

中联资产评估集团有限公司关于上海证券交易所《关于对浙江万好万家文化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暨关联交易预案信息披露的二次问询函》相关问题之核查意见
上海证券交易所：

根据上海证券交易所于 2016 年 9 月 1 日下发的《关于对浙江万好万家文化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暨关联交易预案信息披露的问询函》(上证公函【2016】0992 号)中的相关要求，中联资产评估集团有限公司作为本次重组的资产评估机构，对有关问题进行了认真分析，现根据审核意见函所涉问题进行说明和解释，具体情况如下：

4、快屏网络 2015 年 11 月主营业务由流量分发变为电竞相关运营业务。其现任股东于 2015 年 10 月以 100 万元对价取得公司股权，在 9 个月的时间内，上市公司拟以 3.7 亿元收购快屏网络，增值率高达 370 倍。一次回复公告显示，两者相差较大的原因是其主营业务发生了较大转变，财务状况也发生了较大变化。请补充披露：（1）截止 2015 年底快屏网络与各主播签约的起始时间，及其与直播平台的签约时间、签约主体；（2）快屏网络业务转型以来各月各业务经营情况，包括但不限于实际完成主播时长、收入分成比例、收入、成本与毛利等，并说明各业务是否存在月份或季节性波动，补充说明评估依据及估值的合理性；（3）补充披露隆麟网络的前述指标。结合前述数据及标的公司电竞业务运营时间均不满 1 年的情况，说明标的公司盈利能力的不确定性。请财务顾问及评估师发表意见。

回复：

（一）截止 2015 年底快屏网络与各主播签约的起始时间，及其与直播平台的签约时间、签约主体；

截至 2015 年末，快屏网络签约主播与直播平台签约情况如下：

序号	主播	签约起始时间	签约直播平台	与直播平台签订三方协议时间
1	杨丰智（艺名“小智”）	2015/11	全民 TV	2015/11
2	吴思豪（艺名“小漠”）	2015/11	全民 TV	2015/11
3	张瑞恒（艺名“碧哥”）	2015/11	全民 TV	2015/12
4	刘威（艺名“蓝猫”）	2015/11	全民 TV	2015/12
5	赵亚龙（艺名“小龙”）	2015/11	全民 TV	2015/12
6	王健（艺名“麒麟臂”）	2015/12	全民 TV	2016/1
7	黄兴隆（艺名“蔚”）	2015/11	全民 TV	2015/11

（二）快屏网络业务转型以来各月各业务经营情况，包括但不限于实际完成主播时长、收入分成比例、收入、成本与毛利等，并说明各业务是否存在月份或季节性波动，补充说明评估依据及估值的合理性；

快屏网络自 2015 年 11 月业务转型以来各业务每月经营指标如下：

业务	指标	2015 年 11 月	2015 年 12 月	2016 年 1 月	2016 年 2 月	2016 年 3 月	2016 年 4 月	2016 年 5 月	2016 年 6 月
直播业务	实际完成主播时长	28	368	930	1364	1226	1725	1705	2518
	收入分成比例	30.00%	32.38%	32.45%	32.10%	31.80%	44.73%	42.19%	44.46%
	收入（万元）	290.88	330.19	332.74	339.34	341.07	428.06	395.28	419.06
	成本（万元）	203.62	223.27	224.75	230.41	232.62	236.58	228.50	232.74
	毛利率	30.00%	32.38%	32.45%	32.10%	31.80%	44.73%	42.19%	44.46%
	毛利（万元）	87.26	106.92	107.98	108.93	108.45	191.48	166.78	186.32
电商业务	收入分成比例	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
	收入（万元）	75.47	75.47	75.47	75.47	160.38	160.38	160.38	160.38
	成本（万元）	52.83	52.83	52.83	52.83	112.26	112.26	112.26	112.26
	毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利（万元）	22.64	22.64	22.64	22.64	48.12	48.12	48.12	48.12
推广业务	收入（万元）	106.13	106.13	107.08	106.13	115.57	152.76	173.58	264.00
	成本（万元）	74.29	74.29	74.95	74.29	74.29	93.66	89.29	136.85
	毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	35.71%	38.69%	48.56%	48.16%
	毛利（万元）	31.84	31.84	32.13	31.84	41.28	59.10	84.29	127.15
其他	收入（万元）	190.63	658.92	141.67	-	-	-	-	-
	成本（万元）	30.26	159.90	184.39	-	-	-	-	-

业	毛利率	84.13%	75.73%	-30.16%	-	-	-	-	-
务	毛利（万元）	160.37	499.02	-42.72	-	-	-	-	-

注：直播收入包括直播金及礼物分成，其中礼物分成收入与直播时长无关。

2015 年 11 月全民 TV 成立不久，正处于测试阶段，直播平台为提前锁定明星主播，期初未对直播时长进行考核，因此实际直播小时数较少。随着业务的逐步展开，快屏网络主播完成直播时长的增加，快屏网络直播业务收入呈稳步增长趋势，预估该业务未来仍将维持增长趋势；电商业务每月波动较小，预估该业务未来保持现有月均规模；快屏网络推广业务自 2016 年第二季度以来增长迅速，且随着业务规模的扩大，各类推广活动的增加，相应毛利率也持续提升，预估未来随着公司直播业务的扩大，公司主播人气的提升、公司客户的积累，公司推广业务规模仍将持续增长，毛利率呈稳步上升趋势，综合考虑未来随着市场竞争及公司规模扩大，预计未来毛利率仍维持目前水平。

（三）补充披露隆麟网络的前述指标。

截至 2016 年 6 月 30 日，隆麟网络签约主播与直播平台签约情况如下：

序号	艺名	真名	签约起始时间	签约直播平台	与直播平台签订三方协议时间
1	fly100%	陆维梁	2016/1	斗鱼	2016/1
2	820	邹倚天	2016/1	斗鱼	2016/5
3	皮小秀	曹悦	2016/4	熊猫	2016/4
4	誓约	唐磊	2016/1	斗鱼	2016/1/1
5	霸哥	王慕霸	2016/1	斗鱼	2016/1
6	JY	戴士	2016/4	熊猫	2016/4
7	Solofeng	王正	2016/1	斗鱼	2016/1
8	小楼	秦柳	2016/1	熊猫	2016/4
9	寂寞致幻	陈巍	2016/1	熊猫	2016/7
10	卷毛	冯卓君	2016/1	斗鱼	2016/6
11	海涛	周凌翔	2016/1	斗鱼	2016/1
12	Alex	卞正伟	2016/1	斗鱼	2016/1
13	戴尔	周浩东	2016/1	斗鱼	2016/1
14	六月、暴躁的猪仔	邓晋	2016/1	斗鱼	2016/1

隆麟网络自 2016 年初业务转型以来各业务每月经营指标如下：

业务	指标	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
直播业务	实际完成主播时长	1,374.19	1,173.27	1,356.12	1,193.21	1,351.00	1,266.34
	收入分成比例	25.92%	26.44%	26.43%	28.12%	29.14%	27.90%
	收入（万元）	97.69	89.78	89.96	134.87	198.85	231.24
	成本（万元）	74.40	68.07	68.22	98.97	142.95	168.76

	毛利率	23.84%	24.18%	24.17%	26.61%	28.11%	27.02%
	毛利（万元）	23.29	21.71	21.74	35.89	55.90	62.48
电 商 业务	收入分成比例	-	-	30%	30%	30%	30%
	收入（万元）	-	-	141.51	141.51	141.51	142.43
	成本（万元）	-	-	101.29	101.29	101.29	101.29
	毛利率			28.42%	28.42%	28.42%	28.89%
	毛利（万元）	-	-	40.22	40.22	40.22	41.14
推 广 及 其 他 业 务	收入（万元）	-	1.97	10.82	512.99	1,005.53	1,073.81
	成本（万元）	-	1.57	9.42	90.25	450.14	134.85
	毛利率		20.29%	12.93%	82.41%	55.23%	87.44%
	毛利（万元）	-	0.40	1.40	422.74	555.39	938.95

注：直播收入包括直播金及礼物分成，其中礼物分成收入与直播时长无关。

随着业务的逐步展开，隆麟网络主播完成直播时长的增加，隆麟网络直播业务收入呈稳步增长趋势，收入分成比例相对稳定，预估该业务未来仍将维持增长趋势；电商业务每月波动较小，预估该业务未来保持现有月均规模；隆麟网络推广业务及其他自 2 月份产生收入以来增长迅速，隆麟网络推广及其他业务包括视频、赛事、推广等，自 4 月份以来隆麟网络依托自身资源开拓的整合营销业务增加相应的毛利率有较大提升。预估未来随着公司直播业务的扩大，公司客户的积累，公司推广业务规模仍将维持持续增长，收入分成比例目前较高，未来随着市场竞争及公司规模扩大，毛利率维持目前水平。

（四）结合前述数据及标的公司电竞业务运营时间均不满 1 年的情况，说明标的公司盈利能力的不确定性。请财务顾问及评估师发表意见。

虽然标的公司电竞相关业务运营时间均不满 1 年，但经纪业务及相关商务运营已有成熟的模式基础，2016 年 1-6 月盈利情况较好，各项业务发展迅速。标的公司业务发展将依托于主播培训、人才机制以及业务的开拓力度，但由于电竞行业尚属于新兴行业，若未来市场发生较大变化，且标的公司不能及时跟进，则可能影响其未来盈利能力。

评估师核查后认为，两家标的公司自业务转型以来电竞经纪及商务运营业务不满 1 年，虽经纪业务及相关商务运营已有成熟的模式基础，且两家标的公司 2016 年 1-6 月盈利情况较好，各项业务发展迅速。但若未来市场发生较大变化，而标的公司不能及时应对，则可能影响其未来盈利能力。

6、选手/主播是整个电竞行业的关键资源。一次回复公告显示，隆麟网络股

东主播的毛利贡献占所有主播毛利贡献的 90%以上，快屏网络持股主播的毛利贡献占比在 68%以上，而且股东主播作为标的公司的主要主播，是标的公司的毛利的主要来源。（1）结合两个标的公司股东主播的主播生命周期、收入分成比例与同行业相似主播、标的公司其他主播的区别，说明两个标的公司盈利是否具有可持续性及其估值是否具有合理性；（2）对比同行业主要竞争对手同级别主播平均分成比例，说明标的公司当前分成比例的主要确定依据和合理性；（3）随着主播自身发展和竞争态势的变化，标的公司能否长期持续维持主播队伍和现有分成比例；（4）标的公司的主要主播同时是其股东，交易对方是否存在通过分成比例让利于标的资产，提高标的资产净利润从而提高其估值的行为，业绩承诺期满后是否存在核心人员流失、分成比例降低的风险。如认为不存在，提供相应的保障措施。如认为存在，量化分析对标的资产估值的影响。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

（一）结合两个标的公司股东主播的主播生命周期、收入分成比例与同行业相似主播、标的公司其他主播的区别，说明两个标的公司盈利是否具有可持续性及其估值是否具有合理性；

主播作为经纪公司的一个产品，其生命周期是从入行出道开始，至无法产生商业价值的时间，主播生命周期是一个动态变化的过程，如果过度消费主播人气，不注重价值维护，其生命周期必然缩短。通过持续培训以及经纪公司的包装，主播生命周期也会适当延长。如同传统娱乐行业常青树型的明星，电竞行业也存在生命周期长的主播；随着市场的变化以及主播定位的调整，一些已到生命周期后期的主播也存在“翻红”的可能，类似案例在娱乐行业不胜枚举。

快屏网络股东主播小智、小漠，其进入电竞主播行业较早。小智 2008 年进入电竞行业，开始尝试个人制作视频，以解说《澄海 3C》为主。2012 年，小智开始《英雄联盟》解说，仍然以自制视频为表现形态，这一阶段，小智积累了大量的粉丝，视频点击量也增长迅速，2013 年开始，直播平台这一新媒介逐步兴起，小智也由原来的原创视频作者，成为国内电竞明星主播。历经电竞游戏的兴衰变化，观众观看习惯及偏好的变化，依然保持了较高的人气及粉丝关注度。小漠也有相似经历，从业余草根玩家中成长，开始作为一名原创视频作者。2012

年小漠制作的《英雄联盟国服第一》游戏解说系列视频受到了玩家的极大好评，人气也迅速提升，目前也是直播平台的热门主播。小智小漠在其解说的英雄联盟游戏领域，人气、身价排名在各大媒体的排行榜中均列前十，其正处于主播生命周期的黄金时期，具有较强的商业价值。

隆麟网络股东主播 JY 为英雄联盟游戏知名主播，前职业选手转型，其人气、身价排名在各大媒体排行榜中均在前十。其他股东主播如 820、Fly、皮小秀等也均是《DOTA》、《魔兽争霸》等电竞游戏的知名前职业选手，职业选手在主播领域本身属于稀缺资源，尤其取得优异成绩的职业选手，较纯素人主播更易获得粉丝认可。

标的公司股东主播入行时间早，其口才、表现力、对粉丝需求的把握经验等能力都要优于其他主播，而上述主播都较早意识到专业经纪公司对于其维系主播人气和快速把握市场变化的重要性，从而签约两家标的公司。

快屏网络从股东主播业务获取的分成比例为 30%，从其他非股东主播业务获取的分成比例为 30%-60%左右，快屏网络从股东主播业务中分成比例低于从其他主播业务的平均值，预计这种趋势仍将持续。

隆麟网络从股东主播业务中获取的分成比例为 30%，从其他非股东主播业务中获取的分成比例为 20%-100%，从股东主播获取的分成比例介于从其他主播分成比例之间，预计这种趋势仍将持续。

标的公司的本次预评估是基于两家标的业务构成以及主播层级体系的基础上进行估计，单一主播对标的公司的估值的影响并未有直接对应关系，未考虑单个股东主播生命周期或收入分成变化对估值的具体影响，单个主播必然存在生命周期，或长或短，但经纪公司的持续发展未来并不单纯依赖于单个主播。经纪公司立足于电竞直播市场，会审时度势判断直播市场对各种游戏主播的需求，对已签约主播进行资源支持，或者制定主播规划，直接签约或培养满足市场需求的新主播。但考虑到现有核心主播占标的公司收入比例的情况，核心主播的稳定性在未来一段时间内对标的公司存在一定的影响，因此，两家标的公司也制定了行之有效的措施保障核心主播的稳定性和有效约束性。

除对核心主播在经纪合约期限及违约条款、优先续约权等方面进行约束，标的公司更立足于打造平台优势，发掘培育新主播，吸引成熟主播加盟，充实主播

储备，详见本次问询函第二问（二）之答复。

（二）对比同行业主要竞争对手同级别主播平均分成比例，说明标的公司当前分成比例的主要确定依据和合理性；

无论传统艺人经纪还是电竞经纪，经纪分成均是艺人与经纪公司市场化谈判的结果，与经纪公司的运营模式、双方权利义务、双方的价值判断等因素有关，并无统一标准。此外，经纪分成对于经纪公司和艺人均属于商业敏感信息，较少公开披露资料。目前国内尚无以经纪业务独立上市的公司，经纪分成无公开信息，仅能从媒体报道等途径获得公开信息。

从经纪公司运营模式上分，一般可分为“纯经纪”模式，类似美国 CAA；“联盟”模式，利用产业链上资源服务于旗下艺人，“育人”成分更高，类似韩国 SM；“一体化”模式，即将产业链上下游纳入企业范围，“推销人”、“育人”、“用人”三位一体，类似华谊兄弟、香港 TVB¹。

美国由于行业内反垄断法规严格，唱片公司、出版公司和经纪公司泾渭分明、各司其职，形成了美国相对独立的娱乐经纪产业。美国的娱乐经纪公司更加倾向于中介的性质。对于艺人而言经纪公司只扮演代理的角色，相互之间是合作的关系，根据美国 ATA 的相关规定，经纪佣金为代理客户单次合同收入的 10%-20%。正是由于“纯经纪”的模式，美国经纪公司更能站在艺人的角度为其争取更大的利益。比较典型的如美国 CAA，经纪合约期限一般为 2-3 年，分成比例在 10%左右。

“联盟”的经纪模式为养成艺人，其投入主要体现在对媒体平台、影视剧公司、唱片公司等利益相关者的“战略联盟”关系的建立和维护上，以形成一整套服务于旗下艺人的“联盟”合作网络。这种模式主要常见于亚洲国家，其“家长制”、“保姆制”更明显。以韩国经纪公司为例，从艺人的选拔、培训到出道之后的规划都由经纪公司一手操作，包括艺人的形象策划，艺人按照经纪公司的规划参演电影电视剧、出唱片、接拍广告代言等，艺人绝对服从经纪公司的安排，自由度较低。艺人一旦通过选拔进入公司成为练习生，公司对其的投入就开始了，艺人出道前耗费了经纪公司大量的精力和资源。根据媒体公开报道²，YG、JYP、SM 是韩国的三大歌唱类经纪公司，其与艺人的分成比例别为 4: 6、5: 5、7: 3，

¹ 《影视经纪公司运营模式研究》（南京艺术学院，王杉）

² <http://news.sina.com.cn/m/gb/2015-08-26/doc-ifxhcvry1077739.shtml>

除了这三个公司，韩国甚至还有与艺人分成为 9:1 的经纪公司，而且并不占少数。

国内经纪公司较为典型的模式为“一体化”模式，比如华谊兄弟，其传媒业务布局电影、电视剧、产唱片、电影院、游戏、演出等“全产业链”，为旗下艺人提供资源更多。但这种“一体化”的模式存在天然的缺陷，即独立性较差，“创造工作与“介绍工作”的一方重合，作为影视作品的投资者目标是尽可能的降低成本，这其中就包括压低艺人薪酬；而作为艺人的经纪公司，目标就是尽可能的为艺人争取更高的薪酬，获得更多的经纪分成，“一体化”模式容易产生不可调和的矛盾。除华谊兄弟外，国内另一典型经纪公司天娱传媒，签约艺人多为湖南卫视选秀节目出身，而由天娱传媒旗下艺人拍成的电视剧也基本由湖南卫视作为平台播出。

国内经纪公司的分成比例不透明，跟艺人走红程度及对经纪公司的依赖程度有关，具体到新人，根据公开媒体报道，新人分成比例一般为“五五开”³，天娱传媒对于新艺人，经纪公司分成比例为 60%⁴。

国内电竞经纪行业与传统艺人经纪类似，不同级别主播分成比例无统一标准，是基于双方的价值判断、权利与义务，市场化谈判而确定。一般情况下，如果是签约市场上知名主播或已具备一定粉丝基础的职业选手，经纪公司获取的分成比例相对较低。如果是自主挖掘培养，类似韩国的造星模式，经纪公司获取的分成比例较高。

（三）随着主播自身发展和竞争态势的变化，标的公司能否长期持续维持主播队伍和现有分成比例；

随着国内电竞行业的快速发展，以及成功主播带来的示范效应，吸引着越来越多的电竞爱好者进入主播领域。此外，主播也是职业选手退役后的重要职业发展方向。庞大的潜在主播人群导致未来电竞主播行业产生如下特点：

①优质主播外部争夺激烈

优质主播始终是市场的稀缺资源，未来优质主播将是各经纪公司争夺的焦点。目前标的公司已与电竞领域众多知名主播签约，如小智、小漠、帝师、JY、830、FLY 等，提前锁定了“头部主播”，分成比例在经纪合约期限内固定。

³ http://www.ycwb.com/gb/content/2005-09/05/content_977264.htm

⁴ <http://news.sina.com.cn/m/gb/2015-08-26/doc-ifxhcvry1077739.shtml>

充实的主播储备也对其他主播产生强大的号召力，吸引其他“头部主播”签约。同时，标的公司以提升服务能力等手段吸引和稳定签约“头部主播”，详见本次问询函第二问（二）之答复。

②中小主播内部竞争激烈

电竞主播行业大量主播仍然属于中小主播，其影响力小，同质化程度高。中小主播在消费者偏好变化快、主播人数众多的市场中脱颖而出，有较大难度。中小主播的价值实现及提高，依赖于专业经纪公司的运作。

标的公司作为国内为数不多的专业电竞主播经纪公司，具有相对成熟的主播培训包装体系，通过对主播的精准定位和推广，确保主播价值能逐步提升。

由于电竞行业的特殊性，游戏公司对于行业有巨大的推动作用，电竞主播解说的游戏离不开游戏公司的开发及推广。随着越来越多游戏公司进入电竞游戏开发领域，为更多主播提供了解说项目，同时游戏公司也需要主播的影响力去进行游戏的推广。在这个大背景下，隆麟网络目前已与主播、游戏公司签署了三方合作协议，定向培养游戏主播，三方资源共享，主播与经纪公司绑定的更为紧密。

由于中小主播对于经纪公司平台的依赖程度较高，标的公司的资源优势对其他中小主播有较强的议价能力，未来标的公司对于这部分主播将保持较高的分成比例。

（四）标的主要主播同时是其股东，交易对方是否存在通过分成比例让利于标的资产，提高标的资产净利润从而提高其估值的行为，业绩承诺期满后是否存在核心人员流失、分成比例降低的风险。如认为不存在，提供相应的保障措施。

标的公司与股东主播签署五年的经纪合约，分成比例固定，在业绩承诺期内不存在通过调整分成比例而调节利润的行为。同时，标的公司股东主播均在经纪协议中明确了在经纪合约期限内不调整分成比例。

虽然两家标的公司均制定了较好的稳定主播的措施，但主播流失、分成比例谈判变化也是所处行业的自然现象，业绩承诺期满后，若主播流失或分成比例变化而标的公司未能及时采取应对措施，则将影响标的公司收入或毛利率，基于上述要素，对两家标的公司业绩承诺期满，暂定 2020 年及以后，主播流失、分成比例变化引致收入、毛利率变化对两家标的公司估值影响如下：

标的公司业绩承诺期满后，即 2020 年及以后若主播流失或分成比例变化而标的公司未能及时采取应对措施，会导致直播经纪、电商营销及与主播直接相关的推广业务收入下降；若收入分成比例下降，则直播经纪、电商营销及与主播直接相关的推广业务毛利率降低。

1、隆麟网络

隆麟网络业绩承诺期满后，即 2020 年及以后，因主播流失或分成比例下降引致与主播相关的收入下降及主播相关的业务毛利率下降对估值影响的敏感性分析如下：

与主播相关业务的收入下降幅度	估值减少幅度	与主播相关业务的毛利率下降幅度	估值减少幅度
5%	1.56%	5%	1.68%
10%	3.12%	10%	3.36%
15%	4.68%	15%	5.04%
20%	6.24%	20%	6.72%

2、快屏网络

快屏网络业绩承诺期满后，即 2020 年及以后，因主播流失或分成比例下降引致与主播相关的收入下降及主播相关的业务毛利率下降对估值影响的敏感性分析如下：

与主播相关业务的收入下降幅度	估值减少幅度	与主播相关业务的毛利率下降幅度	估值减少幅度
5%	3.81%	5%	3.80%
10%	7.63%	10%	7.57%
15%	11.44%	15%	11.32%
20%	15.26%	20%	15.06%

经测算，未来业绩承诺期满后，若两家标的公司未能及时应对因主播流失带来的收入和分成比例下降的风险，则因主播相关业务收入和毛利率下降 5%-20% 的情况下，对估计的影响相对较小。

评估师核查后认为，两家标的公司股东主播是其主要主播，对公司现行的业务有一定影响，而主播流失在以“人”为要素的文化传媒领域是不可避免的现象，为减少主播流失给标的公司带来的影响，两家标的公司已经与股东主播签订了较长的经纪合约，并制订了行之有效的约束措施，同时两家标的公司也依托自身平台加强主播储备和培养。业绩承诺期满后，经测算主播流失或分成比例下降对两家标的公司估值影响相对较小。

（本页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于上海证券交易所〈关于对浙江万好万家文化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暨关联交易预案信息披露的二次问询函〉相关问题之核查意见》之签章页）

中联资产评估集团有限公司

年 月 日