且其可收回性能够得到保证时，确认收入。

2014 年度及 2015 年上半年，雪鲤鱼与电信运营商或第三方计费通道实际执行的结算周期大部分为 N+1，即在游戏玩家付费行为发生而形成信息费的月份之后的第 1 个月内进行结算，例如：游戏玩家于 2015 年 1 月份发生付费行为形成信息费，则 N+1 表示运营商或第三方计费通道与雪鲤鱼应在 2015 年 2 月份进行结算。

自 2015 年下半年起，雪鲤鱼与电信运营商或第三方计费通道实际执行的结算周期大部分为 N+2，即在游戏玩家付费行为发生而形成信息费的月份之后的第 2 个月内进行结算，例如：游戏玩家于 2015 年 7 月份发生付费行为形成信息费，

则 N+2 表示运营商或第三方计费通道与雪鲤鱼在 2015 年 9 月份进行结算。

电信运营商将与其合作的第三方计费通道根据业务类型进行分类,按照具体类别的不同,电信运营商与第三方计费通道的结算周期分别为 N+1、N+2 及其他周期。结算周期为 N+1 的计费通道数量相对较少,结算周期为 N+2 的计费通道数量相对较多。2014 年度及 2015 年上半年,雪鲤鱼、雪鲤鱼子公司以及与其合作的第三方计费通道,与电信运营商的结算周期以 N+1 为主。2015 年下半年,雪鲤鱼易接平台业务快速发展,为了应对不断增长的业务规模,雪鲤鱼加大了与结算周期为 N+2 的第三方计费通道的增量合作,导致在该期间内雪鲤鱼与电信运营商或第三方计费通道的结算周期渐变为以 N+2 为主。

2、2015 年度收入结算周期的变化对净利润的影响情况

单位: 万元

项目	2015 年度实际数	2015 年度测算数据 (注 1)	差异 (注 6)
营业收入 (注 2)	23,811.38	25,556.86	1,745.48
营业成本	10,699.05	10,699.05	-
营业税金及附加 (注 3)	93.08	105.65	12.57
销售费用	241.17	241.17	-
管理费用	2,126.62	2,126.62	-
财务费用	-41.31	-41.31	-
资产减值损失 (注 4)	106.57	199.08	92.51
加: 公允价值变动收益	-	-	-
投资收益	412.74	412.74	-
营业利润	10,998.94	12,639.34	1,640.40
加: 营业外收入	526.95	526.95	-
减: 营业外支出	-	-	-
利润总额	11,525.89	13,166.29	1,640.40
减: 所得税费用 (注 5)	1,873.39	2,119.45	246.06
净利润	9,652.50	11,046.84	1,394.34
归属于母公司所有者的净利润	9,652.50	11,046.84	1,394.34

注 1: 假设 2015 年度雪鲤鱼信息费结算周期并未发生变化,仍以 N+1 结算为主,则测算其营业收入及净利润情况。2015 年度实际数栏内为 2015 年度审定数据,2015 年度测算数据为按上述假设条件测算的数据。由于营业成本报告期内结算周期等确认要素基本未发生变化,因此上表中两栏内的营业成本并未变动;由于雪鲤鱼的期间费用在发生的当期已全部计入损益核算,且较为固定,因此上表中两栏内的期间费用并未变动。

注 2: 2015 年度测算数据栏内的营业收入为在 2015 年度审定数据的基础上加上结算周期变化对信息费结算

收入带来的影响数（结算周期变化对信息费结算收入带来的影响数，以下简称收入调整数）。

注 3：2015 年度测算数据栏内的营业税金及附加为在 2015 年度审定数据的基础上加上收入调整数×6%×（7%+3%+2%），6%为增值税率，（7%+3%+2%）为附加税率。

注 4：按简易方法，遵循谨慎性原则，假设收入调整数均形成应收账款，2015 年度测算数据栏内的资产减值损失为在 2015 年度审定数据的基础上加上收入调整数×（1+6%）×5%，6%为增值税率，5%为 1 年以内的应收账款坏账计提比例。

注 5：2015 年度测算数据栏内的所得税费用为在 2015 年度审定数据的基础上加上按上述所有调整数计算所得的利润总额×15%，15%为雪鲤鱼的企业所得税率。

注 6：差异为 2015 年度测算数据与 2015 年度审定数据的差额。

根据雪鲤鱼运营部提供的后台业务数据，如果按原 N+1 结算周期模拟测算，雪鲤鱼 2015 年度营业收入将增加 1,745.48 万元，净利润将增加 1,394.34 万元。由上表可知，如果剔除雪鲤鱼与电信运营商或第三方计费通道结算周期变化这一短期因素对 2015 年度收入确认的一次性影响，雪鲤鱼的净利润将达到 11,046.84 万元，和预测的 11,165.19 万元净利润仅相差 118.35 万元，实现率为 98.94%，基本实现了前次评估的预测净利润。

因易接平台业务规模快速增长，引致雪鲤鱼加大与 N+2 结算周期的第三方计费通道的合作规模，进而一次性影响了雪鲤鱼 2015 年度营业收入的确认规模以及净利润的实现金额。

二、雪鲤鱼前后两次评估差异的合理性

（一）雪鲤鱼前后两次评估差异

雪鲤鱼未来的盈利增长点主要是易接平台业务，截至 2015 年 12 月 31 日，易接平台已经成为移动游戏研发商和渠道商较为认可的第三方服务平台，占领了一定的市场份额，竞争优势比较明显。本次评估和前次评估相比，雪鲤鱼依托易接平台，截至 2015 年 12 月 31 日，除了免费的易接线上渠道接入业务之外，盈利性业务从单一的易接支付业务发展为易接支付业务和易接游戏分发业务并举，2016 年推出易接流量置换（广告）业务。本次评估基于 2015 年度业务开展的实际情况，分析了雪鲤鱼管理层做出的未来业务发展规划和新的盈利预测，结合移动游戏市场发展趋势做出了新的预测来反映了雪鲤鱼的市场价值。

本次评估较前次评估增值 3.25 亿元，前后两次评估预测雪鲤鱼各业务收入和净利润情况具体如下：

单位：万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	稳定年度
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	------

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	稳定年度
前次评估，基准日 2015 年 3 月 31 日								
移动游戏	功能手机游戏	7,000.00	3,500.00	1,500.00	800.00	800.00	800.00	800.00
	智能手机游戏	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00
易接平台	易接支付	20,000.00	44,000.00	70,400.00	77,440.00	85,184.00	85,184.00	85,184.00
收入合计		30,000.00	50,500.00	74,900.00	81,240.00	88,984.00	88,984.00	88,984.00
净利润		11,165.19	13,600.31	18,131.63	19,294.44	21,034.78	20,882.32	20,882.32
本次评估，基准日 2015 年 12 月 31 日								
移动游戏	功能手机游戏		3,600.00	1,800.00	900.00	-	-	-
	智能手机游戏		1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
易接平台	易接支付		30,000.00	42,000.00	50,400.00	52,920.00	52,920.00	52,920.00
	易接游戏分发		9,600.00	14,400.00	18,720.00	20,592.00	20,592.00	20,592.00
	易接流量置换		-	2,000.00	3,000.00	3,900.00	3,900.00	3,900.00
收入合计			44,200.00	61,200.00	74,020.00	78,412.00	78,412.00	78,412.00
净利润			14,107.18	18,710.34	22,483.90	23,566.08	23,421.65	23,421.65
差异	收入		-6,300.00	-13,700.00	-7,220.00	-10,572.00	-10,572.00	-10,572.00
	净利润		506.87	578.71	3189.46	2531.30	2539.33	2539.33

1、功能手机游戏

在智能手机强势替代的情况下，功能手机的市场需求量以及厂商的出货量一直呈下降趋势。如果功能手机市场需求量持续快速萎缩，将导致雪鲤鱼功能手机游戏业务量下滑。

虽然功能手机游戏在 2014 年度及 2015 年度给雪鲤鱼带来了丰厚的利润，雪鲤鱼在功能手机游戏业务有较强的市场竞争力，但是，未来功能手机市场需求的下降将导致雪鲤鱼的功能手机游戏业务量下降，同时，雪鲤鱼自 2014 年度以来对功能手机游戏业务不再有新增的投入。因此，功能手机游戏收入未来年度呈现持续下滑趋势，同上一次评估比较，本次评估功能手机游戏收入下降趋势是一样的。综上所述，本次评估预测依据具备合理性。

2、智能手机游戏

雪鲤鱼于 2013 年进入智能手机游戏领域并开始研发产品，其主要目的是保持对移动手机游戏业务的敏感度，并获取一定盈利。在智能手机游戏及研发商数量激增、大型研发商占据市场主流、智能手机游戏市场不断动态调整的背景下，雪鲤鱼智能手机游戏研发及运营面临较大的市场竞争压力。

结合历史运营经验、现阶段研发团队开发能力及非自研游戏项目储备等综合因素，除了原有已经运营的手机游戏外，雪鲤鱼预计将于 2016 年 1 月至 2020

年 12 月上线的单机手游类别包括捕鱼类、飞行射击类、动作类、跑酷类、策略类、塔防类等，具体上线游戏时间与数量预测如下表所示：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
自研游戏上线数量	10	4	4	4	4
累计	10	14	18	22	26

根据雪鲤鱼的业务规划，未来五年雪鲤鱼将保持每年至少推出 4 款智能手机游戏，并根据游戏的运营情况不断完善游戏的可玩性，提升玩家的粘合度，在预测期内将形成良好的游戏运营梯队，防止现有智能手机游戏进入游戏生命周期的衰退期后导致该业务收入的快速下降。

雪鲤鱼的手机游戏业务发展良好，处于行业正常水平，但由于市场竞争激烈，玩家对游戏的忠诚度降低，需求不断变化，导致手机游戏收入波动起伏较大，手机游戏推出后的效果难以预测，出于审慎性原因，本次评估预测收入较前一次预测收入有所降低。因此，本次评估预测依据具备合理性。

3、易接支付业务

易接支付业务收入是雪鲤鱼 2015 年度主要收入来源，依托于雪鲤鱼 9 年经营支付系统的技术优势、经验优势和服务优势，将通过免费线上渠道接入业务所汇集的第三方流量进行变现。易接支付业务规模增长的核心是通过免费的线上渠道接入业务覆盖尽可能多的游戏研发商。截至 2016 年 6 月末，易接平台已覆盖 3,852 家 CP，计划到 2016 年底覆盖 5,000 家 CP，进一步提升易接平台的市场覆盖率。同时，移动游戏市场规模未来几年预期仍将持续增长，为易接支付业务收入规模的持续增长提供了产业环境。因此，本次评估根据雪鲤鱼历史运营数据与未来移动游戏产业的增长预测，对于未来易接支付业务收入适度增长的预测具备合理性。

本次评估对易接平台业务具体构成进行了细分。在易接支付业务中，雪鲤鱼仅是提供支付系统。在易接游戏分发业务中，雪鲤鱼不仅是提供支付系统，同时实质上还是游戏发行商。因此，易接游戏分发业务包含部分易接支付业务，所以本次评估易接支付业务预测收入小于上一次评估时的预测值的依据具备合理性。

4、易接游戏分发业务

易接平台于 2015 年下半年开始推出易接游戏分发业务。在易接游戏分发业务推出的初期，雪鲤鱼选定的两款移动游戏产品均为其自研游戏，即《消除星星》和《狂暴捕鱼》。在取得了初步的成功运营经验之后，面对丰富的移动游戏研发商资源和移动游戏产品资源，易接平台未来拟以买断或独占版权的方式，主动向游戏研发商寻找优质的游戏产品，通过该模式，易接平台可自主决定所分发游戏的运营策略，强化对移动游戏研发商的控制力以及对第三方流量的话语权，从而获得更大的商业利益。移动游戏市场上存在大量中小 CP 能设计开发较好的游戏产品，但受限于自身实力，无法全部申请版号并进行运营。目前，雪鲤鱼已开始着手对该等游戏产品进行收购，并进行升级改良，以储备未来拟进行分发的游戏。雪鲤鱼对该等游戏已申请计算机软件著作权，并逐步办理出版、文化等备案审批手续。待相关游戏出版、文化等备案审批手续办理办毕后，易接平台拟根据手游市场玩家的偏好逐步开展游戏分发工作。

易接游戏分发业务收入持续增长的驱动因素是在现有的移动游戏产品及支付系统的基础上，稳步扩展易接平台的合作渠道商数量，进一步提升易接平台对渠道商的覆盖率。易接游戏分发业务收入增长潜力很大，易接平台基于合作的大量移动游戏研发商、发行商以及雪鲤鱼自研团队，获取盈利能力强的移动游戏产品；基于该平台已对接的 359 个游戏渠道（截至 2016 年 6 月末），进行流量精准对接；并依托于雪鲤鱼的支付系统，实现流量的高效率变现。因此，考虑雪鲤鱼对于合作游戏分发业务渠道商的挖掘及研发商需求的增长，本次评估对于易接游戏分发业务收入的预测依据具备合理性。

5、易接流量（广告）置换业务

易接平台汇集的第三方流量及自有流量均具备运营移动广告的价值，该平台于 2016 年推出易接流量置换业务，即易接广告业务。2016 年上半年度，易接流量置换（广告）业务所使用的流量，主要为自有流量；推广的游戏均为其自研游戏，即《金榜斗地主》《全民爱消除》《单机麻将》《蓝图》等。移动游戏市场上存在大量中小 CP 能设计开发较好的游戏产品，但受限于自身实力，无法全部申请版号并进行运营。目前，雪鲤鱼已开始着手对该等游戏产品进行收购，并进行升级改良，以储备未来拟进行易接流量（广告）置换的游戏。雪鲤鱼对该等游戏已申请计算机软件著作权，并逐步办理出版、文化等备案审批手续。待相关游戏出版、文化等备案审批手续办理办毕后，易接平台拟根据手游市场玩家的偏好逐

步开展流量（广告）置换工作。

与易接平台合作的移动游戏研发商运营的游戏产品所带来的玩家流量，既可以选择卖给易接平台直接变现，也可以自留使用推广自己的游戏产品；同时，如果游戏研发商需要更多的流量，可以向易接平台购买广告流量。在极端情况下，移动游戏研发商在接入易接广告 SDK 之后的某一段时间之内，既不将流量卖给易接平台，也不向易接平台买入流量。但是作为一个移动游戏研发商，该 CP 在某个时间段里一般会对流量有额外的购买需求，在某个时间段内也会产生富余流量。

雪鲤鱼自研的移动游戏及易接游戏分发业务所分发的移动游戏所带来的玩家流量，既可以卖给易接平台合作的移动游戏研发商，也可以作为沉淀流量自留使用，为雪鲤鱼已推出和即将推出的自研游戏做广告，可以增加自研游戏的业务收入。

在易接平台上，广告流量的买卖交易之间有价差，这是易接流量置换（广告）业务的主要盈利模式。此外，在买卖之外沉淀下来的流量，易接平台会用于游戏分发业务。

影响易接平台的流量置换（广告）业务收入的主要因素有三：一是移动游戏市场未来的收入规模；二是易接平台对移动游戏研发商和渠道商的覆盖程度；三是拥有支付系统有利于自研游戏置换（广告）业务收入的实现。2016 年上半年，雪鲤鱼已开始在自研游戏上尝试易接流量置换（广告）业务，预计在下半年进行小规模推广，进一步进行产品调优，第四季度开始正式大范围推广。

根据目前投放数据，易接流量置换（广告）业务实现单个游戏玩家价值为 0.2 元，易接平台每月新增游戏玩家数量约 3,000 万，随着雪鲤鱼后续推广及服务优化完善，正式推广阶段单个游戏玩家价值将逐步提升，目前易接流量置换（广告）业务进展顺利。

由于易接流量置换（广告）业务目前处于小规模试运营阶段，仅是在自研游戏上尝试投放广告，虽然已形成实质性收入，出于审慎目的，评估时未考虑 2016 年度预测数据。评估师根据易接流量置换（广告）业务的计划和预计收入实现程度，将 2017 年流量置换（广告）业务收入纳入预测范围，预期为 2,000 万元。综上所述，未来年度易接流量置换（广告）业务将随着广告投放规模逐步增长的预测依据具备合理性。

（二）2016 年上半年预测收入和净利润完成情况

雪鲤鱼 2016 年上半年经营情况如下：

单位：万元

项目		2016 年预测	2016 年 1-6 月实际数（注 1）	完成比例
移动游戏	功能手机游戏	3,600	2,287.02	63.53%
	智能手机游戏	1,000	1,296.25	129.63%
易接平台	易接支付	30,000	10,569.36	35.23%
	易接游戏分发	9,600	4,001.95	41.69%
	易接流量置换	-	566.51	-
收入合计		44,200.00	18,721.09	42.36%
净利润		14,107.18	7,276.89	51.58%

雪鲤鱼 2016 年上半年度易接平台的信息费及业务收入情况：

单位：万元

日期	易接支付信息费	易接支付业务收入	易接游戏分发信息费	易接游戏分发业务收入	易接流量信息费	易接流量置换（广告）业务收入
2015 年 11 月	3,063.66		1,060.44			
2015 年 12 月	3,229.54		1,049.99			
2016 年 1 月	3,459.95	1,810.08	1,148.36	555.80	269.31	
2016 年 2 月	2,549.57	1,908.08	1,354.56	550.32	284.28	
2016 年 3 月	2,712.18	2,044.21	1,376.28	601.87	221.30	141.15
2016 年 4 月	2,874.36	1,506.34	1,645.98	709.95	305.99	149.00
2016 年 5 月	3,221.69	1,602.41	1,664.66	721.33	264.51	115.98
2016 年 6 月	3,269.30	1,698.24	1,704.98	862.68	253.32	160.38
合计		10,569.36	-	4,001.95	-	566.51
2016 年 7 月		1,903.44	-	872.48	-	138.63
2016 年 8 月		1,931.57	-	893.61	-	132.77

注 1：2016 年 1 至 6 月数据来源于雪鲤鱼经审计的财务数据，2016 年 7 至 8 月数据来源于雪鲤鱼运营部提供的后台业务数据；

注 2：雪鲤鱼的结算周期以 N+2 为主，即当月信息费在 N+2 月确认收入。

从上表可见，雪鲤鱼功能手机游戏收入完成了全年预测的 63.53%，与预测相符。智能手机游戏业务上半年实现超过 1,000 万元的收入，已提前完成了全年预测指标。

易接支付业务上半年实现收入占该业务 2016 年全年预测收入的 35.23%，主要原因为：一方面《网络出版服务管理规定》《关于移动游戏出版服务管理的通知》等文件的实施，使得接入线上渠道的移动研发商延长了其游戏产品的上线时

间；另一方面易接流量置换（广告）业务盈利模式成熟后单独核算，分解了一部分易接支付的收入。

易接游戏分发业务收入呈现逐月增长态势，上半年实现收入已占该业务 2016 年全年预测收入的 41.69%。

易接流量置换（广告）业务已经产生 566.51 万元的实质收入，成为雪鲤鱼新的盈利增长点。

综上所述，虽然雪鲤鱼 2016 年上半年度业务收入没有达到预测水平，但是易接平台各项业务的实际毛利率水平都高于预测的毛利率水平，因此，雪鲤鱼 2016 年上半年度净利润水平实现了全年预测的 51.58%。

（三）雪鲤鱼两次评估值差异的合理性

1、与前次评估基准日相比，雪鲤鱼净资产在本次评估基准日显著增加

截至 2015 年 3 月 31 日，经审计后的雪鲤鱼账面净资产（合并口径）为 7,634.27 万元；截至 2015 年 12 月 31 日，经审计后的雪鲤鱼账面净资产（合并口径）为 15,252.71 万元，与前次评估基准日相比，雪鲤鱼净资产显著增加了 7,618.44 万元，增长率为 99.79%。在本次评估基准日，雪鲤鱼净资产实力显著增强，评估值提升具备一定的合理性。

2、雪鲤鱼易接平台业务逐渐获得市场认可

两次评估结论选取的评估方法均是收益法。2015 年度，易接平台业务已成为雪鲤鱼营业收入和净利润的主要来源；预测期内，易接平台业务仍是雪鲤鱼营业收入和净利润的主要来源。前次评估时，2015 年 1 至 3 月，易接平台业务累计收入为 1,077.17 万元，月均收入为 359.06 万元；本次评估时，2015 年 4 至 12 月，易接平台业务累计收入为 14,255.06 万元，月均收入为 1,583.90 万元，增长显著。与前次评估基准日时的情况相比，截至本次评估基准日，易接平台业务收入显著增长，表明易接平台业务已逐渐获得市场认可，从预期变成事实，雪鲤鱼的基本面得到较大提升，本次评估值提升具备一定的合理性。

3、雪鲤鱼易接平台将逐渐推出新的利润增长点

雪鲤鱼易接平台已于 2014 年 7 月推出易接支付业务，于 2015 年下半年推出易接游戏分发业务，于 2016 年推出易接流量置换（广告）业务，并拟于 2017 年推出易接数据分析业务等其他将流量变现的移动游戏行业的第三方服务业

务。易接平台逐渐推出新的利润增长点，将带来雪鲤鱼盈利水平不断提升，本次评估值提升具备一定的合理性。

4、折现率在两次评估基准日时发生了变化

天健兴业在两次评估时所选取的折现率发生了变化，由 12.28%变为 12.10%，主要原因是评估基准日不同，选取的主要参数值有所不同，具体分析如下：

（1）无风险收益率

2015 年以来，由于宏观经济的变化，人民银行继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调，完善差别准备金动态调整机制。2015 年经历了五次降息，导致国债收益率不断下降，评估选取的无风险报酬率变化如下：

评估基准日	无风险收益率
2015 年 1 月 31 日	3.50%
2015 年 2 月 28 日	3.36%
2015 年 3 月 31 日	3.65%
2015 年 4 月 30 日	3.35%
2015 年 5 月 31 日	3.60%
2015 年 6 月 30 日	3.60%
2015 年 7 月 31 日	3.48%
2015 年 8 月 31 日	3.33%
2015 年 9 月 30 日	3.24%
2015 年 10 月 31 日	3.06%
2015 年 11 月 30 日	3.04%
2015 年 12 月 31 日	2.82%

经天健兴业查询 Wind 资讯，2015 年 3 月 31 日无风险收益率为 3.65%，2015 年 12 月 31 日无风险收益率下降至 2.82%。

（2）市场风险溢价

由于中国证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场。一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价不具有可信度；而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到；因此国际上新兴市场的风险溢价通常采用美国成熟市场的风险溢价进行调整确定，计算公式为：

中国市场风险溢价=美国股票市场风险溢价+中国股票市场违约贴息

美国股票市场风险溢价=美国股票市场收益率-美国无风险收益率

美国市场收益率选取标普 500 指数进行测算, 标普 500 指数数据来源于雅虎财经 <http://finance.yahoo.com/>; 美国无风险收益率以美国 10 年期国债到期收益率表示, 数据来源于 Wind 资讯终端全球宏观数据板块。

根据国际权威评级机构穆迪投资者服务公司公布的中国债务评级及对风险补偿的相关研究测算, 得到中国股票市场违约贴息。经天健兴业研究计算得出的市场风险溢价变动情况如下:

评估基准日	市场风险溢价
2015 年 1 月 31 日	8.31%
2015 年 2 月 28 日	8.12%
2015 年 3 月 31 日	8.12%
2015 年 4 月 30 日	6.60%
2015 年 5 月 31 日	6.39%
2015 年 6 月 30 日	6.16%
2015 年 7 月 31 日	6.27%
2015 年 8 月 31 日	6.28%
2015 年 9 月 30 日	6.26%
2015 年 10 月 31 日	6.31%
2015 年 11 月 30 日	6.30%
2015 年 12 月 31 日	6.17%

2015 年 3 月 31 日, 市场风险溢价为 8.12%, 2015 年 12 月 31 日下降至 6.17%。

(3) 权益系统风险系数

2015 年 3 月至 12 月, 由于我国 A 股市场经历了较大的市场波动, 股票价格变化很大, 天健兴业通过 WIND 资讯系统查询, 2015 年 3 月 31 日 A 股可比上市公司的 Beta 值为 0.6318, 2015 年 12 月 31 日 A 股可比上市公司的 Beta 值为 1.0180, 由于雪鲤鱼无有息负债, 所以计算出的权益系统风险系数也从 0.6318 上升至 1.0180。

(4) 企业特有风险系数

企业特有风险调整系数是根据被评估单位与所选择的对比企业在企业特定的经营环境、企业规模、经营管理水平、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。由于测算风险系数时选取的对比企业为上市公司, 相应的证券或资本在资本市场上可流通, 而纳入本次评估范围的资产为非上市资产, 与同类上市公司相比, 该类资产的权益风险要大于可比上市公司

的权益风险。影响因素主要有：①财务风险；②管理风险；③行业风险；④其他风险。

由于雪鲤鱼在 2015 年 4 至 12 月期间积累了大量现金资产，并对溢余资金进行了理财投资，资金较为充裕。天健兴业依据以上因素，本次评估时将财务风险系数从前次评估的 1.00%调降到 0.50%，其它因素风险系数本次评估未做调整。由此，本次评估所选取企业特有风险调整系数由前次评估的 3.50%下降为 3.00%。

（5）折现率的计算过程

项目	计算公式	2015 年 3 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
折现率	$WACC = K_e \times E / (D + E) + K_d \times D / (D + E) \times (1 - T)$	12.28%	12.10%
权益资本成本	$K_e = R_f + \beta \times R_{Pm} + R_c$	12.28%	12.10%
债务资本成本	K_d	0.00%	0.00%
无风险报酬率 R_f	R_f	3.65%	2.82%
无财务杠杆的 Beta	β_U	0.6318	1.0180
有财务杠杆的 Beta	$\beta_L = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U$	0.6318	1.0180
所得税税率	T	15.00%	15.00%
市场风险溢价	R_{Pm}	8.12%	6.17%
企业风险调整系数	R_c	3.50%	3.00%
企业资本结构 D/E	D/E	0.00%	0.00%
债务 D	D	0.00%	0.00%
权益 E	E	100.00%	100.00%
债务比例	$D/(D+E)$	0.00	0.00
权益比例	$E/(D+E)$	1.00	1.00
短期债务成本	-	0.00%	0.00%
长期债务成本	-	0.00%	0.00%
短期借款	-	0.00	0.00
长期借款	-	0.00	0.00
资产总额（元）	-	118,096,975.01	160,109,855.09
企业特有风险系数	-	3.50%	3.00%
其中：财务风险	-	1.00%	0.50%
管理风险	-	1.00%	1.00%
行业风险	-	1.00%	1.00%
其他风险	-	0.50%	0.50%

综上所述，本次评估较前次评估估值增加 3.25 亿元的预测依据，具备合理性。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：前次评估中关于雪鲤鱼收入和净利润的预测是基于该评估基准日时雪鲤鱼的客观情况做出的，后来实际完成情况和之前的预测值相比，有一定差异。如果剔除雪鲤鱼与电信运营商或第三方计费通道结算周期变化这一短期因素对 2015 年度收入确认的一次性影响，雪鲤鱼的净利润将达到 11,046.84 万元，和预测的 11,165.19 万元净利润相比，实现率为 98.94%，基本实现了前次评估时的预测净利润。雪鲤鱼的净资产本次评估时较前次评估时增加了 7,618.44 万元，增长率为 99.79%，雪鲤鱼资产实力增长。雪鲤鱼在继续保持其手机游戏研发业务的基础上，稳步开展易接平台业务，截至 2016 年 6 月末，易接平台已覆盖 3,852 家 CP，易接平台的市场份额得到提升，易接平台业务也已逐步得到了市场认可，从预期变成事实，雪鲤鱼的基本面得到较大提升。易接平台未来还将陆续推出将流量变现等新的移动游戏行业第三方服务业务，也将带动雪鲤鱼盈利水平的进一步增长。由于评估基准日不同，选取的主要参数值有所不同，两次估值评估时所选取的折现率发生了变化，由 12.28% 变为 12.10%。所以，本次评估较前次评估估值增加 3.25 亿元的预测依据具备合理性。

问题 22：申请材料显示，影响易接平台的支付业务收入的主要因素有二：一是移动游戏市场未来的收入规模；二是易接平台对移动游戏研发商的覆盖程度。雪鲤鱼预计在 2016 年度线上渠道接入业务仍将高速增长，由 2015 年 12 月 31 日的 2,665 家增长至 5,000 家，覆盖数量增长率为 87.62%。请你公司：1)结合截止日前线上渠道接入业务已实际接入的移动游戏研发商数量，补充披露 2016 年预计覆盖数量的可实现性。2)结合线上渠道接入业务和易接平台支付业务的关联性，补充披露易接平台对移动游戏研发商的覆盖程度将影响支付业务收入的合理性。3)结合已引入易接平台的游戏研发商对其他平台的排他性、游戏研发商覆盖数量对平台游戏流量的影响，并结合易接平台支付业务的计费模式，补充披露预测期收入增长的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表

明确意见。

【答复】

一、结合截止日前线上渠道接入业务已实际接入的移动游戏研发商数量，补充披露 2016 年预计覆盖数量的可实现性

截至 2016 年 6 月 30 日，易接平台线上渠道接入业务实际接入移动游戏研发商数量为 3,852 家，2016 年上半年接入数量为 1,187 家，平均每月 198 家，鉴于易接平台市场品牌和影响力的提升，团队推广经验的积累，以及接入技术不断完善，按上半年接入数量计算，2016 年度实现累计覆盖 5,000 家是可以完成的。今后，雪鲤鱼对于易接平台的建设重心不再聚焦于对 CP 覆盖规模的增长，而转向提升平台内移动游戏研发商质量和价值挖掘上。

二、结合线上渠道接入业务和易接平台支付业务的关联性，补充披露易接平台对移动游戏研发商的覆盖程度将影响支付业务收入的合理性

（一）线上渠道接入业务和易接平台支付业务的关联性

雪鲤鱼的易接平台通过线上渠道接入业务可以覆盖到大量的移动游戏研发商，其中部分移动游戏研发商在正常开展业务时，会对支付业务有需求，其中一部分就会转化成易接平台支付业务的合作方，使用支付业务的合作方越多，支付业务收入规模越高。

（二）移动游戏研发商的覆盖程度对支付业务收入的影响

自 2014 年 7 月以来，与易接平台建立合作关系的移动游戏研发商数量及游戏玩家使用易接支付的信息费呈增长趋势，详细情况如下：

日期	当月接入客户	当月新增结算客户	累计结算客户	累计接入客户	当月信息费
2014 年 7 月	48	2	2	48	11,961
2014 年 8 月	78	4	6	126	21,9570
2014 年 9 月	91	8	14	217	20,9710
2014 年 10 月	78	22	36	295	281,287
2014 年 11 月	98	36	72	393	1,140,000
2014 年 12 月	111	57	129	504	2,228,723
2015 年 1 月	130	11	140	634	4,576,255
2015 年 2 月	81	18	158	715	6,914,124
2015 年 3 月	222	48	206	937	11,668,279
2015 年 4 月	274	72	278	1211	28,484,379
2015 年 5 月	282	67	345	1493	19,716,967
2015 年 6 月	220	39	384	1713	18,045,849

日期	当月接入客户	当月新增结算客户	累计结算客户	累计接入客户	当月信息费
2015 年 7 月	178	30	414	1891	27,618,965
2015 年 8 月	186	21	435	2077	29,518,896
2015 年 9 月	115	16	451	2192	25,335,287
2015 年 10 月	110	19	470	2302	26,648,321
2015 年 11 月	149	17	487	2451	31,499,257
2015 年 12 月	214	13	500	2665	35,779,844
2016 年 1 月	148	12	512	2813	40,293,679
2016 年 2 月	121	11	523	2934	30,084,436
2016 年 3 月	208	10	533	3142	30,259,548
2016 年 4 月	251	12	545	3393	35,410,789
2016 年 5 月	251	15	560	3644	39,482,155
2016 年 6 月	215	21	581	3852	39,425,155

由上表可见，平均每覆盖一个有结算关系的游戏研发商每月产生约 6.5 万元信息费，平均每覆盖一个游戏研发商每月产生约 1 万元信息费，信息费收入与游戏研发商覆盖数成正比关系，即当通过易接平台接入线上渠道的移动游戏研发商越来越多时，该平台沉淀的用户流量会显著上升，信息费会越高，最终，经运营商确认后转化为易接支付收入。

综上所述，易接平台对移动游戏研发商的覆盖程度将影响支付业务收入具备合理性。

三、结合已引入易接平台的游戏研发商对其他平台的排他性、游戏研发商覆盖数量对平台游戏流量的影响，并结合易接平台支付业务的计费模式，补充披露预测期收入增长的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见

（一）雪鲤鱼未对移动游戏研发商设置排他性条款，但合作关系依然稳定

雪鲤鱼未对通过易接平台接入线上渠道的移动游戏研发商设置排他性条款，但依然与游戏研发商保持相对稳定的合作关系，具体原因如下：

1、易接平台提供的优质产品服务

易接平台为移动游戏研发商提供线上渠道接入服务，一次接入实现适配市场上全部主流线上渠道 SDK，为移动游戏提供安全、便捷、好用的专业支付服务。在线上渠道接入服务中，易接平台提供易接 SDK 和易接工具两个产品：

产品/服务	主要功能	主要优势
-------	------	------

产品/服务	主要功能	主要优势
	易接 SDK 是使用易接打包工具的基础，通过易接的接口，可以直接使用易接工具合成多家不同渠道的 SDK 包，不需要阅读其他家的 SDK 文档，不需要直接进行接口调试。	易接 SDK 容量小，包体仅有 100k，不会影响游戏本身包体的大小；易于接入，覆盖所有主流游戏框架接口；接口兼容所有平台的 SDK，无需特殊处理；支持中英文开发。
	易接工具是一款智能加载第三方 SDK 的工具，可以自动生成 APK 文件，不再需要繁琐的阅读 SDK 文档，不需要进行相关的接口调试，大大缩短了软件发布的时间。	本地化操作，免于游戏文件的网络传输，更加便捷；具有包体加固功能，游戏打包更加安全；具有中英文界面并可无缝切换，易于海外团队使用。

易接 SDK 集成了主流安卓渠道的 SDK，为移动游戏研发商提供一站式接入服务。此外，针对三大电信运营商的四个渠道，每一家略有雷同却又不尽相同的打包接入流程，易接 SDK 推出制作三网包的功能，打一个包三网通用，一次性接入三个电信运营商渠道。

2、易接平台多种业务类型有利于移动游戏研发商的进一步需求

由于线上渠道接入业务需求旺盛，基于免费的前端易接 SDK+免费的中端易接工具，易接平台通过向游戏研发商免费提供线上渠道接入服务，易接平台沉淀了大量的移动游戏研发商用户，对接了大量的线上渠道。免费的易接线上渠道接入业务，快速积累易接平台的流量。

除了提供高效的线上渠道接入服务之外，易接平台还为部分移动游戏研发商或线上渠道商提供安全的后端支付服务。研发商或渠道商使用易接平台的支付系统，需根据其于易接的支付服务协议的相关规定，按照游戏总收入的一定比例向易接支付费用，形成易接平台收费的易接支付业务。目前 A 股市场上除易接平台外，暂无其他可同时提供渠道接入和支付业务的平台供合作方选择。

易接平台自 2015 年下半年以来，开始推出易接游戏分发业务，基于易接合作的大量游戏研发商、发行商以及雪鲤鱼自研团队，获取有盈利能力的游戏产品；基于该平台已对接的 359 个游戏渠道（截至 2016 年 6 月末），进行流量精准对接；并依托于雪鲤鱼的支付系统，实现流量的高效率变现。

3、游戏研发商更换平台要付出一定的时间成本

从技术接入方面来看，如果游戏研发商更换平台，则需要重新做技术对接，有一定的时间成本。

从运营使用方面来看，更换平台需要运营人员重新熟悉该平台的工具，了解该平台的参数配置，从而也会有一定的时间成本。

（二）游戏研发商覆盖数量对平台游戏流量的影响

自 2014 年 7 月以来，易接平台每月新增游戏玩家及新增付费玩家数量情况如下表所示：

时间	移动游戏研发商 (个)	新增游戏玩家统计数 (个)	新增付费玩家统计数 (个)
2014 年 7 月	48	30,306	1,005
2014 年 8 月	126	72,947	425
2014 年 9 月	217	143,775	3,978
2014 年 10 月	295	142,869	5,590
2014 年 11 月	393	237,826	4,383
2014 年 12 月	504	1,148,970	124,637
2015 年 1 月	634	4,326,308	408,614
2015 年 2 月	715	6,762,088	540,700
2015 年 3 月	937	7,736,348	793,641
2015 年 4 月	1,211	16,463,117	1,848,753
2015 年 5 月	1,493	21,828,503	1,621,802
2015 年 6 月	1,713	28,420,270	1,691,524
2015 年 7 月	1,891	35,005,516	2,956,157
2015 年 8 月	2,077	29,366,081	3,078,659
2015 年 9 月	2,192	25,653,693	2,560,704
2015 年 10 月	2,302	22,673,339	2,941,253
2015 年 11 月	2,451	23,051,123	3,106,103
2015 年 12 月	2,665	21,035,935	3,189,698
2016 年 1 月	2,813	28,369,055	2,935,292
2016 年 2 月	2,934	32,434,628	2,807,169
2016 年 3 月	3,142	22,306,064	2,491,647
2016 年 4 月	3,393	19,622,794	2,604,947
2016 年 5 月	3,644	24,156,317	2,920,523
2016 年 6 月	3,852	23,869,671	2,755,439

注：新增游戏玩家统计数为每月新注册的游戏 ID 总量；新增付费玩家统计数为每月新增的付费游戏 ID 总量。

从上表可见，虽然月份之间存在波动情况，但随着游戏研发商覆盖数量的增加，新增游戏玩家和新增付费玩家数量大体呈正比增加状态。

（三）易接平台支付业务的计费模式

雪鲤鱼对移动单机游戏提供的易接支付服务需要根据游戏产品及推广渠道情况，配置不同的电信运营商及第三方计费通道的计费代码，以支持游戏玩家通过电信运营商短信确认扣缴话费以实现小额支付。报告期内，随着建立业务合作关系的渠道商、第三方计费通道及电信运营商、游戏研发商数量的快速增加，使

用雪鲤鱼易接支付业务的移动单机游戏数量及业务规模迅速扩大。

一般而言，移动单机游戏的生命周期在 3-20 个月之间，整体生命周期较短。相应的，各个移动单机游戏所配置使用的电信运营商及第三方计费通道的计费代码的使用周期也较短，随着使用易接支付服务的游戏产品的变化，雪鲤鱼的客户也随之发生变化。同时，除国内三大电信运营商外，第三方计费通道市场较为分散，与雪鲤鱼建立合作关系的第三方计费通道数量较多。

雪鲤鱼运营部负责各类支付方式的接入工作，主要支付方式以电信运营商计费代码为主，根据电信运营商计费代码的稳定性、结算成功率、回款账期、结算比例等因素确定与各个电信运营商的合作方式。同时，易接平台也接入支付宝、微信等第三方支付方式来丰富支付的种类。

（四）会计师会同独立财务顾问对雪鲤鱼的收入核查情况

电信运营商或独立第三方的计费通道向雪鲤鱼提供计费账单时不会区分移动游戏收入和易接平台收入，因此会计师和独立财务顾问在进行核查时亦未进行区分。

1、收入核查的范围

会计师会同独立财务顾问对易接平台业务中的易接支付业务收入及易接游戏分发业务收入均进行了核查。由于 2014 年易接平台业务收入仅为 65.95 万元，占雪鲤鱼当年总营业收入比例仅为 0.52%。易接平台业务主要于 2015 年起开始快速发展，2015 年度和 2016 年 1 至 6 月分别实现收入 15,332.23 万元和 15,137.82 万元，占雪鲤鱼当期总营业收入比例分别为 64.39%和 80.86%。因此易接平台业务收入核查的期间为 2015 年度和 2016 年 1 至 6 月。

2、收入核查的方法及依据

（1）核查合同、运营商对账单、发票、回款情况，并抽取部分运营商或第三方计费通道对其交易额执行营业收入专项函证，进而通过整个证据链条分析判断雪鲤鱼营业收入的真实性。

（2）获取易接平台业务部分游戏玩家总数量、付费玩家数量、付费玩家月人均消费值等统计数据，分析雪鲤鱼营业收入的合理性。

（3）在雪鲤鱼相关人员不知情的情况下，审计人员作为游戏玩家使用手机在不同的时点向不同游戏充值若干笔，之后有针对性的查询易接平台业务系统是否已收集、汇总该等消费行为数据，进而判断公司营业收入归集、汇总的及时性、

有效性。

(4) 根据员工情况以及雪鲤鱼业务充值情况判断是否存在自我充值消费行为。

(5) 聘请信息技术专家对雪鲤鱼 2014 年 1 月 1 日至 2016 年 6 月 30 日期间审计范围内系统的信息技术控制的有效性进行审计。

3、收入核查的结论

(1) 通过对选取样本的相关对账单等资料进行核对，对账单、发票以及收入确认金额一致，核对比例 2015 年度为 84.43%、2016 年 1 至 6 月为 92.80%；通过对重要的运营商或第三方计费通道实施收入专项函证，回函情况较好，回函金额相符，收入专项函证样本营业收入金额占总营业收入的比例 2015 年度为 51.71%、2016 年 1 至 6 月为 84.42%，全部回函相符。

(2) 分析报告期各月信息费较大的若干易接平台业务游戏付费玩家占玩家总数量（活跃用户数量）的比值及付费玩家月人均消费值（由于易接平台上运营的游戏数量庞大，各游戏形成的信息费较分散，因此抽取信息费较大的若干项游戏进行核查），相关数据波动处于合理范围或符合相关业务特点及发展趋势。

(3) 通过审计人员作为游戏玩家使用手机在不同的时点向不同易接平台游戏充值若干笔后，发现实际消费金额及实际消费时间、次数均已在雪鲤鱼信息系统中如实反映。

(4) 通过对雪鲤鱼员工情况以及雪鲤鱼业务充值情况判断，雪鲤鱼不存在通过员工自我充值消费虚增易接平台业务收入的客观条件。

(5) 基于信息技术专家的 IT 审计程序及审计意见，雪鲤鱼 2014 年 1 月 1 日至 2016 年 6 月 30 日期间的与易接平台业务相关的信息系统按照《中国注册会计师审计准则》和《企业内部控制基本规范》的相关规定为财务报表提供了合理的确信度。对于纳入范围的信息系统及其 IT 环境，通过执行 IT 控制及抽样测试，未发现直接导致财务报表重大错报的高风险点或实质性漏洞，信息技术及应用层面的有关控制的设计与执行得到了有效控制。

上述易接平台业务的收入核查情况说明，引自华普天健出具的《上海雪鲤鱼计算机科技有限公司营业收入专项核查报告》（会审字[2016]1435 号）、《关于上海雪鲤鱼计算机科技有限公司营业收入真实性的专项核查报告》（会审字[2016]4388 号），以及国信证券出具的《国信证券股份有限公司关于上海雪鲤鱼

计算机科技有限公司销售收入真实性核查报告》《国信证券股份有限公司关于上海雪鲤鱼计算机科技有限公司 2016 年半年度销售收入真实性核查报告》。

综上所述，雪鲤鱼虽然未对接入易接平台的游戏研发商设置排他性条款，但依然与游戏研发商保持相对稳定的合作关系。易接平台游戏研发商覆盖数量与平台游戏流量成正比关系。易接平台支付业务的计费模式使得其与线上渠道接入业务具有紧密的关联性。根据目前线上渠道接入情况，预计雪鲤鱼能够实现 2016 年易接平台接入移动游戏研发商达到 5,000 家的目标。鉴于 2016 年易接平台接入的移动研发商覆盖规模的扩大，以及平台服务给客户带来的完美体验和收益实现，因此，预测期易接平台业务收入增长具备合理性。

四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：截至 2016 年 6 月 30 日，易接平台线上渠道接入业务实际接入移动游戏研发商数量为 3,852 家，2016 年上半年接入数量为 1,187 家，平均每月 198 家，鉴于易接平台市场品牌和影响力的提升，团队推广经验的积累，以及接入技术不断完善，按上半年接入数量计算，2016 年度实现累计覆盖 5,000 家是可以完成的；易接平台对移动游戏研发商的覆盖程度将影响支付业务收入具备合理性；雪鲤鱼虽然未对接入易接平台的游戏研发商设置排他性条款，但依然与游戏研发商保持相对稳定的合作关系。易接平台游戏研发商覆盖数量与平台游戏流量成正比关系。易接平台支付业务的计费模式使得其与线上渠道接入业务具有紧密的关联性。根据目前线上渠道接入情况，预计雪鲤鱼能够实现 2016 年易接平台接入移动游戏研发商达到 5,000 家的目标。鉴于 2016 年易接平台接入的移动研发商覆盖规模的扩大，以及平台服务给客户带来的完美体验和收益实现，因此，预测期易接平台业务收入增长具备合理性。

问题 23：申请材料显示，影响易接平台的游戏分发业务收入的主要因素有二：一是有合作关系的渠道商数量较多；二是拥有支付工具有利于分发收入的实现。截至本报告书签署日，易接游戏分发业务目前月均信息费约 1,200 万元，对应的月均业务收入约 800 万元，收益法评估时游戏分发业务 2016 年的预测收入为 9,600 万元。请你公司：1)结合游戏分发业务与相关渠道商的合作模式，补充披露游戏分发业务收入受渠道商数量影响较大的合理性。2)补充披露

游戏分发业务所涉及游戏的经营情况，并结合 2016 年度分发业务的开展计划，补充披露 2016 年预测收入的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【答复】

一、结合游戏分发业务与相关渠道商的合作模式，补充披露游戏分发业务收入受渠道商数量影响较大的合理性

根据雪鲤鱼运营计划于 2016 年底完成接入 5,000 家移动游戏研发商，完成平台的搭建工作。易接平台拟于 2017 年完成平台生态系统的建设，自身成为移动游戏的主流分发平台。易接游戏分发业务主要包括：合作产品与电信运营商代码的接入、产品推广以及收益统计与结算。

易接分发可以采取 CPA 和 CPS 的方式向渠道商支付购买第三方流量的费用。目前，易接平台游戏分发业务对第三方流量的采购模式，是以购买用户的模式为主，即 CPA 模式。

1、合作产品与电信运营商代码接入

雪鲤鱼运营部负责各类支付方式的接入工作，主要支付方式以电信运营商计费代码为主，根据电信运营商计费代码的稳定性、结算成功率、回款账期、结算比例等因素确定与各个电信运营商的合作方式；同时接入支付宝、微信等第三方支付方式来丰富支付的种类。商务部负责引入优质合作方产品完成电信运营商计费代码和第三方支付的接入。

2、产品推广以及收益统计与结算

易接商务部负责寻找合适的渠道商进行推广合作，运营部每日将前一日的产品收益情况分别同步给 CP 和渠道商。每月初完成 CP 和渠道商的收益对账工作，当月底完成合作打款。

一个渠道商的用户规模是在一定时间内是相对稳定的，用户规模代表了该渠道商向各种游戏导入用户的能力。渠道商的合作方与渠道商的合作深度，决定了其能从渠道商处获取的用户占渠道商整体用户的比例。对于分发业务而言，一方面是要与尽量多的渠道商进行合作，以扩大能触及的用户规模；另一方面是要提高与渠道商的合作深度，以尽量最大化获取渠道商的用户群体。

综上所述，游戏分发业务受渠道商数量影响较大具备合理性。

二、补充披露游戏分发业务所涉及游戏的经营情况，并结合 2016 年度分发业务的开展计划，补充披露 2016 年预测收入的可实现性。

1、易接游戏分发业务的经营特点

易接平台于 2015 年下半年开始推出易接游戏分发业务。由于移动单机游戏具有类型多、受众广、下载频次高的特点，对应的渠道资源更加碎片化、长尾化，游戏分发商需要具备更广泛的渠道覆盖能力以及更精准的渠道流量特征的识别能力，才能提升移动单机游戏的新增用户数、付费转化率及 ARPU 值，从而提高运营收益。易接平台通过对其合作的游戏研发商接入移动游戏产品的运营数据进行分析，较为深入地了解各类移动游戏及各类渠道的玩家特征，能够较为精准地完成移动游戏和渠道流量的匹配。

易接平台基于合作的大量移动游戏研发商、发行商以及雪鲤鱼自研团队，获取有盈利能力的移动游戏产品；基于该平台已对接的 359 个游戏渠道（截至 2016 年 6 月末），进行流量精准对接；并依托于雪鲤鱼的支付系统，实现流量的高效率变现。

易接游戏分发具体盈利模式为，选定若干款移动游戏产品，与有用户量的渠道商对接，以盈利分成的模式或购买用户的模式，将渠道的用户导入选定的游戏产品。在该业务中，易接平台只要确保选定产品的单用户收益高于用户导入成本，即可实现规模化盈利。

在易接游戏分发业务推出的初期，雪鲤鱼均通过易接平台分发其自研游戏。2015 年度下半年，易接平台开始推出易接游戏分发业务，所分发的两款自研游戏是《消除星星》和《狂暴捕鱼》。自 2016 年以来，在获得了游戏分发的初步运营经验之后，易接平台扩大了自研游戏分发的数量，除了分发《消除星星》《狂暴捕鱼》之外，还对《金榜斗地主》《全民爱消除》《单机麻将》《蓝图》开始进行分发。

在取得了初步的成功运营经验之后，面对丰富的移动游戏研发商资源和移动游戏产品资源，易接平台未来拟以买断或独占版权的方式，主动向游戏研发商寻找优质的游戏产品，通过该模式，易接平台可自主决定所分发游戏的运营策略，强化对移动游戏研发商的控制力以及对第三方流量的话语权，从而获得更大的商业利益。移动游戏市场上存在大量中小 CP 能设计开发较好的游戏产品，但受限于自身实力，无法全部申请版号并进行运营。目前，雪鲤鱼已开始

着手对该等游戏产品进行收购，并进行升级改良，以储备未来拟进行分发的游戏。雪鲤鱼对该等游戏已申请计算机软件著作权，并逐步办理出版、文化等备案审批手续。待相关游戏出版、文化等备案审批手续办理办毕后，易接平台拟根据手游市场玩家的偏好逐步开展游戏分发工作。

2、易接游戏分发所涉及的游戏经营情况

自 2015 年下半年以来，易接平台开始推出易接游戏分发业务，目前分发的游戏主要有《金榜斗地主》《全民爱消除》《单机麻将》《狂暴捕鱼》《消除星星》《蓝图》等。

自 2016 年 1 月以来，《金榜斗地主》通过易接游戏分发业务模式推广情况如下：

月份	使用用户数	付费用户数	总信息费 (元)	ARPU 值	ARPPU 值
2016 年 1 月	600,890	43,243	685,879	1.14	15.86
2016 年 2 月	381,850	59,426	517,552	1.36	8.71
2016 年 3 月	239,835	26,116	310,530	1.29	11.89
2016 年 4 月	760,613	81,844	1,165,763	1.53	14.24
2016 年 5 月	785,088	69,243	1,220,916	1.56	17.63
2016 年 6 月	804,803	61,812	1,211,116	1.50	19.59

自 2016 年 1 月以来，《全民爱消除》通过易接游戏分发业务模式推广情况如下：

月份	使用用户数	付费用户数	总信息费 (元)	ARPU 值	ARPPU 值
2016 年 1 月	155406	10221	227,635	1.46	22.27
2016 年 2 月	129598	11273	138,807	1.07	12.31
2016 年 3 月	47336	2992	44,156	0.93	14.76
2016 年 4 月	99335	12048	197,242	1.99	16.37
2016 年 5 月	171099	21617	419,320	2.45	19.40
2016 年 6 月	331717	38121	655,619	1.98	17.20

自 2016 年 1 月以来，《单机麻将》通过易接游戏分发业务模式推广情况如下：

月份	使用用户数	付费用户数	总信息费 (元)	ARPU 值	ARPPU 值
2016 年 1 月	33,358	2,043	50,163	1.50	24.55
2016 年 2 月	32,154	2,123	30,438	0.95	14.34
2016 年 3 月	23,613	1,499	27,599	1.17	18.41
2016 年 4 月	73,065	8,635	221,984	3.04	25.71
2016 年 5 月	83,103	6,564	157,944	1.90	24.06
2016 年 6 月	52,706	4,055	98,005	1.86	24.17

自 2015 年 7 月以来，《狂暴捕鱼》游戏付费玩家数量和游戏充值金额情况如

下:

月份	使用用户数	付费用户数	信息费（元）	ARPU 值	ARPPU 值
2015 年 7 月	2,308,763	357,649	5,425,377	2.35	15.17
2015 年 8 月	2,765,216	580,425	8,037,453	2.91	13.85
2015 年 9 月	5,590,861	396,167	5,741,487	1.03	14.49
2015 年 10 月	1,189,322	224,168	2,636,234	2.22	11.76
2015 年 11 月	1,151,728	250,694	3,722,134	3.23	14.85
2015 年 12 月	1,157,594	235,662	3,236,704	2.80	13.73
2016 年 1 月	1,064,594	241,679	3,615,379	3.40	14.96
2016 年 2 月	1,935,324	357,736	4,975,849	2.57	13.91
2016 年 3 月	1,272,233	245,145	3,587,274	2.82	13.63
2016 年 4 月	2,135,982	408,534	5,895,488	2.76	14.43
2016 年 5 月	1,871,478	364,745	5,031,155	2.69	13.79
2016 年 6 月	2,149,007	377,469	5,565,640	2.59	14.74

自 2015 年 10 月以来,《消除星星》游戏付费玩家数量和游戏充值金额情况如下:

月份	使用用户数	付费用户数	信息费（元）	ARPU 值	ARPPU 值
2015 年 10 月	3,580,025	563,192	7,381,121	2.06	13.11
2015 年 11 月	4,703,836	588,719	6,882,310	1.46	11.69
2015 年 12 月	5,098,440	611,353	7,263,231	1.42	11.88
2016 年 1 月	4,595,568	580,459	6,723,025	1.46	11.58
2016 年 2 月	6,434,470	646,270	7,696,747	1.20	11.91
2016 年 3 月	6,359,232	800,608	9,638,671	1.52	12.04
2016 年 4 月	7,200,267	659,100	7,528,997	1.05	11.42
2016 年 5 月	5,564,646	657,598	7,896,280	1.42	12.01
2016 年 6 月	6,910,734	718,588	8,209,339	1.19	11.42

自 2016 年 4 月以来,《蓝图》通过易接游戏分发业务模式推广情况如下:

月份	使用用户数	付费用户数	信息费（元）	ARPU 值	ARPPU 值
2016 年 4 月	65,612	7,062	109,678	1.67	15.53
2016 年 5 月	181,211	20,790	368,782	2.04	17.74
2016 年 6 月	132,490	12,978	193,994	1.46	14.95

易接平台未来拟分发的自研游戏有《全民爱钓鱼》《天天打桌球》。《全民爱钓鱼》是一款休闲钓鱼类手机游戏,该款游戏让玩家们体验到近乎真实的钓鱼感受,在钓鱼时精确掌握钓鱼技巧、拉杆力度、甩竿角度,才能将最大的鱼王钓起。足不出户尽享钓鱼乐趣,全球渔场任君选择。

《天天打桌球》是一款很锻炼脑力的游戏手机单机游戏,接近 3D 的画面,再搭配具有临场感的撞击声,仿佛让人置身于现场。只要技术好,每一球都可以

随心控制，多种游戏模式，满足玩家不同需求。

截至本回复签署日，上述两款游戏正处于第二阶段开发中，预计 2016 年三季度陆续推出。

3、易接游戏分发业务的经营思路

从以上数据来看，雪鲤鱼易接游戏分发业务依靠《消除星星》《狂暴捕鱼》获得信息费，效果良好，游戏玩家以及充值金额持续增加。雪鲤鱼今后的发展方向是坚持以目标用户精准定位、多渠道推广为核心，精心培育和持续投入适合做游戏分发的产品。随着发行渠道资源的积累，公司在移动游戏领域的平台式分发能力日益凸显。

雪鲤鱼始终坚持持续的渠道拓展，逐步优化渠道结算流程，建立渠道评级、数据统计、产品投放效果评估及持续优化机制，有效提高移动游戏产品的推广效果，形成了覆盖多种渠道类型的合作体系，帮助游戏研发商完成游戏产品的用户拓展。通过增加数据分析维度，对分发渠道做更好的区分，重点关注安装转化率，有效用户数，付费转化和利润率等参数，计算出对应的渠道评分值。

雪鲤鱼加强运营和商务人员的业务沟通效率，建立渠道预警机制，对评分较低的渠道进行及时的预警，保证整体的收益率处于较好的水平线之上。

雪鲤鱼优化商务人员的激励机制，从单一的收益考量，到综合的推广效果考量，保证分发收益的最大化。

雪鲤鱼继续优化产品品质，丰富分发的产品线，从而根据渠道用户特性制定更为精准的投放策略。

雪鲤鱼强化重点渠道的合作关系，借助易接渠道接入和易接支付的优势对长期稳定的优质合作渠道给予特别的支持。以期维持长期优质的分发效果。

4、2016 年度易接游戏分发业务的开展计划

（1）资金

从已合作的渠道商情况来看，某些资源较好，体量较大的渠道商本身需要一定资金进行用户量的采集，并且从之前的运营数据可以发现这些渠道商回报率相对较高。因此雪鲤鱼计划通过增加预付金额的方式使这部分渠道为雪鲤鱼带来更大的用户量。从而使得整体分发业务的收益进一步扩大。针对这个需求点，雪鲤鱼计划准备 2000 万元人民币流动资金，作为渠道预付款来使用。

（2）新增分发游戏的途径

自开展分发业务以来，雪鲤鱼一直在尝试和各种类型的渠道进行合作的可能性，目前雪鲤鱼主要合作的分发游戏的渠道商以流量分发商和广告平台为主，这些渠道商的主要特点是用户定位精准，分发规模灵活可控，但从合作的情况来看，这部分渠道商的规模和用户群体有一定局限性。为了打破这种用户群体和量级的局限，雪鲤鱼打算对其他一些渠道类型进行更深度的接触和合作。计划深入合作的目标渠道类型如下：①超级 APP。超级 APP 一般具有较大规模的用户群体，并且很多 APP 的用户类型比较垂直，有利于推行一些特定类型的产品。②大型应用商店的广告资源位。大型应用商店的用户覆盖面广，用户基数庞大，在应用商店的广告资源位进行独立的投放，转化率有保证。

（3）精细化运营

研发人员会针对分发运营提供更优化的分析工具和更完备的数据支持，达到分析数据维度的扩充，进而优化投放效率，在同样资源的情况下，获得更优质的产品回报。另外，经过近一年的分发业务开展，雪鲤鱼也逐步探索出了适合自己的分发策略。通过数据的定位，可以对分发设定一系列的数值标准，例如利润率，安装转化率等。对合作渠道的质量可以得到更好的控制。同时，雪鲤鱼通过加大投放资金，对于回报率较高的渠道进行深度绑定，并且可放宽渠道的试量标准，增加产品的投放数量，达到计划的收益目标。

5、2016 年度易接游戏分发业务预测收入的可实现性

根据评估预测，雪鲤鱼 2016 年度易接游戏分发业务收入可以达到 9,600 万元，2016 年度实际完成情况如下：

单位：万元

日期	信息费	易接游戏分发业务收入
2015 年 11 月	1,060.44	
2015 年 12 月	1,049.99	
2016 年 1 月	1,148.36	555.80
2016 年 2 月	1,354.56	550.32
2016 年 3 月	1,376.28	601.87
2016 年 4 月	1,645.98	709.95
2016 年 5 月	1,664.66	721.33
2016 年 6 月	1,704.98	862.68
合计	-	4,001.95
2016 年 7 月	-	872.48
2016 年 8 月	-	893.61

2016 年，易接游戏分发的经营思路得到有效贯彻，业务开展计划得以顺利

实施，因此易接游戏分发业务收入呈现逐月递增的趋势，截至 2016 年 6 月 30 日，易接游戏分发业务已实现收入 4,001.95 万元，占全年预测的比例为 41.69%。由于 2016 年下半年雪鲤鱼还将推出新的游戏分发产品，随着与易接平台建立合作关系的渠道商数量的增加，易接游戏分发业务收入已呈现逐月递增的趋势。因此，2016 年及以后的易接游戏分发预测收入实现的可能性较高。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：对于游戏分发业务而言，一方面是要与尽量多的渠道商进行合作，以扩大能触及的用户规模；另一方面是要提高与渠道商的合作深度，以尽量最大化获取渠道商的用户群体。因此，游戏分发业务受渠道商数量影响较大具备合理性；易接平台游戏分发业务所涉及游戏经营情况良好，并已制定 2016 年度分发业务的开展计划。截至 2016 年 6 月 30 日，易接游戏分发业务已实现收入 4,001.95 万元，占全年预测的比例为 41.69%。由于 2016 年下半年雪鲤鱼还将推出新的游戏分发产品，随着与易接平台建立合作关系的渠道商数量的增加，易接游戏分发业务收入已呈现逐月递增的趋势。因此，2016 年及以后的易接游戏分发预测收入实现的可能性较高。

问题 24：申请材料显示，收益法评估时预测的 2016 年-2018 年毛利率分别为 44.38%、41.95%和 41.42%，高于 2015 年易接支付业务等相关业务的毛利率。请你公司结合预测期收入构成、各业务预测毛利率情况，比对报告期相关业务的毛利率，补充披露预测期毛利率的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【答复】

一、毛利率较高的易接游戏分发业务收入占比上升使预测期总收入毛利率高于易接支付业务毛利率

1、2015 年雪鲤鱼相关业务毛利率情况

单位：万元

业务类型		2015 年度		
		营业收入	占比	毛利率
移动游戏	功能机手机游戏	6,429.07	27.00%	97.39%
	智能手机游戏	2,050.09	8.61%	76.30%

业务类型		2015 年度		
		营业收入	占比	毛利率
易接平台	易接支付	13,384.07	56.21%	30.54%
	易接分发	1,948.16	8.18%	61.54%
合计		23,811.38	100.00%	55.07%

2、2016 至 2018 年雪鲤鱼预测期各业务毛利率情况

单位：万元

业务类型		2016 年度			2017 年度			2018 年度		
		收入	收入比例	毛利率	收入	收入比例	毛利率	收入	收入比例	毛利率
移动游戏	功能手机游戏	3,600.00	8.14%	96.89%	1,800.00	2.94%	97.01%	900	1.22%	97.06%
	智能手机游戏	1,000.00	2.26%	76.08%	1,000.00	1.63%	76.20%	1,000.00	1.35%	76.25%
易接平台	易接支付	30,000.00	67.87%	31.44%	42,000.00	68.63%	31.56%	50,400.00	68.09%	31.61%
	易接分发	9,600.00	21.72%	61.80%	14,400.00	23.53%	61.92%	18,720.00	25.29%	61.97%
	易接置换	-	-	-	2,000.00	3.27%	49.59%	3,000.00	4.05%	49.64%
合计		44,200.00	100.00%	44.38%	61,200.00	100.00%	41.95%	74,020.00	100.00%	41.42%

3、雪鲤鱼 2015 年度与预测期各业务毛利率比较情况

业务类型		2015 年毛利率 (1)	预测毛利率				预测期毛利率与 2015 年差异
			2016 年	2017 年	2018 年	预测期毛利率算术平均 (2) ^{注1}	(3) = (2) - (1)
移动游戏	功能手机游戏	97.39%	96.89%	97.01%	97.06%	96.99%	-0.40%
	智能手机游戏	76.30%	76.08%	76.20%	76.25%	76.18%	-0.12%
易接平台	易接支付	30.54%	31.44%	31.56%	31.61%	31.54%	1.00%
	易接游戏分发	61.54%	61.80%	61.92%	61.97%	61.90%	0.36%
	易接流量置换	-	-	49.59%	49.64%	49.62%	49.62%
总收入毛利率		55.07%	44.38%	41.95%	41.42%	42.58%	-12.49%

注：由于易接流量置换（广告）业务目前处于小规模试运营阶段，仅是在自研游戏上尝试投放广告，虽然已形成实质性收入，出于审慎目的，评估时未考虑企业预测 2016 年度预计将实现的收入。因此易接流量置换（广告）业务的预测期毛利率算术平均未加入 2016 年。

4、预测期雪鲤鱼毛利率的合理性分析

雪鲤鱼未来的业务结构主要为移动游戏业务和易接平台业务。其中，移动游戏业务主要包括功能手机游戏业务和智能手机游戏业务。易接平台业务包括易接支付业务、易接游戏分发业务、易接流量置换（广告）业务。

功能手机游戏业务给雪鲤鱼以前年度带来了丰厚的利润，雪鲤鱼在功能手机游戏业务有较强的竞争力，虽然功能手机游戏业务收入逐年降低，但预计雪鲤鱼 2016 年至 2018 年仍可享受这部分收益。由于雪鲤鱼自 2014 年度以来对功能手机游戏业务不再有新增的投入，所以功能手机游戏业务仍将保持较高的毛利率水平。

在智能手机游戏研发商数量激增、智能手机游戏市场不断动态调整的背景下，雪鲤鱼智能手机游戏研发及运营面临较大的市场竞争压力。考虑到雪鲤鱼各智能手机游戏的生命周期、新旧智能手机游戏的交替、及雪鲤鱼对智能手机游戏运营经验等因素，在本次评估过程中，评估师假设雪鲤鱼智能手机游戏收入稳定在每年 1,000 万元，经测算的毛利率水平和报告期相近，比较合理。

雪鲤鱼于 2015 年起将经营的重心转向易接平台业务，并于 2014 年 7 月推出易接支付业务，2015 年下半年推出易接游戏分发业务，2016 年推出易接流量置换（广告）业务。

根据评估师对易接平台业务收入、业务成本的测算，2016 年至 2018 年易接支付业务的平均毛利率为 31.54%，比 2015 年易接支付业务的毛利率高 1%，易接游戏分发业务的平均毛利率为 61.90%，比 2015 年易接游戏分发业务的 61.54% 高 0.36%，主要原因是预测未来易接支付业务和易接游戏分发业务的收入增长，但易接支付和易接游戏分发业务成本中除了分成支出与收入同比例增长外，还有一部分人员工资、办公费、折旧费等增长比例小于收入增长比例，所以未来易接支付业务和易接游戏分发业务的毛利率略高于 2015 年。易接流量置换（广告）业务在 2016 年推出，目前该业务的市场测试以自有产品为主，基本没有成本。考虑到该业务未来大规模推向市场时会有部分购买第三方流量的成本，评估师根据易接流量置换（广告）业务的经营模式，并结合易接平台业务的综合毛利率，预测易接流量置换（广告）业务毛利率在 50% 左右，具备合理性。

在易接支付业务中，其营业收入包含支付系统、发行商、渠道商和研发商所获得的信息费分成；其营业成本包含对发行商、渠道商和研发商所支付的信息费分成其毛利仅为提供支付系统所获得的信息费分成，因此易接支付业务的毛利率较低。

综上所述，由于移动游戏业务、易接游戏分发业务和易接流量置换（广告）业务的毛利率水平都比易接支付业务毛利率高，所以收益法评估时预测的 2016

年至 2018 年雪鲤鱼综合毛利率高于 2015 年易接支付业务的毛利率具备合理性。报告期内，雪鲤鱼主营业务结构的演进使得原来高毛利率的功能手机游戏收入占比越来越小；另一个毛利率较高的智能手机游戏业务因市场竞争激烈，预测相对谨慎；而持续增长的易接平台业务的毛利率水平比移动游戏业务的毛利率要低。因此，由于预测期收入结构的变化导致雪鲤鱼 2016 年至 2018 年预测期的毛利率水平分别为 44.38%、41.95%和 41.42%，较报告期有所下降具备合理性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：雪鲤鱼未来发展的业务结构改变使得原来高毛利率的功能机收入占比越来越小，另一个毛利率较高的智能手机游戏市场竞争激烈，预测相对谨慎。而持续增长的易接平台业务的毛利率相比移动游戏的毛利率要低。因此，由于预测期收入结构的变化导致雪鲤鱼 2016 年-2018 年预测期的毛利率水平分别为 44.38%、41.95%和 41.42%，较报告期下降具备合理性。

问题 25：申请材料显示，本次交易收益法评估折现率为 12.1%。请你公司结合近期市场可比交易折现率的比较分析，补充披露本次交易选取的折现率的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【答复】

一、本次交易选取的折现率的合理性分析

目前上市公司收购标的公司所采取的评估方法主要是收益现值法，即采用现金流量折现法，选取的现金流量口径为企业自由现金流。相应的折现率选取加权平均资本成本（WACC）。由于评估基准日的时效性一般为一年，通过公开渠道查询到 2015 年 1 月 1 日以来的中国 A 股上市公司收购与雪鲤鱼相似行业标的公司的评估交易案例共有 4 笔，折现率情况如下表所示：

序号	上市公司	收购标的	评估基准日	净资产	评估值	折现率
1	升华拜克	炎龙科技	2015 年 6 月 30 日	11,502.05	160,509.97	14.10%
2	中南重工	值尚互动	2015 年 7 月 31 日	3,319.06	87,112.04	14.89%
3	帝龙新材	美生元	2015 年 9 月 30 日	17,152.09	347,160.69	14.28%
4	浙江金科	杭州哲信	2015 年 11 月 30 日	25,161.43	260,570.00	13.19%
平均值						14.12%
5	奥维通信	雪鲤鱼	2015 年 12 月 31 日	15,258.86	191,456.88	12.10%

由上表可见，游戏行业近期相关并购案例资产评估收益法选取的折现率平均值为 14.12%，取值区间为 13.19%-14.89%。本次评估确定的折现率为 12.10%，低于可比公司平均值。

本次评估选取的折现率低于可比公司平均值的原因是随着评估基准日的变化，评估折现率选取的各项参数值有所不同，具体分析如下：

1、无风险收益率

2015 年以来，由于宏观经济的变化，人民银行继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调，完善差别准备金动态调整机制，2015 年经历了五次降息，导致国债收益率不断下降，经评估师查询 Wind 资讯，2015 年 1-12 月无风险收益率已从 3.50%下降到 2.82%。由于可比交易案例的评估基准日早于 2015 年 12 月 31 日，因此本次折现率选取的无风险收益率低于其他交易案例。

2、市场风险溢价

由于国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场。一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价不具有可信度；而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到；因此国际上新兴市场的风险溢价通常采用美国成熟市场的风险溢价进行调整确定，计算公式为：

中国市场风险溢价=美国股票市场风险溢价+中国股票市场违约贴息

美国股票市场风险溢价=美国股票市场收益率-美国无风险收益率

美国市场收益率选取标普 500 指数进行测算，标普 500 指数数据来源于雅虎财经 <http://finance.yahoo.com/>；美国无风险收益率以美国 10 年期国债到期收益率表示，数据来源于 Wind 资讯终端全球宏观数据板块。

根据国际权威评级机构穆迪投资者服务公司公布的中国债务评级及对风险补偿的相关研究测算，得到中国股票市场违约贴息。

在美国股票市场风险溢价和中国股票市场违约贴息数据的基础上，计算得到评估基准日中国市场风险溢价为 6.17%。

经天健兴业研究计算得出，2015 年 1 至 12 月，市场风险溢价从 8.31%下降

到 6.17%。由于可比交易案例的评估基准日早于 2015 年 12 月 31 日，因此本次折现率选取的无风险收益率低于其他交易案例。

3、企业特定风险调整系数

经查询，可比公司的特有风险调整系数的取值区间为 4%-5%，本次评估选取的企业特别风险调整系数为 3%。在本次选取的可比交易的并购标的中，炎龙科技主要从事网络游戏的研发和代理发行，值尚互动主要从事移动游戏的代理发行和运营服务，美生元主要从事移动游戏的研发和发行，杭州哲信主要从事移动休闲游戏发行运营，均以游戏研发、发行和运营为主，其业务收入受游戏玩家偏好变化等市场风险因素影响较大。而雪鲤鱼主要从事的易接平台业务目前具备一定的稀缺性，为移动游戏产业提供第三方服务业务，业务模式决定了其经营风险较小，特有风险及个别风险较可比公司小，具备合理性。

综上所述，本次评估最终选取的折现率的各项参数符合雪鲤鱼基本特性，市场公开参数选取准确，因此本次评估折现率 12.10%是合理的。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：本次评估最终选取的折现率的各项参数符合雪鲤鱼基本特性，市场公开参数选取准确，因此本次评估折现率 12.10%是合理的。

（本页无正文，为《北京天健兴业资产评估有限公司关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉（161325 号）的回复》之签章页）

法定代表人：_____

孙建民

经办注册资产评估师：_____

侯晓利

彭 洁

北京天健兴业资产评估有限公司

年 月 日