

**号百控股股份有限公司关于<中国证监会行政许可项目审
查一次反馈意见通知书>[163258]号之反馈意见
资产评估机构回复**

北京中企华资产评估有限责任公司

二〇一六年十二月

中国证券监督管理委员会：

北京中企华资产评估有限责任公司根据贵会于 2016 年 12 月 2 日下发的中国证券监督管理委员会[163258]号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（以下简称“《一次反馈意见》”），就所涉及问题进行了核查、补正，现就相关问题进行回复说明（除非文义另有所指，本回复中所使用的词语含义与《号百控股股份有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>[163258]号之反馈意见回复》一致）。

问题 6、申请材料显示，天翼视讯报告期内盈利水平下滑，预测年度盈利水平将大幅上升，预测期内毛利率、销售净利率水平逐渐上升，且较报告期内大幅增长。请你公司结合天翼视讯历史业绩、主营业务市场竞争情况、核心竞争优势保持、成本构成、期间费用情况及同行业情况等，补充披露收益法评估中天翼视讯预测期净利润、毛利率、净利率的合理性和可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

根据中企华出具的中企华评报字（2016）第 1273-02 号《评估报告》，天翼视讯报告期及预测期净利润、毛利率、净利率如下表所示：

单位：万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年 (预测)	2017 年 (预测)	2018 年 (预测)	2019 年 (预测)	2020 年 (预测)
毛利率	29.98%	25.18%	36.36%	39.63%	40.68%	43.47%	43.63%
净利润	11,076.25	3,884.56	10,132.92	12,140.90	14,484.09	17,607.41	20,981.58
净利率	9.88%	2.95%	6.55%	7.15%	7.30%	8.00%	8.59%

2015 年天翼视讯大力发展 4G 视频业务，加大促销力度，展开面向全网 4G 用户的营销活动；同时，为优化 4G 产品体验，天翼视讯加大内容及平台建设投入，从而导致 2015 年毛利率、净利润及净利率较 2014 年有所降低。

根据未经审计的管理层报表，2016 年 1-11 月，天翼视讯实现营业收入 129,521.57 万元，完成全年预测数的 83.66%；毛利率增长至 34.12%，较 2015 年有较大提升；实现净利润 8,557.26 万元，完成全年预测数的 91.08%，净利率 6.61%。

伴随未来 4G 用户潜在需求的进一步释放，天翼视讯前期投入获取用户产生的收益将逐步显现，盈收举措及渠道网络搭建亦将初步见效。未来，天翼视讯将保持良好发展势头，持续优化业务结构，进一步提升经营效率，扩大盈利规模。

（一）天翼视讯未来收入将持续增长

1、主营业务市场竞争情况

天翼视讯主营业务为在线视频业务。随着 4G 基础网络的升级，天翼视讯所处的在线视频行业快速发展，市场规模迅速扩张，众多竞争者涌入，行业内收购兼并不断出现，逐渐形成充分竞争的市场格局。

根据中国信息通信研究院出具的《2016 年上半年移动数据流量发展分析》，2016 年 1-6 月，中国 4G 网络流量规模已远超过 3G 网络；根据宇博智业出具的《2016 年我国移动互联网流量发展现状与趋势分析》，未来五年 4G 网络将成为流量主要承载网络，预计 2016-2020 年间国内 4G 网络移动数据流量年复合增长率将超过 150%，2020 年我国 4G 网络流量占比将达到 97%左右。随着 4G 网络的不断发展，行业竞争将进一步加剧。

根据艾瑞咨询发布的《2016 年中国视频网站付费用户典型案例研究报告》，2016 年上半年，优质内容为视频网站吸引用户的最主要因素，对视频网站的广告收入带来较大提升。同时，用户付费比例已增至 18.2%，用户付费习惯已逐渐养成。2016 年，中国在线视频市场规模仍将保持高速增长，用户付费和广告收入成为在线视频企业收入的两大主力。同时，付费用户的运营也将成为未来 1-3 年内在线视频企业的核心战略之一，视频企业的内容采购和生产，以及运营和推广都将为其提供助力，形成完善的付费生态系统。

为挖掘用户的广告价值，在线视频网站需要获取大量的流量。一方面吸引大量的用户会随之产生高额的带宽成本，另一方面充足的优质视频内容才能够吸引更多的用户基础。随着行业内在内容方面的竞争加剧，版权采购成本较高，同时也需要在线视频平台投入大量成本进行内容自制以形成独特的内容优势。

2、天翼视讯将保持其核心竞争优势

自成立以来，天翼视讯已经和央广视讯、华数 TV、东方龙、乐视、华谊兄弟、搜狐、华视网聚等内容提供方建立合作关系。未来随着天翼视讯持续加强视频内容，加大推广力度，优化用户体验，增强用户粘性，天翼视讯的市场占有率将进一步提升。

天翼视讯在行业中具有的核心竞争力包括：庞大的用户基数、丰富的内容资源与优秀的自制能力、卓越的产品能力、成熟的用户付费商业模式、先进的技术产品能力及良好的用户体验，相关核心竞争力内容请参见重组报告书“第九节 管理层讨论与分析”之“二、天翼视讯行业特点、经营情况和财务情况的讨论与分析”之“（六）天翼视讯行业地位及核心竞争力分析”部分内容。

在不断的发展中，天翼视讯将通过以下方面继续保持核心竞争力：

(1) 扩大用户规模：借助前期成本回报效应，天翼视讯已建立电信渠道为主向全网渠道和非运营商渠道转型的市场化走向。结合中国电信 4G 业务发展趋势及庞大的 4G 用户增量，天翼视讯将整合互联网渠道和电信渠道，通过专业媒体化运营及营销，持续提升用户发展规模。2016 年 11 月天翼视讯注册用户数达 2.55 亿户，较 2015 年末增长 46.12%。

(2) 发展流量经营：2016 年下半年，天翼视讯顺应未来流量经营发展趋势，推出新业务“爱看+”业务以促进转型升级，与原视频业务相辅相成，全力打造大流量发生器。截至 2016 年 11 月底，“爱看+”业务客户端累计访问用户数自上线初期的 29.94 万户上升至 806.77 万户，2016 年 1-11 月月均活跃用户数已达 426.48 万户，11 月单月消耗移动流量 6,647TB，全年预计月均流量消耗 4,320TB。2016 年 1-11 月，互联网视频业务实现营业收入 81,214.09 万元，高于去年同期 34.71%。

(3) 拓展多屏互动：2016 年下半年，天翼视讯推出跨屏业务助力天翼高清发展，以内容集约运营优势实现专业化支撑。目前，天翼视讯已完成四川、上海两省平台业务上线，未来将争取实现 31 省全覆盖，立足打造多屏协同互动模式，扩大收入规模。截至 2016 年 11 月底，多屏互动业务（会员收入）累计访问用户数达 180 万户。

(4) 本次重组将加快各标的公司的聚合，并充分利用电信集团客户群优势，创新线上线、跨媒介、多场景的文娱商旅消费模式，打造移动互联网“文娱+商旅”的新商业生态。重组整合带来的政策支撑、资源共享、多媒介协同等利好因素将提高公司创新动能，加速业绩增值。

(5) 预测期间随着 4G 基础网络的普及以及网络质量的提升，4G 网络流量承载将不断提高，天翼视讯 2016 年推出的“爱看+”业务将随着户均流量消费的增长实现快速扩张。天翼视讯互联网视频业务实现的用户规模扩张和用户粘性增强为整合营销及平台合作业务的发展创造基础。未来天翼视讯将充分发挥在新媒体营销及内容服务方面的经验，依托重组完成后上市公司构建的泛娱乐生态圈，快速实现平台与渠道资源的变现，带来新的业务增长点。

综上所述，天翼视讯将在未来竞争中持续保持优势，依托流量经营、4G 业务快速发展带来的广大用户数及用户逐渐形成的付费习惯，并得益于本次重组的聚合效应，天翼视讯营业收入将保持较好的增长趋势。

（二）天翼视讯预期毛利率具有合理性和可实现性

天翼视讯主营业务预测毛利率如下：

单位：万元

项目	2016 年			
	收入	成本	毛利	毛利率
视讯及相关服务	114,810.00	53,415.00	61,395.00	53.48%
终端销售	40,000.00	39,298.00	702.00	1.76%
间接成本		5,814.36	-5,814.36	
合计	154,810.00	98,527.35	56,282.65	36.36%
项目	2017 年			
	收入	成本	毛利	毛利率
视讯及相关服务	139,700.00	66,210.25	73,489.75	52.61%
终端销售	30,000.00	29,375.00	625.00	2.08%
间接成本		6,870.21	-6,870.21	
合计	169,700.00	102,455.46	67,244.54	39.63%
项目	2018 年			
	收入	成本	毛利	毛利率
视讯及相关服务	178,500.00	89,457.45	89,042.55	49.88%
终端销售	20,000.00	19,350.00	650.00	3.25%
间接成本		8,936.36	-8,936.36	
合计	198,500.00	117,743.81	80,756.19	40.68%
项目	2019 年			
	收入	成本	毛利	毛利率
视讯及相关服务	210,000.00	104,081.30	105,918.70	50.44%
终端销售	10,000.00	9,500.00	500.00	5.00%
间接成本		10,782.16	-10,782.16	
合计	220,000.00	124,363.46	95,636.54	43.47%
项目	2020 年			
	收入	成本	毛利	毛利率
视讯及相关服务	234,300.00	115,567.48	118,732.52	50.68%
终端销售	10,000.00	9,500.00	500.00	5.00%
间接成本		12,643.84	-12,643.84	
合计	244,300.00	137,711.32	106,588.68	43.63%

2016 年电信集团启动全面转型（转型 3.0），推进网络智能化、业务生态化、运营智慧化，为用户提供综合智能信息服务，打造数字生态圈。电信集团深入推进流量经营战略，加强视频内容等大流量产品合作，持续提升流量规模和价值。作为流量经营的主要抓手，天翼视讯不断优化业务结构。

天翼视讯紧抓未来 4G 网络全面普及的市场机遇，依托用户规模高速增长及提速降费政策驱动下造就的未来流量快速发展的趋势，顺势推出“爱看+”业务，并主打产品新天翼视讯客户端，全力助推流量经营，与原有 4G 业务形成互补，从而实现内容运营的统一、平台应用的共享，使资源利用度进一步提高。

由于位于上下游之间的终端销售业务毛利较低，天翼视讯将对原有业务结构进行调整升级，放缓低毛利的终端销售业务。天翼视讯将结合视讯及相关服务打造线下终端与线上视讯业务联动，以构建视频产业链生态圈为发展目标，提升原有毛利率，从而有效促进公司盈利能力的增强。

天翼视讯历史及预期主营业务各业务板块收入占比如下：

项目	2014 年	2015 年	2016 年 (预测)	2017 年 (预测)	2018 年 (预测)	2019 年 (预测)	2020 年 (预测)
视讯及相关服务	60.95%	62.47%	74.16%	82.32%	89.92%	95.45%	95.91%
终端销售	39.05%	37.53%	25.84%	17.68%	10.08%	4.55%	4.09%

从上表可以看出毛利率较低的终端销售业务占比在预测期将持续下降，天翼视讯整体毛利率将稳步提升。

（三）天翼视讯预期净利率和净利润具有合理性和可实现性

历史及预测期间内，天翼视讯的成本和期间费用构成如下：

单位：万元

	2014 年	2015 年
营业收入	112,090.38	131,740.77
营业成本	78,481.22	98,569.66
视讯及相关服务	35,284.66	49,830.77
商品销售	43,196.56	48,738.89
销售费用	14,417.60	21,044.84
人工成本	2,887.51	2,041.62
营销费用	11,466.84	18,994.52
折旧与摊销	63.25	8.70
管理费用	12,093.53	10,284.02
人工成本	6,458.94	5,779.46
外包研发费	1,794.26	1,806.67
折旧与摊销	736.34	314.47

	2014 年	2015 年
综合支撑费用	3,103.99	2,383.42
财务费用	-1,817.63	-1,683.75
净利润	11,076.25	3,884.56

单位：万元

	2016 年 (预测)	2017 年 (预测)	2018 年 (预测)	2019 年 (预测)	2020 年 (预测)
营业收入	154,810.00	169,700.00	198,500.00	220,000.00	244,300.00
营业成本	98,527.35	102,455.46	117,743.81	124,363.47	137,711.32
视讯及相关服务	59,229.35	73,080.46	98,393.81	114,863.46	128,211.32
商品销售	39,298.00	29,375.00	19,350.00	9,500.00	9,500.00
销售费用	35,097.61	42,024.89	52,042.47	62,350.23	68,047.89
人工成本	2,241.02	2,465.12	2,563.73	2,768.83	2,990.33
营销费用	32,844.00	39,540.00	49,450.00	59,550.00	65,010.00
折旧与摊销	12.59	19.77	28.74	31.41	47.56
管理费用	11,150.06	12,077.68	12,820.08	13,628.26	14,895.41
人工成本	6,091.63	6,650.79	6,956.82	7,553.37	8,117.64
外包研发费	1,950.00	1,969.75	1,982.55	1,998.70	2,018.52
折旧与摊销	455.15	714.64	1,039.00	1,135.26	1,719.11
综合支撑费用	2,653.28	2,742.50	2,841.71	2,940.93	3,040.14
财务费用	-332.30	3.00	3.00	3.00	3.00
净利润	9,395.38	11,713.35	14,099.04	17,264.86	20,639.03

历史期间内天翼视讯主营业务成本由视讯及相关服务和商品销售成本构成，2014 年及 2015 年，视讯及相关服务成本分别为 35,284.66 万元和 49,830.77 万元，占主营业务成本比例分别为 44.96%和 50.55%，与主营业务收入变化趋势相同。天翼视讯的期间费用主要为销售费用和管理费用。2014 年及 2015 年，天翼视讯的期间费用总额分别为 24,693.50 万元和 29,645.11 万元，占营业总收入的比例分别为 22.03%和 22.50%。未来营业成本及期间费用将随着业务规模的不断扩大保持稳定增长。

综上所述，伴随天翼视讯营业收入的不断增长、业务结构改变而带来的毛利率增长及天翼视讯预测期间相对稳定的成本费用，天翼视讯净利率及净利润具有可实现性。

二、评估师核查意见

经核查，从天翼视讯历史业绩、主营业务市场竞争情况、核心竞争优势保持、成本构成、期间费用情况及同行业情况来看，评估中天翼视讯预测期净利润、毛利率、净利率的合理且预计可实现。

问题 7、申请材料显示，天翼视讯预测其营业收入持续增长，2016 年 4-12 月、2017 年至 2020 年预测分别实现营业收入 140,363.99 万元、169,700 万元、198,500 万元、220,000 万元和 244,300 万元。其中会员订购业务、爱看+业务、整合营销及平台合作业务对营业收入贡献较大。请你公司 1)结合天翼视讯目前经营业绩情况，补充披露 2016 年度预测营业收入和净利润的可实现性。 2)结合现有业务开展情况、月均付费用户数量、ARPU 值等历史运营数据，补充披露会员订购业务中爱看 4G 业务和自订购业务中月均订购用户数大幅增长的预测依据及 ARPU 值的合理性。 3) 补充披露"爱看+"推出后主要运营数据，并结合"爱看+"的运营情况、客户黏性及新客户拓展情况等，补充说明预测期内"爱看+"业务营业收入的预测依据、预测方法和预测过程。 4) 结合整合营销及平台合作业务的开展情况、合同签订及执行情况、市场份额、主要竞争对手情况等，补充披露预测期内整合营销业务收入的预测依据、预测方法和预测过程，并说明预测营业收入的合理性和可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

（一）结合天翼视讯目前经营业绩情况，补充披露 2016 年度预测营业收入和净利润的可实现性。

根据未经审计的管理层报表，2016 年 1-11 月，天翼视讯各项业务收入情况如下：

单位：万元

项目/收入	2016 年 10 月	2016 年 11 月	变动	2016 年 1-11 月
会员订购业务	6,407.41	10,430.46	62.79%	68,074.35
爱看+业务	4,395.86	6,420.99	46.07%	13,139.74
整合营销及平台合作业务	808.83	909.32	12.42%	9,486.51
终端销售业务	2,749.32	3,381.93	23.01%	38,820.97
合计	14,361.42	21,142.70	47.22%	129,521.57

2016 年 1-11 月，天翼视讯实现营业收入 129,521.57 万元，完成全年预测数的 83.66%；净利润为 8,557.26 万元，完成全年预测数的 91.08%。

2016 年 11 月，天翼视讯单月实现营业收入 21,142.70 万元，实现净利润 1,614.53 万元，各项业务收入环比均有大幅增长。伴随快速发展的 4G 用户市场，借助前期天翼视

讯产品运营投入和渠道建设奠定的良好用户基础及年末节日效应带动的一系列营销契机，天翼视讯将保持目前高增长的发展势头，通过精细化运营，夯实用户体验，扩大盈利规模。天翼视讯 2016 年预测营业收入及净利润基本可实现。

（二）会员订购业务中爱看 4G 业务和自订购业务中月均订购用户数大幅增长的预测依据及 ARPU 值的合理性

1、预测期内，天翼视讯会员订购业务中爱看 4G 业务用户数与 ARPU 值的预测依据及合理性如下：

（1）2016 年 1-11 月爱看 4G 业务经营状况良好

项目	单位	2015 年 1-11 月	2016 年 1-11 月	变动
爱看 4G 业务	万元	2,329.54	4,253.48	82.59%
月均订购用户数	万户	12.63	22.18	75.61%
ARPU	元/户月	16.77	17.62	5.07%

2016 年 1-11 月，天翼视讯爱看 4G 业务实现收入 4,253.48 万元，较去年同期 2,329.54 万元增长 82.59%，月均订购用户数从 2015 年的 1-11 月的 12.63 万户上升到 2016 年 1-11 月的 22.18 万户，主要系天翼视讯为更好地满足新增 4G 用户的优质视频观看需求，推出“爱看 4G”客户端，发展 4G 视频业务。天翼视讯爱看 4G 业务目标用户定位清晰，产品结构不断升级，叠加具有针对性的运营支撑及营销投入，爱看 4G 业务自推出以来实现了快速增长。

（2）爱看 4G 用户数和 ARPU 值的预测依据及合理性

未来随着 4G 用户将成为最主要的移动用户群体，天翼视讯将持续不断的丰富和改进内容库，发挥平台能力优势，提升 4G 会员用户的订购，借助品牌影响并结合前期投入建立的推广及运营优势，促进整体用户规模稳步提升，实现收入快速增长。

得益于“爱看 4G”客户端优质的内容资源、广泛的视频内容覆盖、高清无贴片广告的用户体验，自推出以来，爱看 4G 业务实现了活跃用户数和营业收入的快速增长。随着未来整体 4G 业务的快速扩张，为进一步扩大用户规模，天翼视讯将持续通过多渠道多触点的营销模式加速用户向平台集中，ARPU 值预计保持稳定。预测期内，爱看 4G 的业务数据预测情况如下所示：

项目	单位	预测数据				
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
爱看 4G 业务	万元	4,400.00	9,900.00	18,000.00	27,000.00	33,300.00
月均订购用户数	万户	33.13	74.55	135.55	203.32	250.77
ARPU	元/户·月	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00

2、预测期内，天翼视讯会员订购业务中本网自订购用户数与 ARPU 值的预测依据及合理性如下：

2016 年 1-11 月，本网自订购业务实现收入 15,273.42 万元，较去年同期有所下降，主要系运营商大力拓展 4G 移动网络覆盖，3G 用户不断向 4G 网络转化，天翼视讯前期积累的电信渠道 3G 存量用户需对原客户端升级并重新订购会员业务，一定程度上影响存量 3G 用户的转化进度。未来随着电信集团 4G 用户规模进一步扩张，未来天翼视讯的本网自订购业务月均订购用户数预计在现有的基础上保持稳步上升态势；同时考虑 3G 向 4G 业务的转化带来用户月均消费水平的提高，天翼视讯将优化本网自订购业务，向内容覆盖更广、品质更佳、更具个性化的 4G 终端产品全面转化，ARPU 值预计上升。

2016 年 1-11 月，天翼视讯会员订购业务实现收入 68,074.35 万元，已达到 2016 年全年预测数据 135.88%，主要系天翼视讯抓住 4G 视频业务发展的机遇，大力发展 4G 视频业务，月活用户数大幅提升，自订购业务规模迅速扩张所致。

（三）“爱看+”推出后主要运营数据，以及预测期内“爱看+”业务营业收入的预测依据、预测方法和预测过程

1、“爱看+”业务推出后运营良好

工信部统计数据显示，2016 年上半年，中国 4G 用户数高速增长，净增 1.83 亿户，总数达 6.13 亿户；在用户升级、提速降费的驱动下，互联网文娱产业将迎来新一轮巨大的市场机遇，尤其是视频、游戏等大流量应用，将助力运营商全面开启流量经营时代。2016 年电信集团启动全面转型，推进网络智能化、业务生态化、运营智慧化，为用户提供综合智能信息服务，打造数字生态圈。电信集团深入推进流量经营战略，加强视频内

容等大流量产品合作，持续提升流量规模和价值。作为流量经营的主要抓手，天翼视讯于 2016 年 7 月发布升级版本客户端，推出“爱看+”业务，通过“会员免费+流量收费”模式，定位全网 4G 流量富余型用户，与已有用户群形成互补，凸显竞争优势。自“爱看+”业务推出以来，新“天翼视讯”客户端日均活跃用户和流量快速增长，为天翼视讯业绩增长提供了支撑。

就目前整体业务运营情况来看，“爱看+”业务伴随着 4G 用户的快速增长呈现良好发展态势。截至 2016 年 11 月，新“天翼视讯”客户端累计访问用户数已达 806.77 万户，月均活跃用户数自上线初期的 29.56 万户增加至 426.48 万户，增幅显著；户均流量自上线初期 0.3G 提升至 2.2G，呈几何倍数增长，用户黏性进一步增强。2016 年 7 月-11 月，“爱看+”业务累计已实现收入 13,139.74 万元，“爱看+”业务推出后，主要运营数据如下：

时间	累计访问用户数（万户）	月均活跃用户数（万户）	户均流量（G）
2016 年 7 月	29.94	29.56	0.3
2016 年 8 月	145.93	131.49	0.5
2016 年 9 月	332.86	244.61	1.3
2016 年 10 月	575.99	368.16	1.8
2016 年 11 月	806.77	426.48	2.2

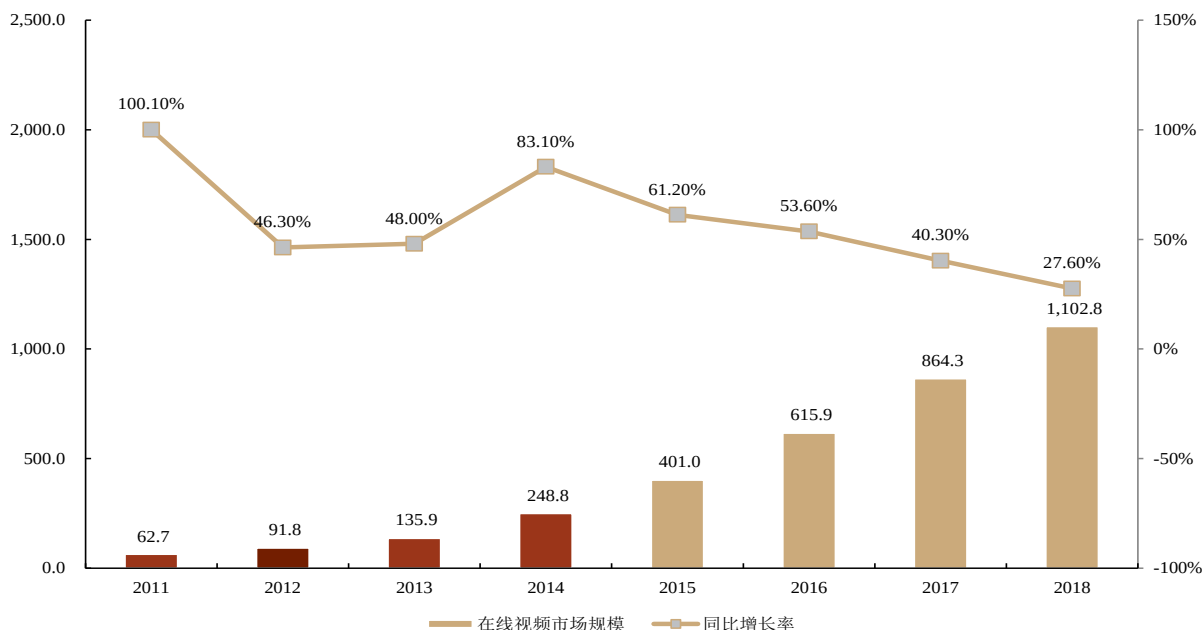
2、在线视频行业前景广阔，市场空间较大

（1）在线视频市场规模快速增长

根据艾瑞咨询《2015 年中国在线视频用户付费市场研究报告》，2011 年至 2014 年，在线视频行业市场规模复合增长率达到 58.32%。2015 年中国在线视频市场规模预计超过 400 亿，同比增长率达到 61.2%，在线视频整体市场规模保持快速增长。随着互联网及移动互联网的快速发展、视频内容生态的进一步完善、视频技术的不断完善等，在线视频市场规模预计将保持快速增长，预计到 2018 年市场规模将达到 1,102.8 亿元。

2011-2018中国在线视频行业市场规模

单位：亿元



数据来源：艾瑞咨询《2015 年中国在线视频用户付费市场研究报告》

(2) 4G 网络日臻完善、移动视频市场规模持续增长

随着电信基础设施投入的加大以及网络新技术的应用加快,我国整体移动互联网基础网络环境得到较快改善。4G 的推广和逐渐普及,移动网络质量的进一步提升,流量共享、流量当月不清零、降低漫游资费等“提速降费”举措的落实,为我国移动网络用户的进一步增长提供保障。移动互联网特别是 4G 网络的普及与完善,提高了移动视频用户观看体验,激发了广泛的用户观看需求。根据艾瑞咨询调查显示,2016 年 2 季度,91.4%的视频用户使用手机观看视频,超过电脑端的 89.9%,视频移动化趋势明显。用户对移动端依赖性越来越高,移动端已经占据视频行业流量的主流。

3、“爱看+”业务营业收入的具体预测过程

针对“爱看+”业务进行预测时,充分考虑平台在前期互联网视频业务发展打下的良好运营基础,并结合未来 4G 网络高速发展阶段,用户对移动应用的依赖程度不断加大带来的数据流量快速增长,预计该业务未来月均流量拉动呈逐年增长态势,预测期月均流量拉动复合增长率按 25%进行预测。同时,考虑 4G 网络“提速降费”的行业发展趋势

势，预测未来服务费结算单价稳步下降。

预测期内，“爱看+”业务的收入及月均流量拉动具体如下：

项目	单位	预测数据				
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
“爱看+”业务收入	万元	25,000.00	44,300.00	44,500.00	43,000.00	43,000.00
月均流量拉动	TB	4,313.15	5,459.22	7,677.41	9,273.28	10,598.03
服务费结算价	元/GB	10.00	7.00	5.00	4.00	3.50

2016 年 7-11 月，天翼视讯“爱看+”业务实现收入 13,139.74 万元，占 2016 年预测收入的 52.56%。“爱看+”业务收入完成进度较慢主要系其为天翼视讯在 2016 年 7 月新推出的业务模式，当月尚处于新业务拓展期，未产生收入。自推出以来，“爱看+”活跃用户数、新增用户以及户均流量消费均维持高速增长，2016 年 8 月至 11 月，复合月收入增长率为 182.47%，预计 2016 年 12 月“爱看+”业务仍将保持快速增长。

（四）预测期内整合营销及平台合作业务营业收入的预测依据、预测方法和预测过程

1、 2016 年 1-11 月，整合营销及平台合作业务的开展情况

天翼视讯整合营销及平台合作业务主要依托丰富的资源积累、良好的渠道建设、健全的推广网络、优秀的自制能力、先进的平台技术等优势开展，其业务形态属于以天翼视讯互联网视频业务（会员订购业务、爱看+业务）为核心的衍生业务，主要分为整合营销业务及平台合作业务两部分。

整合营销业务主要基于天翼视讯的内容积累、运营基础及定制策划能力，发挥在内容资源整合、客户端定制、新媒体营销等方面的服务经验，为客户提供以视频技术为核心手段的整合营销解决方案。

平台合作业务主要基于天翼视讯平台能力开放开展的合作业务，借助品牌影响力，通过平台资源优势、能力及技术输出，向细分领域探索和开拓平台价值，为客户提供平台合作及技术支撑服务。

2016 年 1-11 月，天翼视讯实现整合营销及平台合作业务收入为 9,486.51 万元，占

2016 年预测整合营销及平台合作业务收入的 24.2%，收入完成进度较慢，主要系 2016 年下半年，天翼视讯抓住 4G 网络日臻完善、移动视频市场规模持续增长带来的流量经营契机，实现协同共赢，抢占 4G 视频业务的发展机遇，对业务结构进行一定的调整，业务拓展、营销推广及资源配置优先倾向互联网视频业务，以实现用户规模迅速扩张的目标，导致整合营销及平台合作业务发展较慢。

2、整合营销及平台合作合同签订及执行情况

整合营销及平台合作业务基于其业务本身的衍生性质，将随着天翼视讯用户规模及用户粘性的增长，吸引到更多优质客户开展营销合作。以互联网视频业务累计的用户流量为切入点，天翼视讯已与客户开展商务洽谈。截至 2016 年 11 月底，整合营销业务合同已签订但尚未执行完毕的项目对应的合同总金额为 5,984 万元，具体如下表所示：

类型	项目名称	合同金额（万元）	合同状态	预计完成时间
整合营销服务	营销推广服务	1,200	执行中	2016 年底
		332	未执行	2016 年底
		733		未来年度
	内容合作服务	600	未执行	未来年度
平台合作服务	平台合作服务	200	执行中	2016 年底
		1,080		未来年度
		367	未执行	未来年度
	技术支撑服务	465	执行中	2016 年底
		925		未来年度
		82	未执行	未来年度

截至本反馈答复出具之日，天翼视讯 2017 年新增整合营销及平台合作业务合作规模已达 6,000 万，具体如下表所示。未来，天翼视讯将在发展互联网视频业务的基础上，催生整合营销及平台合作业务创新动能，加速业绩增值。

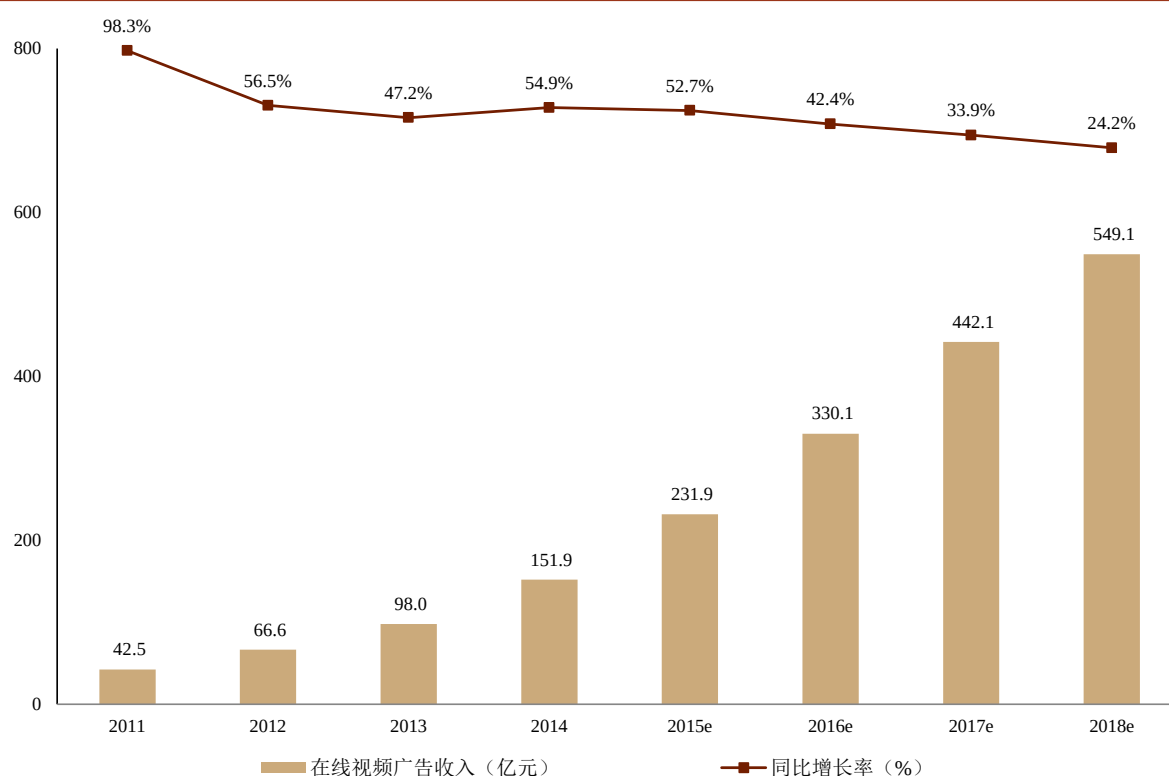
类型	项目内容	项目金额（万元）	项目状态	预计完成时间
整合营销服务	营销推广服务	1,500	提供定制化营销活动方案，提升客户品牌影响力，目前已与客户进行方案讨论，确认后将签订相关合同	2017年6月前
	内容合作服务	1,000	利用天翼视讯内容与行业资源优势，为客户提供内容版权服务，提升内容丰富度。目前正在进行商务谈判	2017年11月前
平台合作服务	平台合作服务	1,500	针对影视等特定视频内容进行推广发布，提升客户内容的媒体曝光度及影响力；同时提供相关内容的大数据服务。目前正在进行商务谈判	2017年10月前
	技术支撑服务	2,000	深挖用户的视频需求，利用天翼视讯线路、网络分发及视频运营能力，辅助企业提供并整合视频云相关技术，抢占视频用户市场。目前正在进行商务谈判	2017年12月前

3、 市场份额和竞争情况

广告收入仍然是在线视频企业的重要盈利模式之一。在线视频广告市场经过多年的发展已经较为成熟，根据艾瑞咨询《2015年中国在线视频用户付费市场研究报告》，未来在线视频广告市场增速将逐渐放缓，到2018年市场规模预计将超过540亿元。

随着在线视频广告市场的日趋成熟和竞争加剧，视频平台不断创新业务增长点：一是广告形式的创新，除了传统的视频贴片广告之外，内容营销以及与广告主合作的深入整合营销也不断增加；二是营销产品化，不断增加的营销产品使广告投放更具针对性，也能挖掘出广告主更多的细分需求；三是移动端广告的巨大成长空间。目前移动广告在视频广告占比与移动端流量占比还有较大差距，移动端商业化推进将进一步刺激移动广告收入的提升。

2011-2018年中国在线视频行业广告市场规模



数据来源：艾瑞咨询《2015年中国在线视频用户付费市场研究报告》

4、未来业务发展情况

随着天翼视讯互联网视频业务带来的用户规模的扩张与用户粘性的增强，未来整合营销及平台合作业务将重点从以下几方面开展：

（1）整合营销服务

天翼视讯建立了广泛稳定的内容合作渠道，积累了丰富的优质视频内容，不仅保证了头部内容的热度，而且在长尾内容上也有所突破，对用户粘性的维系起到积极的作用。随着天翼视讯平台用户规模的迅速增长及流量的持续拉动，平台的活跃度及用户效益将聚集更多的优质内容合作方，并与优质上游产业链建立更深层次合作关系。

未来天翼视讯内容合作板块业务将重点从内容版权服务和自制内容提供两方面加大开展力度。内容版权服务方面，天翼视讯将加强与内容提供方的深入合作，对平台内容资源进行深度整合后，销售给内容分销商或内容需求方。自制内容方面，天翼视讯将

定制多样化内容，满足不同用户的个性化需求，实现各类目标用户群体的广泛覆盖。未来天翼视讯将积极与内容方展开合作，实现内容方和平台方的结合与共赢。

（2）平台合作业务

1）平台合作服务

天翼视讯互联网视频业务积累的庞大用户基数带来的天翼视讯平台（相关应用的客户端、PC 端、WAP 平台等）新媒体价值凸显，截至 2016 年 11 月底，天翼视讯注册用户数近 2.55 亿户，2016 年 1-11 月用户累计观看总时长达 15,731.24 万小时，天翼视讯享有深厚的用户资源及黏性，为平台合作业务商业价值的实现奠定了良好的发展基础。

未来天翼视讯平台合作板块业务将重点开展平台广告运营及线上宣发服务。其中平台广告运营服务将通过营销及推广资源整合的方式实现，利用天翼视讯平台或第三方合作平台的宣传推广专区为广告主提供媒体广告发布及运营服务获取相应收入；线上宣发服务将通过在现有内容合作渠道的基础上，开展相应内容的线上首轮宣发、新媒体发行、定向用户推广等方式实现，利用天翼视讯前期积累的庞大用户资源和社会渠道优势，完善与丰富内容生态体系。

2）技术支撑服务

随着 4G 技术的普及和视频业务需求的不断增长，视频云服务将成为行业发展热点，具有十分广阔的成长空间。天翼视讯将基于自身互联网视频平台建设及运营的领先技术，面向企业提供整体视频技术解决方案。

未来天翼视讯技术支撑板块业务将重点发展视频云技术服务和云集成设备输出能力。天翼视讯将充分发挥在视频应用技术方面的领先优势，着力加大在云集成领域的布局，把握产业发展机遇，为企业、机构、个人提供视频上传、转码、分发等视频点播和直播服务，为用户提供流畅高清、多终端的视频播放体验的服务。

5、整合营销及平台合作收入的具体预测过程

随着天翼视讯互联网视频用户规模的快速发展，整合营销及平台合作的客户数量和收费水平均会有相应的增长。未来，天翼视讯将充分发挥在新媒体营销和内容服务方面的丰富产品技术经验，通过为政企提供以视频技术为核心手段的整合营销解决方案，包

括广告运营、线上宣发、内容整合、策划制作、APP 开发、视频云技术等一体化服务，同时借助品牌影响力为客户开展渠道营销，以实现平台与渠道优质媒体资源的变现。综合考虑报告期内业务开展情况、合同签订及执行情况、行业发展趋势，预测整合营销及平台合作业务的收入增长情况如下表所示：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
整合营销及平台合作	39,200.00	44,000.00	69,000.00	83,000.00	97,000.00

（五）天翼视讯预测营业收入的合理性和可实现性

根据未经审计的财务数据，天翼视讯 2016 年 1-11 月各业务板块营业收入的完成情况如下表所示：

单位：万元

项目/收入	2016 年 1-11 月	2016 年全年预测	完成情况
会员订购业务	68,074.35	50,100.00	135.88%
爱看+业务	13,139.74	25,000.00	52.56%
整合营销及平台合作业务	9,486.51	39,200.00	24.20%
终端销售业务	38,820.97	40,000.00	97.05%

注：以上合计数未包含多屏互动业务，截止到本反馈回复出具之日，多屏互动业务尚在拓展期，未产生收入

从上表可知，2016 年 1-11 月，天翼视讯各版块实现收入占全年预测数据比例差异较大，其中会员订购业务收入已超额完成全年预测目标，终端销售业务收入预计将超出全年预测数据，“爱看+”业务目前完成全年预测收入的 52.56%，整合营销及平台合作业务完成全年目标的 24.20%。2016 年 1-11 月，天翼视讯实现营业收入 129,521.57 万元，完成全年预测数的 83.66%。

“爱看+”业务收入完成进度较慢主要系其为天翼视讯在 2016 年 7 月新推出的业务模式，当月尚处于新业务拓展期，未产生收入。自推出以来，活跃用户数、新增用户以及户均流量消费均维持高速增长，2016 年 8 月至 11 月，复合月收入增长率为 182.47%，预计 2016 年 12 月“爱看+”业务仍将保持快速增长。

整合营销及平台合作收入完成进度较慢，主要系天翼视讯在 2016 年 4-11 月的运营

中根据市场情况调整业务结构，大力发展会员订购业务，快速提升平台用户规模和用户黏性，营销及平台各项资源相应向会员订购业务倾斜，导致会员订购业务发展较快，而整合营销及平台合作业务发展速度放缓。会员订购业务带来的平台用户规模的快速扩大和用户粘性的迅速提升为整合营销及平台合作服务的发展创造基础，整合营销及平台合作业务预测 2017 年实现收入 4.40 亿元，较 2016 年原预测的 3.92 亿元增加 12%，增幅较小，在平台用户规模的快速增长下，预计 2017 年整合营销及平台合作业务收入具有可实现性。

因此，尽管各版块业务收入完成情况有所差异，预计 2016 年天翼视讯预测营业收入具有可实现性。

鉴于会员订购业务、“爱看+”业务以及整合营销及平台合作业务的毛利率水平相近，根据评估预测情况，2016 年的毛利率分别为 57%、50%和 51%，会员订购业务的毛利率略高于其它两项业务。在总体收入可实现的基础上，天翼视讯 2016 年净利润可实现。

综上所述，随着在线视频行业规模的快速增长，结合天翼视讯 2016 年 1-11 月良好的运营情况以新业务的巨大发展潜力，预测期内天翼视讯的营业收入和净利润具有可实现性。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为 1.结合目前经营业绩情况，天翼视讯 2016 年度预测营业收入和净利润预计可实现，2 结合现有业务开展情况、月均付费用户数量、ARPU 值等历史运营数据，天翼视讯会员订购业务中爱看 4G 业务和自订购业务中预测的月均订购用户数及 ARPU 值合理，3 结合现有业务开展情况，天翼视讯预测营业收入有合理性且预计可实现。

问题 8、申请材料显示，2016 年 4 月至 12 月，2017 年至 2020 年，炫彩互动预测其营业收入持续增长，2016 年 4-12 月、2017 年至 2020 年预测分别实现营业收入 65,291.27 万元、93,600 万元、104,800 万元、117,400 万元和 129,400 万元，其中手游收入贡献率超过 90%。报告期内，手游月均付费用户数逐年下降。请你公司 1)结合炫彩互动目前经营业绩情况，补充披露 2016 年度预测营业收入和净利润的可实现性。 2)以列表形式按主要游戏逐个披露预测期游戏的经营流水情况。 3)结合历史年度运营游戏流水、已签订合作合同及自研产品情况等，补充披露炫彩互动未来年度主要游戏收入预测依据及合理性，与报告期游戏产品生命周期、主要游戏流水经营数据、分成比例是否相符。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

（一）结合炫彩互动目前经营业绩情况，补充披露 2016 年度预测营业收入和净利润的可实现性。

根据未经审计的管理层报表，炫彩互动 2016 年 1-11 月实现营业收入为 79,426 万元，完成全年预测数的 93.39%；实现净利润 5,661 万，已完成全年预测数。在移动游戏行业的快速发展、行业规模不断扩大的背景下，炫彩互动正在全面布局业务，拥有稳定和庞大的注册用户群。2016 年度预测营业收入和净利润具有可实现性。

（二）以列表形式按主要游戏逐个披露预测期游戏的经营流水情况。

目前爱游戏平台业务以平台运营为主，收入主要来自于整合合作伙伴优质内容，汇聚用户进行游戏分发，并从用户付费中获取相应收入。由于报告期内爱游戏平台分发游戏众多、各游戏流水收入占比较为分散、不同期间内游戏总数及排名变化较大且各游戏所处生命周期并不相同，因此从主要游戏角度出发预测炫彩互动预期收入具有一定难度。

基于上述原因，选取炫彩互动爱游戏平台 2016 年 1-6 月排名前 10 游戏的预测经营流水作为示例，上述游戏占 2016 年 1-6 月总流水比例为 39.3%，上述排名前 10 游戏预测经营流水情况如下，其中 2016 年 1-11 月为已实现流水。

2016 年 1-6 月 TOP10 游戏的收入预测情况

单位:万元

月份	TOP1 游戏	TOP2 游戏	TOP3 游戏	TOP4 游戏	TOP5 游戏	TOP6 游戏	TOP7 游戏	TOP8 游戏	TOP9 游戏	TOP10 游戏
201601	772.84	297.05	213.45	216.26	107.02	122.55	-	114.40	-	106.45
201602	969.26	517.85	357.67	238.61	171.57	125.51	-	194.74	-	131.36
201603	814.21	205.72	108.79	116.12	114.37	115.51	95.47	91.60	43.62	78.02
201604	810.13	162.19	112.21	92.27	119.80	114.84	175.24	74.15	128.42	74.72
201605	843.47	133.77	112.08	130.03	113.13	114.48	163.10	52.84	166.42	68.40
201606	859.62	132.92	100.17	126.97	101.80	102.30	160.80	55.39	200.84	70.11
201607	1127.54	443.97	174.92	165.59	140.12	113.36	205.28	137.86	259.23	108.13
201608	1125.49	443.73	260.44	118.88	120.28	89.90	226.28	194.33	259.98	75.64
201609	880.63	312.68	203.38	57.19	64.75	64.28	88.18	115.83	137.53	61.73
201610	889.84	207.51	151.12	50.14	69.48	62.15	86.65	105.93	74.81	81.01
201611	639.19	119.95	87.90	34.98	67.13	22.51	63.68	61.39	66.30	94.43
201612	545.72	102.41	75.04	29.87	57.31	19.22	54.37	52.41	56.61	80.62
201701	563.04	105.66	77.43	30.82	59.13	19.83	56.10	54.08	58.40	83.18
201702	671.38	126.00	92.33	36.74	70.51	23.64	66.89	64.48	69.64	99.19
201703	365.90	68.67	50.32	20.03	38.43	12.88	36.45	35.14	37.95	54.05
201704	268.51	50.39	36.92	14.70	28.20	9.45	26.75	25.79	27.85	39.67
201705	259.81	48.76	35.73	14.22	27.29	9.15	25.88	24.95	26.95	38.38
201706	211.99	39.78	29.15	11.60	22.26	7.46	21.12	20.36	21.99	31.32
201707	280.74	52.69	38.61	15.36	29.48	9.88	27.97	26.96	29.12	41.47
201708	259.25	48.65	35.65	14.19	27.23	9.13	25.83	24.90	26.89	38.30
201709	167.00	31.34	22.97	9.14	17.54	5.88	16.64	16.04	17.32	24.67
201710	159.91	30.01	21.99	8.75	16.79	5.63	15.93	15.36	16.59	23.62
201711	113.38	21.28	15.59	6.21	11.91	3.99	11.30	10.89	11.76	16.75
201712	105.92	19.88	14.57	5.80	11.12	3.73	10.55	10.17	10.99	15.65
201801	127.78	23.98	17.57	6.99	13.42	4.50	12.73	12.27	13.25	18.88
201802	164.02	30.78	22.56	8.98	17.23	5.78	16.34	15.75	17.01	24.23
201803	91.46	17.16	12.58	5.01	9.60	3.22	9.11	8.78	9.49	13.51
201804	81.22	15.24	11.17	4.44	8.53	2.86	8.09	7.80	8.42	12.00
201805	71.04	13.33	9.77	3.89	7.46	2.50	7.08	6.82	7.37	10.49
201806	72.32	13.57	9.95	3.96	7.60	2.55	7.21	6.95	7.50	10.68

月份	TOP1 游戏	TOP2 游戏	TOP3 游戏	TOP4 游戏	TOP5 游戏	TOP6 游戏	TOP7 游戏	TOP8 游戏	TOP9 游戏	TOP10 游戏
201807	99.30	18.63	13.65	5.43	10.43	3.50	9.89	9.54	10.30	14.67
201808	80.61	15.13	11.09	4.41	8.47	2.84	8.03	7.74	8.36	11.91
201809	50.78	9.53	6.98	2.78	5.33	1.79	5.06	4.88	5.27	7.50
201810	47.85	8.98	6.58	2.62	5.03	1.69	4.77	4.60	4.96	7.07
201811	33.85	6.35	4.66	1.85	3.56	1.19	3.37	3.25	3.51	5.00
201812	31.63	5.94	4.35	1.73	3.32	1.11	3.15	3.04	3.28	4.67
201901	38.15	7.16	5.25	2.09	4.01	1.34	3.80	3.66	3.96	5.64
201902	48.97	9.19	6.73	2.68	5.14	1.72	4.88	4.70	5.08	7.24
201903	27.31	5.12	3.76	1.49	2.87	0.96	2.72	2.62	2.83	4.03
201904	24.25	4.55	3.33	1.33	2.55	0.85	2.42	2.33	2.52	3.58
201905	21.21	3.98	2.92	1.16	2.23	0.75	2.11	2.04	2.20	3.13
201906	21.59	4.05	2.97	1.18	2.27	0.76	2.15	2.07	2.24	3.19
201907	29.65	5.56	4.08	1.62	3.11	1.04	2.95	2.85	3.08	4.38
201908	24.07	4.52	3.31	1.32	2.53	0.85	2.40	2.31	2.50	3.56
201909	15.16	2.85	2.08	0.83	1.59	0.53	1.51	1.46	1.57	2.24
201910	14.29	2.68	1.96	0.78	1.50	0.50	1.42	1.37	1.48	2.11
201911	10.11	1.90	1.39	0.55	1.06	0.36	1.01	0.97	1.05	1.49
201912	9.44	1.77	1.30	0.52	0.99	0.33	0.94	0.91	0.98	1.40
202001	11.39	2.14	1.57	0.62	1.20	0.40	1.13	1.09	1.18	1.68
202002	14.62	2.74	2.01	0.80	1.54	0.51	1.46	1.40	1.52	2.16
202003	8.15	1.53	1.12	0.45	0.86	0.29	0.81	0.78	0.85	1.20
202004	7.24	1.36	1.00	0.40	0.76	0.25	0.72	0.70	0.75	1.07
202005	6.33	1.19	0.87	0.35	0.67	0.22	0.63	0.61	0.66	0.94
202006	6.45	1.21	0.89	0.35	0.68	0.23	0.64	0.62	0.67	0.95
202007	8.85	1.66	1.22	0.48	0.93	0.31	0.88	0.85	0.92	1.31
202008	7.19	1.35	0.99	0.39	0.75	0.25	0.72	0.69	0.75	1.06
202009	4.53	0.85	0.62	0.25	0.48	0.16	0.45	0.43	0.47	0.67
202010	4.27	0.80	0.59	0.23	0.45	0.15	0.43	0.41	0.44	0.63
202011	3.02	0.57	0.42	0.17	0.32	0.11	0.30	0.29	0.31	0.45
202012	2.82	0.53	0.39	0.15	0.30	0.10	0.28	0.27	0.29	0.42

注：上表数据基于历史年度游戏中收入规模较大的《捕鱼达人 2》和《燃烧的蔬菜 2》两款游戏（两款游戏均为 2013 年 11 月上线）的收入数据变化趋势来进行预测。

(三) 结合历史年度运营游戏流水、已签订合同及自研产品情况等, 补充披露炫彩互动未来年度主要游戏收入预测依据及合理性, 与报告期游戏产品生命周期、主要游戏流水经营数据、分成比例是否相符。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

1、炫彩互动未来年度主要游戏收入预测依据

炫彩互动爱游戏平台是开放式合作的游戏平台, 聚合游戏厂商提供的及炫彩互动自主研发的游戏产品, 通过各种渠道为用户提供一站式游戏服务。根据游戏产品运营环节所承担的责任不同, 爱游戏平台的经营模式可分为平台运营和内容提供。平台运营方面, 作为平台运营方, 爱游戏平台通过门户及客户端, 整合游戏内容, 通过终端分发至用户, 并从用户付费中获得相应收入。内容提供方面, 作为内容提供方, 爱游戏平台通过游戏自研、代理等方式产生游戏内容, 并通过游戏渠道进行分发, 从用户付费中获得结算收入。

目前爱游戏平台业务以平台运营为主, 收入主要来自于整合合作伙伴优质内容, 汇聚用户进行游戏分发, 并从用户付费中获取相应收入。内容提供模式主要看单个游戏的盈利情况, 目前内容提供模式的收入来源占比较少。

上述表内的 10 款游戏均属于平台运营模式, 游戏来自于不同的合作伙伴, 游戏类型不尽相同。此外, 不同合作伙伴对游戏的运营推广力度也有所差异。因此, 对每款游戏的流水收入进行精确预测的难度较大。

本次预测依据历史年度游戏中收入规模较大的《捕鱼达人 2》和《燃烧的蔬菜 2》两款游戏(两款游戏均为 2013 年 11 月上线)的收入数据变化趋势并结合相关游戏类别的生命周期、已签订合同及分成比例来预测 2016 年 1-6 月 TOP10 游戏的未来流水收入。通过对 2016 年 1-6 月炫彩互动流水收入排名前 10 的游戏选取 1-11 月的实际流水收入并结合预测得出的 2016 年 12 月至 2020 年 12 月游戏流水收入环比变化趋势进行计算, 由此得到排名前 10 游戏在报告期内流水收入的预测情况。

对于炫彩互动的其他游戏的流水收入预测可根据上述逻辑, 通过近似规模及类型的历史游戏收入变化趋势并结合相关游戏类别的生命周期、已签订合同及分成比例来预测未来流水收入。

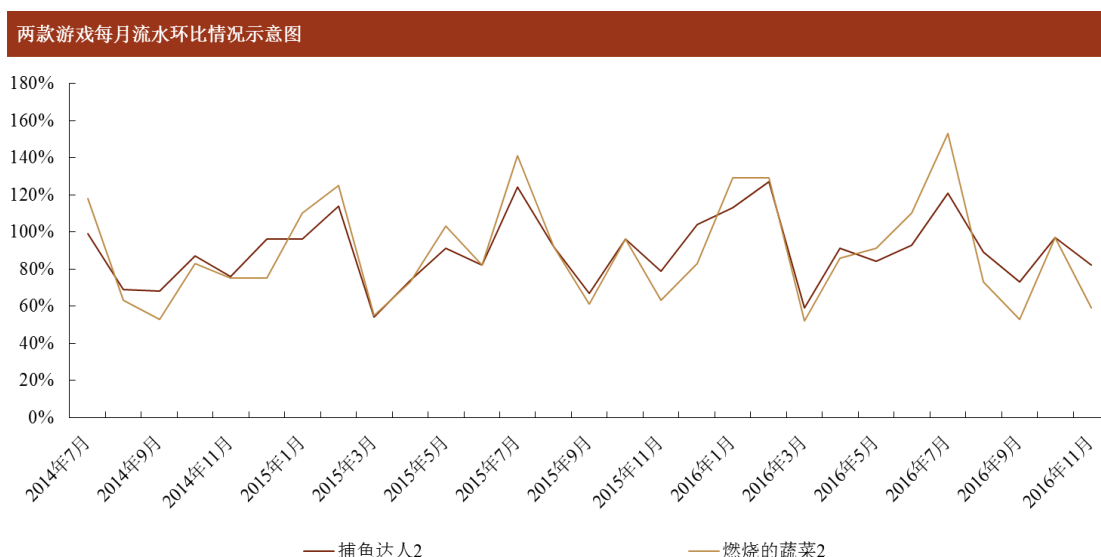
2、炫彩互动未来年度主要游戏收入预测的合理性

（1）与历史年度游戏经营流水数据相符

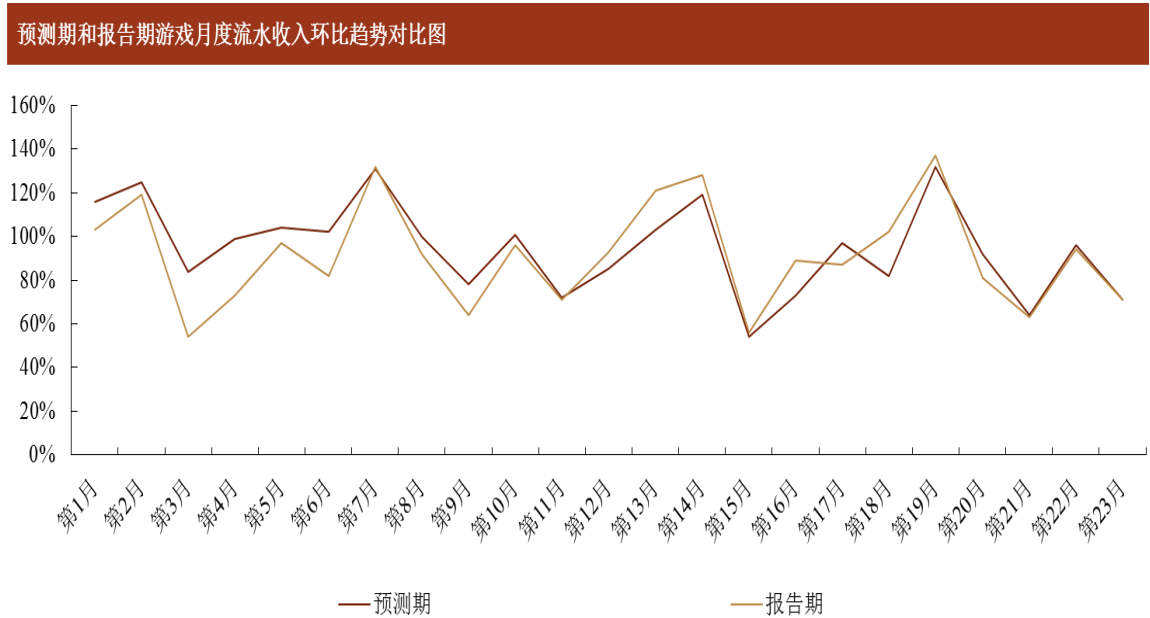
自 2010 年 8 月 28 日爱游戏平台产品正式上线以来，经过六年多的运营，爱游戏平台积累了较多的游戏运营数据和游戏流水收入变化数据。报告期内，炫彩互动的主要游戏的运营流水、玩家总人数等业务数据具体请参见重组报告书“第四节 交易标的基本情况”之“二、炫彩互动 100%股权”之“4、主要产品及服务”之“（1）爱游戏平台分发的主要产品”部分内容。

根据手机游戏行业特征，游戏内容的消费主要为个人休闲娱乐消费。受到游戏玩家消费习惯和厂商营销策略的影响，通常假日期间用户对游戏产品拥有更多的消费需求，游戏用户在每年的寒暑假以及周末、节假日等出现明显 DAU 增长，有较为明显的假期效应。考虑到每年的节假日和寒暑假相对稳定，手机游戏当月收入与当月是否为寒暑假及节假日具有较大关系。

如下图所示，选取的两款游戏自 2014 年下半年至今每个月较上月的收入环比情况，每月变化趋势基本一致。



根据两款游戏的历史收入变化趋势，同时考虑各月份的收入趋势，预估 2016 年 12 月至 2020 年 12 月主要游戏流水收入的环比变化趋势。如下图所示，选取报告期内和预测期内主要游戏近 24 个月的月度流水收入环比趋势进行对比，可发现每月变化趋势基本一致。

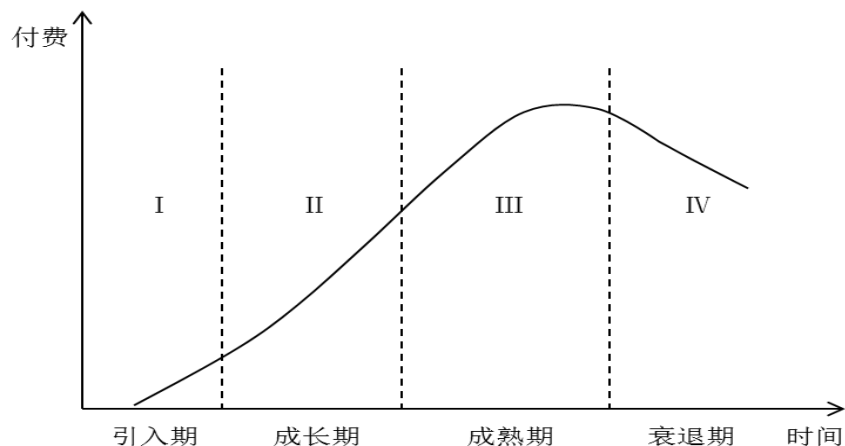


综上所述，炫彩互动主要游戏的预测流水与报告期内主要游戏流水经营数据基本相符。

(2) 与报告期游戏产品生命周期相符

产品生命周期，是指产品从进入市场开始，直到最终退出市场为止所经历的市场生命循环过程。产品只有经过研究开发、试销，然后进入市场，它的市场生命周期才算开始。产品退出市场，则标志着生命周期的结束。

根据艾瑞咨询、游资网等公司发布的手机游戏行业资讯报告，游戏一般可分为引入期、成长期、成熟期、衰退期，相同类别的游戏转化率更为接近，不同类别的游戏虽然转化率有所不同，但整体基本都在稳定范围内波动。如下图所示，游戏用户付费值由引入期开始增长，至成熟期达到顶峰后开始衰退。



图表来源：游资网《游戏生命周期分析：兼顾游戏生命周期与游戏用户生命周期》

根据上方网研究，普通休闲类游戏产品的生命周期一般在 6-12 个月，不同游戏类型的整体生命周期趋势基本一致。根据爱游戏平台运营经验历史数据，未来预计不同游戏类型的生命周期情况如下：

游戏类别	预计平均生命周期（月）
三消类	12
跑酷类	8
捕鱼类	9
棋牌类	20
动作类	9
益智类	7
其他	6

随着手游行业逐渐成熟，游戏开发商越来越重视品牌化、持续化运营，精品游戏不断推出系列版本（如《捕鱼达人》系列，《保卫萝卜》系列等），游戏的生命周期也随之延长。目前，各种游戏类型的生命周期都在逐渐增长。

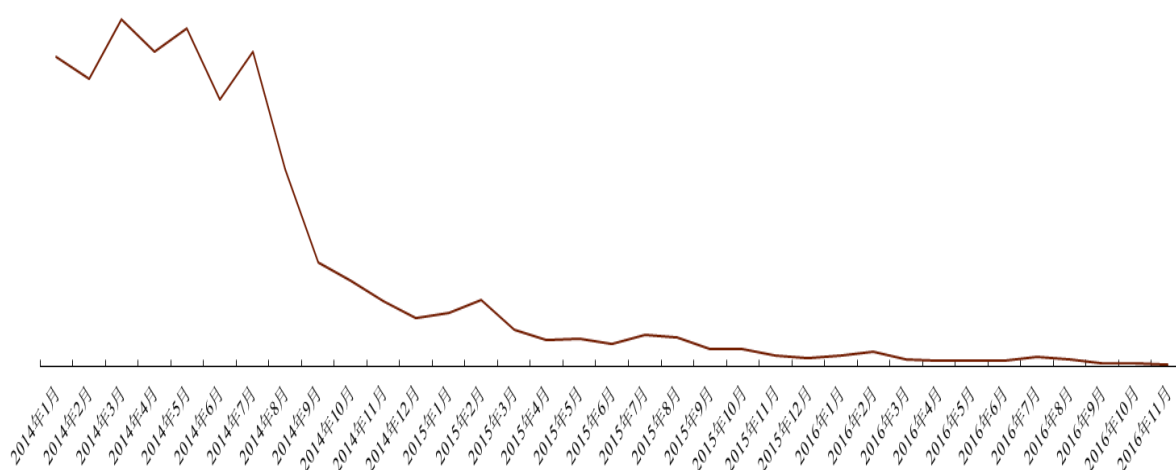
根据艾瑞咨询发布的《2016 年中国移动游戏行业研究报告》，单机游戏占移动游戏产品数量的比重较高，且单机产品普遍生命周期较长。尤其是 TOP 榜单的游戏用户粘性高，简单的玩法通过系列迭代、版本更新、资料片投放等方式持续吸引玩家，榜单的迭代较慢。

目前，爱游戏平台精品游戏延长生命周期情况如下：

序号	游戏名称	游戏类别	上线时间	已商用时间 (月)
1	地铁跑酷	跑酷类	2013 年 11 月	38
2	开心消消乐	三消类	2014 年 4 月	33
3	神庙逃亡 2	跑酷类	2014 年 1 月	36
4	捕鱼达人 2	捕鱼类	2013 年 11 月	38
5	萌萌斗地主	棋牌类	2015 年 5 月	20
6	熊出没之熊大快跑	动作类	2014 年 1 月	36
7	愤怒的小鸟 RIO:里约大冒险	益智类	2011 年 8 月	65
8	保卫萝卜	益智类	2013 年 3 月	46
9	植物大战僵尸 2	益智类	2013 年 9 月	40
10	燃烧的蔬菜 2	塔防类	2013 年 11 月	38

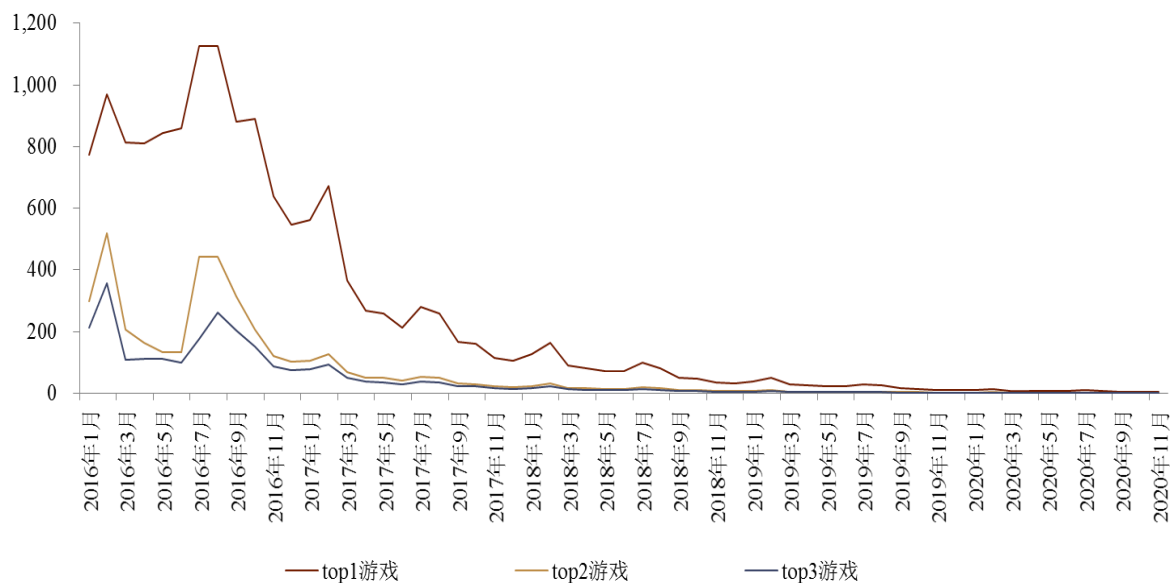
预测中的主要游戏如《开心消消乐》、《地铁跑酷》和《神庙逃亡 2》分别已上线商用 33 个月、38 个月和 36 个月。根据预测数据，除《开心消消乐》还有一个假期因素的增长之外，其余两款均已经进入衰退期。

样本游戏2014年1月-2016年11月的流水收入变化趋势



2016年1-6月TOP3游戏在2016年1月-2020年12月的收入情况

单位：万元



如上图所示，以排名前3游戏为例，主要游戏流水数据预测和报告期内选取的样本游戏的情况类似，经过一年左右时间的成熟后，均逐渐进入衰退期。因此，预测与报告期内游戏产品生命周期基本相符。

(3) 与已签订合同及分成情况相符

合作伙伴方面，2014年、2015年和2016年1-11月，炫彩互动每期新增合作伙伴分别为723家、931家和525家。炫彩互动根据内控管理办法，每年对未达标合作伙伴进行清退，目前稳定的合作伙伴近1,500家，其中包括知名游戏厂商乐元素、创梦、腾讯、乐堂等。

乐元素科技（北京）有限公司，是目前中国第一的休闲游戏厂商，于2014年1月接入炫彩互动。乐元素旗下畅销的《开心水族箱》、《开心消消乐》等产品均与爱游戏有所合作。2016年1-6月，乐元素旗下游戏贡献收入流水占比约14.9%。

深圳市创梦天地科技有限公司，是国内外知名的手机游戏公司，引进发行全球知名精品正版游戏，于2013年1月接入炫彩互动。创梦公司的《水果忍者》、《机战王》、《地铁跑酷》等知名产品均与爱游戏有所合作。2016年1-6月，创梦旗下游戏贡献收入流水

占比约 11.0%。

深圳市腾讯计算机系统有限公司，是中国最大的互联网综合服务提供商之一，也是中国服务用户最多的互联网企业之一，旗下拥有腾讯游戏，于 2013 年 10 月接入炫彩互动。腾讯游戏的《穿越火线》、《天天跑酷》、《王者荣耀》等知名游戏产品均与爱游戏有所合作。2016 年 1-6 月，腾讯旗下游戏收入流水占比约 5.6%。

合肥乐堂动漫信息技术有限公司是集各种手机动漫、手机游戏、网页游戏、社交游戏的研发、运营、销售为一体的游戏公司，于 2013 年 1 月接入炫彩互动。乐堂公司的《熊出没之熊大快跑》、《铠甲勇士之拿瓦怒火》、《铠甲勇士之英雄传说》等知名 IP 游戏，与爱游戏进行合作。2016 年 1-6 月，乐堂旗下游戏收入流水占比约 4.6%。

炫彩互动与包括上述公司在内的内容提供商签订《游戏业务合作合同》，主要合作方式为炫彩互动为平台提供商，负责向内容提供商提供业务接入和运营支撑服务，内容提供商则向炫彩互动提供游戏内容，并负责游戏的更新及维护。合同内对收益分配与结算方式进行了约定。爱游戏平台手机游戏业务的结算模式如下：

手机游戏业务结算基数：双方结算均以合作游戏产生的收入扣除包括但不限于运营商通道费、第三方支付手续费、坏账等费用后，炫彩互动实际收到的业务收入作为结算基数。其中坏账以运营商提供的实际发生额为准。通道费或手续费以炫彩互动与支付合作方签订的协议为准。

A. 自有平台合作模式：通过话费支付方式产生的收入，炫彩互动按照结算基数的 70%向内容提供商进行结算；通过第三方支付方式产生的收入，炫彩互动按照结算基数的 50%向内容提供商进行结算。

B. 渠道合作模式：通过话费支付方式产生的收入，炫彩互动按照不高于结算基数的 70%向内容提供商进行结算；通过第三方支付方式产生的收入，炫彩互动按照不高于结算基数的 90%向内容提供商进行结算。剩余部分由炫彩互动负责与合作推广渠道进行结算。

C. 包月业务模式：炫彩互动按照不高于结算基数的 60%向内容提供商进行结算，如该包月业务采用渠道合作模式，剩余部分由炫彩互动负责与合作推广渠道进行结算。

在报告期和预测期内，炫彩互动与合作伙伴的协议条款未发生变化，因此，预测与报告期内的分成比例相符。

（4）自研产品情况

游戏内容方面，炫彩互动一直秉持“IP+代理/自研”的发展模式，经过前期不断的尝试，目前已经形成了完善的IP评估体系和代理/自研体系。2016年以来，基于“快乐酷宝”、“斗龙战士3”、“赛尔号”等知名IP，炫彩互动发行运营“斗龙战士3”系列游戏4款，“快乐酷宝”系列游戏3款，“赛尔号”系列游戏1款，其中6款产品均取得月流水百万级的成绩。此外，自研产品《斗龙战士3圣斗神龙》首发月月流水即过百万，为手游发行中的自研产品发行奠定了良好的基础。

目前除“快乐酷宝”、“斗龙战士3”、“赛尔号”等IP产品正在稳定运营外，独家授权全类型热门IP“蛋蛋小子”的产品也正在研发中。此外，炫彩互动还与具有潜力的热门IP进行商谈，合作模式包括定制、自研、代理等多种形式，预计今后每年将自研5款以上游戏产品，代理发行20款左右游戏产品。

未来，炫彩互动将继续坚持以热门IP为核心的手游发行战略，结合自研、代理、定制等方式，通过IP吸引更大规模的玩家群体，促进付费玩家的不断增长，从而实现产品的持续盈利能力。

综上所述，一方面，爱游戏平台积累了较多的历史游戏运营数据，另一方面，预测期内的主要游戏不管是从生命周期、月度流水变化趋势，还是从游戏类型和经营模式上看，均和报告期内的游戏基本一致。此外，预测期内主要游戏的合作方式及分成比例并无变化。因此，依托历史游戏生命周期中各项数据的变化趋势预测现有主要游戏的流水收入，具有合理性。

3、评估报告收入预测依据及合理性

评估报告中从用户角度对收入进行预测，通过总用户数、活跃用户数、用户转化率及ARPU值来推导得出各板块收入，而非从具体游戏带来收入进行预测公司整体收入主要包括以下原因：

(1) 炫彩互动为游戏分发平台，主推游戏变化较大，游戏数量也变化较大，难以从单个游戏收入角度预测未来收入

报告期内，炫彩互动每年收入除原有游戏的收入贡献外，也会不断有新游戏出现补充收入。

从游戏数量上看，炫彩互动 2013 年拥有游戏款数 5,422 款；于 2014 年新增游戏款数 2,890 款，累计达到 8,312 款；于 2015 年新增游戏款数 3,357 款，累计达到 11,669 款。三年一期中，平均每年新引入游戏数量超过 3,000 款，累计游戏超过 12,000 款。

从收入排名上看，报告期内，炫彩互动每年流水收入排名前 10 的游戏产品中均有新产品的出现。如 2014 年前 10 游戏榜单中，出现《开心消消乐》、《熊出没之熊大快跑》、《神庙逃亡 2》、《PopStar! 消灭星星官方正版》、《捕鱼达人 3》、《保卫萝卜 2》、《全民雷电战机（超爽版）》七款新游戏；2015 年前 10 游戏榜单中，出现《火柴人联盟》。其余如《奔跑吧兄弟》等产品因上线时间靠近年底，未能出现在当年年度榜单中，但流水收入贡献显著。具体每年度流水前 10 产品情况如下表所示：

2013 年 TOP10 游戏排名		
序号	游戏名称	流水收入（万元）
TOP1	捕鱼达人 II	4,375.06
TOP2	植物大战僵尸 2 高清版	1,159.02
TOP3	植物大战僵尸（泳池）无尽版（爱游戏）	1,106.79
TOP4	蛙蛙斗地主	884.54
TOP5	水果忍者(爱游戏)	860.22
TOP6	神庙逃亡 2(爱游戏)	849.86
TOP7	滑雪大冒险【爱游戏】	625.52
TOP8	燃烧的蔬菜 2【爱游戏】	568.38
TOP9	神庙逃亡 2	549.00
TOP10	植物大战僵尸（无尽版）	538.54

注：此处“神庙逃亡 2”的版本号为 110221817701。

2014 年 TOP10 游戏排名		
序号	游戏名称	流水收入（万元）

2014 年 TOP10 游戏排名		
TOP1	开心消消乐	3,504.80
TOP2	地铁跑酷	2,888.41
TOP3	熊出没之熊大快跑	2,760.52
TOP4	植物大战僵尸 2 高清版	2,441.81
TOP5	神庙逃亡 2	2,329.43
TOP6	PopStar! 消灭星星官方正版	1,849.22
TOP7	捕鱼达人 3	1,797.54
TOP8	捕鱼达人 2	1,368.53
TOP9	保卫萝卜 2	1,222.62
TOP10	全民雷电战机（超爽版）	1,106.48

2015 年 TOP10 游戏排名		
序号	游戏名称	流水收入（万元）
TOP1	开心消消乐	10,512.13
TOP2	地铁跑酷	3,063.38
TOP3	神庙逃亡 2	2,850.72
TOP4	PopStar! 消灭星星官方正版	2,781.20
TOP5	捕鱼达人 3	1,461.56
TOP6	植物大战僵尸 2 高清版	1,449.11
TOP7	火柴人联盟	1,316.48
TOP8	熊出没之熊大快跑	1,213.53
TOP9	铠甲勇士之英雄传说	1,015.92
TOP10	果宝三国	969.86

如上表所示，流水收入前 10 的游戏产品会不断的更新变化，且其流水收入占比公司总流水收入比较低。上述数据反映了公司经营特点，即随着原有游戏生命周期的逐步完结，将会不断有新游戏出现并带来收入，使公司整体收入持续稳定增长。

（2）公司的核心竞争力为公司拥有的客户和客户资源

依托运营商计费能力，炫彩互动为内容提供商和渠道分发商提供含三网计费、第三方支付、风控手段、计费安全等能力的综合计费解决方案和游戏接入、游戏测评、专业客服、数据跟踪、异常监控、运营优化等专业化运营服务。炫彩互动以便捷、高效、安全的综合计费解决方案吸引了大量优质内容提供商。

同时，炫彩互动拥有基于手机、宽带覆盖的庞大用户群。截至 2016 年 3 月底，电信集团移动用户数超过 2 亿，直接给炫彩互动提供了庞大的用户基础。爱游戏拥有的上下游资源为其业务开展带来了较大助力，也为公司发展速度高于行业平均速度提供了基础。

（3）公司拥有完善的客户统计及评价体系

在手机游戏的运营推广过程中，合作伙伴时刻关注用户数和 ARPU 值的变化，以此来评估运营推广的成本投入和收入匹配度。影响用户数和 ARPU 值的因素包括游戏质量、运营活动力度、品牌宣传强度、用户群体特征吻合度、用户付费能力等。在运营过程中，根据游戏用户导入数量和 ARPU 值的数据情况，游戏研发团队会不断改进游戏质量、调整计费点，运营团队会不断研究用户消费偏好、加强营销活动等，以此来达到增加用户来源，提升 ARPU 值的目的。因此，用户数和 ARPU 值在很大程度上决定了手机游戏的最终收入流水表现情况。

炫彩互动自爱游戏平台业务上线以来，数据统计指标体系也同时上线。因此，平台保存着历年以来爱游戏平台整体及各上线游戏的用户付费行为相关的数据。同时，经过多年的运营，炫彩互动也完善了平台用户、ARPU 值和收入的相互转化关系。从历史数据上看，爱游戏平台的注册用户数量、用户的 ARPU 值及每年的收入均在不断提升。

（4）评估中使用的评估方法及收入预测结果的合理性

综上所述由于炫彩公司的业务特点难以从单个游戏的收入预测公司的整体收入，而公司在预算和内部统计管理均采用客户角度估计公司收入，故评估采用从客户角度推导公司收入的方法。

1) 评估中使用的评估方法

评估时从客户角度出发预测收入如下：

炫彩互动收入主要内容包括手机游戏收入，TV 游戏收入和 PC 游戏收入。

2016 年、2017 年为公司业务转型期，收入主要来源为老业务，增长有限，内容型产品仍处于前期投入期，预估在 17 年下半年才能产生规模收入，2018 年-2020 年保持良好的收入增幅。

A.手机游戏收入

手机游戏经过前期的高速发展，近两年随着用户规模增长率逐步走低和行业竞争的加剧，手游市场增长趋势放缓，行业发展进入平稳期，随着公司业务的逐步转型，内容型产品的收入贡献逐步提升，未来年度预测手机游戏的收入规划增幅高于行业预计增幅。2016 年-2020 年收入预测详见下表：

项目		预测数据				
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
手机收入	万元	78,300.00	85,700.00	96,100.00	107,800.00	118,700.00
月均活跃用户数	万人	5,000.00	5,250.00	5,512.50	5,788.13	6,077.53
月付费转化率		7.68%	7.62%	7.75%	7.89%	7.88%
月付费用户数	(万人)	383.82	400.09	427.28	456.48	478.70
月均 ARPU	(元/用户/月)	17.00	17.85	18.74	19.68	20.66

B.TV 游戏收入

TV 收入规模受政策影响较大，目前体量较小，内容盈利模式还在继续探索，根据企业未来发展规划，在后续几年中保持每年超过 50%的增长速度。2016 年-2020 年收入预测详见下表：

项目		预测数据				
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
TV 游戏收入	万元	1,950.00	2,900.00	3,700.00	4,600.00	5,700.00
月均活跃用户数	万人	180.00	335.00	438.00	521.00	645.00
月付费转化率	-	17.50%	18.75%	19.91%	19.83%	21.94%
月付费用户数	(万人)	31.50	62.80	87.20	103.30	141.50
月均 ARPU	(元/用户/月)	5.16	3.85	3.54	3.71	3.36

C.PC 游戏收入

PC 游戏目前市场已基本稳定，炫彩互动拥有稳定和专业的棋牌玩家，棋牌游戏还有一定成长空间，未来年度预测 PC 游戏基本维持现有规模不变。2016 年-2020 年收入预测详见下表：

项目		预测数据				
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
PC 游戏收入	万元	4,800.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00
月均活跃用户数	万人	70.00	73.50	75.00	75.00	75.00
月付费转化率	-	1.00%	0.99%	1.00%	1.03%	1.06%
月付费用户数	(万人)	0.70	0.73	0.75	0.77	0.80
月均 ARPU	(元/用户/月)	571.43	570.78	555.56	541.13	520.83

2) 收入预测结果的合理性

从客户角度出发对炫彩互动整体收入预测的结果具有合理性。炫彩互动预测未来各类收入的增长如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
手游	25.6%	9.5%	12.1%	12.2%	10.1%
TV	76.3%	48.7%	27.6%	24.3%	23.9%
PC	55.8%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
全部收入	27.8%	10.1%	12.0%	12.0%	10.2%

与中国互联网及移动互联网发展状况相比，根据艾瑞咨询数据统计，2015 年中国互联游戏市场规模达 1,435.8 亿元，同比增长 29.95%，持续保持高速增长趋势，市场规模进一步扩大。随着移动互联网的发展，移动端游戏发展速度加快，占市场份额占比不断提高，预计 2016 年超过电脑游戏市场规模。互联游戏行业不断扩大的市场规模及广阔的发展前景为炫彩互动的业务发展奠定了坚实基础。预测 2016-2018 年增幅超过 20%。评估预测收入年增幅 10%-12%，低于整体市场增长幅度与炫彩互动的历史增长相符，也符合评估谨慎的的增长的原则。

综上所述，结合炫彩互动历史年度运营游戏流水、已签订合作合同及自研产品情况等，可对炫彩互动未来年度主要游戏收入进行预测并具有合理性。预测结果与报告期游戏产品生命周期、主要游戏流水经营数据、分成比例相符。

由于炫彩互动为游戏分发平台，主推游戏及游戏数量变化较大，从单个游戏收入角度预测未来炫彩互动整体收入难度较大，且由于公司核心竞争力为公司拥有的客户和客户资源，因此评估报告中从用户角度对收入进行预测，通过总用户数、活跃用户数、用户转化率及 ARPU 值来推导得出各板块收入具有合理性。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为结合目前经营业绩情况，炫彩互动 2016 年度预测营业收入和净利润预计可实现；结合历史年度运营游戏流水、已签订合作合同及自研产品情况等，炫彩互动未来年度主要游戏收入预测合理性，且与报告期内游戏产品生命周期、主要游戏流水经营数据、分成比例基本相符。。

问题 12、申请材料显示，2014 年、2015 年、2016 年 1 至 3 月天翼阅读实现营业收入 23,143.64 万元、30,215.54 万元、7,480.19 万元，净利润-2,371.02 万元、-2,543.34 万元和-512.41 万元。预测 2016 年 4-12 月、2017 年至 2020 年分别实现营业收入 40,019.81 万元、55,702.00 万元、62,872.00 万元、70,587.80 万元和 78,428.76 万元，实现净利润 4,786.30 万元、6,497.90 万元、6,613.15 万元、7,240.61 万元、9,367.57 万元。请你公司：1)结合天翼阅读目前业务开展情况，补充披露天翼阅读 2016 年预测经营业绩的实现情况。 2)结合天翼阅读运营图书数量、销售流水、未来业务开展情况、拟引入图书计划等，补充披露预测期内营业收入的预测依据、预测过程。 3)预测期内，天翼阅读将实现扭亏为盈，且净利润持续大幅增长，请结合天翼阅读所处行业情况、核心竞争优势保持、成本构成、期间费用情况及同行业可比公司情况等，补充披露收益法评估中天翼阅读预测净利润的合理性和可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

（一）结合天翼阅读目前业务开展情况，补充披露天翼阅读 2016 年预测经营业绩的实现情况。

根据未经审计的管理层报表，2016 年 1-11 月天翼阅读实现营业收入 36,258.01 元，完成全年预测数的 76.33%，净利润 4,514.39 万元，完成全年预测数的 103.81%。天翼阅读营业收入完成进展较慢主要是由于天翼阅读根据市场情况和商业环境，对业务结构进行调整，提高听书业务广告、版权业务等高毛利业务的收入占比，从而提升整体盈利能力所致。

（二）天翼阅读业务开展情况

预测期内，天翼阅读分板块的业务开展情况如下：

1、阅读业务

（1）运营图书数量及销售流水情况

天翼阅读以数字阅读平台作为基础，提供以泛娱乐为主的数字阅读服务。报告期内，天翼阅读的图书量以及阅读量的数据如下：

年份	2014 年 12 月 31 日/ 2014 年度	2015 年 12 月 31 日/ 2015 年度	2016 年 11 月 30 日/ 2015 年 1-11 月
图书总量（万册）	31.8	35.8	36.7
引入图书（万册）	4.9	3.9	1.9
平均章节价格（元）	0.1	0.1	0.1

2014 年移动阅读平台呈现爆发式增长，网络文学市场快速发展，2015 年天翼阅读图书总量增长较为明显，同比增长达 12.2%。

报告期内，“天翼阅读”各期收入前十的图书名称、销售流水如下表所示：

单位：万元

2014 年度		
排名	图书名称	销售流水
1	龙血战神	103.52
2	绝品神医	71.29
3	官途	65.94
4	丐世神医	54.75
5	傲世丹神	52.00
6	绝世武神	47.36
7	清宫熹妃传	39.75
8	废物王爷：盛世嫡妃	33.03
9	斗破苍穹	28.75
10	不灭武尊	22.90

注：不包含已下架图书

单位：万元

2015 年度		
排名	图书名称	销售流水
1	龙血战神	80.51
2	超级小郎中	63.90
3	丐世神医	62.29
4	毒宠佣兵王妃	54.57
5	邪王轻点爱：枭宠医妃	47.45
6	七夜宠妻	40.58

2015 年度		
排名	图书名称	销售流水
7	焰火刀皇 2	35.18
8	焰火刀皇 5	35.12
9	血剑道	35.11
10	仙剑	35.07

单位：万元

2016 年 1-6 月		
排名	图书名称	销售流水
1	特种服务员	30.18
2	丐世神医	23.34
3	超级小郎中	19.76
4	天才小毒妃	18.35
5	女总裁的贴身兵王	18.12
6	七夜宠妻	14.63
7	邪王轻点爱：泉宠医妃	14.02
8	校花的贴身高手	13.99
9	顶级小农民	12.18
10	无上神王	11.85

（2）预测期内业务开展情况

预测期内，“天翼阅读”将继续坚持用户付费点播和订购的盈利模式，以自有内容培育和产品创新为主要手段，在丰富平台内容储备的基础上，通过内容和产品差异化，提升用户粘性，扩大付费用户规模，提升收入水平。同时，作为 IP 自主培育和外部引入的主体平台，“天翼阅读”未来将发力 IP 为核心的衍生业务，提供 IP 衍生品产品，为用户提供多媒体娱乐、社交的综合平台。

（3）预测期内图书引入计划

截至 2016 年 6 月底，天翼阅读已经汇聚 36 万余册海量正版数字阅读资源，包含出版图书、原创小说、漫画、杂志等类型；未来几年预计每年引入图书 2.5 万册，其中原

创小说 1 万册，出版物 1.5 万册；主要聚焦各大原创网站榜单 TOP500 书籍，选择行业优质出版社、知名作者的新作，并通过资源置换、免费推广、购买等方式将非买断书籍，无版权风险的优质内容；内容是用户消费基础，加强内容引入，尤其是原创小说的优质内容数量和更新速度，将有效提升用户留存和付费转化率，总体提升点播和会员收入。

未来几年考虑行业整体已经进入平稳增长期，预计图书总量每年平稳增长 4-6%，预测期内图书总量及阅读量如下：

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
图书总量（万册）	36.7	38.2	39.6	41.0	42.6
引入图书（万册）	1.9	2.3	2.4	2.6	2.7
阅读量（亿章）	18.54	20.35	23.26	26.16	29.54
平均章节价格（元）	0.10	0.10	0.11	0.11	0.11

2、听书业务

“氧气听书”的主要盈利模式是会员订购和广告业务。2015 年以来，天翼阅读为扩大“氧气听书”平台用户规模，抢占市场份额，逐渐调整盈利模式，通过提供广告服务取得收入，从“前向收费”转为“前向收费与后向收费”相结合，同时平台音频内容逐步免费化。

报告期内，“氧气听书”引入作品数量及广告库存情况如下：

项目	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 11 月 30 日
作品部数（万部）	7.9	8.2	8.4
作品时长（万小时）	14.8	19.6	25.6
总用户数（万）	853	1,670	1,978
每用户每年平均收听集数	69.2	87.6	110.5
每用户每年平均收听时长（小时）	6.1	7.2	11.9
图片广告库存（万元）	48.4	147.8	200.8
音频广告库存（万元）	2,951.4	7,314.6	1,1050
广告库存合计（万元）	2,999.8	7,462.4	11,250.8

截至 2015 年末、2016 年 11 月末，“氧气听书”作品部数分别为 8.2 万部和 8.4 万部，较期初分别增长 3.8%和 2.4%，作品时长分别为 19.6 万小时和 25.6 万小时，较期初增长 32.4%和 30.6%。作品内容和时长的增加大幅增加了“氧气听书”对用户的吸引力，用

户收听量和收听时长大比例增加。截至 2015 年末、2016 年 11 月末，“氧气听书”的总用户数较期初增长 95.8%和 21.5%，同时用户黏性提高，平均收听量分别较期初增长 26.6%和 26.1%。用户规模和用户收听量的快速扩大使“氧气听书”的广告价值快速提升，广告库存价值大幅增加，营收能力同步增长。

报告期内，“氧气听书”各期收听量前十的音频节目名称、收听量如下表所示：

单位：万集

2014 年度		
排名	音频节目	点播次数
1	西游记中的团队启示	531.44
2	我当道士那些年	108.82
3	罗辑思维 2014	52.80
4	郭德纲对口相声全集	37.29
5	星河大帝	26.15
6	风水玄术：墓闻录	26.00
7	锦绣未央	23.85
8	影视风云之枪声后的秘密	23.17
9	影视风云之三代母女情	23.14
10	吴晓波频道 2014	22.84

注：不包含已下架音频

单位：万集

2015 年度		
排名	音频节目	点播次数
1	我当道士那些年	639.01
2	西游记中的团队启示	539.60
3	锦绣未央	369.39
4	超级兵王	332.95
5	斗破苍穹	159.95
6	花千骨	158.46
7	凡人修仙传	155.85
8	屌丝道士	141.47
9	天才儿子腹黑娘亲	131.45
10	盗墓笔记 1 七星鲁王宫	117.65

单位：万集

2016 年 1-6 月		
排名	音频节目	点播次数
1	我当道士那些年	520.13
2	锦绣未央	382.76
3	最强弃少	289.37
4	超级兵王	242.46
5	斗破苍穹	177.34
6	灵车	172.08
7	特种兵在都市	152.31
8	天才儿子腹黑娘亲	143.16
9	医手遮天	141.45
10	凡人修仙传	133.19

预测期内，“氧气听书”将稳步调整盈利模式，随着平台音频内容的增加和进一步免费化，氧气听书的用户量、用户平均收听量和总收听量大幅上升，并带动平台广告价值的持续提升。考虑有声阅读行业快速发展的趋势以及天翼阅读持续推进听书业务快速发展和盈利模式转型，预测期内，“氧气听书”平台作品数量、总用户数及由此产生的广告库存营收能力的具体预测如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
作品部数（万部）	8.5	8.8	9	9.3	9.5
作品时长（万小时）	25.5	28	30	33	36
总用户数（万）	2,000	2,350	2,800	3,300	3,800
每用户每年平均收听集数	100	110	117	119	120
每用户每年平均收听时长（小时）	11	12	12.8	13	13.2
图片广告库存（万元）	219	328.5	438	657	1095
音频广告库存（万元）	10,000	12,000	14,000	16,000	18,000
广告库存合计（万元）	10,219	12,328	14,438	16,657	19,095

3、政企业务

政企业务主要通过“智慧云书院”客户端等向国企党群、工会、行政人力部门提供定制化数字阅读服务。此外，天翼阅读承接政府全民阅读推广项目，如“书香中国”、“书香浙江”等。

预测期内，天翼阅读将协同丰富的内容资源，借助于广泛的代理商渠道，快速发展代理渠道；以智慧云屏、线下活动等服务提升客单价，提升业务营收能力。

在内容和渠道的持续优化以及产品化能力和场景化能力的持续提升下，天翼阅读政企业务预计将以超过 60%的续约率，叠加 50%的新客户增长速度，在预测期内预计将实现 30%以上的复合增长率。

4、版权业务

版权业务是对优秀版权内容进行收集，并进行版权贸易、版权分销、衍生品贸易。

2015 年，天翼阅读签约 100 本作者作品。截至 2016 年 11 月底，天翼阅读累计签约作者 763 个，累计签约作品 878 本，其中可销售版权作品 550 本，178 部为全版权作品。

项目		2015 年 12 月 31 日/ 2015 年	2016 年 11 月 30 日/ 2016 年 1-11 月
版权贸易	可销售版权数量（本）	100	550
	实际销售版权数量（本）	-	79
	动销率	-	14.36%
版权分销	可分销版权数量（本）	110,000	150,000
	实际分销版权数量（本）	5,000	8,706
	动销率	4.55%	5.80%

预测期内，天翼阅读将以“冒险文学”为主要版权业务签约方向，持续引入冒险文学类作者，以《海盗鬼皮书》、《九州 天光云影风云会》等作为冒险文学 IP 运营的发动机，计划未来每年新增幻想类冒险文学作品 200 部，以此推动版权业务在未来全版权运营当中的数量和价值。此外，天翼阅读也将加大与北京出版集团旗下北京联合出版社的合作，持续推出《爱情过期不候》、《匠心》等女性都市冒险类作品的纸质出版及版权贸易。计划未来每年新增女性都市冒险类作品 300 部，以此提高此类作品的版权收入及影响力。

预测期内，版权相关内容采集和销售的具体预测如下：

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
版权贸易	可销售版权数量（本）	550	1050	1850	2750	3750
	预计实际销售版权数量（本）	75	143	230	310	380

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
	动销率	13.64%	13.62%	12.43%	11.27%	10.13%
版权 分销	可分销版权数量（本）	150,000	180,000	180,000	180,000	180,000
	预计实际分销版权数量（本）	8706	10400	10200	10000	9800
	动销率	5.80%	5.78%	5.67%	5.56%	5.44%

（三）天翼阅读营业收入的预测依据、预测过程

1、预测依据

天翼阅读的营业收入主要依据用户发展规模结合用户行为转化特征进行预测，主要是由于以下原因：

（1）天翼阅读的主要业务为分发数字书籍内容，用户群体广泛，平台图书数量众多，难以针对每本图书进行收入预测。此外，由于不同图书的内容质量、用户偏好、市场反响不同，产生的收入差异较大。上述因素导致难以根据图书的销售流水准确预测天翼阅读的营业收入；

（2）天翼阅读目前已具备相对成熟的运营体系，包含统一的版权审核及内容管理、统一的数据及结算管理、统一的产品销售及反馈管理和统一的用户及数据管理，建立了基于用户体验导向的运营协同机制，拥有完善的用户监测体系和历史数据，并且以付费用户数量、活跃用户数量、ARPU 值等作为重要的业务运营检测指标，具备以用户角度作为出发点进行营业收入预测的基础条件。

综上所述，随着天翼阅读新业务运营的成熟，内容资源的丰富，用户数量增加，平均图书带来的流水持续变化。图书数量与整体收入难以直接确定其变化关系、建立相关模型。用户数量、ARPU 等指标均拥有历史数据，且可以对相关指标变化趋势进行可靠预测，所以能够直接与收入建立变化模型从用户出发则能直接与收入建立变化模型。天翼阅读的营业收入主要依据用户发展规模结合用户行为转化特征进行预测。

2、预测过程

天翼阅读收入主要包括阅读业务收入、听书业务收入、政企业务收入和版权业务收入。自成立以来，天翼阅读依循互联网行业发展模式，以抢占市场份额为目标，迅速扩大用户规模。截至 2016 年 3 月 31 日，天翼阅读付费用户数量达到 2,770.95 万人，

较 2015 年底提高 9.19%。2016 年，天翼阅读在实现用户规模发展目标后加快商业化步伐，业绩加速增长，已于 2016 年 6 月扭亏为盈。

(1) 阅读业务收入

2015 年阅读业务实现销售收入 27,406.00 万元，2016 年 1-3 月实现销售收入 6,811.77 万元，2016 年天翼阅读通过与翼积分的深度对接、自有内容会员包纳入套餐、计费点优化和开放业务等举措实现盈收突破。2016 年~2020 年阅读业务将以 6%左右的增速，保持稳定增长态势。2016 年-2020 年预测数据如下表：

项目	单位	预测数据					
		2016 年 4-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
阅读业务收入	万元	30,143.23	36,955	39,120	41,427	44,118	47,027
一、开放能力业务	万元	22,074.22	27,043.72	28,250.00	29,517.00	30,993.20	32,607.08
付费用户数	万户	130.36	178	188	199	210	220
ARPU 值	元/月	19.00	17.30	17.34	17.35	17.51	17.81
二、点播收入	万元	1,716.10	2,231.10	2,570.00	2,980.00	3,470.00	4,030.00
阅读量	亿章节	8.46	11.10	12.36	14.49	16.50	18.86
阅读用户数	万	385.10	505	545	615	667	722
付费用户数	万	92.76	121	133	151	169	190
阅读转化率		43.0%	43.0%	43.3%	43.7%	44.1%	44.4%
付费转化率		23.9%	23.9%	24.4%	24.6%	25.4%	26.3%
ARPU 值	元/年	18.50	18.50	19.33	19.72	20.51	21.23
三、会员收入	万元	5,274.09	6,499.92	6,800.00	7,220.00	7,640.00	8,070.00
阅读量	亿章节	5.16	7.44	7.99	8.77	9.66	10.68
阅读用户数	万	732.79	1,063	1,108	1,167	1,221	1,277
付费用户数	万	959.63	1,161	1,196	1,254	1,311	1,369
留存率		0.92	91.6%	92.6%	93.1%	93.1%	93.3%
ARPU 值	元/年	5.60	5.60	5.68	5.76	5.83	5.90
四、增值业务收入	万元	1,078.82	1,180.26	1,500.00	1,710.00	2,015.00	2,320.00
付费用户数	万	21.66	24	29	32	37	42
ARPU 值	元/年	49.80	50	52	53	54	55

(2) 听书业务收入

2016 年以来，天翼阅读“氧气听书”产品广告业务开发力度加大，天翼阅读通过与翼积分深度对接提升利润，继续保持增加投入积累用户的互联网式发展模式。2016 年起实现商业化运营，基于用户数及日活的快速增长兑现价值，计划于 2017 年实现 60%以上盈收增长，2018 年~2020 年保持 15%左右的可持续增长。2016 年-2020 年预测数据如下：

项目	单位	预测数据				
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
听书业务收入	万元	1,120.00	1,800.00	2,110.00	2,460.00	2,840.00
一、包月收入	万元	906	971	967	952	968
二、版权分销	万元	14	29	43	58	72
业务量	亿次收听	20	26	32	40	50
用户数	万	2,000	2,350	2,800	3,300	3,800
DAU	万	100	150	200	280	350
MAU	万	520	610	700	800	1,000
会员转化率		2.32%	2.12%	1.84%	1.59%	1.29%
三、广告	万元	214	829	1,143	1,508	1,872
点击量	万次	1,500	2,000	2,500	3,500	4,500
大客户	家	2	3~4	5	6~7	8

（3）政企业务收入

政企合作业务中，“智慧云书院”等产品客户拓展力度增强，并推出“云党建”产品提升创收。2016 年 1-7 月，天翼阅读新增政企用户 282 家，包括与浙江新闻出版广电局合作推出“书香浙江”等项目。天翼阅读通过开发“文化礼包”、建设“党建+互联网”平台等举措实现盈收增长，2017 年在相关举措持续推动下，实现 60%以上的增速，2018 年~2020 年逐步趋稳。

项目	单位	预测数据				
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
政企业务收入	万元	2,070.00	6,307.00	8,660.00	10,934.40	13,361.68
代理销售签约或续约客户数	家	50	180	270	370	470
直销签约或续约客户数	家	11	13	18	24	30
平台租赁签约数	家	4	7	15	19	25

项目	单位	预测数据				
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
ICT 业务	单	4	6	7	8	10
其他（云党建项目等）	省	15	20	25	25	25

（4）版权业务收入

版权业务为天翼阅读新兴业务。天翼阅读通过收购原创网站、自有版权全媒体运营等举措实现营收爆发式增长。2016 年实现突破后，于未来 5 年呈高速成长并逐步趋稳的增长态势。截至 2016 年 6 月底，天翼阅读拥有 36 万部图文作品、24 万小时有声作品，并已拥有超过 100 部全版权作品，2016 年 1-7 月新签作者 172 名，新增版权分销商 16 家，2016 年-2020 年预测数据如下：

项目	单位	预测数据				
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
版权业务收入	万元	7,355	8,475	10,675	13,075	15,200
一、版权贸易	万元	2,380	1,000	1,200	1,500	2,000
合作方	家	3	2-5	2-5	3-6	10
单位合作方收入	万元	650	200-500	200-500	200-500	200-500
二、版权分销	万元	799	986	1,205	1,606	2,555
合作方	家	15	20	20	20	20
日均收入	万元	2.19	2.70	3.30	4.40	7.00
三、IP 运营（衍生、宣发服务）	万元	4,176	6,490	8,271	9,969	10,645
合作方	家	10	20	20	25	30
单位合作方收入	万元	200	200	200	200	200
影视合作项目开发	个	2	4	5	6	8
游戏项目开发	个	5	6	7	7	5

综上所述，天翼阅读 2016-2020 年营业收入预测如下所示：

单位：万元

项目	预测数据				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	47,500.00	55,702.00	62,872.00	70,587.80	78,428.76
阅读业务	36,955	39,120	41,427	44,118	47,027
听书业务	1,120.00	1,800.00	2,110.00	2,460.00	2,840.00

项目	预测数据				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
政企业务	2,070.00	6,307.00	8,660.00	10,934.40	13,361.68
版权业务	7,355	8,475	10,675	13,075	15,200

预测期内，天翼阅读各业务板块的营业收入占比如下所示：

项目	预测数据				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
阅读业务	77.80%	70.23%	65.89%	62.50%	59.96%
听书业务	2.36%	3.23%	3.36%	3.49%	3.62%
政企业务	4.36%	11.32%	13.77%	15.49%	17.04%
版权业务	15.48%	15.21%	16.98%	18.52%	19.38%

预测期内，天翼阅读的阅读业务收入占比逐步下降，听书、政企和版权业务占比逐渐上升，具体如下：

1) 听书业务加大商业化力度，推出氧气听书贴片广告服务，利用互联网广告优势，精准投放品牌和业务音频广告，提升听书业务收入规模；同时，通过自制优质、热点内容，提升平台对用户的吸引力。

2) 政企业务尚处于培育期，随着业务发展成熟，收入贡献占比逐渐增加。天翼阅读公司于 2014 年推出政企业务，随着渠道的不断完善，新增签约用户有望不断增加；同时，由于政企业务采用包年服务方式，由于包年业务的续约客户留存效应，业务收入增长率较高。

3) 加大版权业务发展力度。天翼阅读公司将抓住“文学+”机遇，利用文学+影视剧，文学+游戏，文学+音频等载体，开展版权经营，拓展数字阅读衍生收入。为加大优质原创内容储备，天翼阅读积极构建上游内容生产体系，加大优质内容储备，于 2016 年 4 月推出“阿尔法文学”文学网站，从数字阅读平台型企业向上游版权方延伸。

（三）收益法评估中天翼阅读预测净利润的合理性和可实现性

1、所处行业发展情况

（1）全媒体出版成为数字出版行业未来发展趋势

手机、手持终端、互联网等优质丰富的出版物新载体的出现，读者的阅读内容、阅读媒介、阅读习惯正在发生改变，呈现多元化、数字化、个性化的特点，“一种内容、多种媒体、同步出版”的全媒体出版模式逐渐成熟。全媒体出版可以综合利用资源，一部优秀的作品可以同时通过纸质书、手机、手持终端、互联网等媒体同步出版，通过满足不同的用户需求来实现内容资源版权价值最大化。全媒体出版模式已成为未来出版市场的发展趋势，通过数字出版与纸质书同步出版，第一时间同步覆盖全部潜在读者，有利于提升数字出版内容的收入规模，由于数字出版成本相对稳定，进而有利于提升数字阅读行业的盈利水平。

（2）网络文学市场的版权正规化进程得到持续推动

自网络文学出现以来，盗版网络文学网站就凭借低成本优势，长期扰乱市场的正常经营秩序。上述网站数量多、规模小，从客观上提高了版权方的维权成本，造成盗版网络文学网站很难根除。随着网络文学平台集团化的形成，大型平台拥有更多精力和资源依据相关法律法规对盗版网站发起维权行动，从一定程度上解决了网络文学作者的“维权难”问题。随着网络文学市场版权不断正规化，盗版免费内容占比下降，用户对正版内容的付费习惯也将逐步养成。

（3）有声阅读行业增长迅速

近年来，随着移动互联网的迅速普及和音频技术的高速发展，“听书”逐渐成为一种新型阅读方式。根据《2015 年数字阅读白皮书》，2015 年全球有声读物产值达 28 亿美元，成为出版业增长速度最快的板块，新增的有声书数量为 4.3 万册。根据易观智库数据统计，2015 年，我国有声阅读市场规模达到 16.6 亿元，同比增长 29.0%，2016 年，市场规模预计将达到 22 亿元。随着有声阅读市场的兴起，内容收费和广告投放等盈利模式的不断探索，有声阅读市场收入规模持续增长，有声阅读业务毛利率有望逐步提升。中国移动阅读行业处于稳定增长阶段，市场规模有望进一步提升。

综上，全媒体出版和 IP 多元化成为数字出版行业未来发展趋势，有利于实现内容资源版权价值最大化。同时，随着网络文学市场版权不断正规化，盗版免费内容占比下降，用户的付费习惯逐步养成，数字阅读行业市场规模有望保持较高的增长率。根据智

研咨询《2016-2022 年中国移动阅读市场评估及市场发展趋势研究报告》，2016 年至 2017 年我国移动阅读市场规模仍将保持 20%以上的增长率。另一方面，有声阅读在移动互联网和音频技术高速发展的环境下，作为一种重要的信息传播方式成为满足人们碎片化娱乐需求的重要方式，成为未来的主要增长点。根据易观智库《2016 中国有声阅读市场专题研究报告》，2016 年至 2018 年我国有声阅读市场规模仍将保持约 38%的增长率。为天翼阅读的快速发展提供有利的行业环境。

2、核心竞争力保持

经多年积累和发展，天翼阅读在同类应用中有较高的市场份额和领先的行业地位。根据易观千帆《中国移动阅读市场季度监测报告 2016 年第 2 季度》数据显示，2016 年第 2 季度，天翼阅读客户端以 10.0%的活跃用户渗透率，占移动阅读行业第五位。根据易观千帆《2016 中国有声阅读市场专题研究报告》数据统计，截至 2016 年 1 月底，氧气听书客户端以 5.2%的用户渗透率，占移动听书行业第三位。

天翼阅读在行业中具有的核心竞争力包括：庞大的用户基数、高效的运营优势、丰富的版权资源、良好的产品体验、完善的产业链布局及领先的研发团队，相关核心竞争力内容请参见重组报告书“第九节 管理层讨论与分析”之“四、天翼阅读行业特点、经营情况和财务情况的讨论与分析”之“（六）天翼阅读行业地位及核心竞争力分析”部分内容。

预测期内，天翼阅读对上述核心竞争力的保持措施具体如下：

庞大的用户基础是互联网平台类企业的重要竞争优势，为天翼阅读带来较高的流量和商业价值。截至 2016 年 11 月底，天翼阅读注册用户数已达到 2.8 亿户。未来，天翼阅读将继续通过“免费+付费”相结合的模式保持用户规模持续稳定的增长。

同时，天翼阅读将加大优质内容储备，构建丰富内容生态，在与现有内容提供方（如出版社等）保持长期稳定合作关系的基础上，大力拓展其它优质内容渠道。随着 IP 全产业链价值整合加速，天翼阅读亦将积极布局上游内容生产体系，打造“阿尔法文学”文学网站，加大原创优质内容储备，增强用户粘性。

此外，此外，随着政企业务和版权业务的进一步成熟，天翼阅读将抓住“全民阅读”和 IP 多元化的产业契机，快速实现盈利能力的提升，并逐渐释放各业务板块之间的协

同效应，持续完善全产业链布局。在整体行业快速发展的环境中，天翼阅读将不断挖掘新增长点，释放增长潜力，保持并进一步增强竞争优势。

3、成本构成、期间费用情况

预测期内，天翼阅读的成本构成如下表所示：

单位：万元

项目	预测期				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
一、直接成本	29,193.66	32,679.08	36,034.44	39,426.85	42,045.82
占营业收入之比	61.46%	58.67%	57.31%	55.86%	53.61%
1、阅读业务	23,156.76	23,758.49	24,409.53	25,364.79	25,806.10
2、听书业务	540.47	882.07	1,012.49	1,167.86	1,333.86
3、政企业务	718.06	1,854.40	2,493.31	3,114.59	3,765.33
4、版权业务	4,778.37	6,184.12	8,119.11	9,779.61	11,140.53
二、间接成本	4,997.79	4,669.92	5,812.60	6,742.29	6,784.18
占营业收入之比	10.52%	8.38%	9.25%	9.55%	8.65%
1、人工成本	3,858.00	4,320.96	4,839.48	5,420.21	6,070.64
2、折旧及摊销	1,139.79	348.96	973.12	1,322.08	713.54
营业成本合计	34,191.45	37,349.00	41,847.04	46,169.14	48,830.00
占营业收入之比	71.98%	67.05%	66.56%	65.41%	62.26%

预测期内，天翼阅读公司持续优化业务结构，提高版权业务、政企业务等高毛利业务板块的占比；随着天翼阅读的经营逐步迈入正轨，各业务板块的盈利模式不断成熟，规模效应逐渐显现，毛利率均预期有所提升，天翼阅读的直接成本占营业收入之比从 2016 年的 61.46% 下降到 2020 年的 53.61%。同时，随着收入规模的快速扩大，天翼阅读的间接成本从 2016 年的 10.52% 下降到 2020 年的 8.65%，规模效应进一步放大。总体而言，预测期内天翼阅读营业成本占收入之比从 2016 年的 71.98% 进一步下降至 2020 年的 62.26%，从而带来盈利水平快速提升。

预测期内，天翼阅读的费用情况构成如下表所示：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业费用合计	4,750.00	5,902.89	7,508.21	9,412.29	11,257.65

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
占营业收入之比	10.00%	10.60%	11.94%	13.33%	14.35%
管理费用合计	4,360.11	4,767.22	5,731.45	6,488.23	7,333.95
占营业收入之比	9.18%	8.56%	9.12%	9.19%	9.35%
财务费用合计	-88.85	3.50	4.00	4.50	5.00
占营业收入之比	-0.19%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
期间费用合计	9,021.26	10,673.61	13,243.66	15,905.02	18,596.60
占营业收入之比	18.91%	19.16%	21.06%	22.53%	23.71%

预测期内，随着天翼阅读收入规模 and 用户数量的持续增长，天翼阅读的管理费用占营业收入之比稳步上升，从 2016 年 10.00% 增加至 2020 年的 14.35%；期间费用占营业收入之比保持相对稳定，占营业收入之比在 9% 上下浮动。天翼阅读的期间费用占营业收入之比从 2016 年的 18.91% 稳步增加至 2020 年的 23.71%，为天翼阅读业务健康可持续发展提供保障。

4、同行业可比公司的情况

数字阅读行业上市公司数量相对较少，并无与天翼阅读完全可比的上市公司，查询互联网信息服务和出版行业内上市公司的净利率水平如下表所示：

代码	公司名称	2014 年销售净利率（%）	2015 年销售净利率（%）
000719.SZ	大地传媒	8.98	9.78
000793.SZ	华闻传媒	26.56	20.68
300148.SZ	天舟文化	23.08	32.52
600229.SH	城市传媒	4.18	15.47
600373.SH	中文传媒	8.6	10.02
600551.SH	时代出版	7.32	6.58
600633.SH	浙报传媒	19.94	25.52
600757.SH	长江传媒	4.35	2.78
600825.SH	新华传媒	2.82	3.19
601098.SH	中南传媒	16.91	17.64
601801.SH	皖新传媒	12.18	11.82
601928.SH	凤凰传媒	12.82	11.49
601999.SH	出版传媒	5.04	5.22

300364.SZ	中文在线	17.09	7.53
平均值		12.13	12.87
中值		12.50	9.90

2014 年、2015 年，上述同行业上市公司净利润率的平均值分别为 12.13%、12.87%，中值分别为 12.50%、9.90%。预测期内，天翼阅读 2016 年至 2020 年的净利润率预计将从 2016 年的 9%左右上升至 2020 年的 12%左右，符合行业平均水平。

综上所述，预测期内，数字阅读和有声阅读行业规模持续扩大，市场环境持续改善；天翼阅读自身通过积极地内容储备、灵活的业务模式以及多维的业务结构将持续保持并进一步增强竞争优势。随着天翼阅读的经营逐步迈入正轨，各业务板块的盈利模式不断成熟，规模效应逐渐显现，毛利率均预期有所提升。同时天翼阅读还将通过业务结构调整，提高如政企业务、版权贸易等高毛利板块的占比，改善盈利能力。因此天翼阅读预测净利润具有合理性和可实现性。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为结合天翼阅读所处行业情况、核心竞争优势保持、成本构成、期间费用情况及同行业可比公司情况，预测年度天翼阅读净利润预计可实现。

问题 13、申请材料显示,报告期内天翼阅读主营业务毛利率分别为 17.72%、13.31%、11.68%, 评估预测未来年度毛利率显著高于报告期平均水平, 预测 2016 年 4-12 月、2017 年至 2020 年毛利率分别为 31.87%、32.95%、33.44%、34.59%、37.74%。请你公司结合市场竞争状况、未来公司业务发展情况、报告期毛利率水平及同行业可比公司毛利率情况, 补充披露天翼阅读未来年度毛利率预测的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

(一) 数字阅读行业未来毛利率水平有望进一步提升

1、全媒体出版成为数字出版行业未来发展趋势

手机、手持终端、互联网等优质丰富的出版物新载体的出现, 读者的阅读内容、阅读媒介、阅读习惯正在发生改变, 呈现多元化、数字化、个性化的特点, “一种内容、多种媒体、同步出版”的全媒体出版模式逐渐成熟。全媒体出版可以综合利用资源, 一部优秀的作品可以同时通过纸质书、手机、手持终端、互联网等媒体同步出版, 通过满足不同的用户需求来实现内容资源版权价值最大化。全媒体出版模式已成为未来出版市场的发展趋势, 通过数字出版与纸质书同步出版, 第一时间同步覆盖全部潜在读者, 有利于提升数字出版内容的收入规模, 由于数字出版成本相对稳定, 进而有利于提升数字阅读行业的毛利率。

2、网络文学市场的版权正规化进程得到持续推动

自网络文学出现以来, 盗版网络文学网站凭借低成本优势, 长期扰乱市场的正常经营秩序。上述网站数量多、规模小, 从客观上提高了版权方的维权成本, 造成盗版网络文学网站很难根除。随着网络文学平台集团化的形成, 大型平台拥有更多精力和资源依据相关法律法规对盗版网站发起维权行动, 从一定程度上解决了网络文学作者的“维权难”问题。随着网络文学市场版权不断正规化, 盗版免费内容占比下降, 用户对正版内容的付费习惯也将逐步养成, 数字阅读行业的毛利率有望逐步提升。

3、有声阅读行业增长迅速

近年来, 随着移动互联网的迅速普及和音频技术的高速发展, “听书”逐渐成为一

种新型阅读方式。根据《2015 年数字阅读白皮书》，2015 年全球有声读物产值达 28 亿美元，成为出版业增长速度最快的板块，新增的有声书数量为 4.3 万册。根据易观智库数据统计，2015 年，我国有声阅读市场规模达到 16.6 亿元，同比增长 29.0%，2016 年，市场规模预计将达到 22 亿元。随着有声阅读市场的兴起，内容收费和广告投放等盈利模式的不断探索，有声阅读市场收入规模持续增长，有声阅读业务毛利率有望逐步提升。

（二）天翼阅读预测毛利率与同行业公司比较情况

以数字阅读为核心业务的 A 股上市公司数量相对较少，并无与天翼阅读完全可比的上市公司，查询互联网信息服务和出版行业内上市公司的毛利率水平如下表所示：

代码	公司名称	2014 年销售毛利率（%）	2015 年销售毛利率（%）
000719.SZ	大地传媒	29.12	29.50
000793.SZ	华闻传媒	45.25	43.92
300148.SZ	天舟文化	45.43	56.68
600229.SH	城市传媒	20.15	37.32
600373.SH	中文传媒	19.98	35.71
600551.SH	时代出版	13.30	11.00
600633.SH	浙报传媒	46.75	41.96
600757.SH	长江传媒	28.22	12.24
600825.SH	新华传媒	31.10	31.34
601098.SH	中南传媒	40.67	41.10
601801.SH	皖新传媒	23.61	21.78
601928.SH	凤凰传媒	36.75	37.99
601999.SH	出版传媒	21.27	20.74
300364.SZ	中文在线	46.34	47.18
均值		32.00	33.46
中值		30.11	36.52

（三）天翼阅读未来毛利率预测合理性分析

根据中企华出具的中企华评报字（2016）第 1273-03 号《评估报告》，天翼阅读各项业务的毛利率预测如下：

项目	2016 年度			
	收入	成本	毛利	毛利率
天翼阅读	36,955.00	23,156.76	13,798.24	37.34%
氧气听书	1,120.00	540.47	579.53	51.74%
政企业务	2,070.00	718.06	1,351.94	65.31%
版权业务	7,355.00	4,778.37	2,576.63	35.03%
间接成本	-	4,997.79	-4,997.79	-
合计	47,500.00	34,191.45	13,308.55	28.02%
项目	2017 年度			
	收入	成本	毛利	毛利率
天翼阅读	39,120.00	23,758.49	15,361.51	39.27%
氧气听书	1,800.00	882.07	917.93	51.00%
政企业务	6,307.00	1,854.40	4,452.60	70.60%
版权业务	8,475.00	6,184.12	2,290.88	27.03%
间接成本	-	4,669.92	-4,669.92	-
合计	55,702.00	37,349.00	18,353.00	32.95%
项目	2018 年			
	收入	成本	毛利	毛利率
天翼阅读	41,427.00	24,409.53	17,017.47	41.08%
氧气听书	2,110.00	1,012.49	1,097.51	52.01%
政企业务	8,660.00	2,493.31	6,166.69	71.21%
版权业务	10,675	8,119.11	2,555.89	23.94%
间接成本	-	5,812.60	-5,812.60	-
合计	62,872.00	41,847.04	21,024.96	33.44%
项目	2019 年度			
	收入	成本	毛利	毛利率
天翼阅读	44,118.00	25,364.79	18,753.21	42.51%
氧气听书	2,460.00	1,167.86	1,292.14	52.53%
政企业务	10,934.40	3,114.59	7,819.81	71.52%
版权业务	13,075	9,779.61	3,295.39	25.20%
间接成本	-	6,742.29	-6,742.29	-
合计	70,587.80	46,169.14	24,418.66	34.59%
项目	2020 年			
	收入	成本	毛利	毛利率
天翼阅读	47,027.00	25,806.10	21,220.90	45.12%
氧气听书	2,840.00	1,333.86	1,506.14	53.03%
政企业务	13,361.68	3,765.33	9,596.35	71.82%
版权业务	15,200	11,140.53	4,059.47	26.71%
间接成本	-	6,784.18	-6,784.18	-

合计	78,428.76	48,830.00	29,598.76	37.74%
----	-----------	-----------	-----------	--------

在预测期内，天翼阅读将进一步优化业务结构，加快有声阅读产品商业化步伐，加大 IP 自主培育和外部引入力度，提升 IP 销售、广告收入和云党建收入，持续提升业绩。具体分析如下：

业务结构方面：天翼阅读将积极构建上游内容生产体系，加大优质内容储备，提升版权业务收入占比，同时，加大政企业务拓展力度，提升毛利率较高的政企业务、版权业务收入占比。

阅读业务方面：以自有内容培育和产品创新为主要手段，通过内容和产品差异化、提升用户粘性，扩大点播、会员付费用户规模，提升收入水平。由于自有内容制作成本低于 CP 内容引入的成本，通过加强自有内容建设，公司阅读业务的营业成本有望降低。此外，天翼阅读将积极推广毛利率较高的积分业务，提升积分业务占阅读业务收入的比例。上述措施将提升阅读业务的毛利率水平，并向数字阅读行业内拥有自有内容的数字阅读平台的毛利率靠拢。

听书业务方面：一方面，通过加大听书业务商业化步伐，推出氧气听书贴片广告服务，利用互联网广告优势，精准投放品牌和业务音频广告，提升听书业务收入规模；另一方面，通过自制有声内容，降低内容成本，提升听书业务的毛利率。

政企业务方面：推出“智慧云党建”产品，通过现有营销渠道拓展并二次开发“智慧云书院”客户，由于前期智慧云书院的产品研发、平台建设已完成摊销，新产品的毛利率将相应提升，进而提升政企业务整体的毛利率。

版权业务方面：为加大优质原创内容储备，天翼阅读将积极构建上游内容生产体系，加大优质内容储备，并已于 2016 年 4 月推出“阿尔法文学”文学网站，从数字阅读平台型企业向上游版权方延伸。在汇聚优质内容的基础上，通过版权分销、转售等拓宽收入来源；天翼阅读将抓住“文学+”机遇，利用文学+影视剧，文学+游戏，文学+音频等载体，开展版权经营，推广文字作品的手机游戏、视频等改编权许可等，将优质电子文学作品进行传统出版并改编为游戏、影视等进行全媒体出品，拓展数字阅读衍生收入，从而扩大收入规模，提升版权业务毛利率。

此外，在进行成本预测时，为提高预测的精确程度，间接成本（主要包括人工成本、

摊销成本等)未被归入各业务板块成本之中,导致各业务板块的预测毛利率较历史水平偏高。

根据未经审计的管理层报表,2016年1—11月天翼阅读实现营业收入36,258.01万元,毛利9,604.14万元,毛利率26.49%,较2015年全年有较大提升,并进一步向同行业上市公司水平靠拢,主要系前期内容、平台以及营销投入效果逐渐显现,主要原因如下:

1、阅读业务:毛利率较高的积分业务收入规模上升;用户使用第三方支付渠道进行付费的比例有所提升,天翼阅读所支付的渠道费用有所下降。上述因素导致阅读业务毛利率得到提升;

2、听书业务:听书业务加大商业化步伐,推出贴片广告服务,利用互联网广告优势,精准投放品牌和业务音频广告,提升听书业务收入规模和毛利率水平;

3、版权业务:天翼阅读于2016年4月推出“阿尔法文学”文学网站,加大版权业务开展力度,加强自有内容储备,加快自有内容IP价值开发,版权业务收入占比迅速提升,并提升天翼阅读整体毛利率。

未来,随着天翼阅读的经营逐步迈入正轨,业务结构不断多元化,各业务板块的盈利模式不断成熟,规模效应逐渐显现,预期毛利率将逐步提升,基本与同行业上市公司的毛利率水平相当。

综上所述,结合市场竞争状况、未来公司业务发展情况、报告期毛利率水平及同行业可比公司毛利率情况,天翼阅读未来年度毛利率预测具有合理性。

二、评估师核查意见

经核查,评估师认为,结合市场竞争状况、未来公司业务发展情况、报告期毛利率水平及同行业可比公司毛利率情况,天翼阅读未来年度毛利率预测合理。

问题 15、申请材料显示，2016 年 4-12 月、2017 年至 2020 年，爱动漫预测实现营业收入 17,943.47 万元、23,490 万元、26,254 万元、28,448 万元、30,708 万元、33,333 万元，实现净利润 411.20 万元、672.74 万元、690.92 万元、774.46 万元、989.86 万元、998.15 万元。请你公司 1)结合爱动漫目前经营情况，补充披露 2016 年营业收入和净利润实现情况。2)结合爱动漫报告期内主要产品包经营流水、预测年度产品包上线计划、用户付费习惯等，补充披露预测年度营业收入的预测依据和预测过程。3)结合预测期内爱动漫的成本构成、期间费用、行业发展情况等，补充披露预测年度爱动漫净利润的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

（一）爱动漫 2016 年营业收入和净利润实现情况

根据未经审计的管理层报表，2016 年 1-11 月，爱动漫实现营业收入 21,779.08 万元，占 2016 年全年预测营业收入的 92.7%，预计将实现 2016 年全年收入预测目标。2016 年 1-11 月，爱动漫实现净利润 721.55 万元，占 2016 年全年预测净利润的 107.17%，已超额实现 2016 年全年净利润预测目标。

（二）爱动漫营业收入的预测依据及过程

1、爱动漫主要产品包经营流水情况

报告期内，爱动漫主要产品包经营流水情况如下表所示：

单位：万元

2014 年度			
排名	产品包名称	产品包主要内容	销售流水
1	动作精品包	以少男少女青春活力为主线，融合国内外最新、最潮流的动漫资讯、Cosplay 秀作品	288.12
2	精品包经典大作	聚拢业界优质、人气、经典动漫作品	256.16
3	西子精品包	敖幼祥、蔡志忠、游龙辉等台湾重磅级漫画大师作品集	212.66
4	动漫杂志城市漫生活	涵盖优质地铁新闻资讯、生活服务以及休闲娱乐内容，为用户打造“城市生活助理”，通过手机就能畅享城市生活秘籍	208.05
5	文礼精品包	涵盖名家精品、主题频道、单品长篇等国学知识、文化小品，雅俗共赏、寓教于乐	206.04
6	纷享包	涵盖中日韩欧美等优质动漫作品	186.96

2014 年度			
7	幽默精品包	幽默作品集，体会幽默搞笑的画面、解读古人智慧，漫画中不乏憨傻、滑稽、可爱的形象	142.77
8	热门精品包	热门作品集，选取经典动漫偏好、精选绝美情感诉求、传统媒体首发的热门动漫作品	139.31
9	欢乐家庭精品包	涵盖幽默搞笑、热血励志、积极向上的动漫作品，又提供了优秀的亲子类和益智类作品	121.24
10	精品包悬疑	经典悬疑作品集，选取惊悚刺激，曲折情节的悬疑动漫作品	113.29

单位：万元

2015 年度			
排名	产品包名称	产品包主要内容	销售流水
1	爱动漫 VIP	爱动漫 VIP 会员：浏览全站内容，同时享受会员专享特权、会员标识、免广告等服务	506.79
2	动作精品包	以少男少女青春活力为主线，融合国内外最新、最潮流的动漫资讯、Cosplay 秀作品	382.79
3	精品包经典大作	聚拢业界优质、人气、经典动漫作品	365.98
4	文礼精品包	涵盖名家精品、主题频道、单品长篇等国学知识、文化小品，雅俗共赏、寓教于乐	300.93
5	纷享包	涵盖中日韩欧美等优质动漫作品	297.07
6	西子精品包	敖幼祥、蔡志忠、游龙辉等台湾重磅级漫画大师作品集	278.41
7	动漫杂志城市漫生活	涵盖优质地铁新闻资讯、生活服务以及休闲娱乐内容，为用户打造“城市生活助理”，通过手机就能畅享城市生活秘籍	272.50
8	幽默精品包	幽默作品集，体会幽默搞笑的画面、解读古人智慧，漫画中不乏憨傻、滑稽、可爱的形象	266.66
9	奇趣精品包	定位于 10-30 岁的动漫爱好者人群，有新奇的追梦冒险、绚彩的魔力幻境，更有洋溢着温暖的逗趣生活类作品	243.83
10	热门精品包	热门作品集，选取经典动漫偏好、精选绝美情感诉求、传统媒体首发的热门动漫作品	191.93

单位：万元

2016 年 1-6 月			
排名	产品包名称	产品包主要内容	销售流水
1	爱动漫 VIP	爱动漫 VIP 会员：浏览全站内容，同时享受会员专享特权、会员标识、免广告等服务	292.32
2	文礼精品包	涵盖名家精品、主题频道、单品长篇等国学知识、文化小品，雅俗共赏、寓教于乐	131.47
3	动作精品包	以少男少女青春活力为主线，融合国内外最新、	112.86

2016 年 1-6 月			
排名	产品包名称	产品包主要内容	销售流水
		最潮流的动漫资讯、Cosplay 秀作品	
4	精品包经典大作	聚拢业界优质、人气、经典动漫作品	108.20
5	纷享包	涵盖中日韩欧美等优质动漫作品	99.44
6	奇趣精品包	定位于 10-30 岁的动漫爱好者人群,有新奇的追梦冒险、绚彩的魔力幻境,更有洋溢着温暖的逗趣生活类作品	80.70
7	西子精品包	敖幼祥、蔡志忠、游龙辉等台湾重磅级漫画大师作品集	78.33
8	幽默精品包	幽默作品集,体会幽默搞笑的画面、解读古人智慧,漫画中不乏憨傻、滑稽、可爱的形象	77.44
9	动漫杂志城市漫生活	涵盖优质地铁新闻资讯、生活服务以及休闲娱乐内容,为用户打造“城市生活助理”,通过手机就能畅享城市生活秘籍	77.20
10	热门精品包	热门作品集,选取经典动漫偏好、精选绝美情感诉求、传统媒体首发的热门动漫作品	57.87

2、爱动漫预测年度产品包上线计划

(1) 持续拓展二次元文化主题动漫产品包

根据艾瑞咨询发布的《2015 年中国二次元用户报告》，中国的二次元消费者已达到 2.6 亿人，其中 97.3% 是 90 后和 00 后。随着 90 后年轻一代成为互联网的中坚力量，曾经非主流的二次元文化正在逐渐步入主流视野。青少年是二次元文化主体受众、动漫主力消费人群之一，爱动漫将进一步强化精品内容策略，持续加大青少年的动漫产品包规模，预计每年推出 3-5 个重点产品包，满足二次元用户需求、提升收入规模。

(2) 推进原创动漫产品包上线与规模发展

爱动漫基于内容分发平台规模优势基础，开展以动漫 IP 为核心的版权运营，通过“画客”原创平台孵化自主版权 IP、IP 授权合作两种模式开展 IP 版权及价值开发。爱动漫已积累丰富的动漫行业内容合作及 IP 应用开发资源，截至 2016 年 6 月爱动漫已与动漫行业主要内容方建立合作关系，汇聚 3 个自有 IP、22 个授权 IP，有效推进 IP 运营业务发展并提升业务收入。后续计划持续包装上线原创动漫产品包，每年重点推广 5-8 个优质 IP 内容，通过运营推广扩大爱动漫原创动漫内容的市场影响力、助力 IP 运营提升自主 IP 衍生价值。

（3）亲子垂直细分客群拓展，上线特色益智、早教、绘本类产品包

易观智库研究报告显示，2015 年亲子产业整体市场规模已突破 2 万亿元，预计 2018 年亲子行业市场规模有望突破 3 万亿元。爱动漫平台积累大量优质儿童益智、早教、动画类内容，在产品持续运营中基于低龄儿童、青少年用户行为差异逐步开展分版式、差异化运营，后续计划加大亲子垂直细分客拓展，上线亲子-陪伴产品，通过特色益智、早教、绘本等内容深度经营用户，扩大细分市场影响力、打造新的盈利模式。

（4）加大天翼高清合作拓展与运营迭代，进一步扩大爱动漫 ITV 产品合作省份，上线益智教育、休闲娱乐、自制内容等动漫特色产品包

爱动漫 ITV 频道是爱动漫整合动漫行业特色内容资源、面向“少儿+青少年”用户群体的 TV 屏动漫综合内容服务，基于动漫行业内容聚合及平台运营经验积累优势差异化服务优势；目前已先后在广东、四川、福建、湖北等多个省接入上线，后续计划加大拓展力度、开展运营优化并试点跨屏互动等产品创新，2020 年覆盖省份目标为 15 个。

3、爱动漫用户付费习惯情况

易观发布的《2015-2016 二次元产业专题研究报告》显示，在 90 后、00 后群体中，北上广深二次元用户接近 2 成，省会城市二次元用户达到 34.14%。2016 年中国活跃二次元内容消费者规模将达 568 万人，边缘活跃二次元内容消费者规模将达 7726 万人。艾瑞咨询二次元人口普查结论表明，91.6%的二次元用户在 ACG 上产生过花费，且近一年平均花费 1746.3 元。从市场整体环境来看，互联网伴随用户成长、市场培育已逐步养成付费习惯。

报告期内，爱动漫付费用户数量稳步增长，占注册用户比例逐步提升，具体情况如下表所示：

单位：万户

项目	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
付费用户数量	545.39	888.05	1,078.60
注册用户数量	14,292.14	15,746.48	16,172.51
付费用户比例	3.82%	5.64%	6.67%

4、爱动漫营业收入的预测依据及预测过程

（1）预测依据

爱动漫的营业收入主要依据用户发展规模结合用户行为转化特征进行预测，主要是由于以下原因：

1) 爱动漫的主要业务为分发动漫画内容，主要产品形式为产品包，用户群体广泛，产品包种类众多，难以针对每个产品包进行收入预测。此外，不同内容产品包的用户偏好、市场反响差异较大且难以事先进行预测，需根据目标定位和细分市场情况进行持续性的快速迭代调整内容产品包组合，以适应迅速发展的互联网市场变化形势。上述因素导致难以根据内容产品包的销售流水准确预测爱动漫的营业收入；

2) 爱动漫建立了以用户体验为导向的互联网运营体系。爱动漫已经建立完善的产品设计、研发、运营、营销、渠道的互联网化运营体系，在用户体验、自主研发、内容合作和运营、客户端推广、社会化营销上积累丰富的经验，建立了基于用户体验导向的运营协同机制，拥有完善的用户监测体系和历史数据，并且以付费用户数量、活跃用户数量、ARPU 值等作为重要的业务运营检测指标，具备以用户角度作为出发点进行营业收入预测的基础条件。

综上所述，爱动漫的营业收入主要依据用户发展规模结合用户行为转化特征进行预测。

（2）预测过程

爱动漫收入主要内容包括动漫画阅读收入、内容合作产品（ITV 等）收入、IP 运营收入、广告收入、周边电商收入、号百积分收入和其他业务收入。

历史年度，爱动漫付费用户数量稳步增长，具体情况如下表所示：

单位：万户

项目	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 3 月 31 日
付费用户数量	545.39	888.05	565.94
注册用户数量	14,292.14	15,746.48	15,942.74
付费用户比例	3.82%	5.64%	3.55%

根据工信部统计数据，2016 年上半年，我国 4G 用户数高速增长，净增 1.83 亿户，总数达到 6.13 亿户。在用户升级、提速降费的驱动下，互联网文娱产业将迎来了新一轮的巨大市场机遇，特别是视频、游戏等大流量应用，将助力运营商全面开启流量经营时代。Gartner 数据显示，到 2020 年，全球视频占全球数据流量的比例将达到 80%~90%；韩国 LGU+通过高清视频云游戏等成功逆袭。基于电信集团流量经营规划，爱动漫的各项收入均呈上升趋势。

1) 动漫阅读收入

动漫阅读通过爱动漫客户端、WAP 门户、WEB 门户以及渠道外呼等方式发展用户并获得收入。2016 年 1-3 月实现销售收入 5,289.43 万元，在持续性的产品迭代优化、用户规模拓展以及原创/亲子/二次元等精品内容产品包填充的推动下，预计 2016 年全年收入为 21,130.00 万元，2017-2020 年保持 5%稳健增长。2016 年-2020 年收入预测详见下表：

项目	预测数据				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
动漫画阅读	21,130.00	22,394.00	22,688.00	22,998.00	23,323.00
平台累计注册用户数（万）	4,716.00	5,667.00	5,767.00	5,877.00	5,997.00
包月 ARPU 值	13.30	13.30	13.30	13.30	13.30
包月付费转化率	3.52%	4.10%	4.23%	4.35%	4.48%
包月新增用户收入（万）	2,208.00	3,088.00	3,242.00	3,404.00	3,574.00
包月续订收入（万）	3,422.00	2,806.00	2,946.00	3,094.00	3,249.00
点播月付费用户数（万）	85.00	90.00	90.00	90.00	90.00
点播贡献周期	1.14	1.15	1.15	1.15	1.15
点播收入（万）	15,500.00	16,500.00	16,500.00	16,500.00	16,500.00

2) 内容合作产品（ITV 等）收入

内容合作产品收入主要为爱动漫 TV 收入。爱动漫 TV 屏频道是爱动漫整合动漫行业特色内容资源、面向“少儿+青少年”用户群体的 TV 屏动漫综合内容服务，基于动漫行业内容聚合及平台运营经验积累优势差异化服务优势动漫。目前，爱动漫 TV 频道已接入广东、四川、福建、湖北等多个省平台。电信集团协调接入各省 TV 屏，设立频

道、一级入口及独立计费点后，天翼高清栏目稳步提升结算费用，2016 年按照集团 ITTV1000 万用户年 0.8%订购率计算收入预计为 500 万元，根据计划预测 2017-2020 年动漫频道年收入为 1000 万元、1700 万元、2450 万元、3500 万元，详情如下表：

项目	单位	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
订购用户数	万人次	8	15	28	40	55
单价	元	20	20	20	20	20
结算比例	%	0.51	0.54	0.50	0.50	0.52
在网用户	万人次	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
收入预算	万元	500	1000	1700	2450	3500

3) IP 运营收入

IP 运营为 2016 年新业务，爱动漫公司目前已逐步建立 IP 资源合作、授权、原创孵化业务框架，2016 年 1-3 月收入为 149 万元；2016 年 4-12 月收入预算为 848 万，2017-2020 年收入增幅预计 500 万/年。2016-2020 年收入预测如下表：

项目	单位	预测数据				
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
IP 运营收入	万元	1,000.00	1,500.00	2,000.00	2,500.00	3,000.00
订购用户数	万	110.00	160.00	210.00	270.00	320.00
ARPU 值	万元	9.64	9.94	10.10	9.81	9.94

4) 广告收入

广告主要面向广告主提供视频广告投放业务，目前爱动漫客户端行业排名第三、具有一定的广告推广价值，2016 年新业务试点计划收入 50 万元；2017-2020 年业务逐步成长，在集团采购支持及爱动漫用户规模增长发展下，逐年增长；2017-2020 年号百控股公司预计采购广告额为 200 万元、300 万元、400 万元、500 万元，2017-2020 年爱动漫视频广告业务总收入计划为 250 万元、550 万元、850 万元、1200 万元。

5) 周边电商收入

动漫周边商品销售是动漫产业重要的变现渠道之一，基于爱动漫长期业务运营行业

资源积累及客户端用户规模优势，2016 年开展周边电商业务，年收入预计为 100 万。2017-2020 年集团创新部及所属单元、号百控股公司计划向动漫公司采购衍生品额为 200 万元、300 万元、400 万元、500 万元，2017-2020 年爱动漫广告业务总收入计划为 400 万、800 万、1200 万、1600 万。

6) 号百积分收入

爱动漫号百积分业务主要包括两个方面，一是天翼积分商城上架动漫 VIP 会员、实物衍生品等产品进行积分兑换，由号百积分进行推广、动漫进行策划及营销活动协同推进积分兑换量获得收入，预计每年收入 200 万元；二是爱动漫客户端集成积分兑换功能为用户提供动漫内容观看支付，同时辅助短信营销等手段进行用户推广，按照电信用户兑换转化率 5%、短信转化率 6% 测算，预计每年收入为 410 万元。

7) 其他收入

其他收入主要为基于阅读和视频专区等衍生收入，规模较小，重要性不高，但可能持续发生，预计每年实现收入 300 万元。

(三) 爱动漫预测净利润的可实现性

1、动漫行业发展空间广阔

受益于国家产业政策的扶持以及互联网的迅速普及，中国动漫市场已进入快速发展的阶段。根据中国动漫产业网数据统计，截至 2015 年底，动漫产业总产值已突破 1,200 亿元，2016 年增速或达 30%，预计 2020 年将有望突破 4,400 亿元。

随着动漫消费主体逐步向成人化转变，动漫用户付费意愿逐步提高。根据智研咨询数据统计，2016 年泛二次元用户规模将达到 2.7 亿人。根据艾瑞咨询二次元人口普查，91.6% 的二次元用户在 ACG 上进行过消费，且近一年平均花费 1,746.3 元。动漫产业结构优化、行业环境整体向好，为爱动漫的发展奠定了良好基础。

2、爱动漫具有竞争优势

(1) 完善的互联网运营体系

爱动漫已经建立完善的产品设计、研发、运营、营销、渠道的互联网化运营体系，在用户体验、自主研发、内容合作和运营、客户端推广、社会化营销上积累丰富的经验，

建立了基于用户体验导向的运营协同机制,有助于爱动漫持续提升用户体验和用户粘性,增强盈利能力。

（2）丰富的动漫内容资源

爱动漫以“精品策略+自制剧+原创运营”的战略构建核心内容差异化竞争力,提供包含经典动漫画、原创动漫画及数字衍生品在内的全品类产品和服务。截至 2016 年 6 月 30 日,爱动漫平台已经聚集高清动画 50 万分钟,高清漫画 190 万篇,聚合内容合作伙伴超 300 家,原创作者超 1,000 人。

（3）强大的渠道营销推广能力

首先,爱动漫广泛建立全网推广渠道合作,采用市场主流的应用推广模式,结合应用、内容、用户特征及社会化营销媒介进行规模推广,积累了大量优质合作渠道、换量、优惠券等合作资源,建立成熟的渠道营销推广团队和运作模式。

其次,爱动漫积累丰富的渠道推广质量评价方法,基于数据及效果跟踪评估分析方法,通过渠道试投、发展评估、留存及转化率闭环评估,达到渠道资源有效使用及推广成效最大化的目标。

此外,爱动漫与电信各省公司建立协同机制,采用省公司优质校园渠道资源(直销团队、营业厅等实体资源)进行常态化业务宣传,开展原创平台与学校产学研合作,定期组织营销活动,推动爱动漫用户规模发展。

（4）积极拓展新业务

在提升现有分发平台影响力的基础上,爱动漫于 2015 年新开展 IP 运营业务,并计划于 2016 年陆续开展移动广告、衍生品电商等新业务试点。上述新业务将使爱动漫的盈利模式由现有的用户付费进行动漫画阅读,拓展至版权运营授权收入、移动广告等,不断提升业务多元化程度和盈利能力。

3、爱动漫预测期成本、期间费用情况

预测期内,爱动漫的成本构成如下表所示:

单位：万元

项目	预测数据				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
直接成本	17,314.46	19,764.00	21,150.00	22,586.20	24,172.84
占营业收入之比	73.71%	75.28%	74.35%	73.55%	72.52%
动漫画阅读	15,762.46	17,297.00	17,541.00	17,804.20	18,038.84
内容合作产品	300.00	600.00	1,020.00	1,470.00	2,100.00
IP 运营	765.00	1,147.00	1,529.00	1,912.00	2,294.00
周边电商	85.00	340.00	680.00	1,020.00	1,360.00
其他	402.00	380.00	380.00	380.00	380.00
间接成本	2,726.67	2,612.38	2,818.10	2,745.81	3,022.91
占营业收入之比	11.61%	9.95%	9.91%	8.94%	9.07%
人工成本	1,577.00	1,629.00	1,796.00	1,980.00	2,182.00
折旧	173.51	202.61	231.71	260.81	289.91
摊销	776.16	550.77	525.39	200.00	200.00
其他	200.00	230.00	265.00	305.00	351.00
主营业务成本合计	20,041.13	22,376.38	23,968.10	25,332.01	27,195.75
占营业收入之比	85.32%	85.23%	84.25%	82.49%	81.59%

预测期内，随着爱动漫的经营逐步迈入正轨，各业务板块的盈利模式不断成熟，直接成本占营业收入比例整体保持稳定。同时，随着收入规模的快速扩大，前期购买版权支出摊销以及平台扩容软件工程摊销的陆续完成，，预计爱动漫的间接成本占营业收入比例从 2016 年的 11.61%下降到 2020 年的 9.07%，规模效应进一步放大。总体而言，预测期内爱动漫营业成本占收入之比从 2016 年的 85.32%进一步下降至 2020 年的 81.59%，从而带来盈利水平的明显提升。

预测期内，爱动漫的费用情况构如下表所示：

单位：万元

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业费用合计	2,223.00	2,578.00	3,025.00	3,585.00	4,278.00
占营业收入之比	9.46%	9.82%	10.63%	11.67%	12.83%
管理费用合计	473.00	522.01	577.02	637.02	704.00

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
占营业收入之比	2.01%	1.99%	2.03%	2.07%	2.11%
财务费用合计	-6.28	3.45	3.79	4.17	4.59
占营业收入之比	-0.03%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
期间费用合计	2,689.72	3,103.46	3,605.81	4,226.19	4,986.59
占营业收入之比	11.44%	11.82%	12.67%	13.75%	14.95%

预测期内，随着爱动漫收入规模和用户数量的持续增长，爱动漫所投入的渠道销售费用金额稳健增长，营业费用占营业收入之比从 2016 年的 9.46%增加至 2020 年的 12.83%；管理费用及财务费用占营业收入之比保持相对稳定。爱动漫的期间费用占营业收入之比从 2016 年的 11.44%略有增加至 2020 年的 14.95%，为爱动漫业务的健康发展和持续的盈利能力提供保障。

4、同行业上市公司情况

爱动漫主要从事互联网动漫分发业务，目前 A 股市场暂无以互联网动漫分发作为核心业务的可比上市公司。查询互联网信息服务和影视动漫行业内上市公司的财务数据，爱动漫的期间费用占比处于合理区间水平，具体情况如下：

代码	公司名称	2014 年度			2015 年度		
		销售费用/ 营业收入	管理费用/ 营业收入	财务费用/ 营业收入	销售费用/ 营业收入	管理费用/ 营业收入	财务费用/ 营业收入
002261.SZ	拓维信息	8.12%	22.92%	-1.60%	10.37%	29.07%	-0.70%
002699.SZ	美盛文化	2.06%	7.68%	0.18%	2.06%	7.89%	-0.97%
000835.SZ	长城动漫	0.56%	5.21%	0.73%	1.73%	8.63%	1.32%
300315.SZ	掌趣科技	3.98%	21.43%	-3.52%	3.77%	23.99%	-1.59%
600576.SH	万家文化	0.00%	3.97%	0.38%	3.49%	9.74%	0.22%
300251.SZ	光线传媒	1.54%	8.18%	3.30%	1.70%	11.32%	2.73%
002175.SZ	东方网络	2.55%	5.60%	0.82%	3.63%	8.67%	2.55%
002502.SZ	骅威文化	6.53%	8.99%	-1.65%	5.82%	13.90%	-2.81%
平均值		3.17%	10.50%	-0.17%	4.07%	14.15%	0.09%
中值		2.55%	8.18%	0.18%	3.63%	11.32%	0.09%
期间费用占比均值		13.49%			18.32%		
期间费用占比中值		10.91%			15.04%		

综上所述,动漫行业发展前景广阔,爱动漫具备多项核心竞争优势和持续盈利能力,预测期内爱动漫营业成本占营业收入比例有所下降,期间费用占营业收入比例保持稳定且与同行业上市公司水平相符,爱动漫预测净利润具有合理性和可实现性。

二、评估师核查意见

经核查,评估师认为,结合预测期内爱动漫的成本构成、期间费用、行业发展情况等,预测年度爱动漫净利润预计可实现。

问题 16、申请材料显示，爱动漫特定风险处于行业中等水平，特定风险调整系数取值 5%，评估折现率确定为 14.70%。天翼阅读特定风险处于行业中等水平，特定风险调整系数取值为 4%，评估折现率确定为 14.20%。请你公司结合爱动漫和天翼阅读业务特点、经营风险、可比公司和同行业可比交易情况，补充披露本次评估中折现率相关参数测算依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

（一）爱动漫折现率相关参数测算依据及合理性

（1）权益资金成本 K_e 的确定

公式： $K_e = R_f + \beta \times R_{Pm} + R_c$

1) 无风险报酬率 R_f

根据 Wind 资讯查询的距基准日 10 年期国债的平均收益率为 2.84%，因此本次无风险报酬率 R_f 取 2.84%。

2) 企业风险系数 β

①无财务杠杆 Beta 的确定

根据 Wind 资讯查询的沪深 A 股股票相关行业上市公司 Beta 计算确定，具体确定过程如下：

首先根据上市公司的 Beta 计算出各公司无财务杠杆的 Beta，然后得出无财务杠杆的平均 Beta 为 0.9582。

代码	公司名称	有息负债 D	权益 E	资本结构(D/E)	β_l	β_u
000673.SZ	当代东方	9,500	1,075,318	0.009	1.1791	1.1688
000681.SZ	视觉中国	16,728	1,839,153	0.009	1.0695	1.0599
000802.SZ	北京文化	13,000	1,058,604	0.012	0.8711	0.8605
000835.SZ	长城动漫	85,620	432,030	0.198	1.5664	1.3073
002071.SZ	长城影视	55,200	841,042	0.066	1.0624	0.9970
002175.SZ	东方网络	56,000	1,224,677	0.046	1.5925	1.5229
002292.SZ	奥飞娱乐	108,137	5,342,575	0.020	0.7714	0.7561

代码	公司名称	有息负债 D	权益 E	资本结构(D/E)	β_L	β_U
002343.SZ	慈文传媒	117,980	1,527,405	0.077	0.9189	0.8530
002445.SZ	中南文化	78,778	1,473,752	0.053	1.0588	1.0051
002502.SZ	骅威文化	3,000	1,181,467	0.003	1.0886	1.0858
002624.SZ	完美环球	172,972	2,230,597	0.078	0.3852	0.3575
300027.SZ	华谊兄弟	486,441	4,137,240	0.118	1.0457	0.9357
300133.SZ	华策影视	142,831	2,922,002	0.049	0.7865	0.7498
300251.SZ	光线传媒	10,432	3,424,851	0.003	0.8765	0.8738
300291.SZ	华录百纳	61,607	1,852,046	0.033	0.9700	0.9388
300336.SZ	新文化	47,893	2,037,530	0.024	0.8520	0.8324
600088.SH	中视传媒	0	745,282	0.000	1.0029	1.0029
600136.SH	当代明诚	61,400	1,483,102	0.041	0.8378	0.8045
600576.SH	万家文化	0	1,366,090	0.000	1.3314	1.3314
600715.SH	文投控股	24,121	3,393,907	0.007	0.7268	0.7217
平均		77,582	1,979,433	0.00	0.9582	0.9582

②企业 D/E 的确定

截止评估基准日无负债，爱动漫 D/E 取 0。

③企业 Beta 的确定

企业风险系数 Beta 根据企业的目标资本结构 D/E 进行计算，计算公式如下：

$$\beta_L = (1 + D/E) \times \beta_U$$

β_L ：有财务杠杆的 Beta；

β_U ：无财务杠杆的 Beta，取同类上市公司平均数 0.9582；

则根据上述计算得出企业风险系数 Beta 为：

$$\beta_L = (1 + D/E) \times \beta_U = (1 + 0) \times 0.9582 = 0.9582$$

④市场风险溢价 Rpm

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风

险利率的回报率，本次市场风险溢价取 7.11%。

具体计算方式如下：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2015 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.18%；国家风险补偿额取 0.93%。

则：MRP=6.18%+0.93%=7.11%

⑤企业特定风险调整系数 Rc

爱动漫成立于 2014 年下半年，大部分业务自 2015 年开始运营，2015 年公司总收入规模 20,675.96 万元，而 2015 年动漫行业总规模为 1131.58 亿元，属于起步阶段。爱动漫现有生产能力与可比上市公司比较处于较低水平，企业经营状况与上市公司成熟的运作有一定差距，融资条件不如上市公司，存在一定风险。综合上述各种因素，爱动漫特定风险处于行业中等水平，Rc 取 5%。

⑥权益资本成本 Ke 的确定

根据上述确定的参数，则权益资本成本计算如下：

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times R_{Pm} + R_c \\ &= 2.84\% + 0.9582 \times 7.11\% + 5\% \\ &= 14.70\% \end{aligned}$$

（2）债务资本成本 Kd 的确定

基准日无有息负债，Kd 取 0。

（3）所得税率 T

爱动漫取所得税率 25%。

（4）折现率（加权平均资金成本）的确定

$$WACC = K_e \times E / (D + E) + K_d \times D / (D + E) \times (1 - T) = 14.70\%$$

（5）可比交易折现率情况

经查询，华闻传媒投资集团股份有限公司(简称：华闻传媒)发行股份购买广州漫友文化科技股份有限公司（简称：漫友文化）股权项目中，收购标的漫友文化主要从事漫画期刊和漫画图书的策划与发行、漫画创作和生产、手机动漫以及相关动漫会展、动漫营销与广告等服务，与本次标的爱动漫业务较为可比。该收购项目估值中折现率相关参数为无风险报酬率 R_f 取 4.36%，企业风险系数 $Beta$ 取 0.9600，所得税率取 25%，企业特定风险调整系数 R_c 取 3.00%，权益资本成本 K_e 取 13.00%，折现率取 13.00%。与本次评估相比，上述公司企业风险系数 $Beta$ 、企业特定风险调整系数 R_c 、权益资本成本 K_e 和折现率均低于本次评估采用的数值，本次评估相关参数选取较可比交易更为谨慎。

经查询，广东奥飞动漫文化股份有限公司(简称：奥飞动漫)发行股份购买北京四月星空网络技术有限公司（简称：四月星空）股权项目中，收购标的四月星空(有妖气)主要业务为结合汇聚原创动漫内容及创意的 UGC 创新模式，打造国内知名原创动漫平台，开展以动漫版权为核心的网络漫画发表、网络动画制作、动漫版权运营等业务。与本次标的爱动漫业务较为可比。该收购项目估值中折现率相关参数为无风险报酬率 R_f 取 3.5976%，企业风险系数 $Beta$ 取 0.6540，所得税率取 17%，企业特定风险调整系数 R_c 取 4%，权益资本成本 K_e 取 12.27%，折现率取 12.06%。与本次评估相比，上述公司企业风险系数 $Beta$ 、企业特定风险调整系数 R_c 、权益资本成本 K_e 和折现率均低于本次评估采用的数值，本次评估相关参数选取较可比交易更为谨慎。

（二）天翼阅读折现率相关参数测算依据及合理性

天翼阅读属于数字阅读行业。数字阅读是数字出版行业产业链的重要细分领域，主要包括为电子书和有声读物，电子书的内容是以特殊的格式制作而成可在有线或无线网络上传播的图书，一般的格式包括 PDF、EXE、CHM、UMD、PDG、JAR、PDB、TXT、BRM 等。电子书的阅读终端一般包括电子书阅读器（如 Kindle 等）和阅读软件（如电脑和手机的阅读应用软件）。有声读物是依托网页或客户端技术，基于电脑、智能手机、平板电脑、电子阅读器、车载、可穿戴设备等阅读载体，为用户提供有声读物的录制、收听和分享等阅读服务。因此选择与其类似的中文传媒等公司作为可比公司，通过测算其贝塔值并修正后作为计算折现率的基础。

（1）权益资金成本 K_e 的确定

公式： $K_e = R_f + \beta \times R_{Pm} + R_c$

1) 无风险报酬率 R_f

根据 Wind 资讯查询的距基准日 10 年期国债的平均收益率为 2.84%，因此本次无风险报酬率 R_f 取 2.84%。

2) 企业风险系数 β

①无财务杠杆 Beta 的确定

根据 Wind 资讯查询的沪深 A 股股票相关行业上市公司 Beta 计算确定，具体确定过程如下：

首先根据上市公司的 Beta 计算出各公司无财务杠杆的 Beta，然后得出无财务杠杆的平均 Beta 为 1.0285。

代码	公司名称	有息负债 D	权益 E	资本结构(D/E)	β_l	β_u
000719.SZ	大地传媒	1,000	1,201,919	0.001	1.1051	1.1042
000793.SZ	华闻传媒	153,710	2,067,920	0.074	0.9102	0.8472
002181.SZ	粤传媒	1,960	1,117,933	0.002	1.2077	1.2056
300148.SZ	天舟文化	0	907,196	0.000	0.7949	0.7949
600229.SH	城市传媒	3,900	905,628	0.004	1.3237	1.3180
600373.SH	中文传媒	114,012	2,831,146	0.040	0.8958	0.8611
600551.SH	时代出版	16,719	959,216	0.017	0.9529	0.9366
600633.SH	浙报传媒	146,338	2,338,151	0.063	1.0518	0.9898
600757.SH	长江传媒	52,189	997,970	0.052	1.0733	1.0200
600825.SH	新华传媒	0	966,151	0.000	1.1110	1.1110
600880.SH	博瑞传播	9,249	1,301,975	0.007	1.0435	1.0361
601098.SH	中南传媒	620	3,579,384	0.000	0.8933	0.8931
601801.SH	皖新传媒	0	2,314,758	0.000	0.9897	0.9897
601928.SH	凤凰传媒	36,605	3,158,416	0.012	1.1340	1.1210
601999.SH	出版传媒	0	530,940	0.000	1.1996	1.1996
平均		35,753	1,678,580	0.00	1.0285	1.0285

②企业 D/E 的确定

截止评估基准日天翼阅读无有息负债，D/E 取 0。

③企业 Beta 的确定

企业风险系数 Beta 根据企业的目标资本结构 D/E 进行计算，计算公式如下：

$$\beta_L = (1 + D/E) \times \beta_U$$

β_L ：有财务杠杆的 Beta；

β_U ：无财务杠杆的 Beta，取同类上市公司平均数 1.0285；

则根据上述计算得出企业风险系数 Beta 为：

$$\beta_L = (1 + D/E) \times \beta_U = (1 + 0) \times 1.0285 = 1.0285$$

④市场风险溢价 Rpm

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率，本次市场风险溢价取 7.11%。

具体计算方式如下：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2015 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.18%；国家风险补偿额取 0.93%。

则：MRP=6.18%+0.93%=7.11%

⑤企业特定风险调整系数 Rc

天翼阅读成立于 2012 年，截至基准日已有完善的运营体制，公司 2015 年收入 40,019.81 万元，而 2015 年数字阅读行业总规模为 108 亿元，天翼阅读在行业内有着一定的地位。但是天翼阅读现有生产能力与可比上市公司比较处于较低水平，企业经营状况与上市公司成熟的运作有一定差距，融资条件不如上市公司，存在一定风险。综合上述各种因素，天翼阅读特定风险处于行业中等水平，Rc 取 4%。

⑥权益资本成本 Ke 的确定

根据上述确定的参数，则权益资本成本计算如下：

$$K_e = R_f + \beta \times R_{Pm} + R_c$$

$$= 2.84\% + 1.0285 \times 7.11\% + 4\%$$

$$= 14.20\%$$

（2）债务资本成本 K_d 的确定

基准日无有息负债， K_d 取 0。

（3）所得税率 T

天翼阅读取所得税率 15%。

（4）折现率（加权平均资金成本）的确定

$$WACC = K_e \times E / (D + E) + K_d \times D / (D + E) \times (1 - T) = 14.20\%$$

（5）可比交易折现率选取情况

经查询未找到近年与天翼阅读类似的公开并购案例，查询到近期互联网类似的并购案例包括广博集团股份有限公司发行股份及支付现金购买灵云（北京）文化传媒有限公司股权、中文天地出版传媒股份有限公司发行股份及支付现金购买北京智明星通科技有限公司股权、浙报传媒集团股份有限公司收购杭州边锋网络技术有限公司和上海浩方在线信息技术有限公司股权。上述并购过程的评估中选用的折现率参数如下：

上市公司	标的公司	Beta	特定风险	折现率
广博股份	灵云传媒	0.8653	3.00%	12.35%
中文传媒	智明星通	0.8300	4.49%	14.00%
浙报传媒	边锋网络	0.9429	3.00%	12.88%
浙报传媒	上海浩方	0.9321	3.00%	12.81%

与本次评估相比，除中文传媒收购智明星通项目外，上述项目的企业风险系数 β 、企业特定风险调整系数 R_c 和折现率均低于本次评估采用的数值，本次评估较可比交易更谨慎。

（三）爱动漫与天翼阅读折现率差异原因

（1）特定风险

虽然两公司特定风险均为行业中等水平，但是爱动漫处于公司初创阶段，而天翼阅读已运营一段时间，取得较多的运营经验，还有一定差距。

爱动漫成立于 2014 年下半年，大部分业务自 2015 年开始运营，2015 年公司总收入规模 20,675.96 万元，而 2015 年动漫行业总规模为 1131.58 亿元，属于起步阶段。

天翼阅读成立于 2012 年，截至基准日已有完善的运营体制，公司 2015 年收入 40,019.81 万元，而 2015 年数字阅读行业总规模为 108 亿元，天翼阅读在行业内有着一定的地位。

故爱动漫的特定风险系数选取 5%，略大于天翼阅读的 4%。

（2）贝塔值

爱动漫和天翼阅读属于不同行业类型公司，在确定贝塔值时需要根据各自所在不同行业可比公司确定其贝塔值，存在一定差异。

由于爱动漫与天翼阅读所选取的特定风险和贝塔值不同，导致最终两者的折现率分别是 14.7%和 14.2%。

综上所述，结合爱动漫和天翼阅读业务特点、经营风险、可比公司和同行业可比交易情况，本次评估中折现率相关参数的测算具有合理性。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为，结合爱动漫和天翼阅读业务特点、经营风险、可比公司和同行业可比交易情况，本次评估中折现率相关参数的测算合理。

问题 17、申请材料显示，报告期内天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫均存在向其控股股东电信集团，采购和销售产品、接受或提供服务的情形，且存在电信集团同时为供应商和销售客户的情形。请你公司 1)补充披露报告期内相关关联交易形成的原因、必要性、作价依据及合理性。 2)结合与第三方交易价格、可比市场价格，补充披露上述关联交易价格的公允性及对本次交易估值的影响。 3)补充披露本次交易后上市公司新增关联交易金额及占比，对上市公司和中小股东权益的影响，是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条第一款的有关规定。请独立财务顾问、会计师、律师和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

（一）关联交易形成的原因、必要性、作价依据及合理性

1、关联交易形成的原因及必要性

本次重组的标的公司天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读和爱动漫的主营业务为视频、游戏、阅读和动漫为主要形式的互联网文娱内容的创作、发行和运营。四家标的公司的控股股东电信集团是国务院国资委下属全资国有通信企业。作为国内主要的电信运营商和基础网络运营商，电信集团拥有全球规模最大的宽带互联网络和技术领先的移动通信网络，主要经营移动通信、互联网接入及应用、固定电话、卫星通信、ICT 集成等综合信息服务。

由于电信集团体系内拥有提供基础网络资源、软件开发服务、硬件分销、运维支撑服务等标的公司上游业务的相关企业，并且电信集团通过各省公司及营业点在全国范围内拥有完善的营销推广网络，四家标的公司与电信集团及其下属子公司和其他关联方之间不可避免的发生采购商品及接受劳务等关联交易；同时，电信集团体系内拥有各类内容分发平台，涵盖全渠道多终端，为扩大对终端客户的覆盖面，四家标的公司与电信集团及其下属子公司和其他关联方之间不可避免的发生销售商品及提供劳务等关联交易。

2、关联交易的作价依据及合理性

根据天翼视讯于 2011 年 10 月 31 日、炫彩互动于 2012 年 10 月 31 日、天翼阅读于 2012 年 12 月 30 日、爱动漫于 2014 年 7 月 31 日分别与电信集团签署的《战略合作

框架协议》，标的公司与电信集团之间的关联交易遵循如下定价原则：

凡有政府定价的，按政府定价确定；凡有政府指导价的，参照政府指导价确定；凡没有政府定价、政府指导价，但已经有市场价的，参照市场价确定；没有政府定价和政府指导价，也没有市场价的，采用双方在公平原则的基础上协商的方式确定，但双方协商的价格应以合理成本加合理利润的方式确定，其中“合理成本”系指双方协商确定之成本。经双方同意或按照相关法律法规的要求，双方合作价格亦可以招标确定的价格。

根据号百控股于 2016 年 7 月 28 日与电信集团签订《战略合作框架协议》，本次重组后号百控股与电信集团及其附属公司之间关联交易的仍遵循以上定价原则。

（二）关联交易价格的公允性及对本次交易估值的影响

报告期内，标的公司与电信集团及关联方发生的关联交易中存在第三方交易价格或可比市场价格的关联交易价格比较情况如下所示。

在具体比较过程中，如有标的公司与无关联第三方交易的价格，则采用该价格与关联交易价格进行比较；如无标的公司与无关联第三方交易的价格，则采用关联方与无关联第三方交易的价格与关联交易价格进行比较；如无以上第三方交易价格，则参考同类型交易的可比市场价格与关联交易价格进行比较。

1、天翼视讯

（1）向电信集团及其关联方销售商品、提供劳务的情况

在报告期内天翼视讯与电信集团及关联方发生的主要的销售商品或提供劳务的关联交易价格与第三方销售价格或可比市场价格的对比情况如下：

关联交易内容	2016 年 1-6 月		
	关联方销售价格	第三方销售价格/ 可比市场价格	差异率
集约运营支撑-运营推广	10-80 元/次	9-72 元/次	11%
集约运营支撑-美工修饰	800-1,000 元/次	720-900 元/次	11%
主客户端视频产品体验服务	19 元/月/户	20 元/月/户	-5%

注 1：差异比例=（关联交易价格-可比第三方交易价格）/可比第三方交易价格

注 2：集约运营支撑-运营推广、美工修饰的第三方销售价格系无关联方向天翼视讯提供同类服务

的价格

注 3：主客户端视频产品体验服务的可比市场价格价格系同行业可比公司的公开市场价格

此外，天翼视讯于 2014 年、2015 年、2016 年 1-6 月与关联方电信股份上海分公司开展“魔盒”业务，金额分别为 1,395.65 万元、919.15 万元和 337.31 万元，占当年销售商品及提供劳务关联交易收入比例分别为 33.03%、10.11%和 26.08%。天翼视讯提供视频终端产品“魔盒终端”、运维及增值业务，并确保电信股份上海分公司业务在终端上的正常运营；上海分公司负责包含 CDN 在内的网络、用户发展及提供互联网应用服务。电信股份上海分公司按照 16.5 元/月/台的资费向天翼视讯结算，支付周期为 24 个月；由天翼视讯提供的增值业务，双方按照一定比例分成。天翼视讯同期未与无关联第三方发生上述业务合作，无可比市场价格。在上述服务合作过程中，天翼视讯提供视频终端产品、运维及增值业务，主要承担的成本为“魔盒终端”的采购成本、仓储运输成本和软件开发及维护成本等，同时考虑天翼视讯的优势品牌、渠道资源及后续提供的服务，电信股份上海分公司按照 16.5 元/月/台的资费向天翼视讯结算，关联交易定价公允。

由上表可见，天翼视讯与关联方之间销售商品或提供劳务的关联交易价格与可比第三方交易价格或可比市场价格相当，上述天翼视讯与关联方之间销售商品或提供劳务定价具有公允性，不会对本次交易估值造成影响。

（2）向电信集团及其关联方采购商品、接受劳务的情况

在报告期内天翼视讯与电信集团及关联方发生的主要的采购商品或接受劳务的关联交易价格与第三方采购价格或可比市场价格的对比情况如下：

关联交易内容	2016 年 1-6 月		
	关联方采购价格	第三方采购价格/ 可比市场价格	差异率
内容运营服务	50%	50%	0%
电路月租(10M)	4,680 元/月	5,000 元/月	-6%
IDC 机柜租赁	9,000 元/月/个	9,000 元/月/个	0%
IDC 带宽服务	40,000 元/月/G	40,000 元/月/G	0%
CDN 带宽服务	25,000 元/月/G	23,040 元/月/G	9%
移动终端采购（机型 1）	940 元/个	980 元/个	-4%

注 1：差异比例=（关联交易价格-可比第三方交易价格）/可比第三方交易价格

注 2：内容运营服务和 IDC 机柜租赁的第三方采购价格系天翼视讯与无关联方第三方的分成比例或采购价格

注 3：电路月租(10M)、IDC 带宽服务、CDN 带宽服务、移动终端采购的可比市场价格系同类产品或服务的市场价格

关联交易内容	2015 年		
	关联方采购价格	第三方采购价格/ 可比市场价格	差异率
内容运营服务	50%	50%	0%
CPM 推广	22 元/月	18 元/月	22%
电路月租(10M)	4,680 元/月	5,000 元/月	-6%
IDC 机柜租赁	9,000 元/月/个	9000 元/月/个	0%
IDC 带宽服务	40,000 元/月/G	40,000 元/月/G	0%
CDN 带宽服务	25,000 元/月/G	23,040 元/月/G	9%
移动终端采购(机型 2)	1,035 元/个	1,040 元/个	-0.5%
移动终端采购(机型 3)	2,537.6 元/个	2,999 元/个	-15%
移动终端采购(机型 4)	1,740 元/个	1,999 元/个	-13%
移动终端采购(机型 5)	5,700 元/个	6,088 元/个	-6%

注 1：差异比例=（关联交易价格-可比第三方交易价格）/可比第三方交易价格

注 2：内容运营服务、CPM 推广、IDC 机柜租赁的第三方采购价格系天翼视讯与无关联方的分成比例或采购价格

注 3：电路月租(10M)、IDC 带宽服务、CDN 带宽服务、移动终端采购的可比市场价格系同类产品或服务的市场价格

关联交易内容	2014 年		
	关联方采购价格	第三方采购价格/ 可比市场价格	差异率
内容运营服务	50%	50%	0%
电路月租(10M)	4,680 元/月	5,000 元/月	-6%
IDC 机柜租赁	9,000 元/月/个	9000 元/月/个	0%
IDC 带宽服务	40,000 元/月/G	40,000 元/月/G	0%
CDN 带宽服务	25,000 元/月/G	23,040 元/月/G	9%
网络设备采购	6,510 元-54,760 元/台	6,510 元-55,000 元/台	-0.4%
移动终端采购（机型 6）	1,340 元/台	1,399 元/台	-4%
移动终端采购（机型 7）	1,218 元/台	1,299 元/台	-6%
移动终端采购（机型 8）	1,740 元/台	1,799 元/台	-3%

注 1：差异比例=（关联交易价格-可比第三方交易价格）/可比第三方交易价格

注 2：内容运营服务、IDC 机柜租赁的第三方采购价格系天翼视讯与无关联方的分成比例或采购价格

注 3：电路月租(10M)、IDC 带宽服务、CDN 带宽服务、网络设备采购、移动终端采购的可比市场

价格系同类产品或服务的市场价格

由上表可见，天翼视讯与关联方之间采购商品或接受劳务的关联交易价格与可比第三方交易价格或可比市场价格相当，上述天翼视讯与关联方之间采购商品或接受劳务定价具有公允性，不会对本次交易估值造成影响。

2、炫彩互动

（1）向电信集团及其关联方销售商品、提供劳务的情况

报告期内，炫彩互动于 2015 年、2016 年 1-6 月与关联方电信股份进行业务合作，发生关联交易收入金额分别为 2,518.62 万元和 1,132.08 万元，占当期关联交易收入比例分别为 92.71%和 100%。双方合作模式主要为炫彩互动为电信股份分公司提供游戏道具、游戏包内容服务，用于电信股份分公司对客户进行产品的叠加销售。由于不同游戏产品报所包含的游戏内容、游戏数量以及其他增值服务不尽相同，故单一游戏产品包的定价不具有可比性。但总体而言，上述关联交易涉及的游戏包单价及均价均在炫彩互动向市场销售的同类游戏包产品单价范围内，因此关联交易定价公允。

（2）向电信集团及其关联方采购商品、接受劳务的情况

在报告期内，炫彩互动与电信集团及关联方发生的主要的采购商品或接受劳务的关联交易价格与第三方采购价格的对比情况如下：

关联交易内容	2016 年 1-6 月		
	关联方采购价格	第三方采购价格	差异率
房屋租赁	1 元/m ² /日	1 元/m ² /日	0%
IT 服务-用户拓展	2 元/个新增用户	2 元/个新增用户	0%
后勤服务	31.52 元/月/m ²	31.52 元/月/m ²	0%

注 1：房屋租赁、后勤服务的第三方采购价格系关联方向第三方提供服务的价格

注 2：IT 服务-用户拓展的第三方采购价格系第三方向炫彩互动提供同类服务的价格

注 3：差异比例=（关联交易价格-可比第三方交易价格）/可比第三方交易价格

关联交易内容	2015 年		
	关联方采购价格	第三方采购价格	差异率
房屋租赁	1 元/m ² /日	1 元/m ² /日	0%
IT 服务-用户拓展	2 元/个新增用户	2 元/个新增用户	0%
后勤服务	31.28 元/月/m ²	31.28 元/月/m ²	0%

注 1：后勤服务与房屋租赁的第三方采购价格系关联方向第三方提供服务的价格

注 2：IT 服务-用户拓展的第三方采购价格系第三方向炫彩互动提供同类服务的价格

注 3：差异比例=（关联交易价格-可比第三方交易价格）/可比第三方交易价格

关联交易内容	2014 年		
	关联方采购价格	第三方采购价格	差异率
房屋租赁	1 元/m ² /日	1 元/m ² /日	0%
后勤服务	30.59 元/月/m ²	30.59 元/月/m ²	0%

注 1：房屋租赁、后勤服务的第三方采购价格系关联方向第三方提供服务的价格

注 2：差异比例=（关联交易价格-可比第三方交易价格）/可比第三方交易价格

除上表列示关联交易采购内容外，炫彩互动于 2014 年、2015 年和 2016 年 1-6 月向关联方电信股份深圳分公司租赁网元设备发生关联交易成本分别为 356.04 万元、233.01 万元和 50.66 万元，占当期关联交易成本总额比例分别为 33.54%、22.99%和 16.08%。电信股份深圳分公司向炫彩互动提供网元租赁服务包括提供自用型设备托管服务、互联网或其他专线网络接入服务等，其中机架租赁费用为 5,500 元/月/架，共租赁 18 个机柜，互联网接入服务费用为 600M 独享宽带为 4.5 万元/月，折合每机柜带 33.3M 带宽的租金为 8,000 元/月。根据市场公开价格，深圳电信 20M 带宽 49U 机柜的租赁费用约为 9,899 元/月。考虑到随着带宽的增加，单位带宽租赁费用有所下降，且该机房链路为介入深圳电信网络的独立链路，可保证任意时段的全带宽流量，能满足炫彩互动的业务需求。综上所述，结合公开市场价格，炫彩互动的网元租赁关联交易价格具有公允性。

由上表可见，炫彩互动与关联方之间采购商品或接受劳务的价格与可比第三方交易价格或可比市场价格相当。炫彩互动关联交易具有公允性，不会对本次交易估值造成影响。

3、天翼阅读

（1）向电信集团及其关联方销售商品、提供劳务的情况

在报告期内天翼阅读与电信集团及关联方发生的主要的销售商品或提供劳务的关联交易价格与第三方销售价格对比情况如下：

关联交易内容	2016 年 1-6 月		
	关联方销售价格	第三方销售价格	差异率
渠道合作	70%	70%	0%

注 1：第三方销售价格系天翼阅读与无关联第三方的分成比例

关联交易内容	2015 年		
	关联方销售价格	第三方销售价格	差异率
包月包销售	10 元/个	10 元/个	0%

注：第三方销售价格为天翼阅读向无关联第三方销售的价格

关联交易内容	2015 年		
	关联方销售价格	可比市场价格	差异率
广告投放	12 元/CPM	8 元/CPM~20 元/CPM	处于价格区间内

注：可比市场价格为同类文学阅读平台的市场价格

综上所述，天翼阅读与关联方之间销售商品或提供劳务的关联交易价格与第三方交易价格或可比市场价格相当。上述天翼阅读与关联方之间销售商品或提供劳务定价具有公允性，不会对本次交易估值造成影响。

（2）向电信集团及其关联方采购商品、接受劳务的情况

在报告期内天翼阅读与电信集团及主要的关联方发生的采购商品或接受劳务的关联交易价格与第三方采购价格对比情况如下：

关联交易内容	2016 年 1-6 月		
	关联方采购价格	第三方采购价格	差异率
业务推广	70%	70%	0%

注 1：第三方采购价格是指天翼阅读向无关联第三方采购的价格

关联交易内容	2015 年		
	关联方采购价格	第三方采购价格	差异率
机柜租赁	4,656 元/台/月	4,666 元/台/月	-0.2%

注：第三方采购价格是指天翼阅读向无关联第三方采购的价格。

关联交易内容	2014 年		
	关联方采购价格	可比市场价格	差异率
设备采购	635,000 元/台	665,000 元/台	-4.5%

注 1：差异比例=（关联交易价格-可比第三方交易价格）/可比第三方交易价格

注 2：以上设备采购系通过公开招投标询价方式，分别在 3 家投标供应商中通过资格审查，并对价格、技术、商务各方面进行综合评估评分，选择综合评分最高选择最优的供应商进行合作，可比市场价格即为其两家投标供应商报价的均价

由上表可见，天翼阅读与关联方之间采购商品或接受劳务的关联交易价格与可比第三方交易价格或公开市场价格相当。天翼阅读与关联方之间采购商品或接受劳务定价具有公允性，不会对本次交易估值造成影响。

4、爱动漫

（1）向电信集团及其关联方销售商品、提供劳务的情况

爱动漫于 2014 年、2015 年、2016 年 1-6 月与关联方天翼视讯和天翼阅读进行内容合作业务，金额分别为 73.14 万元、126.48 万元和 89.78 万元，占当期销售商品及提供劳务关联交易收入比例分别为 100.00%、85.18%和 73.77%。爱动漫与天翼视讯及天翼阅读的合作模式为爱动漫将其拥有或经过著作权拥有者授权的动漫画内容授权天翼视讯和天翼阅读在其自有平台、合作控股平台及其他合作平台上开展阅读和播映，并向用户收取费用；结算采用分成方式，天翼阅读按照平台销售所产生的信息使用费剔除 8%坏账后以 40%的结算比例与爱动漫结算收益，天翼视讯按照扣除 10%坏账后根据不同产品包以 25%-35%的结算比例与爱动漫结算收益。爱动漫同期未与无关联第三方开展相关合作，因此无可比的第三方交易价格。参照第三方授权爱动漫使用动漫画内容的交易，爱动漫按照平均 40%的分成比例与第三方结算收益。因此爱动漫与上述关联方的交易价格和市场价格相比差异较小，关联交易价格具有公允性，不会对本次交易估值造成影响。

（2）向电信集团及其关联方采购商品、接受劳务的情况

在报告期内爱动漫与电信集团及关联方发生的主要的采购商品或接受劳务的关联

交易价格与第三方采购价格对比情况如下：

关联交易内容	2016 年 1-6 月		
	关联方采购价格	可比市场价格	差异率
客服支撑	均价 6,375 元/人/月	均价 6,815 元/人/月	-6%
运营支撑	均价 464 元/人/日	均价 464 元/人/日	0%

注 1：差异比例=（关联交易价格-可比第三方交易价格）/可比第三方交易价格

注 2：以上客服支撑与运营支撑系爱动漫通过公开招投标方式，分别在 5 家投标供应商中通过资格审查，并对价格、技术、商务各方面进行综合评分，选择综合评分最高的供应商进行合作，其中关联方采购价格为客服/运营支撑不同席位的均价，可比市场价格即为其他 4 家投标供应商报价的均价

关联交易内容	2015 年		
	关联方采购价格	可比市场价格	差异率
客服支撑	均价 6,375 元/人/月	均价 6,815 元/人/月	-6%
运营支撑	均价 464 元/人/日	均价 464 元/人/日	0%

注 1：差异比例=（关联交易价格-可比第三方交易价格）/可比第三方交易价格

注 2：以上客服支撑与运营支撑系爱动漫通过公开招投标方式，分别在 5 家投标供应商中通过资格审查，并对价格、技术、商务各方面进行综合评分，选择综合评分最高的供应商进行合作，其中关联方采购价格为客服/运营支撑不同席位的均价，可比市场价格即为其他 4 家投标供应商报价的均价

2014 年，爱动漫接受关联方福建富士通信息软件有限公司（以下简称“福建富士通”）提供的软件开发服务发生关联交易成本 631.21 万元，占当期占同期关联采购商品或接受劳务交易总额的 85.08%。电信股份于 2013 年与福建富士通签订平台升级扩容工程软件开发合同，对原中国电信股份公司动漫运营中心（爱动漫前身）的爱动漫平台进行软件开发。爱动漫于 2014 年公司化之后承接了该合同，该开发项目已于 2014 年完成。该合同交易总价系按软件开发人员每日人工单价与预估工作量（人日）进行计算，人工单价系由电信股份与福建富士通协商确定，为 792 元/人日，与根据厦门市人力资源和社会保障部门发布的劳动力市场工资指导价位进行测算的价格相当，关联交易定价公允。

综上所述，爱动漫与关联方之间采购商品或接受劳务的关联交易价格与可比市场价格相当。上述爱动漫与关联方之间采购商品或接受劳务定价具有公允性，不会对本次交易估值造成影响。

（三）新增关联交易金额及占比

1、本次交易完成前后的主要关联交易变化情况

号百控股的关联交易类型主要为销售商品及提供劳务、采购商品及接受劳务、受托管理和关联租赁。根据备考报表，本次重组前后，号百控股最近一年一期（即 2015 年及 2016 年 1-6 月）的关联交易以及各期新增关联交易占营业收入、营业成本的比例如下：

单位：万元

2016 年 1-6 月						
关联交易类型	本次重组前		本次重组后		新增关联交易情况	
	金额	占当期营业收入之比	金额	占当期营业收入之比	金额	占当期营业收入之比
销售商品及提供劳务	12,014.06	9.69%	14,810.65	6.11%	2,796.59	1.15%
受托管理	148.39	0.12%	148.39	0.06%	-	-
关联租赁	421.64	0.34%	421.64	0.17%	-	-
关联交易收入合计	12,584.09	10.15%	15,380.67	6.35%	2,796.58	1.15%
关联交易类型	本次重组前		本次重组后		新增关联交易情况	
	金额	占当期营业成本之比	金额	占当期营业成本之比	金额	占当期营业成本之比
采购商品及接受劳务	7,802.38	7.37%	13,092.44	6.71%	5,290.06	2.71%
关联租赁	329.21	0.31%	695.32	0.36%	366.11	0.19%
关联交易成本合计	8,131.60	7.68%	13,787.76	7.07%	5,656.16	2.90%
2015 年						
关联交易类型	本次重组前		本次重组后		新增关联交易情况	
	金额	占当期营业收入之比	金额	占当期营业收入之比	金额	占当期营业收入之比
销售商品及提供劳务	27,788.98	8.22%	40,953.55	6.97%	13,164.57	2.24%
受托管理	407.43	0.12%	407.43	0.07%	-	-
关联租赁	891.09	0.26%	891.09	0.15%	-	-
关联交易收入合计	29,087.51	8.60%	42,252.08	7.19%	13,164.57	2.24%
关联交易类型	本次重组前		本次重组后		新增关联交易情况	

	金额	占当期营业成本之比	金额	占当期营业成本之比	金额	占当期营业成本之比
采购商品及接受劳务	33,442.20	11.10%	72,634.31	14.68%	39,192.11	7.92%
关联租赁	792.04	0.26%	1,583.00	0.32%	790.96	0.16%
关联交易成本合计	34,234.24	11.36%	74,217.31	15.00%	39,983.07	8.08%

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司子公司，上市公司与标的公司以及标的公司之间的关联交易将会消除，标的公司与交易完成后上市公司的其他关联方的部分关联交易将会增加。总体来看，新增关联交易金额及占比较小，本次交易完成后关联交易收入合计占当期营业收入的比例将下降。

2、本次重组后进一步规范关联交易、增强独立性的情况

本次交易完成后，标的公司将成为号百控股的控股子公司，出于经营需要，预计标的公司仍将延续前述业务合作，上市公司将因此新增关联交易。

号百控股已依照《公司法》、《证券法》、中国证监会的相关规定，制定了关联交易的相关规定，对关联交易的原则、关联人和关联关系、关联交易的决策程序、关联交易的披露等进行了规定。本次交易完成以后，号百控股针对关联交易将严格执行上述规定，号百控股的监事会、独立董事将依据法律法规及《公司章程》的规定，切实履行监督职责，对关联交易及时发表独立意见。

为进一步减少和规范本次重组完成后的关联交易，维护号百控股及其中小股东的合法权益，电信集团出具了《关于减少和规范关联交易的承诺函》，承诺内容如下：

“（1）在本次交易后、电信集团作为号百控股的控股股东期间，电信集团将尽量减少并规范与号百控股及其控制的下属公司（包括标的公司，下同）之间的关联交易，并将促使电信集团控制的其他企业或经济组织（不含号百控股及其控制的下属公司，下同）尽量减少并规范与号百控股及其控制的下属公司之间的关联交易；就电信集团及其控制的其他企业或经济组织与号百控股及其控制的下属公司之间将来无法避免或有合理原因而发生的关联交易事项，电信集团及其控制的其他企业或经济组织将遵循市场交易的公开、公平、公正的原则，按照合法、公允、合理的价格进行交易，并依据有关法律、法规及规范性文件及电信集团及号百控股公司章程及内部规则的规定履行关联交易

决策程序，依法履行信息披露义务和办理有关报批程序（如需）。电信集团保证电信集团及其控制的其他企业或经济组织将不通过与号百控股及其控制的下属公司的关联交易取得任何不正当的利益或使号百控股及其控制的下属公司承担任何不正当的义务；

（2）电信集团承诺不利用号百控股的控股股东地位，损害号百控股及其他股东的合法利益；

（3）电信集团将杜绝一切非法占用号百控股的资金、资产的行为，在任何情况下，不要求号百控股及其控制的下属公司向电信集团及其控制的其他企业或经济组织违规提供任何形式的担保或资金支持；

（4）如电信集团及其控制的其他企业或经济组织因未履行上述承诺而给号百控股及其控制的下属公司造成损失，由电信集团承担赔偿责任。”

综上所述，本次重大资产重组符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条第一款的有关规定。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫与电信集团发生的关联交易具有必要性，且作价依据合理，且评估预测是按照市场公允价进行预测，关联交易不会对本次交易估值产生影响。

(本页无正文，为《号百控股股份有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>[163258]号之反馈意见资产评估机构回复》之签署页)

注册资产评估师（签字）： 刘海生



檀增敏



北京中企华资产评估有限责任公司（盖章）



2016 年 12 月 8 日