

开元资产评估有限公司
关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
（161597 号）审核意见的回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（161597 号）审核意见要求，开元资产评估有限公司对申请人湖南电广传媒股份有限公司（以下简称“上市公司”、“公司”、“电广传媒”）的相关问题进行逐一核查，现就相关核查意见回复如下，请贵会予以审核。

目 录

问题 2.....	3
问题 4.....	4
问题 5.....	6
问题 6.....	7
问题 10.....	9
问题 11.....	14
问题 12.....	26
问题 13.....	30
问题 14.....	31
问题 15.....	34
问题 16.....	35
问题 17.....	57
问题 18.....	66

2、申请材料显示，本次交易拟募集配套资金总额为 65,800.00 万元，扣除发行费用后将用于对北京掌阔进行增资、支付现金对价、需求方算法平台（DSP）建设项目、海外广告平台建设项目、中介机构费用及相关发行费用等。与前次申报材料相比，本次申报材料调减了募集资金总额，改变了募集资金投向，删除了补充流动资金的用途，新增了上述募投项目。其中，对北京掌阔的 31,200 万元增资款将用于支付北京掌阔收购安沃香港 100% 股权的 52,000 万元收购价款中尚未支付的部分。请你公司：1）仔细对照我会《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》，补充披露本次募集资金总额及用途是否符合我会相关规定。2）补充披露本次交易以发行股份方式购买北京掌阔 52.6315% 股权的 52,000 万元作价中已包含北京掌阔收购安沃香港 100% 股权的收购价款，你公司仍将上述对北京掌阔的增资款视为现金对价的合理性。3）补充披露前次申报材料显示剩余募集资金将用于补充流动资金，与本次申报材料新增两个募投项目的情形是否矛盾，本次交易改变募集资金投向是否构成重大调整，目前已履行的程序是否符合《证券法》及我会相关规定。4）结合募投项目的投资回报，补充披露上述募投项目是否符合经济原则，以及募投项目的必要性，是否履行了相应的备案或审批程序。5）补充披露本次交易收益法评估预测的现金流是否包含募集资金投入带来的收益，以及上市公司在业绩承诺期内对标的资产利润实现情况进行考核时是否单独考虑募集资金的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

5) 预测现金流是否包含募集资金投入带来的收益

经核查，本次评估对交易标的采用收益法评估时，预测现金流中不包括募集配套资金投入带来的收益。

1、本次收益法评估假设是基于标的公司在评估基准日的业务基础和经营能力进行预测，未考虑募集资金投入带来的收益

本次收益法评估的基本假设是以现有业务基础在未来经营期间产生的收益

作为测算依据，以及对行业的市场分析的基础上，根据其经营历史、市场未来的发展等综合情况作出的专业判断，因此，收益预测中不考虑未来不可预见的资本金投入影响。本次评估中涉及对未来年度业务收入的预测增长为企业根据成长及发展需要，在现有财务结构和资本规模下，以经营盈利所得的自有资金投入，不涉及募集资金投入带来的影响。

2、本次交易不以募集配套资金的成功实施为前提，本次配套募集资金成功与否不影响标的公司的评估值

本次交易中发行股份及支付现金购买资产不以发行股份募集配套资金的成功实施为前提，最终发行股份募集配套资金成功与否不影响本次发行股份及支付现金购买资产的实施。未来是否取得募集配套资金尚存在不确定性，因此，本次收益法评估时预测现金流不以募集配套资金的投入为前提，未包含募集配套资金投入带来的收益。

综上，我们认为，本次收益法评估假设是基于标的公司在评估基准日的业务基础和经营能力进行预测，对未来计划投资的项目是考虑自有资金来完成投入，未考虑募集资金投入带来的收益。

4、请你公司：1) 补充披露上海久之润是否已取得所有游戏产品的审批及备案上网运行情况，是否符合相关规定。2) 补充披露上海久之润正在申请中的有关游戏产品前置审批和备案的最新进展情况、预计办毕期限、相关费用承担方式，以及对本次交易和上市公司的具体影响。3) 结合《网络出版服务管理规定》、《关于游戏出版服务管理的通知》等相关规定，补充披露对上海久之润估值、未来生产经营的影响、风险及应对措施。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

3) 结合《网络出版服务管理规定》、《关于游戏出版服务管理的通知》等相关规定，补充披露对上海久之润估值的影响

本次评估预测中预计将在 2016 年 10 月前上线，且截至本反馈意见回复出具

之日，尚未完整取得版号及文化部门备案的游戏如下：

	本次评估盈利预测名称	游戏实际名称
端游	新端游 2-COC(Bandai Namco)	敢达前线指挥官
	劲舞团 3	劲舞团 3
手游	新敢达手游 2 (SD 敢达 Striker)	艾斯蒂敢达强袭战线
	新手游 1 (巅峰英雄)	巅峰英雄
	劲舞团 移动版+劲乐团 手游版	劲舞团手游版
	新手游 3 (Square Enix)	圣剑传说
	新手游 4 (Square Enix)	三国志英歌
	新敢达手游 3 (Bandai Namco)	暂未定名称

以下根据不同假设情况测算上述游戏未能按预期取得版号或完成备案对上海久之润估值的影响：

假设情况一：上海久之润积极办理相关审批备案手续，预计能在 2016 年 10 月 1 日前为目前正在上线及原预测于 2016 年 7 月前上线的移动游戏完成审批及备案程序，不确认 2016 年 7 月-2016 年 9 月移动游戏产品所产生的收入与相应成本；2016 年 10 月至永续期则按照原定发行上线计划开展业务。

单位：万元

原收益法评估值	调整后收益法评估值	收益法评估值变动金额	变动比率
127,047.81	125,091.12	-1,956.69	-1.54%

假设情况二：假设 2016 年至永续期，上海久之润 5%或 10%的预计上线游戏无法通过审批，将上海久之润 2016 年至永续期来源于移动游戏产品的收入及成本同时下降 5%、10%进行测算。

单位：万元

调整比例	原收益法评估值	调整后收益法评估值	收益法评估值变动金额	变动比率
5%	127,047.81	125,151.26	-1,896.55	-1.49%
10%	127,047.81	123,252.34	-3,795.47	-2.99%

在以上情况下，部分游戏办理上线前置审批的进度晚于预期或无法办理的情况对上海久之润整体估值影响较小。

经核查，我们认为《网络出版服务管理规定》与《关于移动游戏出版服务管理的通知》的实施后对上海久之润的业务经营将产生一定影响，主要表现在新游戏产品上线进度可能晚于预期的情况，根据测算，评估预测的部分产品如出现未

能及时完成前置审批或备案的情况对上海久之润整体估值影响较小。

5、申请材料显示，上海久之润主要游戏产品之一为《劲舞团》，2014年、2015年收入占比分别为53.72%、46.35%。上海久之润与《劲舞团》全球发行方YD和游戏开发方T3前次签署的代理权续签协议已于2015年9月30日到期，上海久之润与游戏开发方T3于2014年7月9日直接签署了相关代理协议约定，将《劲舞团》代理运营权延续到2016年9月。假设《劲舞团》在2016年9月30日到期后无法续约，则上海久之润评估值将下降35.98%。请你公司：1）补充披露目前上海久之润与游戏开发方T3是否已就《劲舞团》代理运营权开展了续期准备工作，是否有相关意向协议或合同，并结合目前进展工作，补充披露《劲舞团》代理运营权续期的可行性，是否存在法律障碍。2）就《劲舞团》代理运营权续期可行性及无法续期对上海久之润生产经营和评估值的影响进行重大风险提示。3）补充披露上海久之润其他游戏产品的代理权到期续签的具体情况，办理续期是否存在法律障碍及对本次交易评估值的影响。4）补充披露上海久之润是否存在其他游戏产品代理权到期不能续期的风险及续期失败的补救措施。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

3）补充披露上海久之润其他游戏产品对本次交易评估值的影响。

截至本反馈意见回复出具日，上海久之润已正在运营（含进入不删档测试阶段）的游戏产品代理期限的具体情况如下：

游戏类别	游戏名称	代理到期	状态
端游	劲舞团 Audition	2016年9月	正式商业运营
	机动战士敢达 OL	2018年1月	正式商业运营
	劲舞团 3	2019年5月	不删档测试
	敢达前线指挥官	2019年7月	不删档测试
手游	巅峰英雄	2018年3月	正式商业运营
	SD 敢达战争要塞	2018年7月	不删档测试
页游	SD 敢达大作战	2016年10月	正式商业运营

除《劲舞团》外，处于正常运营状态的游戏仅《SD 敢达大作战》将于6个

月内出现代理到期情况。根据《<SD 敢达大作战>（暂名）许可协议》，“如需更新本协议，必须在本协议期满的 3 个月前，双方开始协商。但是，关于续签本协议一事，久游具有优先交涉权，且当合约金、MG、版权使用费等授权承诺的报酬与第三方条件相同的情况下，有权优先签订二次协议。” 2016 年 7 月，上海久之润已就续约事宜与万代南梦宫开始磋商。

以上游戏中，本次评估预测针对《巅峰英雄》、《SD 敢达战争要塞》2 款游戏的收入预测期间到 2017 年为止，届时 2 款游戏代理权均未到期，是否续签对本次评估预测无影响。《机动战士敢达 OL》、《劲舞团 3》、《敢达前线指挥官》、《SD 敢达大作战》代理权到期后如不能完成续约对评估值有影响。

经测算，若《机动战士敢达 OL》、《劲舞团 3》、《敢达前线指挥官》、《SD 敢达大作战》从不能续约日开始不再预计收入，上海久之润股东全部权益评估值将由原先的 127,047.81 万元下降到 105,245.30 万元，下降比例为 17.16%。

经核查，我们认为《机动战士敢达 OL》、《劲舞团 3》、《敢达前线指挥官》、《SD 敢达大作战》代理权到期后如不能完成续约对评估值有影响。

6、申请材料显示，北京掌阔 2013 年 12 月 5 日取得高新技术企业证书（证书编号 GR201311000803），有效期为三年，按 15% 的税率计缴企业所得税。本次评估假设北京掌阔再 2016 年后可继续获得并享受 15% 的高新技术企业所得税优惠政策。请你公司补充披露北京掌阔高新技术企业所得税优惠的可持续性，相关假设是否存在重大不确定性风险、是否存在法律障碍及对本次交易估值的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

1) 北京掌阔高新技术企业所得税优惠的可持续性

经核查，经过北京市科学技术委员会、北京市财政局、北京市国家税务家和北京市地方税务局批复，北京掌阔被认定为高新技术企业，并于 2013 年 12 月 5 日取得高新技术企业证书（证书编号 GR201311000803），有效期为三年，按 15% 的税率计缴企业所得税。

北京掌阔的高新技术企业资格证书将于 2016 年 12 月 5 日到期。将北京掌阔的实际情况与《高新技术企业认定管理办法》相关规定进行逐项对比分析，北京掌阔各项指标符合高新技术企业认定标准：

高新技术企业认定须同时满足的条件	标的资产的具体情况	是否符合
（一）企业申请认定时须注册成立一年以上	北京掌阔成立于 2010 年 11 月 12 日	是
（二）企业通过自主研发、受让、受赠、并购等方式，获得对其主要产品（服务）在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有权	拥有 2 项外观专利以及对其主要产品（服务）的核心技术拥有 14 项软件著作权。	是
（三）对企业主要产品（服务）发挥核心支持作用的技术属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围	北京掌阔主要业务属于《国家重点支持的高新技术领域》之“电子信息技术”。	是
（四）企业从事研发和相关技术创新活动的科技人员占企业当年职工总数的比例不低于 10%	从事研发和相关技术创新活动的科技人员占北京掌阔职工总数的 32.72%，不低于 10%。	是
（五）企业近三个会计年度（实际经营期不满三年的按实际经营时间计算，下同）的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例符合如下要求：最近一年销售收入在 20,000 万元以上的企业，比例不低于 3%。其中，企业在中国境内发生的研究开发费用总额占全部研究开发费用总额的比例不低于 60%	2013 年、2014 年和 2015 年，北京掌阔研发费分别为 311.47 万元、549.45 万元和 1,648.65 万元，占当期营业收入的比重分别为 4.08%、3.51%和 5.37%，其中在中国境内发生的研究开发费用总额占全部研究开发费用总额的比例为 100%。	是
（六）近一年高新技术产品（服务）收入占企业同期总收入的比例不低于 60%	2015 年高新技术产品（服务）收入占企业同期总收入的比例不低于 60%	是
（七）企业创新能力评价应达到相应要求	具有 2 项外观专利及多项软件著作权，创新能力评价达到《企业创新能力评价指标体系》的要求。	是
（八）企业申请认定前一年内未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为	北京掌阔于 2015 年内未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为。	是

未来北京掌阔将坚持在人才培养、技术研发、科技成果转化等方面加大投入，在移动互联网广告投放领域的领先地位和技术优势，积极贯彻并执行《高新技术企业认定管理办法》相关要求，使北京掌阔持续符合高新技术企业认定标准，预计北京掌阔未来可持续享受高新技术企业所得税优惠政策。

2) 对本次交易估值的影响

假设 2016 年以后北京掌阔所得税的税收优惠不能够持续取得，评估值将会降低 14,745.89 万元，评估值降幅约 14.91%，具体情况如下表所示：

项目	2016 年税率	2016 年以后税率	估值（万元）
高新技术企业资格证书期满后可持续享受税收优惠	15%	15%	98,889.86
不能持续享受税收优惠	15%	25%	84,143.97

经核查后，我们认为在国家相关政策不发生重大变化的情况下，预计北京掌阔能继续享受国家关于高新技术企业的税收优惠政策。如果北京掌阔未来无法继续享受企业所得税优惠政策，预计评估价值将减少 14,745.89 万元。

10、申请材料显示，上海久之润与上海久游主要业务为网络游戏运营和研发，且以端游代理运营为核心，适时适度进行相关网页游戏和移动游戏的研发与运营。请你公司补充披露：1）上海久之润主要游戏产品报告期收入、毛利占比。2）上海久之润主要游戏平台情况、运营数据，以及按平台划分的收入、毛利情况。3）上海久之润报告期与上下游的分成比例、折扣率情况。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、上海久之润主要游戏产品报告期收入、毛利占比

报告期内，上海久之润主要游戏产品收入及占比情况：

单位：万元

类型	游戏名称	2016 年 1-6 月		2015 年度		2014 年度	
		营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
端游	劲舞团	8,318.35	53.46%	18,262.88	46.35%	19,501.85	53.72%
端游	机动战士敢达 OL	2,387.94	15.35%	8,166.68	20.73%	-	-
端游	超级舞者	3,178.29	20.43%	7,111.82	18.05%	6,758.84	18.62%
端游	玄天之剑	1,067.95	6.86%	2,546.05	6.46%	3,235.25	8.91%
端游	SD 敢达 OL	-	-	732.58	1.86%	4,172.74	11.49%
	其他游戏	606.11	3.90%	2,584.24	6.55%	2,634.32	7.26%
	合计	15,558.64	100.00%	39,404.25	100.00%	36,303.00	100.00%

报告期内，上海久之润主要游戏产品毛利及占比情况：

单位：万元

类型	游戏名称	2016 年 1-6 月		2015 年度		2014 年度	
		毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比
端游	劲舞团	4,423.40	47.32%	9,338.10	40.48%	9,244.40	43.96%
端游	机动战士敢达 OL	1,065.63	11.40%	3,632.28	15.74%	-	-
端游	超级舞者	2,725.84	29.16%	6,048.87	26.22%	5,506.51	26.18%
端游	玄天之剑	915.92	9.80%	2,165.51	9.39%	2,635.80	12.53%
端游	SD 敢达 OL			397.47	1.72%	2,160.96	10.28%
	其他游戏	217.58	2.33%	1,487.61	6.45%	1,482.88	7.05%
	合计	9,348.36	100.00%	23,069.85	100.00%	21,030.56	100.00%

二、上海久之润主要游戏平台情况、运营数据，以及按平台划分的收入、毛利情况

报告期内上海久之润旗下端游通过久游网(<http://www.9you.com/>)进行运营，页游在久游网和其他平台均有运营，手游则通过其他平台进行运营。

（一）上海久之润主要游戏平台情况

报告期内，上海久之润的主要游戏包括以下五款端游：《劲舞团》、《机动战士敢达 OL》、《超级舞者》、《SD 敢达 OL》和《玄天之剑》，该五款游戏 2014 年、2015 年和 2016 年上半年营业收入占上海久之润当期收入的比例合计分别为 92.74%、93.44%和 96.10%。

久游网平台报告期内主要运营数据如下：

单位：万人

科目	2014-1 月	2014-2 月	2014-3 月	2014-4 月	2014-5 月	2014-6 月
注册账户	35.07	33.63	35.88	32.32	31.80	42.42
累计注册账户	45,296.45	45,330.08	45,365.96	45,398.28	45,430.07	45,472.49
总充值金额（万元）	4,108.24	3,321.81	3,052.89	3,292.53	3,135.52	3,239.61
付费用户（人）	153,365	156,179	168,782	140,460	145,782	140,490
ARPPU	267.87	212.69	180.88	234.41	215.08	230.59
科目	2014-7 月	2014-8 月	2014-9 月	2014-10 月	2014-11 月	2014-12 月
注册账户	31.58	35.85	29.32	39.01	34.44	28.03
累计注册账户	45,504.07	45,539.92	45,569.24	45,608.25	45,642.69	45,670.72
总充值金额（万元）	3,657.62	3,740.36	3,389.33	3,218.76	4,264.89	4,866.02
付费用户（人）	142,177	141,328	146,126	122,049	118,284	134,787
ARPPU	257.26	264.66	231.95	263.73	360.56	361.02

科目	2015-1 月	2015-2 月	2015-3 月	2015-4 月	2015-5 月	2015-6 月
注册账户	38.09	33.83	35.56	30.50	32.45	31.94
累计注册账户	45,708.80	45,742.63	45,778.19	45,808.69	45,841.14	45,873.08
总充值金额（万元）	3,488.87	4,231.43	3,889.65	4,223.04	3,822.34	3,496.93
付费用户（人）	134,413	128,053	120,477	117,762	113,045	114,534
ARPPU	259.56	330.44	322.85	358.61	338.13	305.32
科目	2015-7 月	2015-8 月	2015-9 月	2015-10 月	2015-11 月	2015-12 月
注册账户	28.49	47.09	67.06	39.66	18.81	18.59
累计注册账户	45,901.58	45,948.66	46,015.72	46,055.38	46,074.19	46,092.78
总充值金额（万元）	4,028.41	3,522.74	3,604.61	3,936.35	3,804.47	3,703.75
付费用户	113,122	116,790	106,619	106,112	98,559	90,965
ARPPU（人）	356.11	301.63	338.08	370.96	386.01	407.16
科目	2016-1 月	2016-2 月	2016-3 月	2016-4 月	2016-5 月	2016-6 月
注册账户	24.95	17.85	21.02	21.95	23.33	23.01
累计注册账户	46,117.73	46,135.57	46,156.59	46,178.54	46,201.86	46,224.87
总充值金额（万元）	3,061.90	3,011.95	3,188.46	3,112.24	3,042.36	3,001.63
付费用户（人）	96,330	88,008	94,093	92,390	90,425	92,218
ARPPU	317.85	342.24	338.86	336.86	336.45	325.49

其中 2015 年 8 月至 9 月期间，为纪念《劲舞团》上线十周年，上海久之润开展了丰富的老玩家召回与推广活动，注册用户数较相邻月份增长较大。

（三）按平台划分的收入、毛利情况

报告期上海久之润按平台划分的收入如下：

单位：万元

平台名称	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
久游网	15,383.58	38,962.59	35,630.09
PPS/爱奇艺		0.71	136.13
百度多酷		0.22	10.29
360	1.33	1.09	99.20
联想			0.29
UC		0.47	12.79
小米		0.51	6.27
豌豆荚		0.24	16.26
4399		1.53	1.89
博瑞		0.03	12.05
当乐		0.01	0.08
苹果	0.09	0.99	4.77
陌陌		4.24	46.36
瓦力		0.44	

平台名称	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
广滚			0.75
悠然			0.58
178		0.32	
511 玩	0.19	0.07	0.36
844a	0.47		0.26
86joy	0.01	4.44	
e 侠网			0.03
百度	0.07	25.33	20.70
汇畅	0.11	10.74	21.83
起点	5.66		
溪谷	0.27	3.13	
新浪	0.03	1.32	1.55
迅雷		0.63	
易乐游		0.21	0.31
扑家吧	0.15		
179	1.60		
2133	0.03		
移动 SP		17.17	41.89
其他	165.03	367.80	238.27
合 计	15,558.64	39,404.25	36,303.00

上海久之润收入主要来源为久游网，2014 年、2015 年、2016 年 1-6 月分别占总收入的比例分别为 98.15%、98.88%、98.87%，其他平台收入基本为按照分成取得的收入，报告期内收入、毛利贡献较小，故未按照毛利分析。

三、上海久之润报告期与上下游的分成比例、折扣率情况

（一）报告期内游戏产品上游分成比例

报告期内，上海久之润代理运营的游戏产品与上游授权方分成情况如下：

游戏名称	游戏提供商名称	合同约定分成比例 (上海久之润获得部分)
端游 1	授权方 A	75%
端游 2	授权方 B	70%
端游 3	授权方 C	75%
端游 4	授权方 D	76.5%
端游 5	授权方 E	28%
手游 1	授权方 F	40%
手游 2	授权方 G	65%
手游 3	授权方 H	50%

游戏名称	游戏提供商名称	合同约定分成比例 (上海久之润获得部分)
手游 4	授权方 I	50%
手游 5	授权方 J	50%
手游 6	授权方 K	0% (月充值 0-50 万元) 50% (月充值 51-100 万元) 70% (月充值大于 100 万元)
页游 1	授权方 L	70%
页游 2	授权方 M	75%

(二) 报告期内游戏产品下游分成比例

报告期内，上海久之润代理的端游均在久游网运营，不存在与下游分成的情况，手游和页游与其他运营平台的分成比例情况如下：

游戏名称	运营平台名称	合同约定分成比例 (上海久之润获得部分)
手游 1	安卓——平台 A	50%
	安卓——平台 B	50%
	安卓——平台 C	50%
	安卓——平台 D	50%
	安卓——平台 E	50%
	安卓——平台 F	50%
	安卓——平台 G	50%
	安卓——平台 H	50%
	安卓——平台 I	50%
	安卓——平台 J	50%
	Apple Store	70%
手游 2	安卓——平台 A	95%
	安卓——平台 B	50%
手游 3	Apple Store	70%
	安卓——平台 A	95%
	安卓——平台 B	50%
手游 4	Apple Store	70%
手游 5	安卓——平台 A	95%
	安卓——平台 B	50%
	安卓——平台 C	50%
	安卓——平台 D	50%
	安卓——平台 E	50%
	安卓——平台 F	50%
手游 6	Apple Store	70%
页游 1	平台 A	30%

游戏名称	运营平台名称	合同约定分成比例 (上海久之润获得部分)
	平台 B	30%
	平台 C	30%
	平台 D	30%
	平台 E	30%
	平台 F	30%
	平台 G	30%

(三) 报告期内游戏产品下游折扣率

用户可以选择通过不同渠道进行充值行为，上海久之润对不同渠道有差异化的折扣率安排，报告期内最新情况如下：

渠道类型	折扣率	相关说明
Esales	90%	
实物卡	90%	
信用支付	90%	
盛付通支付	87%	
久游虚拟卡	80%-91%	根据不同地域有所区分
汇畅 M818 直充	83%	
声讯卡密	92%	
声讯直充	92%	

经核查，我们认为报告期内上海久之润的主要游戏包括以下五款端游：《劲舞团》、《机动战士敢达 OL》、《超级舞者》、《SD 敢达 OL》和《玄天之剑》，2014 年、2015 年和 2016 年上半年，该五款游戏营业收入合计分别为 92.74%、93.44% 和 96.10%，毛利合计占比分别为 92.95%、93.55%和 97.68%；上海久之润收入主要来源为久游网，其他平台收入占比较低、毛利贡献较小；游戏产品与上下游的分成比例、折扣率符合其实际情况。

11、请你公司结合产品研发和运营经验、人才和团队情况、主要游戏产品生命周期、客户忠诚度、新产品上线盈利可行性、市场竞争状况等，补充披露上海久之润未来持续盈利的稳定性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、研发和运营经验

上海久之润拥有在中国网络游戏领域相对悠久的发展历史，经营团队成员为上海久游初创时期精英团队的核心成员。经历了十二年来国内单机游戏、网络客户端游戏、网页游戏的起伏兴衰后，上海久之润经营团队对于中国的游戏行业理解愈加深刻。作为中国最早的成功引进国外游戏版权，且成功运营近十年还经久不衰的公司之一，上海久之润发端于纯游戏代理，随后推行大规模自主研发，并获得阶段性成功，推出了诸如运营已超过十年，曾被评为金翎奖最受喜爱十大网络游戏的《超级舞者》，以及《玄天之剑》、《流星蝴蝶剑》等多款成功的端游，接着回归到以代理为主、研发为辅的战略方案。上海久之润管理层对于整个国内游戏行业拥有深入的认知，能够在充分了解自身优劣势的前提下，把握机会创新发展，有利于未来核心业务稳定健康的发展。

目前，端游市场已进入稳定发展阶段，端游由于其游戏品质、系统性、复杂性处于领先，能够实现页游与手游难以呈现的画面质量和操作效果，考虑到对游戏品质有明确要求的资深玩家付费意愿与付费能力通常更强，端游市场在未来长时间内也依然会获得相当数量玩家、以及资本的支持。

在成功运营了《劲舞团》、《超级舞者》、《玄天之剑》、《敢达》系列端游的基础上，上海久之润将继续坚持以优质端游代理运营作为长期的核心发展战略。与此同时，现阶段手游对端游市场规模所造成的冲击也是不容忽视的，将手游纳入上海久之润的游戏产品线也是顺势而为。在对非客户端类网络游戏的引入/研发过程中，上海久之润长期浸淫中国端游市场，具备深厚端游研发与运营经验，将呈现较强的竞争优势：在新移动游戏研发与运营的过程中，上海久之润能够充分借鉴过往端游产品的成功策划经验，以及积累的大量竞技休闲类用户资源和游戏数据带来在用户需求理解上的优势。

以上海久之润拟上线游戏《劲舞团手游版》为例说明，上海久之润依靠长期以来积累的音舞游戏的运营经验，如何能够更好满足玩家需求从而确保盈利稳定性。《劲舞团手游版》作为一款音舞游戏，游戏策划的核心元素包括：歌曲库、舞步呈现以及打击感等。

首先，歌曲库选择需要贴近用户需求。手机游戏受限于安装包的容量大小，

存于本地的歌曲数目势必无法与端游客户端相比。在版权商多达上万首的曲库中，游戏策划团队根据历史运营数据以及最新市场调研结果，曲目挑选以节奏感强，旋律欢快为主，保留了《劲舞团》运营十年以来的经典曲目，过去十年当红歌星的主打歌，并最终确定不同语种（日韩/中文/英文/电子）的歌曲比例。

其次，舞步设计注重专业度。全球街舞文化发展日新月异，音舞游戏在各类舞种舞步的设计上也需要与时俱进。游戏策划团队特邀国际顶级街舞导师捕捉一系列街舞基础动作，针对歌曲的特点进行编舞，部分歌曲如《江南 style》已经实现完全还原原版舞步。除了与节拍一致，舞步也需要与歌曲本身的感觉匹配，考虑到不同组动作的连接以及摄像机镜头切换的流畅度，全套舞步设计的专业性非常强。

最后，打击感设计符合玩家期待。相比《劲舞团》端游能够通过连续控制键盘上的方向键以及最终判定点出现时按下空格所带来的愉悦体验，手机上只能用一到两根手指进行方向键的控制，且一个 4 拍或者 8 拍能出现的方向数也是有极限的，因此谱面的合理设计成为了关键。游戏研发团队针对每一首歌的背景音乐，分别研究不同难度下谱面的按键理论极限，在困难模式下设定了略超出历史数据下最高水平玩家的手速极限。同时为照顾接触音舞类游戏较少的手机游戏用户，降低了完美按键判定，并引入超级完美按键判定，以此满足高级别玩家的需求。

二、人才和团队情况

（一）运营团队设置

上海久之润下设产品运营中心，包括产品管理部、媒体营销部、技术运营部、渠道发展部和海外业务部，各部门职能清晰、相互支撑。

技术运营部主要负责久游网平台和游戏项目的稳定运行、各产品运营数据的查询与分析、IDC 机房服务器架设及维护、网络和安全状态的监控分析和公司网站与宣传需求的美工设计。

产品管理部主要负责项目运营目标制定并引领整体运营计划，全程参与研发、测试、运营、维护、分析、市场环节，协调各支持部门按计划执行。

海外事业部主要负责开拓新的海外业务合作伙伴，定期汇总海外游戏公司最

新动向，定期参加海外游戏展会。

渠道发展部主要负责对现有渠道的建设、维护、更新、管理，新渠道的开拓，以及对可利用广告媒体资源和异业合作资源的调查、整理、备案、洽谈等。

媒体营销部主要负责效果营销媒体库的建立、重点项目的效果类推广、媒体活动信息发布、网站合作及联运。

（二）运营团队人员情况

截至 2016 年 6 月 30 日，上海久之润总员工人数为 319 人，其中大学本科及以上学历 115 人，占比 36.05%。运营团队核心人员情况如下：

陈旻，技术运营部负责人，2003 年 8 月加入上海久游，拥有丰富的产品运营和管理经验，1998 年至 2003 年期间任职中国最早、最优秀的 IT 及消费电子产品的主流资讯平台 PCHOME 的信息技术经理，是 CCNA 思科认证网络工程师、TurboLinux 认证工程师、TurboLinux 认证教师，国际英语专业八级，日语三级。

许根铭，产品管理部负责人，2004 年 11 月加入上海久游，先后从产品经理任至产品总监，经历了如《劲舞团》、《SD 敢达 OL》等多款成功产品，带领团队人员不断壮大至 80 人，拥有丰富的海外代理产品本地运营经验；2009 年至 2011 年期间，任职于渡口网络，负责轩辕剑的引入及产品运营工作；2011 年至 2013 年期间，任职于骏梦游戏，涉足网页游戏领域，负责运营的自主研发产品《小小忍者》、《萌三国》大获成功；2014 年 9 月再度加入上海久游，目前主要负责敢达产品线全线运营工作。

韩俊，渠道发展部负责人，2003 年 11 月加入上海久游，负责制定整体渠道营销计划，拓展销售渠道，并逐步完善分销体制及规划符合阶段发展的渠道策略，策划、建立了多套服务应用系统，包括 BTOB 代理销售系统、IP 数据管理系统、卡自助管理系统等。

蔡尚豪，海外事业部负责人，2008 年 10 月加入上海久游，负责海外产品推广工作，曾先后任职于 Level9 Pte Ltd，Netgame-Asia 和 10Tacle Studios Pte Ltd，分别担任营业经理（管理网络游戏产品部和客服部）以及创意媒体总监（推荐/实行产品营业及客服计划方案，管理产品测试和内测报告），有丰富的海外工作

经验。

郑蕾，媒体营销部负责人，2015 年 5 月入职上海久之润，2012 年到 2015 年曾任职欢聚时代营销中心总监兼执行副总裁项目助理，负责多玩及 YY 对外游戏及品牌广告销售的合作策略、媒体广告资源开拓、广告新产品开发和部分产品项目的支持；2007 年到 2012 年曾任职腾讯，前期负责华东区广告销售策略及华东区销售商机市场开拓，后期负责腾讯视频企业端市场宣传。

三、主要游戏产品生命周期

截至本次反馈意见回复出具之日，上海久之润处于运营状态的主要游戏产品包括 8 款端游、1 款页游、2 款手游。

（一）客户端网络游戏

截至 2016 年 6 月底，上海久之润主要客户端网络游戏的平均运营时间为 6.25 年（未含处于不删档测试阶段的《劲舞团 3》和《敢达前线指挥官》），其中《劲舞团》、《超级舞者》两款经典产品的运营时间已经超过 10 年。虽然上海久之润主要客户端网络游戏均已进入稳定期，但得益于庞大的玩家基数以及较为稳定的核心玩家群体，对存量用户消费潜能的持续挖掘，并持续导入新增用户，使得游戏流水保持了长期的稳定性。未来通过针对性的营销推广活动以及持续及时的版本更新，上述进入稳定期的产品依然能够带来持续的收入。

游戏名称	上线时间	截至 2016 年 6 月运营周期
劲舞团	2005 年 7 月	10.92 年
机动战士敢达 OL	2015 年 1 月	1.42 年
超级舞者	2005 年 12 月	10.5 年
玄天之剑	2012 年 9 月	3.75 年
流星蝴蝶剑	2011 年 12 月	4.5 年
GT 劲舞团 2	2010 年 1 月	6.42 年
劲舞团 3	2016 年 5 月	-
敢达前线指挥官	2016 年 7 月	-
平均值		6.25 年

从 2015 年上线的游戏来看，上海久之润继续坚持强 IP 与精品化的端游战略。基于知名 IP 开发的游戏，能够迅速找到广泛的目标群体完成用户导入，而且用

户对于强 IP 具有很高的忠诚度，结合游戏资料片和新版本的推出，能够更加有效的延长游戏的生命周期。与知名 IP 绑定的游戏的生命周期会普遍高于其他游戏产品，能够为上海久之润未来盈利的稳定性提供保障。

（二）移动网络游戏

移动网络游戏的生命周期通常为 6 到 18 个月，个别优秀的手游生命周期可达 36 个月甚至更长。

上海久之润处于运营状态的手游产品为 2016 年 3 月上线的《巅峰英雄》和 2016 年 7 月进入不删档测试的《SD 敢达战争要塞》，另有《艾斯蒂敢达强袭战线》和《劲舞团手游版》两款手游已进入删档测试阶段，尤其是作为经典端游移植手游又一典型代表《劲舞团手游版》将携手网易进行发行推广，同时受益于丰富的端游研发及运营经验，上海久之润在该领域的业绩增长值得期待。

游戏名称	上线时间	截至 2016 年 6 月运营周期
巅峰英雄	2016 年 3 月	0.25 年
SD 敢达战争要塞	2016 年 7 月	-

（三）网页游戏

上海久之润的主要游戏产品中《SD 敢达大作战》为网页游戏，截至 2016 年 6 月，该产品已上线 1.67 年。由于上海久之润产品线中页游占比较小，其盈利情况对上海久之润整体盈利影响较小。

游戏名称	上线时间	截至 2016 年 6 月运营周期
SD 敢达大作战	2014 年 10 月	1.67 年

四、客户忠诚度

网络游戏行业发展到现阶段，付费设计与游戏内容基本已实现完全分离，相比基于流量的广告投放、二次引流等间接收费方式，用户的直接消费行为依然被游戏企业视为最为核心的盈利点。因此关于用户忠诚度的分析将主要集中在付费用户。

截至 2016 年 6 月 30 日，上海久之润的主要游戏包括：《劲舞团》、《机动战士敢达 OL》、《超级舞者》和《玄天之剑》，该等游戏营业收入占 2016 年 1 至 6

月上海久之润收入的比例为 96.10%。针对该四款游戏,通过追踪充值金额前 3000 名用户在报告期内的充值持续性,并对最新一期前 100 用户的注册时间进行测算,以此检验主要游戏的客户忠诚度情况。

报告期内,上海久之润主要游戏充值金额前 3000 名的用户,在不同年份之间的重复情况如下表:

游戏名称	重复用户	2014 2015	2014 2016	2015 2016	2014 2015 2016
劲舞团	用户数	727	348	708	252
	占比	24.23%	11.60%	23.60%	8.40%
超级舞者	用户数	539	262	592	155
	占比	17.97%	8.73%	19.73%	5.17%
机动战士敢达 OL	用户数	-	-	1086	-
	占比	-	-	36.20%	-
玄天之剑	用户数	275	122	277	42
	占比	9.17%	4.07%	9.23%	1.40%

上海久之润四款主要游戏的充值前 3000 名用户在报告期内不同年份之间的重复率较高,说明核心充值用户的付费持续性较强。其中,《劲舞团》作为已经运营超过十年,营收占比依然最高的游戏,2014 年与 2015 年充值金额前 3000 名用户中重复用户占比达到 24.23%,2014 年与 2016 年重复用户占比达到 11.60%,2014 年与 2015 年与 2016 年重复用户占比达到 8.40%,均为四款游戏中最高;2015 年 2 月上线的《机动战士敢达 OL》,2015 年与 2016 年重复用户占比为四款游戏中最高的 36.20%。

截至 2016 年 6 月 30 日,上海久之润四款主要游戏充值金额前 100 名用户,在久游网平台注册时间分布情况如下:

游戏名称	3 个月以内	3-6 个月	6 个月-1 年	1-3 年	3-5 年	5-10 年	均值(年)
劲舞团	2	5	9	36	14	34	3.60
机动战士敢达 OL	2	7	8	33	2	48	4.13
超级舞者	6	11	11	27	16	29	3.36
玄天之剑	8	14	12	31	35	0	1.96

上海久之润四款主要游戏充值金额前 100 用户的注册时间较长,充值金额前

100 用户的注册时间平均值最低的《玄天之剑》也接近两年。同时，2015 年 2 月上线的《机动战士敢达 OL》充值金额前 100 用户的注册时间平均值为 4.13 年，超过上线后至今的游戏运营周期，说明玩家对上海久之润整个游戏平台及游戏整体品质的认可。

上海久之润针对旗下各游戏玩法的核心属性，实施合理的运营计划，保证玩家持久消费，保障了客户忠诚度。同时，上海久之润注重提升老用户的游戏体验，挖掘存量用户的消费潜能，保持游戏流水长期的稳定性，最大程度延长游戏生命周期。

五、新产品、储备产品未来上线盈利可行性

对于新产品以及储备产品，上海久之润主要从以下方面确保上线后实现盈利：

（一）产品具有 IP 优势

1、经典端游平台移植

2015 年移动游戏市场产品种类迅速丰富，不同品类之间、同一品类之间的竞争愈演愈烈，总体来说目前移动游戏策划已经逐步进入强调内容深度、社交属性的阶段，在这一趋势下，具有深厚端游研发及运营经验的公司将逐渐显现出竞争优势。大量游戏厂商开始利用客户端网络游戏领域的优质 IP 进行移动端网络游戏的开发，从客户端游戏移植，游戏内容和游戏运营方面的优势将得到保障，部分海内外优质端游 IP 在移动网游化之后已经取得了良好市场表现：

端游名称	手游名称	相关公司
梦幻西游	梦幻西游	网易
植物大战僵尸	植物大战僵尸 2	PopCap
奇迹 MU	全民奇迹	天马时空
热血传奇	热血传奇	盛大游戏
天龙八部	天龙八部	北京畅游
征途	征途	巨人网络

上海久之润旗下劲舞团系列游戏，是有着广泛影响力的优质 IP。《劲舞团》作为一款老牌休闲竞技类网游，自主运营已超过十年，最高同时在线人数超过

78 万人，取得良好的市场口碑，收获了玩家的广泛认同，同时考虑到上海久之润深厚的端游研发与运营经验，《劲舞团》系列游戏具备平台移植成功的基础，从而增强上海久之润整体的盈利稳定性。

2、聚焦经典二次元 IP 游戏

二次元 IP 游戏主要指针对喜爱 ACGN 作品的二次元用户开发或引进的游戏，基本以手游为主，背靠 IP 具体可以分为四类，第一类是基于以日本为主的海外动漫 IP 改编，如《航海王启航》、《灌篮高手》等；第二类是基于国产动漫 IP 改编，如《十万个冷笑话》、《我叫 MTonline》等；第三类是以日本为主的海外原创 IP，如《扩散性百万亚瑟王》；第四类是国内原创 IP，如《暖暖环游世界》。游戏品牌的作用跟 IP 品牌的作用融为一体，用户对于 IP 的喜爱会自然转移到游戏上来。

长期以来，上海久之润同日韩的 IP 授权公司/游戏公司的保持着良好、紧密的合作关系，在日本、韩国的产品版权引进方面，有着独特竞争优势。如目前上海久之润储备产品之一机动战士敢达，其 IP 为日本科幻机械类动画的典型代表——机动战士敢达。机动战士敢达系列动画片自 1979 年登场以来，已成为日本动画作品中最著名、最经久不衰、最庞大、也是盈利最高的系列。《机动战士高达 0079》、《宇宙战舰大和号》、《EVA》并称为日本科幻动画的 3 大里程碑，包括连续剧、电影、OVA 在内有 50 多部系列产品，并在亚洲地区拥有大量的粉丝；上海久之润储备的其他 IP 包括圣剑传说系列、三国志系列、红莲之王系列也都是在日系漫画、游戏和影视方面有着广泛受众与支持者的优质 IP，优质的 IP 能够更加快速有效地聚集忠实用户，有利于减少市场投放成本。

随着影视、文学与游戏三位一体的跨界联动玩法日益普遍化，对强 IP 形成有效的跨界捆绑，有利于公司持续推出精品化的游戏并实现较稳定的盈利水平。

（二）聚焦游戏精品

上海久之润在全游戏产业链的合作方挑选上，坚持优选知名合作方，保障产品在研发以及发行上的质量，以此提升游戏产品未来盈利的可行性。

1、境外合作方

开发商方面，上海久之润代理游戏的合作方 T3、万代南梦宫以及史克威尔艾尼克斯均是在业界有着广泛认同的知名开发商，其游戏代表作品及衍生作品均具备向移动端移植的空间。

T3，韩国著名游戏研发商，通过研发劲舞团系列游戏进入一级梯队，以研发劲舞团、霸王等休闲游戏为主，是亚洲地区知名的音舞类和休闲类游戏开发商，在韩国乃至亚洲游戏公司中具有很高的知名度，其《AUDITION》系列产品在大陆、台湾、香港、东南亚地区都有广泛的用户基础，并持续运营 10 年以上。

万代南梦宫，由日本著名游戏品牌公司南梦宫（Namco）以及全日本最大的综合性娱乐公司万代（BANDAI）2 家公司合并而成，是日本电子游戏业界仅次于任天堂以及 SEGA-SAMMY 集团的第三大企业，其中南梦宫作为日本游戏产业的支柱企业之一，在全娱乐平台上都出版过人气很高的电子游戏。

史克威尔艾尼克斯，由史克威尔和艾尼克斯两家老牌日本游戏制作公司合并而来，两家公司分别研发出日本国民级的最终幻想系列和勇者斗恶龙系列而闻名于世。

上海久之润境外合作方	代表作品
T3	劲舞团系列、霸王等
万代南梦宫	敢达系列、吃豆人、太鼓达人系列、坦克大战、皇牌空战、山脊赛车、超级机器人大战系列、铁拳系列、异度传说等
史克威尔艾尼克斯	勇者斗恶龙系列、最终幻想系列、圣剑传说系列、王国之心系列、古墓丽影 9 以后系列、魔力宝贝、扩散性百万亚瑟王等

2、境内合作方

游戏产品《艾斯蒂敢达强袭战线》的外包研发商为上海沃煌信息技术有限公司，是业内知名的手机游戏研发和发行公司，上海沃煌主要产品有：《Armorslays 机甲格斗》——发行于 IOS 的动作格斗手机游戏，曾经于全球十三个国家同类型游戏榜单中排名第一位；《果宝三国》——以国产动画《果宝特攻 3》为原型打造，是一款动作角色扮演类游戏，月流水过千万，夺得金鹏奖在内等数个业界大奖；《快乐酷宝》——由联通沃商店独家发行，根据央视风靡全国的热门动画片改编的同名手机游戏，是一款可以体验原汁原味动画剧情的跑酷游戏；《机战王》——蓝弧旗下五大人气动漫《超兽武装》、《钢铁飞龙》、《果宝特攻》、《快乐

酷宝》和《武战道》正版授权改编，“高达之父”大河原邦男亲自参与机甲设计，乐逗游戏独代发行，大河原邦男亲制游戏 CG 宣传片，是一款风靡全国的 ARPG 游戏，月收入千万级别，获多家渠道联合推荐。

《圣剑传说》的外包研发商为武汉规角科技有限公司，负责日本知名主机游戏《真三国无双》正版授权的二次开发手游、《三国无双 ARPG》技术开发。

在手游的联合营运合作方的选择上，《劲舞团手机版》则选择了网易公司。网易公司自主研发了《梦幻西游 2》、《大话西游 2》、《天下 3》、《乱斗西游》、《梦幻西游手游》等几十款倍受玩家喜爱的热门端游和手游，更独家代理了《魔兽世界》、《炉石传说》和《守望先锋》等多款风靡全球的游戏，是全球领先的游戏开发与发行公司。

（三）完善的本地化支持

上海久之润长期浸淫中国游戏市场，积累了大量竞技休闲类用户资源和游戏数据，对流行玩法趋势、产品参数设置、消费习惯变化都有深刻的认识，对于国内用户需求有着完整而深入的理解。考虑到拟引入产品多为境外开发商作品，本地化研发改进也是游戏的重要环节。在正式上线运营之前的相关活动，上海久之润内部会经历小规模测试、技术测试、小规模用户测试、压力测试，大规模的删档测试，更大规模的不删档测试，确认市场反应较好后进行公开测试，每一轮测试都会经过严格的内部评审才能继续，有效地保证了上线游戏的品质。在测试的过程中，会不断针对用户的反馈，特别是获得授权产品的本地化开发调整，更好适应国内玩家。

对于已经上线的游戏产品，上海久之润将持续进行跟踪，利用公司内部的数据挖掘分析，找出优化产品的环节，并不断进行完善以提升品质，避免之后上线游戏失败。对于运营后严重未达到内部要求的游戏，将进行重大版本调整、控制推广预算或下线停运等措施，避免造成更大的损失。

（四）优秀的策划经营能力

游戏产品捆绑 IP 在用户获取阶段贡献最大，IP 自带的粉丝效应能够有效降低用户获取成本，但是如何最大化 IP 对游戏流水的贡献还需要从游戏本身玩法、

宣传渠道、版权方监修等多维度营造协同效应。

在经历了十二年来国内单机游戏、网络客户端游戏、网页游戏的起伏兴衰后，上海久之润经营团队对于中国的游戏行业有独特而深刻的理解。在产品的设计初期，能够根据 IP 独有的特性优势，在游戏核心玩法的设定上，平衡当下流行趋势与粉丝玩家的需求，最大限度完成与 IP 的匹配，从而赢得最广泛玩家的认可；渠道推广阶段，发挥与渠道推广伙伴以及相关平台长期合作建立的良好合作关系，进行精细化运营，相对直接地找到契合 IP 的用户；在产品研发与更新过程中，凭借多年来与优秀研发商/版权商的沟通经验，更加顺畅地完成与版权方监修的合作，保证游戏产品与 IP 原形的统一，稳步提升产品品质，最终保障新产品、储备产品未来上线盈利可行性。

六、市场竞争状况

（一）上海久之润在客户端游戏领域的市场竞争地位

根据易观智库发布的相关数据，国内端游市场已处于长期稳定状态，主要参与者市场份额基本不变，腾讯、网易、盛大游戏、畅游、完美世界、巨人网络等领头羊依靠自身积累的用户基础及强大的研发能力，在端游市场的优势地位难以撼动。

随着行业增速逐步放缓，用户对于产品的质量诉求不断提高。因此，上海久之润在端游产品的选择上，上海久之润坚持聚焦经典 IP 游戏的精品化策略，产品多定位于品质高，生命周期长，付费转换高的精品游戏。上海久之润通过优选端游行业具备优秀技术实力的研发商，结合自身成功的本地营运经验，以及经典 IP 天然的用户基础，在细分用户市场的刚需基础上吸引增量用户、赢得加速发展后继动力。

凭借各方面的优势，上海久之润 2015 年推出的端游《机动战士敢达 OL》在 2015 年第十届金翎奖的评选中，与《热血传奇》、《使命召唤在线》、《魔兽世界》和《征途 2》并列“玩家最喜爱的网络游戏”。

（二）上海久之润在移动游戏领域的市场竞争地位

上海久之润从 2015 年开始，高度重视该细分市场的发展机遇，牵手网易，

进行了对经典音乐类端游《劲舞团》向移动游戏平台移植的战略合作。

在这一过程中，上海久之润能够充分借鉴过往端游产品的成功策划经验，以及积累的大量竞技休闲类用户资源和游戏数据带来在用户需求理解上的优势。根据艾瑞咨询发布的《2016 年中国移动行业研究报告》显示，通过对中国应用商店、手机助手等榜单监测数据统计，音乐类游戏在半年和全年的游戏榜单里留存情况表现最好。《劲舞团手游版》具备在当前手游市场竞争环境下获得良好表现的基础。

同时，目前上海久之润整体储备产品紧密围绕经典二次元 IP 游戏，随着影视、文学与游戏三位一体的跨界联动玩法日益普遍化，对强 IP 形成有效的跨界捆绑，有利于公司持续推出精品化的游戏并实现较稳定的盈利水平。

经核查，我们认为：基于上海久之润丰富的运营经验、优秀的人才团队及游戏产品的运营情况等因素，上海久之润未来持续盈利具有稳定性。

12、申请材料显示，北京掌阔前次评估（以 2015 年 6 月 30 日为基准日）预测 2015 年收入为 45,034.3 万元，实际实现的收入低于预测值，预测 2015 年收入增长率为 173.03%，实际增长率为 105.04%。本次评估（以 2015 年 12 月 31 日为基准日）预测北京掌阔 2016 年及以后的收入增长率高于前次评估。其中，2015 年品牌广告实际实现收入较前次评估预测值低 2,060.46 万元，而本次评估预测的北京掌阔 2016 年及以后年度品牌广告收入较前次评估值更高。请你公司补充披露：1）北京掌阔 2015 年实际业绩与评估预测业绩的差异情况及差异原因，目前相关影响因素是否已消除，本次评估是否考虑了上述因素。2）本次交易预测的北京掌阔未来年度收入增长率、品牌广告收入高于前次评估的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

1）北京掌阔 2015 年实际业绩与评估预测业绩的差异情况及差异原因，

经核查：北京掌阔前次评估（以 2015 年 6 月 30 日为基准日）预测 2015 年收入为 45,034.3 万元，实际实现的收入 44,550.95 万元。完成率为 98.93%，基本

完成了预测的收入，前次评估预测 2015 年净利润 2,878.47 万元，实际完成扣非后净利润 3,127.49 万元。实际业绩与评估预测业绩的不存在重大差异，在合理的范围之内。

2) 本次交易预测的北京掌阔未来年度收入增长率、品牌广告收入高于前次评估的依据及合理性。

(1)经核查，本次交易预测的北京掌阔未来年度收入增长率高于前次评估的。

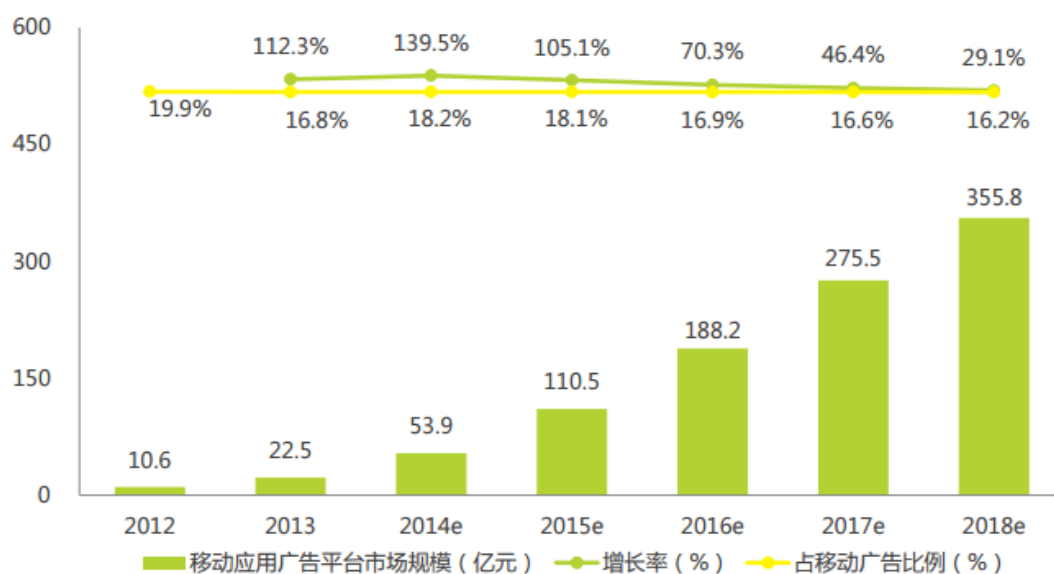
单位：万元

项目/年度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
本次营业收入预测	70,388.53	90,264.30	113,053.80	139,396.81	170,630.25
前次收入预测	70,229.77	90,339.53	110,115.52	138,773.16	166,109.71
差异	158.76	-75.23	2,938.28	623.65	4,520.54
差异率	0.23%	-0.08%	2.67%	0.45%	2.72%

结合两次评估的数据，本次评估中北京掌阔未来年度收入增长率与前次评估中的未来年度收入增长率不存在重大差异。北京掌阔目前正处于业务快速发展期，从业务拓展、合同执行情况来看，2016 年的营业收入仍可保持高速增长；2017 年起，北京掌阔广告将进入稳定增长期，其营业收入增长将逐步降至行业平均水平。北京掌阔的上述预测的未来营业收入增长情况符合企业发展趋势。

此外，受益于整个移动互联网行业的高速发展，移动互联网广告业务也进入了跨越式发展时期。艾瑞咨询预测，移动应用广告平台总体规模将于 2016 年达到 188.2 亿元，较 2015 年增长 70.3%；于 2017 年达到 275.5 亿，较 2016 年增长 46.6%；于 2018 年达到 355.8 亿元，较 2017 年增长 29.1%。我国移动互联网广告市场在未来几年内仍将处于高速发展状态。

2012-2018年中国移动应用广告平台市场规模



资料来源：艾瑞咨询

本次交易预测的北京掌阔未来年度收入增长率略高于前次，主要系北京掌阔本次的收入预测根据 2015 年的实际经营情况及行业市场的变化进行了一些小的调整所致，具有合理性。

(2) 本次的品牌广告收入高于前次评估具体情况如下：

前次评估收入预测如下：

单位：万元

项目/年度	2015 年 7-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
行业广告	5,065.39	16,724.33	19,121.59	21,360.24	23,496.27	24,906.04
品牌广告	22,053.46	48,226.85	64,519.25	79,287.80	103,074.14	127,811.93
海外广告	1,327.60	4,957.27	6,335.87	9,085.82	11,811.57	12,992.73
其他	100.84	321.32	362.81	381.66	391.19	399.01
营业收入合计	28,547.29	70,229.77	90,339.53	110,115.52	138,773.16	166,109.71

本次评估收入预测如下：

单位：万元

项目/年度	2015 年 7-12 月 (实际完成)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
行业广告	6,091.58	12,026.99	14,432.38	16,597.24	19,086.83	21,949.85
品牌广告	19,993.00	54,732.85	71,152.70	91,075.46	114,390.77	142,187.73
海外广告	1,758.48	3,374.80	4,387.24	5,045.32	5,549.86	6,104.84

其他	220.78	253.9	291.98	335.78	369.36	387.82
营业收入合计	28,063.84	70,388.53	90,264.30	113,053.80	139,396.81	170,630.25

品牌广告业务指的是北京掌阔依托于安沃移动广告平台，和品牌营销策划能力，为品牌客户进行移动广告需求收集、方案策划、广告投放、广告优化和结案总结的移动营销服务。

行业广告业务指的是北京掌阔依托于安沃移动广告平台，为行业客户进行移动广告需求收集、方案策划、广告投放、广告优化和结案总结的移动营销服务。行业客户特指移动互联网行业内的客户，如游戏、电商、工具类 App 客户。常见的推广目标为 App 下载。

品牌广告业务及行业广告业务都是广告业务收入，是业务核算口径进行划分的，北京掌阔在会计核算中并未区分。品牌广告实际实现收入较前次评估预测值低 2,060.46 万元，主要因素是 2015 年下半年，公司为做大做强品牌广告业务，提高全公司的资源利用能力，优化部门结构和人员配置，对原各个子公司及本部的品牌广告部门进行了大规模的整合，在整合期间因内部调整导致对品牌广告的业务收入有一定影响。截止 2015 年年底，相关整合已全部完成。

虽然，2015 年品牌广告的收入没有达到预测，但是差异不大。就整个行业发展而言，品牌广告客户是移动广告市场未来几年的重要增长方向，占移动广告市场的主要份额。品牌广告客户选择移动广告合作方主要考虑的因素是合作方的行业排名、整案能力（策略、创意和媒介的整合）、资源价格水平、投放执行能力、数据报告优化能力等多个方面。北京掌阔在这些方面有比较明显的行业优势。而且经过 2015 年下半年的内部整合调整后，公司的各项资源能得到合理的利用，管理也将更加有效，对未来品牌广告业务的发展有积极的促进作用。所以本次品牌广告收入 2016 年略高于了前次评估预测的收入。而 2015 行业广告受到市场积分墙业务的影响较 2014 年有一定下降：经公司采取了相关措施后，经营情况明显好转。虽然行业广告收入 2015 年高于了前次评估预测的收入，但是基于市场环境及行业广告业务广告主的业务的影响，在本次预测较上次预测调低了行业广告的收入。本次评估预测的北京掌阔未来年度品牌广告收入高于前次评估，行业广告业务收入低于前次评估，整体收入水平无重大变化。

经核查后，我们认为北京掌阔 2015 年实际收入完成了为 98.93%，实际净利润（扣非后）完成率为 108.65%。实际业绩与评估预测业绩基本相符。本次交易预测的北京掌阔未来年度收入增长率、品牌广告收入高于前次评估，是因为北京掌阔根据 2015 年的实际经营情况及行业市场的对未来经营预测进行了一些修正所致。结合 2015 年的实际经营情况及整个移动广告行业发展变化，差异是合理的。

13、申请材料显示，北京掌阔前次评估折现率为 12.96%，本次评估折现率取值 12.77%。请你公司补充披露：1）北京掌阔两次评估折现率差异的原因及合理性。2）北京掌阔的广告填充率、广告点击率、广告 CPC 单价等指标的评估预测依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（1）经核查：北京掌阔两次评估折现率差异的主要系无风险收益率和债权收益率的波动。

通常认为国债收益是无风险的，因为持有国债到期不能兑付的风险很小，小到可以忽略不计，故评估界一般以国债持有期收益率作为无风险收益率。考虑到股权投资一般并非短期投资行为，我们在中国债券市场选择从评估基准日至“国债到期日”的剩余五年以上十年以内国债到期收益率的国债作为估算国债到期收益率的样本，经计算，评估基准日 2015 年 6 月 30 日符合上述样本选择标准的国债平均到期收益率为 4.3004%，以此作为该次评估的无风险收益率。评估基准日 2015 年 12 月 31 日符合上述样本选择标准的国债平均到期收益率为 4.21%，以此作为该次评估的无风险收益率。

债权收益率的估算目前一般套用银行贷款利率，从债权人的角度看，收益的高低与风险的大小成正比，故理想的债权收益组合应是收益高低与风险大小的平衡点，即收益率的平均值，亦即银行贷款利率的平均值。经测算，评估基准日 2015 年 6 月 30 日银行贷款利率的平均值为 5.27%，以此作为该次评估的债权收益率。评估基准日 2015 年 12 月 31 日银行贷款利率的平均值为 4.75%，以此作为该次评估的债权收益率。

无风险收益率和债权收益率的下降系中国人民银行决定，自 2015 年 10 月 24 日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低社会融资成本所影响。

(2) 本次评估对北京掌阔的广告填充率、广告点击率、广告 CPC 单价等指标的历史情况进行了了解，分析北京掌阔通过客户资源和领先技术会帮助到自身建立媒体资源优势，保证了媒体的稳定合作。从而保持基本稳定的毛利率水平。但在评估预测中未直接预测广告填充率、广告点击率、广告 CPC 单价等指标数据。

我们认为北京掌阔前后两次评估，折现率出现差异主要系 2015 年 10 月 24 日中国人民银行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率所致，其差异是合理的。本次评估预测中未直接预测广告填充率、广告点击率、广告 CPC 单价等指标数据。

14、申请材料显示，北京掌阔拆除 VIE 过程中，拟支付的收购安沃香港 100%股权价款为 52,000 万元；上市公司以自有资金对北京掌阔增资时，北京掌阔评估值为 78,060.55 万元；本次交易北京掌阔评估值为 98,889.86 万元，不考虑收购安沃香港 100%股权仍未支付款项影响的评估值约 13 亿元；本次交易作价为 83,200 万元。按照 100 股权交易价格测算，北京掌阔 2016 年市盈率为 19.76 倍，扣除收购安沃香港 100%股权仍未支付款项影响后的 2016 年市盈率为 27.06 倍，高于同行业并购交易市盈率。请你公司：1) 结合本次交易安排、收购资产和增资的实质，补充披露上述评估值、交易作价之间的关系，各阶段形成不同估值或作价的原因及差异的合理性，是否为一揽子交易，是否存在重复评估问题。2) 结合与市场可比交易的比较分析，补充披露本次交易市盈率高于同行业并购交易市盈率的原因、合理性及本次交易作价的公允性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

经核查，评估机构对同一基准日只出具了一份评估报告，不存在重复评估的

问题。

二、结合与市场可比交易的比较分析，补充披露本次交易市盈率高于同行业并购交易市盈率的原因、合理性及本次交易作价的公允性

北京掌阔从事移动互联网营销业务，近年来，A股上市公司收购互联网营销行业企业的案例较多，与标的公司业务类型相似的收购交易及其对应的市盈率情况如下：

证券简称	标的资产	基准日	100%股权交易作价（万元）	第一年承诺净利润（万元）	交易市盈率（交易价格/第一年承诺净利润）
蓝色光标	多盟	2015/7/31	190,795.25	3,437.07	55.51
	亿动	2015/7/31	82,969.29	2,761.43	30.05
联建光电	深圳力玛	2015/9/30	90,000.00	3500.00	25.71
中昌海运	博雅立方	2015/9/30	87,000.00	3,000.00	29.00
思美传媒	爱德康赛	2015/9/30	29,000.00	1,400.00	20.71
科达股份	智阅网络	2015/12/31	71,400.00	4,200.00	17.00
	数字一百	2015/12/31	42,000.00	3,000.00	14.00
明家联合	金源互动	2014/5/31	40,920.00	3,100.00	13.2
平均值					25.65
电广传媒	北京掌阔	2015/12/31	98,800.00	5,000.00	19.76
			135,281.09 （扣除收购安沃香港 100%股权仍未支付款项影响后）	5,000.00	27.06

从上表可以看出，本次电广传媒收购北京掌阔的本次交易市盈率为 19.76 倍，不高于可比案例的平均交易市盈率。扣除收购安沃香港 100%股权仍未支付款项影响后，本次电广传媒收购北京掌阔的本次交易市盈率为 27.06 倍，接近于可比案例的平均交易市盈率。北京掌阔的业务类型与蓝色光标收购的标的公司多盟、亿动最为相似，北京掌阔本次交易市盈率低于蓝色光标收购多盟、亿动动的交易市盈率。

北京掌阔系移动互联网营销企业，移动互联网营销目前尚处于高速发展阶段，此阶段的战略核心是扩大市场份额，最主要的核心竞争能力及评判指标主要

为销售收入，市销率也是评判交易定价公允性的重要指标。

与北京掌阔业务类型相似的并购交易及其对应的市销率情况如下：

证券简称	标的资产	基准日	100%股权交易作价（万元）	标的承诺期当年营业收入（万元）	交易市销率（交易价格/承诺期当年营业收入）
蓝色光标	多盟	2015/7/31	190,795.25	98,213.31	1.94
	亿动	2015/7/31	82,969.29	95,061.54	0.87
联建光电	深圳力玛	2015/9/30	90,000.00	53,734.34	1.67
中昌海运	博雅科技	2015/9/30	87,000.00	56,474.00	1.54
思美传媒	爱德康赛	2015/9/30	29,000.00	67,599.96	0.43
科达股份	智阅网络	2015/12/31	71,400.00	9,741.07	7.33
	数字一百	2015/12/31	42,000.00	9,078.00	4.63
明家联合	金源互动	2014/5/31	40,920.00	37,056.35	1.10
平均值					2.44
电广传媒	北京掌阔	2015/12/31	98,800.00	70,388.53	1.40
			135,281.09 （扣除收购安沃香港 100% 股权仍未支付款项影响后）	70,388.53	1.92

从上表可以看出，本次电广传媒收购北京掌阔的本次交易市销率为 1.40 倍，低于可比案例的平均交易市销率。扣除收购安沃香港 100% 股权仍未支付款项影响后，本次电广传媒收购北京掌阔的本次交易市销率为 1.92 倍，低于可比案例的平均交易市盈率 2.44 倍，与多盟相比亦不存在较大差异。

经核查，我们认为北京掌阔不存在重复评估的问题；结合与近期市场可比交易市盈率的比较分析，本次交易市盈率在合理的范围内，本次交易评估估值公允。

15、请你公司结合目前经营业绩、在手合同或订单、客户拓展情况等，补充披露北京掌阔未来年度营业收入、净利润预测的可实现性，并提出切实可行的保障北京掌阔业绩承诺履行的有效措施和对相关方的追偿措施。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、北京掌阔目前经营业绩

根据天健出具的《审计报告》（天健审[2016] 2-375 号），北京掌阔 2016 年 1-6 月份的经营业绩情况如下：

单位：万元

项目	2016 年 1-6 月	2016 年度 预测数	2015 年 1-6 月	2015 年度 实际业绩	1-6 月同比 增长
营业收入	21,653.71	70,388.53	16,487.11	44,550.95	31.34%
净利润（扣除非 经常性损益）	1,855.28	4,995.96	1,154.41	3,127.49	60.71%
1-6 月收入占全 年比例	30.76%	-	37.01%	-	-
1-6 月净利润占 全年比例	37.14%	-	36.91%	-	-

根据上表，北京掌阔 2016 年 1-6 月完成营业收入和净利润同比分别上升 31.34%和 60.71%，营业收入完成全年预测的 30.76%；净利润完成全年盈利预测的 37.14%。营业收入和净利润的完成进度与上年同期的实际业绩完成进度基本一致。根据历史同期比较，北京掌阔营业收入、净利润均高于去年同期，受客户投放习惯和媒体返点方式的影响，移动互联网广告企业的收入一般下半年高于上半年，同时一季度受春节等假期因素的影响，广告投放量相对较小。

其经营表现符合公司自身的经营规划的预测和增长趋势。

我们认为北京掌阔未来年度营业收入、净利润预测来源于公司编制的 2016 年度盈利预测表及其经营规划。根据公司 2016 年 1—6 月的实际经营业绩，结合其未来的经营计划，北京掌阔未来年度营业收入、净利润预测是可实现的。

16、申请材料显示，上海久之润2015年实现收入为39,404.25万元，实现扣非后的净利润9,454.39万元，未完成业绩承诺约定，主要原因在于上海久之润储备游戏上线计划的实施进度慢于预期。结合业绩实现情况，上海久之润本次评估值从156,064.06万元下调为127,047.81万元。其中，《劲舞团》2015年实际实现的收入低于预测值，而本次评估预测该游戏的经营流水仍高于前次评估值；前次评估折现率为13.81%，本次评估折现率为13.56%。请你公司：1）列表补充披露上海久之润2015年实际业绩与评估预测业绩的差异情况及差异原因，目前相关影响因素是否已消除，本次评估是否考虑了上述因素。2）补充披露《劲舞团》未来年度经营流水预测值仍高于前次评估值的原因及合理性。3）列表补充披露上海久之润两次评估主要参数差异情况及差异原因，包括但不限于收入、成本、费用、利润、自由现金流量、折现率、经营性资产等。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、列表补充披露上海久之润2015年实际业绩与评估预测业绩的差异情况及差异原因，目前相关影响因素是否已消除，本次评估是否考虑了上述因素

（一）上海久之润2015年实际收入与评估预测收入的差异情况

前次评估对上海久之润2015年下半年进行了收入预测，合计全年收入明细如下：

单位：万元

	预测收入	实际收入	差异	差异率
劲舞团	18,571.87	18,262.88	-308.99	-1.66%
超级舞者/GT 劲舞团 2	6,811.92	7,111.82	299.90	4.40%
玄天之剑	2,691.81	2,546.05	-145.76	-5.41%
机动战士敢达 OL	11,959.24	8,166.68	-3,792.56	-31.71%
SD 敢达大作战	418.09	129.97	-288.12	-68.91%
其他端游和页游	2,038.93	3,186.85	1,147.92	56.30%
劲舞团 3	1,237.50		-1,237.50	-100.00%
新敢达手游 1(SD 敢达战争要塞)	1,200.00		-1,200.00	-100.00%
东南亚手游发行（GG 等）	500.00		-500.00	-100.00%
其他手游	900.00		-900.00	-100.00%

	预测收入	实际收入	差异	差异率
合计	46,329.35	39,404.25	-6,925.09	-14.95%

2015 年预测收入高于 2015 年实际收入 6,925.09 万元，差异率为 14.95%，其主要差异来自于《机动战士敢达 OL》、《劲舞团 3》、《新敢达手游 1（SD 敢达战争要塞）》、《东南亚手游发行（GG 等）》及其他手游等游戏。

（二）上海久之润 2015 年实际成本、费用、净利润与评估预测差异情况

单位：万元

项目	2015 年预测数据	2015 年实际数据	差异	差异率
营业成本	19,582.62	16,334.40	-3,248.22	-16.59%
营业税金及附加	2,690.11	2,268.94	-421.17	-15.66%
销售费用	3,092.38	2,722.94	-369.44	-11.95%
管理费用	9,229.79	9,496.70	266.91	2.89%
扣除非经常性损益后净利润	11,708.46	9,222.35	-2,486.11	-21.23%

2015 年预测收入高于 2015 年实际收入，差异率为 14.95%，由于预测收入对应的成本、费用仍然按照相应的比例进行预测，导致预测成本、费用与实际情况均存在一定差异。2015 年预测净利润与 2015 年实际扣除非经常性损益的净利润差异额为 2,486.11 万元，差异率为 21.23%。

（三）差异原因

1、《机动战士敢达 OL》实际业绩与评估预测业绩的差异及原因

《机动战士敢达 OL》实际业绩与评估预测业绩差异如下：

单位：万元

	2015 年实际收入	2015 年预测收入	差异额
机动战士敢达 OL	8,166.68	11,959.24	3,792.56

2015 年实际收入低于 2015 年预测收入，主要原因是《机动战士敢达 OL》的流水不及预期。一方面，进入 2015 年暑期，上海久之润团队根据畅销机体提出定制化产品需求，敢达版权委员会基于游戏生命周期的考虑，未能予以通过，影响了《机动战士敢达 OL》原定的运营和推广策略，导致市场推广活动的力度和切入点，均未能达到玩家心理预期，付费用户数和活跃用户数分别于 7 月与 8

月出现一定程度的下滑；另一方面，由白俄罗斯战争游戏研发公司 Wargaming 出品，空中网运营的 TPS 游戏大作《战舰世界》于 2015 年 10 月正式发行，同为融入机体元素的射击类游戏，使得重叠用户的付费重心有所偏移。

2、储备游戏实际业绩与评估预测业绩的差异及原因

游戏上线不及预期导致的实际业绩与评估预测业绩差异：

单位：万元

游戏名称	2015 年实际收入	2015 年预测收入	差异额
劲舞团 3	-	1,237.50	1,237.50
新敢达手游 1(SD 敢达战争要塞)	-	1,200	1,200
东南亚手游发行 (GG 等)	-	500	500
其他手游	-	900	900

以上差异主要原因在于上海久之润储备游戏上线计划的实施进度慢于预期，储备游戏上线不及预期的原因如下：

（1）劲舞团 3 由于质控原因延缓上线

《劲舞团 3》由 T3 授权博瑞传播进行大陆地区运营，博瑞传播与上海久之润签署了联合运营的协议，《劲舞团 3》于 2015 年 6 月 19 日开启首次删档封闭测试，并于 2015 年 9 月 22 日进行了二次删档封闭测试，在针对各项反馈与数据内容对游戏进行技术性的调整过程中，运营团队对游戏细节进行了要求严格的改进，改进包括：①任务模块优化，简化原有的“新模块任务、新功能任务、新手任务”为“新手任务”；②引导模块优化，在“新功能开发提醒、玩法模式、功能模块”的引导设置上，增加提示按键或者增加介绍动画；③用户界面优化，包括简化创造角色流程，对于元素过多、理解成本高的按键与功能简化效果；④ Bug 改进，包括翻译错误、出发客户端崩溃、Log 缺失等；⑤机制调整，调整逐级开放安排、优化大厅模式，延缓 DIY 工厂推出；⑥新增功能，新增舞池、家族舞步、自由舞步 list、合称功能、特殊喇叭等。因此，《劲舞团 3》直到 2016 年 5 月 17 日才正式开启不删档测试。

（2）手游由于玩家反映的游戏体验问题延缓上线

《新敢达手游 1》（SD 敢达战争要塞）按照原计划于 2015 年三季度在内部

发布了内测版本进行封闭测试，由于封闭测试中部分玩家集中反映了影响游戏体验的页面问题，游戏开发团队陆续对游戏进行多次改进，具体包括：①重新设定角色升级所需经验；②检查及调整所有游戏装备道具产出及数值问题；③对部分存在较大争议的模块暂时延缓推出；④重新制作新手阶段流程；⑤机体品质分类调整等。因此，该款游戏最终推迟到 2016 年 7 月才进行不删档收费测试。

通常，游戏研发商与运营商会根据内部质量控制体系要求，并考量外部游戏市场的需求变化，不断调整游戏的研发以及运营计划，从而导致新游戏或者新版本的推出计划出现延迟。上海久之润是中国游戏领域知名公司，始终注重游戏品质，强调用户游戏体验，建立了一套涉及整个业务流程环节的质量控制体系，该质量管理体系以客户管理中心的质量控制部为中心，设置了一系列的游戏运营质量控制机制以保证玩家的用户体验，从引入环节开始便要求完成初阶产品评测和相关的基础测试，在测试环节会涉及多节点多轮次深度扩大化的反复严格测试以保证最终推出版的稳定性与可靠性。

（3）手游产品东南亚市场布局慢于预期

2015 年东南亚手游市场竞争非常激烈，大品牌游戏和相同款式的产品陆续上线。上海久之润初步发行东南亚市场，其内部探索和学习的壁垒需要用时超出预估时间。此外，东南亚大部分发行伙伴对于产品的投放较为保守。已接洽的合作伙伴在初步推广后即要求对游戏做很大的改动，改动效果经评估后再投入发行资源，在初步推广后，如发现数据不及预期则会提出游戏修改，待研发团队修改游戏后继续推广观察数据。以上流程较为繁琐，加之海外市场修改需求较多，导致国内研发公司无法及时满足东南亚市场需求。

（四）目前相关影响因素是否已消除，本次评估是否考虑了上述因素

《劲舞团 3》已于 2016 年 5 月 17 日正式开启不删档测试，《新敢达手游 1》（SD 敢达战争要塞）在解决了玩家反映的影响游戏体验的页面问题后，已于 2016 年 7 月进行不删档测试，上海久之润针对东南亚市场发行对策的调整也自 2016 年初正式开始实施，项目组已经开展多款游戏的调研筛选工作，并与数家东南亚市场手游发行公司取得接洽，完成了初步的沟通。

本次评估考虑了上述因素的影响，同时考虑了 2016 年 5 月起营业税改征增值税全面施行的影响，下调了《机动战士敢达 OL》、《劲舞团 3》的收入预期如下：

单位：万元

游戏名称		2016 年	2017 年	2018 年
机动战士敢达 OL	2015/6/30	12,465.60	11,305.00	9,257.40
	2015/12/31	10,181.72	7,817.86	5,613.79
	差异	2,283.88	3,487.14	3,643.61
劲舞团 3	2015/6/30	2,880.00	2,880.00	2,400.00
	2015/12/31	1,039.25	2,641.51	1,811.32
	差异	1,840.75	238.49	588.68

并对其他游戏予以了调整，整体下调情况如下：

单位：万元

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
2015/6/30	59,460.12	68,660.08	80,126.72	85,452.67	86,735.22
2015/12/31	50,237.03	57,856.09	64,156.64	68,177.84	70,506.81
差异	9,223.09	10,803.99	15,970.08	17,274.83	16,228.41
差异率	15.51%	15.74%	19.93%	20.22%	18.71%

（五）2016 年业绩完成情况

根据开元评估出具的开元评报字[2016]1-031 号，上海久之润 2016 年预测完成收入 50,237.03 万元，预测净利润 10,264.41 万元；根据天健出具的天健审（[2016]2-376 号）审计报告，上海久之润 2016 年上半年实现收入 15,558.64 万元，净利润 3,423.74 万元，扣除非经常性损益后净利润 2,017.57 万元。

1、主要原因

（1）游戏上线不及预期

2016 年上半年，国家新闻出版广电总局先后公布了《网络出版服务管理规定》和《关于移动游戏出版服务管理的通知》，其中《关于移动游戏出版服务管理的通知》包括以下要求：

正式明确移动游戏出版管理流程，移动游戏出版包含在网络出版管理之中，出版流程和一般网络游戏出版流程无异，均需先申报版号，然后才能上线收费运

营。

仅对于游戏内容“不涉及政治、军事、民族、宗教等题材内容，且无故事情节或者情节简单的消除类、跑酷类、飞行类、棋牌类、解谜类、体育类、音乐舞蹈类等休闲益智国产移动游戏”的申请给予时间上的优待；对于7月1日前已上网出版运营的移动游戏（含各类预装移动游戏），各游戏出版服务单位及相关游戏企业需要于2016年10月1日前到属地省级出版行政主管部门补办相关审批手续。届时，未补办相关审批手续的，不得继续上网出版运营”。

由于前述《网络出版服务管理规定》以及《关于移动游戏出版服务管理的通知》出台，对前置审批要求趋严，导致上海久之润2016年部分游戏版号审批取得和备案办理时间延后，致使原定上线计划进度延后。

（2）部分游戏收入不及预期

2016年上半年预测完成度较低主要系《机动战士敢达OL》表现不及预期，主要原因包括两个：

一方面，市场上多款竞品（如暴雪守望先锋、网易无尽战区）上线，其中《守望先锋》系暴雪集《泰坦》与《魔兽世界》核心研发力量，推出的首款射击类型游戏作品，正式运营不到1个月时间内玩家已突破1000万人，对《机动战士敢达OL》玩家的消费欲望有一定影响。

另一方面，敢达产品线多款产品在第二季度与第三季度连续发行，并进行了较大规模的产品联动活动，其中《机动战士敢达OL》有计划的将部分游戏的机体放到活动中推广新游。所谓联动活动，即通常在新产品上线时，同一厂商旗下的多款相关产品相互拉动活跃的活动，目的是通过活动使用户去玩多款产品，给新产品带新拉人气。

2、应对措施

（1）游戏出版新规应对措施

为应对前述《网络出版服务管理规定》等新规对业务的影响，上海久之润设立独立部门并组建专职团队，部分团队成员长期负责端游的版号申请以及备案，

相关经验将直接适用于手游产品的审批和备案；同时，在游戏产品引入阶段与发行阶段，明确按照审核要求新规，全流程提高合规性审查力度，缩短内部流转周期，进而确保整体的申报审批与备案效率与时效性。

措施详细情况参见本次反馈意见回复“第四题/（三）《网络出版服务管理规定》、《关于游戏出版服务管理的通知》等相关规定，补充披露对上海久之润估值、未来生产经营的影响、风险及应对措施”部分。

截至本次反馈意见回复出具之日，该等影响已经基本消除，手游《巅峰英雄》、《艾斯蒂敢达强袭战线》已取得批准文号，《劲舞团手游版》、《圣剑传说》、《三国志英歌》已提交批准文号申请，文化部的审查备案工作也将视游戏正式上线情况有序展开。

（2）《机动战士敢达 OL》针对性应对措施

进入 2016 年暑期，《机动战士敢达 OL》已经或者即将进行一系列的运营改进和市场推广计划，并将推出针对暑期的丰富在线活动内容。

游戏运营改进方面包括机体更新和游戏玩法升级两方面：

	机体更新	玩法升级
7月	高机动型渣古（精神力渣古）	新手教程调整每周战役
	全装甲敢达（TB）	编队 COST 功能移除，新增等级提升奖励
8月	THE. 0	编队 COST 功能移除，新增等级提升奖励
	G-3 敢达、里克·大魔（夏亚）	新增大规模战限定战（无限火力模式），巅峰大奖赛开赛
9月	敢达试作 1 号机、德莱森（UC）	新增大规模战限定战：随机卡组模式和 COST 限定模式
	基拉·德卡（伏郎托）、拜亚兰	游戏内容优化，机体开发系统调整

市场推广计划主要包括配合《机动战士敢达 OL》（港台版）8 月上线，大陆市场也同步加强宣传视频的媒体推广，媒体专栏合作推广（如 17173 玩家印象板块），玩家直播征集和以“拜亚兰”机体为主题的游戏视频征集等。

在线活动内容方面，除却常规的版本活动（抽取游戏内最新扭蛋机获得对应道具）、商城礼包销售（商城虚拟道具组合销售）、页面扭蛋机（久游网页面机体销售）、周末战役（使用特定机体进行对战）和敢达联动活动（在不同敢达游戏

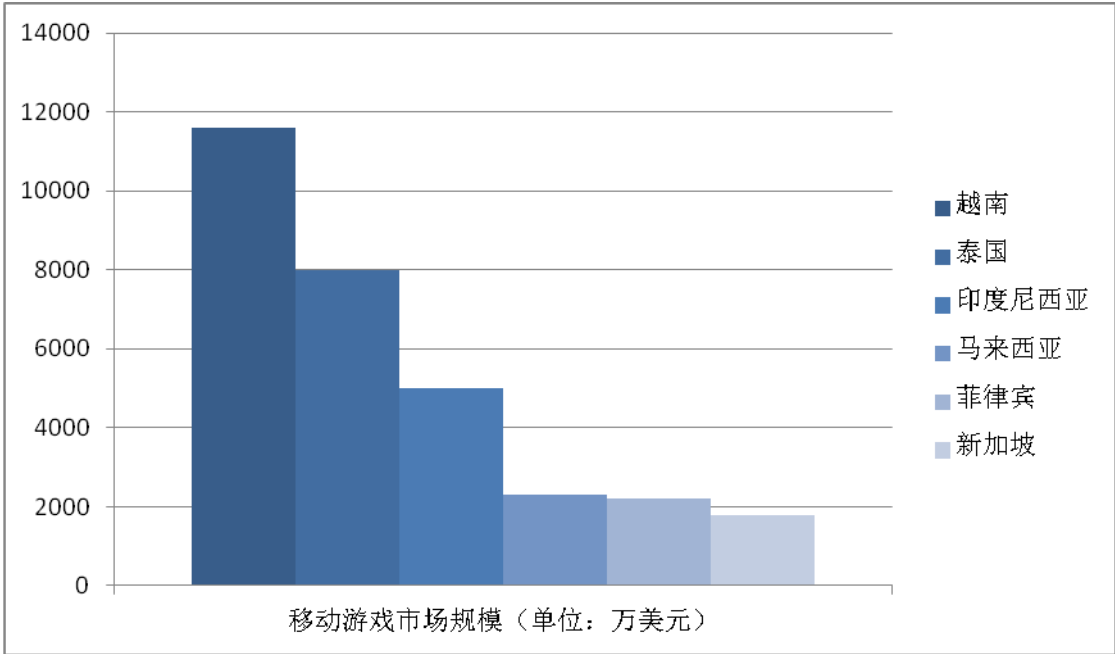
中达成提交获得对应奖励) 外, 在暑期档期间设计了如下活动:

	活动名称	活动描述	活动目的
7-8 月	暑期大作战 1	每天完成对战场次可领取指定奖励, 完成一定天数要求后给予累计奖励	提升活跃
	暑期新兵活动	老兵绑定新兵, 新兵完成任务, 老兵/新兵获得对应奖励	提升新增用户
9 月	敢达开学季	每天登陆游戏领取对应奖励, 完成对战获得更高级奖励	提升活跃
	开学签到活动	每天完成对战场次可领取指定奖励, 完成消费调整获得高级奖励	提升活跃/付费

(3) 东南亚市场布局慢于预期的应对措施

①充分判断市场, 改变单一级别产品投放策略

根据 sohagame 数据, 2015 年东南亚六大主要移动游戏市场规模共计 3.09 亿美金, 其中越南移动游戏市场占比接近 40%:



数据来源: sohagame

用户偏好方面, 越南玩家的喜好跟中国最为接近, 深受中国文化的影响, 金庸武侠、三国、西游题材的游戏在越南一直很受欢迎。泰国用户喜欢玄幻、动漫等类似的题材, 美术风格倾向于可爱型。印尼用户则喜欢西方魔幻题材的游戏。

活动名称	越南	泰国	印尼
语言	越南语	泰语	印尼语

喜爱的题材	金庸、三国、西游	玄幻、动漫	西方魔幻
喜爱的美术风格	丰富多样	可爱	丰富多样
最畅销的三种游戏类型	MMORPG，卡牌， 回合制游戏	休闲，卡牌，策略	休闲，策略，博彩

2016 年东南亚市场涵盖的游戏题材、类型会更广泛。一般来说玩家对于游戏类型没有特殊偏好，但随着移动端发展，轻度用户会慢慢转向尝试重度产品，而比较成功的端游 IP 移植到手游会有更多机会，但是细化到泰国、新马、越南等不同市场，不同级别不同类型的游戏需要有针对性的投放策略。东南亚诸多地区游戏内容呈现单一化特征，付费习惯不足，信用卡支付方式也并不普遍，与当地知名运营厂商合作效率更高。

上海久之润将改变此前专注 B 级类产品的投放策略，而是根据不同地区玩家的喜好不同，进行目的性的筛选较好并且带有 IP 的产品，也会与之前合作的东南亚厂商保持联系，在产品推荐上更加贴近市场，提升合作可能性。

②经验逐步累积，沟通机制日益完善

上海久之润项目团队在与产品研发团队以及东南亚本地发行商不断接洽的过程中，积累了相关经验，如海外对接产品（Facebook 等 SDK 加入环节）相关的技术准备与后期对接要求，熟悉发行商本地化需求推出完成度较高的产品，并给予对方在数值等细节改动充分的沟通空间和时间等，减少双方由于经验与沟通在产品对接上造成的可能摩擦。同时，随着上海久之润沟通机制日益完善，工作效率将得到提升。

（4）加速储备游戏上线进度

上海久之润上线慢于预期的储备游戏主要为手游。上海久之润自设立以来，坚持以优质端游代理运营作为核心发展战略，但随着泛娱乐时间逐渐碎片化，手游对端游市场所造成的分流效应不容忽视，适度将手游纳入产品线也是积极的战略应对，其中，上海久之润 2016 年已上线游戏为《SD 敢达战争要塞》、《敢达前线指挥官》、《巅峰英雄》，2016 年拟上线游戏为《艾斯蒂敢达强袭战线》、《劲舞团手游版》、《三国志英歌》、《圣剑传说》。上海久之润将通过围绕知名 IP、优选知名合作方和本地化支持等方面提升储备游戏上线后的盈利可能性。

部分已上线和拟上线游戏详细情况如下：

①劲舞团手游版

《劲舞团手游版》已进入删档封测阶段，预计将于 9 月正式开启不删档测试。

《劲舞团手游版》是一款全 3D 音乐舞蹈手机游戏，采用 Unity 3D 技术打造，在保留《劲舞团》端游核心玩法、美术风格、社交体验的基础上，结合移动端的一些特性，如操作体验、语言、LBS 等功能，进行了全方位的优化和改良。

产品以“养成+竞技+社交”作为核心玩法，结合明星养成、音乐、舞蹈、服装、主播等时尚元素，重现《劲舞团》的社交热点。新增养成系统增加代入感及前中期用户粘度，提升产品留存数据，进而由浅入深将核心竞技整合在养成系统内，再将用户引入到中后期的社交系统中。

《劲舞团手游版》将构建一个架空的虚拟世界，用户进入游戏将扮演一位明星，并在游戏前中期通过主线任务的引导，对用户逐步开放巡演副本、通告演出、明星训练、成长计划、合成等系统，用户在养成玩法中获得成长资源，通过游戏内社交玩法获取人气。增加养成系统的核心目的在于提升产品的前中期留存，明确将一个个短期目标和中期目标传递给客户，并将商城内的部分物品化整为零，利用成就系统，对用户各项数值的阶段性成长给予高额奖励。



音乐舞蹈类手游在发行前期核心玩法模式更倾向于少而精，过多的模式增加了研发周期及风险，同时在发行前期也会极大的分流用户，减少用户交互的触点。在下载量达到一定规模后再考虑扩充新模式来留住老用户，增加粘性。

《劲舞团手游版》的竞技模式更加重视节奏感、打击感及小白用户的适应能力，由浅入深的训练用户竞技水平，既有兼顾传统端游用户并进行简化的 4key 传统模式，也有完全创新的适配移动设备的点、按、滑的动感模式。



《劲舞团手游版》将从名片系统、聊天系统、好友系统、密友系统、情侣系统、结婚、舞团等玩法，全方位满足用户的社交需求。并通过照片应用、语音应用、LBS 应用、内置论坛、礼物赠送（主播模式）、广场互动等方式，增强用户的交互手段，通过社交来刺激用户消费。

②敢达前线指挥官

《敢达前线指挥官》已于 2016 年 7 月开启不删档测试。

在《敢达前线指挥官》中，玩家通过基地建设、单位研发和部队编成环节，开启多模式的对战，包括掠夺战、防御战、多人战役、多人掠夺战、竞技场。





基地建设是《敢达前线指挥官》最基础的玩法，也是玩家在游戏内战略展开的第一步。玩家可建造的建筑设施主要分为3类（生产设施，防御设施以及研发设施），大部分设施可以在商店中消耗资源或资金进行购买，并根据自身需求在场景内选择合适的位置进行安放。在完成量产机、皇牌机、MA和战舰的研发后，玩家可以对部队进行搭配与编制，对不同阵型的攻略、出击的花费和得到的资源与资金的收益是否得当，都是部队编成需要考虑的因素。《敢达前线指挥官》是一款集策略和养成的游戏。

玩家定位上基本圈定COC类游戏用户、敢达IP粉丝、模型玩家三类人群，目前已在17173、多玩和新浪成立游戏品牌专区，并与技嘉、雷蛇、赛睿、三星等硬件品牌推出相关周边。

③ 《艾斯蒂敢达强袭战线》

《艾斯蒂敢达强袭战线》目前处于删档封测阶段，后续将择机进入不删档测试阶段。

该游戏的核心玩法为动作和养成，养成体系包括机体养成分成升级、升星、进阶和部件强化，机师养成目前仅开放升星。每一架机体都具有收集加成属性，同时机体和机体之间根据系列、人气、故事线等具有不同的羁绊效果，而同一个机师操作不同的机体则有熟练度的区别，操作熟练度越高的机体出战，则会拥有更强大的战斗能力；动作体系下，用户可以手动操作自己钟爱的机体作战，使用摇杆和技能键进行移动和释放技能的操作，在战斗中还可以在已上阵的 3 台不同机体中随意切换。



玩家定位上首先为敢达 IP 受众用户，主要集中在 20~39 岁的年龄段，该年龄段人群普遍对新事物接受能力比较强，性别分布上绝大部分用户为男性。同时，对手游选择偏好为角色扮演类、动作类和卡牌类的玩家，该些类型手游中的动作、养成系统都与敢达题材有一定的匹配度。

本作拥有所有敢达系列授权，将收录敢达全系列超过 300 款机体和 200 多位机师参战。从机动战士敢达、08MS 小队到机动战士敢达 SEED，从 RX782、红

色彗星、独角兽到飞翼敢达、自由敢达、新安洲、巴巴托斯，热门机体全部囊括。

④SD 敢达战争要塞

《SD 敢达战争要塞》已于 2016 年 7 月 19 日登陆 IOS 和安卓平台进行不删档测试。

在《SD 敢达战争要塞》中，玩家通过建造与升级不同功能的建筑，并完成不同敢达机体的收集和培养，进行 PvE（包括普通战场、特殊战场和世界 BOSS）和 PvP 类型（竞技场和竞标赛）的对战。

该游戏的玩法是回合制策略游戏。每个敢达在普通攻击之外，还拥有最多三个技能，技能的冷却和效果各不一样，包括单体伤害、群体伤害、各类 buff 效果等，讲究战斗策略。同时战斗效果也不错，打击感很足，必杀技还会触发动画演出。游戏同样设置了自动战斗模式，满足不同玩家人群对战斗操作的需求。

玩家定位上为机甲、科幻、战争的泛二次元的动漫影视用户中的敢达游戏粉丝，同时对手游选择偏好为策略回合制类的玩家。

《SD 敢达战争要塞》2014 年年底曾在韩国、台湾等地区上架，一度获得了韩国 Google Play 排名第二，台湾排名前 5 的成绩。目前整体市场投放情况良好，大陆地区首日付费榜排名第一，前五排名维持一周，前十排名维持三周。

⑤圣剑传说

《圣剑传说》是由日本史克威尔公司开发的一款动作角色扮演系列游戏，于 1991 年发售第一款作品，该 IP 已有 25 年的历史。上世纪 90 年代初，《圣剑传说》以《最终幻想》外传的形式初次亮相，围绕“玛娜圣剑”和“玛娜之树”两个核心元素展开的冒险故事，之后以独特的风格自成一派。该系列游戏是日本人气大作，曾经达到过 150 万以上的销量，在国内也有众多的忠实粉丝。而《圣剑传说》则是该系列移动平台的最新作品，讲述从天界跌入凡间的主角，如何通过圣剑的力量重新回到天界。

该游戏为经典卡牌游戏设定，玩家根据角色技能、属性相克和宠物组合技能效果，面对不同的敌人使用不同的阵容。关卡剧情与任务设定上基本保持原作风

格。

玩家定位上，作为与《最终幻想》以及《勇者斗恶龙》并称世嘉游戏的三大作，经过 25 年历史沉淀，移步手游的主机游戏玩家将是该 IP 端游核心用户，同时通过游戏背景以及玩法&战斗设计，吸引传统 ARPG 用户，并通过画面、人设吸引普通女性玩家，利用纯正的日系风格吸引二次元用户，再以女性用户为原点，辐射到更多男性泛用户。

⑥三国志英歌

《三国志英歌》目前处于内部测试阶段。

该游戏玩法上为经典卡牌战斗，单手触控、自动战斗。玩家根据武将特性、技能、属性、羁绊等进行布阵组队，面对不同的敌人使用不同的阵容。同时加入创新性的武将速度属性及出手顺序提示，以及单体技、合体技、武将台词等高品质的效果，带来极其适合移动端的良好玩法体验。



该 IP 是由史克威尔耗资 600 万美金、历时两年开发的一款电影 RPG 概念游戏。在三国的世界观中加入了新剧情，三国时期著名人物悉数登场，《三国志英歌》为其 RPG 游戏融合了人物卡牌收集和养成的内容，玩家可自行编队，逐个击倒前来进攻的敌方武将。



游戏中邀请到了 34 位日本一线大牌声优助阵，音乐方面由担任日剧《医龙》系列以及《高达 UC》、《进击的巨人》、《罪恶王冠》等近年人气动漫配乐的泽野弘之担纲，游戏内 15 曲以上配乐全部由泽野率领乐队录制而成。



玩家定位上，核心忠诚玩家为经常出没 AB 站的二次元玩家或日系风格手游爱好者，同时喜爱并了解三国历史，但对于手游不愿意投入太多时间的轻度玩家（喜欢自动战斗、挂机扫荡手游）。

二、补充披露《劲舞团》未来年度经营流水预测值仍高于前次评估值的原因及合理性

（一）基于前次评估，《劲舞团》2015 年度收入预测实际完成情况

项目	2015 年 7 月至 2015 年 12 月
实际收入	9,196.45
预测收入	9,505.44
差异	-308.99
差异率	-3.25%
项目	2015 年度
实际收入	18,262.88
预测收入	18,571.87
差异	-308.99
差异率	-1.66%

2015 年 7 至 12 月《劲舞团》实际收入为 9,196.45 万元，低于预测值 308.99 万元，差异率为-3.25%；从 2015 年全年来看，《劲舞团》实际收入为 18,262.88 万元，预测收入为 18,571.87 万元，差异率为-1.66%。2015 年《劲舞团》预测收入基本接近实际收入。

（二）上海久之润运营团队 2016 年《劲舞团》的运营安排计划

《劲舞团》自 2005 年 7 月上线以来，运营时间已超过十年，上海久之润运营团队计划配合暑期时间，从 2016 年 7 月开始展开有史以来规模最大的“召回老用户，吸引新用户”的运营活动，具体包括如下环节：

1、十一周年老玩家重聚

- （1）根据注册年份领取对应徽章
- （2）注册新账号获新手好礼，提升等级获得额外奖励
- （3）发表玩家个人的劲舞故事
- （4）每日登录游戏获奖励
- （5）完成以上活动的玩家可共同积累积分，通过积分达到一定数值可全员获得奖励

2、游乐会庆典活动

- (1) 注册并加入游乐会，可申请组建/加入乐团，达到人数要求可领取奖励
- (2) 会员按等级并且当月商城消费达到对应条件可领取相应奖励
- (3) 会员专属社交安排，购买专属礼包，一折购买徽章卡
- (4) 会员专属抽奖机会，专属戒指购买资格

在《劲舞团》中累计的消费可获得对应的会员等级；每一级会员均可获得对应的福利、游戏特权，以此鼓励用户不断提升会员等级或保持会员等级而进行持续的消费。

3、对于《劲舞团》运营的投入

(1) 人员配置方面：目前产品管理部《劲舞团》项目人员共计 21 人，另配有技术运维部和客服的专门支持人员 12 人，以上共计 33 人。此外，还有《劲舞团》专门的管理人员 3 人为《劲舞团》提供全方位的产品管理工作，另有 90 名共享客服人员（非专门为《劲舞团》游戏服务人员）为《劲舞团》提供运营支持。

(2) 2016 年市场投入方面：截至 2016 年 7 月，公司一共投入了 179.76 万元进行线下和线上市场宣传推广活动。

(3) 2016 年久游平台线上及游戏内的营销推广活动主要包含如下方面：

①用户召回：对于《劲舞团》大量的历史用户，根据注册的年份给予奖励；越早注册奖励约好。

②提升新手福利：除了为新用户提供新手礼包外，在线送更多福利以及扶持道具奖品。

③高端用户福利：徽章卡道具折扣促销福利、免费领取专属道具服饰和专项道具礼包购买、消费返积分可用于抽奖。

④提升消费等级：对于高消费用户提升等级可额外获得奖品。

(三) 本次评估，《劲舞团》总体流水的预测趋势

两次评估收入预测情况如下：

《劲舞团》	2016 年	2017 年	2018 年	合计
2015-6-30 评估	17,892.00	15,490.80	13,941.72	47,324.52
2015-12-31 评估 (含增值税的数据)	18,288.64	16,313.22	14,498.69	49,100.55
差异额	396.64	822.42	556.97	1,776.03
差异率	2.22%	5.31%	3.99%	3.75%

从 2016 年-2018 年《劲舞团》营业收入预测来看，本次评估预测的营业收入在考虑增值税的情况下，分别为 18,288.64 万元、16,313.22 万元和 14,498.69 万元，合比较前次评估（基准日 2015-6-30）预测的营业收入高 3.75%。

作为一款运营周期超过十年的游戏，《劲舞团》游戏流水依然表现稳定，从近期 12 个月的数据来看，实际月平均收入仍然维持在 1,472 万元左右，预测收入与实际收入的差异实际上是《劲舞团》日常运营过程中的正常波动，从 2016-2018 年的趋势上看，《劲舞团》总体流水预测保持持续下降，同时，结合《劲舞团》2015 年度实际流水完成情况以及上海久之润运营团队对《劲舞团》的运营投入，整体来看对于《劲舞团》2016-2018 年经营流水的预测是合理的。

三、列表补充披露上海久之润两次评估主要参数差异情况及差异原因，包括但不限于收入、成本、费用、利润、自由现金流量、折现率、经营性资产等。

（一）上海久之润两次评估收入差异情况及差异原因

单位：万元

基准日	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
2015-6-30	59,460.12	68,660.08	80,126.72	85,452.67	86,735.22
2015-12-31	50,237.03	57,856.09	64,156.64	68,177.84	70,506.81
差异	-9,223.09	-10,803.99	-15,970.08	-17,274.83	-16,228.41

造成两次评估收入差异的原因主要是因为拟上线游戏上线时间推迟，造成 2015 年 6 月后预测的拟上线游戏收入与实际情况差异较大。本次评估根据最新的拟上线游戏计划、部分游戏收入未达到预期收入的情况重新调整了收入预测，同时考虑了自 2016 年 5 月起营业税改征增值税全面施行的影响。以上原因造成了两次评估预测收入的差异。

（二）营业税金及附加差异情况及差异原因

单位：万元

基准日	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
2015/6/30	3,443.72	3,976.54	4,640.65	4,949.11	5,023.39
2015/12/31	1,095.17	225.64	250.21	265.89	274.98
差异	-2,348.55	-3,750.90	-4,390.44	-4,683.22	-4,748.41

根据财政部和国家税务总局财税[2016]36 号文件，从 2016 年 5 月 1 日起上海久之润子公司上海久游适用 6%增值税率。造成了两次评估营业税金及附加的差异。

（三）评估成本、费用差异情况及差异原因

单位：万元

基准日		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
2015-6-30	营业成本	24,931.76	28,973.69	34,289.96	36,640.98	37,767.40
	销售费用	2,884.10	3,330.34	3,886.53	4,144.86	4,207.07
	管理费用	9,860.20	10,576.70	11,394.17	12,011.24	12,504.58
2015-12-31	营业成本	24,165.12	28,255.98	31,470.33	31,623.85	32,609.93
	销售费用	3,025.92	3,484.83	3,864.33	4,106.54	4,246.82
	管理费用	10,176.46	10,948.01	11,701.70	12,287.06	12,844.79
营业成本差异		-766.64	-717.71	-2819.63	-5017.13	-5157.47
销售费用差异		141.82	154.49	-22.2	-38.32	39.75
管理费用差异		316.26	371.31	307.53	275.82	340.21

本次评估营业成本由于预测收入的下调相应下调；销售费用方面根据 2016 年与 2017 年新游戏上线安排予以适度调高；管理费用方面，由于逐步加强手游业务占比的战略考量，新手游外包研发费用将有所提升，因此适度调高了管理费用的预测值。

（四）净利润差异情况及差异原因

单位：万元

基准日		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
2015-6-30	净利润	15,994.97	19,015.97	22,602.48	21,049.33	20,689.32
2015-12-31	净利润	10,264.41	13,027.85	14,710.41	15,112.22	15,595.42
差异		-5,730.56	-5,988.12	-7,892.07	-5,937.11	-5,093.90

造成两次营业利润、净利润差异的主要原因是预测收入下调，同时根据实际

运营情况调整了部分成本、费用的预测。

（五）自由现金流量差异情况及差异原因

单位：万元

基准日	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
2015-6-30	15,335.18	18,483.72	21,800.81	20,884.18	20,820.61
2015-12-31	14,501.41	12,587.88	14,283.72	15,248.09	15,615.22
差异	-833.77	-5,895.84	-7,517.09	-5,636.09	-5,205.39

造成自由现金流有差异的主要原因是预测收入下调，同时根据实际运营情况调整了部分成本、费用的预测，造成净利润有所下降。

（六）折现率差异情况及差异原因

单位：万元

基准日	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
2015-6-30	13.81%	13.81%	13.81%	13.81%	13.81%
2015-12-31	13.56%	13.56%	13.56%	13.55%	13.55%
差异	-0.25%	-0.25%	-0.25%	-0.26%	-0.26%

注：2019 年、2020 年、永续年度预计的所得税率由 15%变更为 24%，对应计算的加权资金成本（WACC）为 13.55%

折现率差异主要是因为两次评估基准日无风险收益率和债权收益率下降导致。无风险收益率和债权收益率的下降系中国人民银行决定，自 2015 年 10 月 24 日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低社会融资成本所影响。

2014 年 12 月至 2016 年 1 月，上市公司收购游戏公司的部分可比交易案例情况如下：

序号	上市公司（收购方）	标的公司	收购比例	折现率	风险系数	公告时间
1	*ST 海龙 000677.SZ	妙聚网络	100%	13.99%	3.50%	2016 年 1 月
2	*ST 海龙 000677.SZ	灵娱网络	100%	14.04%	4.00%	2016 年 1 月
3	完美环球 002624.SZ	完美世界	100%	13.10%	3.00%	2016 年 1 月
4	帝龙新材 002247.SZ	美生元	100%	14.28%	4.00%	2015 年 12 月
5	宝通科技 300031.SZ	易幻网络	66.66%	13.58%	3.00%	2015 年 11 月
6	禾欣股份 002343.SZ	赞成科技	100%	13.70%	-	2015 年 10 月

序号	上市公司（收购方）	标的公司	收购比例	折现率	风险系数	公告时间
7	升华拜克 600226.SH	炎龙科技	100%	14.10%	4.00%	2015 年 10 月
8	德力股份 002571.SZ	广州创思	100%	13.70%	4.50%	2015 年 10 月
9	凯撒股份 002425.SZ	天上友嘉	100%	14.01%	5.00%	2015 年 9 月
10	友利控股 000584.SZ	中清龙图	100%	13.70%	5.00%	2015 年 5 月
11	天润控股 002113.SZ	点点乐	100%	14.14%	5.00%	2015 年 5 月
12	顺荣三七 002555.SZ	三七玩	60%	13.70%	4.00%	2014 年 12 月
13	三五互联 300051.SZ	道熙科技	100%	14.39%	5.00%	2014 年 12 月
算术平均值				13.88%	4.17%	

注：风险系数为可比案例中 WACC 计算过程中的“企业特有风险”。

上述可比交易中折现率最高的为 14.39%，最低为 13.10%，平均值为 13.88%。风险系数最高为 5.00%，最低为 3.00%，平均值为 4.17%。上海久之润本次评估折现率取 13.56%（2016-2018 年）和 13.55%（2019 年及以后），风险系数 3.50%，取值较为合理。

（七）经营性资产（溢余资产、其他资产及负债）差异情况及差异原因

单位：万元

基准日	溢余资产	其他资产及负债	合计
2015-6-30	0.00	-851.87	-851.87
2015-12-31	16,000.00	-8,175.00	7,825.00
差异	16,000.00	-7,323.13	8,676.87

本次评估溢余资产和其他资产及负债合计数较前次增加了 8,676.87 万元，具体原因如下表所示：

1、溢余资产差异情况及差异原因

	金额（万元）	差异情况及原因
本次评估 基准日 2015-12-31	16,000.00	本次评估，溢余资产主要来自于两方面，一方面来自于电广传媒支付的增资款，另一方面来自于 2015 年度实现的未分配利润。
前次评估 基准日 2015-6-30	0.00	

2、其他资产及负债差异情况及差异原因

其他资产及负债的差异中，主要差异为其他负债差异 7,500 万元，其他差异较小。其他负债差异具体如下：

	金额（万元）	差异情况及原因
本次评估 基准日 2015-12-31	-10,000.00	本次评估，其他负债系基准日 2015 年 12 月 31 日公司应付股利；前次评估，其他负债系公司其他应付款中应付上海音佳商务咨询有限公司的投资款，账面价值 2,500.00 万元。

经核查，我们认为：上海久之润 2015 年实际业绩与评估预测业绩的差异主要原因为部分游戏收入未达预期，以及游戏上线不及预期。截至本次反馈意见回复之日，上线游戏不及预期的影响因素已基本消除，上海久之润已经制定针对性运营与营销措施以提升部分游戏的收入，本次评估对游戏收入流水做出适度下调。

从 2016 年-2018 年《劲舞团》预测流水来看，本次 2015-12-31 评估的预测流水低于前次 2015-6-30 评估的预测流水。预测流水与实际流水的差异实际上是《劲舞团》日常运营过程中的正常波动，基于《劲舞团》2015 年度流水实际完成情况、上海久之润运营团队计划在 2016 年推出的《劲舞团》运营活动、《劲舞团》总体流水的预测趋势，整体来看对于《劲舞团》2016-2018 年经营流水的预测具备合理性。

17、请你公司补充披露：1）上海久之润 2016-2018 年主要游戏产品预测收入情况、具体参数预测依据及合理性，包括但不限于月活跃用户、付费用户量、ARPPU 等。2）上海久之润 2016 年-2020 年预测净利润率高于大部分同行业公司水平，且至 2020 年仍保持 29% 的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露上海久之润 2016-2018 年主要游戏产品预测收入情况、具体参数预测依据及合理性

上海久之润正在运营的主要游戏产品为《劲舞团》、《机动战士敢达 OL》、《超级舞者》和《玄天之剑》四款客户端游戏。在对上述游戏产品进行收入预测时，自 2016 年 1 月至 2018 年 12 月（三年）分明细对各款游戏进行预测，自 2019

年至 2020 年不再单独预测各款游戏明细收入,而是在 2018 年收入合计的基础上,结合我国网络游戏市场增长情况,考虑一定的年增长率予以预测。

(一) 营业收入预测方法、具体参数预测依据

1、营业收入计算公式

单个客户端具体收入预测模型如下:

$$\begin{aligned}\text{单个客户端游戏月收入} &= \text{月付费用户数} \times \text{ARPPU 值} \times \text{分成比例} \\ &= \text{月活跃用户} \times \text{月活跃用户付费率} \times \text{ARPPU 值} \times \text{分成比例}\end{aligned}$$

2、游戏产品运营指标

(1) ARPPU 值

ARPPU 指即付费用户的平均消费水平。通过对公司历史运营指标的研究,结合公司管理层对游戏产品及市场的判断分析,充分考虑市场行业数据,确定公司游戏产品的 ARPPU 值测算指标。

影响 ARPPU 值的因素包括游戏类型、游戏质量的好坏、运营活动的力度、大 R (一次性充值较大金额或累计充值金额较大) 影响、用户群特征的吻合度以及用户付费能力,上述因素是游戏从始至终都会起作用的因素。

游戏初期 ARPPU 值较低,主要因用户对游戏的尝试心理、初期运营活动的特征、以及大 R 尚未出现等。随着推广以及活跃用户的增多,用户逐渐对游戏认可,大 R 用户逐渐出现,因此 ARPPU 值也逐渐提升。到游戏后期,随着付费人数的减少,留存用户中深度玩家的占比提高。这些深度玩家在游戏中投入了较多的精力、情感和资金,退出成本较高,粘性较大,付费用户向深度玩家的集中使得 ARPPU 值在游戏后期升高。

(2) 月活跃用户

在当月时间范围内,有过登录、登出动作或者保持心跳的用户。上海久之润的主要游戏产品上线初期呈增长趋势,至高位之后开始逐步下降。

$$\text{月活跃用户数} = \text{上月老用户的月留存} + \text{本月新增注册用户数}$$

（3）月活跃用户付费率

付费率是实际付费用户数量占活跃用户的比率。一般道具收费制游戏产品的付费率在 0%-15%之间波动，当游戏达到稳定期后曲线较为稳定。

付费率=付费用户/活跃用户

（4）月均付费用户

付费用户=月活跃用户数×月活跃用户付费率

（5）分成比例

分成比例系指企业实际获得的游戏收入占游戏流水的比例。

（二）主要游戏产品报告期内运营情况及未来年度预测情况

1、《劲舞团》

《劲舞团》是一款以舞蹈音乐为主题的社交网络游戏，列入国家文化部首批适合未成年人网络游戏产品，2005 年 7 月正式上线。

（1）2014 年度、2015 年度、2016 年 1-6 月主要游戏关键指标

报告期内《劲舞团》主要运营数据情况如下：

单位：人，元

劲舞团	2014 年			
	月活跃用户	付费用户量	ARPPU	付费率
2014 年 1 月	1,083,828	89,228	176.68	8.23%
2014 年 2 月	1,017,549	111,896	143.33	11.00%
2014 年 3 月	1,065,745	121,218	132.12	11.37%
2014 年 4 月	1,015,809	98,831	170.38	9.73%
2014 年 5 月	1,001,864	100,170	153.69	10.00%
2014 年 6 月	944,151	91,918	152.56	9.74%
2014 年 7 月	921,420	92,248	179.65	10.01%
2014 年 8 月	906,007	92,343	176.39	10.19%
2014 年 9 月	844,997	100,796	163.65	11.93%
2014 年 10 月	828,792	77,980	184.60	9.41%
2014 年 11 月	926,898	66,389	241.92	7.16%
2014 年 12 月	951,693	85,640	246.72	9.00%
平均值	959,063	94,055	176.81	9.81%

劲舞团	2015 年			
	月活跃用户	付费用户量	ARPPU	付费率
2015 年 1 月	952,008	84,799	188.03	8.91%
2015 年 2 月	849,624	66,196	195.16	7.79%
2015 年 3 月	944,597	70,945	227.20	7.51%
2015 年 4 月	912,484	70,281	213.09	7.70%
2015 年 5 月	913,413	71,508	224.38	7.83%
2015 年 6 月	897,791	72,214	203.02	8.04%
2015 年 7 月	852,565	73,537	216.45	8.63%
2015 年 8 月	880,234	76,579	198.18	8.70%
2015 年 9 月	776,093	68,552	215.85	8.83%
2015 年 10 月	746,728	67,900	232.86	9.09%
2015 年 11 月	703,756	61,939	238.21	8.80%
2015 年 12 月	680,804	54,724	283.40	8.04%
平均值	842,508	69,931	219.65	8.32%
劲舞团	2016 年 1-6 月			
	月活跃用户	付费用户量	ARPPU	付费率
2016 年 1 月	678,706	67,115	222.24	9.89%
2016 年 2 月	632,580	59,539	224.00	9.41%
2016 年 3 月	725,295	63,744	229.48	8.79%
2016 年 4 月	670,842	60,293	239.13	8.99%
2016 年 5 月	643,428	57,750	238.86	8.98%
2016 年 6 月	652,701	60,662	224.92	9.29%
平均值	667,259	61,517	229.77	9.23%

(2) 2016 年-2018 年主要游戏关键指标

	2016 年	2017 年	2018 年
月平均活跃用户（万人）	67.25	66.05	64.85
月平均付费用户（万人）	5.75	5.55	5.25
ARPPU（元）	265	245	230
平均付费率	8.55%	8.40%	8.10%

注：平均付费率取自 2016 年-2018 年游戏预测数据，不必然等于月平均付费用户除以月平均活跃用户，下同

2、《超级舞者》

《超级舞者》是公司自主研发的一款音舞类游戏，产品于 2005 年 12 月正式运营，2007 年被评为金翎奖最受喜爱十大网络游戏。

(1) 2014 年度、2015 年度、2016 年 1-6 月主要游戏关键指标

报告期内《超级舞者》主要运营数据情况如下：

单位：人，元

超级舞者	2014 年			
	月活跃用户	付费用户量	ARPPU	付费率
2014 年 1 月	520,562	54,725	127.76	10.51%
2014 年 2 月	301,264	33,784	86.01	11.21%
2014 年 3 月	322,934	40,923	84.44	12.67%
2014 年 4 月	319,782	41,939	102.21	13.11%
2014 年 5 月	308,673	46,465	108.69	15.05%
2014 年 6 月	332,251	52,974	106.05	15.94%
2014 年 7 月	352,276	54,166	132.55	15.38%
2014 年 8 月	330,121	52,441	125.03	15.89%
2014 年 9 月	326,992	50,228	116.88	15.36%
2014 年 10 月	372,483	44,639	130.12	11.98%
2014 年 11 月	407,487	42,806	178.01	10.50%
2014 年 12 月	378,436	37,150	187.13	9.82%
平均值	356,105	46,020	123.74	13.12%
超级舞者	2015 年			
	月活跃用户	付费用户量	ARPPU	付费率
2015 年 1 月	328,862	38,691	172.51	11.77%
2015 年 2 月	325,421	32,052	159.96	9.85%
2015 年 3 月	320,270	34,117	163.51	10.65%
2015 年 4 月	316,734	32,650	160.79	10.31%
2015 年 5 月	306,245	34,567	160.28	11.29%
2015 年 6 月	315,092	36,297	152.69	11.52%
2015 年 7 月	314,682	38,947	151.14	12.38%
2015 年 8 月	314,573	40,115	146.61	12.75%
2015 年 9 月	281,627	39,992	142.09	14.20%
2015 年 10 月	301,617	36,691	160.14	12.16%
2015 年 11 月	370,142	38,095	197.96	10.29%
2015 年 12 月	356,634	36,325	204.53	10.19%
平均值	320,992	36,545	164.35	11.45%
超级舞者	2016 年 1-6 月			
	月活跃用户	付费用户量	ARPPU	付费率
2016 年 1 月	310,059	35,161	163.18	11.34%
2016 年 2 月	303,578	29,304	172.34	9.65%
2016 年 3 月	309,431	31,446	171.59	10.16%
2016 年 4 月	307,037	31,198	183.37	10.16%
2016 年 5 月	305,281	31,759	171.75	10.40%

2016 年 6 月	303,568	32,235	167.51	10.62%
平均值	306,492	31,851	171.62	10.39%

(2) 2016 年-2018 年主要游戏关键指标

	2016 年	2017 年	2018 年
月平均活跃用户 (万人)	23.75	14.2	11.8
月平均付费用户 (万人)	2.25	1.19	0.99
ARPPU (元)	150	125	105
平均付费率	9.38%	8.40%	8.40%

3、《机动战士敢达》

《机动战士敢达 OL》是一款重度 FPS 类型的竞技对战游戏，于 2015 年 1 月正式上线。

(1) 2015 年度、2016 年 1-6 月主要游戏关键指标

报告期内，《机动战士敢达 OL》主要运营数据情况如下：

单位：人，元

机动战士敢达 OL	2015 年			
	月活跃用户	付费用户量	ARPPU	付费率
2015 年 1 月	100,185	8,044	167.61	8.03%
2015 年 2 月	178,732	25,926	383.42	14.51%
2015 年 3 月	159,771	21,328	287.55	13.35%
2015 年 4 月	137,422	31,414	373.33	22.86%
2015 年 5 月	138,237	16,692	396.67	12.07%
2015 年 6 月	127,723	21,007	319.49	16.45%
2015 年 7 月	131,319	18,808	496.17	14.32%
2015 年 8 月	110,412	17,605	315.12	15.94%
2015 年 9 月	102,002	16,897	381.22	16.57%
2015 年 10 月	105,196	17,899	476.59	17.01%
2015 年 11 月	83,267	13,134	410.89	15.77%
2015 年 12 月	83,167	11,522	341.64	13.85%
平均值	121,453	18,356	362.48	15.06%
机动战士敢达 OL	2016 年 1-6 月			
	月活跃用户	付费用户量	ARPPU	付费率
2016 年 1 月	82,199	9,784	319.17	11.90%
2016 年 2 月	77,141	10,029	448.05	13.00%
2016 年 3 月	61,360	9,972	407.36	16.25%

2016 年 4 月	71,066	11,836	365.25	16.65%
2016 年 5 月	67,658	11,683	355.72	17.27%
2016 年 6 月	64,677	10,672	393.05	16.50%
平均值	70,684	10,663	381.43	15.26%

(2) 2016 年-2018 年主要游戏关键指标

	2016 年	2017 年	2018 年
月平均活跃用户 (万人)	14.45	13.25	12.05
月平均付费用户 (万人)	2.20	1.89	1.60
ARPPU (元)	400	365	310
平均付费率	15.25%	14.25%	13.25%

4、《玄天之剑》

《玄天之剑》是上海久之润自主研发的，玄幻题材大型 3D 在线网络角色扮演游戏，于 2012 年 9 月正式上线。

(1) 2014 年度、2015 年度、2016 年 1-6 月主要游戏关键指标

报告期内《玄天之剑》主要运营数据情况如下：

单位：人，元

玄天之剑	2014 年			
	月活跃用户	付费用户量	ARPPU	付费率
2014 年 1 月	181,693	28,103	139.33	15.47%
2014 年 2 月	169,203	19,743	88.85	11.67%
2014 年 3 月	160,500	27,844	83.72	17.35%
2014 年 4 月	162,681	23,982	101.29	14.74%
2014 年 5 月	158,879	28,311	82.67	17.82%
2014 年 6 月	155,448	25,714	97.88	16.54%
2014 年 7 月	152,386	24,940	118.20	16.37%
2014 年 8 月	151,276	25,616	95.71	16.93%
2014 年 9 月	148,262	23,004	109.87	15.52%
2014 年 10 月	141,190	15,997	112.05	11.33%
2014 年 11 月	151,995	24,752	161.72	16.28%
2014 年 12 月	151,121	17,927	186.47	11.86%
平均值	157,053	23,828	114.81	15.16%
玄天之剑	2015 年			
	月活跃用户	付费用户量	ARPPU	付费率
2015 年 1 月	151,058	24,240	116.62	16.05%

2015 年 2 月	141,888	20,474	138.81	14.43%
2015 年 3 月	139,452	16,136	148.79	11.57%
2015 年 4 月	127,901	12,342	146.62	9.65%
2015 年 5 月	122,603	14,314	138.53	11.68%
2015 年 6 月	125,727	12,332	137.08	9.81%
2015 年 7 月	122,716	14,491	130.28	11.81%
2015 年 8 月	124,635	16,494	105.50	13.23%
2015 年 9 月	118,218	18,498	95.07	15.65%
2015 年 10 月	111,777	17,965	108.22	16.07%
2015 年 11 月	131,877	13,972	181.52	10.59%
2015 年 12 月	114,402	10,569	193.08	9.24%
平均值	127,688	15,986	136.68	12.48%
玄天之剑	2016 年 1-6 月			
	月活跃用户	付费用户量	ARPPU	付费率
2016 年 1 月	106,677	11,696	138.59	10.96%
2016 年 2 月	112,349	11,316	156.60	10.07%
2016 年 3 月	120,493	13,974	153.34	11.60%
2016 年 4 月	113,622	13,487	140.12	11.87%
2016 年 5 月	114,377	12,120	144.12	10.60%
2016 年 6 月	113,369	13,113	129.82	11.57%
平均值	113,481	12,618	143.77	11.11%

(2) 2016 年-2018 年主要游戏关键指标

	2016 年	2017 年	2018 年
月平均活跃用户（万人）	10.10	8.35	7.15
月平均付费用户（万人）	1.00	0.78	0.59
ARPPU（元）	125.00	112.50	102.50
平均付费率	9.90%	9.30%	8.25%

(三) 主要游戏产品未来年度预测依据及合理性

根据主要游戏产品报告期内的运营数据与未来年度预测情况的对比，主要游戏预测期的活跃用户数、平均付费用户数均未超过对应游戏的历史最高水平，且呈下降趋势，游戏运营指标在预测时相对谨慎。从 2016 年上半年游戏运营数据比较来看，除《机动战士敢达 OL》预测期活跃用户数、平均付费用户数与实际情况有较大差异外，其他游戏产品的运营数据与预测数据差异均在合理范围内。主要游戏产品预测期运营指标与实际运营指标对比如下：

运营指标	劲舞团	机动战士敢	超级舞者	玄天之剑
------	-----	-------	------	------

			达 OL		
月平均活跃用户（万人）	2016 年预测	67.25	14.45	23.75	10.1
	1-6 月实际	66.73	7.07	30.65	11.35
	差异	-0.52	-7.38	6.90	1.25
月平均付费用户（万人）	2016 年预测	5.75	2.20	2.25	1.00
	1-6 月实际	6.15	1.07	3.19	1.26
	差异	0.40	-1.13	0.94	0.26
ARPPU 值（元）	2016 年预测	265	400	150	125
	1-6 月实际	229.77	381.43	171.62	143.77
	差异	-35.23	-18.57	21.62	18.77
付费率	2016 年预测	8.55%	15.25%	9.38%	9.90%
	1-6 月实际	9.22%	15.26%	10.39%	11.11%
	差异	0.67%	0.01%	1.01%	1.21%

二、上海久之润 2016 年-2020 年预测净利润率高于大部分同行业公司水平，且至 2020 年仍保持 29%的原因及合理性

（一）2016 年-2020 年预测净利润率

本次评估预测的 2016 年-2020 年净利润率如下表所示：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	50,237.03	57,856.09	64,156.64	68,177.84	70,506.81
净利润	10,264.41	13,027.85	14,710.41	15,112.22	15,595.42
净利润率	20.43%	22.52%	22.93%	22.17%	22.12%

重组报告书中上海久之润 2016 年-2020 年预测净利润率为人工录入错误，修正后如下：“上海久之润 2016 年-2020 年预测净利润率分别为 20.43%、22.52%、22.93%、22.17%、22.12%。”

（二）预测净利润率的合理性

1、历史年度净利润率水平

单位：万元

项目	2013 年	2014 年	2015 年
营业收入	39,917.59	36,303.00	39,404.25
净利润	11,150.48	8,941.33	11,124.43
净利润率	27.93%	24.63%	28.23%

由上表可知，2016 年-2020 年预测的净利润占营业收入的比值，低于上海久之润 2013 年-2015 实际净利润率，从历史年度经营情况来看本次评估预测的净利润率相对谨慎。

2、可比同行业公司 2016 年至 2020 年净利润率预测情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
雷尚科技	54.72%	55.00%	57.49%	57.92%	57.61%
雪鲤鱼	31.92%	30.57%	30.38%	30.05%	29.87%
值尚互动	39.02%	41.15%	37.85%	37.10%	36.88%
天上友嘉	70.02%	70.13%	70.11%	70.30%	70.56%
巨人网络	38.83%	37.55%	36.14%	37.32%	36.36%
完美世界	16.36%	17.21%	17.36%	17.29%	16.84%
平均值	41.81%	41.94%	41.56%	41.66%	41.35%

注：以上数据根据上述公司已公告的重组报告书及评估报告整理计算

相较于国内同行业公司净利润率水平，评估预测的上海久之润净利润率在合理范围内。

经核查，我们认为除《机动战士敢达 OL》活跃用户、付费用户低于预期外，上海久之润 2016 年-2018 年其他主要游戏产品预测的相关参数相对谨慎，实际运营数据与预测数据差异均在合理范围内，收入预测具有合理性；上海久之润 2016 年-2020 年预测净利润率低于其 2013 年-2015 实际净利润率，与国内同行业公司相比，净利润率水平亦在合理范围内，上海久之润评估预测净利润率具备合理性。

18、请你公司补充披露：1）上海久之润初次评估（评估基准日为 2014 年 12 月 31 日）预测 2018 年开始净利润出现较大下滑，而本次评估预测 2019 年度及以后盈利规模保持稳定的依据及合理性。2）上海久之润本次评估预测的净利润较初次评估值低，但整体估值仍高于初次评估的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、上海久之润初次评估预测 2018 年开始净利润出现较大下滑，而本次评估预测 2019 年度及以后盈利规模保持稳定的依据及合理性

上海久之润本次评估与初次评估对净利润预测差异如下：

单位：万元

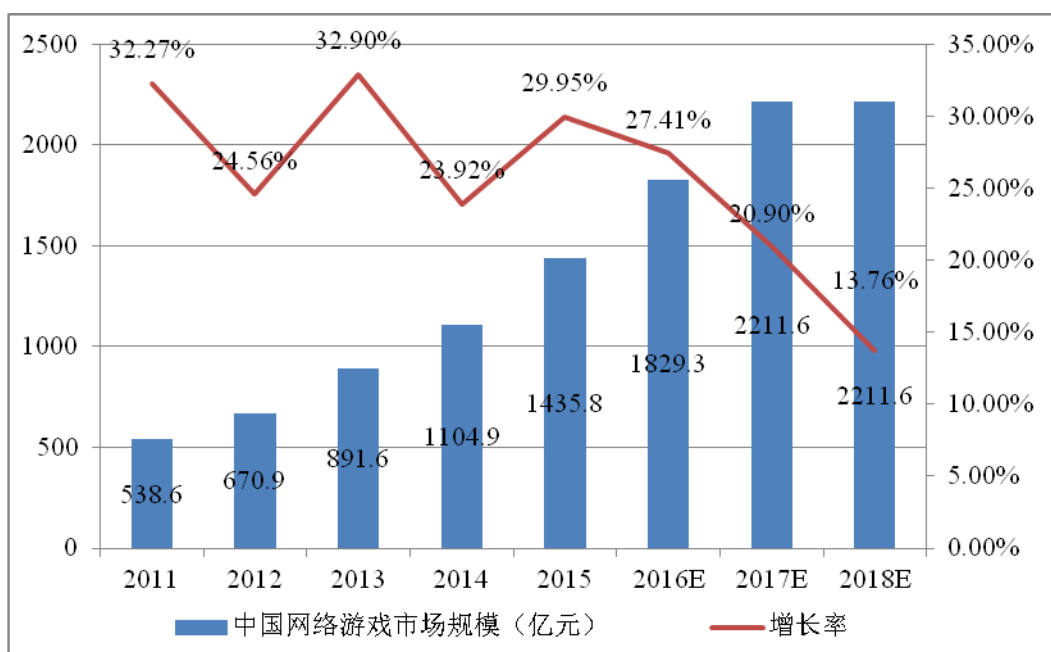
	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度
初次评估-净利润	12,607.22	14,914.07	16,381.74	16,286.91	12,971.74	12,971.74
本次评估-净利润	-	10,264.41	13,027.85	14,710.41	15,112.22	15,595.42
变动（%）	-	-31.18%	-20.47%	-9.68%	16.50%	20.23%

初次评估预测 2018 年开始上海久之润净利润出现较大下滑，本次评估基于网络游戏市场的整体发展状况及上海久之润业务实际发展情况，预测 2019 年度及以后盈利规模保持稳定，本次预测的合理性如下：

（一）网络游戏市场规模持续快速增长，保证了利润增长的可持续性

根据艾瑞咨询发布的《2016 年中国网络游戏行业季度数据报告》，2016 年第一季度，中国网络游戏市场规模达到 415 亿元，同比增长 30.2%。同时，根据艾瑞咨询发布的《2011-2018 中国网络游戏市场规模》，受益于：（1）硬件上，光纤网络和移动 4G 网络的全面普及为网络游戏的发展提供了良好的硬件设施；（2）需求上，人民生活水平快速提升，人们对娱乐的需求越来越重；（3）企业经营层面，创新型的商业模式与运营模式为行业带来更多渠道，艾瑞咨询预计 2016 年至 2018 年中国网路游戏市场增长率分别为 27.41%，20.90%和 13.76%。中国网络游戏市场规模在 2016 年至 2018 年仍将保持两位数增长，这与本次评估所预测的增长趋势是相符的。

2011-2018 中国网络游戏市场规模



(二) 行业可比公司未来预测净利润增长率情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
雷尚科技	24.46%	25.51%	21.01%	8.07%	
雪鲤鱼	46.15%	32.63%	20.17%	4.81%	
值尚互动	50.96%	29.28%	7.14%	7.11%	7.98%
天上友嘉	33.34%	23.67%	18.82%	14.58%	6.13%
巨人网络	64.66%	20.09%	24.95%	17.35%	3.47%
完美世界	32.41%	31.57%	20.48%	16.58%	10.23%
平均值	42.00%	27.13%	18.76%	11.42%	6.95%

注：以上数据根据上述公司已公告的重组报告书及评估报告整理计算

本次评估预测的 2016 年-2020 年净利润增长率如下表所示：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净利润增长率	8.57%	26.92%	12.92%	2.73%	3.20%

相较于国内同行业公司的净利润率增长水平，评估预测的上海久之润净利润在合理范围内。

二、上海久之润本次评估预测的净利润较初次评估值低，但整体估值仍高于初次评估的原因及合理性

(一) 本次评估与初次评估的主要差异

初次评估时，上海久之润预测 2016 年-2018 年净利润高于本次预测净利润，预测 2019 年至永续年度净利润低于本次预测净利润。初次评估时，上海久之润折现率为 13.81%，本次评估时，上海久之润 2016 年-2018 年折现率取 13.56%，2019 年及以后取 13.55%，低于初次评估。受上述主要变化的影响，上海久之润本次评估预测的 2016 年-2018 年净利润较初次评估值较低，但整体估值仍高于初次评估。

（二）上海久之润估值的合理性

上海久之润的相对估值水平如下：

项目	2016 年预测	2017 年预测	2018 年预测
上海久之润30%股权交易作价（万元）	36,000		
上海久之润100%股权作价（万元）	120,000		
上海久之润预测净利润（万元）	10,264.41	13,027.85	14,710.41
交易市盈率（倍）	11.69	9.21	8.16
平均值	9.69		

截至2015年12月31日，上海久之润定价市盈率与同行业可比交易案例的对比情况如下：

可比案例	预测第1年 (P/E)	预测第2年 (P/E)	预测第3年 (P/E)	算术平均值
雷尚科技	13.97	11.22	8.94	11.37
雪鲤鱼	13.18	9.94	8.27	10.47
值尚互动	14.57	9.65	7.46	10.56
天上友嘉	16.41	12.30	9.95	12.89
巨人网络	21.57	13.10	10.91	15.19
完美世界	20.25	15.30	11.63	15.73
平均值	16.66	11.92	9.53	12.70

注：以上数据根据上述公司已公告的重组报告书及评估报告整理计算

上表数据显示，以预测 PE 倍数算术平均值数据为基础，上海久之润同行业可比标的的平均市盈率为 12.70 倍。上海久之润 PE 倍数算术平均值为 9.69 倍，低于同行业可比交易水平。

经核查，我们认为：本次评估基于网络游戏市场的整体发展状况及上海久之润业务实际发展情况进行合理预测，上海久之润预测净利润与同行业可比公司相比处于合理范围内，上海久之润本次评估预测 2019 年度及以后盈利规模保持稳

定具有合理性；两次评估基准日不同，对未来盈利预测及折现率的取值存在差异，本次评估中上海久之润的相对估值水平及与同行业可比公司的预测净利润 PE 倍数均处于合理范围内，整体估值具备合理性。

本页无正文，为《开元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》（161597 号）审核意见的回复》之签章页。

开元资产评估有限公司

年 月 日