

浙江世纪华通集团股份有限公司拟收购
盛跃网络科技有限公司（上海）有限公司股权项目

资产评估说明

中联评报字[2018]第 1578 号

中联资产评估集团有限公司

二〇一八年十月八日

目录

第一部分 关于评估说明使用范围的声明	1
第二部分 企业关于进行资产评估有关事项的说明.....	2
第三部分 资产清查核实情况说明	3
一、评估对象与评估范围说明.....	3
二、资产核实情况总体说明.....	5
第四部分 市场法评估说明	7
一、评估方法	7
二、评估假设	10
三、评估过程	11
第五部分 收益法评估说明	30
一、基本假设	30
二、评估方法	31
三、资产核实与尽职调查情况说明.....	35
四、宏观经济形势	39
五、行业状况分析	43
六、企业状况分析	54
七、收益期限确定	58
八、净现金流量估算	58
九、股东权益价值的预测.....	69
第六部分 评估结论及其分析	74
一、市场法评估结果	74

二、收益法评估结论	74
三、评估结果分析及最终评估结论.....	74

第一部分 关于评估说明使用范围的声明

本资产评估说明，仅供评估主管机关、企业主管部门备案审查资产评估报告和相关监管部门检查评估机构工作之用，非法律、行政法规规定，材料的全部或部分内容不得提供给其他任何单位和个人，也不得见诸于公开媒体；任何未经评估机构和委托方确认的机构或个人不能由于得到评估报告而成为评估报告使用者。

中联资产评估集团有限公司

二〇一八年十月八日

第二部分 企业关于进行资产评估有关事项的说明

本评估说明该部分内容由委托方和被评估企业共同撰写，并由委托方单位负责人和被评估企业负责人签字，加盖相应单位公章并签署日期。详细内容请见本说明最后部分《企业关于进行资产评估有关事项的说明》。

第三部分资产清查核实情况说明

一、评估对象与评估范围说明

（一）评估对象与评估范围内容

评估对象是盛跃网络科技有限公司（以下简称“盛跃网络”或“目标公司”）的股东全部权益。评估范围为盛跃网络在评估基准日2018年4月30日的全部资产及相关负债，账面资产总额为1,330,400.70万元，负债总额164,915.20万元，净资产额为1,165,485.50万元，具体包括流动资产483,553.02万元，非流动资产846,847.68万元，流动负债155,778.55万元，非流动负债9,136.65万元。

上述资产与负债数据摘自经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的盛跃网络合并资产负债表，评估是在企业经过审计后的基础上进行的。

根据《武汉掌游科技有限公司的股权转让协议》，盛跃网络在2018年5月按照5亿元的交易对价对武汉掌游科技有限公司（以下简称“武汉掌游”）进行了收购，并获得实际控制，武汉掌游从2018年5月份开始纳入到盛跃网络的合并财务报表，因此本次评估对象已包含武汉掌游的股东全部权益。

委托评估对象和评估范围与经济行为涉及的评估对象和评估范围一致。

被评估企业本次评估范围中的主要资产为流动资产、可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产、商誉、长期待

摊费用、递延所得税资产和其他非流动资产等。

（二）实物资产的分布情况及特点

纳入评估范围内的实物资产账面值 6,192.23 万元，占评估范围内总资产的 0.47%，为固定资产及在建工程。这些资产具有以下特点：

实物资产主要分布在被评估企业上海、韩国办公场所。

固定资产：纳入本次评估范围的固定资产主要包括服务器、办公用车辆及办公用电子设备。截至评估基准日，固定资产均可正常使用。

在建工程是企业租赁办公场所的装修工程。

（三）企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

截至评估基准日，被评估企业申报的评估范围内的无形资产包括已登记境内计算机软件著作权共 325 项，受让境内计算机软件著作权 21 项；已登记境内美术作品著作权共 62 项；自有商标 1871 项，被授权商标 34 项；境内专利权 30 项。截至评估基准日软件尚可正常使用。

（四）企业申报的表外资产的类型、数量

截至本次评估基准日，被评估单位申报的表外资产为计算机软件著作权等。

（五）引用其他机构出具的报告的结论所涉及的资产类型、数量和账面金额（或者评估值）

本次评估报告中 2016 年、2017 年及评估基准日目标公司各项资产及负债的账面金额系普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）的审计结果。

除此之外，未引用其他机构报告内容。

二、资产核实情况总体说明

（一）资产核实人员组织、实施时间和过程

评估人员在进入现场清查前，制定现场清查实施计划，按资产类型和分布特点，分成设备组、流动资产组和其他资产小组，同时于 2018 年 8 月进行现场的核查工作。清查工作结束后，各小组对清查核实及现场勘察情况进行工作总结。清查核实的主要步骤如下：

首先，辅导企业进行资产清查、申报纳入评估范围的资产明细，并收集整理评估资料。2018 年 7 月底，评估人员开展前期布置工作，评估师对企业资产评估配合工作要求进行了详细讲解，包括资产评估的基本概念、资产评估的任务、本次资产评估的计划安排、需委托方和被评估企业提供的资料清单、企业资产清查核实工作的要求、评估明细表和资产调查表的填报说明等。在此基础上，填报“评估申报明细表”和“资产调查表”，收集并整理委估资产的产权权属资料和反映资产性能、技术状态、经济技术指标等情况的资料。

其次，依据资产评估申报明细表，对申报资产进行现场查勘。不同的资产类型，采取不同的查勘方法。根据清查结果，由企业进一步补充、修改和完善资产评估申报明细表，使“表”、“实”相符。

再次，核实评估资料，尤其是资产权属资料。在清查核实“表”、“实”相符的基础上，对企业提供的产权资料进行了核查。核查中，重点查验了产权权属资料中所载明的所有人以及其他事项。

（二）影响资产核实的事项及处理方法

未发现影响尽职调查和资产清查的事项。

（三）资产清查核实结论

评估人员在资产清查所知范围内，清查情况表明：

1. 非实物资产，评估申报明细表和账面记录一致，申报明细表与实际情况吻合。

2. 实物资产的清查情况与申报明细一一核对，对清查核实明细项目已与企业财务人员进行了沟通。

截至评估基准日，被评估单位上述资产不存在抵押、质押、担保情况。

第四部分市场法评估说明

一、评估方法

（一）概述

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

1、上市公司比较法

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

可比上市公司选择标准是在公开、交易活跃的市场上，选择可比上市公司，这些可比上市公司与被评估公司的业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素相同或相似。

2、交易案例比较法

交易案例比较法指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

交易案例选择标准如下：交易类型为出售、兼并购或收购业务（包括收购企业普通股、收购企业其他权益）；交易案例的控制权状态与被评估公司的控制权状态相似；交易标的与目标公司所属行业相同，经营业务相同或相似；交易案例的成交日期与基准日较为接近。

根据市场法两种具体方法的要求，本次评估选取交易案例比较法作为评估方法。

（二）技术思路

1、可比案例的选择原则

根据《资产评估准则-企业价值》的要求，市场法评估应当选择与被评估企业有可比性的公司或者案例。本次评估确定的可比案例选择原则如下：同处一个行业，受相同经济因素影响；企业业务结构和经营模式类似；企业规模和成长性可比，盈利能力相当；交易行为性质类似。

考虑到盛跃网络账面净资产超过 100 亿元，规模处于行业顶端，研发人员数量和研发能力远超于一般游戏公司，与此规模相当的案例在游戏公司的并购历史上较少，同时通过对 2013 年至今的 PE 统计，尽管证券市场以及细分的游戏行业的上市公司经过了股价的大幅波动，同时上市公司的 PE 指标波动较大，但对于以游戏公司为交易标的案例中，游戏公司的 PE 指标并不与证券市场和游戏行业板块直接相关，因此本次评估选取了估值规模大于 50 亿元的作为案例选取的标准，并未考虑时间限制。

围绕以游戏业务为核心、兼顾研发能力的价值评价体系，同时考虑交易性质等因素，通过公开信息搜集了经证监会审批完成的 3 个案例作为可比案例。

2、选择并计算 3 家可比案例中被收购公司的价值比率

根据本次评估目标公司和可比交易标的实际情况，确定采用合适的价值比率。并根据公开的市场数据分别计算 3 家可比交易标的价值比率。

3、对 3 家可比交易标的价值比率进行以下几个方面修正、调整

（1）预期增长率修正

（2）公司营运状况修正

（3）其他因素修正

4、初步评估结果计算

根据 3 家可比交易标的修正后的价值比率，按照平均权重进行计算平均价值比率，并结合目标公司的预期首年净利润计算得出初步评估结果。

5、溢余性资产调整

最后在初步结果的基础上，对目标公司的溢余性资产进行调整得到最终评估结论。

（三）评估模型

采用市场法，从收益角度估算目标公司股权价值的基本公式为：

股权价值=P+I+C-M

$$P = P_b / E_b \times (A \times U \times V \times W \times F \times G \times R) \times E$$

其中：P—按照盈利价值比率计算的目标公司经营性股权价值

P_b—可比交易标的的经营性股权价值；

E_b—可比交易标的首年扣非归属母公司净利润

A—预期增长率修正系数；

U—厂商背景系数；

V—市场与渠道系数；

W—题材与游戏性系数

F—游戏品质系数

G—运营数据系数

R—研发能力系数

E—目标公司首年净利润

C—溢余性资产和负债

I—长期股权投资

M-少数股东权益

二、评估假设

本次评估中，评估人员遵循了以下评估假设：

（一）一般假设

1. 交易假设

交易假设是假定所有待评估资产已经处在交易的过程中，评估师根据待评估资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是资产评估得以进行的一个最基本的前提假设。

2. 公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等做出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

3. 资产持续经营假设

资产持续经营假设是指评估时需根据被评估资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定评估方法、参数和依据。

（二）特殊假设

1. 本次评估假设评估基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化；

2. 企业所处的行业环境保持目前的发展趋势；

3. 本次评估假设评估对象在未来预测期内的主要游戏产品能够按照企业的计划时间推出，且未来的单个游戏的收益情况不在现有游戏的基础上有较大变动。

4. 本次评估假设委托方及被评估企业提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整；

5. 评估范围仅以委托方及被评估企业提供的评估申报表为准，未考虑委托方及被评估企业提供清单以外可能存在的或有资产及或有负债；

6. 假设未来经营场所系租赁，租金按企业提供的规划办公面积和市场同类房屋的租赁价格确定；

7. 本次评估测算的各项参数取值不考虑通货膨胀因素的影响。

当上述条件发生变化时，评估结果一般会失效。

三、评估过程

（一）可比案例的选取

本次评估确定的可比案例选择的四条原则：同处一个行业，受相同经济因素影响；企业业务结构和经营模式类似；企业规模和成长性可比，盈利能力相当；交易行为性质类似。

选取的交易案例涉及的被收购公司均涉及移动游戏研发行业，企业的成长性均较强，年增长率在 20%及以上，交易行为基本相同，同时通过营运状况系数对企业规模差异进行了修正。

根据本次评估的实际情况，案例选择的主要标准为业务结构和经营

模式相近，选取的三个案例的主要情况如下：

1、完美环球娱乐股份有限公司收购完美世界（北京）数字科技有限公司（以下简称“完美世界”）股权项目

（1）企业经营情况

完美世界的业务包括网络游戏的开发、发行和运营，具体涵盖了客户端游戏、网页游戏、移动网络游戏和电视游戏。完美世界成立之初，主要致力于客户端网络游戏的开发和运营。2006 年，完美世界的首款大型多人在线全三维网络游戏《完美世界》正式进入商业化运营。此后，完美世界独立自主研发了《武林外传》、《诛仙》、《赤壁》、《神鬼传奇》、《神魔大陆》、《神雕侠侣》、《笑傲江湖 OL》、《圣斗士星矢 Online》等 21 款客户端网络游戏，并主要采用独立运营模式进行经营，积累了丰富的端游开发及运营经验。完美世界自主研发的产品《完美世界》获得了中国游戏产业年会“2012 年度中国十大最受欢迎网络游戏”和“2012 年度中国十大最受欢迎原创网络游戏”两项殊荣，并已在中国大陆、台湾、欧洲、北美、日本和东南亚等多个国家和地区成功运营。在客户端游戏代理业务方面，2012 年完美世界获得了全球精品游戏大作《DOTA2》中国大陆地区的独家运营代理权。

2012 年，完美世界开始将业务拓广至网页游戏。同年，完美世界发布了网页游戏《欧洲崛起》，另外也自主研发并运营了《Touch》、《冰火破坏神》等网页游戏。目前，完美世界自研产品《Touch》等已成功在多个海外市场发行并运营。

2013 年，完美世界亦将业务拓展至在移动网络游戏领域，同年 5 月，完美世界发布了其首款移动网络游戏《完美世界楚汉传奇卡牌版》。完美世界自主研发并运营了《神雕侠侣》、《神鬼幻想》、《神魔大陆》、《魔力宝贝》、《TOUCH 舞动全城》、《不败战神》、《圣斗士星矢》

等 12 款移动网络游戏，同时代理了《美姬爱作战》、《全民爱祖玛》等近 14 款手游，并将《魔力宝贝》、《神雕侠侣》等 8 款游戏向海外出口发行。在移动网络游戏领域，完美世界开展相关业务第二年便占据了较高的市场地位，完美世界的《神雕侠侣》、《神魔大陆》、《魔力宝贝》和《圣斗士星矢》4 款明星游戏先后在 IOS 平台上荣登游戏类产品榜首，其中《神雕侠侣》、《魔力宝贝》均已在 2014 年实现了季度充值收入过亿。

完美世界在 2013 年开始涉足电视游戏领域。2014 年，完美世界与微软公司达成战略合作，其首款电视游戏作品《无冬 0L》Xbox 版成为了微软电视游戏设备 XboxOne 正式入华后首发阵容中唯一一款第三方游戏产品。2015 年，《无冬 0L》Xbox 版面向全世界发布，该产品依托于微软研发的 Xbox 平台，在欧美各类网络。

游戏范围内率先采用了道具收费制，并取得了成功，完美世界也成为了电视游戏道具收费模式的开拓者。

（2）企业财务情况

评估基准日 2015 年 9 月 30 日，完美世界资产总计 189,117.21 万元，负债合计 179,434.62 万元，净资产 9,682.60 万元，2015 年 1-9 月的营业收入 282,592.98 万元，净利润-27,334.81 万元。

2、重庆新世纪游轮股份有限公司收购上海巨人网络科技有限公司（以下简称“巨人网络”）股权项目

（1）企业经营状况

巨人网络于 2004 年创立，是一家以网络游戏为主的综合性互联网企业，专注于客户端游戏、移动游戏产品及互联网社区工具的内容开发、发行推广、运营维护等。

巨人网络是国内最早进入客户端网络游戏市场的公司之一，始终坚

持走自主研发精品战略，相继成功向市场推出《征途》、《巨人》、《征途2》、《仙侠世界》等多款自主研发产品，取得不俗的市场成绩与玩家口碑，多次获得“金翎奖十大网络游戏”、“中国游戏行业年会最受欢迎的网络游戏”等荣誉，奠定了在国内自主研发客户端游戏市场的领跑地位。

巨人网络于 2014 年全力拓展移动游戏业务，通过依托巨人网络品牌实力，资本实力、研发能力、发行能力、技术支持能力以及人性化的客户服务能力，成功推出《征途口袋版》、《大主宰》等多款精品移动游戏，实现在移动游戏市场的战略布局。

（2）企业财务状况

评估基准日 2015 年 9 月 30 日，巨人网络资产总计 173,762.62 万元，负债合计 70,510.23 万元，净资产 96,496.33 万元，2015 年 1-9 月的营业收入 154,762.40 万元，净利润 22,239.11 万元。

3、泰亚鞋业股份有限公司收购上海恺英网络科技有限公司（以下简称“恺英网络”）股权项目

（1）企业经营状况

恺英网络是一家拥有移动互联网流量入口、集平台运营与产品研发于一体的互联网企业，旗下拥有多款互联网平台型产品。

恺英网络目前已自主研发并运营多款网络游戏，涉及大型网页游戏、社交网页游戏、移动网络游戏等多个游戏品类。大型网页游戏是恺英网络报告期内的核心产品之一，恺英网络已自主研发了《蜀山传奇》、《炎黄传奇》等多款网页游戏精品大作，游戏题材涵盖武侠、三国等多个主流题材。恺英网络还自主研发了社交网页游戏《捕鱼大亨》、《热血海盜王》和移动网络游戏《蜀山传奇手机版》，并与天马时空联合开发了《全民奇迹》等精品游戏。

除了运营自主研发产品外，恺英网络还代理运营多款其他公司开发的网络游戏，其中包括移动网络游戏《保卫萝卜 2》、《时空猎人》、《我叫 MT》、《天龙八部 3D》、《刀塔传奇》等，大型网页游戏《烈焰》、《烈火屠龙》《武易》、《三国乱世》、《赤月传说》等。

（2）企业财务状况

评估基准日 2015 年 2 月 28 日，恺英网络资产总计 95,273.24 万元，负债合计 66,956.65 万元，净资产 28,316.59 万元，2015 年 1-2 月的营业收入 37,067.03 万元，净利润 13,182.25 万元。

综上，可比标的企业均为游戏公司，且运营模式均为多种形式并存，因此在业务结构和经营模式方面，3 家可比交易标的具有可比性。

（二）价值比率的选取

价值比率通常分成三大类，包括：

盈利价值比率=企业整体价值或股权价值/盈利类参数

收入价值比率=企业整体价值/销售收入

资产价值比率=企业整体价值或股权价值/资产类参数

考虑到此次评估的目的为股权收购，且游戏公司均为轻资产企业，由于企业固定资产较少，其价值体现在未来收益，因此基于账面价值的资产价值比率的参考意义不大，故剔除与企业资产直接相关资产价值指标，选择与企业收益相关的盈利价值比率作为本次市场法评估的价值比率。

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

综上，本次评估选择与企业收益相关的盈利价值比率（净利润指标）

作为本次市场法评估的价值比率。

（三）价值比率的计算

根据本次评估确定的盈利价值比率，选择市盈率作为具体的价值比率。

市盈率（P/E）=经营性股权价值/净利润

1、股东全部权益价值确定

本次评估，通过对交易案例公开市场数据的收集分析，对各个可比交易标的的评估结果统计如下。

表4-1. 可比案例股权评估结果表

单位：万元

序号	收购方	收购对象	100%股权评估价格
1	完美环球娱乐股份有限公司	完美世界（北京）数字科技有限公司	1,203,260.95
2	重庆新世纪游轮股份有限公司	上海巨人网络科技有限公司	1,312,424.08
3	泰亚鞋业股份有限公司	上海恺英网络科技有限公司	632,706.87

2、可比交易标的溢余性或非经营性资产调整

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

对于可比交易标的溢余性或非经营性资产的界定包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期应收款、投资性房地产、长期股权投资、交易性金融负债、其他与经营无关的资产或负债、闲置资产（没有或暂时没有发挥作用的多余资产，不包括冗余资产）、非生产经营资产（家属楼、职工子弟学校、医院等）、溢余资产（包括闲置溢余资产）、长期投资（对外长期股权投资、债权投资）、多余现金（超过生产经营用的现金）和金融性资产、其他与主营业务无关系的资产或负债等。可比交易标的经调整后的经营性股权价值见下表：

表4-2. 可比交易标的的经营性股权价值表

单位：万元

影响因素	完美世界	巨人网络	恺英网络
评估值	1,203,260.95	1,312,424.08	632,706.87
溢余性资产	-	49,630.10	33,684.57
溢余性负债	27,317.35	-	-
长期股权投资	7,249.50	22,044.48	40,746.11
经营性资产价值	1,223,328.80	1,240,749.50	558,276.19

3、价值比率的计算

根据可比交易标的的公开市场报告，确定可比交易标的的公司的承诺首年的净利润，进而确定动态市盈率（P/E）=经营性股权价值/承诺首年净利润，计算得到首年动态 PE 结果见下表：

表4-3. 价值比率初步计算表

单位：万元

影响因素	完美世界	巨人网络	恺英网络
经营性股权价值	1,223,328.80	1,240,749.50	558,276.19
可比交易标的的预期首年净利润	75,500.00	100,177.07	46,192.60
动态 PE	16.20	12.39	12.09

（四）预期增长率修正系数计算

由于可比交易标的和目标公司在未来的增长预期方面有一定的差异，因此采用增长性参数调整，弥补价值比率对企业动态成长性估计的不足。

1、可比交易标的的承诺期（三年）复合增长率

首先根据可比交易案例中披露的标的的未来净利润，测算企业的预期复合增长率，并根据盛跃网络的未来预测数确定其预期复合增长率，在此基础上，通过对比盛跃网络和可比交易标的的复合增长率情况得出增长率修正系数见下表：

表4-4. 可比交易标的的预期增长率修正系数表

单位：万元（%）

影响因素	完美世界	巨人网络	恺英网络
承诺第一年	75,500.00	100,177.07	46,192.60
承诺第二年	98,800.00	120,302.86	57,107.77
承诺第三年	119,800.00	150,317.64	70,178.77
增长率	26%	22%	23%
预期增长率修正系数	0.87	1.05	1.01

（五）可比交易标的营运状况修正

1、营运状况修正系数选择依据

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

表4-5. 游戏运营公司评价标准

厂商背景	游戏口碑
	公司营收规模
	主要产品数量
市场与渠道系数	
题材与游戏性	题材多样性
	玩法多样性
研发能力	核心技术数量
	研发人员数量
游戏品质	系统兼容性
	画质精细度
	游戏体验感
数据评估	月活跃人数
	付费率
	ARPPU 值

2、目标公司及其产品状况分析

盛跃网络系为收购整合盛大游戏资产而特别设立的主体，是全球领先的网络游戏开发商、运营商和发行商，拥有雄厚的顶级IP资源，深耕端游领域多年，并已完成移动网络游戏业务布局，目前有多款端游和移动网络游戏正在运营。盛大游戏凭借多年的市场积累及巨大的品牌影响力、强大的研发与运营能力、丰富的IP储备，围绕“精品研发、全球发行、IP管理、新文化产业生态圈”四大战略，不断开拓其全球化布局，

积极推进游戏与文化融合，弘扬中华民族文化，逐步发展成为全球领先的国际化文化娱乐平台。

盛跃网络旗下子公司是我国网络游戏行业最具影响力的企业之一，自成立之日起，便一直致力于网络游戏的研发与运营，培育了众多在网络游戏行业、游戏玩家群体中拥有巨大影响力的知名游戏IP。2001年9月，《热血传奇》正式上线运营，揭开了中国大规模网络游戏时代的开端。《热血传奇》是我国第一款实现点卡收费的网络游戏以及第一款同时在线人数破百万的游戏，且已在中国持续运营17年。此后，盛跃网络子公司代理运营了《传奇3》、《泡泡堂》、《龙之谷》、《永恒之塔》、《冒险岛》、《最终幻想14》、《勇者斗恶龙X》、《新热血英豪》、《泡泡战士》、《彩虹岛》等客户端网络游戏。盛跃网络亦重视网络游戏的自主研发，2003年，盛跃网络子公司自主研发的第一款网络游戏《传奇世界》上线，之后自主研发了《风云》、《梦幻国度》、《新英雄年代》、《千年3》、《星尘传说online》、《传世群英传》、《星辰变》、《传世无双》、《传奇永恒》等多款客户端网络游产品。2005年，盛跃网络子公司宣布《热血传奇》、《传奇世界》、《梦幻国度》三款游戏采用“永久免费”，开创客户端网络游戏盈利新模式——“游戏免费，增值服务收费”，并成为主流的游戏商业模式。盛跃网络及其子公司近17年的网络游戏研发与市场运营积累了庞大的端游客户群体、积攒了丰富的端游开发与运营经验、形成了强大的品牌影响力。

2013年，盛跃网络及其子公司将网络游戏业务拓展至移动网络游戏领域，盛跃网络及其子公司成功发行代理手机卡牌RPG游戏《扩散性百万亚瑟王》，该游戏上线当年便获得“中国移动游戏大会最佳引进游戏奖”、“金翎奖荣获最佳境外手机游戏”与“GMGDC中国最受欢迎手机网游”的殊荣。《扩散性百万亚瑟王》的推出助力公司实现了从端游到手

游的转型。此后盛跃网络在移动网络游戏领域自研推出了《热血传奇手游》、《传奇世界手游》、《血族》、《超级地城之光》、《龙之谷手游》、《神无月》等多款精品移动游戏，同时代理运营《爱与演唱会！学园偶像祭》、《辐射避难所单机版》、《城与龙》与《神域召唤》等，积累了丰富的移动游戏市场研发与运营经验，取得不俗的市场成绩与玩家口碑，多次获得“金翎奖十大移动游戏最佳品牌发行商”、“中国移动游戏大会最佳手机游戏发行商”、“十大最受欢迎移动网络游戏”等荣誉。

盛跃网络IP资源储备丰富，在深耕游戏研发与运营的基础上，凭借雄厚的IP运营能力，践行新文化产业生态圈的战略。围绕优质IP在影视、文学、周边产品等方面积极进行拓展，打造多元化的产品布局，最大程度挖掘IP价值。盛跃网络拥有“传奇”、“传奇世界”、“龙之谷”、“神无月”等多个著名IP。在IP运营方面，设置IP发展中心，对现有IP进行转化、周边产品衍生、对现有IP进行内容衍生完善等。未来盛跃网络将依托于网络游戏的业务优势继续深化文化全产业链布局并进一步扩大市场空间。

3、评分过程

在确定评价体系的6个方面及具体14个指标之后，评估人员根据各游戏公司的经营情况，最终确定了各项比较指标的分数，并根据该分数确定修正比率。

（1）厂商背景

根据可比交易标的和目标公司的游戏口碑、公司营收规模和主要产品数量三个方面进行评价。

1) 游戏口碑

在各自的评估基准日，由于各个公司的代表产品的市场表现不同，

因此在游戏行业内的口碑有一定的差异，主要是结合其产品表现（获奖情况）对该指标进行评分。

完美世界：报告期，企业自主研发的产品《完美世界》获得了中国游戏产业年会“2012年度中国十大最受欢迎网络游戏”和“2012年度中国十大最受欢迎原创网络游戏”两项殊荣。《武林外传》在2006年获得金翎奖“玩家最期待的十大网络游戏”、“最佳原创网络游戏”和“最佳Q版网络游戏”三项殊荣，在2007年游戏产业年会上获得“十大最受欢迎的网络游戏”和“十大最受欢迎的民族网络游戏”；《笑傲江湖OL》在2010及2012年被评为金翎奖“玩家最期待的十大网络游戏”，并于2013年被评为金翎奖“玩家最喜爱的网络游戏”，该游戏还在2011年中国游戏产业年会上获得了“十大最期待网游”，在2013年中国游戏产业年会上获得“十大最受欢迎的客户端网游”和“十大最受欢迎的原创客户端网游”奖；《神魔大陆》分别在2010及2011年金翎奖获得“最佳原创网络游戏”和“最佳3D网络游戏”；2010-2012年，《诛仙》连续被评为金翎奖“玩家最喜爱的网络游戏”，该游戏还在2010及2011年中国游戏产业年会上被评为“十大最受欢迎的民族网络游戏”和“十大最受欢迎网络游戏”；2012年，《完美世界》获得中国游戏产业年会“中国十大最受欢迎网络游戏”和“中国十大最受欢迎原创网络游戏”两项殊荣；《圣斗士星矢Online》于2012年获得金翎奖“最佳3D网络游戏”；手游《神雕侠侣》于2013年金翎奖获得“玩家最喜爱的手机游戏”；《DOTA2》被评为中国游戏产业年会“2014年度中国十大最受欢迎客户端网络游戏”；《无冬online》在2014年金翎奖评选中获得“最佳境外网络游戏”；移动网络游戏《魔力宝贝》在2014年金翎奖评选中获得“玩家最喜爱的网络移动游戏”，并在2014年中国动漫游戏行业年会获得“优秀手机游戏”奖。

巨人网络：报告期，企业向市场推出《征途》、《巨人》、《征途2》、《仙侠世界》等多款自主研发产品，多次获得“金翎奖十大网络游戏”、“中国游戏行业年会最受欢迎的网络游戏”等荣誉。《征途》是巨人网络2005年自主研发的首款国战网游，融合了MMORPG、竞技PK等多种游戏玩法，被业内誉为中国的“网游大百科全书”。《仙侠世界》曾获“2012年金翎奖玩家最期待的十大网络游戏”及“2012年中国游戏风云榜十大新锐网络游戏”。

恺英网络：报告期，企业《蜀山传奇》被腾讯计算机评为“2011年度优秀应用十强”，荣获2012年金页奖“最受欢迎角色扮演类游戏”。《全民奇迹》荣获“UC年度最期待游戏以及年度畅销游戏”、“百度移动游戏2014最具人气网络手游奖”、“华为应用市场2014最受欢迎游戏”、“安智2014年度最佳游戏”、“iTools2014年度十大热门手游”、“游久网2014年度黑马手游”等多个奖项。《烈焰》被腾讯计算机评为“年度十佳页游”，荣获中国动漫游戏产业会最佳页游金手指奖、百度游戏风云榜最具价值游戏产品等多个奖项。《斩龙传奇》荣获腾讯“风云榜”十大最受欢迎网页游戏、一游网“金鲸奖”年度十佳网页游戏、40407游戏网“风云榜”十大最受欢迎网页游戏等多个奖项。

目标公司：目标公司在2015年，获中国游戏产业年会“中国十大品牌游戏企业”与“中国十大游戏研发商”、获百度风云榜“2015年度十大风云厂商”、获金苹果奖“2015年度移动游戏最具影响力品牌”、获中国文化传媒有限公司“2015年度中国游戏行业优秀企业”、获金翎奖“2015年度最具影响力发行商”、获上海市工商行政管理局颁发的“上海市著名商标（2015-2017）”；2017年获金翎奖“最具影响力移动游戏发行商”；2018年获得“2018中国年度影响力品牌”及“2018中国（行业）十大影响力品牌”称号。盛跃网络子公司推出的《热血传奇手机版》获

得CGDA2015年度评委会游戏制作团队大奖、金翎奖2015年度玩家最喜爱的网络游戏；《传奇世界手游版》获得中国游戏产业年会2017年度十大最受欢迎原创移动网络游戏、CDGA 2017年度最佳游戏数值平衡设计奖优秀奖；《龙之谷手游》获得2017年度金翎奖最佳境外移动游戏、中国游戏产业年会“游戏十强”2017年度十大最受欢迎移动网络游戏；《热血传奇》获得中国游戏产业年会2015年度十大最受欢迎客户端网络游戏、2015年度玩家最喜爱的网络游戏；《传奇世界》获得金翎奖2017年度最佳原创网络游戏、《最终幻想14》获得金翎奖2014年度玩家最喜爱的网络游戏、金翎奖2014年度最佳境外网络游戏；《传奇永恒》获得CGDA2015年度最佳游戏3D（人物/场景）美术设计奖、CGDA2015年度最佳游戏动画表现奖、CGDA2015年度最佳移动游戏视觉表现奖。

2) 公司营收规模

公司的营收规模对于公司未来的发展有重要的资本积累作用，且能够直观的判断其经营能力，目标公司和可比交易标的在承诺期增长速度较快，因此采用第三年的相对稳定的承诺数作为规模系数的打分依据，并在此基础上进行对比。

3) 主要产品数量

完美世界：交易报告书内披露企业正在运营的游戏主要有自研游戏《诛仙》、《完美世界国际版》、《神魔大陆》、《笑傲江湖OL》、《Touch》、《神鬼传奇》、《圣斗士星矢Online》、《神雕侠侣》、《神雕侠侣》手游版、《神魔大陆》手游版、《魔力宝贝》、《无冬OL》Xbox版以及代理游戏《DOTA2》（13款）。

巨人网络：交易报告书内披露企业正在运营的主要游戏产品为《征途》、《征途2》、《仙侠世界》、《征途口袋版》及《大主宰》（5款）。

恺英网络：交易报告书内披露企业正在运营的主要游戏包括《蜀山

传奇》、《捕鱼大亨》、《炎黄传奇》、《热血海盗王》、《三国战将》、《全民奇迹》、《斩龙传奇》、《烈焰》、《烈火屠龙》、《武易》、《三国乱世》、《斗战西游》、《赤月传说》、《屠龙传说》、《武尊》（15款）。

目标公司：经过多年的自主研发与业务拓展，目标公司先后运营的产品共70余款，截至评估基准日，在线运营的主要游戏有《热血传奇》、《传奇世界》、《龙之谷》（大陆版）、《冒险岛》、《永恒之塔》、《最终幻想14》、《传奇3》、《传奇永恒》等8款端游；《龙之谷手游版》、《热血传奇手游版》和《传奇世界手游版》3款移动游戏。

（2）市场与渠道系数修正

完美世界：通过苹果、4399、YY game、360游戏中心、小米互娱、爱奇艺游戏中心、iTools、当乐、PP助手、91平台、UC九游、百度系列平台、同步推、快用、Xbox Game Store等知名渠道保持长期稳定的合作。

巨人网络：通过苹果、4399、YY game、360游戏中心、小米互娱、爱奇艺游戏中心、iTools、当乐、PP助手、91平台、UC九游、百度系列平台、同步推、快用、Xbox Game Store等知名渠道保持长期稳定的合作。

恺英网络：通过苹果、4399、YY game、360游戏中心、小米互娱、爱奇艺游戏中心、iTools、当乐、PP助手、91平台、UC九游、百度系列平台、同步推、快用、Xbox Game Store等知名渠道保持长期稳定的合作。

目标公司：市场渠道主要可以分为线上平台和线下平台两大类。线上平台主要包括第三方应用市场（如百度移动游戏、腾讯应用宝等）、官方应用市场（如Apple App Store、GooglePlay等）、以及传统的电信

运营商；线下平台主要包括终端厂商、刷机预装和实体门店等。

（3）题材与玩法多样性修正

1) 题材多样性修正

本次评估所选取3家公司的游戏在题材独特性和玩法创新性方面与同类游戏相比均在传统的游戏模式基础上有一定程度的创新。

完美世界有游戏题材有动漫/奇幻/武侠/音乐等题材；巨人网络有国战/仙侠/小说/音乐等题材；恺英网络有剑侠/奇幻/神话/魔幻等题材。

目标公司有着丰富的IP资源和游戏题材，游戏题材包括奇幻/战争/动漫等题材。

2) 玩法多样性修正

在玩法多样性上，各个游戏公司在不同的游戏细分领域均各有特色，玩法丰富、内容创新。

完美世界：游戏包括角色扮演、养成、动作、卡牌、3DMMORPG等系列。

巨人网络：游戏包括角色扮演、养成、动作、模拟经营、卡牌、3DMMORPG等系列。

恺英网络：游戏包括角色扮演、养成、动作、模拟经营、卡牌、3DMMORPG等系列。

目标公司：游戏包括角色扮演、养成、动作、模拟经营、卡牌、3DMMORPG等系列。

（4）研发能力

根据游戏行业的特性，游戏公司的研发能力体现在核心技术数量和研发人员数量两个方面，在应用不同的研发技术平台和研发框架基础上，匹配相应数量的研发人员，能够对游戏公司未来的研发能力进行基本的判断。

1) 核心技术数量

完美世界：截至报告日，企业拥有包括Angelica3D游戏引擎、Cube2.5D游戏引擎等16项核心技术。

巨人网络：截至报告日，企业拥有包括MMORPG类服务器引擎、2D页游客户端引擎等16项核心技术。

恺英网络：截至报告日，企业拥有包括PHP游戏服务端开发引擎、Unity3D移动终端开发引擎等9项核心技术。

目标公司：截至报告日，企业拥有包括MMO游戏通用框架GMMOFramework、全球通服游戏框架GGSAAFramework等20余项核心技术。

2) 研发人员数量

完美世界：截至2015年12月31日，完美世界总员工人数为3,721人，其中本科及以上学历2,642人，占比71.00%；研发人员2,487人，占比66.84%。

巨人网络：截至2015年9月30日，巨人网络研发团队合计为988人，核心技术团队均在游戏及互联网行业从业多年，拥有较强的产品开发，市场开拓、客户服务和技术运营维护经验。

恺英网络：截至2015年2月28日，恺英网络员工总数为761人，其中研发及运营人员总人数为592人，占员工总人数的比例达77.79%。

目标公司：截至2018年4月30日，目标公司总员工人数2,510人，其中研发及技术人员1,756人，占比69.96%。

(5) 游戏品质

从系统兼容性、画质精细度和游戏体验感方面进行分析，可比交易标的的游戏在APPStore或安卓平台推广。且画质精细度和游戏体验感均在不同游戏细分领域达到同类领先水平，因此该部分得分相同。

(6) 数据评估

根据游戏公司的营运模式，其盈利能力的核心为月活跃用户数、付费率、ARPPU值。故该部分指标主要从三个方面进行评估。

其中分成率和ARPPU值与公司营收规模相关，月活跃用户数与游戏产品题材与游戏性相关。

故参考对游戏公司营收规模和游戏产品品质的分析，对于盈利能力的核心进行打分。

综上，营运状况修正系数见下表。

表4-6. 可比交易标的营运状况修正系数表

影响因素		完美世界	巨人网络	恺英网络
厂商背景	游戏口碑	1.00	1.00	1.00
	公司营收规模	1.05	1.05	1.11
	主要产品数量	1.00	1.05	1.00
厂商背景系数		1.02	1.04	1.04
市场与渠道系数		1.00	1.00	1.00
题材与游戏性	题材多样性	1.00	1.00	1.00
	玩法多样性	1.00	1.00	1.00
题材与游戏性系数		1.00	1.00	1.00
研发能力	核心技术数量	1.00	1.00	1.05
	研发人员数量	0.95	1.06	1.06
研发能力系数		0.98	1.03	1.05
游戏品质	系统兼容性	1.00	1.00	1.00
	画质精细度	1.00	1.00	1.00
	游戏体验感	1.00	1.00	1.00
游戏品质系数		1.00	1.00	1.00
运营数据	月活跃人数	1.00	1.00	1.00
	付费率	1.00	1.00	1.00
	ARPPU 值	1.00	1.00	1.00
运营数据系数		1.00	1.00	1.00
营运状况综合调整系数		0.99	1.06	1.09

（六）其他因素修正

1、宏观因素和行业因素修正

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

2、交易方式和交易条件修正

由于所选案例均为发行股份购买资产且均对未来三年利润进行承诺，并设定相应的补偿方式，故在交易方式和交易条件上基本不存在差异。同时，本次评估，是按照评估结果作为可比指标基础，因此本次评估未考虑交易方式和交易条件因素调整。

3、交易时间修正

由于本次评估的对比的主要基础参数为可比案例的评估结果，该结果为客观的市场价值，且是建立在企业的运营能力的基础上的，其相对PE指标是客观的，通过对2013年至今的PE统计，尽管证券市场以及细分的游戏行业的上市公司经过了股价的大幅波动，同时上市公司的PE指标波动较大，但对于以游戏公司为交易标的案例中，游戏公司的PE指标并不与证券市场和游戏行业板块直接相关，因此本次评估选取了估值规模大于50亿元的作为案例选取的标准，并未考虑时间限制。

（七）评估结论计算

1、溢余性资产确定

经核实，在评估基准日2018年4月30日，经普华永道会计师事务所（特殊普通合伙）审计的目标公司合并资产负债表披露，有如下一些资产的价值在本次预测的经营性资产中未予考虑，应属本次评估所预测的经营性资产价值之外的溢余性资产非经营性资产496,951.33万元（详见收益法说明），同时考虑2018年5月投资5亿元收购武汉掌游，

按照付款进度确定其预期负债现值为-46,138.00万元，故最终的溢余性资产为450,813.33万元。

根据以上计算过程，按照公式“股权价值=P+I+C”和 $P = P_b / E_b \times (A \times U \times V \times W \times F \times G \times R) \times E$ 计算按照盈利价值比率确定的企业价值，通过综合调整系数分别计算3家可比交易标的比准PE值，按照算术平均的方式确定目标公司的PE值为13.73，并根据目标公司预期首年预测净利润194,713.00万元（预测过程详见收益法评估说明），确定目标公司经营性股权价值2,673,588.45万元。截至评估基准日，企业的溢余资产为450,813.33万元，长期股权投资5,835.78万元，企业最终股权价值见下表。

表4-7. 企业股权价值评估表

单位：万元

影响因素	完美世界	巨人网络	恺英网络
经营性股权价值	1,223,328.80	1,240,749.50	558,276.19
可比交易标的预期首年净利润	75,500.00	100,177.07	46,192.60
动态 PE	16.20	12.39	12.09
预期净利润增长率系数	0.87	1.05	1.01
营运状况综合调整系数	0.99	1.06	1.09
综合调整系数	0.86	1.12	1.11
比准 PE	13.96	13.88	13.36
目标公司 PE	13.73		
目标公司预期首年净利润	194,713.00		
目标公司经营性股权价值	2,673,588.45		
溢余性调整	496,951.33		
期后投资	-46,138.00		
长期股权投资	5,835.78		
目标公司股权价值	3,130,237.56		
少数股东权益	29,985.80		
归属于母公司股权价值	3,100,251.75		

第五部分 收益法评估说明

一、基本假设

1、国家现行的宏观经济、金融以及产业等政策不发生重大变化。

2、评估对象在未来预测期内的所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

3、评估对象在未来预测期内的管理层尽职，并继续保持基准日现有的经营管理模式持续经营。

4、评估对象在未来预测期内的资产规模、构成，主营业务、收入与成本的构成以及销售策略和成本控制等仍保持其最近几年的状态持续发展。考虑未来可能由于管理层、经营策略等变化导致的资产规模、构成以及主营业务、产品结构等状况的变化所带来的损益。

5、在未来的预测期内，评估对象的各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化，仍将保持其最近几年的变化趋势持续，并随经营规模的变化而同步变动。

6、鉴于企业的货币资金或其银行存款等在生产经营过程中频繁变化且闲置资金均已作为溢余资产考虑，评估时不考虑存款产生的利息收入，也不考虑付息债务之外的其他不确定性损益。

7、评估对象在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持基准日的经营管理模式持续经营。

8、本次评估不考虑通货膨胀因素的影响。

当上述条件发生变化时，评估结果一般会失效。

二、评估方法

（一）评估方法的选择

评估人员在对本次评估的目的、评估对象和评估范围、评估对象的权属性质和价值属性的基础上，对本次评估所服务的经济行为，根据国家有关规定以及《资产评估执业准则—企业价值》，确定同时按照收益途径、采用现金流折现方法（DCF）评估盛跃网络的净资产价值。

现金流折现方法（DCF）是通过将企业未来预期的现金流折算为现值，估计企业价值的一种方法，即通过预测企业未来预期现金流和采用适宜的折现率，将预期现金流折算成现时价值，得到企业的价值。其适用的基本条件是：企业具备持续经营的基础和条件，经营与收益之间存有较稳定的对应关系，并且未来收益和风险能够预测及可量化。使用现金流折现法的关键在于未来预期现金流的预测，以及数据采集和处理的客观性和可靠性等。当对未来预期现金流的预测较为客观公正、折现率的选取较为合理时，其估值结果较能完整地体现企业的价值，易于为市场所接受。

（二）基本评估思路

根据本次评估尽职调查情况以及评估对象资产构成和主营业务特点，本次评估的基本思路是以评估对象经审计的财务报表为基础预测其权益资本价值，即首先按照收益途径采用现金流折现方法（DCF），预测评估对象的经营性资产的价值，再加上基准日的其他非经营性或溢余性资产（负债）的价值，来得到评估对象的企业价值，并由企业价值经扣减付息债务价值后，来得出评估对象的净资产价值。

本次评估的具体思路是：

1. 对纳入报表范围的资产和主营业务，按照历史经营状况的变化趋势和业务类型预测预期收益（净现金流量），并折现得到经营性资产的价值；

2. 将纳入报表范围，但在预期收益（净现金流量）预测中未予考虑的诸如基准日存在的货币资金，应收、应付股利等现金类资产（负债）；呆滞或闲置设备、房产等以及未计及损益的在建工程等类资产，定义为基准日存在的溢余性或非经营性资产（负债），单独预测其价值；

3. 由上述各项资产和负债价值的加和，得出评估对象的企业价值，经扣减基准日的付息债务价值后，得到评估对象的权益资本（净资产）价值。

（三）评估模型

1. 基本模型

本次评估的基本模型为：

$$E=B-I-D-M \quad (1)$$

式中：

E：评估对象的净资产价值；

B：评估对象的企业价值；

$$B=P+I+C \quad (2)$$

P：评估对象的经营性资产价值；

$$P=\sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中：

R_i：评估对象未来第 i 年的预期收益（自由现金流量）；

r：折现率；

n: 评估对象的未来经营期;

I: 评估对象基准日的长期投资价值;

C: 评估对象基准日存在的溢余或非经营性资产（负债）的价值;

$$C = C_1 + C_2 \quad (4)$$

C₁: 评估对象基准日存在的流动性溢余或非经营性资产（负债）价值;

C₂: 评估对象基准日存在的非流动性溢余或非经营性资产（负债）价值;

D: 评估对象的付息债务价值;

M: 少数股东权益。

2. 收益指标

本次评估，使用企业的自由现金流量作为评估对象经营性资产的收益指标，其基本定义为：

$$R = \text{净利润} + \text{折旧摊销} + \text{扣税后付息债务利息} - \text{追加资本} \quad (5)$$

根据评估对象的经营历史以及未来市场发展等，估算其未来经营期内的自由现金流量。将未来经营期内的自由现金流量进行折现并加和，测算得到企业的经营性资产价值。

3. 折现率

本次评估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率 r：

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e \quad (6)$$

式中：

W_d: 评估对象的债务比率;

$$w_d = \frac{D}{(E + D)} \quad (7)$$

W_e: 评估对象的权益比率;

$$w_e = \frac{E}{(E + D)} \quad (8)$$

r_d : 所得税后的付息债务利率;

r_e : 权益资本成本。本次评估按资本资产定价模型 (CAPM) 确定权益资本成本 r_e ;

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon \quad (9)$$

式中:

r_f : 无风险报酬率;

r_m : 市场期望报酬率;

ε : 评估对象的特性风险调整系数;

β_e : 评估对象权益资本的预期市场风险系数;

$$\beta_e = \beta_u \times (1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}) \quad (10)$$

β_u : 可比公司的预期无杠杆市场风险系数;

$$\beta_u = \frac{\beta_t}{1 + (1 - t) \frac{D_i}{E_i}} \quad (11)$$

β_t : 可比公司股票 (资产) 的预期市场平均风险系数;

$$\beta_t = 34\%K + 66\%\beta_x \quad (12)$$

式中:

K : 未来预期股票市场的平均风险值, 通常假设 $K=1$;

β_x : 可比公司股票 (资产) 的历史市场平均风险系数;

D_i 、 E_i : 分别为可比公司的付息债务与权益资本。

三、资产核实与尽职调查情况说明

（一）资产核实与尽职调查的内容

根据本次评估目的的特点和收益法评估的技术要求，评估机构确定了资产核实的主要内容是盛跃网络资产及负债的存在与真实性，具体以产权持有人提供的基准日经审计的资产负债表为准，经核实无误，确认资产及负债的存在。为确保资产核实的准确性，评估机构制定了详细的尽职调查计划，确定的尽职调查内容主要是：

1. 本次评估的经济行为背景情况，主要为委托方和资产占有方对本次评估事项的说明；
2. 评估对象存续经营的相关法律情况，主要为评估对象的有关章程、投资出资协议、重大合同情况等；
3. 评估对象的相关资产的产权情况；
4. 评估对象执行的会计制度以及固定资产折旧方法；
5. 评估对象最近几年的债务、借款情况以及债务成本情况；
6. 评估对象执行的税率税费及纳税情况；
7. 评估对象的应收应付账款情况；
8. 评估对象最近几年的关联交易情况；
9. 评估对象的主营业务和历史经营业绩等；
10. 评估对象最近几年主营业务成本，主要成本构成项目和设备及场所（折旧摊销）、人员工资福利费用等情况；
11. 评估对象最近几年主营业务收入情况；
12. 评估对象未来几年的经营计划以及经营策略，包括：市场需求、价格策略、成本费用控制、资金筹措和投资计划等以及未来的主营收入和成本构成及其变化趋势等；

13. 评估对象的主要经营优势和风险，包括：国家政策优势和风险、产品（技术）优势和风险、市场（行业）竞争优势和风险、财务（债务）风险、汇率风险等；

14. 评估对象近年经审计的资产负债表、损益表、现金流量表以及营业收入明细和成本费用明细；

15. 与本次评估有关的其他情况。

（二）影响资产核实和尽职调查的事项

本次评估中未发现影响资产清查或尽职调查的事项。

（三）资产清查核实和尽职调查的过程

本次评估的资产清查核实及尽职调查，是在企业主要资产的所在地现场进行。采用的方法主要是通过对企业现场勘察、参观、以专题座谈会的形式，对被评估单位的经营性资产的现状、研发能力以及历史经营状况、经营收入、成本、期间费用及其构成等的状况进行调查复核。特别是对影响评估作价的主要业务的研发能力和推广能力等进行了专题的详细调查，查阅了相关的会计报表、账册等财务数据资料、重要购销合同协议等。通过与企业的管理、财务人员进行座谈交流，了解企业的经营情况等。在资产核实和尽职调查的基础上进一步开展市场调研工作，收集相关行业的宏观行业资料以及可比交易标的的财务资料和市场信息等。

（四）资产清查复核与尽职调查结论

按照国家资产评估相关规定，经对盛跃网络在评估基准日 2018 年 4 月 30 日资产与经营状况实施必要的清查复核与尽职调查后，得到如下结论：

1. 主要资产负债状况

截至 2018 年 4 月 30 日，盛跃网络经审计的财务报表中，账面资产总额为 1,330,400.70 万元，负债总额 164,915.20 万元，净资产额为 1,165,485.50 万元。盛跃网络最近几年经审计的资产负债表见表 5-1。

表5-1.盛跃网络近几年资产负债情况

单位：万元

	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 4 月 30 日
货币资金	362,331.86	173,519.93	318,949.89
交易性金融资产	-	-	-
应收票据	-	-	-
应收账款	27,887.74	66,308.00	63,729.53
预付款项	6,358.58	4,251.89	3,972.40
应收利息	664.57	347.62	56.35
应收股利	-	-	-
其他应收款	19,739.12	237,295.19	79,144.37
存货	23.57	21.34	-
一年内到期的非流动资产	-	-	-
其他流动资产	11,121.30	18,206.21	17,700.49
流动资产合计	428,126.74	499,950.17	483,553.02
可供出售金融资产	15,275.89	100,012.32	108,936.94
持有至到期投资	-	-	-
长期应收款	-	-	-
长期股权投资	4,330.62	5,274.22	4,999.48
投资性房地产	-	-	-
固定资产	5,851.64	5,117.83	5,138.97
在建工程	6,571.01	3,542.45	1,053.26
工程物资	-	-	-
固定资产清理	-	-	-
生产性生物资产	-	-	-
油气资产	-	-	-
无形资产	18,871.17	15,635.85	17,534.38
开发支出	-	-	-
商誉	677,834.41	677,834.41	677,834.41
长期待摊费用	3,112.00	12,843.08	11,280.75
递延所得税资产	22,253.96	19,305.24	19,437.28
其他非流动资产	60,289.73	455.59	632.21
非流动资产合计	814,390.43	840,020.98	846,847.68

	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 4 月 30 日
资产总计	1,242,517.17	1,339,971.16	1,330,400.70
短期借款	-	-	-
交易性金融负债	-	-	-
应付票据	-	-	-
应付账款	22,226.80	52,324.36	46,013.11
预收款项	4,739.72	3,761.12	2,873.18
应付职工薪酬	14,754.37	11,492.38	7,363.95
应交税费	7,342.62	9,306.11	7,136.72
应付利息	-	-	-
应付股利	-	18,659.30	122.42
其他应付款	640,255.43	28,298.51	20,551.25
一年内到期的非流动负债	3,653.69	1,899.60	7,382.34
其他流动负债	83,503.84	71,166.96	64,335.59
流动负债合计	776,476.46	196,908.33	155,778.55
长期借款	-	-	-
应付债券	-	-	-
长期应付款	-	-	-
专项应付款	-	-	-
预计负债	35,098.50	896.20	-
递延收益	5,396.53	2,251.12	2,518.74
递延所得税负债	18,332.86	21,905.47	4,014.20
长期应付职工薪酬	3,349.58	3,233.97	2,603.71
其他非流动负债	-	-	-
非流动负债合计	62,177.46	28,286.77	9,136.65
负债合计	838,653.93	225,195.10	164,915.20
实收资本	36,001.00	227,041.00	227,041.00
资本公积	107,441.25	758,328.09	758,328.09
其他综合收益	-3,370.88	-1,354.11	-3,844.55
减：库存股	-	-	-
盈余公积	-	4,113.27	4,113.27
未分配利润	85,899.95	98,432.69	153,633.34
归属于母公司股东权益合计	225,971.32	1,086,560.94	1,139,271.15
少数股东权益	177,891.92	28,215.12	26,214.35
所有者权益合计	403,863.24	1,114,776.06	1,165,485.50
负债及所有者权益合计	1,242,517.17	1,339,971.16	1,330,400.70

2. 主营业务收入与利润情况

盛跃网络近几年的利润情况见表 5-2。

表5-2.盛跃网络近几年利润情况

单位：万元

	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-4 月
一、营业收入	376,111.22	419,441.14	107,415.38
减：营业成本	70,019.06	108,735.88	23,624.62
营业税金及附加	4,482.26	4,657.36	1,558.28
销售费用	24,561.45	21,561.90	8,391.50
管理费用	230,978.12	210,827.51	33,031.93
财务费用	-24,793.83	8,452.01	1,792.18
资产减值损失	11,270.56	6,681.32	-876.99
加：公允价值变动收益	-	-	-
投资收益	-614.29	10,676.71	2,469.43
资产处置收益	-164.92	-150.32	36.00
其他收益	11,839.51	14,613.80	520.57
二、营业利润	70,653.91	83,665.35	42,919.87
加：营业外收入	1,245.03	644.55	22.45
减：营业外支出	168.45	92.07	16.95
三、利润总额	71,730.48	84,217.83	42,925.37
减：所得税	29,822.54	31,654.30	-11,414.87
四、净利润	41,907.94	52,563.54	54,340.24

四、宏观经济形势

2018 年上半年，一方面，中国整体经济发展平稳，GDP 增速与去年持平，通胀保持温和水平，财政支出仍有积极空间；另一方面，外部不利因素增加，贸易摩擦、金融监管环境成为近期影响经济走势的两个主要因素。

（一）海外市场环境

美国 GDP 创近 4 年最高增速，日本一季度增速为负，欧元区较平稳。

美国 2018 年二季度实际 GDP 环比折年增速由 2.2%反弹至 4.1%，创 2014 年三季度来最高增速。此前由于季节性、飓风扰动推高四季度基数等原因，美国一季度 GDP 增速较低，因此市场普遍预期二季度 GDP 增速将出现明显反弹，但实际反弹幅度仍然不及市场预期。同时，美国已于 2018 年 3 月、2018 年 6 月完成两次加息，下半年，基于劳动力市场紧

缩带来的通胀、国际政局动荡和贸易战的压力，美联储大概率进行再次加息。

日本经济陷入负增长的主要原因是内需不佳。内需中的居民消费和企业投资都是零增长，国内潜在需求的指标——国内产品最终销售额——今年第一季度的年化增长率为零，而 2017 年最后一个季度为 0.1%。终结了连续 8 个季度的连续增长，这个日本自 1989 年以来的最长增长期。这是日本自 2015 年以来首次录得经济负增长，表明日本经济内部的结构调整压力仍不减，在全球经济环境不利的情况下，日本难以依靠自身重启经济增长。净出口仍是日本经济主要动力，贡献了 0.3 个百分点的增长，但住宅投资下降了 0.3 个百分点。短期的库存投资大幅下降，导致 GDP 下降了 0.6%；主要原因是企业在前几个季度积累库存后在今年第一季度削减了库存。

欧元区 2017 年经济增长超预期，主要受到宽松货币、扩张性政策提振、难民涌入带来阶段性人口红利三方面因素提振。政治不确定性上升、贸易改善趋弱、以及长期利率上升等因素是欧元区经济增速趋缓的主要原因：从政治事件上升看，意大利政局动荡再度引发市场对政治不确定性的担忧。

（二）国内宏观经济

1、经济保持稳定增长，内需拉动经济增长

2018 年上半年的 GDP 增长基本符合预期值 6.8%，相较去年同期 6.9% 的表现，增速小幅回落 0.1 个百分点，继续保持了稳定增长，预期下半年增长维持 6.8% 左右。

其中，最终消费支出对 GDP 增长的贡献率为 78.5%，与上年同期相比上升 14.2 个百分点，消费仍是拉动我国经济增长的最重要引擎。

2、供给侧结构性改革和去杠杆成效明显，工业增长进一步加快，企

业效益有所改善

全国规模以上工业增加值，按可比价格计算，同比增长 6.0%，增速比一季度加快 0.2 个百分点，全国规模以上工业企业利润同比增长 17.2%。工业整体表现仍然偏强，工业产能利用率有所提升，成本继续下降，每百元主营业务收入中的成本和费用同比下降 0.4 元。从资产负债率同比降低 0.4 个百分点来看，杠杆率持续降低，其中国有控股企业资产负债率同比降低 1.2 个百分点，国有企业去杠杆成效更为明显。

3、固定资产投资增速回落，投资结构有所优化

2018 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）297316 亿元，同比增长 6%，与去年同期增长 8.6%相比，下滑速度超出市场预期。

基建投资增速 7.3%，较前 5 个月和去年同期分别回落 2.1 个和 13.8 个百分点，是固定资产投资增速下滑的主要因素；由于上半年全国环保行动落地和 PPP 清库行动已大致完成，下半年有较大概率政府将加快基础设施建设刺激经济，基建投资有望回暖。

房地产开发投资增速较 2018 年 1-5 月增速下跌 0.5 个百分点至 9.7%，仍处于较高水平，但考虑到房地产市场的调控仍在增强，预期房地产投资保持上涨但增速仍小幅放缓。

民间固定资产投资保持向好，同比增长 8.4%，比去年同期数据提高了 1.2 个百分点，为一系列降低实体经济成本的政策支持和引导资金进入实体所共同作用的结果。

4、制造业投资相对亮眼，高端制造业投资增速持续加快

制造业投资增速回升至 6.8%，较去年同期上升 1.6 个百分点，创下 2016 年 3 月份以来新高。高技术制造业投资增长 13.1%，大大快于全部投资的增长，占制造业投资比重提高至 17%，对制造业投资增长的贡献率超 30%。计算机、通信和其他电子设备制造业累计同比增长 19.7%，

汽车制造业累计同比增长 8.5%，其中新能源汽车产量同比增长 88.1%。居民消费升级带动的新一轮市场需求和政策利好支持的双重作用下，高端制造业将在未来维持高速发展态势。

5、居民消费支出增速高于去年同期，服务消费升级势头较热

上半年，全国居民人均消费支出 9609 元，同比名义增长 8.8%，扣除价格因素，实际增长 6.7%，分别比上年同期加快 1.2 个和 0.6 个百分点。据国家统计局统计，体育、健康、旅游等服务消费势头强劲，全国居民人均体育健身活动支出增长 39.3%，医疗服务支出增长 24.6%，旅馆住宿支出增长 37.8%，交通费支出增长 22.8%，表明我国居民追求舒适生活的享受型服务消费需求旺盛。由于积极扩大进口政策会在下半年逐步落地，政策效果会进一步显现，下半年的消费走势整体会好于上半年，全年的消费增长会呈现平稳增长态势

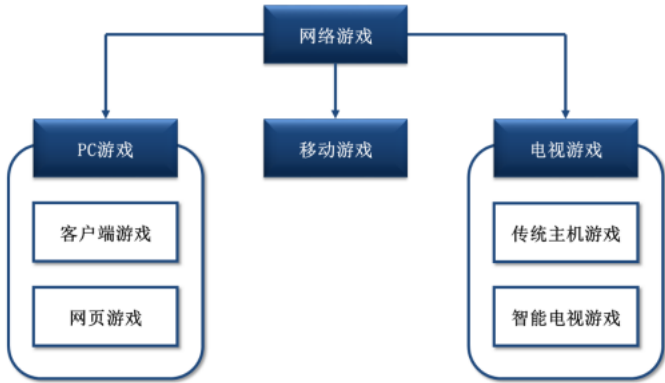
6、贸易顺差缩小，经济对外依存度整体下降

2018 年 1-6 月，出口金额增速（季调）12.7%，出口金额 11717 亿美元，维持较高水平；进口金额增速（季调）19.9%，进口金额 10331 亿美元；进出口金额增速（季调）15.9%，进出口金额 22047 亿美元。我国积极扩大进口、开放市场，是上半年进口增速远高于出口增速的重要结构性因素。上半年我国贸易顺差 1385.8 亿美元，同比收窄 25.1%，多项扩大进口政策的出台取得了良好效果。这是自 2016 年三季度以来，我国贸易顺差连续第 8 个季度同比收窄。下半年主要受国际贸易保护主义影响，中美贸易战升级可能造成下半年出口出现回落，此为中国对外经济最大的不确定性因素。

五、行业状况分析

（一）网络游戏行业概况

网络游戏是指由软件程序和息数据构成，通过互联网、移动通信网等息网络提供的游戏产品和服务。按照游戏运行载体划分，网络游戏具体可以分为 PC 端网络游戏、移动网络游戏（手游）和电视游戏三大类，其中 PC 端网络游戏又可分为客户端游戏（端游）和网页游戏（页游）。

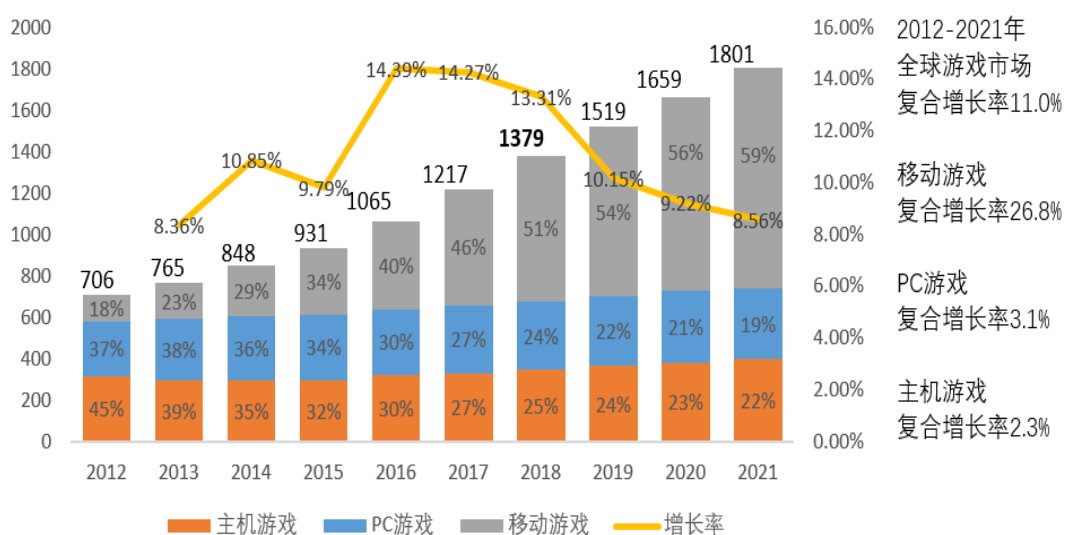


客户端游戏，是指游戏用户需要自互联网下载游戏客户端，通过客户端进入游戏的网络游戏。网页游戏是基于网页开发技术，于互联网浏览器上实现的网络游戏类型，游戏用户可以直接通过互联网浏览器登录网页游戏。移动游戏是指以手机或其他移动终端为载体的网络游戏，通过移动互联网接入游戏服务器进行多人同时在线互动的网络游戏。电视游戏通常使用电视屏幕作为显示器，需借助一定的专用设备运行，例如主机 Xbox、PlayStation、安卓游戏盒子等。

（二）网络游戏全球市场

1、网络游戏行业全球市场规模及细分市场变化

近年来，全球游戏市场发展呈现总体稳定高增长的态势。根据市场研究公司 Newzoo 发布的市场数据，2017 年全球游戏行业营业收入达到 1,217 亿美元，较 2016 年增长 14.27%。根据 Newzoo 的预测，2018 年全球游戏市场规模将达到 1,379 亿美元，全球游戏市场用户规模超过 23 亿；2021 年全球游戏市场规模将达到 1,801 亿美元，2017 年-2021 年的年复合增长率达到 10.3%，2012-2021 年的十年时间内网络游戏的全球市场规模的年复合增长率达到 11%。



从全球游戏市场看，移动游戏逐渐成为世界主流游戏。2012 年，移动游戏的市场占比相对较小，仅为网络游戏市场份额的 18%，2018 年该比例预计上升至 51%、市场规模预计为 703 亿美元。根据 Newzoo 的市场预测，2021 年移动游戏全球市场规模将达到 1,064 亿美元，占网络游戏全球市场份额的 59%，2012-2021 年的年复合增长率达到 26.8%。

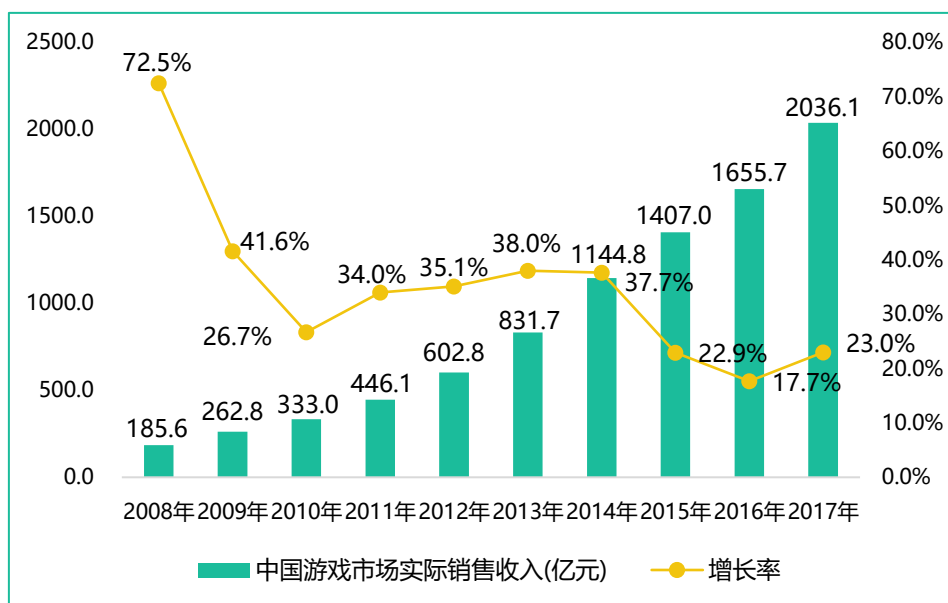
从全球游戏市场看，主机游戏与 PC 端游戏一直保持稳定增长。根据 Newzoo 的市场预测，2018 年，主机游戏的全球市场规模预计为 346 亿美元，占整个网络游戏市场份额 25%；2021 年，主机游戏的全球市场

规模预计为 390 亿美元，占整个网络游戏市场份额 22%。根据 Newzoo 的市场预测，2018 年，PC 端游戏的全球市场规模预计为 329 亿美元，占整个网络游戏市场份额 24%；2021 年，主机游戏的全球市场规模预计为 323 亿美元，占整个网络游戏市场份额 19%。

（三）中国网络游戏市场

1、中国网络游戏行业市场规模

在国内互联网用户持续增加的背景下，伴随着网络游戏企业研发能力和运营的不断提升，国内网络游戏市场规模呈现持续快速增长的态势。2008—2017 年，我国游戏市场实际销售收入由 185.6 亿元增长至 2036.1 亿元，十年规模增长十倍以上，游戏行业已成为我国发展最快的行业之一。

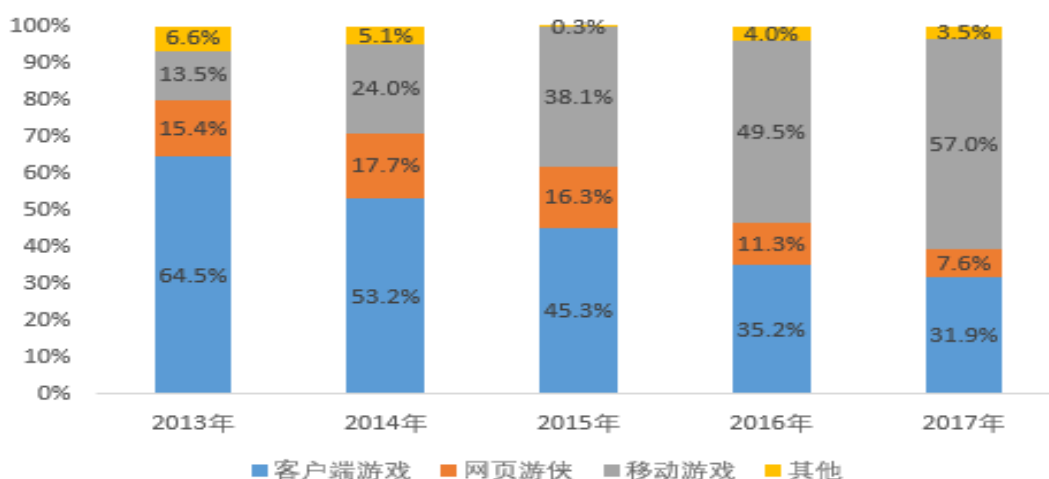


从游戏用户数量角度衡量，中国游戏用户规模近年来保持快速增长，2008—2017 年，游戏用户规模从 0.67 亿人增长至 5.83 亿人，年复合增长率达到 27.17%。游戏用户规模持续扩大主要原因在于：第一，随着网

络通信技术的进步以及电脑、智能手机终端的普及，中国的网民总数持续增长；第二，由于网络游戏游戏性、游戏效果的不断提升，网民中的游戏玩家比例进一步提高。虽然自 2014 年开始，随着游戏用户规模的增长到较高基数水平，用户增长率开始放缓，但随着移动游戏的逐渐普及，以及主机游戏政策解禁带来的广阔市场，未来游戏市场用户数量仍将有一定的增长空间。

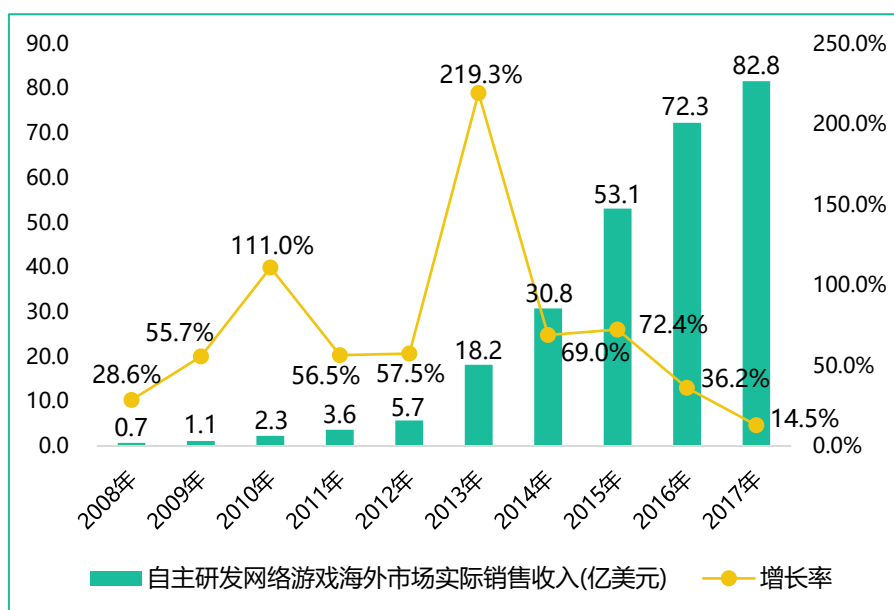
2、中国网络游戏各类型游戏的市场份额

我国网络游戏市场主要由客户端游戏、网页游戏、移动游戏组成。由于受国家监管政策的限制，我国主机游戏市场发展十分缓慢。在细分游戏领域中，近年来，网页游戏和移动游戏增长速度较快，尤其是移动游戏增长速度明显高于其他细分领域，市场份额已经超过网页游戏成为我国第一大的网络游戏市场。2017 年中国游戏市场中，移动游戏市场实际销售收入 1,161.2 亿元，份额继续增加，占 57.0%；客户端游戏市场实际销售收入 648.6 亿元，份额减少，占 31.9%；网页游戏市场实际销售收入 156.0 亿元，份额大幅减少，占 7.6%；家庭游戏机游戏市场实际销售收入 13.7 亿元，份额有所增加，占 0.7%。



3、中国网络游戏海外市场的出口情况

近年来，随着中国经济与文化国际影响力的提高，以及国内游戏企业研发、发行能力的增强，中国网络游戏产业出口规模快速增长。在海外市场拓展的实践中，中国网络游戏企业创作出一系列符合海外市场特性、适应海外市场需求的网络游戏产品，中国游戏在全球市场的地位逐渐提高。2017年，中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达82.8亿美元，同比增长14.5%。



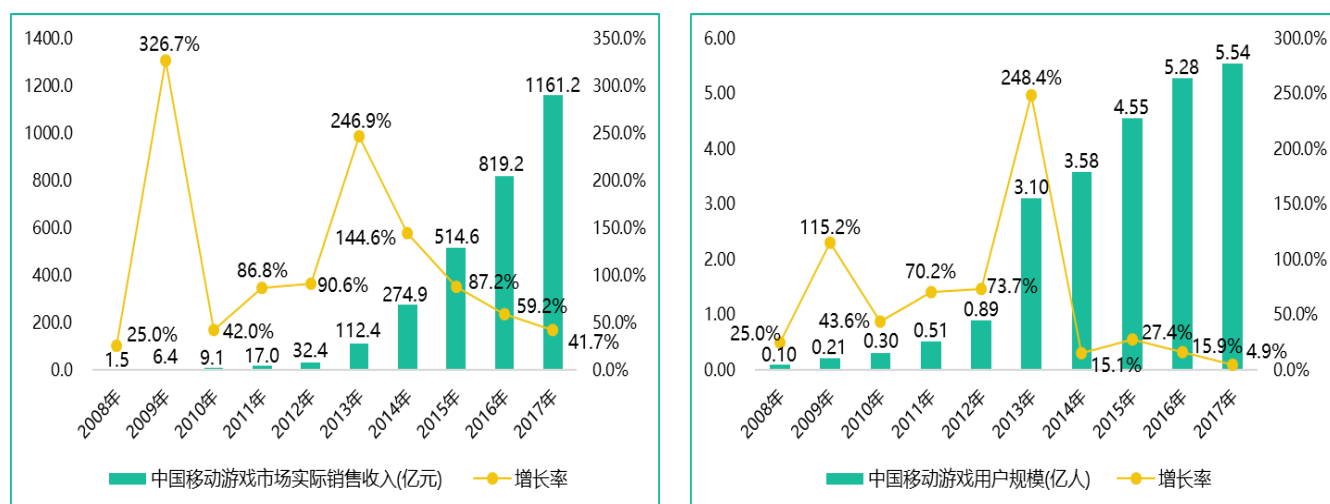
（四）中国游戏产业细分市场发展状况

1、移动游戏发展概况

（1）移动游戏市场增长迅速，成为网络游戏市场发展的驱动核心

随着智能手机、平板电脑等移动设备的普及和 3G、4G 等移动通讯技术的发展，且移动游戏具有可随身携带、可随时登录退出的优点，方便游戏用户在零碎时间进行游戏体验，近几年移动游戏市场得到快速发展，市场份额、销售收入和用户数量都有大幅增长，且增长速度远大于客户端游戏、网页游戏等其它细分市场，领跑游戏行业，成为我国网络游戏市场发展的驱动核心。中国音数协游戏工委（GPC）、CNG 中新游戏研究（伽马数据）和国际数据公司联合发布的《2017 年中国游戏产业报告》显示，2008-2017 年中国移动游戏市场实际销售收入从 1.5 亿元增长至 1161.2 亿元，中国移动游戏用户规模从 0.10 亿人增加到 5.54 亿人，移动游戏已经成为网络游戏市场发展的驱动核心。

中国移动游戏市场规模及用户规模



数据来源：中国音数协游戏工委（GPC）、伽马数据（CNG）及国际数据公司（IDC）

（2）移动游戏市场向优质产品集中，两极化趋势明显

移动游戏市场实际销售收入向优质产品集中，两极化趋势明显。一方面，优质产品收入持续大幅增长；另一方面，大量中游甚至中上游的游戏市场实际销售收入锐减。部分游戏公司为避免与优质产品直接竞争，将研发和运营重心转向细分市场，2017 年发布的新品已经明显具备细分市场的特点，加上用户对游戏的个性化需求等因素的共同作用，移动游戏行业开始注重细分化、差异化经营策略。

第一，长期以来，角色扮演类、策略类和动作类移动游戏作为市场主力，用户及市场实际销售收入占比较大，但经过激烈竞争后，上述类型的用户与市场实际销售收入已经集中在少数强势产品中，新产品获取流量成本与难度越来越高，游戏企业为规避竞争风险，将产品研发转向仍有发展空间的细分市场，如集换式卡牌类、桌游类以及以女性、二次元、“00”后用户为主的游戏产品，研发数量增加，提升了精品产出的概率，多款游戏出现了平均月流水过亿元的现象，推动细分品类市场获得了较快的增长速度。

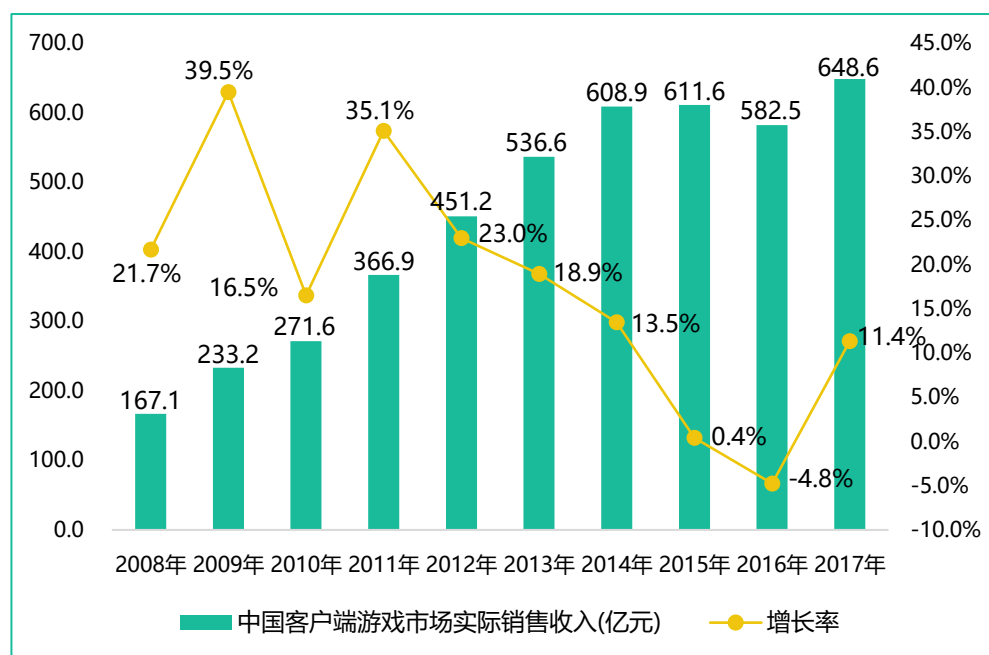
第二，经过同质化游戏市场竞争洗礼，用户对自身游戏需求的认识渐渐清晰，开始从被动接受转向主动搜索，没有自有流量或缺乏精细化运营的平台被边缘化，研发倾向与直接流量入口方合作，形成了更为精准的推广方式，促进了移动游戏细分市场的发展。

2、客户端游戏发展概况

在网页游戏、移动游戏的冲击下，客户端游戏增速有了一定程度回落，市场进入平稳增长的新阶段。2016 年，中国客户端网络游戏市场实际销售收入达 582.5 亿元人民币，较上年萎缩 4.8%，2017 年度市场规

模增长出现反转，增长至 648.6 亿元，同比增速 11.4%。

中国客户端游戏市场规模

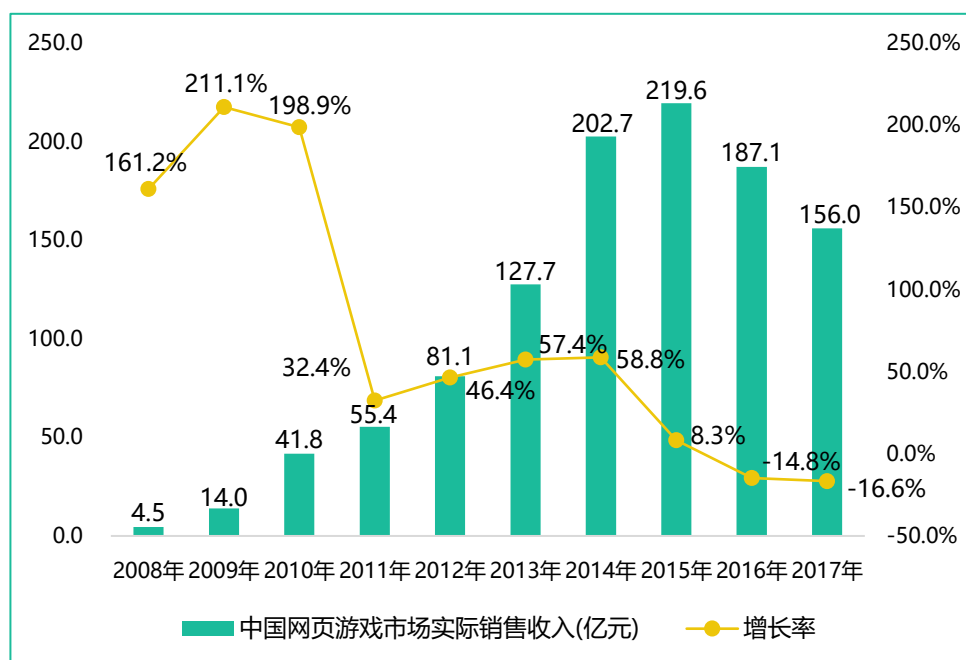


数据来源：中国音数协游戏工委（GPC）、伽马数据（CNG）及国际数据公司

3、网页游戏发展概况

自从 2007 年第一款网页游戏横空出世以来，中国的网页游戏市场从此踏入了高速发展的阶段，中国网页游戏的市场收入增长速度不断加快，市场规模迅速扩大。2015 年中国网页游戏市场实际销售收入达到 219.6 亿元，之后市场规模连续 2 年下降，2017 年，中国网页游戏市场实际销售收入 156.0 亿元，同比下降 16.6%。

中国网页游戏市场规模



数据来源：中国音数协游戏工委（GPC）、伽马数据（CNG）及国际数据公司

受用户需求改变、新产品减少等因素影响，网页游戏市场进一步萎缩，市场实际销售收入明显降低，用户数量减少。第一，网页游戏产品吸引力正在降低。受限于网页这一载体，网页游戏在游戏表现力、画面创新力上都面临挑战。目前，网页游戏产品依然以角色扮演类为主，游戏玩法雷同，产品同质化严重，近两年未有新突破；同时，虽然网页游戏实现了游戏产品“点开即玩”，但无法如移动游戏一样“随时随地”体验游戏，便捷性存在欠缺。第二，网页游戏吸引用户效果正在下降。目前，网页游戏产品依然靠投放广告获取用户，广告成本已经大幅攀升，用户导入效果越来越差，这抬高了网页游戏运营成本。第三，网页游戏新品大量减少。网页游戏企业业务转型，新产品供给快速减少，市场收入主要由老产品贡献，市场缺乏活力。随着用户的成熟，以上因素使得网页游戏产品无法满足用户个性化需求。

（五）网络游戏行业发展前景和趋势

1、游戏精品化成为市场增长的重要动力

游戏精品化已成为网络游戏市场未来的发展趋势及网络游戏市场增长的重要动力。

随着网络游戏行业的竞争进一步加剧，游戏市场已从以数量取胜的粗放式发展模式转变为以质量取胜的精品化发展模式。只有制作精细的游戏产品，才能在推出时吸引众多玩家，而且在后续经营中通过对用户行为数据的采集和分析，深度研究用户游戏行为，以客户需求为导向，持续更新游戏内容，这种精品化的研发经营模式有利于增强用户体验以达到持续盈利的目的。

2、产品跨平台的融合将成为趋势

移动互联网的快速发展推动了网络游戏行业特别是移动游戏的爆发式增长，移动游戏成为整个网络游戏行业新的增长亮点。行业内许多以端游、页游为主的网络游戏研发商纷纷开始进入移动游戏市场，推出自己的移动游戏产品，丰富自身的业务产品线。同时，网络游戏产品技术水平的提高推动游戏产品的转型，轻载体、跨终端成为行业技术发展的一大趋势。

3、自主研发游戏海外出口将成为趋势

海外用户规模的进一步扩大推动了中国游戏产业向海外拓展。随着互联网以及智能手机的进一步普及，全球互联网用户总数持续增长，更多的互联网用户将转化为游戏用户。与此同时，随着移动游戏的崛起，苹果商店等全球化平台让中国游戏企业走向海外市场的门槛大大降低。

另外，政府和相关的支持力度加大，使得中国游戏出口获得了进一步的助力。目前，国内一些资本与研发实力较强并具备一定海外运营经验的游戏企业，已经开始快速拓展海外市场，与国际市场接轨。

4、移动游戏发展强劲，新兴国家将成为新的市场增长点

移动游戏发展强劲，其市场份额逐步扩大，2017 年移动游戏占比已达到 46%，成为第一大游戏市场，且增速在其他细分游戏市场之上。欧美市场受经济危机的困扰，游戏市场增长有限，而在新兴的亚洲和拉丁美洲市场，智能手机、平板电脑等智能终端的快速普及，以及高速互联网的建设和推广，为移动游戏的发展提供了良好的基础。与此同时，新兴市场经济持续发展，居民收入水平的提高、信用卡等支付手段的普及，使移动游戏的快速发展成为可能。

5、研发运营一体化成为行业发展的主流趋势

网络游戏行业在发展初期，运营商利用自身网络渠道的优势打开网络游戏市场。国内大部分网络游戏运营商都是以代理运营国外知名网络游戏开始介入网络游戏市场，随着国外知名网络游戏代理经营权的争夺日趋激烈，单纯依靠代理网络游戏运营已经很难获得较高的利润和发展空间。因此，实力雄厚的网络运营商开始利用前期积累的经验与资源，开始自主研发原创游戏，推动了国内网络游戏行业研发水平的提升；同时，各网络游戏运营公司为了更好地推广自己的网络游戏产品，更好地理解 and 把握网络游戏玩家的需求，网络游戏研发商也纷纷开始介入运营市场，研发、运营一体化成为整个网络游戏行业的一大显著特征。

6、3D 网络游戏成为新趋势

3D 技术的发展增强了用户的感官体验,使用户产生更强的游戏带入感和游戏互动。3D 技术的发展为网络游戏提供了更为广阔的创意与发展空间,游戏故事情节的策划及展现有了更大的发挥空间,游戏故事场景更逼真,画面感更强。当下,越来越多的厂商都已经推出或准备推出各自的 3D 网络游戏产品。3D 网络游戏成为新趋势。

六、企业状况分析

（一）企业基本情况介绍及行业地位

目标公司是一家深耕端游领域多年,拥有端游、手游、页游的完善业务布局,储备雄厚顶级 IP 资源和人才资源,并将此作为核心竞争力的网络游戏公司。

（1）客户端网络游戏市场地位

目标公司端游业务起源于《热血传奇》,2005 年宣布《热血传奇》、《传奇世界》、《梦幻国度》三款游戏采用“永久免费”,开创客户端网络游戏盈利新模式——“游戏免费,增值服务收费”,突破了此前行业按时间收费的商业模式,降低了网络游戏玩家门槛,推动网络游戏市场进入新的增长阶段。之后目标公司推出《风云》、《梦幻国度》、《新英雄年代》、《千年 3》、《星尘传说 online》、《传世群英传》、《星辰变》、《传世无双》、《传奇永恒》等多款客户端网游产品。并多次获得“年度最具影响力发行”、“中国十大品牌游戏企业”与“中国十大游戏研发商”等荣誉,奠定了在国内自主研发客户端游戏市场的领跑地位。

（2）移动网络游戏市场地位

目标公司自 2013 年以来布局移动游戏业务。凭借目标公司资本实力、研发能力、发行能力、技术支持能力以及人性化的客户服务能力，成功推出了《热血传奇手游》、《传奇世界手游》、《血族》、《超级地城之光》、《龙之谷手游》、《神无月》等，同时代理运营《扩散性百万亚瑟王》、《爱与演唱会！学园偶像祭》《辐射避难所单机版》、《城与龙》、与《神域召唤》等多款精品移动游戏，成功实现在移动游戏市场的全面布局。

目标公司在移动游戏领域的自研实力表现在其对精品游戏的持续开发能力，对用户的把握能力，以及海外产品的本土化能力。根据伽马数据（CNG 中新游戏研究）发布的数据，目标公司自研产品《龙之谷手游》2017 年已累计近 24 亿元流水；此外，目标公司《热血传奇手游》、《传奇世界手游》2017 年累计流水均达到数亿元。对二次元用户的把控能力则是目标公司的一个差异化优势，目标公司注重对二次元用户社群的构建，推出过多款二次元产品，《扩散性百万亚瑟王》、《龙之谷手游》、《神无月》等产品也受益于此。

依靠在移动游戏领域的自研实力、丰富的 IP 储备，目标公司目前已是国内最有影响力的移动游戏发行商之一。

（二）主要客户群和上游厂商

目标公司主要客户群包括深圳腾讯计算机系统有限公司、杭州盛途网络科技有限公司、成华区明昊电子经营部、广州源赋网络科技有限公司、成都四方互娱科技有限公司、武汉一起玩网络科技有限公司、江苏极光网络技术有限公司、天津百度紫桐科技有限公司等。

目标公司主要上游厂商包括 Nexon Corporation、深圳市椰子互娱网络技术有限公司、Wemade Entertainment Co., Limited、上海欢乐互

娱网络科技有限公司、SQUAREENIXCO.,LTD、NC Soft Corporation、北京思恩客广告有限公司、北京开天创世科技有限公司等。

（三）核心竞争力

1、成熟的 IP 战略、丰富的 IP 资源和强大的 IP 开发运营能力

目标公司一直以来都注重 IP 运营，经过 18 年的 IP 储备与培育，目标公司积累了丰富的 IP 资源和 IP 开发运营经验，制定了“围绕游戏深化 IP 开发、共享与拓展，打造顶级 IP 矩阵”的战略，使得目标公司在 IP 资源获取与开发利用上均处于市场领先地位，很大程度上增加了公司优质产品的数量，有利于触发新的利润增长点，从而保障业绩的增长。

在这一 IP 战略的引导下，目标公司的产品线全面受益，例如，《龙之谷》手游定位二次元用户，通过将客户端转型为手游，不仅激活了原客户端 IP 存量用户，以新形式、新玩法及过硬的内容设计、美工，吸引了大量新增用户。在此驱动下，《龙之谷》手游成为 2017 年中国移动游戏表现最为出色的产品之一，上线后陆续取得中国区苹果商店（Apple App Store）免费版总榜第一、畅销榜第二全球收入榜前三的成绩，其 2017 年累积创造的流水已经接近 24 亿元，“龙之谷”IP 也得以大幅度增值。更为重要的是，“传奇”、“龙之谷”“传奇世界”等经典 IP 积累的经验可以在目标公司拥有的其他 IP 上复制，实现收入的进一步提升。目前，除了已经积累的游戏 IP 外，目标公司依旧在寻求外部投资和购买 IP 等。。

2、领先的网络游戏研发能力

研发能力是决定一款网络游戏品质的核心要素，直接决定着产品的稳定性、可玩性及平衡性，而稳定性、可玩性和平衡性又是网络游戏产品成功的最重要因素。同时游戏中角色能力的设计，收费道具的开发等

一系列游戏数值策划对一款游戏的可玩性和平衡性也有重大影响，这些都依赖于游戏团队的自主研发能力。

目标公司经过多年的游戏开发技术积累，拥有了成熟的游戏开发客户端技术、后端程序开发技术、并具备强大的游戏后台管理系统和运维管理系统。在不同的游戏开发环节，目标公司掌握了一整套的研发体系，拥有自主研发的游戏通用开发框架、游戏引擎、游戏支撑系统、游戏基础运维等多方面的研究成果，在技术积累方面处于行业领先地位。能够快速进行游戏研发的迭代，保证游戏开发的高效、优质。

目标公司自设立以来高度重视人才储备及培养。经过多款产品的持续运营，目标公司已经建立起一支高效稳定的研发团队，能够有效地支持公司产品研发。负责为企业提供研发及技术支持的核心人员大部分拥有学士学位及以上学历，从业年限均在十年以上，在运营、策划、数据挖掘及分析等综合领域经验丰富，对于互联网行业公司生命力持久的成长模式具有全面的认知和理解。

3、强大的游戏发行及运营能力

网络游戏面对的是成千上万软硬件设备和网络条件各异的用户，游戏运营商的运营体系和运营经验是决定一款游戏进入正式运营阶段以后经营成败的根本保障和决定性因素。目标公司在运营游戏稳定性方面拥有丰富的经验。目标公司积累了十余年大型网络游戏的运营经验，在国内处于领先水平。先后成功运营了《热血传奇》、《传奇 3》、《泡泡堂》、《冒险岛》、《龙之谷》、《永恒之塔》、《冒险岛》、《最终幻想 14》、《星辰变》等多款游戏，建立了从游戏研发、品牌建设、媒体宣传、活动策划、合作渠道拓展、客户服务等完整的研运一体化优势，积累了丰富的网络游戏运营经验，从而树立起核心竞争优势。

4、与业内领先的游戏运营平台保持密切合作关系

目标公司目前的游戏合作运营平台主要为腾讯平台，通过与国内领先的运营平台的稳定合作，目标公司使其代理或自研的游戏产品依托发行平台资源全面对接付费用户，迅速获得大量的游戏市场份额；同时有效提高了产品知名度，实现将游戏资源与游戏用户资源有机匹配，形成有效的发行运营桥梁功能。除腾讯平台外，目标公司和 Apple App Store 平台也保持了长期的合作关系。随着智能移动终端的普及，全球主流平台上的用户将不断增加，公司所研发的游戏在腾讯游戏和 Apple App Store 等全球主流游戏运营平台上已积累了良好的口碑，主流游戏平台上庞大的潜在用户群体，有效保障了公司业绩持续增长。通过与全球主流游戏平台的合作，目标公司已具备了世界范围内全网跨平台的能力。

七、收益期限确定

在执行评估程序过程中，我们假设该企业在可预见的未来保持持续性经营，因此，确定收益期限为永续期，根据公司发展规划目标等资料，采用两阶段模型，即从评估基准日至 2022 年根据企业实际情况和政策、市场等因素对企业收入、成本费用、利润等进行合理预测，2022 年以后各年与 2022 年持平。

八、净现金流量估算

（一）营业收入估算

本次评估对于目标公司未来营业收入的预测是根据目标公司目前的经营状况、竞争情况及市场销售情况等因素综合分析的基础上进行的。

根据目标公司的实际经营情况，目标公司的主营业务收入按照运营方式分成两大项，分别为自主运营游戏及授权运营游戏；根据不同的游戏载体，可分成电脑端游戏、移动端游戏及网页端游戏，目标公司历史期

的运营情况如下：

表5-3.目标公司历史期的运营收入情况表

		2016 年度	2017 年度	2018 年 1-4 月
自主运营 游戏	电脑端游戏	210,112.47	188,804.87	54,893.41
	移动端游戏	23,490.30	22,527.32	6,499.18
	小计	233,602.77	211,332.18	61,392.58
授权运营 游戏	电脑端游戏	19,387.12	6,529.60	2,119.43
	移动端游戏	100,761.42	178,546.00	36,005.32
	网页端游戏	16,092.73	19,079.73	6,537.88
	小计	136,241.27	204,155.33	44,662.63
其他收入		6,267.18	3,953.62	1,360.17
合计收入		376,111.22	419,441.14	107,415.38

1、自主运营游戏收入预测

(1) 自主运营电脑端游戏收入预测

目标公司自主运营的电脑端游戏包括大型游戏 14 款，其计算运营收入的主要参数为月活跃用户数、付费率和 ARPPU 值。具体计算方式如下：

付费人数=月活跃用户数×付费率

月流水=ARPPU×付费人数

在未来的预测中，对于 2018 年 5 月至 2021 年的收入是根据历史各项主要参数的变动趋势进行预测，电脑端游戏的研发周期和生命周期均较长，在运营过程中，持续的版本更迭使得同一游戏能够不断的产生收入，故在 2022 年及以后的预测中，对自主运营的电脑端游戏保持在一定收入不变，并在管理费用的人员成本中考虑约 90 人的研发团队进行版本更新及新游戏的开发。

对于小型的其他电脑端游戏，只预测其在 2018 年 5-12 月期间的流水。

表5-4.自主运营的电脑端游戏收入预测表

	2018 年 5-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
大型游戏收入（不含税）	95,368.50	90,538.78	53,365.13	38,447.64	23,068.58

小型游戏收入（不含税）	9,442.60	-	-	-	-
收入（不含税）合计	104,811.10	90,538.78	53,365.13	38,447.64	23,068.58

（2）自主运营移动端游戏收入预测

自主运营移动端游戏收入的形成方式自主运营电脑端游戏基本相同，主要参数为月活跃用户数、付费率和 ARPPU 值。具体计算方式如下：

付费人数=月活跃用户数×付费率

月流水=ARPPU×付费人数

目标公司历史期通过自营方式推出过多款游戏，本次预测中，首先确定未来的游戏研发计划，企业未来 2 年的游戏计划如下

名称	类型	级别	上线时间	开发模式
光明勇士	手游模型 MMO	自营 A 级	2018 年 11 月	自研
辐射避难所 Online	手游模型卡牌	自营 S 级	2018 年 11 月	IP 授权自研
金装裁决	手游模型 MMO	自营 S 级	2018 年 11 月	自研
雄图霸业	手游模型 MMO	自营 A 级	2018 年 12 月	代理
王女降临	手游模型卡牌	自营 S 级	2018 年 11 月	自研
命运歌姬	手游模型卡牌	自营 S 级	2018 年 11 月	代理
女神进化论	手游模型卡牌	自营 S+级	2018 年 11 月	IP 授权自研
地下城邂逅	手游模型 MMO	自营 A 级	2019 年 4 月	代理
偶像顶点（暂定）	手游模型卡牌	自营 A+级	2019 年 4 月	IP 授权自研
美男世界（暂定）	手游模型卡牌	自营 S 级	2019 年 7 月	代理
自营 1	手游模型 ARPG	自营 A 级	2019 年 11 月	IP 授权自研

通过数学拟合的形式，根据历史期不同类型游戏的实际运营情况，按照手游类型和手游级别两个维度进行建模。

手游类型分成手游模型 MMO、手游模型 ARPG 和手游模型卡牌。

手游级别依据不同游戏的市场表现分成自主发行 S、自主发行 A 和自主发行 B 三个主要级别。

在未来的预测中，根据新游戏的类型，并结合手游收益预测模型进行预测。

目标公司在期后收购武汉掌游，武汉掌游在已有渠道的基础上，主要采用联合运营的模式，根据武汉掌游科技有限公司 2018 年 1-7 月的

运营情况，其月收入在 7500 万元左右，在未来的预测中，假设其基本保持历史的月收入水平不变。

2、授权运营游戏收入预测

目标公司多年沉淀的大量 IP 储备，包括：传奇系列、传奇世界系列、龙之谷系列、神迹、梦幻国度、三国豪侠传、功夫小子、零世界、滚滚球、比特精灵、英雄年代、英雄连、世纪录、封神演义、泡泡岛、推推侠、纵横天下、通灵王、龙神传说、疯狂炮炮、疯狂赛车、彩虹岛、千年、混沌之理、魔王日记、血族、神无月、魔界、盘龙、风云、光明勇士、龙之战记和未来世界等软件著作权。

目标公司每年新立项 10-15 款游戏项目，除与外部发行商合作发行及自主发行部分外，还有 6-8 款可进入 IP 资源库。

（1）授权运营电脑端和网页端游戏收入预测

目标公司将现有电脑端及网页端游戏产品，授权第三方改编与发行运营，收取授权费并根据实际运营情况产生后续的分成收入。目标公司在 2016 年、2017 年及 2018 年 1-4 月期间电脑端及网页端授权运营收入分别为 3.55 亿元、2.56 亿元及 0.87 亿元，考虑到未来授权的不确定性，对 2018 年 5-12 月的授权运营的电脑端及网页端收入，根据已有游戏的运营情况进行预测，未来预测在 2017 年和 2018 年的历史运营情况基础上按照一定比例保持不变。

（2）授权运营移动端游戏收入预测

目标公司的授权运营移动端游戏主要为授权腾讯公司运营，在授权腾讯运营的方式下，在游戏运营流水的基础上，扣除分给腾讯公司的分成之后的金额确定收入。

对游戏流水的计算方式是相同的，主要参数为月活跃用户数、付费率和 ARPPU 值。具体计算方式如下：

付费人数=月活跃用户数×付费率

月流水=ARPPU×付费人数

目标公司历史期通过腾讯代理运营方式推出过多款游戏，本次预测中，首先通过数学拟合的形式，根据历史期不同类型游戏的实际运营情况，按照手游类型和手游级别两个维度进行建模。

手游类型分成手游模型 MMO、手游模型 ARPG、手游模型卡牌。

手游级别依据不同游戏的市场表现分成腾讯代理 S、腾讯代理 A 两个主要级别。

在未来的预测中，根据新游戏的类型，并结合手游收益预测模型，按照一定比例进行预测。企业未来 2 年的游戏计划如下

名称	类型	级别	上线时间	开发模式
全民主公 2	手游模型卡牌	腾讯代理 S 级	2018 年 11 月	IP 授权自研
龙之谷世界	手游模型 MMO	腾讯代理 S 级	2019 年 5 月	自研
AC 计划（暂定）	手游模型 ARPG	腾讯代理 A 级	2019 年 7 月	IP 授权自研
彩虹岛手游	手游模型 MMO	腾讯代理 A 级	2019 年 6 月	自研
庆余年	手游模型 MMO	腾讯代理 A 级	2019 年 10 月	IP 授权自研
无尽的远征（暂定）	手游模型 MMO	腾讯代理 S 级	2019 年 12 月	IP 授权自研
授权 1	手游模型卡牌	腾讯代理 A 级	2019 年 11 月	IP 授权自研

考虑到目标公司在未来的手游市场主要与腾讯公司进行合作，其他授权运营手游运营的收益较小，因此在对其游戏流水的预测时，只对已有的除授权腾讯公司运营外的手游，根据其运营的趋势对 2018 年 5-12 月的情况进行预测，在 2019 年以后，不对该其他授权运营手游收入进行预测。

3、其他收入预测

目标公司的其他收入主要是服务器对外租赁收入，考虑到未来的不确定性，只对 2018 年 5-12 月的收入按照 1-4 月的收入的一定比例进行预测。

在以上预测的基础上，未来的收入预测如下

表5-5.目标公司未来收入预测表

		2018年5-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
自主运营游戏	电脑端游戏	104,811.10	90,538.78	53,365.13	38,447.64	23,068.58	23,068.58
	移动端游戏	141,906.45	474,919.74	586,944.84	670,486.57	743,250.09	743,250.09
	小计	246,717.55	565,458.52	640,309.97	708,934.20	766,318.67	766,318.67
授权运营游戏	电脑端游戏	1,692.04	2,585.27	2,585.27	2,585.27	2,585.27	2,585.27
	移动端游戏	151,482.67	207,747.83	270,189.87	310,718.35	348,004.55	348,004.55
	网页端游戏	9,080.79	8,674.60	8,674.60	8,674.60	8,674.60	8,674.60
	小计	162,255.50	219,007.69	281,449.74	321,978.22	359,264.42	359,264.42
其他收入		1,351.04	-	-	-	-	-
合计收入		410,324.09	784,466.21	921,759.70	1,030,912.42	1,125,583.09	1,125,583.09

（二）营业成本估算

目标公司的营业成本主要包括游戏分成费用、IDC 成本、渠道费及人工成本等。

对于分成费用，主要是指对上游 IP（版权持有者）和 CP（游戏研发商）的分成，对于已有合同的，根据合同要求进行预测，对于无合同的，根据新游戏的目标公司未来规划进行预测。

表5-6.自主运营电脑端游戏分成费

	2018年5-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
游戏收入	104,811.10	90,538.78	53,365.13	38,447.64	23,068.58
上游分成额合计	15,364.08	13,644.89	8,782.25	6,915.38	4,149.23

表5-7.自主移动游戏分成费

科目	单位	2018年5-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
游戏收入	万元	82,406.45	384,919.74	496,944.84	571,486.57	634,350.09
上游分成率	%	5%	9%	9%	9%	9%
上游分成额	万元	4,481.09	34,414.20	46,832.50	53,857.38	59,781.69

表5-8.授权腾讯公司移动游戏分成费

		2018年5-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
归属于公司收入	万元	110,098.11	207,747.83	270,189.87	310,718.35	348,004.55

上游分成率	%	13%	12%	8.7%	8.7%	9%
上游分成额	万元	14,165.17	25,310.61	23,384.00	26,891.60	30,118.59

对于渠道费,主要是目标公司在运营移动游戏过程中,需要通过 IOS 和安卓渠道进行推广运营,并产生一定的渠道手续费,IOS 的分成比例为 30%,安卓渠道分成两部分,自营渠道部分不需要付费,外部渠道的比例约为 50%,未来预测中,根据游戏模型中不同渠道的收入比例加权确定渠道费率约为 40%。

表5-9.自主移动游戏渠道费

科目	单位	2018 年 5-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
游戏单月总流水	万元	82,406.45	384,919.74	496,944.84	571,486.57	634,350.09
下游渠道分成率	%	40%	40%	40%	40%	40%
下游分成额	万元	32,633.68	152,070.56	196,355.51	225,808.84	250,647.81

对于期后收购的武汉掌游科技有限公司,按照游戏行业的一般标准确定未来的渠道费支出。

对于 IDC 成本,主要根据未来与游戏运营匹配的服务器情况进行预测。

对于人工成本,主要是客服成本,端游的客服需求较高,手游的客服需求较小,故随着企业端游收入的降低,该部分费用不断降低,未来根据客服人员的数量,并结合历史的客服成本进行预测。

对于其他一般性成本,根据 2017 年的实际发生情况,并结合历史变动趋势进行预测。

表5-10.目标公司主营业务成本预测表

项目	2018 年 5-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
人工成本	4,662.61	7,460.17	8,206.19	8,616.50	9,047.32
游戏分成费	34,010.34	73,369.70	78,998.75	87,664.35	94,049.50
渠道费	75,027.43	216,195.56	260,480.51	296,346.34	328,239.06
水电物业房租	987.05	1,389.95	1,598.45	1,678.37	1,762.29
服务器托管费	7,227.66	11,744.95	14,093.94	16,208.03	18,639.23
固定资产折旧	502.32	753.48	753.48	753.48	753.48
无形资产摊销	416.07	624.11	624.11	388.25	181.53
长期待摊费用摊销	1,993.63	4,294.67	6,775.44	8,290.44	7,930.00

办公邮寄电话	871.07	1,308.23	1,439.06	1,511.01	1,586.56
差旅招待	13.27	36.43	40.07	42.08	44.18
其他费用	403.98	860.18	946.20	993.51	1,043.19
主营业务成本	126,115.43	318,037.45	373,956.20	422,492.35	463,276.34

（三）销售税金及附加估算

根据会计师审计的目标公司基准日财务报表附注，目标公司的税项主要有城建税和教育税附加以及税金等。在未来预测中，根据历史税金占收入的比例进行预测。

（四）期间费用估算

1. 销售费用估算

经审计后的财务报表附注披露，目标公司销售费用主要为市场广告费、职工薪酬、外包劳务费及折旧摊销费等。本次评估结合各项销售费用构成和变化趋势及历史年度销售费用与营业收入比率估算未来各年度的销售费用。

人员成本考虑企业薪酬制度及物价水平增长幅度确定未来增长率；折旧预测：本次评估按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额；其他费用结合企业发展规划，并结合历史年度该等费用的支出情况进行预测。预测结果见下表：

表5-11.目标公司未来期间销售费用预测

单位：万元

科目	2018年5-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
广告市场费	24,793.16	38,739.32	46,487.18	53,460.26	58,806.28
职工薪酬费用	4,675.37	7,792.29	9,350.74	10,285.82	11,108.68
外包劳务费	308.33	578.11	693.73	797.79	917.46
固定资产折旧费用	176.86	265.29	265.29	265.29	265.29
房屋租赁费和水电物业	227.54	426.64	511.97	588.76	677.08
差旅费和物业招待费	180.73	338.88	423.59	487.13	560.20
办公费和通讯费	62.63	117.43	146.79	168.81	194.13

无形资产摊销	61.84	92.76	92.76	57.70	26.98
其他人力成本	30.10	56.43	70.54	81.12	93.29
其他	148.31	278.08	347.60	399.74	459.70
销售费用合计	30,664.87	48,685.23	58,390.20	66,592.43	73,109.11

2. 管理费用估算

经审计后的财务报表附注披露，目标公司管理费用主要为人员工资、租赁水电费、折旧摊销费用、外包服务费及专业服务等。

本次评估结合各项管理费用构成和变化趋势及历史年度管理费用与营业收入比率估算未来各年度的管理费用，其中：

人员成本考虑企业薪酬制度及物价水平增长幅度确定未来增长率；折旧预测：本次评估按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额；其他费用结合企业发展规划，并结合历史年度该等费用的支出情况进行预测。预测结果见下表：

表5-12.目标公司未来期间管理费用预测

单位：万元

科目	2018年5-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
职工薪酬费用	47,178.40	91,997.88	105,797.56	114,261.37	123,402.28
房屋租赁费和水电物业	5,039.04	7,558.55	7,558.55	7,558.55	7,558.55
专业服务费	3,442.95	5,680.87	6,248.96	6,873.85	7,561.24
外包服务费	3,580.95	6,177.14	6,794.86	7,474.34	8,221.78
无形资产摊销	3,109.70	4,664.55	4,664.55	2,901.76	1,356.72
办公费和通讯费	1,452.71	2,505.92	2,881.80	3,169.99	3,486.98
差旅费和业务招待费	1,321.78	2,280.07	2,622.08	2,884.29	3,172.72
固定资产折旧费用	346.77	520.15	520.15	520.15	520.15
其他人力成本	506.15	911.07	1,002.17	1,102.39	1,212.63
长期待摊费用摊销	435.59	653.39	653.39	653.39	653.39
其他	461.67	796.38	915.83	1,007.42	1,108.16
管理费用合计	66,875.71	123,745.97	139,659.92	148,407.50	158,254.59

（五）折旧及摊销预测

目标公司的固定资产主要包括服务器、办公用车辆及电子设备等，摊销为企业的软件及收购过程形成的可辨认无形资产费用的摊销。固定资产和无形资产按取得时的历史成本计价。本次评估中，按照目标公司执行的固定资产及无形资产折旧摊销政策，以基准日经审计的账面原值、预计使用期限、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。

（六）追加资本估算

追加资本指企业在不改变当前经营生产条件下，所需增加的营运资金的投入。如所需的新增营运资金更新等。

在本次评估中，假设目标公司不再对现有的经营能力进行资本性投资，未来经营期内的追加资本主要为持续经营所需的营运资金增加额。即本报告所定义的追加资本为：

追加资本=营运资金增加额+资本性支出

1. 营运资金增加额估算

营运资金增加额指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收款项）等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收款和其他应付款核算内容绝大多数为关联方的或非经营性的往来；应交税金和应付工资等多为经营中发生，且周转相对较快，拖欠时间相对较短、金额相对较小，估算时假定其按不变考虑。

估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金（最低现金保有量）、存货、应收款项和应付款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中：

营运资金=经营性现金+存货+应收款项-应付款项

经营性现金=年付现成本总额/现金周转率

年付现成本总额=销售成本总额+期间费用总额-非付现成本总额

应收款项=营业收入总额/应收账款周转率

其中，应收款项主要包括应收账款、应收票据、预收账款以及与经营业务相关的其他应收账款等诸项。

应付款项=营业成本总额/应付账款周转率

其中，应付款项主要包括应付账款、应付票据、预付账款以及与经营业务相关的其他应付账款等诸项。

根据对目标公司经营情况的调查，以及经审计的历史经营的资产和损益、收入和成本费用的统计分析以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果，按照上述定义，可得到未来经营期内各年度的经营性现金（最低现金保有量）、应收款项以及应付款项等及其营运资金增加额，具体金额详见“未来净现金流量估算表”。

2. 资本性支出估算

资本性支出主要包括目标公司收购武汉掌游的对价。根据收购协议，目标公司将在2018年支出3亿元，在2019年支出2亿元。资本性支出也包括后续新游戏的版权金支出，该部分支出结合未来的游戏运营计划进行预测。

（七）现金流估算结果

下表为目标公司未来经营期内净现金流量的估算结果。本次评估中对未来收益的预测，主要是在对企业所处行业的市场调研、分析的基础上，根据相关可比企业的经营状况、市场需求与未来行业发展等综合情况做出的一种专业判断。预测时不考虑不确定的营业外收支、补贴收入以及其它非经常性经营等所产生的损益。

表5-13.未来净现金流量估算表

单位：万元

	2018年5-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入	410,324.09	784,466.21	921,759.70	1,030,912.42	1,125,583.09	1,125,583.09
减：营业成本	126,115.43	318,037.45	373,956.20	422,492.35	463,276.34	463,276.34
营业税金及附加	5,952.61	11,380.32	13,372.05	14,955.53	16,328.93	16,328.93
销售费用	30,664.87	48,685.23	58,390.20	66,592.43	73,109.11	73,109.11
管理费用	66,875.71	123,745.97	139,659.92	148,407.50	158,254.59	158,254.59
财务费用	-	-	-	-	-	-
营业利润	180,715.48	282,617.25	336,381.34	378,464.60	414,614.12	414,614.12
利润总额	180,715.48	282,617.25	336,381.34	378,464.60	414,614.12	414,614.12
减：所得税	21,098.27	33,183.03	39,592.81	47,781.71	52,378.76	52,378.76
净利润	159,617.21	249,434.22	296,788.53	330,682.89	362,235.36	362,235.36
折旧摊销等	7,042.79	11,868.41	14,349.18	13,830.47	11,687.54	11,687.54
折旧	1,025.95	1,538.92	1,538.92	1,538.92	1,538.92	1,538.92
摊销	6,016.84	10,329.48	12,810.25	12,291.54	10,148.61	10,148.61
扣税后利息	-	-	-	-	-	-
追加资本	42,197.90	55,395.00	18,790.36	15,965.58	16,093.28	11,687.54
营运资金增加额	4,792.88	25,537.47	7,102.82	4,278.05	4,405.74	-
资产更新	2,505.02	3,757.54	3,757.54	3,757.54	3,757.54	3,757.54
资本性支出	34,900.00	26,100.00	7,930.00	7,930.00	7,930.00	7,930.00
净现金流量	124,462.10	205,907.63	292,347.35	328,547.77	357,829.62	362,235.36

九、股东权益价值的预测

（一）折现率的确定

1、无风险收益率 r_f

参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平，按照十年期

以上国债利率平均水平确定无风险收益率 r_f 的近似，即 $r_f=3.95\%$ 。

2、市场期望报酬率 r_m

一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对上证综合指数自1992年5月21日全面放开股价、实行自由竞价交易后至2018年4月30日期间的指数平均收益率进行测算，得出市场期望报酬率的近似，即： $r_m=10.41\%$ 。

3、 β_e 值

取沪深同类可比上市公司股票，以截至2018年4月30日的市场价格测算估计，得到可比公司股票的预期市场风险系数 $\beta_e=0.9401$ 。

4、权益资本成本 r_e

本次评估考虑到评估对象的业务结构、经营模式、融资条件、资本流动性以及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，故目标公司特性风险调整系数取值为 $\varepsilon=3\%$ 。

最终由式（9）得到评估对象的权益资本成本 $r_e=13.02\%$ 。

5、计算 W_d 和 W_e

由公司的资本结构可得到 $W_e=100.00\%$ 、 $W_d=0$ 。

6、折现率WACC

由资本资产加权平均成本模型得 $WACC=13.02\%$ 。

（二）经营性资产价值预测

将得到的预期净现金流量代入式（3），即可得到评估对象的经营

性资产价值为2,630,130.20万元。

（三）溢余性或非经营性资产价值预测

经核实，在评估基准日2018年4月30日，经会计师审计的资产负债表披露，有如下一些资产的价值在本次预测的经营性资产中未予考虑，应属本次评估所预测的经营性资产价值之外的溢余性资产非经营性资产。

1、基准日流动类溢余或非经营性资产的价值 C_1

在本次评估中，有如下一些流动类资产（负债）的价值在现金流预测中未予考虑：

（1）经审计的资产负债表披露，被评估单位基准日账面货币资金扣除基准日企业运营最低现金保有量后的溢余性货币资金为302,961.83万元，经评估师核实无误，确认该款项为溢余资产。

（2）经审计后的资产负债表披露，评估对象基准日账面存在应收利息56.35万元，经评估师核实无误，确认该款项属于基准日溢余性资产。

（3）经审计后的资产负债表披露，评估对象基准日账面其他应收款中存在股权转让款、诉讼保证金、应收实缴资本金等65,813.74万元，经评估师核实无误，确认该款项属于基准日溢余性资产。

（4）经审计后的资产负债表披露，评估对象基准日账面其他流动资产17,700.49万元，为预交税金、待认证及抵扣进项税，经评估师核实无误，确认该款项属于基准日溢余性资产。

（5）经审计后的资产负债表披露，评估对象基准日账面应付股利

122.42万元，经评估师核实无误，确认该款项属于基准日溢余性负债。

即基准日流动性溢余或非经营性资产（负债）的价值为：

$$C_1=386,409.99 \text{（万元）}$$

2、基准日非流动类溢余或非经营性资产的价值C2

（1）经审计后的资产负债表披露，评估对象基准日账面可供出售金融资产共计108,936.94万元，经评估师核实无误，确认该款项属于基准日溢余性资产。

（2）经审计后的资产负债表披露，评估对象基准日由长期资产减值准备产生的递延所得税资产共计1,528.20万元，经评估师核实无误，确认该款项属于基准日溢余性资产。

（3）经审计后的资产负债表披露，评估对象基准日由股份分配相关的预提所得税产生的递延所得税负债共计556.01万元，经评估师核实无误，确认该款项属于基准日溢余性负债。

（4）经审计后的资产负债表披露，评估对象基准其他非流动资产632.21万元，为预付的版权金，经评估师核实无误，确认该款项属于基准日溢余性资产。

基准日溢余或非经营性资产（负债）的价值为：

$$C_2=110,541.34 \text{（万元）}$$

将上述各项代入式（4）得到评估对象基准日溢余或非经营性资产（负债）的价值为：

$$C=C_1-C_2=496,951.33 \text{（万元）}$$

（四）权益资本价值的确定

截至评估基准日，目标公司存在未纳入到合并口径的联营企业，均无经营数据，因此按照财务报表的净资产乘以持股比例确定其评估值，故按照账面价值确定其价值，即 $I=5,835.78$ 万元。

（五）少数股东权益价值的确定

目标公司的子公司ActozSoftCo., Ltd.（以下简称“亚拓士”）为韩国公司。2018年1-4月期间亚拓士的净利润为负数，考虑到亚拓士未来盈利能力具有不确定性，因此此次评估根据亚拓士账面净资产情况确定整体价值，并根据少数股东所占比例，确定少数股权价值为 $M=29,985.80$ 万元。

（六）权益资本价值的确定

将所得到的经营性资产价值 $P=2,630,130.20$ 万元，基准日存在的其它溢余性或非经营性资产的价值 $C=496,951.33$ 万元，长期股权投资 $I=5,835.78$ 万元，得到评估对象的企业价值 $B=3,132,917.30$ 万元。企业在基准日付息债务 $D=0$ 万元，少数股东权益价值为 $M=29,985.80$ 万元，进而得到评估对象的净资产价值为 $3,102,931.50$ 万元。

第六部分 评估结论及其分析

一、市场法评估结果

经实施清查核实、实地查勘、市场调查和询证、评定估算等评估程序，采用市场法对企业归属于母公司股东全部权益价值进行评估。盛跃网络在评估基准日2018年4月30日归属于母公司股东全部权益账面值为1,139,271.15万元，评估后的股东全部权益价值为3,100,251.75万元，评估增值1,960,980.60万元，增值率172.13%。

二、收益法评估结论

经实施清查核实、实地查勘、市场调查和询证、评定估算等评估程序，采用收益法对企业归属于母公司股东全部权益价值进行评估。盛跃网络在评估基准日2018年4月30日归属于母公司股东全部权益账面值为1,139,271.15万元，评估后的股东全部权益价值为3,102,931.50万元，评估增值1,963,660.35万元，增值率172.36%。

三、评估结果分析及最终评估结论

收益法结果是建立企业的发展规划基础上，企业每年都要推出多款产品，未来销售收入预测是基于目前运营产品及新开发产品推广计划，即根据未来年度每年上线运营产品及每种产品计划采用的运营模式、参考已上线产品运营指标的变化趋势，分别计算确定未来年度各种运营产品的设计运营模式下的单品种运营收入，然后汇总得出全部产品的运营

收入。

由于移动游戏产品的生命周期较短，不同平台和不同游戏之间的差异较大，游戏的收入情况受到游戏类型、游戏推广方式和游戏运营平台等多方面的影响，故在根据历史期的产品情况进行类比预测的情况下，未来单体游戏的收益具有较大的不可预见性，建立在该基础上的收益法结果有较大的不确定性。

市场法直接从投资者对游戏行业公司的认可程度方面反映企业股权的内在价值，且选取的案例无论从经营模式和业务结构，还是从行业地位、研发能力方面均有较强的可比性，故在可比案例资料完备，市场交易公正公平的情况下，市场法能够更加直接反映企业价值。并能更好的切合股权交易的评估目的。

因此，本次评估结果以市场法评估结果作为企业股东全部权益价值的最终评估结论更能客观、科学反映其价值，且符合本次经济行为的评估目的。得出在评估基准日目标公司股东全部权益价值为 3,100,251.75 万元。