

**辽宁众华资产评估有限公司对**  
**《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》**  
**[182106]号评估问题反馈意见的回复**

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于2019年1月9日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[182106]号（以下简称“《一次反馈意见》”），辽宁众华资产评估有限公司作为本次交易的资产评估机构，已会同上市公司与各中介机构，对上市公司的回复进行了核查。上市公司对相关问题的回复和本公司对上市公司回复的核查意见如下：

本反馈意见回复的字体：

|          |    |
|----------|----|
| 反馈意见所列问题 | 黑体 |
| 对评估问题的回复 | 宋体 |

## 目 录

问题 6、申请文件显示：1) 本次交易价格以万达影视收益法评估结果为依据，确定为 1,065,088.16 万元。截至评估基准日 2018 年 7 月 31 日，标的资产全部权益的评估价值为 1,100,100.30 万元，增值率为 113.16%。标的资产主要子公司互爱互动评估值为 399,181.99 万元，增值率为 368.30%；新媒诚品评估值为 179,776.43 万元，增值率为 336%。2) 标的资产 2016 年度、2017 年度及 2018 年 1-7 月实现净利润分别为 36,369.19 万元、59,571.79 万元和 56,093.81 万元。交易对方承诺标的资产 2018 年度、2019 年度、2020 年度、2021 年度净利润分别不低于 7.63 亿元、8.88 亿元、10.69 亿元和 12.74 亿元，较报告期净利润大幅增长。3) 万达影视 2016 年 5 月和 2016 年 12 月分别收购子公司互爱互动和新媒诚品，转让方分别做出业绩承诺。请你公司：1) 结合与同行业可比交易的标的资产评估增值率、静态及动态市盈率对比情况，补充披露万达影视及其子公司互爱互动、新媒诚品评估增值及交易作价合理性。2) 补充披露前次收购互爱互动和新媒诚品业绩承诺与本次业绩承诺金额及期间的差异情况、差异原因及合理性。本次交易中，互爱互动 2018 年预测净利润低于前次收购业绩承诺的原因及合理性。3) 补充披露新媒诚品原股东尹香今、马宁与万达影视就新媒诚品业绩承诺约定的补偿方式；如以股份补偿，对本次交易产生的影响；如互爱互动和新媒诚品前次收购业绩承诺未达标是否影响本次交易万达影视业绩承诺实现和补偿实施。4) 结合万达影视及其子公司历史业绩情况、2018 年度经营业绩实现情况、行业发展情况、核心竞争优势、同行业可比公司财务数据、电影及电视剧产品储备情况、市场测评情况、游戏产品热度及市场占有率等补充披露业绩承诺的可实现性、标的资产是否具备持续稳定的盈利能力。5) 补充披露本次交易业绩补偿义务人是否存在锁定期质押本次交易所获股份的计划；如有，请披露上市公司和补偿义务人确保业绩补偿义务履行不受质押影响的具体措施。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。.....8

问题 11、申请文件显示，标的资产报告期分别实现净利润 36,369.19 万元、59,571.79 万元和 56,093.81 万元，波动较大。报告期内，万达影视电影业务毛利率分别为 48.14%、43.98%、62.20%；游戏业务的毛利率分别为 65.42%、60.76%、53.91%，电视剧业务毛利率分别为 45.89%、58.00%。预测期内，电影业务毛利率从 65.71% 逐渐下降到 48.18%；游戏业务毛利率较为稳定，保持在约 60%；电视剧业务毛利率从 34.77% 上

升至 40.38%。请你公司：1) 结合标的资产各业务类别经营模式、收入来源和成本变动情况、期间费用情况、以前年度经营业绩情况等，补充披露报告期内业绩波动的原因及合理性。2) 分业务补充披露报告期内标的资产毛利率水平的合理性。结合各类业务选取同行业上市公司的情况，补充披露选取的同行业公司的主要业务与标的资产各项业务是否可比，再进一步补充披露标的资产电影和电视剧毛利率高于同行业的合理性，是否符合行业特点。3) 补充披露标的资产综合毛利率、电影及电视业务最近一期毛利率大幅上升，而游戏业务报告期毛利率持续下降的原因及合理性，各业务盈利能力的稳定性。4) 结合报告期内毛利率水平，各业务成本构成，补充披露预测期毛利率的预测依据及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

..... 37

问题 14、申请文件显示，标的资产最近三年存在多次增资及股权转让行为。另外，标的资产分别于 2017 年 5 月和 8 月进行两次减资。请你公司：1) 补充披露剔除青岛影投估值影响后标的资产最近三年历次增资及股权转让与本次交易估值差异情况及合理性。2) 对比万达影视收购互爱互动、新媒诚品的估值与本次交易对应估值情况，补充披露互爱互动、新媒诚品两次估值金额、增值率的差异情况。并结合外部环境变化、评估假设情况及标的资产盈利能力变化情况等补充披露上述估值差异的具体原因及合理性，本次评估值及交易作价是否合理、公允。3) 补充披露两次减资的原因、必要性及合理性。减资事项获债权人同意的情况，是否存在债权人要求提前清偿债务或提供担保的情形；向万达投资定向减资获其他股东同意的情况，是否存在向大股东输送其他利益情况。减资事项是否会造成潜在争议或纠纷；如是，补充披露相关应对措施。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。..... 58

问题 15、申请文件显示，万达影视及其子公司互爱互动和新媒诚品收益法评估中预测期主营业务收入较报告期增长幅度较大。请你公司补充披露预测期各类业务各期营业收入增长率，并说明预测增长率的波动原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。..... 65

问题 16、请你公司：1) 按项目补充披露万达影视主要影视作品（电影、电视剧）名称、预计总收入、总成本、项目毛利及毛利率预测情况。2) 结合万达影视电影业务现有储备/开发的电影 IP 的具体情况、主投和参投方式等补充披露分账收入和宣发代理收入预测中电影票房的预测依据、具体预测过程和结果，并说明对预测期各期营业收入

入的具体影响。3) 补充披露宣发代理费收入预测中, 代理费计提比例的预测依据、具体比例及合理性。4) 补充披露广告收入预测中已签署合同的具体情况及各预测期收入金额; 正在拍摄和制作过程中影片广告收入的具体预测依据、预测增长情况。各类广告收入的定价原则、定价方式, 与同行业可比公司对比价格合理性。5) 补充披露其他收入中电视剧预测收入依据及具体预测情况, 结合目前已有参投意向项目或储备项目的具体情况说明其他收入预测金额及增长率合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 ..... 70

问题 17、请你公司: 1) 补充披露互爱互动收益法评估中月活跃登陆用户、ARPU 值、付费用户数、平台及渠道分成比例等数据的预测依据及合理性。2) 补充披露预测期手游类业务主要游戏产品名称、所处生命周期、活跃用户数、各产品收入预测金额及占比情况。3) 补充披露互爱互动预测期新游戏上线计划、目前进度、推广运营情况及上线盈利的可行性分析, 新游戏版号申请及备案情况, 受行业政策调整的影响。4) 结合报告期游戏产品经营数据、市场竞争情况及产品竞争优势、发行渠道优势及可持续性、同行业可比公司业绩增长及未来预测情况等, 补充披露互爱互动预测期营业收入增长预测的合理性及可实现性。5) 结合游戏行业政策变化、游戏市场景气度、用户获取成本等情况补充披露互爱互动游戏产品核心竞争力及盈利能力稳定性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 ..... 81

问题 18、请你公司: 1) 结合新媒诚品现有储备/开发的剧集题材、人员阵容及同类产品市场价格情况等, 补充披露新媒诚品收益法评估中各销售渠道各电视剧单集价格、预测依据及合理性。2) 结合已有预售合同或意向性合同、电视剧投资情况、在各媒体发行情况、市场需求和市场竞争、核心竞争优势及可持续性、同行业可比公司业绩增长及未来预测情况等, 补充披露新媒诚品预测期营业收入增长预测的合理性及可实现性, 与其发行能力是否相匹配。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 .... 90

问题 19、申请文件显示, 万达影视电影业务营业成本主要包括制作成本和其他业务成本。预测期营业成本分别为 5,727.26 万元、65,574.53 万元、80,424.53 万元、109,098.11 万元、135,827.15 万元和 161,905.96 万元。互爱互动游戏业务营业成本主要包括职工薪酬、代理游戏授权金摊销、代理游戏分成、支付平台手续费等。新媒诚品电视剧成本主要包括剧本创作成本、拍摄成本及后期制作成本等。请你公司: 1) 补充披露万达影视电影业务制作成本的具体测算过程, 说明预测成本增长情况与预测收入的匹配性。

2) 补充披露广告宣传及市场费的具体内容, 预测期费用波动较大的原因及合理性。3) 结合预测期拟上映影片情况和推广安排, 补充披露影片宣发费用的预测依据、具体预测过程及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 .....95

问题 20、请你公司: 1) 结合代理运营游戏产品的合同约定, 补充披露已签订协议的代理游戏分成款预测过程及金额。2) 补充披露未签订协议的游戏产品代理游戏分成预测依据、主要预测参数、测算过程及金额。3) 结合报告期代理游戏分成发生额及占总成本比例, 补充披露预测金额的合理性和充分性。4) 结合游戏行业薪酬水平、研发需求及所需研发人员数量等补充披露预测期研发费用中人员成本的预测依据、测算过程及预测金额的充分性及合理性。5) 补充披露报告期营业成本和费用预测数与收入预测数据的匹配性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 .....98

问题 21、请你公司区分新媒诚品主投项目和参投项目, 结合报告期各类项目制作成本发生情况等, 补充披露预测期电视剧业务营业成本的预测依据及测算过程, 并说明预测金额合理性及与收入预测数据的匹配性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 .....103

问题 22、申请文件显示, 万达影视为高新技术企业, 自 2015 年 11 月 24 日至 2018 年 11 月 23 日可减按 15% 的所得税率缴纳企业所得税, 万达影视部分电影发行收入免征增值税, 子公司互爱互动自 2013 年 5 月 17 日至 2018 年 5 月 17 日享受企业所得税“两免三减半”优惠, 子公司炫动网络、霍尔果斯新媒、霍尔果斯骋亚影视文化传媒有限公司自 2016 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日公司享受免征企业所得税的优惠。请你公司: 1) 补充披露上述税收优惠政策对标的资产报告期经营业绩的具体影响。2) 结合现行高新技术企业认定条件, 补充披露标的资产未来仍符合认定要求的具体依据, 预测期使用 15% 的优惠税率进行所得税预测的充分性及合理性。如万达影视未来未能继续取得 15% 优惠税率, 量化分析对预测期所得税金额及本次评估作价的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 .....105

问题 23、申请文件显示, 互爱互动研发费用主要包括研发人员的职工薪酬、网络资源服务、云服务费、折旧等。请你公司补充披露: 1) 管理费用中职工薪酬和研发费用职工薪酬划分标准, 预测期人均薪酬是否与当地和行业平均工资一致。2) 报告期及预测期研发费用与研发人员数量、研发计划的匹配性、研发支出是否足以支撑收入增长。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。 .....108

问题 24、申请文件显示，万达影视、新媒诚品收益法评估折现率为 12.88%，互爱互动评估折现率为 13.18%。请你公司：1）结合各公司运营时间、业务发展阶段、面临的经营风险及市场可比交易折现率情况，补充披露标的资产收益法评估中风险系数取值的依据及合理性，是否充分反映了各公司所面临的行业风险及自身特定财务风险。2）结合折现率的取值依据和计算过程，补充披露本次评估中各公司选取折现率的差异原因及合理性，对各公司评估作价的具体影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 ..... 110

# 释 义

在本反馈意见回复中，除非上下文另有所指，下列简称具有如下含义：

|                |   |                                                       |
|----------------|---|-------------------------------------------------------|
| 本反馈意见回复/反馈意见回复 | 指 | 万达电影股份有限公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[182106 号]之反馈意见回复 |
|----------------|---|-------------------------------------------------------|

问题 6、申请文件显示：1）本次交易价格以万达影视收益法评估结果为依据，确定为 1,065,088.16 万元。截至评估基准日 2018 年 7 月 31 日，标的资产全部权益的评估价值为 1,100,100.30 万元，增值率为 113.16%。标的资产主要子公司互爱互动评估值为 399,181.99 万元，增值率为 368.30%；新媒诚品评估值为 179,776.43 万元，增值率为 336%。2）标的资产 2016 年度、2017 年度及 2018 年 1-7 月实现净利润分别为 36,369.19 万元、59,571.79 万元和 56,093.81 万元。交易对方承诺标的资产 2018 年度、2019 年度、2020 年度、2021 年度净利润分别不低于 7.63 亿元、8.88 亿元、10.69 亿元和 12.74 亿元，较报告期净利润大幅增长。3）万达影视 2016 年 5 月和 2016 年 12 月分别收购子公司互爱互动和新媒诚品，转让方分别做出业绩承诺。请你公司：1）结合与同行业可比交易的标的资产评估增值率、静态及动态市盈率对比情况，补充披露万达影视及其子公司互爱互动、新媒诚品评估增值及交易作价合理性。2）补充披露前次收购互爱互动和新媒诚品业绩承诺与本次业绩承诺金额及期间的差异情况、差异原因及合理性。本次交易中，互爱互动 2018 年预测净利润低于前次收购业绩承诺的原因及合理性。3）补充披露新媒诚品原股东尹香今、马宁与万达影视就新媒诚品业绩承诺约定的补偿方式；如以股份补偿，对本次交易产生的影响；如互爱互动和新媒诚品前次收购业绩承诺未达标是否影响本次交易万达影视业绩承诺实现和补偿实施。4）结合万达影视及其子公司历史业绩情况、2018 年度经营业绩实现情况、行业发展情况、核心竞争优势、同行业可比公司财务数据、电影及电视剧产品储备情况、市场测评情况、游戏产品热度及市场占有率等补充披露业绩承诺的可实现性、标的资产是否具备持续稳定的盈利能力。5）补充披露本次交易业绩补偿义务人是否存在锁定期质押本次交易所获股份的计划；如有，请披露上市公司和补偿义务人确保业绩补偿义务履行不受质押影响的具体措施。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。

答复：

一、结合与同行业可比交易的标的资产评估增值率、静态及动态市盈率对比情况，补充披露万达影视及其子公司互爱互动、新媒诚品评估增值及交易作价合理性。

影视行业可比交易标的资产评估增值率、静态及动态市盈率对比情况如下表所示：

| 收购方  | 被收购方 | 评估基准日           | 增值率    | 静态市盈率 | 动态市盈率 |
|------|------|-----------------|--------|-------|-------|
| 幸福蓝海 | 笛女传媒 | 2017 年 7 月 31 日 | 1,254% | 17.59 | 12.00 |
| 快乐购  | 快乐阳光 | 2017 年 6 月 30 日 | 424%   | n. m. | 22.65 |



|             |      |             |        |       |       |
|-------------|------|-------------|--------|-------|-------|
| 快乐购         | 芒果影视 | 2017年6月30日  | 655%   | 10.02 | 12.91 |
| 快乐购         | 芒果娱乐 | 2017年6月30日  | 390%   | 33.16 | 16.84 |
| 东方网络        | 华桦文化 | 2016年12月31日 | 333%   | 13.61 | 11.00 |
| 东方网络        | 元纯传媒 | 2016年12月31日 | 1,260% | 12.56 | 10.14 |
| 思美传媒        | 观达影视 | 2016年3月31日  | 4,243% | 30.23 | 14.79 |
| 欢瑞世纪（原星美联合） | 欢瑞世纪 | 2015年5月31日  | 279%   | 58.70 | 17.52 |
| 均值          |      |             | 1,105% | 25.12 | 14.73 |

注1：增值率=标的公司100%股权评估价值/标的公司截至评估基准日净资产账面价值-1

注2：静态市盈率=标的公司100%股权作价/标的公司上一年度净利润

注3：动态市盈率=标的公司100%股权作价/标的公司当年度净利润

根据上表，影视剧行业标的资产评估增值率均值为1,105%，静态市盈率均值为25.12倍，动态市盈率均值为14.73倍。

截至评估基准日，万达影视股东全部权益的评估价值为1,100,100.30万元，较股东权益账面价值516,087.66万元增值584,012.64万元，增值率为113.16%，静态市盈率为18.39倍，动态市盈率为13.25倍，均低于可比交易平均水平，具有合理性。

截至评估基准日，新媒诚品股东全部权益的评估价值为179,776.43万元，较股东权益账面价值41,232.69万元增值138,543.74万元，增值率为336.00%，静态市盈率为13.26倍，动态市盈率为13.67倍，均低于可比交易平均水平，具有合理性。

游戏行业可比交易标的资产评估增值率、静态及动态市盈率对比情况如下表所示：

| 收购方  | 被收购方 | 评估基准日       | 增值率    | 静态市盈率  | 动态市盈率 |
|------|------|-------------|--------|--------|-------|
| 快乐购  | 芒果互娱 | 2017年6月30日  | 1,103% | 38.55  | 12.30 |
| 天润数娱 | 拇指游玩 | 2016年12月31日 | 707%   | 24.92  | 12.82 |
| 三七互娱 | 墨鹍科技 | 2016年8月31日  | 393%   | n. m.  | 13.59 |
| 三七互娱 | 智铭网络 | 2016年4月30日  | 936%   | 521.88 | 13.08 |
| 思美传媒 | 掌维科技 | 2016年3月31日  | 284%   | 109.70 | 14.75 |
| 天神娱乐 | 幻想悦游 | 2015年12月31日 | 1,064% | 46.57  | 14.62 |
| 均值   |      |             | 748%   | 148.32 | 13.53 |

注1：增值率=标的公司100%股权评估价值/标的公司截至评估基准日净资产账面价值-1

注2：静态市盈率=标的公司100%股权作价/标的公司上一年度净利润

注3：动态市盈率=标的公司100%股权作价/标的公司当年度净利润

根据上表，游戏行业标的资产评估增值率均值为748%，静态市盈率均值为148.32倍，动态市盈率均值为13.53倍。

截至评估基准日，互爱互动股东全部权益的评估价值为 399,181.99 万元，较股东权益账面价值 85,240.22 万元增值 313,941.77 万元，增值率为 368.30%，静态市盈率为 13.89 倍，动态市盈率为 13.26 倍，均低于可比交易平均水平，具有合理性。

二、补充披露前次收购互爱互动和新媒诚品业绩承诺与本次业绩承诺金额及期间的差异情况、差异原因及合理性。本次交易中，互爱互动 2018 年预测净利润低于前次收购业绩承诺的原因及合理性。

前次收购互爱互动和新媒诚品业绩承诺与本次交易的差异情况如下所示：

单位：亿元

| 项目   |             | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------|-------------|------|------|------|------|------|------|
| 互爱互动 | 万达影视收购时业绩承诺 | 2.00 | 2.60 | 3.38 | -    | -    | -    |
|      | 本次重组预测净利润   | -    | -    | 3.01 | 3.12 | 3.78 | 4.17 |
| 新媒诚品 | 万达影视收购时业绩承诺 | 0.70 | 0.90 | 1.17 | 1.40 | 1.60 | -    |
|      | 本次重组预测净利润   | -    | -    | 1.31 | 1.59 | 2.02 | 2.07 |

互爱互动 2016 年、2017 年分别实现净利润 2.16 亿元、2.87 亿元，均高于前次万达影视收购互爱互动时的承诺净利润。本次交易与前次收购业绩承诺期重合期为 2018 年，本次交易中互爱互动 2018 年的预测净利润低于前次万达影视收购互爱互动时的 2018 年承诺净利润，主要是受 2018 年版号暂停发放等政策因素影响。

新媒诚品 2016 年、2017 年分别实现净利润为 7,037 万元、1.36 亿元，均高于前次万达影视收购新媒诚品时的承诺净利润。本次交易与前次收购业绩承诺期重合期为 2018 年、2019 年及 2020 年，本次交易中新媒诚品 2018 年、2019 年及 2020 年的预测净利润数均高于前次业绩承诺净利润，主要原因是被万达影视收购后，新媒诚品与万达影视间的协同效应逐渐显现，且新媒诚品在电视剧剧本题材的选择上综合考虑社会发展现状和国家政策导向，凭借优秀人才储备制作高质量电视剧，预计业绩将进一步增长。

三、补充披露新媒诚品原股东尹香今、马宁与万达影视就新媒诚品业绩承诺约定的补偿方式；如以股份补偿，对本次交易产生的影响；如互爱互动和新媒诚品前次收购业绩承诺未达标是否影响本次交易万达影视业绩承诺实现和补偿实施。

根据万达影视与尹香今于 2016 年 12 月签订的《股权收购框架协议》及万达影视与

尹香今、马宁于 2017 年 5 月签订的《股权转让协议》，如新媒诚品未达成前次收购时的业绩承诺，尹香今、马宁将向万达影视或其指定方进行补偿。补偿方式为：若届时本次交易尚未完成，尹香今、马宁将优先以现金进行补偿、不足部分以其获得的万达影视股权补偿；若届时本次交易已经完成，尹香今、马宁将优先以其获得的上市公司股份进行补偿、不足部分以现金补偿。

新媒诚品 2016 年、2017 年均实现了前次万达影视收购新媒诚品时的承诺净利润，同时根据新媒诚品 2018 年未经审计的实际净利润数，预计亦不会触发 2018 年的补偿义务。对于 2019 年和 2020 年，由于前次交易与本次交易的补偿义务方不同，若新媒诚品业绩实现不及预期触发本次交易的补偿义务，不会影响本次交易的补偿实施。

根据万达影视与互爱科技、互爱互动于 2016 年 5 月所签订的《股权转让协议》，互爱科技的业绩承诺期为 2016 年、2017 年及 2018 年。互爱互动 2016 年、2017 年实现净利润均高于前次万达影视收购互爱互动时的承诺净利润，同时根据互爱互动 2018 年未经审计的实际净利润数，预计亦不会触发 2018 年的补偿义务，即不会存在前次收购业绩承诺未达标的情况，亦不会影响本次交易的补偿实施。

四、结合万达影视及其子公司历史业绩情况、2018 年度经营业绩实现情况、行业发展情况、核心竞争优势、同行业可比公司财务数据、电影及电视剧产品储备情况、市场测评情况、游戏产品热度及市场占有率等补充披露业绩承诺的可实现性、标的资产是否具备持续稳定的盈利能力。

#### （一）万达影视及其子公司历史业绩实现情况

万达影视及其子公司历史业绩情况如下：

单位：万元

| 报告年度     | 2016 年度   |           | 2017 年度    |            | 2018 年 1-7 月 |           |
|----------|-----------|-----------|------------|------------|--------------|-----------|
| 项目/经营指标  | 营业收入      | 毛利        | 营业收入       | 毛利         | 营业收入         | 毛利        |
| 电影及相关业务  | 66,591.45 | 32,058.29 | 83,912.49  | 36,900.69  | 98,635.51    | 61,025.21 |
| 电视剧及相关业务 | -         | -         | 36,484.24  | 16,742.17  | 2,092.97     | 1,213.88  |
| 游戏及相关业务  | 32,916.89 | 21,533.67 | 82,585.88  | 50,181.19  | 42,460.10    | 22,891.62 |
| 分部间抵消    | -         | -         | -1,020.93  | -98.08     | -2,038.36    | -938.36   |
| 合计       | 99,508.34 | 53,591.96 | 201,961.68 | 103,725.97 | 141,150.22   | 84,192.35 |

根据万达影视 2018 年度未经审计的财务报表，万达影视 2018 年度未经审计的实际

净利润预计不低于本次交易万达影视 2018 年的承诺净利润。

## （二）标的公司行业发展情况、核心竞争优势和产品储备情况

### 1、电影行业

#### （1）发展情况

自 2002 年院线制发行体制改革以来，中国电影行业的市场化程度不断提高，产业规模亦快速发展，国产电影票房逐步提升。根据广电总局电影局、国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室统计，2017 年中国电影票房约 559.11 亿元，同比增长达 13.45%，其中，国产片票房 301.04 亿元，占总票房的 53.84%；2018 年，中国电影票房约 609.76 亿元，同比增长 9.06%，其中，国产片票房 378.97 亿元，占总票房的 62.15%。

根据广电总局电影局数据，2017 年，全国城市院线观影人次达 16.2 亿，同比增长 18.08%；2018 年，全国城市院线观影人次 17.17 亿，同比增长 5.9%。2017 年全国新增银幕 9,597 块，截至 2017 年 12 月 31 日，国内银幕总数达到 50,776 块，同比增长 23.31%；2018 年全国新增银幕 9,303 块，截至 2018 年 12 月 31 日，全国银幕总量 60,079 块，银幕总量继续保持世界第一。2018 年全国影院数达 10,463 家，同比增长 12%，近三年平均增长率约为 15%。

从国际经验来看，中国电影市场仍有明显挖掘潜力。2018 年，中国人均观影人次仅为 1.23 次，同比增长 0.07 次，近三年平均每年增长 0.12 次。而根据美国电影协会数据，美国与加拿大男性和女性的人均到影院观影次数分别为 3.7 次和 3.4 次，中国电影市场仍有较大的增长空间。

#### （2）行业发展前景

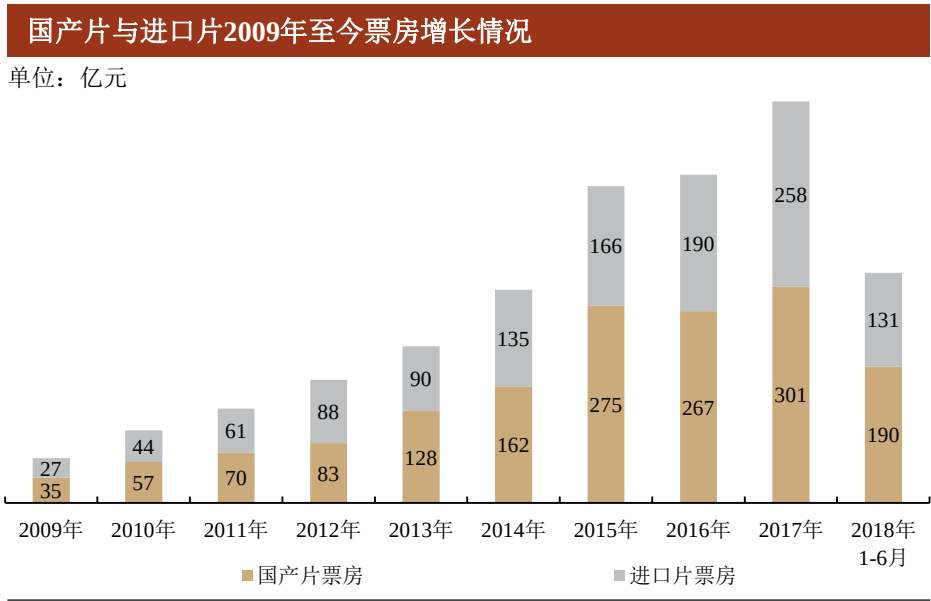
##### ① 中国电影产业持续增长

2017 年，全国电影票房收入达到 559.11 亿元，同比增长达 13.45%，成功再创中国电影票房历史新高；2018 年上半年，全中国电影市场票房 320 亿元，同比增长 17.82%。2017 年，城市院线观影人次已达 16.2 亿，同比增长 18.08%；2018 年 1-6 月，全国城市院线观影人次 9.01 亿，同比增长 15.34%。中国电影市场已稳居世界第二大电影市场。根据普华永道《2017-2021 年全球娱乐及媒体行业展望》数据，2021 年，中国电影票房将达到 107 亿美元（约合 700.68 亿元），预计将与美国基本齐平，并列成为全球最大的

电影市场。

② 国产片和进口片的票房均呈现增长态势，国产片的票房贡献更高

2009-2017 年，我国国产片和进口片票房均保持了高速增长，票房复合年均增长率分别达 30.86%和 32.60%，国产片总体票房贡献略高于进口片。2018 年 1-6 月，国产影片票房为 189.65 亿元，同比增长 80.1%，继续占据市场主体地位。



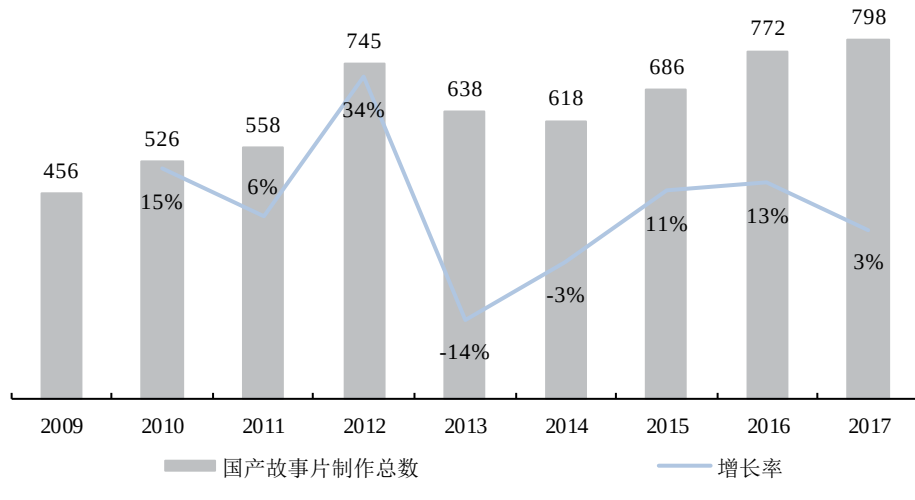
数据来源：艺恩咨询

③ 电影故事片制作量增速放缓，但影片质量有所提升

根据广电总局电影局数据，2017 年我国故事片影片制作量达到 798 部，比 2016 年的 772 部增加了 26 部，2009-2017 年间的复合年均增长率达 7.25%。

国产故事片制作量及增速

单位：部



数据来源：广电总局电影局

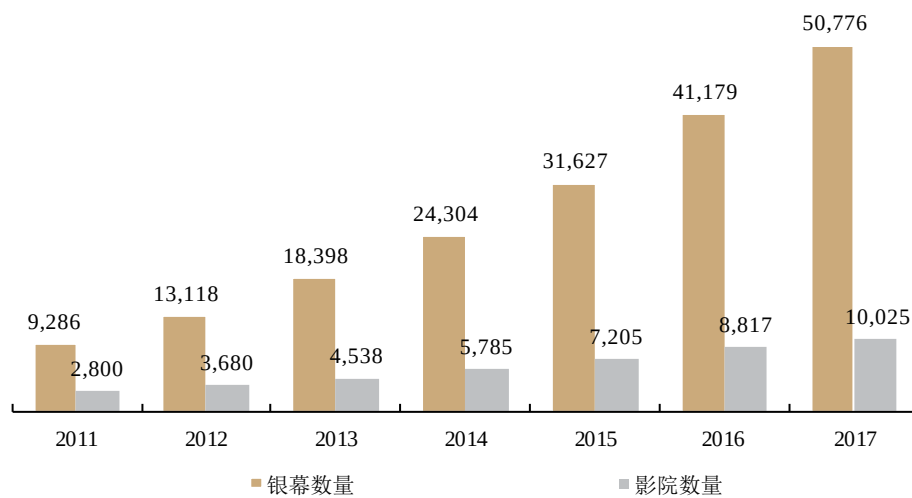
近年来，国产故事片制作量增速放缓，但影片质量有所提升，国产片从数量竞争开始步入到单片产出效果竞争和票房竞争。影视制作企业开始更多将精力转移至高质量优秀电影的制作方面，不断产出具备较高商业价值的大制作影片，票房过亿的影片逐年增加。2017 年，全年票房过亿的国产影片已达 51 部。

#### ④ 影院数量及银幕数量高速增长，有力拉动了电影市场的发展

根据中国电影发行放映协会、艺恩咨询数据，近五年我国影院数量和银幕数量均呈高速增长态势。截至 2017 年底，国内影院数量 10,025 家，同比增长 13.70%；国内银幕总数达到 50,776 块，同比增长 23.31%；截至 2018 年 6 月 30 日，全国银幕总量 55,623 块，继续保持增长态势。影院数量和银幕数量的大幅增加，有力拉动了我国电影市场的发展。

## 全国电影市场银幕数量及影院数量

单位：块



数据来源：中国电影发行放映协会、艺恩咨询

### ⑤ 新媒体渠道已成为传统院线发行和放映渠道的有力补充

近年来，新媒体发行及播放平台发展迅速，已成为传统院线发行和放映渠道的有力补充。根据中国互联网络信息中心第 39 次《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2017 年底，中国网络视频用户规模达 5.79 亿人，网络视频用户使用率为 75.0%，网站会员付费意愿不断增强。以爱奇艺、腾讯视频、优酷视频等为代表的大型视频平台均拥有大量用户基数，影片种类丰富、放映窗口期长，是电影放映的新生力量。

伴随在线付费模式的发展以及付费用户规模的提升，电影新媒体版权销售收入已成为电影制片方的重要收入来源之一。近年来，电影新媒体版权交易呈现出量价齐升、模式创新的多元发展态势，交易价格已自 2008 年不足 100 万元/部提高至数千万元/部，且销售模式已由传统的独家网络版权销售模式发展衍生出非独家网络版权分销、版权分销+点播分成等多种分账模式。

### （3）万达影视核心竞争优势

#### ① 以打造精品影视作品为核心的发展理念

万达影视秉承“打造精品影视作品、挖掘头部项目”的核心发展理念，凭借敏锐的行业把控能力和优质的制作能力，投资并拍摄了众多华语电影市场的精品电影，不仅获得了较高的票房收益，也在观众口碑和社会影响力方面取得了广泛的好评。

在万达影视的作品中，有拿下中国警匪片票房纪录的丁晟导演、成龙主演的电影《警察故事 2013》，也有创下当时中国国产 2D 电影最快破亿纪录的陈思成导演的《北京爱情故事》，获得极佳口碑并突破国产悬疑电影票房纪录的徐峥监制、陈正道导演作品《催眠大师》，以及陈国富监制、乌尔善导演的斩获当时国产电影破十亿最快纪录的奇幻电影“鬼吹灯”之《寻龙诀》，这些电影均成为华语电影市场具有代表性和影响力的电影作品。

在制片管理方面，万达影视持续加强内容管理，不断完善项目管理体系，保障影片产出品质。通过借鉴《唐人街探案 2》等优秀影视产品的制作经验，推进工业化制片管理措施落地，在充分借鉴地产项目模块化管理思路的基础上，结合影视特点，应用到影视项目管理，目前已上线的项目已经初步建立节点跟踪考核机制，在营销，成本管理等环节设立了多个关键环节及上百个节点，在国内影视行业类尚属首例。且已完善百余个制片管理表格，搭建制片工业化体系。

2018 年万达影视投资的具有代表性的影片票房中，主投电影《唐人街探案 2》取得约 34 亿的票房，位列 2018 年国内影片票房第三位，小制作的《快把我哥带走》取得 3.4 亿的票房，参投的电影《我不是药神》《西虹市首富》票房均超过 25 亿元。

2012 年至 2018 年，万达影视共出品约 80 部影片，国内票房累计已超过 416 亿元。2018 年万达影视出品 15 部影片，累计票房约 126 亿，占 2018 年国产电影总票房的 33.40%，在年度票房排名前五的电影中，万达影视参与投资的电影有三部。

## ② 丰富的 IP 资源储备及 IP 运营能力

剧本是影视作品的源头，万达影视自始至终非常重视影视类 IP 资源的获得和储备，尤其是优秀 IP 的早期市场开发，其所储备的优秀 IP 包括张牧野小说《鬼吹灯》部分卷集的影视改编权、天蚕土豆小说《斗破苍穹》的电视剧改编权和摄制权、陈建利小说《西域列王纪》的影视剧等改编权和拍摄权等。目前万达影视及其下属公司投资制作完成取得电影片公映许可证并享有著作权的主要电影作品共计 41 部，在境内拥有的主要被许可使用著作权共计 62 项。在积极储备优秀 IP 资源作为未来影视剧剧本创作的坚实基础外，万达影视亦高度重视 IP 运营能力，探索基于 IP 的合作开发、版权再授权、提前锁定新媒体播放购买意向等经营模式，提升盈利能力、降低经营风险。

优秀 IP 的系列化开发能力是市场领先的影视公司的核心竞争力之一，借助前期作



品已取得的市场认可度，后续作品成功率将大大提升。万达影视在其前期作品取得良好市场反响的基础上，正在积极筹划包括《寻龙诀》系列、《唐人街探案》系列、《斗破苍穹》系列等作品，市场期待度较高，良好票房和新媒体发行表现可期。

2019 年，万达影视将进一步加大公司核心版权的孵化及项目落地的能力，确保项目商业价值的运营能力，在国际版权运营上尝试多种新渠道，利用万达海外院线资源及平台优势，不断拓展国际销售，在战略上划分为三个核心方向：

大渠道战略：结合万达自身的产业基础，引进核心版权，发展家庭娱乐互动场景（小型 IP 实景娱乐乐园），2019 年完成模式上的测试，并为 2020 年的发展奠定基础。

大通路战略：建立和小米、京东、网易严选等平台的合作渠道，以核心版权授权为核心，供给消费品市场，建立版权运营和授权的渠道模式；

大版权战略：根据市场上版权运营已经形成的 1-9 理论（仅 1 成 IP 是头部核心版权，9 成 IP 热度较低），只有最核心的版权才能有运营的价值，因此 2019 年版权运营部目标引进 3 个以上头部版权，有效的支撑公司在内容上的需要，同时反向支撑大渠道和大通路的战略。

### ③ 以市场为导向的多样性影片题材和类型选择

万达影视以观众的喜好和市场为导向进行深入研究，针对不同观影群体和市场热点投资制作不同类型和题材的多样性影片，从而满足和顺应市场的观影需求和变化。万达影视从 2012 年运营以来，主控项目影片内容实现全类型覆盖，并形成包括《寻龙诀》系列、《唐人街探案》系列、《斗破苍穹》系列、《十万个冷笑话》系列在内的七大系列影片开发。

万达影视积极顺应时代潮流，参与主旋律影片的开发创作。另外，动画项目将依据自主版权进行衍生开发，进行系列创作，如《海底小纵队》《寻龙诀》《斗破系列》等，来提高版权运营加强衍生开发。

2019 年至 2021 年，万达影视已规划 47 部影片，致力于扎根现实，创作更多优秀的影视作品，讲好中国电影的故事。

### ④ 开放多元的合作心态

在国内，导演、制片人、编剧等专业人才对影视作品的成功起到了决定性的作用，万达影视与业内众多知名导演、编剧、制片人、演员及多个影视工作室建立了良好的合

作关系，并调动各方资源打造精品影视作品，力求伴随着中国电影行业的高速发展，取得票房、口碑、品牌积累、人才储备的多赢局面。

万达影视着眼未来，积极储备影视人才，从 2018 年初开始，实施“菁英+”战略，已签约多名青年导演和青年编剧，并在 2018 年就完成制作 2 部“菁英+”电影。第一部为青年导演电影《过春天》，从平遥电影节一举斩获“最佳影片奖”、到多伦多电影节获得“促进联盟大奖”、时至今日入围第 69 届柏林电影节 Generation 单元，一路获得业内的众多赞誉。影片已定档 2019 年 3 月，并被媒体列为 2019 年最期待 10 部电影之一。2019 年万达影视将与美国著名影视公司联合，逐步推出“菁英+”电影人培训系列计划，如导演、编剧、制片人等培训课程，进一步推进人才的培养和储备工作。

本次重组完成后，万达影视与上市公司将实现全产业链布局，协同效应潜力巨大。通过本次交易，双方不仅能够充分发挥影视行业各个环节之间的协同效应；同时还能够进一步发挥影视与游戏产业之间的协同效应。在整合万达系资源诸如万达广场、万达影城及宝贝王等的基础上，进一步探索精准营销，未来将继续提升营销渠道费效比，加大平台战略联盟优势，打造万达营销品牌，来提高票房收入及影响力。

### (3) 电影产品储备情况

| 序号 | 名称      | 计划参与方式 | 分成方式 | 预计上线时间 | 目前进展    |
|----|---------|--------|------|--------|---------|
| 1  | 好家伙     | 主投     | 比例分成 | 2019 年 | 后期制作    |
| 2  | 沉默的证人   | 主投     | 比例分成 | 2019 年 | 后期制作    |
| 3  | 飞机下的蛋   | 主投     | 比例分成 | 2019 年 | 后期制作    |
| 4  | 毕业进行时   | 主投     | 比例分成 | 2019 年 | 后期制作    |
| 5  | 过春天     | 主投     | 比例分成 | 2019 年 | 后期制作    |
| 6  | 鬼吹灯之天星术 | 主投     | 比例分成 | 2019 年 | 后期制作    |
| 7  | 唐人街探案 3 | 主投     | 比例分成 | 2020 年 | 剧本创作及改编 |
| 8  | 折叠城市    | 主投     | 比例分成 | 2020 年 | 剧本改编    |
| 9  | 寻龙诀 2   | 主投     | 比例分成 | 2020 年 | 剧本改编    |
| 10 | 熊出没 6   | 参投     | 比例分成 | 2019 年 | 后期制作    |
| 11 | 一吻定情    | 参投     | 比例分成 | 2019 年 | 拍摄中     |
| 12 | 伟大的愿望   | 参投     | 比例分成 | 2019 年 | 拍摄中     |
| 13 | 情圣 2    | 参投     | 比例分成 | 2019 年 | 拍摄完成    |

## 2、电视剧行业

## （1）行业发展情况

根据广电总局统计，2017 年，我国全年共发行电视剧 314 部、13,470 集，在传统电视剧市场保持稳定增长的同时，新媒体给电视剧行业带来了深刻的变革影响，越来越多的电视剧在新媒体渠道进行播放，网络自制剧呈井喷式发展，网络剧（包括新媒体渠道播放的电视剧和网络自制剧）市场日益活跃已成为近年来电视剧行业维持较高增速的主要驱动因素。

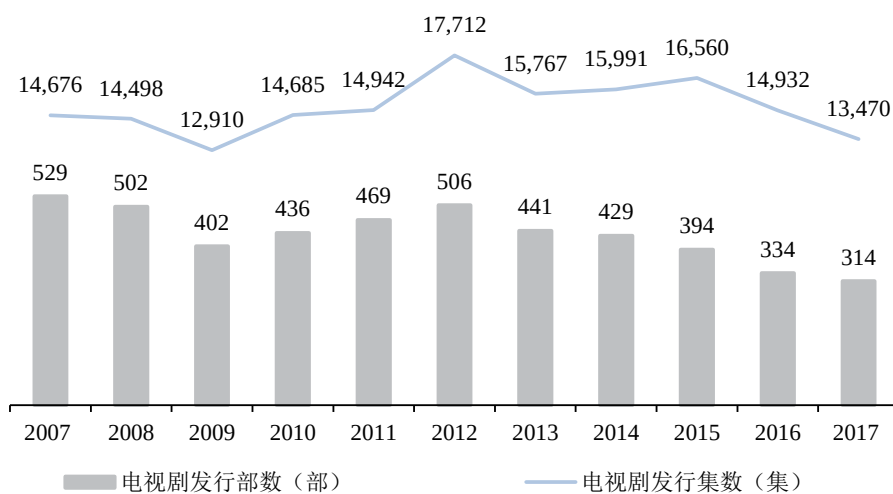
在电视台和新媒体两股力量的竞争与融合的背景下，我国电视剧行业已形成具有原创性的、具备高度文化含量和知识经济的行业特征，在剧目数量与质量、传播广度与深度、用户数量与选择空间以及广告经营与产业开发等方面均达到深度市场化的发展高度。

## （2）行业发展前景

### ① 从行业规模上看，传统电视剧保持稳定，网络自制剧产能不断释放

传统电视剧市场的主要客户为国内电视台。电视剧作品作为国内各个电视台的主打节目类型，其收视率和播出比重一直居于榜首。2017 年获得备案公示的电视剧有 1,170 部 46,517 集，通过发行的电视剧有 314 部 13,470 集。

2007-2017年我国电视剧发行情况



数据来源：广电总局

网络自制剧产能不断释放，逐渐成为国内电视剧市场的重要组成部分。根据《全球电视剧产业发展报告（2016）》、中国产业发展研究网等信息，2014 年网络自制剧数量

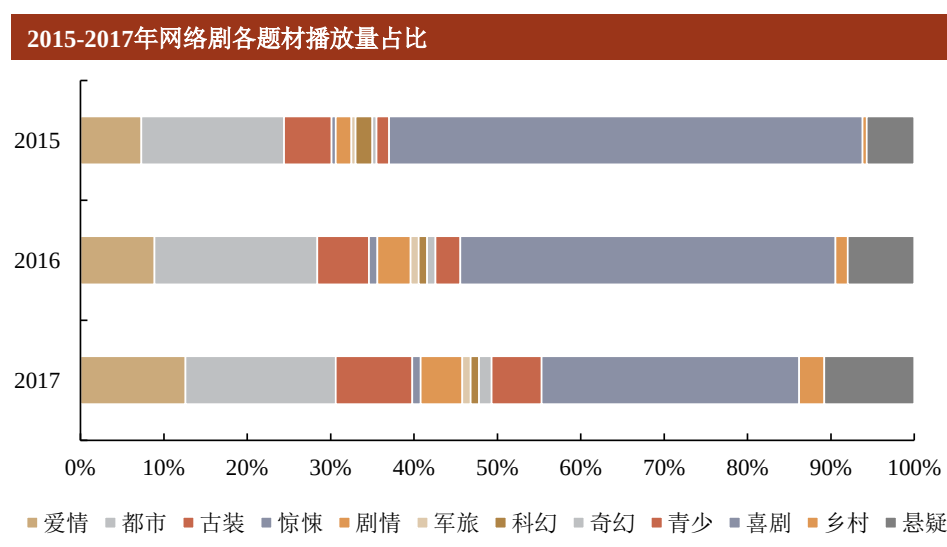
仅为 205 部，而 2017 年则超过 700 部，呈现“井喷”式发展。

② 从作品类型来看，现实主义题材剧集开始大幅回归，网络自制剧题材则趋于多元，作品类型不断丰富

自 2017 年开始，现实主义题材剧集开始大幅回归，直至 2018 年年底，已呈现“井喷之势”。公开数据显示，2018 年总收视率排行榜 TOP50 剧目中，现实主义题材剧目数量超过 40 部，相较于 2017 年的 35 部进一步提升，其中前 10 位均为现实主义题材剧目。与此同时，现实主义题材剧目的优秀表现也在口碑上得以体现。在豆瓣日前发布的 2018 年大陆剧评分排行榜 TOP 10 中，现实主义题材的剧目达 5 部，其中《大江大河》以 8.9 的高分居于榜首。

在 2018 春季北京电视节目交易会、上海电视剧制播年会等行业会议上，从业者多次就现实主义题材的创作展开探讨；国家新闻出版广电总局更是明确鼓励以“2018 年改革开放 40 周年、2019 年新中国成立 70 周年、2020 年全面建成小康社会、2021 年中国共产党成立 100 周年等重要时间节点”为坐标，进行现实题材电视剧作品的创作。

另一方面，网络自制剧题材多元且快速迭代，内容题材与传统电视剧形成强烈补充，惊悚悬疑、奇妙幻想、侦探推理、幽默搞笑等题材多元丰富；多数网络自制剧定位都与传统电视剧有明显区分，为网络视频观众提供了创新的内容娱乐。题材变化上，网络电视剧题材迭代速度明显快于传统电视剧，面对观众的喜好与需求响应速度更快。



数据来源：艺恩咨询

③ 从产品质量来看，无论是传统电视剧还是网络电视剧，优质内容广受期待、IP 运营能力成为核心竞争力

近年来，电视剧制作公司数量持续上升，但优质制作机构与优质内容仍然非常缺乏。制作机构方面，2018 年持有《广播电视节目制作经营许可证》的机构共有 18,728 家。但其中优质内容制作机构依旧是少数，持有甲证制作机构数量仅 113 家，占全部持证制作机构总数的 0.60%。

作品方面，虽然制作数量有所增加，但实际过审播出的电视剧备案数量以及获准发行的电视剧数量却不断下降，2017 年获准发行的电视剧数量为 314 部，占当年制作备案数量的 26.84%，创 2010 年以来的占比新低。

内容方面，高收视率的优质内容非常稀缺，优质 IP 的收视集聚效应非常明显。2011 年以来，卫视每年平均收视率在 2% 以上的优质剧占比仅 1%，总数量不超过 10 部。网络电视剧行业呈现相似的市场形态，根据艺恩咨询数据，前十头部剧播放集中度可达到 80%。

在这一市场发展现状下，优质 IP 运营能力成为影视剧公司的核心竞争力。创造出现象级作品一方面需要包括剧本改编、拍摄技术、特效制作等在内的制作能力，另一方面需要优秀的宣发能力。拥有 IP 开发资源和优质 IP 运营能力对于影视剧公司提高核心竞争力至关重要。

④ 从发行渠道来看，新媒体平台成为传统电视台渠道的有力补充、网台界限逐渐模糊

目前国内电视剧行业主要收入来自电视剧版权交易。相比于相对稳定的电视台渠道版权交易，新媒体渠道的版权交易则异常活跃，根据中国产业发展研究网估算，2017 年，新媒体渠道版权交易总额约为 258 亿，其中，新媒体渠道播放的电视剧版权交易金额约为 199 亿、网络自制剧投资额约为 59 亿。

随着互联网和移动互联网时代的到来，视频付费和网络渠道的打通使得电视剧和网络电视剧的界限逐步模糊，电视剧在视频平台进行同步播出已成为电视剧发行的主流模式，《青云志》等电视剧甚至试水“先网后台”模式，《他来了，请闭眼》等网络电视剧则成功反向输出电视台，网台界限逐渐模糊，网络视频付费市场的形成也相应拓展了电视剧集的市场空间。

2017 年以来，实现“网台同步”的部分电视剧包括：

| 剧名           | 卫视平台      | 网络平台                    |
|--------------|-----------|-------------------------|
| 择天记          | 湖南卫视      | 腾讯视频                    |
| 漂亮的李慧珍       | 湖南卫视      | 乐视视频                    |
| 鬼吹灯之精绝古城     | 东方卫视      | 腾讯视频                    |
| 轩辕剑之汉之云      | 东方卫视      | 乐视视频                    |
| 盗墓笔记之云顶天宫    | 北京卫视、安徽卫视 | 腾讯视频                    |
| 极品家丁         | 浙江卫视      | 优酷视频                    |
| 凉生，我们可不可以不忧伤 | 湖南卫视      | 爱奇艺、PP视频、腾讯视频、芒果TV      |
| 一路繁花相送       | 东方卫视、江苏卫视 | 芒果TV、腾讯视频、爱奇艺、优酷视频、PPTV |
| 远大前程         | 湖南卫视      | 腾讯视频、优酷视频、爱奇艺、乐视、芒果TV   |

数据来源：公开资料整理

近年来，实现反向输出电视台的网络电视剧数量每年可多达 10 部以上，部分实现反向输出电视台的网络电视剧包括：

| 剧名        | 网络平台播放时间           | 卫视平台播放时间             |
|-----------|--------------------|----------------------|
| 蜀山战纪之剑侠传奇 | 爱奇艺（2015年9月22日）    | 安徽卫视（2016年1月16日）     |
| 班淑传奇      | 腾讯视频（2015年10月16日）  | CCTV8（2016年2月8日）     |
| 遇见王沥川     | 乐视视频（2016年7月22日）   | 安徽卫视（2016年7月31日）     |
| 兰陵王妃      | 芒果TV（2016年9月29日）   | 湖南卫视（2016年11月13日）    |
| 诛仙青云志2    | 腾讯视频（2016年12月8日）   | 北京卫视、安徽卫视（2017年3月1日） |
| 春风十里不如你   | 优酷视频（2017年7月21日）   | 山东卫视（2017年8月28日）     |
| 九州海上牧云记   | 优酷视频等（2017年11月21日） | 湖南卫视（2017年12月29日）    |
| 最好的我们     | 爱奇艺（2016年4月8日）     | 浙江卫视（2018年4月10日）     |
| 天坑鹰猎      | 优酷视频（2018年8月30日）   | 东方卫视（2018年9月25日）     |
| 延禧攻略      | 爱奇艺（2018年7月19日）    | 浙江卫视（2018年9月24日）     |

数据来源：公开资料整理

⑤ 从产品价格来看，版权价格不断攀升、新媒体平台购剧价格天花板一再打破

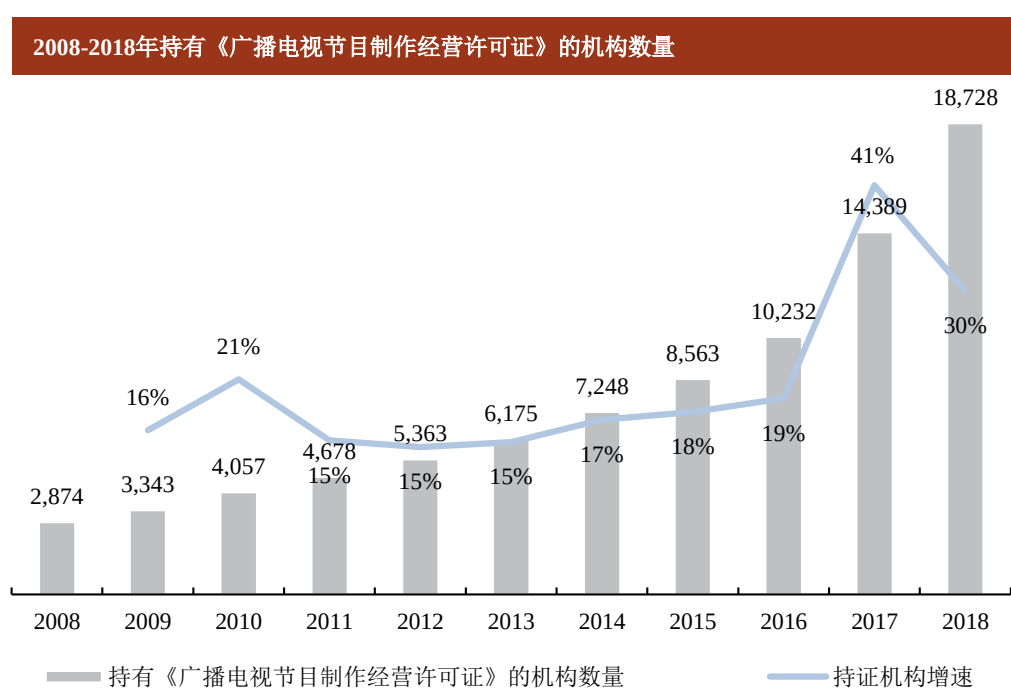
受益于网络视频用户激增、视频用户付费能力及意愿的上升以及新媒体平台对优质内容和用户的争夺加剧，网络视频平台大量抢购热播电视剧独播权，持续推高电视剧版权交易价格，热门电视剧 IP 价格天花板一再打破。热播电视剧的单集网络版权交易价

格已由 2006 年的不足万元上涨至 2015 年的数万元，并继续上涨至当前的近千万元；同时，受网络版权交易价格大幅上升影响，电视台购剧价格也随之不断提高。

### （3）市场竞争情况

#### ① 具有资质企业众多，但实际从事制作业务的企业数量占比少

随着文化体制改革的不断深入，国家对境内电视剧制作业务基本放开，电视剧制作的准入门槛相对较低，企业数量众多且增长较快，属于充分竞争市场。根据广电总局数据，2008 年至 2018 年间，具备《广播电视节目制作经营许可证》的制作机构数量从 2,874 家增长至 18,728 家，复合年均增长率达到 20.61%。



数据来源：广电总局

虽然拥有广播电视节目制作资质的企业众多，但真正有实力制作电视剧的企业相对较少，特别是具有制作精品电视剧能力的企业更是凤毛麟角。2015 年至 2017 年，全国通过电视剧备案公示的电视剧制作机构数量分别为 663 家、736 家和 820 家，仅占持有《广播电视节目制作经营许可证》机构数量的 7.74%、7.19%和 5.70%。

#### ② 市场集中度不高

自从 2005 年《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》颁布后，我国民营电视剧制作机构逐渐发展壮大，市场化的经营理念和机制逐渐在电视行业渗透。2017

年度全国取得发行许可证的电视剧为 314 部、13,470 集，持有 2017 年度《广播电视节目制作经营许可证》的机构有 14,389 家（其中持有甲证的机构 113 家），平均计算 2017 年度每家影视剧制作机构制作电视剧 0.02 部、0.94 集。但是由于整个电视剧市场的集中度不高，市场领先者的优势地位并不明显。

③ 主要企业及市场份额

从体制划分来看，我国电视剧制作机构可归为国有制作机构和民营制作机构两大类。电视剧国有制作机构队伍起步较早，实力相对比较强大；民营制作机构起步较迟，但由于民营制作机构市场适应性强，近年来发展势头强劲，出现了诸如浙江华策影视股份有限公司、北京完美影视传媒股份有限公司、海润影视制作有限公司、长城影视股份有限公司等一批实力较强、品牌形象较好的电视剧制作公司，目前民营影视机构已成为我国电视剧创作主力军，电视剧行业产能领先的电视剧企业以民营机构为主。

根据广电总局公开资料统计，2017 年全国共有 314 部、13,470 集电视剧获得发行许可证，其中部分主要企业获得电视剧发行许可证的排名统计如下：

| 公司名称           | 部数（部） |
|----------------|-------|
| 山东影视制作股份有限公司   | 6     |
| 上海耀客传媒股份有限公司   | 6     |
| 浙江华策影视股份有限公司   | 5     |
| 北京唐德国际文化传媒有限公司 | 4     |
| 新丽电视文化投资有限公司   | 4     |
| 上海柠萌影视传媒有限公司   | 4     |

数据来源：广电总局

（2）新媒诚品核心竞争优势

①选材把握准确

新媒诚品把握时代脉搏，紧跟市场需求，与时俱进研发项目，在保证高质量的制作水平的基础上定向生产，确保作品能够尽快发行。新媒诚品依靠电视剧行业经营多年积累的丰富经验，在业内打造了良好的品牌形象，具备优秀的资源整合能力。公司秉承可持续发展的科学经营理念，在电视剧剧本题材的选择上善于把握社会发展现状和国家政策导向，在内核会议上对题材的敏感度进行谨慎分析严格筛选，在电视剧作品制作上坚持打造思想性、艺术性与商业性相结合的精品电视剧。近两年新媒诚品投拍的《亲爱的



她们》和《正阳门下小女人》都是叫好又叫座的作品，经济效益和社会效益高度统一。

## ②优秀人才储备

新媒诚品具有经验丰富的优秀人才储备。新媒诚品核心经营团队由具有多年从业经验的业内知名人士组成，对行业的现状以及未来发展方向认识清晰，具备较强的分析能力和较强的洞察力。核心团队合作默契，能够良好把握电视剧作品制作全过程所涉及的各个环节，为公司制作及发行精品电视剧作品提供了强有力的专业技术支持和保障。此外，新媒诚品目前的核心业务团队均具有多年影视行业的从业经验，能保障电视剧的顺利制作与发行。

## ③高制作质量及播出率

高水平的制作是高播出率的保证。目前，新媒诚品电视剧制作已形成剧本选择前瞻化、制片系统管理严格化、发行前置化、宣传定位精准化的管理体系，投资拍摄的电视剧基本实现了同年内完成开机和卫视首轮播出，所投的电视剧全部在卫视播出，复播率较高，2012年投拍的电视剧《贤妻》和《谁是真英雄》至今还有电视台购买播出。2014年投拍的电视剧《绝地枪王》先后在30家以上卫视和地面台播出。2017年投拍的电视剧《亲爱的她们》，在播出期间引发了全民追剧热潮，入选2017年广电总局重点剧目推介名单。2018年投拍的电视剧《正阳门下小女人》在年底盘点各大盛典上获得了诸多优秀剧集奖。

## ④新媒诚品拥有市场竞争力的剧本和电视剧项目储备

新媒诚品现有的剧本储备共22项，包括玄幻类型、古装、喜剧和都市现代等多类题材。储备/开发的电视剧包括《伞兵魂》《激荡岁月》《正阳门下年轻人》《亲爱的他们》等多部兼顾经济效益和社会效益的现实主义题材作品，此外，公司储备电视剧《一念时光》《如果可以绝不爱你》（现更名《最灿烂的我们》）《爱情高级定制》等均以年轻人创业故事为主线，贴合目前市场需求，反映年轻的职场和爱情故事，符合主流市场需求，储备项目均经过慎重决策及多番打磨，具备强大的市场竞争力。

### （3）电视剧产品储备情况

| 名称       | 题材    | 投资情况 | 上映年份  |
|----------|-------|------|-------|
| 伞兵魂      | 军旅剧   | 主投   | 2019年 |
| 大耍儿之西城风云 | 热血青春剧 | 主投   | 2019年 |

| 名称      | 题材    | 投资情况 | 上映年份   |
|---------|-------|------|--------|
| 恋爱才是正经事 | 都市职场剧 | 主投   | 2020 年 |
| 激荡      | 都市情感剧 | 主投   | 2020 年 |
| 百年新娘    | 古装武侠剧 | 主投   | 2020 年 |
| 正阳门下年轻人 | 都市情感剧 | 主投   | 2021 年 |
| 西域列王纪   | 古装历史剧 | 主投   | 2021 年 |
| 亲爱的他们   | 都市情感剧 | 主投   | 2021 年 |

新媒诚品所储备/开发的电视剧作品，均经过慎重决策及多番打磨，具备强大的市场竞争力：

《伞兵魂》：作为新媒诚品 2019 年主力作品，该剧筹备时间长达三年，为了充分体现空降兵新时代的精神风采、更精准地塑造角色，主演深入军队体验生活，力图从外在形象、精神气质等各个层面更加贴近军人的形象。

《激荡》：是新媒诚品 2020 年主力作品。该剧导演于丁曾执导的《鸡毛飞上天》是 2017 年现实主义题材电视剧的典范之作。《激荡》主要描写改革开放背景下上海一家兄妹三人起伏跌宕的人生，体现了新中国成立七十周年老百姓依靠党的政策富起来的故事，众多老戏骨的参与更能为该剧保驾护航。

《正阳门下年轻人》：该剧是“正阳门下”IP 系列作品，也是新媒诚品 2021 年主力作品。此前，新媒诚品的《正阳门下》和《正阳门下小女人》两部作品已成功播出并获得良好的市场反响，将为后续作品打下良好的基础，其中，《正阳门下小女人》于 2018 年 10 月在北京卫视、江苏卫视黄金档播出，该剧播出 26 天期间一直稳居收视榜首，成为 2018 年全国卫视所有播出剧目排名前三的作品，豆瓣评分高达 8.3 分，爱奇艺剧集热度排名第一，腾讯视频网络点击率破 17 亿，在 2018 腾讯视频星光盛典获得“年度十大观众选择剧”奖，在“中国电视剧制作业（2018）年度表彰”中获得“年度优秀剧目”奖，深受老百姓的喜爱，刘家成导演成为京派电视剧代表人物。《正阳门下年轻人》将延续前两部的内核，讲述老百姓的身边故事，体现老北京文化灵魂，反映老百姓幸福生活。该剧将由《正阳门下小女人》原班人马蒋雯丽和倪大红等老戏骨坐镇，是一部值得期待的现实主义力作。

《亲爱的他们》：该剧是“亲爱的”IP 系列作品，同时也是新媒诚品 2021 年主力作品。此前，新媒诚品电视剧《亲爱的她们》于 2017 年在湖南卫视黄金档播出，并在

爱奇艺、芒果 TV 同步上映，该剧聚焦中老年群体晚年生活状态，直面中国现实社会问题，在播出期间引发了全民追剧热潮，开播双网收视破亿，位居同时段实时收视第一，被列入 2017 年广电总局重点剧目推介名单。在《亲爱的她们》基础上，公司计划创作的《亲爱的他们》将展现中国式父子关系，再次直击养老话题，反映中国老年群体老有所爱的幸福生活。

此外，公司储备电视剧《一念时光》、《如果可以绝不爱你》（现更名《最灿烂的我们》）、《爱情高级定制》等均以年轻人创业故事为主线，贴合目前市场需求，反映年轻人的职场和爱情故事，符合主流市场需求，预计也将取得良好的发行效果。

### 3、游戏行业

#### （1）行业发展情况

2018 年，游戏行业挑战与机遇并存。

一方面，游戏行业市场规模仍保持高速增长。其中，客户端游戏、网页游戏、单机游戏等发展较为成熟的细分市场，市场规模增幅有限；移动网络游戏依旧处于成长期，市场规模保持高增长；电视游戏、H5 游戏、虚拟现实游戏等新兴游戏市场处于探索阶段，未来有望迎来快速发展的机会，可能成为未来的发展引擎。

而另一方面，游戏行业的监管进一步加强。2018 年 8 月，《综合防控儿童青少年近视实施方案》提出了“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间”等措施。2018 年 3 月，监管机构暂停游戏版号的发放，直至 2018 年 12 月恢复发放版号，时隔 9 个月。

对于游戏公司而言，上述行业变化需要游戏公司更加专注于产品质量，孵化更优质的国产网络游戏作品，营造精益求精的游戏创作氛围，有利于行业内优秀的游戏企业实现与其他游戏公司的差别化。长远来看，有利于产生一批有理想的游戏开发团队以及一批有竞争力的游戏企业，有利于行业的长远发展。

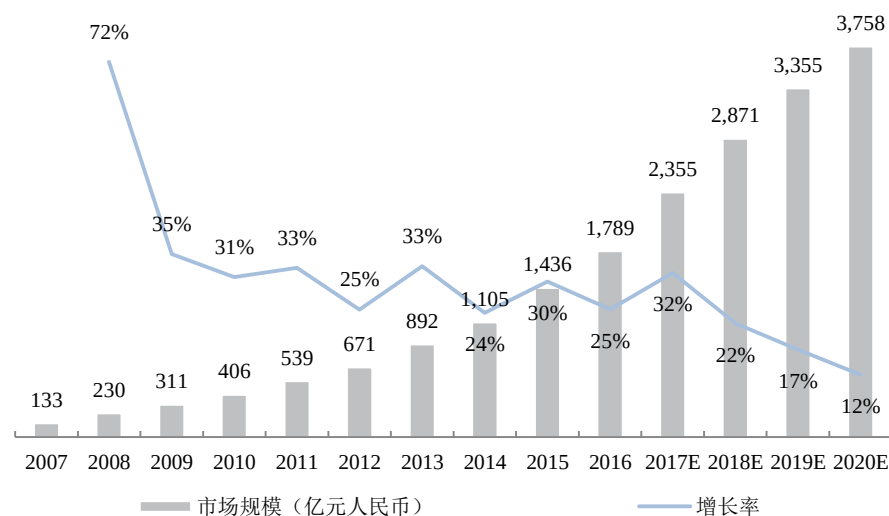
#### （1）行业规模、前景

根据艾瑞咨询发布的统计数据，2017 年中国网络游戏市场规模为 2,354.9 亿元，较 2016 年增长 31.6%。2007 年至 2017 年年均复合增长率为 33.25%，增速较高。未来中国网络游戏市场的规模预计将持续保持增长，预计至 2020 年中国网络游戏市场规模

有望达到 3,758.4 亿元，2017 年至 2020 年年均复合增长率为 16.86%。

### 2007-2020年网络游戏市场规模及增速

单位：亿元

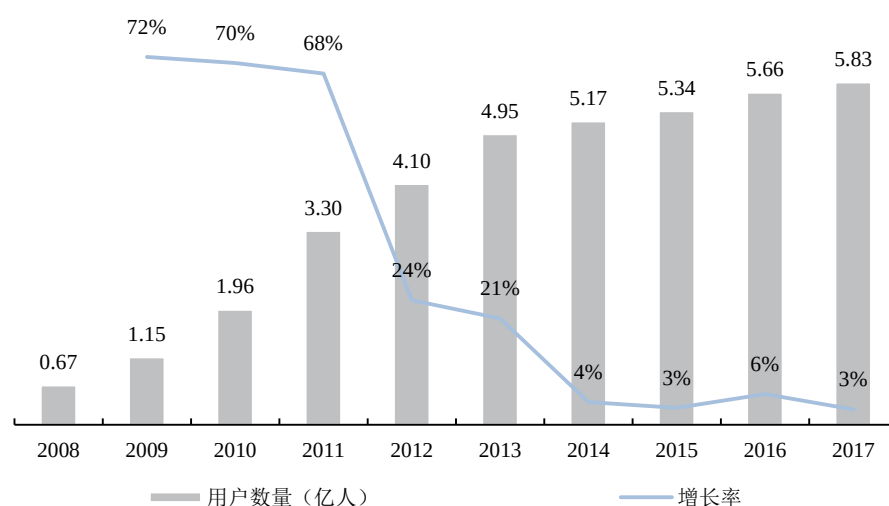


数据来源：艾瑞咨询

用户规模方面，根据中国音数协游戏工委、伽马数据、国际数据公司（IDC）共同发布的《2017 年中国游戏产业报告》。2017 年，中国游戏用户数量约达到 5.83 亿人，比 2016 年增长了 3.1%。

### 2008-2017年中国游戏用户数量及增速

单位：亿人



数据来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、国际数据公司（IDC）《2017 年中国游戏产业报告》

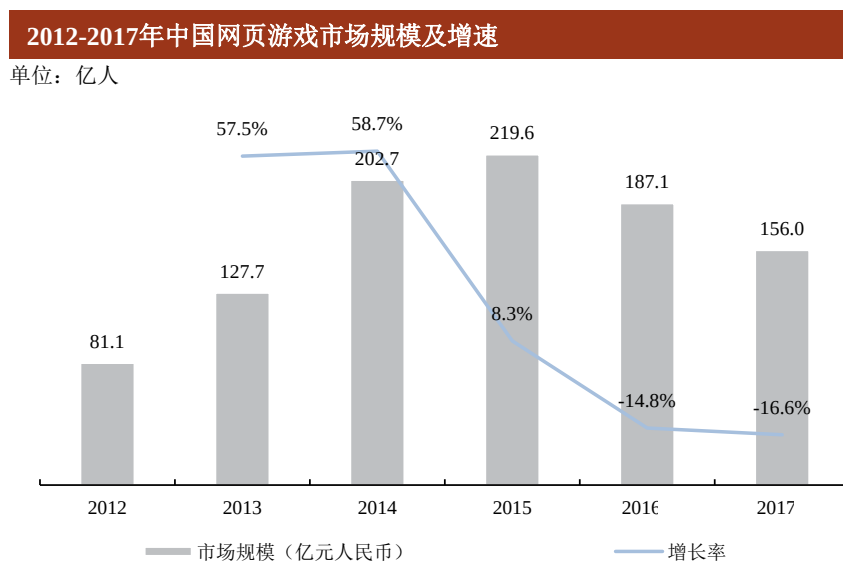
网络游戏行业整体发展环境良好，特别是移动网络游戏的较低创业门槛，推动了网络游戏经营主体数量的增加。根据中国音数协游戏工委、伽马数据、国际数据公司（IDC）《2017 年中国游戏产业报告》，截至 2017 年末，中国上市的网络游戏企业达 185 家，其中 A 股或全国中小企业股份转让系统挂牌（“新三板挂牌”）的网络游戏企业达 151 家，此外还有大量未上市或新三板挂牌的网络游戏企业。

在细分市场方面，移动网络游戏的产品数量、实际销售收入、用户规模、市场占有率都处于高速增长阶段。网页游戏则延续了自 2015 年开始的放缓态势，用户规模、实际销售收入等均有所下滑。客户端网络游戏市场在 2017 年有所回暖，实际销售收入同比增长 11.4%。

## （2）行业竞争格局

### ① 中国网页游戏市场规模及竞争格局

根据中国音数协游戏工委、伽马数据、国际数据公司（IDC）共同发布的《2017 年中国游戏产业报告》，2017 年中国网页游戏市场规模为 156.0 亿元，较 2016 年下滑 16.6%，已经连续 2 年出现下降趋势。



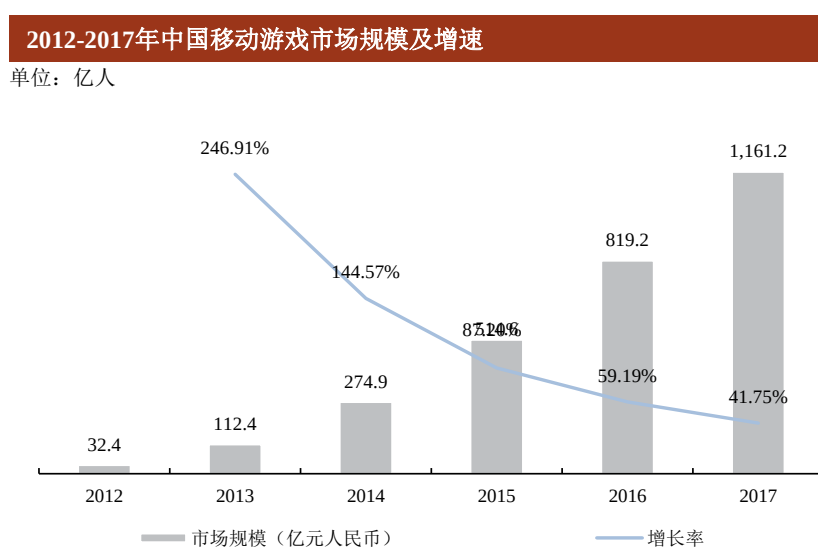
数据来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、国际数据公司（IDC）《2017 年中国游戏产业报告》

在网页游戏运营领域，中国网页游戏运营平台竞争格局较为稳定，流量逐渐向互联网巨头的网页游戏平台聚集，市场集中度进一步提高。其中，腾讯凭借长年累积的用户群占据了约三分之一的市场份额；37 游戏依靠强大的产品运营能力，市场份额稳中有

增；百度游戏则凭借庞大的自有流量和用户基础，竞争优势日益明显。各主要网页游戏运营平台依靠自身优势，加大了对精品游戏的营销推广力度。未来随着精细化运营和数据挖掘技术的进一步提升，各大平台对用户和产品的竞争也将愈加激烈。

## ② 中国移动网络游戏市场规模及竞争格局

根据中国音数协游戏工委、伽马数据、国际数据公司（IDC）共同发布的《2017 年中国游戏产业报告》，2017 年中国移动游戏市场规模为 1,161.2 亿元，较 2016 年增长 41.7%，2012 年至 2017 年年均复合增长率 104.58%，成为目前中国网络游戏市场中增长最快的细分市场。



数据来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、国际数据公司（IDC）《2017 年中国游戏产业报告》

尽管我国移动游戏行业增长速度较快，但整体上仍处于行业发展的初级阶段，游戏参与者数量较多，产品较多，行业集中度较低。当前在中国移动游戏市场的竞争格局中，腾讯游戏凭借强大的研发能力及庞大的平台用户群一家独大，网易游戏则逐渐成长为第二巨头，其他移动网络游戏企业的竞争地位仍然不是很稳定，名次变动很快。我国移动游戏市场经历大半年洗牌之后，众多中小型移动游戏厂商已面临淘汰。各家移动游戏公司都在积极的推出新产品，加深产品运营，强化品牌塑造，市场竞争趋势进一步加剧。

## （2）互爱互动核心竞争优势

### ① 丰富的产品体系与全平台的覆盖能力

与市场上仅有单一类型大热游戏的公司不同，互爱互动经过多年的经验积累及投入，

已踏入相对成熟的阶段，有多款热门游戏及丰富的游戏产品组合，当前重点发行网页及移动 RPG、单机动作类、卡牌、SLG、体育等类别游戏，并实现了从 PC 端到手机端的全平台覆盖，从而满足广大玩家的差异化需求。

互爱互动历史上曾成功发行运营的多款月流水峰值超过千万元的优秀游戏产品，2011 年在腾讯平台推出社交游戏《胡莱三国》，运营至今累计实现 2 亿多注册用户，最高日活跃用户达到 1,000 万，付费用户 300 多万，《胡莱三国》《斩仙》也成为腾讯平台页游历史收入前三的游戏；《胡莱三国 2》《绝世武林》等游戏上线以来，最高月流水均突破 9,000 万元。《胡莱三国 2》2017 年获得华为应用市场年度游戏风云榜-年度十佳新锐网络游戏、年度最佳 SLG 游戏、年度最佳卡牌游戏，2018 年获得最佳策略、年度最佳口碑游戏；《豪门足球风云》2017 年获得年度最受欢迎卡牌游戏奖、年度新锐游戏，2018 年获得年度最受欢迎卡牌游戏奖、最具影响力游戏。《射雕英雄传》2017 年获得年度最畅销游戏、年度十大人气移动游戏奖、年度最佳网游奖、年度最受欢迎 MMO 角色扮演游戏奖。

## ② 立体化的全渠道发行能力

互爱互动充分发挥自身优势，构建了以苹果、腾讯双平台为核心，以安卓联运及运营商渠道为重要组成部分的立体化渠道发行体系。

互爱互动是第一批接入腾讯开放平台的内容合作伙伴，通过与腾讯深度合作，依托腾讯庞大的用户规模及其强关系链，持续打造明星产品。2017 年《风之旅团》《悬空城》获 Google 推荐，其中《悬空城》获苹果 iOS 畅销榜第七名。2018 年《风之旅团》《射雕英雄传》《胡莱三国 2》等多款游戏获苹果应用商店及 Google 推荐，其中《胡莱三国 2》获 Google 下载榜第一名。

在安卓联运市场上，与包括 360、百度、小米、UC、VIVO、华为等上百家渠道全面合作，覆盖超过 95% 的安卓用户。在国内手机游戏市场，由于话费支付针对小额付费有天然优势，90% 以上单机/弱联网游戏使用运营商话费支付做为主要支付方式，运营商已成为国内手机游戏的重要发行和计费平台。互爱互动与三大运营商全面合作，整合运营商计费、流量、用户等核心资源，有力地保障了单机游戏的成功发行。

## ③ 领先的数据分析系统

互爱互动的数据分析平台可以提供实时的用户行为分析数据，具有定向分析、

A/BTest、VIP 用户服务等功能，能够及时地通过数据监控调整产品，达到持续化、数据化的长期运营。互爱互动的大数据分析系统，是由数据仓库、查询报表、数据分析、数据挖掘、数据监控、数据备份和恢复等部分组成的、以帮助游戏运营团队决策为目的的技术及其应用。目前，互爱互动建立了推广效果预测模型、收入预测模型、产出消耗监控模型、数据异常预警模型四大分析模型，可以提供实时的用户行为分析数据，具有定向分析、广告回本分析、A/BTest、VIP 用户服务等功能，能够及时地通过数据监控调整产品，实现基于数据的长期运营。

#### ④ 具备实现“影游互动”的基础及竞争优势

采用影游互动的《花千骨》引爆了 2015 年的电视剧及手游行业暑期档，为影游互动的合作模式提供了范例。粉丝群庞大的热门 IP，过硬的影视和游戏作品质量，采用同时上线、互推互动的运营模式，都成为影游互动的核心要素，并逐渐被更多厂商采用。影视行业与游戏行业之间对 IP 资源的运作正逐步从消耗式改编向增值式改编转变。

网络游戏与文学、音乐、影视、动漫等文化业态融合日益紧密，逐渐成为这些文化产品实现现金流的重要渠道。随着移动互联网的持续发展，产品与用户之间的关系将持续得到加强，未来的游戏和娱乐市场将涌现越来越多的有核心粉丝用户的产品。这些产品以 IP（知识产权）为核心横跨游戏、文学、音乐、影视、动漫等领域，具备了文化附加值、情感内涵、玩法或者体验的创新，将成为网络游戏产业中连接和聚合粉丝情感的纽带。整个娱乐市场的用户中的相当部分长期忠诚于这些 IP，进而延长相关产品的生命周期。



### （三）同行业可比公司财务数据

#### 1、影视剧行业

单位：万元

| 报告年度           |      | 2016 年度    |            |           | 2017 年度    |            |           | 2017 年同比增速 |         |         |
|----------------|------|------------|------------|-----------|------------|------------|-----------|------------|---------|---------|
| 项目/经营指标        |      | 营业收入       | 毛利         | 净利润       | 营业收入       | 毛利         | 净利润       | 营业收入       | 毛利      | 净利润     |
| 000802.SZ      | 北京文化 | 92,655.03  | 49,697.06  | 52,410.85 | 132,100.15 | 64,442.42  | 32,030.01 | 42.57%     | 29.67%  | -38.89% |
| 000892.SZ      | 欢瑞世纪 | 73,855.26  | 45,694.60  | 26,506.26 | 156,721.42 | 69,830.11  | 42,163.50 | 112.20%    | 52.82%  | 59.07%  |
| 300027.SZ      | 华谊兄弟 | 350,345.73 | 179,310.93 | 99,395.22 | 394,627.61 | 179,366.00 | 98,704.62 | 12.64%     | 0.03%   | -0.69%  |
| 300133.SZ      | 华策影视 | 444,497.58 | 112,625.13 | 49,085.26 | 524,558.97 | 139,390.75 | 63,591.34 | 18.01%     | 23.77%  | 29.55%  |
| 300251.SZ      | 光线传媒 | 173,131.16 | 85,611.00  | 73,995.49 | 184,345.28 | 76,091.31  | 82,121.43 | 6.48%      | -11.12% | 10.98%  |
| 300426.SZ      | 唐德影视 | 78,791.21  | 33,031.00  | 17,442.39 | 118,020.74 | 56,079.30  | 19,184.76 | 49.79%     | 69.78%  | 9.99%   |
| 600136.SH      | 当代明诚 | 56,904.33  | 30,851.58  | 14,697.87 | 91,193.60  | 51,046.52  | 14,866.98 | 60.26%     | 65.46%  | 1.15%   |
| 平均数            |      | 196,254.21 | 81,187.37  | 46,853.75 | 244,911.27 | 95,300.67  | 53,438.77 | 43.23%     | 33.46%  | 18.34%  |
| 万达影视电影及电视剧业务合计 |      | 66,591.44  | 32,058.30  | 20,143.68 | 119,375.80 | 53,544.78  | 30,952.12 | 79.27%     | 67.02%  | 53.66%  |

由上表可见，尽管万达影视 2016 年、2017 年营业收入较同行业可比公司而言较小，但是营业收入、毛利和净利润的增速都较同行业公司较快。万达影视 2017 年营业收入、毛利增速较高主要是因为公司在 2017 年收购合并新媒诚品和爆款影视剧《斗破苍穹》《记忆大师》上映所致，合并新媒诚品导致营业收入增加 36,484.24 万元、毛利增加 16,742.17 万元，《斗破苍穹》《记忆大师》上映导致收入增加 21,259.66 万元、毛利增加 11,690.82 万元。

## 2、游戏行业

单位：万元

| 报告年度      |      | 2016 年度    |            |            | 2017 年度    |            |            | 2017 年同比增速 |        |         |
|-----------|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------|---------|
| 项目/经营指标   |      | 营业收入       | 毛利         | 净利润        | 营业收入       | 毛利         | 净利润        | 营业收入       | 毛利     | 净利润     |
| 002174.SZ | 游族网络 | 253,011.44 | 120,483.33 | 59,707.55  | 323,567.55 | 168,811.45 | 66,414.69  | 27.89%     | 40.11% | 11.23%  |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 272,048.18 | 172,797.01 | 67,584.69  | 313,401.91 | 221,574.17 | 168,557.21 | 15.20%     | 28.23% | 149.40% |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 524,789.37 | 330,660.70 | 121,666.86 | 618,882.81 | 424,063.09 | 183,649.97 | 17.93%     | 28.25% | 50.94%  |
| 002624.SZ | 完美世界 | 615,883.18 | 375,455.26 | 113,314.77 | 792,981.50 | 454,858.29 | 145,991.09 | 28.76%     | 21.15% | 28.84%  |
| 300315.SZ | 掌趣科技 | 185,468.78 | 104,136.25 | 55,719.62  | 176,821.45 | 104,276.44 | 29,223.04  | -4.66%     | 0.13%  | -47.55% |
| 平均数       |      | 370,240.19 | 220,706.51 | 83,598.70  | 445,131.04 | 274,716.69 | 118,767.20 | 20.23%     | 24.47% | 42.07%  |
| 互爱互动      |      | 44,092.60  | 28,131.84  | 21,626.67  | 82,585.88  | 50,181.19  | 28,742.06  | 87.30%     | 78.38% | 32.90%  |

由上表可见，互爱互动的营业收入规模较同行业可比公司而言较小，但 2017 年营业收入、毛利增速远高于同行业可比公司，主要原因 2017 年新上线四款游戏《胡莱三国 2》《豪门足球风云》《射雕英雄传》和《勇者大作战》，公司加大推广力度（当年度广告促销费较上年增长 4.7 倍），新游戏市场表现良好，所贡献游戏流水和营业收入超出预期。

#### （四）对标的公司业务的业绩承诺的可实现性和具备持续稳定的盈利能力的分析

##### 1、电影业务

对于电影制作公司而言，内容是其核心竞争力与优势所在，“内容为王”已成为影视制作行业的共识。目前万达影视及其下属公司完成投资制作、取得电影片公映许可证并享有著作权的主要电影作品共计 41 部，拥有良好的观众口碑，并已打造形成“唐人街探案系列”、“寻龙诀系列”等多项知名 IP，为后续的内容延伸开发、IP 的深度加工和影游、影视剧的互动开发打下了坚实的基础。

除自行打造 IP 以外，万达影视也积极储备优秀 IP 资源。目前万达影视及其下属公司在境内拥有的主要被许可使用著作权共计 62 项，覆盖玄幻类型、古装、军旅、科幻、喜剧和都市现代等多种类题材。丰富的 IP 资源为万达影视未来的产品开发提供了有力支撑。

在上述 IP 资源基础上，万达影视能够结合影视行业的大数据分析，对未来年度的市场热点题材和观众的喜好风格转换进行预判，据此编制未来影片投放计划。万达影视拥有完善的项目管理体系和制片工业化体系，与业内众多知名导演、编剧、制片人、演员及多个影视工作室建立了良好的合作关系，能够保障 IP 的孵化及项目落地，最大程度地挖掘项目的商业价值。

关于上述论证的分析细节请参见本题第四部分“（二）标的公司行业发展情况、核心竞争优势和产品储备情况”之“1、电影行业”。综上，标的公司电影业务具备持续稳定的盈利能力，业绩承诺具有可实现性。

##### 2、电视剧业务

自 2017 年开始，现实主义题材剧集开始大幅回归，直至 2018 年年底，已呈现“井喷之势”。2018 年，各大卫视晚间黄金档及网络电视剧题材出现了两个明显的变化：第一，都市情感剧、都市职业剧播出量最多；第二，年代剧相继在各大卫视平台及互联网视频平台实现热播。

在改革开放四十周年时代背景下，众多表现人们在改革开放大潮下创造美好生活、展现改革开放之路的现实主义题材影视剧相继播出。各大卫视接连推出主题皆是献礼改革开放四十周年的剧作，尤其是 2018 年第四季度，黄金时段全部以现实主义题材剧

集为主。

新媒诚品依靠电视剧行业经营多年积累的丰富经验，秉承可持续发展的科学经营理念，在电视剧剧本题材的选择上善于把握社会发展现状和国家政策导向。主创人员及核心团队经验丰富，能够创作具有良好的品牌口碑和高制作质量的电视剧产品，具备出色的市场竞争力。特别是在当前现实主义题材剧集开始大幅回归的形势下，擅长制作此类题材剧目的新媒诚品，有望获得更为有利的竞争地位。

关于上述论证的分析细节请参见本题第四部分“（二）标的公司行业发展情况、核心竞争优势和产品储备情况”之“2、电视剧行业”。综上，标的公司电视剧业务具备持续稳定的盈利能力，业绩承诺具有可实现性。

### 3、游戏业务

互爱互动经过多年的经验积累及投入，已踏入运营相对成熟的阶段，拥有多款热门游戏及丰富的游戏产品组合。报告期内，互爱互动发行和运营了多款网页游戏、移动网络游戏，实现从 PC 端到手机端的全平台覆盖，游戏囊括三国、仙侠、武侠、体育、魔幻等多种题材，覆盖 SLG、ARPG、ACT 等多种类型。积极储备了多款优质的游戏产品，如《胡莱三国 3D》、《全民斩仙 2》、《中超风云 2》等。报告期内，互爱互动运营的多款游戏表现良好，月流水峰值达到数千万元。尽管 2018 年游戏行业的行业监管趋于严格，2018 年版号暂停发放的政策对互爱互动的生产经营短期存在一定影响，但从长远看，行业监管政策有利于行业内优秀的游戏企业实现与其他游戏公司的差别化，有利于互爱互动的长远发展，且 2018 年 12 月广电总局已重新开始发放游戏版号，预计对标的公司长期生产经营不存在重大不利影响。

关于上述论证的分析细节请参见本题第四部分“（二）标的公司行业发展情况、核心竞争优势和产品储备情况”之“3、游戏行业”。综上，标的公司游戏业务具备持续稳定的盈利能力，业绩承诺具有可实现性。

五、补充披露本次交易业绩补偿义务人是否存在锁定期质押本次交易所获股份的计划；如有，请披露上市公司和补偿义务人确保业绩补偿义务履行不受质押影响的具体措施

本次交易业绩补偿义务人万达投资已出具《关于质押股份事项的承诺函》，承诺“1、截至本函出具之日，本公司不存在锁定期质押本次交易所获上市公司股份的计划。2、自本次交易涉及的股份发行结束之日起至本公司在与上市公司签署的《盈利预测补偿协

议》项下的业绩补偿义务履行完毕前，本公司承诺不会质押本次交易所获得的上市公司股份，确保本公司对上市公司的业绩补偿义务的履行不受影响。3、若莘县融智兴业管理咨询中心（有限合伙）、李宁因任何原因未能按《盈利预测补偿协议》的约定向上市公司及时履行业绩补偿义务，本公司将以所持有的上市公司股份代莘县融智兴业管理咨询中心（有限合伙）、李宁履行补偿义务，以保证本次交易的业绩补偿的实施不受影响。4、如违反上述承诺而给上市公司造成损失，本公司将承担赔偿责任。”

业绩补偿义务人莘县融智、李宁已出具《关于质押股份事项的承诺函》，承诺“1、截至本函出具之日，本企业/本人无在锁定期质押本次交易所获上市公司股份的明确计划和安排。2、本企业/本人承诺不会通过质押股份逃避本企业/本人应承担的业绩补偿义务，后续如有需要对外负担债务、质押通过本次交易所获上市公司股份的安排，本企业/本人承诺将事先征求上市公司同意，并向质权人明确本企业/本人对上市公司承担业绩补偿义务的安排，提示如出现需本企业/本人承担补偿义务时，所质押股份应优先用于本企业/本人向上市公司履行股份补偿义务，以确保本次交易的业绩补偿的实施不受影响。3、如违反上述承诺而给上市公司造成损失，本企业/本人将承担赔偿责任。”

综上，本次交易业绩补偿义务人目前均无在锁定期质押本次交易所获股份的明确计划和安排，万达投资已承诺在《盈利预测补偿协议》项下的业绩补偿义务履行完毕前不质押本次交易所获得的上市公司股份，并承诺在莘县融智、李宁未能及时履行业绩补偿义务时代为履行补偿义务，莘县融智和李宁也已承诺将采取相应措施确保业绩补偿的实施不受影响，上述安排能有效保障万达投资、莘县融智、李宁的业绩补偿义务履行不受股份质押的影响。

## 六、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：万达影视及其子公司互爱互动、新媒诚品评估增值及交易作价具有合理性。前次收购互爱互动和新媒诚品业绩承诺与本次业绩承诺金额及期间的差异具有合理性。互爱互动和新媒诚品前次业绩承诺不会影响本次交易万达影视业绩承诺实现和补偿实施。万达影视及其子公司业绩承诺具有可实现性，标的资产具备持续稳定的盈利能力。本次交易业绩补偿义务人已作出相关承诺保障其业绩补偿义务的履行不受股份质押的影响。

**问题 11、申请文件显示，标的资产报告期分别实现净利润 36,369.19 万元、59,571.79**

万元和 56,093.81 万元,波动较大。报告期内,万达影视电影业务毛利率分别为 48.14%、43.98%、62.20%;游戏业务的毛利率分别为 65.42%、60.76%、53.91%,电视剧业务毛利率分别为 45.89%、58.00%。预测期内,电影业务毛利率从 65.71%逐渐下降到 48.18%;游戏业务毛利率较为稳定,保持在约 60%;电视剧业务毛利率从 34.77%上升至 40.38%。请你公司:1)结合标的资产各业务类别经营模式、收入来源和成本变动情况、期间费用情况、以前年度经营业绩情况等,补充披露报告期内业绩波动的原因及合理性。2)分业务补充披露报告期内标的资产毛利率水平的合理性。结合各类业务选取同行业上市公司的情况,补充披露选取的同行业上市公司的主要业务与标的资产各项业务是否可比,再进一步补充披露标的资产电影和电视剧毛利率高于同行业的合理性,是否符合行业特点。3)补充披露标的资产综合毛利率、电影及电视业务最近一期毛利率大幅上升,而游戏业务报告期毛利率持续下降的原因及合理性,各业务盈利能力的稳定性。4)结合报告期内毛利率水平,各业务成本构成,补充披露预测期毛利率的预测依据及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复:

一、结合标的资产各业务类别经营模式、收入来源和成本变动情况、期间费用情况、以前年度经营业绩情况等,补充披露报告期内业绩波动的原因及合理性。

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月,万达影视营业收入分别为 9.95 亿元、20.20 亿元及 14.12 亿元,实现了较快增长。按业务类型划分,万达影视报告期内营业收入构成如下:

单位:万元

| 项目       | 2016 年度   | 2017 年度    | 2018 年 1-7 月 |
|----------|-----------|------------|--------------|
| 电影及相关业务  | 66,591.45 | 83,912.49  | 98,635.51    |
| 电视剧及相关业务 | -         | 36,484.24  | 2,092.97     |
| 游戏及相关业务  | 32,916.89 | 82,585.88  | 42,460.10    |
| 分部间抵消    | -         | -1,020.93  | -2,038.36    |
| 营业收入合计   | 99,508.33 | 201,961.68 | 141,150.22   |
| 新媒诚品     | 16,843.21 | 37,333.67  | 2,092.97     |
| 互爱互动     | 44,092.60 | 82,585.88  | 42,460.10    |

注 1:新媒诚品于 2017 年 5 月 31 日纳入万达影视合并报表范围,此处列示新媒诚品及其子公司报告期的毛利率情况

注 2：互爱互动于 2016 年 5 月 4 日纳入万达影视合并报表范围，此处列示互爱互动及其子公司报告期的毛利率情况

### （一）电影业务

万达影视电影业务主要通过投资、制作电影，取得影片的票房分账收益和衍生收入，并获得利润；主要产品为电影片，所发生的成本主要为影视作品的制作成本、宣传和发行支出等。在经营模式方面，万达影视主要结合投资发行的特点采取独家或联合投资的方式参与影片制作；根据影片特点、题材和定位等因素，综合考虑选择是否作为执行制片方主控影片的投资和制作过程；成片后，通过委托专业发行机构或联合代理发行的方式完成宣传发行、影片公映和收入实现等工作。

报告期内，万达影视电影业务收入，成本，期间费用情况如下表所示：

单位：万元

| 项目           | 2016 年度   |         | 2017 年度   |         | 2018 年 1-7 月 |         |
|--------------|-----------|---------|-----------|---------|--------------|---------|
|              | 金额        | 占收入比例   | 金额        | 占收入比例   | 金额           | 占收入比例   |
| 营业收入         | 66,591.45 | 100.00% | 83,696.59 | 100.00% | 97,535.51    | 100.00% |
| 营业成本         | 34,533.15 | 51.86%  | 46,795.91 | 55.91%  | 36,510.31    | 37.43%  |
| 毛利           | 32,058.29 | 48.14%  | 36,900.69 | 44.09%  | 61,025.21    | 62.57%  |
| 毛利率          | 48.14%    | -       | 44.09%    | -       | 62.57%       | -       |
| 销售费用         | 4,581.22  | 6.88%   | 11,274.45 | 13.47%  | 13,225.01    | 13.56%  |
| 管理费用         | 6,499.42  | 9.76%   | 7,435.45  | 8.88%   | 6,240.30     | 6.40%   |
| 财务费用         | 647.60    | 0.97%   | -1,356.41 | -1.62%  | 558.58       | 0.57%   |
| 期间费用         | 11,728.24 | 17.61%  | 17,353.48 | 20.73%  | 20,023.89    | 20.53%  |
| 营业利润         | 22,300.57 | 33.49%  | 20,731.16 | 24.77%  | 46,406.58    | 47.58%  |
| 利润总额         | 23,773.72 | 35.70%  | 21,395.87 | 25.56%  | 46,235.90    | 47.40%  |
| 净利润          | 19,949.56 | 29.96%  | 17,520.69 | 20.93%  | 41,425.78    | 42.47%  |
| 归属于母公司股东的净利润 | 19,949.56 | 29.96%  | 17,520.69 | 20.93%  | 41,425.78    | 42.47%  |

#### （1）收入构成及变动情况

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，万达影视电影业务的主营业务收入分别为 6.66 亿元、8.37 亿元及 9.75 亿元。

#### （2）收入变动原因分析

2016 年，万达影视电影业务实现营业收入 6.66 亿元，主要为《寻龙诀》、《唐人街探案》、《火锅英雄》等影片的票房收入及相关收入。

2017 年，万达影视电影业务实现营业收入 8.39 亿元，较 2016 年电影业务增长 26.01%，主要是万达影视在该年度探索、拓展 IP 运营等非票房收入。

2018 年 1-7 月，万达影视电影业务实现营业收入 9.86 亿元，大幅高于以前年度同期营业收入，主要原因是万达影视主投影片《唐人街探案 2》在 2018 年春节档上映、票房表现优秀。

## 2、成本变动情况

万达影视的营业成本主要包括影视片的制作和投资成本、支付给联合投资方的票房分账款等。2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，万达影视营业成本分别为 3.45 亿元、4.68 亿元及 3.65 亿元，占当期营业收入比例分别为 51.86%、55.91%及 37.43%。

万达影视 2017 年营业成本占收入比例较 2016 年上升，主要原因是影视片属于非标准化的产品，各部影视片毛利率差异较大，从而电影及相关业务营业成本占收入比例存在一定波动。2018 年 1-7 月营业成本占收入比例较 2017 年有所下降，主要是万达影视主投影片《唐人街探案 2》电影票房分账收入超出预期所致。

## 3、期间费用

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，万达影视电影业务各项期间费用如下表所示：

单位：万元

| 项目   | 2016 年度   |        | 2017 年度   |        | 2018 年 1-7 月 |        |
|------|-----------|--------|-----------|--------|--------------|--------|
|      | 金额        | 占收入比例  | 金额        | 占收入比例  | 金额           | 占收入比例  |
| 销售费用 | 4,581.22  | 6.88%  | 11,274.45 | 13.47% | 13,225.01    | 13.56% |
| 管理费用 | 6,499.42  | 9.76%  | 7,435.45  | 8.88%  | 6,240.30     | 6.40%  |
| 财务费用 | 647.60    | 0.97%  | -1,356.41 | -1.62% | 558.58       | 0.57%  |
| 合计   | 11,728.24 | 17.61% | 17,353.48 | 20.73% | 20,023.89    | 20.53% |

### ① 销售费用

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，万达影视电影业务销售费用占当期营业收入比例分别为 6.88%、13.47%及 13.56%。2017 年较 2016 年有所上升，主要原因是万达影视 2017 年主投影片产生的宣发成本有所增长，2018 年 1-7 月较 2017 年变化较小。



## ② 管理费用

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，万达影视电影业务管理费用占当期营业收入比例分别为 9.76%、8.88%和 6.40%。报告期内，万达影视电影业务管理费用总额有所下降，主要是万达影视业务规模持续扩大、管理工作的规模效应逐渐显现所致。

## ③ 财务费用

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，万达影视电影业务财务费用占当期营业收入比例分别为 0.97%、-1.62%及 0.57%，金额相对较小。

## 4、净利润

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，万达影视电影业务的净利润分别为 1.99 亿元、1.75 亿元及 4.14 亿元。

## （二）电视剧业务

万达影视电视剧业务主要通过投资、制作电视剧，向电视台及新媒体平台销售电视剧版权取得版权销售收入及发行收入，并获得利润；主要产品为电视剧，所发生的成本与电影业务相似，包括制作成本、宣传和发行支出等。

报告期内，万达影视电视剧业务（即新媒诚品）收入，成本，期间费用情况如下表所示：

单位：万元

| 项目   | 2016 年度   |         | 2017 年度   |         | 2018 年 1-7 月 |         |
|------|-----------|---------|-----------|---------|--------------|---------|
|      | 金额        | 占收入比例   | 金额        | 占收入比例   | 金额           | 占收入比例   |
| 营业收入 | 16,843.21 | 100.00% | 37,333.67 | 100.00% | 2,092.97     | 100.00% |
| 营业成本 | 8,220.02  | 48.80%  | 20,480.94 | 54.86%  | 879.08       | 42.00%  |
| 毛利   | 8,623.19  | 51.20%  | 16,852.73 | 45.14%  | 1,213.89     | 58.00%  |
| 毛利率  | 51.20%    | -       | 45.14%    | -       | 58.00%       | -       |
| 销售费用 | 504.08    | 2.99%   | 1,018.62  | 2.73%   | 220.6        | 10.54%  |
| 管理费用 | 732.35    | 4.35%   | 762.1     | 2.04%   | 522.21       | 24.95%  |
| 财务费用 | -9.16     | -0.05%  | 334.02    | 0.89%   | 62.95        | 3.01%   |
| 期间费用 | 1227.27   | 7.29%   | 2114.74   | 5.66%   | 805.76       | 38.50%  |
| 营业利润 | 7,191.10  | 42.69%  | 14,003.06 | 37.51%  | -660.22      | -31.54% |

|                      |          |        |           |        |         |         |
|----------------------|----------|--------|-----------|--------|---------|---------|
| 利润总额                 | 8,004.88 | 47.53% | 14,018.80 | 37.55% | -649.89 | -31.05% |
| 净利润                  | 7,037.12 | 41.78% | 13,561.24 | 36.32% | -646.91 | -30.91% |
| 归属于母<br>公司股东<br>的净利润 | 7,047.65 | 41.84% | 13,573.42 | 36.36% | -646.81 | -30.90% |

## 1、收入分析

### (1) 收入构成及变动情况

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，新媒诚品的主营业务收入主要来自于电视剧及相关业务，分别为 1.68 亿元、3.73 亿元及 0.21 亿元。

### (2) 收入变动原因分析

新媒诚品每年约生产 2 至 3 部电视剧作品，并参与部分电视剧的发行，其收入与其当年售出的电视剧高度相关。

2016 年，新媒诚品实现营业收入 1.68 亿元，主要来自其参与制作并在 2016 年度完成首轮发行的电视剧《老公们的私房钱》、《梦想越走越近》和大型推理神秘音乐秀《看见你的声音》等。

2017 年，新媒诚品实现营业收入 3.73 亿元，较 2016 年度增长 121.65%，主要来自于其参与制作并在该年度完成首轮发行的电视剧《战地枪王》、《亲爱的她们》等。

2018 年 1-7 月，新媒诚品实现营业收入 2,092.97 万元，截至 2018 年 7 月末尚未完成电视剧首轮发行。

## 2、成本变动情况

新媒诚品的营业成本主要包括剧本费用、拍摄费用、后期制作费用和参投成本等。2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，新媒诚品营业成本分别为 8,220.02 万元、20,480.94 万元及 879.08 万元，占当期营业收入比例分别为 48.80%、54.86%及 42.00%。2016 年和 2017 年营业成本占收入比例相对稳定，2018 年 1-7 月，新媒诚品收入主要以电视剧作品的二轮发行为主，该类业务对应成本率较低。

## 3、期间费用

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，新媒诚品各项期间费用如下表所示：

单位：万元

| 项目   | 2016 年度  |        | 2017 年度  |       | 2018 年 1-7 月 |        |
|------|----------|--------|----------|-------|--------------|--------|
|      | 金额       | 占收入比例  | 金额       | 占收入比例 | 金额           | 占收入比例  |
| 销售费用 | 504.08   | 2.99%  | 1,018.62 | 2.73% | 220.60       | 10.54% |
| 管理费用 | 732.35   | 4.35%  | 762.10   | 2.04% | 522.21       | 26.95% |
| 财务费用 | -9.16    | -0.05% | 334.02   | 0.89% | 62.95        | 3.01%  |
| 合计   | 1,227.26 | 7.29%  | 2,114.74 | 5.66% | 805.76       | 38.50% |

#### ① 销售费用

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，新媒诚品销售费用占当期营业收入比例分别为 2.99%、2.73%及 10.54%。2016 年、2017 年新媒诚品销售费用总额保持相对稳定，2018 年 1-7 月，新媒诚品无新电视剧作品发行，收入总额较低导致销售费用率有所上升。

#### ② 管理费用

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，新媒诚品管理费用占当期营业收入比例分别为 4.35%、2.04%和 26.95%。2016 年、2017 年新媒诚品管理费用总额保持相对稳定，2018 年 1-7 月，新媒诚品无新电视剧作品发行，收入总额较低导致管理费用率有所上升。

#### ③ 财务费用

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，新媒诚品财务费用占当期营业收入比例分别为 -0.05%、0.89%及 3.01%，金额相对较小。

### 4、净利润

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，新媒诚品的净利润分别为 7,037.12 万元、13,561.24 万元及-646.91 万元。

### （三）游戏业务

万达影视游戏业务主要通过发行、运营网络游戏以获得游戏分成收入及利润；主要产品为网页游戏和移动网络游戏，所发生的成本主要为游戏研发商分成、人工成本等。互爱互动的游戏产品主要采用的是虚拟道具收费模式，在游戏内设置虚拟道具。付费用户通过充值方式获得虚拟货币，虚拟货币可用于购买游戏中的所有虚拟道具、增强扮演角色的特殊属性，满足用户的游戏追求。

报告期内，万达影视游戏业务（即互爱互动）收入，成本，期间费用情况如下表所

示：

单位：万元

| 项目           | 2016 年度   |         | 2017 年度   |         | 2018 年 1-7 月 |         |
|--------------|-----------|---------|-----------|---------|--------------|---------|
|              | 金额        | 占收入比例   | 金额        | 占收入比例   | 金额           | 占收入比例   |
| 营业收入         | 44,092.60 | 100.00% | 82,585.88 | 100.00% | 42,460.10    | 100.00% |
| 营业成本         | 15,960.76 | 36.20%  | 32,404.69 | 39.24%  | 19,568.48    | 46.09%  |
| 毛利           | 28,131.84 | 63.80%  | 50,181.19 | 60.76%  | 22,891.62    | 53.91%  |
| 毛利率          | 63.80%    | —       | 60.76%    | —       | 53.91%       | —       |
| 销售费用         | 2,671.21  | 6.06%   | 13,657.83 | 16.54%  | 3,483.63     | 8.20%   |
| 管理费用         | 1,188.91  | 2.70%   | 2,961.19  | 3.59%   | 2,310.87     | 5.44%   |
| 研发费用         | 1,639.46  | 3.72%   | 2,944.14  | 3.56%   | 1,669.27     | 3.93%   |
| 财务费用         | -525.61   | -1.19%  | 650.35    | 0.79%   | -1,538.65    | -3.62%  |
| 期间费用         | 4,973.97  | 11.28%  | 20,213.51 | 24.48%  | 5,925.12     | 13.95%  |
| 营业利润         | 23,076.41 | 52.34%  | 29,282.95 | 35.46%  | 16,912.97    | 39.83%  |
| 利润总额         | 23,529.60 | 53.36%  | 29,420.41 | 35.62%  | 17,479.47    | 41.17%  |
| 净利润          | 21,626.67 | 49.05%  | 28,742.06 | 34.80%  | 17,109.87    | 40.30%  |
| 归属于母公司股东的净利润 | 21,626.67 | 49.05%  | 28,742.06 | 34.80%  | 17,109.87    | 40.30%  |

## 1、收入分析

### （1）收入构成及变动情况

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，互爱互动的主营业务收入全部来自于游戏发行业务，分别为 4.41 亿元、8.26 亿元及 4.25 亿元。

### （2）收入变动原因分析

报告期内，互爱互动业绩持续增长，主要驱动因素如下：

#### ① 丰富的产品体系与全平台的覆盖能力

与市场上部分公司仅有单一种类大热游戏不同，互爱互动经过多年的经验积累及投入，已踏入运营相对成熟的阶段，拥有多款热门游戏及丰富的游戏产品组合。报告期内，互爱互动发行和运营了多款网页游戏、移动网络游戏，实现从 PC 端到手机端的全平台覆盖，游戏囊括三国、仙侠、武侠、体育、魔幻等多种题材，覆盖 SLG、ARPG、ACT 等多种类型。报告期内，互爱互动运营的多款游戏表现良好，月流水峰值超过千万元。

| 游戏名称      | 游戏类型   | 公测日期        | 游戏题材 | 游戏类型    | 报告期内月流水峰值（万元） |
|-----------|--------|-------------|------|---------|---------------|
| 斩仙        | 网页游戏   | 2012 年 11 月 | 仙侠   | ARPG    | 1,001.36      |
| 神仙劫       | 网页游戏   | 2017 年 3 月  | 西游   | ARPG    | 1,101.68      |
| 新神曲       | 移动网络游戏 | 2013 年 12 月 | 西方魔幻 | ARPG    | 1,069.87      |
| 全民斩仙      | 移动网络游戏 | 2014 年 3 月  | 仙侠   | ARPG    | 1,027.71      |
| 中超风云      | 移动网络游戏 | 2015 年 12 月 | 体育   | SLG     | 1,573.93      |
| 战舰少女 R    | 移动网络游戏 | 2016 年 3 月  | 二次元  | SLG     | 1,147.22      |
| 盗墓风云      | 移动网络游戏 | 2016 年 9 月  | 玄幻   | ARPG    | 3,351.93      |
| 小小军团：合战三国 | 移动网络游戏 | 2016 年 10 月 | 三国   | SLG     | 1,813.92      |
| 勇者大作战     | 移动网络游戏 | 2017 年 4 月  | 动漫   | 放置类     | 3,487.51      |
| 豪门足球风云    | 移动网络游戏 | 2017 年 6 月  | 体育   | SLG     | 4,474.19      |
| 胡莱三国 2    | 移动网络游戏 | 2017 年 6 月  | 三国   | SLG     | 9,096.29      |
| 射雕英雄传     | 移动网络游戏 | 2017 年 7 月  | 武侠   | ARPG    | 3,516.84      |
| 大圣归来棒指灵霄  | 移动网络游戏 | 2017 年 3 月  | 西游   | MMOARPG | 1,824.25      |
| 天生不凡      | 移动网络游戏 | 2017 年 12 月 | 仙侠   | ARPG    | 4,955.67      |
| 绝世武林      | 移动网络游戏 | 2018 年 5 月  | 武侠   | ARPG    | 9,135.83      |

## ② 丰富的游戏产品储备

除了目前所发行和运营的丰富的网页游戏、移动网络游戏产品外，互爱互动凭借出色的游戏发行和运营能力，积极储备了多款优质的游戏产品，如《胡莱三国 3D》、《全民斩仙 2》、《中超风云 2》等。丰富的游戏产品储备有助于互爱互动持续维持业绩高速增长，增强持续盈利能力。

## ③ 立体化的全渠道发行能力

互爱互动充分发挥自身优势，构建了以苹果、腾讯双平台为核心，以安卓联运及运营商渠道为重要组成部分的立体化渠道发行体系：作为第一批接入腾讯开放平台的内容提供商，互爱互动通过与腾讯深度合作，依托腾讯庞大的用户规模及其强关系链，持续打造明星产品；互爱互动一直高度重视与苹果公司的合作，也是苹果应用商店（中国区）最早的合作伙伴之一，多款运营游戏登陆苹果应用商店排行榜；在安卓联运市场上，与包括 360、百度、小米、UC、VIVO、华为等上百家渠道全面合作，覆盖超过 95%的安卓用户；在国内手机游戏市场，互爱互动与三大运营商全面合作，整合运营商计费、流量、用户等核心资源，有力地保障了单机游戏的成功发行。

#### ④ 领先的数据分析系统

互爱互动的数据分析平台可以提供实时的用户行为分析数据，具有定向分析、A/BTest、VIP 用户服务等功能，能够及时地通过数据监控调整产品，达到持续化、数据化的长期运营。互爱互动的大数据分析系统由数据仓库、查询报表、数据分析、数据挖掘、数据监控、数据备份和恢复等部分组成、以帮助游戏运营团队决策为目的。目前，互爱互动建立了推广效果预测模型、收入预测模型、产出消耗监控模型、数据异常预警模型四大分析模型，可以提供实时的用户行为分析数据，具有定向分析、广告回本分析、A/Btest、VIP 用户服务等功能，能够及时地通过数据监控调整产品，实现基于数据的长期运营。

#### 2、营业成本

互爱互动的营业成本主要包括游戏分成款和人工成本等。2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，互爱互动营业成本分别为 1.60 亿元、3.24 亿元及 1.96 亿元，占当期营业收入比例分别为 36.20%、39.24%及 46.09%。报告期内，营业成本占收入比例持续提高，主要是因为互爱互动与分成比例更高的游戏研发合作方推出的游戏贡献的营业收入占比有所上升，导致分成成本相应上升。

#### 3、期间费用

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，互爱互动各项期间费用如下表所示：

单位：万元

| 项目   | 2016 年度  |        | 2017 年度   |        | 2018 年 1-7 月 |        |
|------|----------|--------|-----------|--------|--------------|--------|
|      | 金额       | 占收入比例  | 金额        | 占收入比例  | 金额           | 占收入比例  |
| 销售费用 | 2,671.21 | 6.06%  | 13,657.83 | 16.54% | 3,483.63     | 8.20%  |
| 管理费用 | 1,188.91 | 2.70%  | 2,961.19  | 3.59%  | 2,310.87     | 5.44%  |
| 研发费用 | 1,639.46 | 3.72%  | 2,944.14  | 3.56%  | 1,669.27     | 3.93%  |
| 财务费用 | -525.61  | -1.19% | 650.35    | 0.79%  | -1,538.65    | -3.62% |
| 合计   | 4,973.97 | 11.28% | 20,213.51 | 24.48% | 5,925.12     | 13.95% |

##### ① 销售费用

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，互爱互动的销售费用为 0.27 亿元、1.37 亿元及 0.35 亿元，主要包括职工薪酬、广告促销费等。2017 年销售费用较 2016 年大幅上

升，主要是由于新上线的游戏推广宣传增加所致。

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，互爱互动的销售费用为 0.27 亿元、1.37 亿元及 0.35 亿元，主要包括职工薪酬、广告促销费等。2017 年销售费用较 2016 年大幅上升，主要是由于新上线的游戏推广宣传增加所致。销售费用明细如下表所示：

单位：万元

| 项目      | 2016 年度  | 2017 年度   | 2018 年 1-7 月 |
|---------|----------|-----------|--------------|
| 广告促销费   | 2,026.07 | 11,555.06 | 2,174.73     |
| 职工薪酬    | 440.17   | 1,125.32  | 936.88       |
| 服务费、托管费 | -        | 47.96     | 51.34        |
| 业务招待费   | 101.24   | 263.81    | 164.94       |
| 差旅费     | 15.86    | 102.52    | 87.11        |
| 市内交通费   | 15.66    | 30.33     | 11.50        |
| 办公费、会议费 | 60.61    | 464.32    | 19.22        |
| 其他      | 11.59    | 68.50     | 37.91        |
| 合计      | 2,671.21 | 13,657.83 | 3,483.63     |

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，互爱互动的销售费用占收入的比分别为 6.06%、16.54%及 8.20%。一般而言，新游戏首月及次月流水对整个生命周期内的流水有决定性作用，对新发行游戏的宣传将是影响该游戏生命周期内流水的重要因素。互爱互动 2017 年销售费用占比较 2016 年大幅上升，主要是 2017 年用于新游戏的推广和宣传的广告促销费较 2016 年大幅上升。2017 年，互爱互动新发行的游戏包括《胡莱三国 2》、《豪门足球风云》、《射雕英雄传》等多款热门游戏，故广告促销费用有所提升。2018 年 1-7 月，互爱互动发行新游戏较少，销售费用中的广告促销费用较小，销售费用占比有所下降。

互爱互动在成本费用管控方面制定了相应制度措施，确保成本费用能准确完整的记录。互爱互动有着严格、规范的业务管理流程，涵盖从产品引入、产品测试、上线运营到产品下线的产品全生命周期过程，是实现产品端到端管理的重要手段，有效保证了产品运营的高效、有序与规范性，同时也是互爱互动实现全流程成本管控和风险管控的重要方式。在办公管理成本方面，互爱互动制定了预算管理制度、出差报销制度和员工费用报销制度，严格控制差旅费、办公费、招待费等费用开支。在外购采购方面，互爱互动选择优质、稳定、可靠的供应商为其提供产品，建立供应商数据库；对于金额较大的

单笔采购，通过询价方式，至少询价三家供应商，以降低采购成本。同时会计师在审计过程中，对公司的费用进行了截止性测试、对关联方的交易进行了检查、对关联方的往来进行了函证，未发现存在关联方代垫相关费用的情况。

## ② 管理费用和研发费用

2016年、2017年及2018年1-7月，互爱互动的管理费用和研发费用合计为2,828.38万元、5,905.32万元及3,980.15万元，主要包括研发支出、职工薪酬和房租物业费。2017年较2016年有所上升，主要是由于管理人员工资增加、研发支出增加所致。

## ③ 财务费用

2016年、2017年及2018年1-7月，互爱互动的财务费用为-525.61万元、650.35万元及-1,538.65万元，主要为互爱互动境外子公司对外币性货币项目汇率变动产生的汇兑损益。

## 4、净利润

2016年、2017年及2018年1-7月，互爱互动净利润分别为2.16亿元、2.87亿元及1.71亿元，报告期内呈稳健增长趋势。

二、分业务补充披露报告期内标的资产毛利率水平的合理性。结合各类业务选取同行业上市公司的情况，补充披露选取的同行业上市公司的主要业务与标的资产各项业务是否可比，再进一步补充披露标的资产电影和电视剧毛利率高于同行业的合理性，是否符合行业特点。

报告期内，标的公司各业务毛利率情况如下表所示：

| 项目                | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年 1-7 月 |
|-------------------|---------|---------|--------------|
| 综合毛利率             | 53.86%  | 51.36%  | 59.65%       |
| 电影及相关业务           | 48.14%  | 43.98%  | 62.20%       |
| 电视剧及相关业务          | -       | 45.89%  | 58.00%       |
| 新媒诚品 <sup>1</sup> | 51.20%  | 45.14%  | 58.00%       |
| 游戏及相关业务           | 65.42%  | 60.76%  | 53.91%       |
| 互爱互动 <sup>2</sup> | 63.80%  | 60.76%  | 53.91%       |

注1：新媒诚品于2017年5月31日纳入万达影视合并报表范围，此处列示新媒诚品及其子公司报告期的毛利率情况

注2：互爱互动于2016年5月4日纳入万达影视合并报表范围，此处列示互爱互动及其子公司报告期的毛利率情况



### （一）电影业务

2016 年和 2017 年，可比公司可比业务的毛利水平如下表所示：

| 可比公司       | 2016 年电影业务<br>收入占比 | 电影业务毛利 | 2017 年电影业务<br>收入占比 | 电影业务毛利 |
|------------|--------------------|--------|--------------------|--------|
| 光线传媒       | 71.29%             | 54.60% | 67.17%             | 44.01% |
| 华谊兄弟       | 96.30%             | 53.71% | 85.50%             | 39.90% |
| 北京文化       | 86.69%             | 52.74% | 93.24%             | 45.66% |
| 均值         |                    | 53.68% |                    | 43.19% |
| 中位数        |                    | 53.71% |                    | 44.01% |
| 万达影视电影相关业务 |                    | 48.14% |                    | 43.98% |

A 股上市公司中，光线传媒、华谊兄弟和北京文化的电影业务收入占比较高，故选取上述公司电影业务的毛利率和万达影视对比。

2016 年和 2017 年，可比公司电影业务的平均毛利率分别为 53.68%和 43.19%，万达影视电影业务的毛利率分别为 48.14%和 43.98%，变动趋势和同行业一致。2016 年，万达影视电影业务的毛利率略低于可比公司电影业务的平均毛利率，主要原因是电影属于非标准化的产品，各部影视片毛利率差异较大，2016 年电影《快手枪手快枪手》等电影毛利较低所致，2017 年，万达影视电影业务的毛利率和可比公司电影业务差异较小。

### （二）新媒诚品（万达影视电视剧业务）

2016 年和 2017 年，可比公司可比业务的毛利水平如下表所示：

| 可比公司 | 2016 年电视剧<br>业务收入占比 | 电视剧业务毛利 | 2017 年电视剧<br>业务收入占比 | 电视剧业务毛利 |
|------|---------------------|---------|---------------------|---------|
| 唐德影视 | 50.78%              | 62.38%  | 94.87%              | 49.58%  |
| 欢瑞世纪 | 95.51%              | 60.87%  | 91.24%              | 40.44%  |
| 慈文传媒 | 70.75%              | 29.30%  | 76.08%              | 42.05%  |
| 当代明诚 | 70.69%              | 48.11%  | 64.92%              | 53.12%  |
| 均值   |                     | 50.17%  |                     | 46.30%  |
| 中位数  |                     | 54.49%  |                     | 45.82%  |
| 新媒诚品 |                     | 51.20%  |                     | 45.14%  |

A 股上市公司中，唐德影视、欢瑞世纪、慈文传媒和当代明诚的电视剧业务收入占比较高，故选取上述公司电视剧业务的毛利率和新媒诚品对比。

2016 年和 2017 年，可比公司的平均毛利率分别为 50.17%和 46.30%，新媒诚品的毛利率分别为 51.20%和 45.14%，毛利率水平和变动趋势和同行业一致。

### （三）互爱互动（万达影视游戏业务）

2016 年和 2017 年，可比公司可比业务的毛利水平如下表所示：

| 可比公司 | 2016 年游戏业务<br>收入占比 | 游戏业务毛利 | 2017 年游戏业务<br>收入占比 | 游戏业务毛利 |
|------|--------------------|--------|--------------------|--------|
| 三七互娱 | 82.82%             | 66.95% | 76.76%             | 69.42% |
| 掌趣科技 | 88.08%             | 67.50% | 90.95%             | 72.75% |
| 游族网络 | 100.00%            | 56.15% | 100.00%            | 58.97% |
| 恺英网络 | 82.82%             | 67.36% | 76.76%             | 69.42% |
| 完美世界 | 34.99%             | 56.18% | 71.25%             | 64.66% |
| 平均数  |                    | 62.83% |                    | 67.04% |
| 中位数  |                    | 66.95% |                    | 69.42% |
| 互爱互动 |                    | 63.80% |                    | 60.76% |

2016 年和 2017 年，可比公司的平均毛利率分别为 62.83%和 67.04%，万达影视游戏业务的毛利率分别为 63.80%和 60.76%。2016 年，互爱互动毛利率和可比公司的平均毛利率差异较小；2017 年，互爱互动毛利率低于可比公司的平均毛利率，主要原因是互爱互动与分成比例更高的游戏研发合作方推出的游戏贡献的营业收入占比有所上升，导致分成成本相应上升。

三、补充披露标的资产综合毛利率、电影及电视业务最近一期毛利率大幅上升，而游戏业务报告期毛利率持续下降的原因及合理性，各业务盈利能力的稳定性。

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，万达影视综合毛利率分别为 53.86%、51.36%和 59.65%，具体如下表所示：

单位：万元

| 项目    | 2016 年度   | 2017 年度    | 2018 年 1-7 月 |
|-------|-----------|------------|--------------|
| 营业收入  | 99,508.33 | 201,961.68 | 141,150.22   |
| 营业成本  | 45,916.37 | 98,235.71  | 56,957.87    |
| 毛利    | 53,591.96 | 103,725.97 | 84,192.35    |
| 综合毛利率 | 53.86%    | 51.36%     | 59.65%       |

万达影视 2018 年 1-7 月的综合毛利率有所上升,主要是 2018 年 2 月上映的电影《唐人街探案 2》票房大幅超出预期,使得分账收入增长较快,2018 年 1-7 月毛利率较 2017 年有所上升。

报告期内,标的公司各业务毛利率情况如下表所示:

| 项目                | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年 1-7 月 |
|-------------------|---------|---------|--------------|
| 电影及相关业务           | 48.14%  | 43.98%  | 62.20%       |
| 新媒诚品 <sup>1</sup> | 51.20%  | 45.14%  | 58.00%       |
| 互爱互动 <sup>2</sup> | 63.80%  | 60.76%  | 53.91%       |

注 1: 新媒诚品于 2017 年 5 月 31 日纳入万达影视合并报表范围,此处列示新媒诚品及其子公司报告期的毛利率情况

注 2: 互爱互动于 2016 年 5 月 4 日纳入万达影视合并报表范围,此处列示互爱互动及其子公司报告期的毛利率情况

2016 年、2017 年和 2018 年 1-7 月,万达影视电影相关业务的毛利率分别为 48.14%、43.98%和 62.20%。2018 年 1-7 月较 2017 年有所上升,主要是《唐人街探案 2》票房超出预期,分账收入增长较快所致。

2016 年、2017 年和 2018 年 1-7 月,新媒诚品的毛利率分别为 51.20%、45.14%和 58.00%。2018 年 1-7 月,新媒诚品的新作品尚未发行,营业收入主要由原有电视剧作品的二轮发行构成,故毛利率较高,较 2017 年有所上升。

2016 年、2017 年和 2018 年 1-7 月,互爱互动的毛利率分别为 63.80%、60.76%和 53.91%。2017 年以来有所下降,主要原因是互爱互动与分成比例更高的游戏研发合作方推出的游戏贡献的营业收入占比有所上升,导致分成成本相应上升。

四、结合报告期内毛利率水平,各业务成本构成,补充披露预测期毛利率的预测依据及合理性。

#### (一) 电影板块

##### 1、电影业务板块成本构成

电影业务板块成本包括制作成本和其他成本。其中:

制作成本为电影项目总制作成本中,按照公司的投资比例计算应该分担的制作成本。总制作成本是公司从立项阶段根据电影的题材等,依据项目小组预测模型预估的电影票房,同步计划拟选用的演员、导演、制片团队、拍摄地点等预估总制作成本。

其他业务成本为电视剧和网剧投资成本。电视剧和网剧的成本预测根据主控方提供的电视剧的投资成本预算，按照公司的投资比例测算电视剧业务成本。

综上所述，根据标的公司对影片票房的预测、投资额度的预算、投资比例和影片量级等指标，分别对营业成本项目进行测算。预测期营业成本预测如下表：

单位：万元

| 项目名称     | 2018 年 8 至 12 月 | 2019 年    | 2020 年    | 2021 年     | 2022 年     | 2023 年     |
|----------|-----------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 制作成本     | 5,721.95        | 61,683.96 | 80,424.53 | 103,909.43 | 129,367.25 | 154,205.76 |
| 其他成本     | 5.31            | 3,890.57  | 0.00      | 5,188.68   | 6,459.91   | 7,700.21   |
| 主营业务成本合计 | 5,727.26        | 65,574.53 | 80,424.53 | 109,098.11 | 135,827.15 | 161,905.96 |

## 2、电影板块预测期毛利率

预测期内，电影业务板块毛利率如下表所示：

单位：万元

| 项目名称     | 2018 年度    | 2019 年度    | 2020 年度    | 2021 年度    | 2022 年度    | 2023 年度    |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 主营业务收入合计 | 114,239.81 | 141,367.62 | 169,500.38 | 216,989.02 | 262,556.72 | 312,442.49 |
| 主营业务成本合计 | 42,237.57  | 65,574.53  | 80,424.53  | 109,098.11 | 135,827.15 | 161,905.96 |
| 毛利率      | 63.03%     | 53.61%     | 52.55%     | 49.72%     | 48.27%     | 48.18%     |

## 3、预测依据及合理性分析

电影产品为非标产品，每一部影视作品的投资制作过程都需要经过项目决策委员会，对设定的各项维度进行评判打分，并结合市场的热度对是否进行投资做出决定。成本部根据影片的题材、选用的导演和监制、主要演员阵容、场景布局等线上和线下成本进行预算的编制，因此需要对预测期每一部影片的票房收入和制作成本逐一进行分析、评价和预测，导致单片的毛利率均不相同。同时公司会根据影片的投资额度和市场喜好的题材转换等因素，合理布局未来预测期每一年的影片投资片单计划，从充分考虑投资风险的角度出发，参考历史期综合毛利率的水平和行业的相关指标进行比较分析，并对未来年度拟投资影片进行预测编制。

报告期电影板块的综合毛利率分别为 48.14%、43.98%和 62.20%，存在的波动是因为每一年度投资影片的类型、投资额度、票房收入等影响毛利率的关键指标波动产生，2017 年和 2016 年毛利率均值为 46.06%，略低于行业同期的水平。同期可比公司的毛利

率指标列示如下：

| 证券代码       | 证券简称 | 2016 年毛利率 | 2017 年毛利率 | 均值     |
|------------|------|-----------|-----------|--------|
| 000802. SZ | 北京文化 | 53.64%    | 48.78%    | 51.21% |
| 300027. SZ | 华谊兄弟 | 49.45%    | 41.28%    | 45.37% |
| 300251. SZ | 光线传媒 | 53.64%    | 48.78%    | 51.21% |
| 平均数        |      | 51.42%    | 51.42%    | 48.30% |
| 万达影视电影业务   |      | 48.14%    | 43.98%    | 46.06% |

WIND 资讯一致性盈利预测的同行业可比公司未来年度毛利率水平如下表：

| 证券代码       | 证券简称 | 毛利率预测  |        |        |
|------------|------|--------|--------|--------|
|            |      | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 000802. SZ | 北京文化 | 47.76% | 47.67% | 46.56% |
| 300027. SZ | 华谊兄弟 | 51.00% | 51.17% | 50.60% |
| 300251. SZ | 光线传媒 | 44.28% | 46.28% | 45.80% |
| 平均数        |      | 47.68% | 48.37% | 47.65% |
| 万达影视电影业务   |      | 63.03% | 53.61% | 52.55% |

从选取的报告期同行业影视公司的公开数据整理分析来看，因投资上映影片的题材、投资额度和实现票房收入等因素的差异，毛利率的波动能反映行业自身的特点，从可比公司历史期投资的影片票房来看，北京文化投资上映的《芳华》《战狼 2》等均成为年度的爆款电影，《战狼 2》创造了国产影片的票房纪录；华谊兄弟投资上映的《老炮儿》《我不是潘金莲》《功夫瑜伽》等表现优异；光线传媒投资上映的《美人鱼》《从你的全世界路过》《嫌疑人 x 的献身》等票房不俗，《美人鱼》以 33 亿的票房位列 2016 年度国产影片票房榜首。万达影视同期投资上映的《记忆大师》《父子雄兵》等影片票房表现基本符合预期，因此导致 2016 年度和 2017 年度万达影视的毛利率水平低于行业平均毛利率。

与同行业未来盈利预测毛利率比较，行业可比公司预测毛利率介于 44.28%至 51.17%之间，万达影视 2019 年至 2023 年预测毛利率均值为 50.47%，位于行业可比公司预测毛利率的区间上部，主要是因为：

1、同行业可比公司的数据是通过大数据整理分析得出。因缺少可比公司的未来投资片单等信息，不能对其投资计划和投资的题材等影响毛利率的关键指标进行分析。较

多的研究机构选择历史趋势进行推算，数据可能脱离各可比公司的未来投资计划，因此同行业的预测数据只能提供趋势性的分析，但对于影视制作行业来说，参考意义较为有限；

2、万达影视预测期的毛利率测算，是结合影片的投资额度和市场喜好的题材转换等因素，合理布局未来预测期每一年度的影片投资片单计划，其中：

2018 年，万达影视的综合毛利率为 63.03%，主要是 2018 年上映的主投电影《唐人街探案 2》、《快把我哥带走》，参投电影《我不是药神》、《西虹市首富》等票房大幅超出预期，使得收入增长较快，毛利率较高。

2019 年和 2020 年，从万达影视未来年度拟投资的影片片单来分析，随着具有强劲 IP 流量带动效应的大制作电影《唐人街探案》系列、《鬼吹灯》系列、科幻题材的折叠城市等影片的陆续投放，对预期收益可以提供足够的保障。

3、万达影视与腾讯合资成立青岛木桃文化公司，专注版权的运营工作，通过腾讯等新媒体资源的导入，逐渐提升版权运营能力，进一步拓展非票房收入的占比，实现影片的收益来源多渠道、利润最大化的目标。

4、在影视行业中，万达影视是为数不多的，能够整合影视制作、版权运营、发行业务于一体的公司。一方面，万达影视可通过联营公司五洲发行，对拟上映的影片进行多维度、多类型媒介和多种营销方式的推广，对票房的收益贡献提升明显；另一方面，万达影视可积极争取参投影片和市场其他影片的发行业务，增加宣发代理费业务的收入占比，从而间接提升万达影视的综合毛利率。

综上，万达影视 2019 年至 2023 年预测毛利率均值为 50.47%，与历史期万达影视的毛利率指标和行业可比公司相关指标基本相近。万达影视的毛利率预测是基于未来年度预测中对票房收入、制作成本等影响毛利率的各项指标的全面分析，符合影视行业毛利率波动的特点，因此万达影视预测期毛利率具备合理性。

## （二）电视剧板块

### 1、电视剧业务板块成本构成

新媒诚品电视剧业务成本主要包括剧本成本、拍摄成本及制作成本。剧本成本包括剧本采购成本和剧本改编成本等，拍摄成本包括剧组必要支出、导演及演员等片酬支出、

以及拍摄过程中发生的前期制作成本等，制作成本主要指完成前期拍摄为满足播出需要而发生的后期制作成本。公司根据市场上已播映的与拟投拍电视剧同类型作品的反响度及认可度，在立项之初同步计划拟选用的演员、导演、制片团队、拍摄地点等，在参考预测收入和管理层对项目毛利率的把控等因素，预估总制作成本。最后结合投资比例及投资方式分项目对电视剧成本进行预测。

## 2、电视剧板块预测期毛利率

预测期内，电视剧业务板块毛利率如下表所示：

单位：万元

| 项目   | 2018 年    | 2019 年    | 2020 年    | 2021 年    | 2022 年    | 2023 年     |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 营业收入 | 47,277.19 | 55,551.51 | 65,397.80 | 77,173.42 | 91,452.56 | 102,113.04 |
| 营业成本 | 30,353.05 | 36,555.81 | 40,632.44 | 45,685.93 | 54,813.15 | 60,875.16  |
| 毛利率  | 35.80%    | 34.19%    | 37.87%    | 40.80%    | 40.06%    | 40.38%     |

3、预测依据及合理性分析 2017 年和 2016 年，新媒诚品的毛利率均值为 48.17%，略高于行业同期的水平。同期可比公司的毛利率指标列示如下：

| 证券代码      | 证券简称 | 2016 毛利率 | 2017 毛利率 | 均值     |
|-----------|------|----------|----------|--------|
| 000892.SZ | 欢瑞世纪 | 61.87%   | 44.56%   | 57.50% |
| 002343.SZ | 慈文传媒 | 33.61%   | 44.85%   | 33.15% |
| 300426.SZ | 唐德影视 | 41.92%   | 47.52%   | 44.88% |
| 600136.SH | 当代明诚 | 54.22%   | 55.98%   | 49.97% |
| 平均数       |      | 43.25%   | 49.45%   | 46.35% |
| 新媒诚品      |      | 51.20%   | 45.14%   | 48.17% |

WIND 资讯一致性盈利预测的同行业可比公司未来年度毛利率水平如下表：

| 证券代码      | 证券简称 | 毛利率预测  |        |        |
|-----------|------|--------|--------|--------|
|           |      | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 000892.SZ | 欢瑞世纪 | 38.69% | 46.20% | 45.61% |
| 002343.SZ | 慈文传媒 | 36.78% | 36.79% | 36.04% |
| 300426.SZ | 唐德影视 | 42.51% | 43.02% | 44.72% |
| 600136.SH | 当代明诚 | 42.49% | 43.59% | 45.30% |
| 平均数       |      | 40.12% | 42.40% | 43.20% |
| 新媒诚品      |      | 35.80% | 34.19% | 37.87% |

2018年新媒诚品预测综合毛利率为35.80%，实现销售项目包括《正阳门下小女人》、《亲爱的她们》、《一吻不定情》等多部电视剧和网络剧。

2019年和2020年新媒诚品综合毛利率为34.19%和37.87%，预计销售项目包括《伞兵魂》、《大耍儿之西城风云》、《恋爱才是正经事》等在内的多部符合主流市场需求的作品，主营业务保持稳定。

从新媒诚品整体毛利率来看，新媒诚品2018年至2023年毛利率处于40.80%至34.19%之间，低于报告期毛利率均值46.35%。新媒诚品2018年至2020年预测毛利率分别为35.80%、34.19%及37.87%，均低于同行业未来盈利预测毛利率40.12%、42.40%及43.20%。

新媒诚品预测毛利率主要是根据具体电视剧项目预测情况做出的。新媒诚品主营业务收入受到电视剧自身的题材类型、成本规模、主创团队及市场预期等多方面因素影响，新媒诚品依据未来年度的电视剧投资拍摄计划和投资项目等信息，区分主投和参投项目，结合报告期同类型电视剧的销售情况，参考市场的需求，对预测期电视剧收入进行预测。结合相关电视剧的收入及成本预测情况以及同行业可比公司预测毛利率情况，新媒诚品的毛利率具有合理性。

### （三）游戏板块

#### 1、游戏板块成本构成

游戏业务营业成本主要包括职工薪酬、代理游戏授权金摊销、代理游戏分成、支付平台手续费等。预测期各营业成本项目预测方法如下：

**职工薪酬：**根据报告期游戏运营情况和行业发展趋势，结合未来运营游戏数量的增长情况，预计所需人员数量及工资水平，测算未来职工薪酬。

**代理游戏授权金摊销：**为取得游戏代理资格支付给游戏研发商的授权金摊销金额。通过对报告期年度代理授权金支付金额、年度游戏分成收入和年度代理授权金摊销成本进行分析，按照代理授权金摊销成本与游戏分成收入相对合理的比例，对预测期代理授权金摊销成本进行预测。

**代理游戏分成：**是指互爱互动代理运营的游戏产品按照合同约定的分成比例支付给被代理方的分成款，本次评估以未来拟上线游戏的预测收入为基础，对于已签订协议的



游戏按协议约定比例测算；对于尚未签订协议的游戏，参考互爱互动历史营运游戏，确定适当比例对预测期的代理游戏分成进行测算。

支付平台手续费：是指游戏玩家通过第三方渠道进行游戏充值结算产生的手续费，对于预测期支付平台手续费的预测，根据报告期该项费用占收入的一定比例进行合理预测。

其他成本：预测期按一定增长比率进行估算。

## 2、游戏板块预测期毛利率

互爱互动预测期毛利率如下表：

| 项目   | 2018 年<br>8-12 月 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年及之后 |
|------|------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 游戏业务 | 60.69%           | 61.21%  | 60.73%  | 60.35%  | 60.25%  | 60.32%    |

## 3、预测依据及合理性分析

2017 年和 2016 年，互爱互动的毛利率均值为 62.28%，和行业同期的水平基本一致。同期可比公司的毛利率指标列示如下：

| 证券代码       | 证券简称 | 2016 毛利率 | 2017 毛利率 | 均值     |
|------------|------|----------|----------|--------|
| 002174. SZ | 游族网络 | 47.62%   | 52.17%   | 49.90% |
| 002517. SZ | 恺英网络 | 63.52%   | 70.70%   | 67.11% |
| 002555. SZ | 三七互娱 | 63.01%   | 68.52%   | 65.76% |
| 002624. SZ | 完美世界 | 60.96%   | 57.36%   | 59.16% |
| 300315. SZ | 掌趣科技 | 56.15%   | 58.97%   | 57.56% |
| 平均数        |      | 58.25%   | 61.54%   | 59.90% |
| 游戏业务       |      | 63.80%   | 60.76%   | 62.28% |

WIND 资讯一致性盈利预测的同行业可比公司未来年度毛利率水平如下表：

| 证券代码       | 证券简称 | 毛利率预测  |        |        |
|------------|------|--------|--------|--------|
|            |      | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 002174. SZ | 游族网络 | 51.28% | 51.51% | 51.20% |
| 002517. SZ | 恺英网络 | 58.83% | 59.30% | 71.02% |
| 002555. SZ | 三七互娱 | 68.45% | 68.89% | 69.29% |
| 002624. SZ | 完美世界 | 58.34% | 58.33% | 58.53% |
| 300315. SZ | 掌趣科技 | 64.70% | 64.70% | 64.66% |

|      |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|
| 平均数  | 62.54% | 62.86% | 64.85% |
| 游戏业务 | 57.12% | 61.21% | 60.73% |

综上，互爱互动预测毛利率与历史期互爱互动的毛利率指标和行业可比公司相关指标基本相近，预测期毛利率具备合理性。

## 五、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：1) 报告期内业绩波动的原因具有合理性。2) 报告期内标的资产毛利率水平与同行业上市公司同类型业务不存在重大差异，具有合理性。3) 标的资产综合毛利率、电影最近一期毛利率大幅上升主要是受单部电影影响，新媒诚品未完成电视剧的首轮发行，而游戏业务报告期毛利率持续下降主要是受分成比例影响，原因具有合理性，结合 2018 年实际业务完成情况，各业务盈利能力具有稳定性。4) 预测期毛利率主要依据报告期内实际业务情况，综合行业发展趋势作出，和可比公司不存在重大差异，具有合理性。

**问题 14、申请文件显示，标的资产最近三年存在多次增资及股权转让行为。另外，标的资产分别于 2017 年 5 月和 8 月进行两次减资。请你公司：1) 补充披露剔除青岛影投估值影响后标的资产最近三年历次增资及股权转让与本次交易估值差异情况及合理性。2) 对比万达影视收购互爱互动、新媒诚品的估值与本次交易对应估值情况，补充披露互爱互动、新媒诚品两次估值金额、增值率的差异情况。并结合外部环境变化、评估假设情况及标的资产盈利能力变化情况等补充披露上述估值差异的具体原因及合理性，本次评估值及交易作价是否合理、公允。3) 补充披露两次减资的原因、必要性及合理性。减资事项获债权人同意的情况，是否存在债权人要求提前清偿债务或提供担保的情形；向万达投资定向减资获其他股东同意的情况，是否存在向大股东输送其他利益情况。减资事项是否会造成潜在争议或纠纷；如是，补充披露相关应对措施。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。**

答复：

一、补充披露剔除青岛影投估值影响后标的资产最近三年历次增资及股权转让与本次交易估值差异情况及合理性

标的公司最近三年股权变动的具体情况如下：

| 序号 | 项目              | 交易背景及目的                                                                        | 交易完成后估值      | 剔除青岛影投后估值    | 剔除青岛影投影响后，标的资产历次估值相比前次的变动分析                    |
|----|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|------------------------------------------------|
| 1  | 2015年5月，第一次增资   | 万达投资对万达影视现金增资                                                                  | N/A          | N/A          | 万达影视引入私募投资者之前在万达集团关联方之间进行的股权结构调整，按1元/注册资本的价格进行 |
| 2  | 2015年8月，第二次股权转让 | 万达投资将部分万达影视股权转让予王健林先生                                                          | N/A          | N/A          |                                                |
| 3  | 2015年10月，第二次增资  | 万达投资、王健林先生、万达集团对万达影视现金增资                                                       | N/A          | N/A          |                                                |
| 4  | 2016年2月，第三次股权转让 | 王健林先生将部分万达影视股权转让予林宁女士                                                          | N/A          | N/A          |                                                |
| 5  | 2016年3月，第四次股权转让 | 万达影视引入私募投资人                                                                    | 160.00<br>亿元 | 160.00<br>亿元 | 交易估值为与私募投资者按市场化方式协商确定，与前次估值不具可比性               |
| 6  | 2016年4月，第三次增资   | 万达影视因收购互爱互动、青岛影投（传奇影业母公司）增资并引入部分新投资人                                           | 372.04<br>亿元 | 182.04<br>亿元 | 收购互爱互动的总对价为25.89亿元，其中股权支付22.04亿元，相应提升估值        |
| 7  | 2016年5月，第五次股权转让 | 万达投资将部分万达影视股权转让予莘县融智                                                           | 372.04<br>亿元 | 182.04<br>亿元 | 与前次估值保持一致                                      |
| 8  | 2017年2月，第六次股权转让 | 部分私募投资者退出并将对应股份转让予万达投资                                                         | 372.04<br>亿元 | 182.04<br>亿元 | 与前次估值保持一致                                      |
| 9  | 2017年5月，第一次减资   | 万达影视剥离传奇影业并对应减资，同时部分私募投资者以减资形式退出                                               | 155.00<br>亿元 | 155.00<br>亿元 | 万达影视剥离传奇影业并对应减资，同时部分私募投资者通过减资完全退出              |
| 10 | 2017年5月，第七次股权转让 | 一位私募投资者部分退出并将对应股份转让予万达投资                                                       | 155.00<br>亿元 | 155.00<br>亿元 | 与前次估值保持一致                                      |
| 11 | 2017年5月，第四次增资   | 万达影视收购新媒诚品增资并引入部分新投资人                                                          | 160.00<br>亿元 | 160.00<br>亿元 | 收购新媒诚品的总对价为9.02亿元，其中股权支付5.00亿元，相应提升估值          |
| 12 | 2017年7月，第八次股权转让 | 万达影视现有股东间股权转让                                                                  | 160.00<br>亿元 | 160.00<br>亿元 | 与前次估值保持一致                                      |
| 13 | 2017年8月，第二次减资   | 为更好地保护中小股东利益、降低标的资产估值，同时保证此前投资于万达影视的私募投资者权益不受影响，万达影视向万达投资定向减资                  | 120.00<br>亿元 | 120.00<br>亿元 | 为保障上市公司中小股东利益，下调估值40亿元，万达投资通过定向减资方式单方承担估值下调    |
| 14 | 本次交易            | 根据公司第四届董事会第二十三次会议决议及第二十四次会议决议，公司对本次重组方案进行调整，本次交易万达影视100%股权价格调整为110亿元，较前次下调10亿元 | 110.00<br>亿元 | 110.00<br>亿元 | 为保障上市公司中小股东利益，重组方案进行调整，下调估值10亿元                |

综上，万达影视历次股权变动对应估值与本次交易估值间的差异具备合理性。

二、对比万达影视收购互爱互动、新媒诚品的估值与本次交易对应估值情况，补充披露互爱互动、新媒诚品两次估值金额、增值率的差异情况。并结合外部环境变化、评估假设情况及标的资产盈利能力变化情况等补充披露上述估值差异的具体原因及合理性，本次评估值及交易作价是否合理、公允

### （一）互爱互动

2016年5月，万达影视与互爱科技、互爱互动签订《股权转让协议》，互爱互动100%股权交易价格为25.89亿元，对应2016年12月31日净资产的增值率为557.33%。上述交易价格以2016年承诺净利润数（即2亿元）的12.945倍（市盈率）为基础。

本次交易中，互爱互动100%股权的评估价值为39.92亿元，对应评估基准日净资产的增值率为368.30%，低于前次万达影视收购互爱互动时的增值率。据此计算其2018年预测净利润的市盈率为13.26倍，与万达影视收购互爱互动时12.945倍市盈率倍数不存在重大差异；其2019年预测市盈率倍数为12.78倍，低于收购时的市盈率。

互爱互动股权交易对价较此前被万达影视收购时有所提高，主要原因是两次交易的定价基准日不同，而互爱互动在此期间经营情况良好、业绩大幅提升，2017年度经审计的净利润为28,742.06万元，2018年度预测净利润为30,114万元，较2016年被万达影视收购时预测的2016年度净利润20,000万元实现大幅的增长，本次评估值及交易作价具备合理性及公允性。

### （二）新媒诚品

2016年12月，万达影视与尹香今、马宁签订《股权转让框架协议》，新媒诚品99.1139%股权价格为9.02亿元，对应2016年12月31日净资产的增值率为219.35%。上述交易价格以2016年承诺净利润数（即7,000万元）的13倍（市盈率）为基础。

本次交易中，新媒诚品99.4361%股权的评估价值为17.88亿元，对应评估基准日的增值率为336.00%。据此计算其2018年预测净利润的市盈率为13.67倍，与万达影视收购新媒诚品时13倍市盈率倍数不存在重大差异；其2019年预测市盈率倍数为11.28倍，明显低于收购时的市盈率。

新媒诚品股权交易对价较此前被万达影视收购时有所提高，主要原因是两次交易的定价基准日不同，而新媒诚品在此期间经营情况良好、业绩大幅提升，2017年度经审计的净利润为13,561.24万元，2018年度预测净利润为13,148万元，较2016年被万

达影视收购时预测的 2016 年度净利润 7,000 万元实现大幅的增长，本次评估值及交易作价具备合理性及公允性。

三、补充披露两次减资的原因、必要性及合理性。减资事项获债权人同意的情况，是否存在债权人要求提前清偿债务或提供担保的情形；向万达投资定向减资获其他股东同意的情况，是否存在向大股东输送其他利益情况。减资事项是否会造成潜在争议或纠纷；如是，补充披露相关应对措施。

#### （一）两次减资的基本情况

##### 1、2017 年 5 月，第一次减资

2017 年 3 月 20 日，万达影视召开股东会并作出决议，同意嘉兴厚安股权投资合伙企业（有限合伙）、孚惠映画（天津）企业管理中心（有限合伙）、上海磐霖泓瑜投资管理中心（有限合伙）退出，并同意万达影视的注册资本由 232,525 万元减少至 96,874.999906 万元。

2017 年 3 月 24 日，万达影视分别与宿迁清远、张铎、恒盈投资、鼎石一号、天津梦元、上海磐霖泓瑜投资管理中心（有限合伙）、蕙阳郡霆、泛海投资、弘创投资、新华联控股、上海塔拜、长石投资、何志平、西海岸产投、嘉兴厚安股权投资合伙企业（有限合伙）、乐创东方、兴铁基金、孚惠映画（天津）企业管理中心（有限合伙）、华策影视、西藏华鑫签署《股权回购协议》，约定上述减资事宜。

2017 年 3 月 30 日，万达影视在《北京晨报》刊登了减资公告。

2017 年 5 月 16 日，万达影视召开股东会并作出决议，同意上述减资事宜并相应修改公司章程。

2017 年 5 月 16 日，万达影视就本次减资办理完毕工商变更登记手续，并取得北京市工商行政管理局朝阳分局换发的《营业执照》。

本次减资完成后，万达影视注册资本变更为 96,874.999906 万元。经核查，万达影视已将相应的减资款支付至上述股东。

##### 2、2017 年 8 月，第二次减资

2017 年 6 月 20 日，万达影视召开股东会并作出决议，同意万达影视注册资本减少由 99,999.999906 万元至 75,000 万元，全部由股东万达投资减少。

2017 年 6 月 22 日，万达影视在《北京晨报》刊登了减资公告。

2017 年 8 月 10 日，万达影视召开股东会并作出决议，同意上述减资事宜并相应修改公司章程。

2017 年 8 月 21 日，万达影视已就本次减资办理完毕工商变更登记手续，并取得北京市工商行政管理局朝阳分局换发的《营业执照》。

本次减资完成后，万达影视的注册资本变更为 75,000 万元。

## （二）万达影视减资的法律依据

根据《公司法》第三十七条和第四十三条的规定，有限责任公司的股东会有权对公司增加或者减少注册资本作出决议，且增加或者减少注册资本的决议必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。《公司法》仅规定了减少注册资本应履行的具体程序，并没有对有限责任公司减少注册资本的方案、定价和对象等作出限制性规定。因此，有限责任公司股东会按照《公司法》的相关规定作出有效决议后，可按照审议通过的减资方案进行定向减资。

经检索，可查询到北方华创（002371）2016 年发行股份购买北京北方微电子基地设备工艺研究中心有限责任公司 100%股权中的标的公司历史上曾因个别投资人退出等原因而多次实施定向减资、云南白药（000538）正在进行云南白药控股有限公司定向减资后并由云南白药吸收合并云南白药控股有限公司的相关交易、澳柯玛（600336）于 2017 年参与定向减资退出北京国翔资产管理有限公司，因此，有限责任公司定向减资已有较多实践案例的支持。综上，万达影视作为有限责任公司，在股东会按照《公司法》的相关规定对定向减资方案作出有效决议后，可按照审议通过的方案进行定向减资。

## （三）两次减资的原因、必要性及合理性

根据万达影视的确认，2017 年 5 月第一次减资是由于万达影视剥离青岛影投（持有传奇影业 100%股权），以及根据部分私募投资人与万达集团签署的《投资协议》的约定以及与私募投资人的协商，万达影视回购部分投资人的出资；2017 年 8 月第二次减资系向万达投资定向减资，从而提高其他股东的持股比例，系为更好地保护中小股东利益、降低标的资产估值，同时保证此前投资于万达影视的私募投资者权益不受影响而进行的。

上述减资事项均系万达影视及其股东根据相互之间的约定或者友好协商而确定进行，也是各方为进一步优化万达影视股权结构、降低万达影视估值，从而保障万达电影及中小股东利益而进行，具有必要性及合理性。

#### （四）减资事项涉及的债务处置事项

就万达影视 2017 年 5 月第一次减资事项，万达影视履行了债权人通知程序，并于 2017 年 3 月 30 日在《北京晨报》刊登了减资公告；就 2017 年 8 月第二次减资事项，万达影视履行了债权人通知程序，并于 2017 年 6 月 22 日在《北京晨报》刊登了减资公告。

根据万达影视的债权清偿或担保情况说明，无任何单位或个人向万达影视提出清偿债务或提出相应担保请求。

因此，万达影视两次减资均已根据《公司法》规定履行债权人通知和减资公告程序，万达影视未收到债权人提前清偿债务或提供担保要求的情形。

#### （五）向万达投资定向减资获其他股东同意的情况，是否存在向大股东输送其他利益情况

根据万达影视的确认及其工商档案，2017 年 8 月向万达投资定向减资事宜，在万达影视审议减资事宜的股东会上，除青岛西海岸文化产业投资有限公司提出反对意见外，均获得了其他股东的同意，该次减资事宜获得了万达影视三分之二以上表决权股东的通过。

尽管青岛西海岸文化产业投资有限公司对该次定向减资投反对票，但就青岛西海岸文化产业投资有限公司在万达影视中的股权变动事宜，青岛西海岸文化产业投资有限公司的股东青岛西海岸发展（集团）有限公司已出具《关于对青岛西海岸文化产业投资有限公司投资万达影视传媒有限公司、青岛万达影视投资有限公司及持股期间股权变动情况的确认函》，确认对上述股权演变的过程和结果均无异议。

此外，该次减资的价格是 1.11 元/注册资本，远低于当时万达影视私募估值对应的 16 元/股的价格及当时万达影视每股净资产值 5.32 元/股，不存在向大股东输送利益的情形。

综上，就万达影视向万达投资定向减资事宜，除青岛西海岸文化产业投资有限公司

在股东会上投票反对外，均获得了万达影视其他股东的同意，获得了万达影视三分之二以上表决权股东的通过，且后续青岛西海岸文化产业投资有限公司的股东已确认对青岛西海岸文化产业投资有限公司在万达影视中的股权变动过程和结果无异议。该次减资的价格远低于当时万达影视私募估值及每股净资产值，不存在向大股东输送利益的情形。

（六）减资事项是否会造成潜在争议或纠纷；如是，补充披露相关应对措施。

如前述，万达影视两次减资均根据《公司法》等法律法规的规定获得万达影视股东会决议通过，并履行债权人通知和减资公告等程序，通知、公告发出后法定期限内未收到债权人关于提前清偿债务或提供担保要求；就万达影视向万达投资定向减资事宜，除青岛西海岸文化产业投资有限公司在股东会上投票反对外，均获得了万达影视其他股东的同意，获得了万达影视三分之二以上表决权股东的通过，后续青岛西海岸文化产业投资有限公司的股东已确认对青岛西海岸文化产业投资有限公司在万达影视中的股权变动过程和结果无异议，因此万达影视前述减资程序符合《公司法》的规定，不存在潜在的争议或纠纷。

#### 四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，剔除青岛影投估值影响后标的资产最近三年历次增资及股权转让与本次交易估值差异情况具有合理性；本次评估值及交易作价具有合理性及公允性；万达影视两次减资具有必要性及合理性，均根据《公司法》等法律法规的规定获得万达影视股东会决议通过，并履行债权人通知和减资公告等程序，通知、公告发出后法定期限内未收到债权人关于提前清偿债务或提供担保要求，其中向万达投资定向减资事宜，除青岛西海岸文化产业投资有限公司在股东会上投票反对外，获得了万达影视三分之二以上表决权股东的通过，后续青岛西海岸文化产业投资有限公司的股东均已确认对青岛西海岸文化产业投资有限公司在万达影视中的股权变动过程和结果无异议，因此万达影视前述减资程序符合《公司法》的规定，不存在潜在的争议或纠纷，因此前述减资事宜不会对本次交易产生重大不利影响。



问题 15、申请文件显示，万达影视及其子公司互爱互动和新媒诚品收益法评估中预测期主营业务收入较报告期增长幅度较大。请你公司补充披露预测期各类业务各期营业收入增长率，并说明预测增长率的波动原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

# 一、预测期各类业务各期营业收入增长率

报告期及预测期内，万达影视各业务板块收入增长情况如下表所示：

单位：亿元

| 项目      | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年度 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 电影业务收入  | 6.66    | 8.37    | 11.42   | 14.14   | 16.95   | 21.70   | 26.26   | 31.24   |
| 增长率     | -       | 25.69%  | 36.49%  | 23.75%  | 19.90%  | 28.02%  | 21.00%  | 19.00%  |
| 电视剧业务收入 | 1.68    | 3.73    | 4.73    | 5.56    | 6.54    | 7.72    | 9.15    | 10.21   |
| 增长率     | -       | 121.65% | 26.63%  | 17.50%  | 17.72%  | 18.01%  | 18.50%  | 11.66%  |
| 游戏业务收入  | 4.41    | 8.26    | 8.06    | 10.13   | 12.24   | 14.34   | 16.16   | 17.87   |
| 增长率     | -       | 87.30%  | -2.38%  | 25.63%  | 20.86%  | 17.17%  | 12.64%  | 10.60%  |
| 合计收入    | 10.00   | 12.75   | 20.36   | 24.21   | 29.82   | 35.73   | 43.76   | 51.56   |
| 增长率     | -       | 59.66%  | 18.92%  | 23.15%  | 19.82%  | 22.47%  | 17.82%  | 15.07%  |

## （一）电影业务预测收入增长率的波动原因及合理性

电影业务预测收入与每一年度的影片投放计划、影片预测票房、预计制作成本息息相关。其中，在影片投放计划方面，万达影视需要考虑诸多因素，包括：

1、市场题材热度：万达影视需要紧跟市场热度布局影片的投资；

2、未来年度拟投资影片的投资额度：需要综合考虑影片的制作周期、投资额，特别是风险较高、制作周期较长的大制作电影的投资，从而在保证经营活动现金流能满足正常生产经营需要的前提下，平衡大制作和中小制作电影的影片投资，平衡风险和收益的关系。

对预测期片单信息和预测收入增长率统计如下：

| 预测片单信息统计 | 单位 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|----------|----|---------|---------|---------|---------|
|----------|----|---------|---------|---------|---------|

|         |   |        |        |        |        |
|---------|---|--------|--------|--------|--------|
| 拟上映影片数量 | 部 | 15     | 27     | 14     | 33     |
| 主投影片数量  | 部 | 6      | 14     | 9      | 24     |
| 参投影片数量  | 部 | 9      | 13     | 5      | 9      |
| 大制作影片数量 | 部 | 1      | 1      | 4      | 3      |
| 营业收入增长率 |   | 36.49% | 23.75% | 19.90% | 28.02% |

注：大制作影片为总制作成本在 2 亿元以上的影片。

2018 年，万达影视投资的影片《唐人街探案 2》、《我不是药神》、《西虹市首富》和《快把我哥带走》等取得的收益均超过预期，使得 2018 年收入较上一年度增长较快，根据未经审计的数据，2018 年万达影视电影业务收入实际增速为 40.87%，收入增速处于较高水平。

2019 年，万达影视布局影片数量虽然增加，但出于影片制作周期和成本的考量，大制作影片仅有《鬼吹灯之天星术》一部，其余以中等和小制作影片居多，参考市场题材热度和投资额度，出于谨慎预估的票房收入增速较 2018 年有所放缓。

2020 年，万达影视布局影片数量有所下降，但是大制作影片达到四部之多，其中《唐人街探案 3》、《折叠城市》、《寻龙诀 2》等热门 IP 电影悉数登场，同时随着 2018 年度已经上映影片的收入在 2019 年度陆续回款，现金流趋于充足，足以支持 2020 年大制作的投入额度，使 2020 年收入增长率仍保持在 19.90%。

2021 年，万达影视投资的大制作影片包括《神奇法师天行记》、《斗破苍穹》和《索马里行动》。公司管理层基于大数据分析结果和对国内票房市场的增速预判，适当调低了单部影片票房的预测，但考虑到拟投资影片数量的增加，2021 年收入增长率提高到 28.02%。

如下表所示，可比公司 2019 年、2020 年收入预测增速介于 16.84%和 27.21%之间，与万达影视预测收入增速区间 19.00%至 28.02%不存在重大差异。

单位：万元

| 证券代码      | 证券简称 | 2018 收入    | 2019 收入    | 2020 收入    | 2019 收入增长率 | 2020 收入增长率 |
|-----------|------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 000802.SZ | 北京文化 | 167,556.80 | 213,153.20 | 269,755.25 | 27.21%     | 26.55%     |
| 300027.SZ | 华谊兄弟 | 470,875.36 | 567,785.93 | 674,059.27 | 20.58%     | 18.72%     |
| 300251.SZ | 光线传媒 | 210,009.84 | 262,350.71 | 306,542.94 | 24.92%     | 16.84%     |
| 平均数       |      | 282,814.00 | 347,763.28 | 416,785.82 | 24.24%     | 20.70%     |

资料来源：WIND 资讯，截至 2018 年 7 月 31 日

综上，万达影视预测收入增长率具有合理性。

## （二）电视剧业务预测收入增长率的波动原因及合理性

万达影视在其电视剧筹备拍摄前，会进行市场调研，制定预期销售计划、初步明确目标销售渠道；之后，再根据电视剧题材、观众喜好和演员人气等，对主要演职人员作出谨慎选择，并开始组建拍摄团队；拍摄阶段，万达影视根据同类电视剧的市场销售情况和与电视台的洽谈情况，对电视剧的收入进行预估；在制作完成并取得发行许可证后，正式进入销售阶段，向目标销售电视台和网络平台进行样片推介、洽谈销售意向及确定最终价格。

电视剧属于订单式非同质化产品，不同类型、投资情况的电视剧项目销售收入不同。一般而言，电视剧比网络剧投资规模大、收入高，主投电视剧比参投电视剧收入高。与电影业务相似，因不同年度投资计划、资金情况、电视剧题材存在差异，电视剧预测收入呈现一定的波动。

万达影视预测期电视剧数量具体如下表所示：

| 项目           |     | 2018 年度   | 2019 年度   | 2020 年度   | 2021 年度   | 2022 年度   | 2023 年度    |
|--------------|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 主投项目数量(单位：部) | 电视剧 | 3         | 2         | 3         | 5         | 5         | 5          |
|              | 网络剧 | 1         | 4         | 3         | 2         | 1         | 0          |
| 参投项目数量(单位：部) | 电视剧 | 4         | 4         | 1         | 0         | 0         | 0          |
|              | 网络剧 | 3         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          |
| 合计           |     | 11        | 10        | 7         | 7         | 6         | 5          |
| 营业收入（万元）     |     | 47,277.19 | 55,551.51 | 65,397.80 | 77,173.42 | 91,452.56 | 102,113.04 |
| 营业收入增长率      |     | 26.63%    | 17.50%    | 17.72%    | 18.01%    | 18.50%    | 11.66%     |

结合现有剧本项目储备情况，新媒诚品每年主投电视剧和网络剧合计为 4 至 5 部，参投项目数量由当年行业情况、市场参投机会及新媒诚品资金使用情况决定，出于谨慎性考虑，除有明确投资协议的项目外，预测期不对参投项目进行预测。预测期投资的电视剧总数虽然逐年减少，但由于主投项目数量基本不变，且主投项目比例有所提高，因此收入逐年提高。

2018 年，新媒诚品共成功发行电视剧和网络剧 11 部，其中电视剧《正阳门下小女人》取得较好的收益，收入增长率 26.63%。

2019 年和 2020 年，新媒诚品将完成包括《伞兵魂》、《大耍儿之西城风云》、《激荡》

等在内的多部电视剧和网络剧的发行。其中《伞兵魂》市场关注度高，已达成部分销售意向。《激荡》的导演在现实主义题材电视剧领域经验丰富，该剧以改革开放为背景，符合目前市场需求。

如下表所示，可比公司 2019 年、2020 年收入预测增速分别为 27.01%和 20.45%，相比之下，新媒诚品收入预测增长率仅为 17.50%和 17.72%，2019 年至 2023 年其收入增长率也处于 11.66%至 18.50%之间，较为谨慎，具备合理性。

| 证券代码      | 证券简称 | 2018 收入    | 2019 收入    | 2020 收入    | 2019 收入增长率 | 2020 收入增长率 |
|-----------|------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 000892.SZ | 欢瑞世纪 | 164,580.00 | 234,200.00 | 283,690.00 | 42.30%     | 21.13%     |
| 002343.SZ | 慈文传媒 | 254,098.69 | 312,559.69 | 368,353.25 | 23.01%     | 17.85%     |
| 300426.SZ | 唐德影视 | 169,645.00 | 215,582.50 | 267,300.00 | 27.08%     | 23.99%     |
| 600136.SH | 当代明诚 | 258,465.64 | 298,888.82 | 355,142.20 | 15.64%     | 18.82%     |
| 平均数       |      | 211,697.33 | 265,307.75 | 318,621.36 | 27.01%     | 20.45%     |

资料来源：WIND 资讯，截至 2018 年 7 月 31 日

### （三）游戏业务预测收入增长率的波动原因及合理性

近年来，随着全世界范围内互联网及移动互联网行业的高速发展，互联网渗透率逐年提高，个人电脑、智能手机不断普及、功能日渐强大，人们娱乐消费理念逐步转变，网络游戏行业得到了快速发展。但是，网络游戏行业的增长速度仍然受到一系列不确定因素的影响，这些因素包括但不限于：政策变化，移动手机、互联网基础设施、移动通信设施等在中国和海外市场的普及程度，网络游戏目标市场容量，游戏玩家的支付能力，当地经济发展状况等。以上各项指标的变化均可能影响互爱互动营业收入。

互爱互动会持续对已经上线的游戏产品进行产品优化，对游戏的活跃用户数、付费用户数、月 ARPU 值、月流水等关键运营数据进行分析，根据分析结果有针对性的调整宣传策略和力度，并根据用户使用习惯和付费情况的变化，根据对用户行为的分析，将信息反馈给研发商，研发商对游戏进行修改和升级，从而延长游戏的生命周期，增强游戏盈利能力。

2018 年，受行业政策调整影响，游戏行业整体发展速度受到冲击，但游戏行业的需求依然保持旺盛，同时游戏版号审批工作已于 2018 年 12 月底恢复，随着游戏版号审批工作的有序开放，游戏行业整体会随政策调控进入良性发展轨道。2018 年互爱互动预测营业收入较 2017 年下降 2.38%，主要是受行业政策调整影响。根据 2018 年未经审

计财务报表，2018 年度互爱互动预测收入已经基本实现。

2019 年，互爱互动预测收入较 2018 年上升 25.63%，互爱互动预测收入增长主要是根据具体游戏流水预测情况做出的。根据互爱互动 2018 年 1-12 月实际游戏流水情况，游戏《绝世武林》、《天生不凡》在上线超过 6 月后依然能保持平均每月数千万流水，且从游戏上线至 2018 年末的流水没有出现明显下降；2018 年 12 月发行的游戏《剑灵苍穹》发行首月取得数千万流水，上述游戏仅 2018 年 12 月的流水合计已经超过 1 亿元，将是 2019 年实现收入预测的重要保证。

此外，互爱互动 2019 年预计游戏上线计划如下表所示，目前已经取得 5 款游戏的版号，多款游戏正在申请版号，该等游戏上线后预计将持续产生流水。

| 名称       | 上线计划      | 目前进度 | 推广运营情况  | 版号情况 |
|----------|-----------|------|---------|------|
| 坦克大决战    | 2019 年 Q1 | 准备公测 | 各平台开始预热 | 已有版号 |
| 美职篮 2018 | 2019 年 Q2 | 准备测试 | 暂无推广    | 已有版号 |
| 镇魂记      | 2019 年    | 已测试  | 暂无推广    | 已有版号 |
| 战火与荣耀    | 2019 年    | 已测试  | 暂无推广    | 已有版号 |
| 大唐风云     | 2019 年    | 已测试  | 暂无推广    | 申请中  |
| 胡莱三国 3D  | 2019 年    | 准备测试 | 暂无推广    | 申请中  |
| 勇者大作战 2  | 2019 年    | 研发中  | 暂无推广    | 申请中  |
| 秦皇汉武     | 2019 年    | 已测试  | 暂无推广    | 已有版号 |
| 烽火燃三国    | 2019 年    | 准备测试 | 暂无推广    | 申请中  |
| 炎龙骑士团    | 2019 年    | 准备测试 | 暂无推广    | 申请中  |
| 夜叉学院     | 2019 年    | 研发中  | 暂无推广    | 申请中  |
| 全职法师：觉醒  | 2019 年    | 准备测试 | 暂无推广    | 申请中  |
| 圣斗士      | 2019 年    | 准备测试 | 暂无推广    | 申请中  |

2020 年，互爱互动预测收入较 2019 年上升 20.86%，主要是综合考虑互爱互动历年收入增长情况，以及版号恢复审核的情况。2016 年，互爱互动营业收入同比增长 31.84%，2017 年同比增长 87.30%，均高于 2020 年预测收入增长率。且游戏版号审核已于 2018 年 12 月恢复，截至本反馈签署之日，互爱互动已经取得 2 个游戏版号。整体而言，政策调整对游戏发行公司的影响相对游戏研发公司较小。互爱互动作为游戏发行公司，除持续推出精品游戏以外，也可以通过从行业市场购买已有版号游戏的代理发行权、积极开拓海外市场等方式提升收入。

WIND 资讯一致性盈利预测的同行业可比公司未来年度收入情况如下表：

| 证券代码       | 证券简称 | 2018 收入      | 2019 收入         | 2020 收入         | 2019 收入增长率 | 2020 收入增长率 |
|------------|------|--------------|-----------------|-----------------|------------|------------|
| 002174. SZ | 游族网络 | 434, 231. 71 | 558, 566. 71    | 690, 858. 87    | 28. 63%    | 23. 68%    |
| 002517. SZ | 恺英网络 | 439, 925. 00 | 519, 700. 00    | 619, 350. 00    | 18. 13%    | 19. 17%    |
| 002555. SZ | 三七互娱 | 790, 826. 33 | 944, 455. 76    | 1, 109, 134. 53 | 19. 43%    | 17. 44%    |
| 002624. SZ | 完美世界 | 958, 367. 71 | 1, 152, 308. 29 | 1, 360, 939. 69 | 20. 24%    | 18. 11%    |
| 300315. SZ | 掌趣科技 | 215, 300. 00 | 247, 600. 00    | 284, 700. 00    | 15. 00%    | 14. 98%    |
| 平均数        |      | 567, 730. 15 | 684, 526. 15    | 812, 996. 62    | 20. 29%    | 18. 68%    |

资料来源：WIND 资讯，截至 2018 年 7 月 31 日

2019 年和 2020 年互爱互动收入增长率分别为 25.63%和 20.86%，略高于行业可比公司同期收入增长率均值 20.29%和 18.68%，考虑到同行业可比公司规模相对较大，如恺英网络、三七互娱、完美世界、掌趣科技等 2017 年度净利润均超过互爱互动；相对而言互爱互动规模较小，增速较快，因此互爱互动 2019 年、2020 年营业收入增长率略高于同行业可比公司。

2021 年至 2023 年，互爱互动收入增长率分别为 17.17%、12.64%和 10.60%，主要是出于谨慎考虑，低于行业预测 2018 年至 2020 年收入增长率，互爱互动预测期营业收入增长率符合行业发展趋势，预测较为合理。

## 二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：标的公司预测期内收入持续增长，且预测增长率的波动的原因具有合理性。

**问题 16、请你公司：**1) 按项目补充披露万达影视主要影视作品（电影、电视剧）名称、预计总收入、总成本、项目毛利及毛利率预测情况。2) 结合万达影视电影业务现有储备/开发的电影 IP 的具体情况、主投和参投方式等补充披露分账收入和宣发代理收入预测中电影票房的预测依据、具体预测过程和结果，并说明对预测期各期营业收入的具体影响。3) 补充披露宣发代理费收入预测中，代理费计提比例的预测依据、具体比例及合理性。4) 补充披露广告收入预测中已签署合同的具体情况及各预测期收入金额；正在拍摄和制作过程中影片广告收入的具体预测依据、预测增长情况。各类广告收入的定价原则、定价方式，与同行业可比公司对比价格合理性。5) 补充披露其他收入中

电视剧预测收入依据及具体预测情况，结合目前已有参投意向项目或储备项目的具体情况说明其他收入预测金额及增长率合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、按项目补充披露万达影视主要影视作品（电影、电视剧）名称、预计总收入、总成本、项目毛利及毛利率预测情况。

预测期内，万达影视电影业务所涉及的主要影视作品名称、预计总收入、总成本、项目毛利及毛利率预测情况如下表所示：

单位：万元

| 序号 | 作品名称  | 预计总收入     | 预计总成本     | 项目毛利      | 项目毛利率  | 备注 |
|----|-------|-----------|-----------|-----------|--------|----|
| 1  | 电影 22 | 3,447.00  | 1,650.00  | 1,797.00  | 52.1%  | 主投 |
| 2  | 电影 23 | 7,770.62  | 4,320.00  | 3,450.62  | 44.4%  | 主投 |
| 3  | 电影 24 | 779.85    | 350.00    | 429.85    | 55.1%  | 主投 |
| 4  | 电影 25 | 3,188.80  | 1,500.00  | 1,688.80  | 53.0%  | 主投 |
| 5  | 电影 26 | 1,375.60  | 790.00    | 585.60    | 42.6%  | 主投 |
| 6  | 电影 27 | 23,271.87 | 16,000.00 | 7,271.87  | 31.2%  | 主投 |
| 7  | 电影 28 | 87,359.49 | 44,750.00 | 42,609.49 | 48.8%  | 主投 |
| 8  | 电影 29 | 22,991.73 | 16,500.00 | 6,491.73  | 28.2%  | 主投 |
| 9  | 电影 30 | 23,512.30 | 14,600.00 | 8,912.30  | 37.9%  | 主投 |
| 10 | 电影 31 | 1,906.60  | 1,200.00  | 706.60    | 37.1%  | 参投 |
| 11 | 电影 32 | 1,435.59  | 800.00    | 635.59    | 44.3%  | 参投 |
| 12 | 电影 33 | 4,751.56  | 2,750.00  | 2,001.56  | 42.1%  | 参投 |
| 13 | 电影 34 | 3,045.68  | 1,500.00  | 1,545.68  | 50.7%  | 参投 |
| 14 | 电视剧 4 | 11,500.00 | 5,500.00  | 6,000.00  | 52.17% | 参投 |

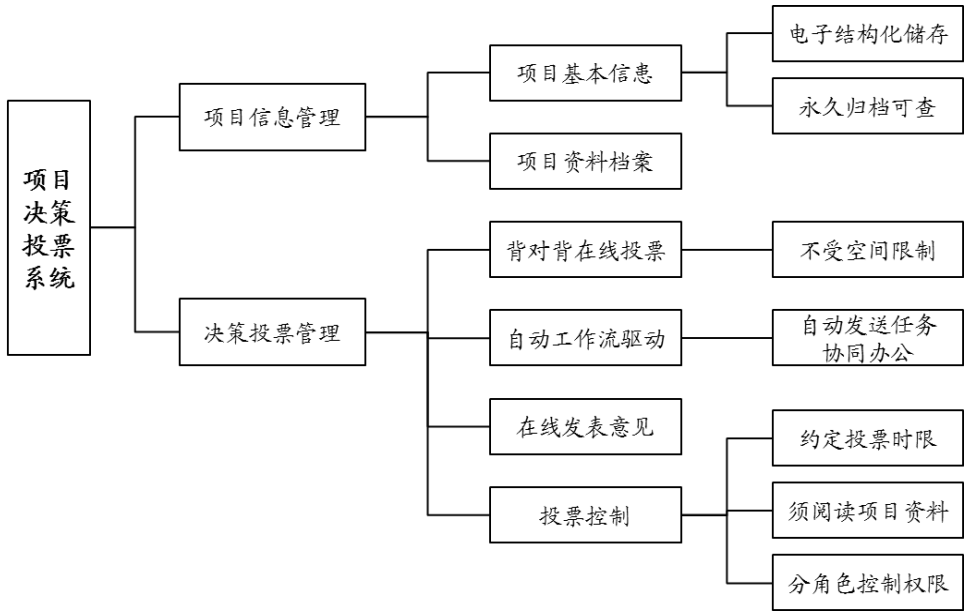
二、结合万达影视电影业务现有储备/开发的电影 IP 的具体情况、主投和参投方式等补充披露分账收入和宣发代理收入预测中电影票房的预测依据、具体预测过程和结果，并说明对预测期各期营业收入的具体影响。

（一）补充披露分账收入和宣发代理收入预测中电影票房的预测依据、预测过程和结果

#### 1、电影票房的预测模型

电影票房的预测，是对预测期营业收入预测的关键。万达影视主要基于其对电影行业的深刻见解及多年丰富的运营经验，通过其大数据电影票房预测模型进行相关预测。

公司项目决策委员会在获取项目的相关信息之后，通过公司内部决策的 OA 系统，分别交由法律顾问、剧本开发委员会、编剧委员会、项目市场开发部等部门进行逐级打分和发表意见。管理要点及流程如下图所示：



随后，电影票房项目测算小组会根据各部门的专家打分情况，结合项目测算小组的测算模型参数，分别从类型受众、故事内容熟知度、剧情剧本的口碑度、导演号召力、主演成员、投资额度、宣发成本费用支出和增减项目指标(专家口碑、档期空间和竞争力)共八个维度，对电影项目进行打分，同时参考已经设定的各项维度的权重，计算出电影项目的得分。

计算得分后，项目测算小组选择同类型题材的影片的历史票房作为参考，结合公司内部的影片库数据，通过线性回归方程，对影片的未来票房收入进行预测，并将预测结果上报系统进行审核。

最后，项目决策委员会根据上述专家意见和项目测算小组的数据进行集体决策，对于适合的项目进行后期的工作推进。

经由上述过程得出的预测票房模型，虽已结合了大量的数据资源，但仍是一个静态的评价指标，对于长期项目，还需更多地动态考虑市场的需求和观众的题材喜好等因素。



因此，在电影投资及上映的实际过程中，万达影视会根据需求，在影片上映前的一个月或者一个星期，根据小范围的观影和影评等信息，对票房预测进行重新评测，此时获取的动态数据会更好地结合市场对影片的反响等信息进行预测，更具有合理性，但是对预测期电影项目尚不能进行动态的测评，只能选择静态的测评方法进行预测。

## 2、电影票房的预测依据、预测过程和结果

结合上述对万达影视电影票房的预测原则，以 2019 年拟上映的某影片为例，其预测依据、预测过程和预测结果如下表所示：

| 序号   | 项目         | 预测内容                                                                                                                                                                                                                       |     |             |        |           |       |
|------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|-------------|--------|-----------|-------|
| 1    | 类型定位       | 动作/犯罪                                                                                                                                                                                                                      |     |             |        |           |       |
| 2    | 内容定位       | 该片讲述了法医陈家豪与实习生法医乔琳在一晚无意间与 Santa 带领的三名悍匪展开一连串生死博弈的故事。                                                                                                                                                                       |     |             |        |           |       |
| 3    | 项目阶段       | 后期制作                                                                                                                                                                                                                       |     |             |        |           |       |
| 4    | 导演/监制      | 雷尼·哈林                                                                                                                                                                                                                      |     |             |        |           |       |
| 5    | 主要演员阵容     | 张家辉/杨紫/任贤齐                                                                                                                                                                                                                 |     |             |        |           |       |
| 6    | 预计上映时间     | 2019 年                                                                                                                                                                                                                     |     |             |        |           |       |
| 7    | 参考影片信息     | 影片名称                                                                                                                                                                                                                       | 导演  | 演员阵容        | 参考依据   | 上映时间      | 总票房   |
|      |            | 杀破狼 2                                                                                                                                                                                                                      | 郑保瑞 | 吴京/托尼·贾/张晋  | 类型     | 2015/6/18 | 5.6 亿 |
|      |            | 使徒行者                                                                                                                                                                                                                       | 文伟鸿 | 张家辉/古天乐/吴镇宇 | 类型、同主演 | 2016/8/11 | 6.1 亿 |
| 8    | 主要结论       | 1. 类型突出，剧本质量佳，卡司搭配整体较好。属于密闭空间内的故事，场景相对较少，按照目前项目规划是突出动作类型相对弱化悬疑类型，可以相对扩大受众范围。但几位主演中仅”张家辉+动作片“有较强的认知，最终成片能否达到预期效果存在一定的不确定性。<br>2. 张家辉近年作品整体质量较高，观众口碑较好，具备一定的票房保证，任贤齐 2016 年出演《树大招风》在影迷群体中评价较好，对其演技给予充分肯定。杨紫银幕作品较少，市场接受度尚不确定。 |     |             |        |           |       |
| 9.1  | 类型受众群体     | 65                                                                                                                                                                                                                         |     |             |        |           |       |
| 9.2  | 故事/内容熟知度   | 50                                                                                                                                                                                                                         |     |             |        |           |       |
| 9.3  | 剧情/剧本吸引力   | 80                                                                                                                                                                                                                         |     |             |        |           |       |
| 9.4  | 导演/监制票房号召力 | 75                                                                                                                                                                                                                         |     |             |        |           |       |
| 9.5  | 主演票房号召力    | 75                                                                                                                                                                                                                         |     |             |        |           |       |
| 9.6  | 投资额度       | 55                                                                                                                                                                                                                         |     |             |        |           |       |
| 9.7  | 营销宣传费用     | 80                                                                                                                                                                                                                         |     |             |        |           |       |
| 9.9  | 项目综合得分     | 68.25                                                                                                                                                                                                                      |     |             |        |           |       |
| 10   | 模型测算票房参考值  | 43,918 万元                                                                                                                                                                                                                  |     |             |        |           |       |
| 10.1 | 保守估计       | 30,000 万元                                                                                                                                                                                                                  |     |             |        |           |       |
| 10.2 | 客观估计       | 45,000 万元                                                                                                                                                                                                                  |     |             |        |           |       |
| 10.3 | 乐观估计       | 60,000 万元                                                                                                                                                                                                                  |     |             |        |           |       |
| 11   | 预测电影票房取值   | 45,000 万元                                                                                                                                                                                                                  |     |             |        |           |       |

此外，在电影上映前，制片方及院线会根据同档期电影竞争情况、目标观影群体反馈等因素综合决定影片是否上映。若电影上映前存在同档期影片竞争程度超出预期、宣传情况及观影群体反馈不理想等情况，制片方、发行公司和院线可能会共同作出适当调整电影档期或撤档的决定，进而导致公司预测电影票房与实际情况存在一定出入。为应对此种情形的发生、尽可能降低对公司经营的影响，公司通常会在既有经营计划之外，关注市场动态并额外储备一定数量的待投资影片（通常为参投），当发生前述不利情形

时，公司会以更快的决策速度，完成决策和投资。

更改电影上映档期通常是公司结合最新市场动态，为实现投资收益最大化、保护电影参与各方的利益而审慎做出的决策。以万达影视所参投的《情圣 2》为例，主投方综合考虑春节档竞争态势、观众反馈情况等因素，决定将其撤出春节档、未来再择机上映。一方面，该片为万达影视参投影片，参投比例仅为 10%，预测毛利仅占 2019 年预测毛利的 2%，故对公司 2019 年预测业绩的影响甚微；另一方面，万达影视在本次评估基准日之后，也成功参投了储备影片，包括即将在春节档上映的《飞驰人生》等，尽可能降低甚至完全消除《情圣 2》撤档所带来的对业绩的负面影响。

## （二）说明电影票房对预测期各期营业收入的具体影响

假设票房的变动幅度为±10%、±20%，票房的变动对各期营业收入的影响测算如下：

单位：万元

| 票房变动指标   | 2019 年度 |         | 2020 年度 |         | 2021 年度 |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|          | 收入金额    | 变动比率    | 收入金额    | 变动比率    | 收入金额    | 变动比率    |
| 票房变动+20% | 166,344 | 17.67%  | 200,641 | 18.37%  | 254,980 | 17.51%  |
| 票房变动+10% | 153,856 | 8.83%   | 185,071 | 9.19%   | 235,985 | 8.75%   |
| 收入预测金额   | 141,368 | -       | 169,500 | -       | 216,989 | -       |
| 票房变动-10% | 128,879 | -8.83%  | 153,930 | -9.19%  | 197,993 | -8.75%  |
| 票房变动-20% | 116,391 | -17.67% | 138,359 | -18.37% | 178,998 | -17.51% |

根据上表测算，若所有电影票房变化幅度为 20%，则 2019 年、2020 年和 2021 年营业收入的变动比率分别为 17.67%、18.37%和 17.51%。

## 三、补充披露宣发代理费收入预测中，代理费计提比例的预测依据、具体比例及合理性。

宣发代理费是指万达影视参与影片宣传推广，因需要组织电影的宣传、发行、推广等工作，向影片全体投资方收取的相关费用。

宣发代理费收入的预测，主要是根据预测影片的票房，扣除电影专项基金、相关税费和院线分成后作为基数，按照代理费计提比例（预测期内取值为 13%）进行测算。宣发代理费的具体计算公式为：

宣发代理费=电影票房收入 $\times$ (1-5%-6.72% $\div$ 1.06) $\times$ 42% $\times$ 代理费计提比例

式中参数:

5%: 计提的电影专项基金;

6.72%: 增值税及附加;

42%: 电影投资方确认的收益比例, 即扣除院线 57%的分账比例和扣除华夏电影发行有限责任公司或者中国电影股份有限公司 1%的发行费用后票房的收益比例;

根据影视行业惯例, 宣发代理费的收取比例多数在 10%至 15%之间, 各电影公司会根据其宣发影片的市场反响度、影片量级、上映档期、导演和演员号召力等因素进行差异化竞争。报告期内, 万达影视对所有参与宣发的影片代理费计提比例均为 15%, 并根据上述因素与发行公司对所计提的代理费进行分配。因参投的项目并不一定能够获得宣发代理权, 所以本次预测只对万达影视主控的项目测算宣发代理费, 预测期万达影视代理费计提的比例为 13%, 发行公司代理费计提比例为 2%, 合计即为对所有参与宣发的影片代理费计提比例。

因影视行业的产品属于文化意识形态领域的非标产品, 故不同电影的代理费计提比例有所差异。对于代理费计提比例的预测, 主要参考报告期内万达影视 2018 年主投项目的实际计提比例, 具有合理性。

四、补充披露广告收入预测中已签署合同的具体情况及各预测期收入金额; 正在拍摄和制作过程中影片广告收入的具体预测依据、预测增长情况。各类广告收入的定价原则、定价方式, 与同行业可比公司对比价格合理性。

#### (一) 广告收入预测中已签署合同的具体情况及各预测期收入金额

电影业务中广告收入主要指万达影视所投影片的植入广告收入。该项工作开展的流程大致如下:

- 1、开机前 3 个月根据基本定稿的剧本, 完成剧本的商务审阅, 并制定招商计划, 该计划需要根据电影内容、题材、主创信息等因素确定;
- 2、根据制定的招商计划, 制作商务通案招商, 待具体品牌有合作意向后, 起草商务专案并提案;
- 3、经过投资方、导演团队对植入广告是否符合影片主题、整体植入是否不影响观

影效果等因素的考量之后进行表决，结合广告业主的意向提案，进入谈判价格及修订合约阶段；

4、投资方结合竞价阶段的报价锁定植入广告投放的业主，履行签订合约程序。

因此，该项工作通常在影片临近上映前才会最终完成并签署合同。鉴于预测期影片尚处于创作和剧组筹备阶段，暂无已经签署的合同。

（二）正在拍摄和制作过程中影片广告收入的具体预测依据、预测增长情况

1、广告收入的具体预测依据

影片广告收入预测前提也是电影票房预测，具体过程详见本题之“二、结合万达影视电影业务现有储备/开发的电影 IP 的具体情况、主投和参投方式等补充披露分账收入和宣发代理收入预测中电影票房的预测依据、具体预测过程和结果，并说明对预测期各期营业收入的具体影响。”

完成票房预测工作后，万达影视会启动商务收入预估工作，其中广告收入评估标准包括植入品类、影片题材类型、主演主创信息等维度。根据被测评的影片每个维度的评分及评估维度占比的乘积，计算出各维度的评估小计，再结合票房预测收入，得出关于被评估影片的商务评估成绩。将评测得分对应到相应的商务评估分值中，同时参考当年电影市场大盘情况、消费群体消费趋势等维度信息，便可预估出被评估影片的大体商务广告收益的体量。

2、广告收入的预测增长情况

报告期及预测期，广告收入的预测增长情况如下表所示：

单位：万元

| 项目名称     | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年度 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入合计 | 56,916  | 66,591  | 83,697  | 114,240 | 141,368 | 169,500 | 216,989 | 262,557 | 312,442 |
| 其中：广告收入  | 161     | 1,635   | 860     | 581     | 1,196   | 3,400   | 8,758   | 10,597  | 12,611  |
| 广告收入占比   | 0.28%   | 2.46%   | 1.03%   | 0.51%   | 0.85%   | 2.01%   | 4.04%   | 4.04%   | 4.04%   |
| 广告收入增长率  |         | 915%    | -47%    | -32%    | 106%    | 184%    | 158%    | 21%     | 19%     |

预测期内广告收入持续增长，具体原因如下：

（1）植入广告市场持续增长

植入式营销可以分为 4 种运作模式：形象植入、场景植入、对白植入和情节植入。随着有线、无线和数字电视的发展，互联网、手机、4G 等新媒体的大量涌现促使媒介细分化、信息传播渠道多样化，消费者的信息选择能力不断加强，广告营销模式不断创新，植入式广告成为最具潜力的运作模式之一。

国内植入广告市场潜力巨大，2017 年国内植入式广告市场的规模已经超过 56 亿，从细分市场分析来看，因植入式广告对受众消费行为可产生长效的连锁影响，植入式广告增速最快，所占市场份额在逐渐提升，而植入手法的不断推陈出新也使得这一营销方式逐渐赢得更多广告商的青睐。

## （2）万达影视有丰富的植入广告运作经验

历史上，万达影视主投影片的广告收入统计列示如下：

| 影片      | 项目     | 广告植入公司或品牌         | 合同金额<br>(人民币万元) |
|---------|--------|-------------------|-----------------|
| 记忆大师    | 商务开发收入 | 传媒类               | 100             |
| 父子雄兵    | 商务开发收入 | 汽车类、保险、租车公司和化妆品等  | 795             |
| 解忧杂货店   | 商务开发收入 | 化妆品、拍摄基地等         | 325             |
| 唐人街探案 2 | 商务开发收入 | 手机、直播平台、酒类、游戏、银行等 | 1,110           |

从万达影视历史成绩来看，其广告植入的能力不断增强，早期电影《记忆大师》植入影片的类型较为单一、数量较少，相关收益仅为一百万，而近期电影《唐人街探案 2》的植入影片类型则涵盖了汽车、租车、手机、银行、游戏、酒类、医药和化妆品等多个领域的多个知名品牌，相关收益高达 1,110 万元。万达影视在影片植入上的成绩，一方面反映了行业趋势，一方面凸显了其自身不断丰富的广告运作经验。

## （3）万达影视在发展植入式广告业务方面具备突出的竞争优势

### ① 万达影视在国内影视制作公司中具有举足轻重的地位

2012 年至 2018 年，万达影视共出品约 80 部影片，国内票房累计已超过 416 亿元。2018 年万达影视出品 15 部影片，累计票房约 126 亿，占 2018 年国产电影总票房的 33.40%，在国内影视制作公司中具有举足轻重的地位。

广告收入对于影视制作公司来说具有天然的土壤和发展基础，通过多年的积累，万达影视投资的影片涵盖喜剧、都市、科幻等多种题材类型，各业务线条的工作室积累了开发广告业务的经验，历史期影片植入的广告均取得不俗的市场变现，市场反响较为积

极，植入广告投放效果符合广告业主的预期。

## ② 万达影视具有知名 IP 系列影片

万达影视在其前期作品取得良好市场反响的基础上，正在积极筹划包括《寻龙诀》系列、《唐人街探案》系列、《斗破苍穹》系列等作品，市场期待度较高，良好票房和新媒体发行表现可期，这也极大的增加了植入广告的曝光率，成熟 IP 系列影片的运作经验和积极的广告投放效果，势必会吸引更多的广告业主的关注，为植入广告的招商和商务洽谈增加筹码。

## （4）万达影视预测期电影植入广告的具体预测情况及分析

万达影视在制定未来年度的投资拍摄计划时，会利用大数据，充分预判市场题材热度，目前计划投资的题材主要以喜剧、都市、情感、科幻等为主，片单题材十分适合传统植入广告商如电子产品、化妆品、金融类公司进行广告植入。同时，万达影视的片单中多为成熟 IP 的开发或延续开发，成熟 IP 作品具有强大的市场号召力，会更加吸引广告业主的关注。

2019 年，万达影视预测广告收入 1,196 万元，而 2019 年计划上映 1 部大制作影片，且有 14 部主投影片，主投电影平均单片植入广告收入仅为 85.43 万元，预测较为谨慎。

2020 年，万达影视预测广告收入 3,400 万元，而 2020 年计划上映 4 部大制作影片，且有 9 部主投影片，主投电影平均单片植入广告收入为 377.78 万元，主要是大制作影片《唐人街探案 3》、《折叠城市》等喜剧科幻题材作品较为适合植入广告，且平均植入广告收入和报告期内《解忧杂货店》等电影植入广告收入不存在重大差异，具有合理性。

2021 年，万达影视预测广告收入 8,758 万元，而 2021 年计划上映 3 部大制作影片，且有 24 部主投影片，主投电影平均单片植入广告收入为 364.92 万元，和 2020 年基本一致，具有合理性。

2022 年及以后，植入广告收入增长率和营业收入保持一致。

综上所述，广告收入预测符合行业的发展趋势，广告收入的预测具有合理性。

## （三）各类广告收入的定价原则、定价方式，与同行业可比公司对比价格合理性

在定价原则方面，万达影视按照植入广告行业规则和公司年度娱乐营销投放计划，结合题材、广告品牌知名度等因素进行预估，平均而言，单个情节植入广告的价格区间

约为 50 万至 100 万。

在定价方式方面，万达影视首先根据导演组给出的可以植入广告的情节数量，结合所评估影片可以植入广告的收益范围，拟定可以植入的品牌数量；其次，区分都市、青春、现代、喜剧等题材影片的定价区间，结合有意向广告的品牌知名度，选定广告业主的报价主体；再次，结合评估的影片广告收益的范围，与意向广告业主进行多轮次的商务谈判，就植入的价格进行磋商；最后，根据双方的磋商结果确定植入广告的具体价格。

对比同行业影片植入广告定价水平，万达影视的广告报价体系遵守行业规则，符合国际 4A 公司的合作标准。尽管同行业可比公司未公开披露其单片广告收入等信息，但从可比公司已经上映影片植入广告的数量来看，大制作、导演具有号召力的影片均能获得广告商的青睐。万达影视与同行业在定价原则和定价方式上不存在显著差异。

五、补充披露其他收入中电视剧预测收入依据及具体预测情况，结合目前已有参投意向项目或储备项目的具体情况说明其他收入预测金额及增长率合理性。

其他收入主要包括电视剧收入和电视剧的投资收益等。

电视剧业务收入是万达影视电影业务所属子公司参投电视剧的预测收入。万达影视在电视剧完成摄制并经电影电视行政主管部门审查通过取得《电视剧发行许可证》、电视剧拷贝、播映带和其他载体转移给购货方、相关经济利益很可能流入公司时确认收入。电视剧的收入预测根据主控方提供的电视剧的预计销售价格、电视剧集数，按照公司的投资比例测算电视剧收入。

电视剧固定投资收益是指投资电视剧项目按照固定或者浮动比例计算的固定投资收益。

其他业务收入的预测金额列示如下：

单位：万元

| 项目名称      | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年度 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入合计  | 114,240 | 141,368 | 169,500 | 216,989 | 262,557 | 312,442 |
| 其中：其他收入   | 7,125   | 12,453  | 1,132   | 11,698  | 14,155  | 16,844  |
| 其他收入占比    | 6.24%   | 8.81%   | 0.67%   | 5.39%   | 5.39%   | 5.39%   |
| 其他业务收入增长率 |         | 74.78%  | -90.91% | 933.33% | 21.00%  | 19.00%  |

2018 年，万达影视其他收入为 7,125 万元，主要是电视剧《远大前程》二轮及其



他渠道销售收入、电视剧固定投资收益；

2019 年，万达影视其他收入为《唐人街探案》网剧，该剧是基于电影《唐人街探案》系列开发的网络剧，考虑到该剧由知名 IP 再开发而来，故预测收入较高；

2020 年，万达影视其他收入仅包括参投的电视剧的固定投资收益，因此该年度预测收入较低；

2021 年，万达影视其他收入主要来自于电视剧《远大前程 2》的首轮发行，定价主要参考该系列前作《远大前程》预估，因为是大制作电视剧的首轮发行，故收入预测较高。

万达影视电影业务中的电视剧收入占比相对较小。鉴于每一年度的投资额度和投资计划不同，预测期各年度的收入增长率呈现较大的波动，但结合上述各年具体的投资和上映计划分析，其他收入的预测具备合理性。

## 六、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：1) 万达影视预测期主要影视作品项目情况，电影票房的预测依据、具体预测过程主要参考报告期实际情况和行业发展趋势，结果具有合理性。2) 宣发代理费收入预测参考已上映电影项目，具有合理性。3) 各类广告收入的定价原则、定价方式，与同行业可比公司对比具有合理性。4) 其他收入主要为电视剧收入，根据排片计划等资料，预测增长率具有合理性。

**问题 17、请你公司：1) 补充披露互爱互动收益法评估中月活跃登陆用户、ARPU 值、付费用户数、平台及渠道分成比例等数据的预测依据及合理性。2) 补充披露预测期手游类业务主要游戏产品名称、所处生命周期、活跃用户数、各产品收入预测金额及占比情况。3) 补充披露互爱互动预测期新游戏上线计划、目前进度、推广运营情况及上线盈利的可行性分析，新游戏版号申请及备案情况，受行业政策调整的影响。4) 结合报告期游戏产品经营数据、市场竞争情况及产品竞争优势、发行渠道优势及可持续性、同行业可比公司业绩增长及未来预测情况等，补充披露互爱互动预测期营业收入增长预测的合理性及可实现性。5) 结合游戏行业政策变化、游戏市场景气度、用户获取成本等情况补充披露互爱互动游戏产品核心竞争力及盈利能力稳定性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

答复：

## 一、补充披露互爱互动收益法评估中月活跃登陆用户、ARPU 值、付费用户数、平台及渠道分成比例等数据的预测依据及合理性

根据互爱互动的发展规划，互爱互动将在预测期推出多款游戏产品，未来的游戏收入预测是基于公司的运营计划、已签约的代理游戏产品，分别确定未来年度在运营产品及新产品收入，汇总得出单个游戏的运营收入，再由此得出全部游戏产品的运营收入。针对未来游戏月活跃登陆用户、ARPU 值、付费用户数、平台及渠道分成比例等的预测，主要是基于历史运营游戏情况测算得出。

1、对于评估基准日已上线游戏产品的预测：主要根据历史运营数据及游戏生命周期的预期，对游戏剩余生命周期内的运营指标如月活跃登陆用户、ARPU 值、付费用户数及充值流水进行趋势预测，具有合理性。

2、对于未来拟上线的游戏产品的预测：依据企业的运营计划，结合已运营游戏及目标市场未来发展趋势进行预测。首先制定详细的游戏产品类型及拟上线语言版本，之后以历史年度游戏产品或同行业类似产品运营数据为依据设定游戏数据模型，参照历史年度游戏产品或同行业类似产品运营数据预测产品月活跃用户、付费用户数、ARPU 值等，具有合理性。

3、渠道分成比例的预测方面，预测期内互爱互动的游戏产品的平台及渠道分成比例，和报告期内互爱互动已上线游戏产品与各渠道已签订合同的分成比例保持一致，具有合理性。

### 4、参数预测举例：

#### （1）已上线游戏——《天生不凡》

月活跃用户数方面，在 2018 年 5 月-2018 年 7 月运营期间，《天生不凡》月活跃用户数，最大值为 102.01 万人，最小值为 77.57 万人，平均值为 91.62 万人，考虑到评估基准日该游戏处于上线第 4 个月，处于稳定期，出于谨慎考虑，从 2018 年 8 月以后的月活跃用户数逐期递减具有合理性。

ARPU 值方面，在 2018 年 5 月-2018 年 7 月运营期间，《天生不凡》月 ARPU 值，最大值为 63.25 元/人，最小值为 46.91 元/人，平均值为 54.06 元/人，考虑到评估基准日该游戏处于成长期，因此从 2018 年 8 月以后的预测期月 ARPU 值为 90.51 至 139.10 元/人之间具有合理性。

付费用户数方面，在 2018 年 5 月-2018 年 7 月运营期间，《天生不凡》月付费用户数,最大值为 18.52 万人，最小值为 9.51 万人，平均值为 14.26 万人，评估基准日前两个月，月付费用户数与月活跃用户数的比稳定在 15%左右，考虑到评估基准日该游戏处于稳定期，出于谨慎考虑，因此从 2018 年 8 月以后的月付费用户数按占月活跃用户数的比逐期递减具有合理性。

综上所述，整体预测数据参考历史实际运营数据，与游戏运营发展规律吻合，预测具备合理性。

## （2）未上线游戏——《战火与荣耀》

《战火与荣耀》为 SLG 类游戏，参考同类型题材游戏设定其平均月 ARPU 值为 26.00 元/人；多方面考虑游戏类型、题材、游戏用户接受度等因素确定其初始月活跃用户数，参考同类型题材游戏付费率确定初始付费用户数。

根据可比游戏流水曲线确定流水衰减曲线，对游戏各指标进行预测：预测月活跃用户数最大值为 191.15 万人，最小值为 0.44 万人，平均值为 36.84 万人；月付费用户数最大值为 28.67 万人，最小值为 0.07 万人，平均值为 5.53 万人。整体预测数据参考互爱互动同类型游戏运营数据进行估计，与游戏运营发展规律吻合，预测具备合理性。

## 二、补充披露预测期手游类业务主要游戏产品名称、所处生命周期、活跃用户数、各产品收入预测金额及占比情况

2018 年 8-12 月手游类业务主要游戏产品预测情况如下：

| 产品名称   | 所处生命周期 | 月活跃用户数（万人） | 分成收入预测金额（万元） | 收入占比 |
|--------|--------|------------|--------------|------|
| 天生不凡   | 稳定期    | 193.59     | 6,782.01     | 17%  |
| 战火与荣耀  | 成长期    | 327.69     | 4,704.00     | 12%  |
| 绝世武林   | 稳定期    | 445.16     | 4,277.79     | 11%  |
| 豪门足球风云 | 稳定期    | 231.74     | 3,647.88     | 9%   |
| 中超风云 2 | 成长期    | 122.84     | 2,645.76     | 7%   |
| 胡莱三国 2 | 稳定期    | 70.73      | 2,341.20     | 6%   |
| 战舰少女 R | 稳定期    | 81.79      | 1,836.79     | 5%   |
| 天书奇谈   | 成长期    | 150.08     | 1,549.18     | 4%   |

注：上表为截至 2018 年 7 月 31 日对互爱互动上线游戏运营数据的预测，实际游戏上线情况受到监管批复、玩家偏好和测试情况影响，和预测情况有所区别

2019 年手游类业务主要游戏产品预测情况如下：

| 产品名称    | 所处生命周期 | 月活跃用户数（万人） | 分成收入预测金额（万元） | 收入占比 |
|---------|--------|------------|--------------|------|
| 战火与荣耀   | 稳定期    | 706.70     | 10,144.58    | 10%  |
| 天书奇谈    | 稳定期    | 966.64     | 9,732.23     | 9%   |
| 坦克大决战   | 稳定期    | 374.95     | 6,060.90     | 6%   |
| 中超风云 2  | 稳定期    | 264.91     | 5,705.81     | 5%   |
| 剑凌苍穹    | 成长期    | 606.02     | 5,126.97     | 5%   |
| 天生不凡    | 稳定期    | 126.26     | 4,969.13     | 5%   |
| 胡莱三国 3D | 成长期    | 95.39      | 4,361.54     | 4%   |
| 绝世武林    | 稳定期    | 348.56     | 2,774.56     | 3%   |
| 豪门足球风云  | 稳定期    | 193.60     | 1,925.67     | 2%   |

注：上表为截至 2018 年 7 月 31 日对互爱互动上线游戏运营数据的预测，实际游戏上线情况受到监管批复、玩家偏好和测试情况影响，和预测情况有所区别

三、补充披露互爱互动预测期新游戏上线计划、目前进度、推广运营情况及上线盈利的可行性分析，新游戏版号申请及备案情况，受行业政策调整的影响

#### （一）新游戏情况

截至 2018 年 12 月 31 日，互爱互动 2019 年新游戏的上线计划、进度、推广运营情况、版号情况等信息如下：

| 名称       | 上线计划      | 目前进度 | 推广运营情况  | 版号情况 |
|----------|-----------|------|---------|------|
| 全民斩仙 2   | 2018 年 Q3 | 已上线  | 已正式推广运营 | 已有版号 |
| 妖怪正传     | 2018 年 Q3 | 已上线  | 已正式推广运营 | 已有版号 |
| 绝地兽人     | 2018 年 Q3 | 已上线  | 已正式推广运营 | 已有版号 |
| 中超风云 2   | 2018 年 Q4 | 已上线  | 已正式推广运营 | 已有版号 |
| 坦克大决战    | 2019 年 Q1 | 准备公测 | 各平台开始预热 | 已有版号 |
| 美职篮 2018 | 2019 年 Q2 | 准备测试 | 暂无推广    | 已有版号 |
| 镇魂记      | 2019 年    | 已测试  | 暂无推广    | 已有版号 |
| 战火与荣耀    | 2019 年    | 已测试  | 暂无推广    | 已有版号 |
| 大唐风云     | 2019 年    | 已测试  | 暂无推广    | 申请中  |
| 胡莱三国 3D  | 2019 年    | 准备测试 | 暂无推广    | 申请中  |
| 勇者大作战 2  | 2019 年    | 研发中  | 暂无推广    | 申请中  |
| 秦皇汉武     | 2019 年    | 已测试  | 暂无推广    | 已有版号 |

|         |        |      |      |     |
|---------|--------|------|------|-----|
| 烽火燃三国   | 2019 年 | 准备测试 | 暂无推广 | 申请中 |
| 炎龙骑士团   | 2019 年 | 准备测试 | 暂无推广 | 申请中 |
| 夜叉学院    | 2019 年 | 研发中  | 暂无推广 | 申请中 |
| 全职法师：觉醒 | 2019 年 | 准备测试 | 暂无推广 | 申请中 |
| 圣斗士     | 2019 年 | 准备测试 | 暂无推广 | 申请中 |

注：上表为截至 2018 年 12 月 31 日对互爱互动上线游戏的预测，部分游戏上线时间根据版号取得情况和市场情况进行了调整，和截至 2018 年 7 月 31 日的预测有所不同

广电总局于 2018 年 12 月份正式重新放开新游戏的版号发放，目前互爱互动预测期内部分新游戏仍在版号申请过程中。

针对产品盈利可行性，互爱互动公司内部会组织专门人员根据专业知识与历史经验，以不同维度给产品评定打分，根据打分来进行盈利可行性分析，综合得分越高，上线盈利预期越高。主要从以下几个方面对产品进行评价：

- 1、题材（IP）：游戏是否有 IP，IP 的知名度和游戏的匹配程度。
- 2、画面：美术表现力，美术画风与游戏的匹配度，UI 布局的易用性。
- 3、音乐&音效&配音：音乐的代入感。
- 4、流畅度：操作和引导的流畅程度，各系统关联的流畅度。
- 5、玩法丰富度：游戏玩法的饱满程度，是否能支持玩家深度体验游戏。
- 6、核心玩法：核心玩法是否有趣，是否有足够的吸引力。
- 7、创新元素：游戏是否有创新，创新的内容对游戏的加持。

互爱互动 2019 年计划推出的主要游戏产品评分如下：

| 项目<br>权重 | 题材<br>(IP) | 画面  | 音乐&音<br>效&配音 | 流畅度 | 玩法<br>丰富度 | 核心<br>玩法 | 创新<br>元素 | 总分    |
|----------|------------|-----|--------------|-----|-----------|----------|----------|-------|
|          | 15%        | 10% | 5%           | 10% | 15%       | 30%      | 15%      | 100   |
| 圣斗士      | 100        | 90  | 90           | 85  | 85        | 92       | 99       | 92.2  |
| 胡莱三国 3D  | 90         | 95  | 90           | 90  | 90        | 95       | 90       | 92    |
| 坦克大决战    | 95         | 95  | 95           | 90  | 92        | 90       | 90       | 91.8  |
| 全职法师：觉醒  | 100        | 95  | 90           | 95  | 85        | 90       | 90       | 91.75 |
| 秦皇汉武     | 90         | 90  | 90           | 90  | 90        | 85       | 85       | 87.75 |

|          |     |    |    |    |    |    |    |       |
|----------|-----|----|----|----|----|----|----|-------|
| 美职篮 2018 | 100 | 90 | 85 | 85 | 85 | 80 | 85 | 86.25 |
| 大唐风云     | 90  | 90 | 85 | 90 | 85 | 85 | 75 | 85.25 |
| 夜叉学院     | 90  | 90 | 85 | 90 | 85 | 85 | 75 | 85.25 |
| 炎龙骑士团    | 85  | 90 | 80 | 90 | 80 | 85 | 75 | 83.5  |
| 勇者大作战 2  | 80  | 80 | 80 | 90 | 80 | 85 | 75 | 81.75 |
| 烽火燃三国    | 80  | 80 | 80 | 85 | 80 | 85 | 70 | 80.5  |

## （二）受行业政策调整的影响

2018 年以来，游戏行业的监管环境及政策出现变化：

| 相关行业 | 主要监管变化                                                                         |
|------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 游戏行业 | 2018 年 3 月，随着国务院机构改革，新游戏的版号发放及备案手续暂缓                                           |
|      | 2018 年 12 月，广电总局公布 2018 年 12 月份网络游戏审批信息，共计 80 款新游戏审批通过获得版号，时隔 9 个月重新放开新游戏的版号发放 |

根据中国音数协游戏工委发布的《2018 年中国游戏产业报告》，尽管受到上述版号及备案手续暂缓的政策影响，中国游戏产业 2018 年销售收入规模达到 2,144.4 亿元，仍保持 5.3%以上的增长。

2018 年受上述政策调整影响，互爱互动部分游戏发行未按计划进行，但对整体经营情况影响较小，根据互爱互动未经审计财务报表，预计 2018 年净利润仍较 2017 年有所增长。随着版号审批开放，此次政策调整的不利影响将逐渐减退，从长远看，整个游戏产业会随政策调控进入良性发展轨道，对互爱互动未来发展的影响将会利大于弊。

综上，游戏行业的 2018 年版号暂停发放的政策对标的公司的生产经营短期存在一定影响，但鉴于 2018 年 12 月广电总局已重新开始发放游戏版号，预计对标的公司长期生产经营不存在重大不利影响。

四、结合报告期游戏产品经营数据、市场竞争情况及产品竞争优势、发行渠道优势及可持续性、同行业可比公司业绩增长及未来预测情况等，补充披露互爱互动预测期营业收入增长预测的合理性及可实现性

## （一）报告期游戏产品经营数据

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，互爱互动的主营业务收入分别为 4.41 亿元、8.26 亿元及 4.25 亿元，实现净利润分别为 2.16 亿元、2.87 亿元及 1.71 亿元。报告期内，互爱互动运营的多款游戏表现良好，月流水峰值超过千万元。

| 游戏名称      | 游戏类型   | 公测日期        | 游戏题材 | 游戏类型    | 报告期内月流水峰值（万元） |
|-----------|--------|-------------|------|---------|---------------|
| 斩仙        | 网页游戏   | 2012 年 11 月 | 仙侠   | ARPG    | 1,001.36      |
| 神仙劫       | 网页游戏   | 2017 年 3 月  | 西游   | ARPG    | 1,101.68      |
| 新神曲       | 移动网络游戏 | 2013 年 12 月 | 西方魔幻 | ARPG    | 1,069.87      |
| 全民斩仙      | 移动网络游戏 | 2014 年 3 月  | 仙侠   | ARPG    | 1,027.71      |
| 中超风云      | 移动网络游戏 | 2015 年 12 月 | 体育   | SLG     | 1,573.93      |
| 战舰少女 R    | 移动网络游戏 | 2016 年 3 月  | 二次元  | SLG     | 1,147.22      |
| 盗墓风云      | 移动网络游戏 | 2016 年 9 月  | 玄幻   | ARPG    | 3,351.93      |
| 小小军团：合战三国 | 移动网络游戏 | 2016 年 10 月 | 三国   | SLG     | 1,813.92      |
| 勇者大作战     | 移动网络游戏 | 2017 年 4 月  | 动漫   | 放置类     | 3,487.51      |
| 豪门足球风云    | 移动网络游戏 | 2017 年 6 月  | 体育   | SLG     | 4,474.19      |
| 胡莱三国 2    | 移动网络游戏 | 2017 年 6 月  | 三国   | SLG     | 9,096.29      |
| 射雕英雄传     | 移动网络游戏 | 2017 年 7 月  | 武侠   | ARPG    | 3,516.84      |
| 大圣归来棒指灵霄  | 移动网络游戏 | 2017 年 3 月  | 西游   | MMOARPG | 1,824.25      |
| 天生不凡      | 移动网络游戏 | 2017 年 12 月 | 仙侠   | MMOARPG | 4,955.67      |
| 绝世武林      | 移动网络游戏 | 2018 年 5 月  | 武侠   | MMOARPG | 9,135.83      |

## （二）市场竞争情况及核心竞争优势

### 1、互爱互动的行业地位

公司成立之初立足于网页游戏的发行，凭借较强的发行实力，在网页游戏市场取得了一定的竞争优势。同时，公司已将业务领域拓展至移动网络游戏领域，并取得了较好的成绩，在中国移动网络游戏市场占据了一定的市场份额。

虽然网络游戏公司参与者众多、竞争相对激烈，但公司凭借强大的数据分析能力以及良好的分发渠道关系，能够不断推出和维持受欢迎的网络游戏产品，使得公司的网页游戏产品和移动网络游戏产品在众多竞争对手中较为突出。

### 2、互爱互动的核心竞争优势

#### （1）丰富的产品体系与全平台的覆盖能力

与市场上仅有单一类型大热游戏的公司不同，互爱互动经过多年的经验积累及投入，已踏入相对成熟的阶段，有多款热门游戏及丰富的游戏产品组合，当前重点发行网页及移动 RPG、单机动作类、卡牌、SLG、体育等类别游戏，并实现了从 PC 端到手机端的全平台覆盖，从而满足广大玩家的差异化需求。

## （2）立体化的全渠道发行能力

互爱互动充分发挥自身优势，构建了以苹果、腾讯双平台为核心，以安卓联运及运营商渠道为重要组成部分的立体化渠道发行体系。

互爱互动是第一批接入腾讯开放平台的内容合作伙伴，通过与腾讯深度合作，依托腾讯庞大的用户规模及其强关系链，持续打造明星产品。2017 年《风之旅团》《悬空城》获 Google 推荐，其中《悬空城》获苹果 iOS 畅销榜第七名。2018 年《风之旅团》《射雕英雄传》《胡莱三国 2》等多款游戏获苹果应用商店及 Google 推荐，其中《胡莱三国 2》获 Google 下载榜第一名。

在安卓联运市场上，与包括 360、百度、小米、UC、VIVO、华为等上百家渠道全面合作，覆盖超过 95% 的安卓用户。在国内手机游戏市场，由于话费支付针对小额付费有天然优势，90% 以上单机/弱联网游戏使用运营商话费支付作为主要支付方式，运营商已成为国内手机游戏的重要发行和计费平台。互爱互动与三大运营商全面合作，整合运营商计费、流量、用户等核心资源，有力地保障了单机游戏成功发行。2017 年 7 月、8 月，《胡莱三国 2》分别获得华为游戏月度网游畅销榜第 5 名及第 8 名。2017 年《元气封神》获得华为应用市场年度游戏风云榜-年度最佳卡牌游戏。

## （3）领先的数据分析系统

互爱互动的数据分析平台可以提供实时的用户行为分析数据，具有定向分析、A/BTest、VIP 用户服务等功能，能够及时地通过数据监控调整产品，达到持续化、数据化的长期运营。互爱互动的大数据分析系统，是由数据仓库、查询报表、数据分析、数据挖掘、数据监控、数据备份和恢复等部分组成的、以帮助游戏运营团队决策为目的的技术及其应用。目前，互爱互动建立了推广效果预测模型、收入预测模型、产出消耗监控模型、数据异常预警模型四大分析模型，可以提供实时的用户行为分析数据，具有定向分析、广告回本分析、A/BTest、VIP 用户服务等功能，能够及时地通过数据监控调整产品，实现基于数据的长期运营。



### （三）同行业可比公司业绩增长及未来预测情况

同行业可比公司预测收入增长率如下：

| 证券代码       | 证券简称 | 2018E 收入增长率 | 2019 E 收入增长率 | 2020 E 收入增长率 |
|------------|------|-------------|--------------|--------------|
| 002174. SZ | 游族网络 | 34%         | 29%          | 24%          |
| 002517. SZ | 恺英网络 | 40%         | 18%          | 19%          |
| 002555. SZ | 三七互娱 | 28%         | 19%          | 17%          |
| 002624. SZ | 完美世界 | 21%         | 20%          | 18%          |
| 300315. SZ | 掌趣科技 | 22%         | 15%          | 15%          |
| 均值         |      | 29%         | 20%          | 19%          |
| 互爱互动       |      | -2%         | 26%          | 21%          |

注：根据未经审计财务报表，2018 年互爱互动实现的营业收入已经超出预测值

资料来源：WIND 资讯

考虑到同行业可比公司规模相对较大，如恺英网络、三七互娱、完美世界、掌趣科技等 2017 年度净利润均超过 10 亿元；相对而言互爱互动规模较小，增速较快，因此互爱互动 2019 年、2020 年营业收入增长率略高于同行业可比公司。

五、结合游戏行业政策变化、游戏市场景气度、用户获取成本等情况补充披露互爱互动游戏产品核心竞争力及盈利能力稳定性

2018 年 3 月，随着国务院机构改革，新游戏的版号发放及备案手续暂缓。2018 年 12 月，广电总局公布 2018 年 12 月份网络游戏审批信息，共计 80 款新游戏审批通过获得版号，时隔 9 个月重新放开新游戏的版号发放。

根据中国音数协游戏工委发布的《2017 年中国游戏产业报告》，中国游戏产业 2017 年销售收入规模达到 2,036.1 亿元，同比增长 23.0%；其中移动游戏 2017 年销售收入规模达到 1,161.2 亿元，同比增长 41.7%。受上述行业调整政策影响，根据中国音数协游戏工委发布的《2018 年中国游戏产业报告》，中国游戏产业 2018 年销售收入规模达到 2,144.4 亿元，同比增长 5.3%；其中移动游戏 2018 年销售收入规模达 1,339.6 亿元，同比增长 15.4%，增速有所放缓。

互爱互动作为游戏发行公司，处于网络游戏行业的中游环节，上游为网络游戏的研发，下游为网络游戏的渠道和平台。互爱互动主要通过腾讯、苹果、安卓等平台及渠道进行游戏发行及运营，用户获取成本较低。

尽管游戏行业的 2018 年版号暂停发放的政策对互爱互动的生产经营短期存在一定影响，但鉴于 2018 年 12 月广电总局已重新放开新游戏版号发放，游戏产业进入正常成长轨道，预计长期而言游戏产业将持续保持精品化、良性化发展，对互爱互动的长期生产经营具有一定正向影响。

互爱互动作为国内优秀的游戏发行公司，拥有丰富的产品体系与全平台的覆盖能力、立体化的全渠道发行能力、领先的数据分析系统等核心竞争优势。尤其是在渠道覆盖方面，互爱互动构建了以苹果、腾讯双平台为核心，以安卓联运及运营商渠道为重要组成部分的立体化渠道发行体系，在游戏发行领域具有较强的竞争优势。此外，互爱互动历史上曾成功发行运营的多款月流水峰值超过千万元的优秀游戏产品，2011 年在腾讯平台推出社交游戏《胡莱三国》，运营至今累计实现 2 亿多注册用户，最高日活跃用户达到 1,000 万，付费用户 300 多万，《胡莱三国》《斩仙》也成为腾讯平台页游历史收入前三的游戏；《胡莱三国 2》《绝世武林》等游戏上线以来，最高月流水均突破 9,000 万元。《胡莱三国 2》2017 年获得华为应用市场年度游戏风云榜-年度十佳新锐网络游戏、年度最佳 SLG 游戏、年度最佳卡牌游戏，2018 年获得最佳策略、年度最佳口碑游戏；《豪门足球风云》2017 年获得年度最受欢迎卡牌游戏奖、年度新锐游戏，2018 年获得年度最受欢迎卡牌游戏奖、最具影响力游戏。《射雕英雄传》2017 年获得年度最畅销游戏、年度十大人气移动游戏奖、年度最佳网游奖、年度最受欢迎 MMO 角色扮演游戏奖。综上，互爱互动推出的游戏产品具有核心竞争力及良好的盈利能力。

## 六、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：互爱互动收益法评估中相关数据的预测依据具有合理性。互爱互动预测期新游戏上线计划具有可行性，游戏行业的相关监管政策对标的公司的生产经营短期存在一定影响，但预计对长期生产经营不存在重大不利影响。互爱互动预测期营业收入增长预测具有合理性及可实现性。互爱互动推出的游戏产品具有核心竞争力及良好的盈利能力。

**问题 18、请你公司：1) 结合新媒诚品现有储备/开发的剧集题材、人员阵容及同类产品市场价格情况等，补充披露新媒诚品收益法评估中各销售渠道各电视剧单集价格、预测依据及合理性。2) 结合已有预售合同或意向性合同、电视剧投资情况、在各媒体发行情况、市场需求和市场竞争、核心竞争优势及可持续性、同行业可比公司业绩增**

长及未来预测情况等，补充披露新媒诚品预测期营业收入增长预测的合理性及可实现性，与其发行能力是否相匹配。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、结合新媒诚品现有储备/开发的剧集题材、人员阵容及同类产品市场价格情况等，补充披露新媒诚品收益法评估中各销售渠道各电视剧单集价格、预测依据及合理性。

新媒诚品主要结合与电视台及新媒体平台的预沟通情况、市场上同类型题材、相似主创团队、相同演员阵容的电视剧的市场售价行情，并结合所投拍电视剧具体的题材、主创团队、演员阵容、成本规模、计划发行的渠道和档期等因素，对未来销售情况进行预测，具备合理性。

新媒诚品主要储备/开发电视剧的预测价格情况如下表所示：

| 作品名称   | 题材    | 电视台<br>预测售价<br>(万元) | 网络平台预测<br>售价 (万元) | 市场同类<br>电视剧             | 电视台<br>售价区间<br>(万元) | 网络平台售<br>价区间<br>(万元) |
|--------|-------|---------------------|-------------------|-------------------------|---------------------|----------------------|
| 电视剧 5  | 青春励志剧 | 100                 | 250               | 《十五年等待候鸟》、<br>《原来你还在这里》 | 100~400             | 300~400              |
| 电视剧 6  | 青春职场剧 | 650                 | 450               | 《创业时代》、《幕后之<br>王》       | 400~500             | 700~800              |
| 电视剧 7  | 军旅剧   | 380                 | 400               | 《特种兵利刃出击》、<br>《特警力量》    | 280~420             | 400~500              |
| 电视剧 8  | 热血青春剧 | -                   | 520               | 《悍城》、《原生之罪》             | -                   | 550~600              |
| 电视剧 9  | 都市职场剧 | 400                 | 250               | 《谈判官》、《温暖的<br>弦》        | 400~500             | 600~800              |
| 电视剧 10 | 都市情感剧 | 345                 | 300               | 《大江大河》、<br>《那座城这家人》     | 320~400             | 290~500              |
| 电视剧 11 | 古装武侠剧 | 100                 | 450               | 《天乩之白蛇传说》、<br>《倚天屠龙记》   | 100~250             | 550~800              |
| 电视剧 12 | 都市情感剧 | 400                 | 250               | 《正阳门下小女人》、<br>《情满四合院》   | 320~400             | 255~320              |
| 电视剧 13 | 古装历史剧 | 400                 | 250               | 《将夜》、《军师联盟》             | 100~250             | 800~900              |
| 电视剧 14 | 都市情感剧 | 500                 | 200               | 《亲爱的她们》                 | 350                 | 380                  |

注：“先网后台”的电视剧，其网络平台售价通常会高于电视台售价

二、结合已有预售合同或意向性合同、电视剧投资情况、在各媒体发行情况、市场需求和市场竞争、核心竞争优势及可持续性、同行业可比公司业绩增长及未来预测情况等，补充披露新媒诚品预测期营业收入增长预测的合理性及可实现性，与其发行能力是否相匹配。

（一）已有预售合同或意向性合同的情况

新媒诚品通常在电视剧作品制作完成后,由联合拍摄协议中所约定的申报公司将所有剧集交由广电部门进行审核并取得发行许可证,与此同时,公司正式启动电视剧作品的版权销售和发行工作。报告期内,标的公司无采用预售方式销售的电视剧。

意向性合同方面,截止本回复签署之日,在新媒诚品储备/开发剧目中,除《伞兵魂》项目已与某一线电视台签订了《电视播放权许可合同》外,其他已启动销售和发行工作的项目均在积极与电视台、新媒体等播放平台进行样片推介,未签订预售及意向性合同。

## (二) 投资情况

截止本回复签署之日,以下储备/开发项目已与联合投资方签署了投资协议或已初步达成投资意向:

| 名称       | 题材    | 投资情况 | 计划上映年份 |
|----------|-------|------|--------|
| 伞兵魂      | 军旅剧   | 主投   | 2019 年 |
| 大耍儿之西城风云 | 热血青春剧 | 主投   | 2019 年 |
| 恋爱才是正经事  | 都市职场剧 | 主投   | 2020 年 |
| 激荡       | 都市情感剧 | 主投   | 2020 年 |
| 百年新娘     | 古装武侠剧 | 主投   | 2020 年 |
| 正阳门下年轻人  | 都市情感剧 | 主投   | 2021 年 |
| 西域列王纪    | 古装历史剧 | 主投   | 2021 年 |
| 亲爱的他们    | 都市情感剧 | 主投   | 2021 年 |

## (三) 在各媒体发行情况

从历史情况看,新媒诚品电视剧作品的发行渠道主要包括电视台、新媒体平台两类,未来也仍将以两类渠道为主、同时更多地在新媒体渠道发行。

新媒诚品自成立至今,其主要电视剧作品的发行情况具体如下表所示:

| 序号 | 电视剧     | 首次上映日期          | 播放平台                            | 主投/参投 |
|----|---------|-----------------|---------------------------------|-------|
| 1  | 贤妻      | 2013 年 3 月 3 日  | 湖南卫视、吉林卫视、浙江卫视、华数网络等            | 主投    |
| 2  | 谁是真英雄   | 2013 年 9 月 15 日 | 河北卫视、天津卫视、辽宁卫视、山东卫视、腾讯视频等       | 主投    |
| 3  | 绝地枪王    | 2014 年 9 月 29 日 | 天津卫视、湖北卫视、河北卫视、吉林卫视、中央电视台、华数网络等 | 主投    |
| 4  | 如果爱可以重来 | 2015 年 3 月 13 日 | 浙江卫视、上海电视剧频道、华数网络等              | 主投    |

| 序号 | 电视剧     | 首次上映日期           | 播放平台                  | 主投/参投 |
|----|---------|------------------|-----------------------|-------|
| 5  | 马上天下    | 2015 年 7 月 4 日   | 东方卫视、云南卫视、吉林卫视、华数网络等  | 参投    |
| 6  | 老公们的私房钱 | 2016 年 12 月 5 日  | 江苏卫视、山西卫视等            | 参投    |
| 7  | 战地枪王    | 2017 年 7 月 5 日   | 湖南经视、深圳都市频道、上海新闻综合频道等 | 主投    |
| 8  | 梦想越走越近  | 2017 年 10 月 9 日  | 吉林卫视、黑龙江卫视、捷成华视网络等    | 主投    |
| 9  | 亲爱的她们   | 2017 年 12 月 10 日 | 湖南卫视、爱奇艺、芒果 TV 等      | 主投    |
| 10 | 一吻不定情   | 2018 年 9 月 27 日  | 爱奇艺                   | 主投    |
| 11 | 正阳门下 2  | 2018 年 10 月 16 日 | 爱奇艺、北京卫视、江苏卫视         | 参投    |

截止目前，其储备剧目《伞兵魂》已确定登陆某一线电视台，其他作品正在洽谈。

#### （四）市场需求及核心竞争优势及可持续性

新媒诚品所储备/开发的电视剧作品，均经过慎重决策及多番打磨，具备强大的市场竞争力：

《伞兵魂》：作为新媒诚品 2019 年主力作品，该剧筹备时间长达三年，为了充分体现出空降兵新时代的精神风采、更精准地塑造角色，主演深入军队体验生活，力图从外在形象、精神气质等各个层面更加贴近军人的形象。

《激荡》：是新媒诚品 2020 年主力作品。该剧导演于丁曾执导的《鸡毛飞上天》是 2017 年现实主义题材电视剧的典范之作。《激荡》主要描写改革开放背景下上海一家兄妹三人起伏跌宕的人生，体现了新中国成立七十周年老百姓依靠党的政策富起来的故事，众多老戏骨的参与更能为该剧保驾护航。

《正阳门下年轻人》：该剧是“正阳门下”IP 系列作品，也是新媒诚品 2021 年主力作品。此前，新媒诚品的《正阳门下》和《正阳门下小女人》两部作品已成功播出并获得良好的市场反响，将为后续作品打下良好的基础，其中，《正阳门下小女人》于 2018 年 10 月在北京卫视、江苏卫视黄金档播出，该剧播出 26 天期间一直稳居收视榜首，成为 2018 年全国卫视所有播出剧目排名前三的作品，豆瓣评分高达 8.3 分，爱奇艺剧集热度排名第一，腾讯视频网络点击率破 17 亿，在 2018 腾讯视频星光盛典获得“年度十大观众选择剧”奖，在“中国电视剧制作业（2018）年度表彰”中获得“年度优秀剧目”奖，深受老百姓的喜爱，刘家成导演成为京派电视剧代表人物。《正阳门下年轻人》将延续前两部的内核，讲述老百姓的身边故事，体现老北京文化灵魂，反映老百

姓幸福生活。该剧将由《正阳门下小女人》原班人马蒋雯丽和倪大红等老戏骨坐镇，是一部值得期待的现实主义力作。

《亲爱的他们》：该剧是“亲爱的”IP系列作品，同时也是新媒诚品2021年主力作品。此前，新媒诚品电视剧《亲爱的她们》于2017年在湖南卫视黄金档播出，并在爱奇艺、芒果TV同步上映，该剧聚焦中老年群体晚年生活状态，直面中国现实社会问题，在播出期间引发了全民追剧热潮，开播双网收视破亿，位居同时段实时收视第一，被列入2017年广电总局重点剧目推介名单。在《亲爱的她们》基础上，公司计划创作的《亲爱的他们》将展现中国式父子关系，再次直击养老话题，反映中国老年群体老有所爱的幸福生活。

此外，公司储备电视剧《一念时光》、《如果可以绝不爱你》（现更名《最灿烂的我们》）、《爱情高级定制》等均以年轻人创业故事为主线，贴合目前市场需求，反映年轻人的职场和爱情故事，符合主流市场需求，预计也将取得良好的发行效果。

其他有关市场竞争情况和新媒诚品竞争优势的内容，请参见本反馈回复第六题。

#### （五）同行业可比公司业绩增长情况

评估报告预测期内，新媒诚品营业收入增长率处于11.66%至18.50%之间，2019年和2020年收入增长率分别为17.50%和17.72%，低于行业可比公司同期收入增长率均值27.01%和20.45%，收入增长率预测具备合理性。详见本反馈回复第十五题。

综上，新媒诚品预测期营业收入增长率具备合理性和可实现性。

电视剧的发行一般由主投方直接对下游播出平台进行发行。新媒诚品依靠电视剧行业经营多年积累的丰富经验，以及经验丰富的核心团队，在报告期内和湖南卫视，江苏卫视等多家省级电视台建立了业务合作关系，部分主投电视剧也在爱奇艺等知名新媒体平台上映，报告期内有较好的发行情况。预测期内，新媒诚品每年的主投电视剧数量为5-7部，总数基本保持稳定，对发行能力的要求也相对稳定。预测期内新媒诚品营业收入的增长主要是因为公司进一步增大制作投入，制作品质更为精良的电视剧，从而带来电视剧售价提升。预测期内新媒诚品的营业收入增长与其发行能力相匹配。。

### 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：新媒诚品收益法评估中关于其现有储备/开发电视剧的价格

预测依据较为充分、具备合理性；新媒诚品预测期营业收入增长预测的具备合理性及可实现性，与其发行能力相匹配。

**问题 19、申请文件显示，万达影视电影业务营业成本主要包括制作成本和其他业务成本。预测期营业成本分别为 5,727.26 万元、65,574.53 万元、80,424.53 万元、109,098.11 万元、135,827.15 万元和 161,905.96 万元。互爱互动游戏业务营业成本主要包括职工薪酬、代理游戏授权金摊销、代理游戏分成、支付平台手续费等。新媒诚品电视剧成本主要包括剧本创作成本、拍摄成本及后期制作成本等。请你公司：1）补充披露万达影视电影业务制作成本的具体测算过程，说明预测成本增长情况与预测收入的匹配性。2）补充披露广告宣传及市场费的具体内容，预测期费用波动较大的原因及合理性。3）结合预测期拟上映影片情况和推广安排，补充披露影片宣发费用的预测依据、具体预测过程及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

答复：

一、补充披露万达影视电影业务制作成本的具体测算过程，说明预测成本增长情况与预测收入的匹配性。

#### （一）电影制作成本的具体测算过程

制作成本为电影项目总制作成本中，按照万达影视投资比例计算应该分担的制作成本。电影总制作成本是万达影视从立项阶段根据电影的题材等，依据项目小组预测模型预估的电影票房，同步结合拟选用的演员、导演、制片团队、拍摄地点等成本项目预估影片的总制作成本。

万达影视的电影项目分为主投项目和参投项目，不同项目类型的制作成本测算方式有所不同：

1、主投项目的制作成本主要分为线上成本与线下成本。线上成本一般包括导演费用、演员费用、编剧费用、版权购买费用、制片人或监制费用等；线下成本主要包括线下演员费用、线下工作人员劳务、器材租赁费、制片费用、场景租金、置景费用、美术费用、后期费用和不可预计费用等。

2、参投项目主要分两种情况：

对于已有成片的参投项目，由于已有成片，主投方一般不会给出影片制作成本的明细，只提供总制作成本及对应出让的投资份额等信息，进而计算出万达影视对应的制作成本。

对于尚未成片的参投项目，主投方会提供剧本、拟聘用的导演和监制团队、拟选用演员阵容、拍摄场地等预算信息，万达影视根据与主投方的商务谈判情况，确定总制作成本的预算金额及投资比例，进而计算出万达影视对应的制作成本。

## （二）预测成本增长情况与预测收入的匹配性

报告期及预测期，万达影视电影业务收入、成本和毛利率具体情况如下表所示：

单位：万元

| 项目名称           | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年度 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入合计       | 66,591  | 83,697  | 114,240 | 141,368 | 169,500 | 216,989 | 262,557 | 312,442 |
| 主营业务收入增长率      | 17.00%  | 25.69%  | 36.49%  | 23.75%  | 19.90%  | 28.02%  | 21.00%  | 19.00%  |
| 主营业务成本合计       | 34,533  | 46,796  | 42,238  | 65,575  | 80,425  | 109,098 | 135,827 | 161,906 |
| 主营业务成本增长率      | 12.09%  | 35.51%  | -9.74%  | 55.25%  | 22.65%  | 35.65%  | 24.50%  | 19.20%  |
| 其中：制作成本        | 29,901  | 37,246  | 37,578  | 61,684  | 80,425  | 103,909 | 129,367 | 154,206 |
| 其他业务成本         | 4,632   | 9,550   | 4,660   | 3,891   | -       | 5,189   | 6,460   | 7,700   |
| 制作成本占主营业务成本的比例 | 86.59%  | 79.59%  | 88.97%  | 94.07%  | 100.00% | 95.24%  | 95.24%  | 95.24%  |
| 项目综合毛利率        | 48.14%  | 44.09%  | 63.03%  | 53.61%  | 52.55%  | 49.72%  | 48.27%  | 48.18%  |

万达影视电影业务的主营业务成本包括制作成本和其他业务成本，其中制作成本是最主要的成本，占比一般超过 80%。

2018 年主要因《唐人街探案 2》的票房大幅超过预期，因此万达影视电影业务的收入增速远高于成本增速。除 2018 年以外，万达影视电影业务的成本和收入的增长趋势在报告期及预测期中基本一致，预测成本增长情况与预测收入的增长情况具有一定的匹配性。

## 二、补充披露广告宣传及市场费的具体内容，预测期费用波动较大的原因及合理性。

广告宣传及市场费的内容主要是各类相关市场活动的经费，如参加北京、上海电影节、大学生电影节的活动费用等。预测期内，广告宣传及市场费如下表所示：

单位：万元



| 项目名称     | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 广告宣传及市场费 | 950.00 | 40.00  | 500.00 | 40.00  | 44.00  | 48.40  |
| 占销售费用的比例 | 5.64%  | 0.29%  | 2.32%  | 0.20%  | 0.22%  | 0.23%  |
| 占营业收入的比例 | 0.83%  | 0.03%  | 0.29%  | 0.02%  | 0.02%  | 0.02%  |

预测期每年的广告宣传及市场费保持在较低水平。2018 年，广告宣传及市场费为 950 万元，是标的公司为提升管理水平，针对电影票房预测、营销方案推广等支付的咨询服务费；2020 年，广告宣传及市场费用主要是针对“唐人街探案系列”作品持续开发的宣传费用。其余年度广告宣传费用主要用于参加电影节等相关活动费用。预测期广告宣传及市场费占销售费用的比例一般约为 0.3%，占营业收入的比例一般约为 0.02%，虽有所波动，但占比较小，总体预测具有合理性。

三、结合预测期拟上映影片情况和推广安排，补充披露影片宣发费用的预测依据、具体预测过程及合理性。

影片宣发费用是根据影片的预估票房和制作成本进而预计投放的宣发费用额度，并根据影片题材和量级进行预测。影片宣发费用占制作成本的比例一般预测在 20%至 35% 之间，具有合理性。影片宣发费用的预测主要考虑因素包括：目标档期、预计宣发周期、营销推广策略、宣发涉及的物料成本、媒体投放方式和活动事件等，并按照与发行方拟定的宣发费用承担方式进行测算。

预测期内，万达影视主要影片拟上映情况和推广安排如下表所示：

| 序号 | 影片      | 目标档期        | 主类型      | 宣传周期 | 宣发费用占制作成本的比例 |
|----|---------|-------------|----------|------|--------------|
| 1  | 好家伙     | 2019 年 2 月  | 喜剧/青春    | 3 个月 | 33.33%       |
| 2  | 沉默的证人   | 2019 年 4 月  | 动作/犯罪    | 3 个月 | 31.91%       |
| 3  | 毕业进行时   | 2019 年 6 月  | 青春       | 2 个月 | 20.00%       |
| 4  | 鬼吹灯之天星术 | 2019 年 12 月 | 动作/冒险    | 6 个月 | 26.67%       |
| 5  | 唐人街探案 3 | 2020 年      | 喜剧/动作    | 6 个月 | 30.00%       |
| 6  | 寻龙诀 2   | 2020 年      | 动作/冒险/惊悚 | 6 个月 | 31.25%       |

#### 四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：预测成本增长情况与预测收入的增长情况具有一定的匹配性。预测期广告宣传及市场费尽管有所波动，但占收入的比例较小，总体预测具有合理性。影片宣发费用的预测与制作成本等因素相关，具有合理性。

问题 20、请你公司：1) 结合代理运营游戏产品的合同约定，补充披露已签订协议的代理游戏分成款预测过程及金额。2) 补充披露未签订协议的游戏产品代理游戏分成预测依据、主要预测参数、测算过程及金额。3) 结合报告期代理游戏分成发生额及占总成本比例，补充披露预测金额的合理性和充分性。4) 结合游戏行业薪酬水平、研发需求及所需研发人员数量等补充披露预测期研发费用中人员成本的预测依据、测算过程及预测金额的充分性及合理性。5) 补充披露报告期营业成本和费用预测数与收入预测数据的匹配性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、结合代理运营游戏产品的合同约定，补充披露已签订协议的代理游戏分成款预测过程及金额

报告期内，互爱互动收入占比前五的主要游戏的分成款合同约定如下：

|        | 合作模式            | 主要合作条款                                                                    | 约定分成比例                                     |
|--------|-----------------|---------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 中超风云   | 独家代理发行          | 授权区域：中国大陆地区<br>授权金：人民币 600 万元<br>有效期限：正式上线收费运营之日起十年                       | 授权方获得 IOS 流水的 18%，Android 流水的 20%，其余归代理方所有 |
| 战舰少女 R | Android 版独家代理发行 | 授权区域：中国大陆地区<br>版权金：人民币 800 万元<br>有效期限：Android 版正式商业化运营之日起十年               | 授权方获可分配收入的 35%，其余归代理方所有                    |
| 盗墓风云   | 独家代理发行          | 授权区域：全球区域<br>有效期限：协议生效之日起十年                                               | 授权方获可分配收入的 35%，其余归代理方所有                    |
| 新神曲    | 独家合作运营          | 授权区域：全球地区<br>授权期限：2013 年至 2015 年，授权期限届满前最后三个月中任意一个月毛收入超 150 万美元则自动顺延 6 个月 | 合作产品毛收入的 12%                               |
| 斩仙     | 独家代理发行          | 授权区域：中国大陆地区<br>有效期限：签署之日起五年                                               | 授权方获可分配收入的 35%，其余归代理方所有                    |
| 胡莱三国 2 | 独家代理发行          | 授权区域：全球区域<br>有效期限：协议生效之日起十年                                               | 授权方获可分配收入的 35%，其余归代理方所有                    |
| 豪门足球风云 | 独家代理发行          | 授权区域：中国大陆地区及东南亚地区<br>授权金：人民币 650 万元<br>有效期限：正式上线收费运营之日起十年                 | 授权方获得 IOS 流水的 28%，Android 流水 23%，其余归代理方所有  |
| 射雕英雄传  | Android 版独家代理   | 授权区域：中国大陆地区<br>版权金：人民币 7,000 万元                                           | 无 <sup>注</sup>                             |

|       | 合作模式   | 主要合作条款                                                   | 约定分成比例                                                                           |
|-------|--------|----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
|       | 发行     | 有效期限：正式商业化运营之日起两年                                        |                                                                                  |
| 勇者大作战 | 独家代理发行 | 授权区域：中国大陆地区及港澳台地区<br>版权金：人民币 130 万元<br>有效期限：正式商业化运营之日起十年 | 授权方获可分配收入的 35%，其余归代理方所有                                                          |
| 天生不凡  | 独家代理发行 | 授权区域：全球<br>有效期限：ISO、Android 版同时正式商业化运营之日起五年              | 授权方获可分配收入的 35%，其余归代理方所有；如果授权方的收益高于总流水的 15% 时，收益为充值流水金额扣除渠道测试金额后的 15%，并扣除其他约定分摊费用 |
| 绝世武林  | 独家代理发行 | 授权区域：中国大陆地区及港澳台地区<br>版权金：人民币 800 万元<br>有效期限：正式商业化运营之日起五年 | 安卓联运渠道的授权方分成收益按充值流水金额的 10%，其余归代理方；买量联运渠道的授权方分成收益按卖量联运渠道分成后金额的 50%，其余归代理方         |

注：《射雕英雄传》该款游戏版权金金额较高，因此代理方无需向授权方提供分成款。

由上述合同约定可见，互爱互动所发行运营的游戏分成款分成比例约定主要包括两种情况：一种是以游戏流水作为分配基础，分成比例一般为游戏流水的 10%-28%；另一种是以渠道后分成收入（互爱互动从渠道分得的可分配收入）作为分配基础，分成比例一般为渠道后分成收入的 30%-35%。互爱互动对于已签订代理协议的游戏分成款预测，主要是根据代理协议约定分配基础及分成比例进行：

1、对于评估基准日已上线游戏产品的预测：主要根据历史运营数据及游戏生命周期对游戏剩余生命周期内的运营指标及充值流水进行预测，并根据协议约定的分配基础及分配比例预测分成金额。

2、对于未来拟上线的游戏产品的预测：根据企业的运营计划，结合上线前测试及同类型游戏情况等预测游戏流水，并根据协议约定的分配基础及分配比例预测分成金额。

报告期内，互爱互动已签订代理协议的游戏分成情况如下：

单位：万元

| 项目          | 2018 年 1-7 月 | 2017 年度   | 2016 年度   |
|-------------|--------------|-----------|-----------|
| 分成收入        | 42,460.10    | 82,585.88 | 44,092.60 |
| 研发方分成       | 13,204.38    | 26,397.39 | 13,396.82 |
| 研发方分成占分成收入比 | 31%          | 32%       | 30%       |

预测期内，互爱互动已签订代理协议的游戏分成情况如下：

单位：万元

| 年度          | 2018 年    | 2019 年    | 2020 年   | 2021 年 |
|-------------|-----------|-----------|----------|--------|
| 分成收入（含税）    | 81,433.02 | 80,502.17 | 9,830.83 | 363.30 |
| 研发方分成（含税）   | 27,008.90 | 25,942.21 | 3,099.14 | 124.37 |
| 研发方分成占分成收入比 | 33%       | 32%       | 32%      | 34%    |

尽管互爱互动已签订代理协议的游戏分成比例合同约定有所不同，但研发方分成占分成收入的比例在报告期内相对稳定，稳定在 30%至 32%的区间内。

预测期内，互爱互动研发方分成占分成收入比例稳定在 32%至 34%的区间内，与历史期基本一致。

## 二、补充披露未签订协议的游戏产品代理游戏分成预测依据、主要预测参数、测算过程及金额

尽管互爱互动已签订代理协议的游戏分成比例合同约定有所不同，但研发方分成占分成收入的比例在报告期内相对稳定，一般在 30%至 32%的区间内。

本次评估对互爱互动未签订代理协议的游戏分成比例的预测参考以上标准，以分成收入作为分配基础，分成比例一般为渠道后分成收入的 32%-33%，具有合理性。

互爱互动未签订代理协议的游戏分成情况如下：

单位：万元

| 年度          | 2019 年    | 2020 年     | 2021 年     | 2022 年     | 2023 年     |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 分成收入（含税）    | 22,487.08 | 116,417.24 | 147,862.52 | 166,713.56 | 184,925.28 |
| 研发方分成（含税）   | 7,206.73  | 37,859.12  | 48,116.63  | 55,018.97  | 61,430.28  |
| 研发方分成占分成收入比 | 32%       | 33%        | 33%        | 33%        | 33%        |

## 三、结合报告期代理游戏分成发生额及占总成本比例，补充披露预测金额的合理性和充分性

报告期内，互爱互动的游戏分成金额占总成本的情况如下：

单位：万元

| 项目      | 2018 年 1-7 月 | 2017 年度   | 2016 年度   |
|---------|--------------|-----------|-----------|
| 游戏业务总成本 | 19,568.48    | 32,404.69 | 15,960.76 |

| 项目       | 2018 年 1-7 月 | 2017 年度   | 2016 年度   |
|----------|--------------|-----------|-----------|
| 其中：游戏分成款 | 13,204.38    | 26,397.39 | 13,396.82 |
| 占比       | 67%          | 81%       | 84%       |

预测期内，互爱互动代理游戏分成金额及占总成本比例情况如下：

单位：万元

| 项目           | 2018 年    | 2019 年    | 2020 年    | 2021 年    | 2022 年    | 2023 年    |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 游戏分成款        | 25,811.95 | 32,769.37 | 39,729.71 | 46,676.97 | 53,327.89 | 59,378.78 |
| 游戏分成款占总成本的比例 | 75%       | 83%       | 83%       | 82%       | 83%       | 84%       |

综上，互爱互动预测期内的游戏分成款占总成本的比例与报告期内占比基本一致，具有合理性。

四、结合游戏行业薪酬水平、研发需求及所需研发人员数量等补充披露预测期研发费用中人员成本的预测依据、测算过程及预测金额的充分性及合理性

#### （一）游戏行业薪酬水平

根据国家统计局，2017 年北京市城镇单位就业人员平均工资为 13.17 万元，其中，信息传输、计算机服务和软件业的城镇单位就业人员平均工资为 18.32 万元，文化、体育和娱乐业的城镇单位就业人员平均工资为 15.08 万元。游戏行业平均薪酬中，管理部门平均年薪为 23-27 万元，研发部门平均年薪为 22-26 万元。本次预测中，互爱互动研发费用中的职工薪酬在预测期一般高于当地及行业平均工资，主要系参考历史数据并假设保持一定的增长，预测较为谨慎。

互爱互动报告期及预测期研发人员及人均工资情况如下：

| 科目         | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年   | 2022 年   | 2023 年   |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 研发人员工资（万元） | 1,070.54 | 1,180.15 | 1,324.66 | 1,457.12 | 1,602.83 | 1,763.12 | 1,939.43 |
| 人数         | 46       | 49       | 50       | 50       | 50       | 50       | 50.      |
| 人均工资（万元/年） | 23.27    | 24.08    | 26.49    | 29.14    | 32.06    | 35.26    | 38.79    |

互爱互动的主营业务为网络游戏的发行及运营，不包括上游的游戏内容研发业务。互爱互动的研发支出主要系平台支持中心为代理游戏的发行及运营提供 IT 系统及技术支持，主要功能为收集游戏数据，并无特别的游戏产品研发需求。因此，目前研发人员的数量基本可以满足研发需要，无需额外增加研发人员数量。假设互爱互动 2019 年至

2023 年研发人员数量均预测保持 50 名，并考虑 10% 的人均工资增长。

综上，互爱互动的研发人员数量符合企业实际发展需要，人均工资水平增长稳定，预测数据较为合理。

#### 五、补充披露报告期营业成本和费用预测数与收入预测数据的匹配性

报告期内，互爱互动的营业成本及各项费用占收入的比例如下：

|          | 2018 年 1-7 月 | 2017 年度   | 2016 年度   |
|----------|--------------|-----------|-----------|
| 营业收入     | 42,460.10    | 82,585.88 | 44,092.60 |
| 营业成本     | 19,568.48    | 32,404.69 | 15,960.76 |
| 营业成本占收入比 | 46%          | 39%       | 36%       |
| 销售费用     | 3,483.63     | 13,657.83 | 2,671.21  |
| 销售费用占收入比 | 8%           | 17%       | 6%        |
| 管理费用     | 2,310.87     | 2,961.19  | 1,188.91  |
| 管理费用占收入比 | 5%           | 4%        | 3%        |
| 研发费用     | 1,669.27     | 2,944.14  | 1,639.46  |
| 研发费用占收入比 | 4%           | 4%        | 4%        |

预测期内，互爱互动的营业成本及各项费用占收入的比例如下：

单位：万元

| 项目       | 2018 年    | 2019 年     | 2020 年     | 2021 年     | 2022 年     | 2023 年     |
|----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入     | 80,617.83 | 101,281.28 | 122,407.02 | 143,427.66 | 161,553.55 | 178,679.01 |
| 营业成本     | 34,570.08 | 39,283.28  | 48,068.71  | 56,870.99  | 64,212.77  | 70,892.85  |
| 营业成本占收入比 | 43%       | 39%        | 39%        | 40%        | 40%        | 40%        |
| 销售费用     | 10,292.22 | 19,463.35  | 24,537.78  | 25,788.88  | 29,143.19  | 30,665.77  |
| 销售费用占收入比 | 13%       | 19%        | 20%        | 18%        | 18%        | 17%        |
| 管理费用     | 4,021.45  | 4,505.46   | 4,902.23   | 5,463.72   | 6,124.40   | 6,868.60   |
| 管理费用占收入比 | 5%        | 4%         | 4%         | 4%         | 4%         | 4%         |
| 研发费用     | 3,427.72  | 4,031.98   | 4,662.22   | 5,431.12   | 6,356.80   | 7,450.03   |
| 研发费用占收入比 | 4%        | 4%         | 4%         | 4%         | 4%         | 4%         |

综上，互爱互动预测期内营业成本及各项费用占收入的比例与报告期内基本保持一

致，营业成本和费用预测数与收入预测数据具有匹配性。

## 六、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：互爱互动预测期内游戏分成款及占总成本比例的预测具有合理性和充分性。互爱互动预测期研发费用中人员成本的预测具有充分性及合理性。互爱互动的营业成本和费用预测数与收入预测数据具有匹配性。

**问题 21、请你公司区分新媒诚品主投项目和参投项目，结合报告期各类项目制作成本发生情况等，补充披露预测期电视剧业务营业成本的预测依据及测算过程，并说明预测金额合理性及与收入预测数据的匹配性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

答复：

一、补充披露预测期电视剧业务营业成本的预测依据及测算过程，并说明预测金额合理性及与收入预测数据的匹配性

新媒诚品电视剧成本确认方式主要区分主投项目和参投项目，主投项目的成本为总制作成本减去分配参投方成本，其中分配参投方成本为总制作成本乘以参投方投资比例；参投项目的成本为总制作成本乘以投资比例。

### （一）主投项目的成本预测依据及过程

电视剧业务成本主要包括剧本成本、拍摄成本及制作成本。其中：剧本成本包括剧本 IP 采购成本和剧本改编成本等；拍摄成本包括剧组必要支出、导演及演员等片酬支出、以及拍摄过程中发生的前期制作成本等；制作成本主要指完成前期拍摄为满足播出需要而发生的后期制作成本。

新媒诚品根据市场上已播映的与拟投拍电视剧同类型作品的反响度及认可度，首先通过前期市场调研、了解目标播出平台的采购意向，对销售情况进行预测，随后在立项之初同步计划拟选用的演员、导演、制片团队、拍摄地点等，再参考预测收入和管理层对项目毛利率的把控等因素，预估总制作成本。伴随市场的变化，成本规模及各成本构成占比也随之更新。

报告期内，新媒诚品主要主投电视剧的成本构成及毛利率情况具体如下表所示：

| 项目 | 剧本成本占比 | 拍摄成本占比 | 制作成本占比 | 项目毛利率 |
|----|--------|--------|--------|-------|
|----|--------|--------|--------|-------|

|         |    |     |     |        |
|---------|----|-----|-----|--------|
| 谁是真英雄   | 1% | 86% | 12% | 43.82% |
| 贤妻      | 4% | 84% | 11% | 30.96% |
| 绝地枪王    | 7% | 83% | 10% | 50.25% |
| 如果爱可以重来 | 2% | 79% | 19% | 35.14% |
| 梦想越走越近  | 4% | 92% | 3%  | 21.93% |
| 战地枪王    | 3% | 86% | 11% | 43.02% |
| 亲爱的她们   | 1% | 77% | 21% | 49.31% |
| 平均数     | 3% | 84% | 13% | 39.20% |

预测期内，新媒诚品主要主投电视剧的成本构成如下：

| 项目                  | 剧本成本占比 | 拍摄成本占比 | 制作成本占比 | 项目毛利率  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 一念时光                | 6%     | 88%    | 6%     | 12.33% |
| 锅盖头（伞兵魂）            | 7%     | 88%    | 5%     | 46.99% |
| 大耍儿之西域风云            | 12%    | 82%    | 6%     | 44.95% |
| 恋爱才是正经事<br>（爱情高级定制） | 3%     | 94%    | 3%     | 41.28% |
| 百年新娘                | 4%     | 93%    | 3%     | 33.27% |
| 激荡                  | 2%     | 94%    | 4%     | 39.48% |
| 正阳门下年轻人             | 5%     | 89%    | 6%     | 48.95% |
| 西域列王纪               | 3%     | 94%    | 3%     | 41.28% |
| 亲爱的他们               | 4%     | 91%    | 5%     | 37.08% |
| 平均数                 | 5%     | 90%    | 5%     | 38.40% |

报告期内，新媒诚品主要主投电视剧成本中，剧本成本占比均值 3%，拍摄成本占比均值 84%，制作成本占比均值 13%，拍摄成本占比最高。预测期内，新媒诚品的主要主投电视剧成本构成与报告期基本一致，其中剧本成本占比均值 5%，拍摄成本占比均值 90%，制作成本占比均值 5%。

新媒诚品报告期的各电视剧作品的成本构成和毛利率情况与预测期基本一致，具体到每部作品则因作品题材、演员阵容、发行渠道等不同而存在一定差异，具备合理性。

## （二）参投项目的成本预测依据及过程

参投项目成本内容与主投项目一致，具体成本构成占比情况主要由主投方决定，新媒诚品根据合同约定，以各方确认结算的总成本金额及投资比例确认成本。

尽管参投项目的成本构成主要由主投方决定，但新媒诚品在决策是否参投项目时，



会在综合考虑项目题材、市场反响度及认可度的基础上，结合参投项目的成本规模、主创团队、项目制作方的制作能力及对项目的把控程度等因素进行判断。预测期内新媒诚品主要参投项目毛利率情况如下所示：

| 项目        | 毛利率    |
|-----------|--------|
| 我爱你是最好的安排 | 33.75% |
| 毕业我们去当兵   | 56.07% |
| 明月曾照江东寒   | 29.29% |
| 均值        | 36.61% |

预测期内，新媒诚品主要参投项目毛利率均值为 36.61%，与报告期一致，具备合理性。

### （三）成本预测与收入预测数据的匹配性

新媒诚品预测期内收入、成本及毛利率情况如下所示：

单位：万元

| 项目   | 2018 年    | 2019 年    | 2020 年    | 2021 年    | 2022 年    | 2023 年     |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 营业收入 | 47,277.19 | 55,551.51 | 65,397.80 | 77,173.42 | 91,452.56 | 102,113.04 |
| 营业成本 | 30,353.05 | 36,555.81 | 40,632.44 | 45,685.93 | 54,813.15 | 60,875.16  |
| 毛利率  | 35.80%    | 34.19%    | 37.87%    | 40.80%    | 40.06%    | 40.38%     |

预测期内，新媒诚品的毛利率较稳定，成本预测与收入预测具备匹配性。

综上，新媒诚品区分主投项目和参投项目对成本进行预测，预测期各成本占比与报告期情况一致，预测成本具有合理性。新媒诚品预测期的毛利率水平较稳定，低于报告期毛利率均值，成本预测与收入预测具备匹配性。

## 二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：新媒诚品预测期电视剧业务的预测依据较为充分、测算过程合理，预测成本金额合理、与预测收入相匹配。

**问题 22、申请文件显示，万达影视为高新技术企业，自 2015 年 11 月 24 日至 2018 年 11 月 23 日可减按 15% 的所得税率缴纳企业所得税，万达影视部分电影发行收入免征增值税，子公司互爱互动自 2013 年 5 月 17 日至 2018 年 5 月 17 日享受企业所得税“两免三减半”优惠，子公司炫动网络、霍尔果斯新媒、霍尔果斯骋亚影视文化传媒有限公司**

自 2016 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日公司享受免征企业所得税的优惠。请你公司：  
1) 补充披露上述税收优惠政策对标的资产报告期经营业绩的具体影响。2) 结合现行高新技术企业认定条件，补充披露标的资产未来仍符合认定要求的具体依据，预测期使用 15% 的优惠税率进行所得税预测的充分性及合理性。如万达影视未来未能继续取得 15% 优惠税率，量化分析对预测期所得税金额及本次评估作价的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、补充披露上述税收优惠政策对标的资产报告期经营业绩的具体影响。

2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月，万达影视所得税优惠分别为 3,864.14 万元、6,489.12 万元及 8,216.53 万元，分别占当期净利润的比例 10.62%、10.87% 及 14.65%。假设在报告期内万达影视未享受税收优惠政策，则 2016 年、2017 年及 2018 年 1-7 月万达影视净利润分别为 32,505.05 万元、53,205.06 万元及 47,873.52 万元。

二、结合现行高新技术企业认定条件，补充披露标的资产未来仍符合认定要求的具体依据，预测期使用 15% 的优惠税率进行所得税预测的充分性及合理性。如万达影视未来未能继续取得 15% 优惠税率，量化分析对预测期所得税金额及本次评估作价的影响。

在本次收益法评估中，除假设万达影视可在预测期内继续适用 15% 高新技术企业税收优惠、互爱互动可在预测期内继续适用 15% 高新技术企业税收优惠（互爱互动于 2018 年 7 月获得证书编号为 GR201811000934 的高新技术企业证书，有效期三年）外，其他报告期内适用的税收优惠，均假设在现有税收优惠政策到期后不再继续享受。

针对万达影视高新技术企业认定及相关税收优惠的影响，具体分析如下：

（一）万达影视正在申请高新技术企业认定

根据《高新技术企业认定管理办法》（科技部、财政部、国家税务总局国科发火[2016]32 号，以下简称“《认定管理办法》”）第九条规定，通过认定的高新技术企业，其资格证书自颁发之日起有效期为三年。万达影视此前持有《高新技术企业证书》，证书编号为 GR201511001100，证书有效期为 2015 年 11 月 24 日至 2018 年 11 月 23 日。截至本反馈意见回复之日，万达影视已向北京市科学技术委员会递交了高新技术企业认定的申请材料，相关认定工作正在进行中。

（二）万达影视高新技术企业认定不存在实质障碍，相关评估预测的假设具备充分性及合理性

通过将万达影视的实际情况与《认定管理办法》第十一条关于高新技术企业认定条件逐条比对，万达影视各项条件均符合高新技术企业认定标准：

| 序号 | 高新技术企业要求                                                                                       | 万达影视实际情况                                                                                                                                     | 是否符合 |
|----|------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 1  | 企业申请认定时须注册成立一年以上                                                                               | 万达影视成立于 2009 年 7 月                                                                                                                           | 是    |
| 2  | 企业通过自主研发、受让、受赠、并购等方式，获得对其主要产品（服务）在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有权                                         | 万达影视自成立以来，通过自主研发共获得 24 项软件著作权                                                                                                                | 是    |
| 3  | 对企业主要产品（服务）发挥核心支持作用的技术属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围                                                   | 万达影视的技术领域为高技术服务/文化创意产业支撑技术/创作、设计与制作技术，属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围                                                                                 | 是    |
| 4  | 企业从事研发和相关技术创新活动的科技人员占企业当年职工总数的比例不低于 10%                                                        | 2017 年度，万达影视科技人员平均人数为 56 人，占职工总数的比例为 54.37%，高于 10%                                                                                           | 是    |
| 5  | 最近一年销售收入在 2 亿元以上的企业，近三个会计年度的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例不低于 3%。（在中国境内发生的研究开发费用总额占全部研究开发费用总额的比例不低于 60%） | 万达影视 2015 年度、2016 年度、2017 年度研究开发费用分别为 2,039.81 万元、2,499.05 万元、2,696.83 万元，占同期销售收入的比例均超过 3%；<br>万达影视 2015~2017 年度研发费用均为中国境内发生的研究开发费用，比例高于 60% | 是    |
| 6  | 近一年高新技术产品（服务）收入占企业同期总收入的比例不低于 60%                                                              | 万达影视 2017 年度高新技术产品（服务）收入为 51,670.77 万元，具体为电影发行及版权转让服务收入，占同期收入的比例超过 60%                                                                       | 是    |
| 7  | 企业申请认定前一年内未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为                                                              | 万达影视自成立以来，未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为                                                                                                            | 是    |
| 8  | 企业创新能力评价应达到 71 分（含）以上                                                                          | 经初步评估，万达影视创新能力评价得分为 88 分，超过 71 分（含）标准                                                                                                        | 是    |

因此，根据上述情况，万达影视的各项条件均符合高新技术企业认定标准。考虑到万达影视此前已被认定为高新技术企业，并享受该项税收优惠，预计在万达影视经营情况未发生重大变化及相关税收优惠法律法规及规范性文件不发生变化的前提下，万达影视继续被认定为高新技术企业不存在实质障碍，相关评估预测的假设具备充分性及合理性。

### （三）该项税收优惠假设对预测期所得税金额及本次评估作价的影响

该项税收优惠对万达影视预测期内所得税金额的具体影响如下表所示：

单位：万元

| 所得税税率     | 2018 年 8 至 12 月 | 2019 年    | 2020 年    | 2021 年    | 2022 年    | 2023 年    |
|-----------|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 15%       | 125.05          | 5,486.78  | 6,276.98  | 8,396.62  | 10,558.10 | 13,347.22 |
| 25%       | 208.41          | 9,144.64  | 10,461.63 | 13,994.36 | 17,596.83 | 22,245.37 |
| 对所得税金额的影响 | -83.36          | -3,657.86 | -4,184.65 | -5,597.74 | -7,038.73 | -8,898.15 |

注：如果万达影视无法在 2018 年度所得税汇算清缴工作完成（通常在 2019 年 4 月或 5 月）之前，完成高新技术企业认定及所得税优惠的备案工作，其 2018 年度将适用 25%所得税税率，较 15%税率情形下，万达影视 2018 年度所得税将增加约 2,000 万元

假如万达影视未来未能被认定为高新技术企业进而不能继续享受 15%所得税优惠税率，在其他评估假设不变的前提下，其收益法下评估值将降低约 58,015 万元，较 110 亿的标的公司估值减少 5.27%。

#### （四）该项税收优惠对万达影视 2018 年度业绩的影响

考虑到截至本反馈意见回复之日，万达影视之前取得的高新技术企业证书已到期，尚未完成高新技术认定及所得税优惠的备案工作，万达影视暂按照 25%所得税税率在其 2018 年度管理报表中进行核算。即使在按 25%所得税税率核算的情况下，万达影视 2018 年度未经审计净利润仍高于其所承诺的 7.63 亿元净利润。

未来，如果万达影视可在 2018 年度所得税汇算清缴工作完成（通常在 2019 年 4 月或 5 月）之前，完成高新技术企业认定及所得税优惠的备案工作，其 2018 年度仍可享受该项 15%所得税税率的税收优惠。如果 2018 年度可适用 15%所得税税率，此时万达影视所得税金额将较 25%税率情况下，减少约 2,000 万元。

### 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：万达电影已在报告书中披露了税收优惠对其报告期内经营业绩的影响；结合万达影视此前已被认定为高新技术企业、目前正在进行高新技术企业资格的申请，并逐条比对万达影视的实际情况与《认定管理办法》第十一条关于高新技术企业认定条件，在万达影视经营情况未发生重大变化及相关税收优惠法律法规及规范性文件不发生变化的前提下，本次评估关于税收优惠的相关假设具备充分性及合理性。

**问题 23、申请文件显示，互爱互动研发费用主要包括研发人员的职工薪酬、网络资源服务、云服务费、折旧等。请你公司补充披露：1）管理费用中职工薪酬和研发费用职工薪酬划分标准，预测期人均薪酬是否与当地和行业平均工资一致。2）报告期及预测期研发费用与研发人员数量、研发计划的匹配性、研发支出是否足以支撑收入增长。**

**请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。**

答复：

一、管理费用中职工薪酬和研发费用职工薪酬划分标准，预测期人均薪酬是否与当地和行业平均工资一致

根据部门职能的不同，互爱互动将其平台支持中心的员工薪酬归入研发费用，将管理层、版权中心、海外发行中心、经管中心、管理综合中心等部门的员工薪酬归入管理费用。

互爱互动报告期及预测期管理费用和研发费用中的职工薪酬情况如下表所示：

| 科目           | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年   | 2022 年   | 2023 年   |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 一、管理人员工资（万元） | 1,373.12 | 2,080.29 | 2,346.99 | 2,581.69 | 2,839.86 | 3,123.84 | 3,436.22 |
| 人数           | 70       | 78       | 80       | 80       | 80       | 80       | 80       |
| 人均工资(万元/年)   | 19.62    | 26.67    | 29.34    | 32.27    | 35.50    | 39.05    | 42.95    |
| 二、研发人员工资（万元） | 1,070.54 | 1,180.15 | 1,324.66 | 1,457.12 | 1,602.83 | 1,763.12 | 1,939.43 |
| 人数           | 46       | 49       | 50       | 50       | 50       | 50       | 50       |
| 人均工资（万元/年）   | 23.27    | 24.08    | 26.49    | 29.14    | 32.06    | 35.26    | 38.79    |

根据国家统计局，2017 年北京市城镇单位就业人员平均工资为 13.17 万元，其中，信息传输、计算机服务和软件业的城镇单位就业人员平均工资为 18.32 万元，文化、体育和娱乐业的城镇单位就业人员平均工资为 15.08 万元。游戏行业平均薪酬中，管理部门平均年薪为 23-27 万元，研发部门平均年薪为 22-26 万元。

本次预测中，互爱互动管理费用及研发费用中的职工薪酬在预测期一般高于当地及行业平均工资，主要系参考历史数据并假设保持一定的增长，预测较为谨慎。

二、报告期及预测期研发费用与研发人员数量、研发计划的匹配性、研发支出是否足以支撑收入增长

报告期内，互爱互动的研发费用及研发人员情况如下：

| 项 目      | 2018 年 1-7 月 | 2017 年度  | 2016 年度  |
|----------|--------------|----------|----------|
| 研发费用（万元） | 1,639.46     | 2,944.14 | 1,669.27 |
| 研发人员（人）  | 49           | 46       | 59       |

预测期内，互爱互动的研发费用及研发人员情况如下：

| 项目       | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年   | 2022 年   | 2023 年   |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 研发费用（万元） | 3,427.72 | 4,031.98 | 4,662.22 | 5,431.12 | 6,356.80 | 7,450.03 |
| 研发人员（人）  | 49       | 50       | 50       | 50       | 50       | 50       |

互爱互动的主营业务为网络游戏的发行及运营，不包括上游的游戏内容研发业务。互爱互动的研发费用主要系平台支持中心为代理游戏的发行及运营提供 IT 系统及技术支持，主要功能为收集游戏数据，并无特别的游戏产品研发需求，预计互爱互动在预测期内研发人员数量保持稳定，其研发费用与研发人员数量、研发计划具有匹配性。尽管研发费用尽管占收入比例有所下跌，考虑到互爱互动并非游戏研发公司，其研发费用足以支撑收入增长。

### 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：互爱互动管理费用中职工薪酬和研发费用职工薪酬划分标准明确，预测期人均薪酬高于当地和行业平均工资，具有合理性。互爱互动并非游戏研发公司，其预测期研发费用与研发人员数量、研发计划具有匹配性，研发费用足以支撑收入增长。

经核查，会计师认为：互爱互动管理费用中职工薪酬和研发费用职工薪酬划分标准明确。互爱互动并非游戏研发公司，其报告期研发费用与研发人员数量、研发计划具有匹配性。

**问题 24、申请文件显示，万达影视、新媒诚品收益法评估折现率为 12.88%，互爱互动评估折现率为 13.18%。请你公司：1）结合各公司运营时间、业务发展阶段、面临的经营风险及市场可比交易折现率情况，补充披露标的资产收益法评估中风险系数取值的依据及合理性，是否充分反映了各公司所面临的行业风险及自身特定财务风险。2）结合折现率的取值依据和计算过程，补充披露本次评估中各公司选取折现率的差异原因及合理性，对各公司评估作价的具体影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

答复：

一、结合各公司运营时间、业务发展阶段、面临的经营风险及市场可比交易折现率情况，补充披露标的资产收益法评估中风险系数取值的依据及合理性，是否充分反映了各公司所面临的行业风险及自身特定财务风险。

#### （一）万达影视各业务板块公司运营时间、业务发展阶段、面临的经营风险

##### 1、电影业务

万达影视成立于 2009 年 7 月，至今已经运营超过 9 年。初创管理层经过几年的运营，实现了内容的储备和人才的积累，在 2013 年万达影视的影视业务逐渐起步，自 2014 年至今，万达影视的影视制作能力提升明显，影视作品能够适应市场的需求、切合题材热点，主投的电影在市场上均取得较好的成绩。万达影视及其下属公司完成投资制作、取得电影片公映许可证并享有著作权的主要电影作品共计 41 部，在境内拥有的主要被许可使用著作权共计 62 项。特别是 2018 年万达影视投资了一系列具有代表性的影片，主投电影《唐人街探案 2》取得 33 亿的票房，位列 2018 年国内影片票房第三位；主投小制作电影《快把我哥带走》取得 3.4 亿的票房的佳绩；参投电影《我不是药神》取得 28.8 亿的票房。良好的票房表现说明万达影视具备敏锐的市场洞察能力，充足的内容储备为万达影视未来的长足发展奠定了基础。通过上述对万达影视自身的发展情况分析并参考资本市场可比上市公司的发展路径，结合目前国家对文化产业发展的扶持力度和利好政策，万达影视电影业务处于增长期。

万达影视电影业务面临的经营风险主要有：

##### （1）生产计划无法按期执行的风险

影片生产计划可能受剧本、导演或主演等主创人员、工作计划调整等多个因素影响。影片的生产计划能否按期完成存在不确定性。由于上述诸多外部不可控因素的影响，万达影视可能不能按期完成生产计划，将会对万达影视的经营业绩造成负面影响。

##### （2）制作成本不断上升的风险

近年来，剧本费用、导演及主演等主创人员的劳务报酬等电影相关制作成本不断提升。为了能够获得较好的票房收入，制片公司往往选择好的剧本并聘请知名度高的导演和演员。为了保证制作质量，还会加长制作周期，从而使得电影的制作成本投入进一步上升。因此，万达影视面临制作成本不断上升的风险。

### （3）侵权盗版的风险

盗版电影侵犯知识产权，影响电影制作方的收入，并蚕食电影发行和放映市场，持续对国内电影产业造成不利影响。虽然经过多年努力，电影产业的正版化格局已经基本形成，但是盗版盗播的行为尚未完全杜绝，万达影视在一定时期内仍将面临盗版侵害的风险。

## 2、电视剧业务

新媒诚品成立于 2012 年。成立至今，新媒诚品通过精准的选材、严格控制电视剧制作成本、提高电视剧制作质量等方式，营业收入规模及利润规模显著提高，在电视剧市场中具有一定竞争力。新媒诚品被万达影视收购后，得益于万达影视的资金及剧本储备等多方面支持，新媒诚品在万达影视完成收购当年即 2017 年实现了高速增长，收入较 2016 年增长 121.65%，净利润增长 92.71%。结合目前国家对文化产业的扶持和利好政策、电视剧市场的行业发展情况来看，新媒诚品业务处于增长期。

新媒诚品可能面临的经营风险主要有：

### （1）发行计划无法按期执行的风险

新媒诚品目前主要是在电视剧作品完成后制作、取得发行许可证后进行发行销售。受演员档期、剧组拍摄效果、后期制作效果、拍摄完成后相关部门对发行许可证的审批进度等多种因素的影响，电视剧作品的发行销售计划可能无法按期执行，从而对新媒诚品的业绩造成影响。

### （2）知识产权纠纷风险

电视剧作品的核心是知识产权。新媒诚品作为发起方参与的影片，无论是公司聘请的承制公司，还是向新媒诚品提供剧本素材的相关方以及聘用的主创人员，都与新媒诚品存在主张知识产权权利的问题。此外，在电视剧作品的生产过程中，会不可避免地使用他人的创作成果，如使用他人的题材、剧本、音乐等，这类行为需要获得知识产权所有者的许可，否则将构成侵权。如果发生上述纠纷、涉及法律诉讼，可能会对新媒诚品的经济利益和业务开展带来不利影响。

## 3、游戏发行业务



互爱互动成立于 2011 年，至今已运营 8 年。互爱互动的凭借对市场需求的把握及创新能力，持续推出热门游戏来迎合玩家不断变化的喜好。互爱互动目前已发行了多款精品网页游戏产品和移动网络游戏产品，如《胡莱三国》《中超风云》《胡莱三国 2》《天生不凡》《绝世武林》等。虽然游戏行业 2018 年版号暂停发放的政策对互爱互动的生产经营短期存在一定影响，但鉴于 2018 年 12 月广电总局已重新开始发放游戏版号，预计对互爱互动长期生产经营不存在重大不利影响，互爱互动未来业绩仍可实现增长。参考资本市场可比上市公司的发展路径，以及游戏行业的发展情况，万达影视的游戏业务处于增长期。

互爱互动面临的经营风险主要包括：

#### （1）政策变化等因素导致游戏行业增速放缓的风险

2018 年 3 月，随着国务院机构改革，新游戏的版号发放及备案手续暂缓。2018 年 12 月，广电总局公布 2018 年 12 月份网络游戏审批信息，共计 80 款新游戏审批通过获得版号，时隔 9 个月重新放开新游戏的版号发放。受上述行业调整政策影响，根据中国音数协游戏工委发布的《2018 年中国游戏产业报告》，中国游戏产业 2018 年销售收入规模达到 2,144.4 亿元，同比增长 5.3%；其中移动游戏 2018 年销售收入规模达 1,339.6 亿元，同比增长 15.4%，增速有所放缓。

互爱互动作为专注于网络游戏发行与运营的企业，若未来网络游戏行业的整体增长速度放缓，则存在影响其未来经营成果的风险。

#### （2）对游戏研发商依赖的风险

互爱互动的主营业务为网络游戏的发行和运营，主要通过向游戏研发商支付授权金及分成金额，以取得在某一特定区域或者特定渠道的游戏独家代理授权。授权运营模式有利于游戏发行商与游戏研发商实现优势互补，也是当前网络游戏产品的常见的运营方式。

但是，由于互爱互动自身并不从事游戏研发业务，如果互爱互动与游戏研发商之间的合作关系出现恶化，导致不能持续的取得优秀的网络游戏产品发行及运营授权，则可能对互爱互动的经营业绩产生不利影响。

#### （二）市场可比交易参数情况

## 1、风险系数的计算

在国内资本市场中，计算风险系数主要是选取主营业务与标的公司相同或者相近的上市公司，通过 WIND 专业数据库软件对可比对象的相关参数、数据进行提取、筛选、比较。本次评估中，最终确定可比性最合理的五家公司作为标的公司的可比对象，选取的风险系数可以充分合理的反映公司所面临的行业风险。

### (1) 影视剧板块

结合被评估单位的主营业务构成和所属行业的特点，通过 WIND 资讯查询可比上市公司的  $\beta_t$  值（包含财务杠杆的风险系数），然后根据可比上市公司的所得税税率，计算出剔除财务杠杆后的  $\beta_e$ （不包含财务杠杆的风险系数），并取其平均数作为被评估单位的  $\beta_e$ 。具体计算如下表：

| 序号  | 股票代码      | 股票名称 | 有息负债 D  | 权益市值 E    | 资本结构 (D/E) | $\beta_t$ | $\beta_e$ | 税率  |
|-----|-----------|------|---------|-----------|------------|-----------|-----------|-----|
| 1   | 300133.SZ | 华策影视 | 228,444 | 1,928,505 | 0.1185     | 0.9901    | 0.9093    | 25% |
| 2   | 300251.SZ | 光线传媒 | 168,577 | 2,971,745 | 0.0567     | 1.2805    | 1.2216    | 15% |
| 3   | 300426.SZ | 唐德影视 | 78,632  | 807,733   | 0.0973     | 0.7823    | 0.7291    | 25% |
| 4   | 000802.SZ | 北京文化 | 833     | 1,075,123 | 0.0008     | 1.0024    | 1.0018    | 25% |
| 5   | 300027.SZ | 华谊兄弟 | 595,444 | 2,398,498 | 0.2483     | 1.2267    | 1.0341    | 25% |
| 平均数 |           |      |         |           |            |           | 0.9792    |     |

数据来源：WIND 资讯

通过 WIND 资讯数据查询和计算，选取卸载财务杠杆的  $\beta_e$  为 0.9792。

### (2) 游戏板块

结合被评估单位的主营业务构成和所属行业的特点，通过 WIND 资讯查询可比上市公司的  $\beta_t$  值，然后根据可比上市公司的所得税税率，计算出剔除财务杠杆后的  $\beta_e$ ，并取其平均数作为被评估单位的  $\beta_e$ 。具体计算如下表：

| 序号 | 股票代码      | 股票名称 | 有息负债 (D) | 权益市值 (E)  | 资本结构 (D/E) | $\beta_t$ | $\beta_e$ | 税率  |
|----|-----------|------|----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----|
| 1  | 002517.SZ | 恺英网络 | 31,611   | 2,380,924 | 1.33%      | 1.1949    | 1.1816    | 15% |
| 2  | 002555.SZ | 三七互娱 | 78,909   | 3,471,000 | 2.27%      | 0.8029    | 0.7894    | 25% |
| 3  | 300315.SZ | 掌趣科技 | 91,483   | 1,748,858 | 5.23%      | 0.8607    | 0.8241    | 15% |
| 4  | 002174.SZ | 游族网络 | 185,500  | 2,009,171 | 9.23%      | 0.9360    | 0.8754    | 25% |
| 5  | 002354.SZ | 天神娱乐 | 129,113  | 1,496,533 | 8.63%      | 0.7930    | 0.7448    | 25% |

| 序号  | 股票代码 | 股票名称 | 有息负债(D) | 权益市值(E) | 资本结构(D/E) | $\beta_t$ | $\beta_e$ | 税率  |
|-----|------|------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----|
| 平均数 |      |      |         |         |           |           | 0.8831    | 25% |

数据来源：WIND 资讯

通过 WIND 资讯数据查询和计算，选取卸载财务杠杆  $\beta_e$  为 0.8831

## 2、个别风险系数的选取

### (1) 影视剧业务

近年来，A 股上市公司收购影视剧行业资产可比案例参数选取情况如下表所示：

| 收购方         | 被收购方 | 个别风险系数 |
|-------------|------|--------|
| 快乐购         | 快乐阳光 | 2.50%  |
| 快乐购         | 芒果影视 | 3.00%  |
| 快乐购         | 芒果娱乐 | 2.80%  |
| 东方网络        | 华桦文化 | 3.00%  |
| 东方网络        | 元纯传媒 | 3.00%  |
| 思美传媒        | 观达影视 | 2.50%  |
| 欢瑞世纪（原星美联合） | 欢瑞世纪 | 3.00%  |
| 平均数         |      | 2.83%  |
| 电影、电视剧业务    |      | 3.63%  |

如上表所示，影视剧公司收购案例资产评估收益法所选取的行业个别风险系数平均值为 2.83%，本次评估中，标的公司影视剧板块收益法评估选取的个别风险系数为 3.63%，高于平均水平，具有合理性。

### (2) 游戏业务

近年来，A 股上市公司收购游戏行业资产可比案例参数选取情况如下表所示：

| 收购方  | 被收购方 | 个别风险系数 |
|------|------|--------|
| 快乐购  | 芒果互娱 | 2.90%  |
| 天润数娱 | 拇指游玩 | 4.50%  |
| 富春通信 | 摩奇卡卡 | 3.00%  |
| 三七互娱 | 墨鹍科技 | 5.00%  |
| 三七互娱 | 智铭网络 | 3.50%  |
| 天神娱乐 | 幻想悦游 | 3.00%  |

|             |      |       |
|-------------|------|-------|
| 完美世界（原完美环球） | 完美世界 | 3.00% |
| 平均数         |      | 3.56% |
| 互爱互动        |      | 4.50% |

如上表所示，游戏公司收购案例资产评估收益法所选取的行业个别风险系数平均值为 3.56%，本次评估中，互爱互动选取的个别风险系数为 4.50%，选取的个别风险系数高于可比案例平均水平，具有合理性。

### 3、折现率的选取

#### （1）影视剧业务

万达影视电影和电视剧业务可比交易折现率如下表所示：

| 收购方         | 被收购方 | 折现率    |
|-------------|------|--------|
| 快乐购         | 快乐阳光 | 13.85% |
| 快乐购         | 芒果影视 | 13.63% |
| 快乐购         | 芒果娱乐 | 13.30% |
| 东方网络        | 华桦文化 | 12.76% |
| 东方网络        | 元纯传媒 | 12.28% |
| 思美传媒        | 观达影视 | 12.33% |
| 欢瑞世纪（原星美联合） | 欢瑞世纪 | 11.89% |
| 平均数         |      | 12.86% |
| 电影、电视剧业务    |      | 12.88% |

如上表所示，影视剧公司收购案例资产评估收益法所选取的折现率平均值为 12.86%，本次评估中，标的公司影视剧板块收益法评估选取的折现率为 12.88%，折现率与同行业交易案例平均水平不存在重大差异，具有合理性。

#### （2）游戏业务

万达影视游戏业务可比交易折现率如下表所示：

| 收购方  | 被收购方 | 折现率    |
|------|------|--------|
| 快乐购  | 芒果互娱 | 13.97% |
| 天润数娱 | 拇指游玩 | 13.95% |
| 富春通信 | 摩奇卡卡 | 13.09% |
| 三七互娱 | 墨鹍科技 | 13.72% |

|             |      |        |
|-------------|------|--------|
| 三七互娱        | 智铭网络 | 13.52% |
| 天神娱乐        | 幻想悦游 | 13.10% |
| 完美世界（原完美环球） | 完美世界 | 13.10% |
| 平均数         |      | 13.49% |
| 互爱互动        |      | 13.18% |

如上表所示，游戏公司收购案例资产评估收益法所选取的折现率平均值为 13.49%，折现率范围为 13.09%至 13.97%，本次评估中，互爱互动选取的折现率为 13.18%，处于可比交易范围内，具有合理性。

综上所述，本次评估综合考虑标的公司的企业的发展规模、行业地位、经营能力、自身的发展阶段和其特定财务风险等方面，选取了高于可比案例平均水平的个别风险系数，最终折现率和行业可比案例不存在重大差异，可以充分地反映公司所面临的行业风险及自身特定财务风险，具有合理性。

二、结合折现率的取值依据和计算过程，补充披露本次评估中各公司选取折现率的差异原因及合理性，对各公司评估作价的具体影响。

本次评估采用加权平均资本成本模型(WACC)确定折现率。

1、加权平均资本成本的计算公式为：

$$WACC = R_e \frac{E}{D + E} + R_d \frac{D}{D + E} (1 - T)$$

式中：

E：股权价值

Re：股权资本成本

D：付息债务价值

Rd：债务资本成本

T：企业所得税率

2、股权资本成本计算过程

(1)无风险收益率

通过 WIND 资讯终端查询，10 年期国债在评估基准日的到期年收益率为 3.4812%，故无风险收益率取 3.4812%。

## (2) 风险系数 $\beta_e$ 的计算

### 1) 影视剧板块

结合被评估单位的主营业务构成和所属行业的特点，通过 WIND 资讯查询可比上市公司的  $\beta_t$  值，然后根据可比上市公司的所得税税率，计算出剔除财务杠杆后的  $\beta_e$ ，并取其平均数作为被评估单位的  $\beta_e$ 。通过 WIND 资讯数据查询和计算，选取卸载财务杠杆的  $\beta_e$  为 0.9792。

### 2) 游戏板块

结合被评估单位的主营业务构成和所属行业的特点，通过 WIND 资讯查询可比上市公司的  $\beta_t$  值，然后根据可比上市公司的所得税税率，计算出剔除财务杠杆后的  $\beta_e$ ，并取其平均数作为被评估单位的  $\beta_e$ 。通过 WIND 资讯数据查询和计算，选取卸载财务杠杆  $\beta_e$  为 0.8831

## 3、市场风险溢价

由于国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场。一方面，历史数据较为有限，并且市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价不具有可信度；而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到；因此国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。本次收益法评估根据美国 Aswath Damodaran 网站 2018 年发布的国家(地区)风险溢价数据进行相关参数的测算。

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

公式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2017 年美国股票与国债的算术平均收益差 5.08%；国家风险补偿额取 0.81%。

则： $MRP = 5.08\% + 0.81\%$

$= 5.89\%$

本次评估市场风险溢价 MRP 取 5.89%。

## 4、个别风险调整系数

结合企业的规模、行业地位、经营能力、抗风险能力等因素，本次收益法评估对各业务板块的个别风险调整系数取值如下：

| 业务版块 | 个别风险调整系数 |
|------|----------|
| 影视剧  | 3.63%    |
| 游戏   | 4.50%    |

#### 5、股权资本成本 Re

$$R_e = r_f + \beta_e \times MRP + \epsilon$$

计算得出的各公司股权资本成本如下：

| 业务版块 | 股权资本成本 |
|------|--------|
| 影视剧  | 12.88% |
| 游戏   | 13.18% |

#### 6、加权平均资本成本

加权平均资本成本的计算公式为：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

根据企业经营特点和发展规划，参照各公司自身的 D/E 水平，将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式，计算得出各公司的加权平均资本成本：

| 业务版块 | 加权平均资本成本 |
|------|----------|
| 影视剧  | 12.88%   |
| 游戏   | 13.18%   |

综上所述，标的公司主营业务包括电影业务、电视剧业务和游戏业务，本次评估区分不同业务板块分别计算折现率。

根据中国证券监督管理委员会发布的《上市公司行业分类指引》（2012 修订版）的标准，电影、电视剧业务均属于 R 类第 85 项“广播、电视、电影和影视录音制作业”类别；游戏业务属于 J 类第 65 项“软件和信息技术服务业”类别。

因此影视剧业务，从国内资产市场选取的可比对象均为影视剧制作上市公司，都包含电影和电视剧业务，对电影业务和电视剧业务亦按照影视剧类上市公司的相关参数进行选取测算；对游戏业务，选取游戏为主营业务的可比上市公司的相关参数进行测算。

基于标的公司的多元化经营实际情况，分别对不同业务板块选取适用的折现率进行测算，是合理的，便于充分反映各个业务板块的业务特征和风险，综上所述，折现率的选取是合理、恰当的，因此对评估基准日各个公司的评估作价没有影响。

## 7、折现率变动对估值的敏感性分析

### （1）电影业务板块

| 序号 | 折现率变动幅度 | 折现率    | 估值变动（亿元） | 估值变动率  |
|----|---------|--------|----------|--------|
| 1  | -1.00%  | 11.88% | 57.92    | 10.93% |
| 2  | -0.50%  | 12.38% | 54.95    | 5.23%  |
| 3  | 0.00%   | 12.88% | 52.22    | 0.00%  |
| 4  | 0.50%   | 13.38% | 49.70    | -4.82% |
| 5  | 1.00%   | 13.88% | 47.38    | -9.26% |

### （2）电视剧业务板块

| 序号 | 折现率变动幅度 | 折现率    | 估值变动（亿元） | 估值变动率  |
|----|---------|--------|----------|--------|
| 1  | -1.0%   | 11.88% | 19.53    | 9.24%  |
| 2  | -0.5%   | 12.38% | 18.67    | 4.42%  |
| 3  | 0.0%    | 12.88% | 17.88    | 0.00%  |
| 4  | 0.5%    | 13.38% | 17.15    | -4.08% |
| 5  | 1.0%    | 13.88% | 16.47    | -7.84% |

### （3）游戏板块

| 序号 | 折现率变动幅度 | 折现率    | 估值变动（亿元） | 估值变动率  |
|----|---------|--------|----------|--------|
| 1  | -1%     | 12.18% | 43.03    | 7.80%  |
| 2  | -0.5%   | 12.68% | 41.41    | 3.74%  |
| 3  | 0%      | 13.18% | 39.92    | 0.00%  |
| 4  | 0.5%    | 13.68% | 37.26    | -6.67% |
| 5  | 1%      | 14.18% | 38.54    | -3.46% |

## 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：标的资产收益法评估中风险系数取值的依据具有合理性，充分反映了各公司所面临的行业风险及自身特定财务风险。本次评估中各公司选取折现率的差异原因主要是不同业务板块业务模式及面临的风险不同，取值具有合理性。