

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）

关于上海证券交易所

上证公函【2019】3080 号

《关于对宁波富邦精业集团股份有限公司

重大资产重组草案信息披露的问询函》

涉及评估机构询问的回复



北京北方亚事资产评估事务所(特殊普通合伙)
BEIJING NORTH ASIA ASSET ASSESSMENT FIRM (Special General Partnership)

二零二零年一月

上海证券交易所：

根据贵交易所《关于对宁波富邦精业集团股份有限公司重大资产重组草案信息披露的问询函》（上证公函【2019】3080号）（以下简称“问询函”）的相关要求，我所对问询函中涉及评估师的有关问题进行了认真分析并对有关问题回复如下：

11、草案披露，本次交易采取收益法进行评估，标的公司评估值为2.34亿元，评估增值率339.55%，业绩承诺方承诺标的公司2019年—2022年扣非后归母净利润分别不低于0.19亿元、0.22亿元、0.26亿元、0.29亿元，较标的公司2018年扣非后净利润-67万元增幅较大。请公司：（1）结合行业发展状况、公司所处行业地位、核心竞争力、在手订单等，说明标的公司未来实现盈利承诺的可行性；（2）对比同行业可比上市公司的毛利率，分别说明马拉松赛事运营、足球俱乐部运营以及电竞俱乐部运营三项业务的毛利率水平是否合理；（3）结合近期行业可比交易、可比公司情况，说明本次评估增值较高的原因及合理性。请财务顾问及评估师发表明确意见。

回复：

一、结合行业发展状况、公司所处行业地位、核心竞争力、在手订单等，说明标的公司未来实现盈利承诺的可行性

（一）行业发展状况

报告期内，常奥体育收入主要来源于马拉松赛事业务、足球赛事及职业足球俱乐部运营管理业务、职业电竞俱乐部运营管理业务。近年来，马拉松行业市场规模呈迅速增长趋势，足球行业具有良好的发展环境，电子竞技行业作为新兴产业处于高速发展阶段，标的公司业务所属各体育细分行业均发展前景广阔，有助于标的公司未来盈利承诺的实现，具体如下：

1、马拉松行业规模迅速增长，市场空间巨大

近年来，马拉松运动以其低门槛等优势较好地满足了群众强身健体的刚需，赛事审批制度改革、转播权市场放开等一系列政策有效促进了以马拉松为代表的大众体育的崛起。自2011年以来，我国马拉松赛事数量及整体市场规模呈迅速增长

趋势，根据中国田径协会发布的数据，2018 年，我国举办马拉松及相关运动规模赛事(800 人以上路跑赛事、300 以上越野赛事)已高达 1,581 场，同比增长 43.5%，其中注册赛事 339 场，规模赛事 1,242 场。随着体育产业政策红利释放以及国家经济结构转型、产业升级、人民生活水平的不断提高，预计未来马拉松行业市场规模巨大。具体参见财务顾问专项核查意见之“问题 1”之“二、标的公司拥有多地马拉松赛事运营权的相关期限及续期的可持续性，标的公司是否为独家运营单位，相关赛事是否具有较强的地域性限制，获取运营权的程序是否合法合规，马拉松赛事的获取是否具有可持续性”之“(四) 马拉松赛事的获取是否具有可持续性”。

2、足球行业发展环境良好，市场前景广阔

近年来，国家对体育产业特别是足球行业高度重视，从政策层面不断推动。2010 年国务院办公厅发布了《关于加快发展体育产业的指导意见》，将体育产业引入到了国家战略体系的高度，确立了其在国民经济发展中的重要地位，从宏观角度为体育产业发展指明了方向。

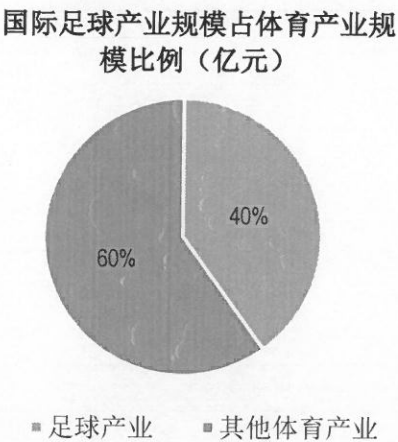
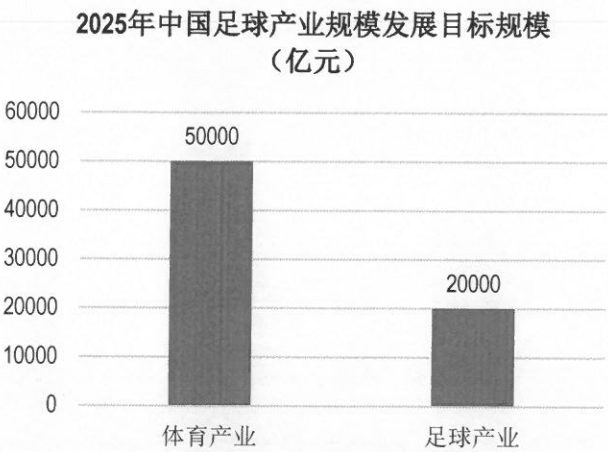
2012 年，中国足球协会制定了《中国足球职业联赛管办分离改革方案》，该方案有助于改变由中国足球协会既办赛又监管的现状，逐步建立与社会主义市场经济体制相适应，符合当代足球职业联赛运作模式。

2015 年，国务院办公厅发布了《中国足球改革发展总体方案》，提出了“三步走”战略，近期目标包括改善足球发展的环境和氛围，理顺足球管理体制；中期目标包括国家男足跻身亚洲前列，女足重返世界一流强队行列；远期目标包括积极申办国际足联男足世界杯，国家男足进入世界强队行列。

2018 年，国务院办公厅发布了《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》，对中国体育事业的发展给予了高度的支持，例如支持形成职业联赛理事会，支持重大赛事引进，鼓励业余赛事发展。

中国足球目前已形成良好的政策、经济、文化、科技条件，具备了良好的发展环境，根据世界足球发展趋势，产业化已经成为显著特征，产业化发展将成为振兴中国足球发展的重要途径之一。早在 2010 年，全世界足球产业的年产值就已经超过 5,000 亿美元，占整个体育产值比重超过 40%，是体育产业单一最大项目。国务

院《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》明确指出，到 2025 年，我国体育产业总规模要超过 5 万亿元。根据上述比例，当 2025 年体育总产值达到 5 万亿元时，则足球相关产值将达到 2 万亿元的巨大空间。



“世界第一运动”在中国有着广泛的群众基础，中国总体球迷规模接近 2 亿人，其中有定期观看足球联赛习惯的球迷数量约在 3,000 万左右。清华大学发布的《中国足球产业发展报告》显示，中国付费观赛人群已经超过了 1,400 万。预计到 2020 年，中国付费观赛人数将超过 2,500 万人。在中国人均收入水平持续提升、人民消费意愿及消费习惯不断进化、中国互联网经济较为发达的背景下，足球行业在中国有着优秀的受众群体和发展空间。

3、电竞行业处于快速发展阶段，市场潜力较大

近年来，电子竞技运动的影响力不断增大，民众认可度及群众基础迅速扩增，文化部、体育部以及教育部等相继出台电竞产业相关政策为行业的发展提供规范

引导，电子竞技行业逐渐进入体育行业主流，电竞行业迎来高速发展阶段。

2008 年，国家体育总局将电子竞技改批为第 78 号正式体育竞赛项并延续至今；2017 年，国家发布的《“十三五”时期文化产业发展规划》中明确提出要鼓励发展电子竞技新业态。2018 年，国内热门电竞赛事超过了 500 项，我国已经成为世界上最具影响力和最有潜力的电子竞技市场。2019 年 4 月，国家统计局公布《体育产业统计分类（2019）》（国家统计局令第 26 号），电子竞技被列入“02 体育竞技表演活动”，与足球、篮球等同列。在 2018 年雅加达亚运会，王者荣耀作为亚运会表演赛项目正式亮相，中国电竞代表队在国际大赛上取得冠军，使得电竞行业得到民众和官方媒体的认可。

如今，电竞行业已进入高速发展阶段，在各种资本对电竞行业链头部进行布局的同时，行业本身已经逐渐成熟进入了主场化赛事的新时代；另一方面，更具娱乐性与观赏性的新产品大量登陆市场，与移动电竞共同成为行业发展的新动力，赛事的商业化的强力推动将会进一步提升电竞生态扩张，为行业增长提供持久续航，2018 年中国整体电竞行业规模为 940.5 亿元，相较于 2017 年的市场规模 706.1 亿元增长了 33.2%；2018 年电竞用户规模为 3.5 亿，预计 2020 年用户规模将达 4.3 亿，行业规模将超过 1,350 亿元。2016-2020 年中国电竞市场规模如下：



数据来源：艾瑞咨询《2019 年中国电子竞技行业研究报告》

中国细分电竞市场包括端游电竞市场、移动电竞市场和电竞生态市场。端游电

竞市场和移动电竞市场主要包括中国大陆地区用户为端游或移动电竞的消费收入，电竞生态市场主要包括赛事门票、周边、众筹等用户付费以及赞助、广告等企业围绕赛事产生的收入，以及包括电竞俱乐部及选手、直播平台及主播等赛事之外的产业链核心环节产生的收入。



数据来源：艾瑞咨询《2019年中国电子竞技行业研究报告》

从整体中国电竞市场的变化中可以看到，中国电竞生态市场的占比持续提高，2019年中国电竞生态市场规模将增加至266.80亿元，增长主要来源于围绕赛事产生的核心收入的拉动，包括赞助、赛事版权、俱乐部和选手收益等，整体增速高于国际市场，预计在2020年时中国电竞生态将占据27.80%的中国电竞市场份额，中国电竞生态市场规模将达376.20亿元。

综上，随着电子竞技运动的影响力不断增大，政策环境、各项资本对电竞行业提供规范引导与支持，电子竞技民众认可度及群众基础逐步扩增，市场规模呈稳步增长趋势，同时电子竞技用户数量和电子竞技观众数量的快速增长表明未来电子竞技赛事也会蓬勃发展，电竞业务相关公司将具有较大盈利空间，电竞行业迎来高速发展期，前景广阔。

（二）常奥体育的行业地位与核心竞争力

常奥体育作为体育产业运营商，自设立以来，常奥体育主要从事体育赛事的组织运营和职业体育俱乐部的运营管理业务。报告期内，常奥体育凭借成熟的赛事执行标准体系，丰富的赛事运营经验，组织运营了马拉松、足球、篮球、羽毛

球等体育赛事。在赛事运营的基础上，常奥体育组建专业化团队从事职业俱乐部的运营管理。常奥体育基于多年在体育产业的业务积累，建立了一定的行业领先优势，凝聚了一定的核心竞争力，有助于标的公司未来盈利承诺的实现。

1、行业地位

常奥体育经过多年市场耕耘、业务磨砺、声誉积攒，凭借其优秀的赛事运营能力在 2017 年第三届中国国际体育投融资总裁年会暨体育 BANK2017 颁奖盛典上被评选为十家“年度最佳体育赛事运营机构”之一，目前拥有江苏省内多场马拉松赛事的独家运营权，是中国田径协会 41 家马拉松官方赛事运营公司之一。常奥体育自成立以来承办运营的赛事超过 70 场，赛事累计报名人数超过 30 万人。常奥体育的赞助商客户资源涵盖金融、房地产、保险、汽车、医院、旅游、装饰、家具、饮品等多个行业，包括中信银行、农夫山泉、华为、一汽大众、太平洋保险、星河地产等知名企业。在赛事运营的基础上，常奥体育组建专业化团队从事职业俱乐部的运营管理，目前为昆山足球俱乐部的运营管理机构，为其提供专业化的运营管理服务，昆山足球俱乐部为 32 支中国足球协会乙级联赛俱乐部之一；同时常奥体育拥有并运营 Hero 久竞职业电竞俱乐部，系 16 支 KPL 王者荣耀职业赛事固定席位俱乐部之一，其合作运营方腾讯为国内电竞行业的领军企业。

2、常奥体育的核心竞争力

（1）赛事运营经验和能力

常奥体育推行“精品化赛事”战略，注重赛事的运营质量，受到业界广泛认可。常奥体育目前拥有江苏省内多场马拉松赛事的独家运营权，是中国田径协会 41 家马拉松官方赛事运营公司之一。常奥体育经过多年市场耕耘、业务磨砺、声誉积攒，已成功举办多项精品赛事，其中常州西太湖半程马拉松荣获国际田径联合会（IAAF）认证的“铜标赛事”，中国田径协会（CAA）认证的“金牌赛事”、“最美赛道特色赛事”等荣誉称号；南京溧水山地半程马拉松赛、金坛茅山山地半程马拉松赛事荣获 CAA “银牌赛事”称号。自成立以来，常奥体育累计举办马拉松、足球、排球、羽毛球等精品赛事 70 余场，涵盖全国多个省份城市，赛事累计报名人数超过 30 万人。常奥体育凭借其成熟的赛事执行标准体系、丰富的赛事运营经验在 2017 年第

三届中国国际体育投融资总裁年会暨体育 BANK2017 颁奖盛典上被评选为十家“年度最佳体育赛事运营机构”之一。

（2）品牌打造能力

常奥体育成功打造了常州西太湖半程马拉松、南京溧水山地半程马拉松赛、金坛茅山山地半程马拉松赛等多项品牌赛事，其中常州西太湖半程马拉松是国内为数不多的企业自有 IP 马拉松赛事，由江苏卫视全程直播。同时，常奥体育收购了中国最具有影响力的电竞俱乐部之一，Hero 久竞电子竞技俱乐部，依托其参与比赛所积累的俱乐部品牌资源与明星资源进一步加强该 IP 的品牌建设。常奥体育以自有的发展潜力和良好的政府资源、资本资源为平台，将这些品牌有效地进行市场转换，成为助推常奥体育发展的强力引擎。通过对这些精品 IP 的打造，常奥体育的品牌影响力得到提高。

（3）客户及赞助资源

成立以来，常奥体育凭借其成熟的赛事执行标准体系、丰富的赛事运营经验，成功承办了一系列马拉松精品赛事，与中国田径协会、全国范围内多个地方体育局、地方人民政府等主办机关单位形成了稳定的合作关系。常奥体育在承办高水平足球赛事基础上，依托于对足球俱乐部运作和足球行业的深刻理解，全面承接了昆山足球俱乐部的市场化运营管理业务，与相关机构形成了长期稳定的合作关系。在电子竞技领域，常奥体育拥有并运营 KPL 十六支固定席位俱乐部之一的 Hero 久竞俱乐部，与国内电竞行业龙头企业腾讯共同打造合作共赢的电竞平台。依托高水平精品赛事及专业化俱乐部运营管理，常奥体育合作赞助商包括中信银行、农夫山泉、华为、一汽大众、太平洋保险、星河地产等知名企业，优质的赞助商资源保障了常奥体育赛事策划与运营的高品质，为其赢得了良好的口碑。

（4）一体化服务体系

常奥体育业务领域涵盖路跑、足球、排球、篮球等领域，全力打造大众体育服务体系。常奥体育致力于各项体育赛事的运营开发及俱乐部管理，并于 2016 年开始全面进军体育场馆运作及青少年体育培训领域，启动了“群众性体育大众惠及”计划，旗下足球、篮球、游泳均已开展青少年日常培训课程。常奥体育为大众提供

了全面的、产业化的体育平台，拥有广泛的客户和良好的发展前景。

（5）青训管理体系

在电竞业务方面，常奥体育运营 Hero 久竞电竞俱乐部，并建立了被誉为“电竞界黄埔军校”的严格青训管理体系。凭借科学的选拔机制、系统的赛训建设、完备的晋升通道，常奥体育充分挖掘了青训预备队员的潜力，为俱乐部输送优秀选手的同时，培养了一批电竞新星。KPL 联盟的第一届选秀明星队员如：末将（QGhappy）、轩泽（EDG.M）、久龙（Hero 久竞）、北岛、行星、暮色等均出自 Hero 的青训体系。2019 年 4 月新组建的 Hero 青训 D 战队先后拿下王者荣耀成都城市赛季军、王者荣耀城市总决赛冠军、触手新秀杯季军、以及 2019WCG 世界电子竞技大赛中国区总冠军和 2019WCG 王者荣耀项目世界总决赛冠军。2019 年，KPL 新秀选拔共有 27 名青训队员转会，其中常奥体育为 KPL 输送了 4 名青训队员，为 KPL 联盟队伍中输出队员最多的一支。常奥体育深厚的青训体系有助于其电竞业务实现长远的发展。

（三）在手订单情况

在本次收入预测中，标的公司管理层基于历史项目情况与已签订单情况对未来收入进行了谨慎、合理的预测，2019 年 10-12 月、2020 年、2021 年、2022 年，常奥体育已签订长期合作合同的马拉松、职业足球俱乐部等确定项目相应的收入预测金额覆盖率分别为 93.47%、75.60%、70.36%、49.80%，合计覆盖率为 65.95%，其中三项马拉松赛事合同将于 2021 年到期，但马拉松赛事作为一项系统性工程，赛事运营方在运营赛事过程中涉及需要联动主办方及多个涉及履行城市公共管理职责的部门，为了保障赛事举办的质量、效益及效率，在赛事运营方运营赛事口碑良好的情况下，合同期满后同等条件下赛事主办方会优先考虑原运营方继续合作，常奥体育经过多年马拉松赛事的运营，在赛事运营质量及服务上具有较好的口碑，客户对其有一定粘性，该等优势有利于常奥体育在目前运营的赛事合同到期后继续取得运营权。若上述三个马拉松赛事项目合同于 2022 年续签，则 2019 年 10-12 月、2020 年、2021 年、2022 年常奥体育已确定项目对应的收入预测金额覆盖率分别为 93.47%、75.60%、70.36%、67.76%，合计覆盖率为 72.16%，在手订单收入覆盖率较高，标的公司未来实现盈利承诺的可行性较高，具体情况如下：

单位：万元

业务类型	客户	项目协议/合同	对应收入预测金额			
			2019年 10-12月	2020年	2021年	2022年
马拉松业务	常州市武进区体育局	关于合作举办“常州武进西太湖国际马拉松”的协议	441.45	581.95	599.41	617.39
	南京市溧水区体育局	南京市政府采购合同（南京溧水国际山地半程马拉松赛事整体运营和赛事服务）	141.51	1,425.56	1,468.33	
	九江市文化旅游发展集团有限公司	庐山国际山地半程马拉松赛事运营服务合同		425.57	438.34	
	常州市人民政府、常州市体育局	中国马拉松 430 精英赛暨我要上奥运万人赛（项目已中标，合同正在签订中）		1,037.74	1,068.87	1,100.94
	常州市武进区遥观镇人民政府	遥观宋剑湖马拉松赛合作协议		112.26	112.26	
足球业务	昆山足球俱乐部有限公司	昆山足球俱乐部委托运营协议	414.30	2,139.62	2,396.37	2,636.01
		昆山足球俱乐部管理咨询服务协议				
		2020-2025 昆山足球俱乐部运营管理服务协议				
职业电竞俱乐部业务	深圳市腾讯计算机系统有限公司	王者荣耀职业赛事联盟协议	388.68	1,406.49	1,617.46	1,860.08
	广州虎牙信息科技有限公司	虎牙直播战队独家合作协议	105.17	420.68	105.17	
	上海鱼泡泡信息科技有限公司	赞助及代言合同（比心）	47.17	188.68	56.60	
	厦门百盛青传媒有限公司	HERO 久竞电竞俱乐部商业活动合约书	14.15			
	苏州仓运竞技网络科技有限公司	王者荣耀职业赛事联盟选手租借协议	9.43	25.16		
	上海鹤耀文化传媒有限公司	选手租借协议	1.89			
	天津薇美姿科技有限公司	合作协议、合作补充协议、授权书	21.53			
	非凡领越体育发展（北京）有限公司	HERO 久竞电子竞技俱乐部合作协议	14.15			
	深圳市腾讯计算机系统有限公司	商业合作执行单-HERO 俱乐部-上海大众品牌合作资源列表	38.92			

业务类型	客户	项目协议/合同	对应收入预测金额			
			2019年 10-12月	2020年	2021年	2022年
其他赛事业务	江苏中天钢铁女子排球俱乐部	2019-2022 中国女子排球联赛江苏女排主场（常州赛区）赛事运营推广合作协议	168.81	100.00	100.00	100.00
确定项目收入预测合计			1,615.22	7,252.63	7,430.11	5,757.51
预计收入总计			1,728.14	9,593.96	10,559.55	11,561.18
确定项目的收入预测金额覆盖率			93.47%	75.60%	70.36%	49.80%

注：上述合计金额系根据各业务板块经营主体归属于母公司所有者的权益比例换算合计，即合计收入金额=马拉松业务收入金额+足球业务收入金额+职业电竞俱乐部业务收入金额×70.06%（常奥体育享有杭州竞灵权益比例）+其它赛事业务收入金额

1、马拉松业务已签订合同情况

标的公司已签多项马拉松赛事的长期运营合同，结合历史运营业绩，标的公司对已确定项目进行了谨慎收入预测，各项目未来收入预测情况如下：

（1）常州西太湖半程马拉松赛

常州西太湖半程马拉松是国内为数不多的企业自有 IP 马拉松赛事，由江苏卫视全程直播。2017 年、2018 年、2019 年不含直播费的收入分别为 281.00 万元、529.00 万元、546.00 万元，2019 年增长率 3.27%，该赛事政府办赛费用以及赞助商赞助费持续增长，报名、参赛人数较为稳定，未来报名费会进行相应提价，综合考虑上述各项因素后，保守预计每年按上年度赛事总收入的 3%增长率进行测算。作为常奥体育自有 IP 赛事，该项目具有持续性。

（2）南京溧水山地半程马拉松赛

2016 年，常奥体育与南京市溧水区体育局签署《南京市政府采购合同》，承接 2017-2021 年南京溧水山地半程马拉松赛事整体运营和赛事服务工作。南京溧水山地半程马拉松赛作为长三角地区独有的山地马拉松赛事，由江苏卫视全程直播，2017 年、2018 年、2019 年收入分别 323 万元、993 万元、1,384 万元，2019 年增长率 39.43%。目前该项赛事参赛人数已基本饱和，但社会反应情况较好，未来参考历史收入情况，保守预计每年按上年度赛事总收入的 3%增长率进行测算。综合考虑该项目的长期合作情况、赛事历史运营情况、良好的口碑反响等因素，该项目

具有可延续性。

(3) 庐山国际山地半程马拉松赛

该赛事为 2019 年新增赛事，2019 年收入 413.00 万元，常奥体育管理层参考其他赛事运营经验，2020 年往后每年收入按 3.00% 增长率保守预测。目前该项目已签合同将于 2021 年到期，基于常奥体育的历史业务合作情况、同类赛事运营情况、合同期内该赛事运营经验的积累等因素，常奥体育在未来该项目合同的延续上具有竞争优势，该项目具有可延续性。

(4) 中国马拉松 430 精英赛（现已更名为“中国马拉松精英排名赛暨我要上奥运万人赛”）

根据中国田径协会官网发布的田径字[2019]350 号文，中国马拉松 430 精英赛暨“我要上奥运”万人赛落户江苏省常州市新北区，将于 2020 年四月在常州新北区正式开跑。根据政府的赛事计划，常奥体育预计可获得的收入中政府办赛费用为 400.00-450.00 万元、商业赞助费为 500.00-700.00 万元、报名费收入为 150.00-200.00 万元，保守估计 2020 年常奥体育在该项赛事上可获得的总体收入在 1,100.00 万元左右，未来每年收入按 3.00% 增长率预测。

(5) 遥观宋剑湖马拉松

2019 年，常奥体育与常州市武进区遥观镇人民政府签署了《遥观宋剑湖马拉松赛合作协议》，承接 2019-2021 年遥观宋剑湖马拉松赛的筹划与执行工作。该赛事为 2019 年新增赛事，根据已签订的合同，该项目 2019 年收入金额为 112.26 万元（不含税），常奥体育作为该项赛事执行方，保守预计未来每年维持该收入水平不变。目前该项目合作协议将于 2021 年到期，根据已签协议，在 2021 年后的赛事存续期内，常奥体育如无违反合作协议的行为，合作双方将优先保持合作，基于上述考虑以及常奥体育在赛事策划执行上的专业能力、在常州当地的品牌影响力等因素，该项目具有可延续性。

2、足球业务已签订合同情况

2019 年，常奥体育全面承接了昆山足球俱乐部的运营管理工作，目前常奥体

育已通过招投标程序与昆山足球俱乐部签订了 5 年合作协议（2020 年-2025 年）。根据签订的合作协议，2019 年度预计该项业务总收入为 2,726.42 万元（不含税），截至 2019 年 9 月 30 日，审计已确认收入 2,355.51 万元（不含税），在 2019 年 10-12 月剩余待确认收入 370.91 万元（不含税）。俱乐部处于设立运营初期阶段，未来较长时期内昆山市政府对俱乐部的投资预算呈增长态势。常奥体育管理层保守预测未来三年收入分别为 2,139.62 万元、2,396.37 万元和 2,636.01 万元。

3、职业电竞俱乐部业务已签订合同情况

职业电竞俱乐部业务收入主要包括赛事分成收入、赛事奖金收入、转会收入、俱乐部商务开发收入、其他周边收入等，标的公司管理层根据该业务板块已签订的协议合理预测未来收入。

（1）王者荣耀职业联赛相关收入

2018 年，杭州竞灵与深圳市腾讯计算机系统有限公司签署了 10 年期限的《王者荣耀职业赛事联盟协议》，约定杭州竞灵享有 KPL 王者荣耀职业联赛的赛事分成收入与赛事奖金收入的分配权益。

①赛事分成收入

KPL 联盟给予各俱乐部的分成收入比例主要依据赛训成绩和商务运营成绩，2018 年度杭州竞灵获得 KPL 联盟分成收入 691.88 万元。2019 年 1-9 月已获得联盟分成收入 418.87 万元。从比赛成绩来看，2018 年度 HERO 久竞获得了春季联赛、秋季联赛冠军以及冬冠杯冠军；2019 年度，春季联赛成绩为并列第五名，夏季世冠杯成绩为并列第三名。在比赛成绩下滑的情况下，2019 年 1-9 月分成收入较 2018 年 1-9 月并未大幅减少，由此可见 2019 年联盟整体收入增长较大。管理层预计俱乐部 2019 年 KPL 秋季联赛联盟分成收入与春季联赛持平，约为 300.00 万元（含税）。管理层预计 HERO 久竞俱乐部仅以目前赛事成绩与运营成绩的标准，不考虑成绩提升的影响，结合 KPL 联盟收入的总体发展趋势和增长情况，预计未来联盟分成收入增长率为 2020 年 20.00%、2021-2022 年 15.00%。具体参见本核查意见“问题 13”。

②赛事奖金收入

根据收入相关会计政策，标的公司每年确认的奖金收入为上一年度的冬冠赛和本年度的春季联赛、夏季冠军杯赛和秋季联赛奖金收入。历年 KPL 赛事总奖金情况如下：

单位：万元

赛事	奖金
2016 年 KPL 秋季联赛	185.00
2017 年 KPL 春季联赛	220.00
2017 年 KPL 秋季联赛	280.00
2017 年 KPL 冠军杯	291.00
2018 年 KPL 春季联赛	1200.00
2018 年 KPL 夏季冠军杯	668.00
2018 年 KPL 秋季联赛	1200.00
2018 年 KPL 冬季冠军杯	360.00
2019 年 KPL 春季联赛	800.00
2019 年 KPL 夏季冠军杯	3200.00
2019 年 KPL 秋季冠军杯	800.00

根据上表可见，2018 年度与收入确认相关的 KPL 总奖金额为 3,359.00 万元，2019 年度总奖金额为 5,160.00 万元，增幅 53.60%。未来腾讯还将持续大力扩展 KPL 赛事的国际化程度，通过增加奖金吸引更多国外游戏玩家参与到王者荣耀的比赛，移动电竞生态进一步走向成熟，相应赛事奖金规模稳定增长，目前国际前十大端游赛事的奖金平均金额 1,314.10 万美元。

具体到标的公司层面，标的公司自 2018 年以来，在 KPL 顶级系列赛事成绩为 3 次冠军、1 次第五、1 次第三，故标的公司下属电竞俱乐部为 KPL 联盟中的上游队伍，本次评估中后续仅以获得前六名概率均等的期望排名进行预测，参考 2019 年夏季世冠杯的奖金分成比例：第一名 42%，第二名 16%，第三四名各 9%，第五六名 4%，假设俱乐部获得前六名每个名次的期望概率均为 1/6，即预测后续能获得的比赛奖金期望比例为赛事总奖金额的 14%。2020-2022 年预测赛事奖金收入按照当年预测赛事总奖金额乘与预测取得奖金比例相应测算。

（2）俱乐部商务开发收入

俱乐部商务开发收入主要为各赞助商收入、广告收入。2019 年已有合同签订总额共计 843.78 万元，管理层根据已签合同，就未来收入进行了谨慎、合理预测。

①虎牙直播

虎牙直播为国内领先的弹幕式互动直播平台，尤其在电竞直播方面处于市场领先地位。2019 年，常奥体育与虎牙直播运营方广州虎牙信息科技有限公司签署《虎牙直播战队独家合作协议》（期限：2019-2021 年），截至 2019 年 9 月 30 日已确认收入 219.77 万元，该直播收入具有可持续性，预计未来合同收入会持续增加。

②“比心陪练”赞助合作

“比心陪练”App 为一款游戏陪练平台，目前比心陪练上注册用户数量已超 1,000.00 万，由比心陪练认证的专业陪练为客户提供线上多款热门游戏的陪练服务。2019 年，常奥体育与“比心陪练”运营方上海鱼泡泡信息科技有限公司签署了《赞助代言合同》（期限：2019-2021 年），约定赞助金额为 200.00 万元/年（含税），综合考虑“比心陪练”的市场热度、发展情况等因素后，预计该合同收入未来具有可延续性。

4、其它赛事项目已签订合同情况

2019 年，常州青奥体育经营管理有限公司、江苏中天钢铁女子排球俱乐部及江苏常奥体育发展有限公司三方签订了《2019-2022 中国女子排球超级联赛江苏女排主场（常州赛区）赛事运营推广合作协议》，常奥体育作为专业的体育运营公司，在赛事的策划、组织实施、品牌营销等方面具有专业的团队和技能，已成功策划运营了中国女排超级联赛江苏女排主场常州赛区上一个周期的比赛。常奥体育在完成协议约定的相关工作义务的同时，享有主场赛区的广告资源开发权益、门票销售权益、球员推广活动权益、主场组委会的办赛补助等多项经济权益，根据实际销售情况，标的公司管理层预测 2019 年度的 5 个主场比赛日上述权益相关经济收入 180 万元左右（含税金额）。鉴于公司在体育赛事运营方面的专业服务能力，根据历史运营情况，除女排赛事外，受采购方委托，公司每年还会运营策划一些与马拉松及传统体育相关的小型体育赛事，保守预计后续女排联赛主场运营及其他零星

体育赛事相关收入不低于 100 万元/年。

综上(一)、(二)、(三)所述,标的公司所处的马拉松行业市场规模迅速增长,足球行业发展环境良好、电子竞技行业作为新兴产业处于高速发展阶段,市场前景广阔;同时标的公司在行业内具备优质的客户及赞助资源、成熟的一体化服务体系、优秀的赛事运营能力、良好的品牌打造能力等多项竞争优势;此外,标的公司目前在手订单及合同对应的预测收入金额覆盖率较高,标的公司未来实现盈利承诺的可行性较高。

二、对比同行业可比上市公司的毛利率,分别说明马拉松赛事运营、足球俱乐部运营以及电竞俱乐部运营三项业务的毛利率水平是否合理;

(一) 马拉松业务毛利率合理性分析

报告期内,常奥体育经营全国范围内的城市马拉松赛事运营业务,选取中体产业(600158.SH)、三夫户外(002780.SZ)路跑赛事业务板块的细分毛利率进行对比,情况如下:

名称	主营业务情况
中体产业 (600158.SH)	中体产业主要从事赛事活动组织、市场开发、体育营销及体育经纪、国际体育交流合作与服务贸易、体育空间内容与运营、休闲健身、体育彩票服务、体育地产等业务,系“北京马拉松”、“广州马拉松”、“武汉马拉松”等赛事的运营方,负责其赛事管理及运营工作。
三夫户外 (002780.SZ)	三夫户外主要从事户外运动用品销售业务,户外赛事、活动、团建的组织业务,亲子户外乐园运营业务,其中户外赛事组织业务主要为超长距离越野跑、中长距离越野跑、三夫国际铁人三项赛、荧光夜跑等越野跑、铁人三项、马拉松、场地障碍赛事活动的运营业务。

上述可比公司路跑赛事业务板块与常奥体育马拉松业务毛利率对比情况如下:

可比公司	2019 年 1-9 月	2018 年度	2017 年度
中体产业(600158.SH)	-	33.28%	33.06%
三夫户外(002780.SZ)	-	34.37%	34.88%
平均值	-	33.83%	33.97%
常奥体育(马拉松业务)	35.87%	21.62%	-3.29%

注:①上述中体产业毛利率为赛事管理及运营业务板块毛利率;②上述三夫户外毛利率为户外服务业务板块毛利率。③上述可比上市公司 2019 年 1-9 月的相关业务板块的细分毛利率数据尚未披露,故仅选取 2017 年度、2018 年度财务数据进行对比分析。

2017 年、2018 年上述可比公司的路跑赛事业务板块的平均毛利率分别为 33.83%、33.97%。报告期各期，常奥体育马拉松业务毛利率分别为-3.29%、21.62%、35.87%，毛利率水平逐步上升主要系运营马拉松赛事数量迅速增加与赛事运营管理经验逐步增加所致，马拉松业务存在一定的规模效应，由于标的公司处于逐步开拓期，目前赛事数量尚未达到执行团队可承办的最大工作量，2017 年标的公司承办 3 场马拉松，2018 年、2019 年 1-9 月标的公司分别承办了 10 场、9 场马拉松赛事（不同马拉松赛事规模不同，并且部分赛事常奥体育为执行方，为赛事运营方提供执行支持、协助管理及咨询服务等，故马拉松业务收入与赛事数量非同比例增长），而 2017 年、2018 年、2019 年马拉松赛事项目业务团队人数各期均为 20 人左右，故常奥体育马拉松业务 2019 年 1-9 月毛利率水平更能客观地反映常奥体育当前盈利能力，也与可比上市公司毛利率水平较为接近，马拉松业务毛利率水平合理。

（二）足球业务、职业电竞俱乐部业务毛利率合理性分析

常奥体育于 2019 年开始全面承接了昆山足球俱乐部的委托运营管理业务，2018 年子公司杭州竞灵拥有并运营管理的 Hero 久竞职业电竞俱乐部获得 KPL 联盟参赛席位，开展移动电竞业务。目前 A 股上市公司中尚不存在从事相同业务的可比上市公司或相关业务细分数据无法取得进行对比分析，在全国中小企业股份转让系统挂牌的公司中，选取从事篮球、足球俱乐部业务的同曦篮球（872371）、龙狮篮球（871888）、ST 恒宝（843338）情况如下：

名称	主营业务情况
同曦篮球（872371）	同曦篮球主要从事职业篮球俱乐部的运营和管理、及相关体育产业运营业务，主要产品及服务是为南京同曦篮球俱乐部参与 CBA 联赛赛事、商业表演赛事以及通过上述赛事为客户提供品牌推广服务。
龙狮篮球（871888）	龙狮篮球主要从事职业篮球俱乐部的运营与管理业务，主要产品及服务为龙狮篮球俱乐部参与 CBA 联赛以及商业表演赛等、为客户提供广告服务
ST 恒宝（843338）	ST 恒宝主要从事职业足球俱乐部的运营业务，主要产品及服务为广州恒大淘宝足球俱乐部参与比赛以及相应的周边产品、为客户提供广告服务。

上述公司与常奥体育足球业务、职业电竞俱乐部业务毛利率对比情况如下：

单位：万元、%

项目	2019 年 1-9 月	2018	2017
----	--------------	------	------

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
同曦篮球 (872371)	-	-	-	4,949.44	3,129.28	36.78	4,154.59	2,887.94	30.49
龙狮篮球 (871888)	-	-	-	9,647.95	10,519.77	-9.04	6,814.05	7,041.14	-3.33
ST 恒宝 (834338)	-	-	-	60,285.04	243,090.31	-303.23	52,776.70	172,390.83	-226.64
足球俱乐部 业务	2,355.51	969.56	58.84	200.94	55.77	72.24			
电竞俱乐部 业务	2,437.92	1,748.87	28.26	2,516.95	1,955.01	22.33	-	36.49	-

注：①上述可比公司 2019 年 1-9 月财务数据尚未公告，故仅选取 2017 年度、2018 年度财务数据进行对比分析。②常奥体育通过子公司杭州竞灵运营管理 Hero 久竞俱乐部，通过子公司赤焰狼运营管理 PRW 电子竞技俱乐部，由于 PRW 电子竞技俱乐部一直处于投入期为亏损状态且目前已解散，为增加财务数据可比性，上述电竞俱乐部业务毛利率选取杭州竞灵（即 Hero 久竞电子竞技俱乐部）毛利率。上表中运营俱乐部的公司与常奥体育俱乐部业务毛利率差异较大，主要系上述公司以控股形式开展俱乐部的运营管理业务，并且国内足球、篮球俱乐部市场尚处于开拓期，由于所属项目不同、联赛不同、俱乐部自身定位不同等导致毛利率差异较大。

2018 年、2019 年 1-9 月常奥体育足球俱乐部业务毛利率分别为 72.24%、58.84%，主要系 2018 年标的公司协助昆山阳澄湖文商旅集团有限责任公司将镇江华萨足球俱乐部迁至昆山并更名为昆山足球俱乐部，并于 2019 年全面承接了昆山足球俱乐部的运营管理服务。常奥体育作为第三方为足球俱乐部提供管理咨询等服务，其足球俱乐部主要经营的成本及费用由足球俱乐部承担，常奥体育仅承担自身业务人员的人力成本、运营管理费用、青训费用等，而昆山足球俱乐部为常奥体育协助组建的俱乐部，除俱乐部的日常管理运营等业务外，常奥体育为昆山足球俱乐部提供了构建规范运营制度、引进高水平教练及队员、为冲甲搭建青训体系等全方位的专业服务，上述业务由于涉及市场资源、人才团队、信息渠道等无形壁垒，属于高附加值业务，故毛利率水平较高。

2018 年度、2019 年 1-9 月常奥体育职业电竞俱乐部运营管理业务毛利率分别为 22.33%、28.26%，与上表中公司类似，常奥体育亦投入资金运营职业电竞俱乐

部，参与各种职业电竞比赛获取相关收入。但基于互联网易于推广与变现的属性，电竞业务近几年快速发展，并且杭州竞灵于 2018 年取得王者荣耀职业赛事联盟固定参赛席位，该赛事为当前移动电竞行业内受众最大的移动电竞赛事，KPL 联盟生态及盈利情况较好，随着电竞行业和业务模式的逐步成熟，报告期内职业电竞俱乐部业务的毛利率持续提升。

三、结合近期行业可比交易、可比公司情况，说明本次评估增值较高的原因及合理性。

（一）可比交易标的公司市盈率对比分析

常奥体育作为体育产业运营商，主要从事体育赛事的组织运营和职业体育俱乐部的运营管理业务，目前常奥体育主营业务按体育项目分为马拉松赛事业务、足球赛事及职业足球俱乐部运营管理业务、职业电竞俱乐部运营管理业务和其他赛事业务，系提供劳务服务的轻资产型企业，目前市场上无从事类似业务的可比交易标的公司，本次交易中，标的资产业绩承诺当年市盈率为 12.64 倍，承诺期平均市盈率为 9.85 倍，处于上市公司收购轻资产型公司相关案例中的合理的水平。

（二）可比上市公司市盈率对比分析

报告期内，常奥体育主要从事体育赛事的组织运营和职业体育俱乐部的运营管理。目前 A 股上市公司中，暂不存在与标的公司业务形态完全一致的上市公司。综合考虑行业类别、业务结构、收入类型等因素的情况下，选取了涉及体育产业或游戏产业具有代表性的上市公司作为可比公司。

序号	证券代码	证券简称	市盈率
1	600158	中体产业	99.65
2	600136	当代明诚	30.66
3	002858	力盛赛车	53.14
4	300418	昆仑万维	14.03
5	002555	三七互娱	37.76
6	300043	星辉娱乐	24.26
平均值			43.25
常奥体育承诺当年市盈率			12.64

常奥体育承诺期间平均市盈率	9.85
---------------	------

注：（1）可比上市公司市盈率=截至 2019 年 9 月 30 日总市值/2018 年度归属于母公司所有者的净利润；

（2）常奥体育承诺当年市盈率=本次交易作价/当年承诺实现的归属于母公司所有者的净利润；

（3）常奥体育承诺期平均市盈率=本次交易作价/业绩承诺期承诺实现的归属于母公司所有者的净利润的平均值。

根据上表，上述可比上市公司的平均市盈率为 43.25 倍。常奥体育业绩承诺当年市盈率为 12.64，承诺期间平均市盈率水平为 9.85，均显著低于可比上市公司市盈率指标。

（三）本次评估增值较高的原因及合理性

本次交易标的公司为主要从事体育赛事的组织运营和职业体育俱乐部的运营管理业务的轻资产型公司，本次评估增值较高主要系标的公司作为轻资产型公司，相较于账面的营运资金及实物资产等有形资源，其业务运营更依赖于品牌、人力资源、管理团队、营销网络、客户资源等账面无法反映的无形资产，考虑到本次评估目的是收购股权，评估结论旨在揭示企业的全部的股东权益价值，不但要包含账面反映的资产和负债，还应当包含没在账面反映的无形资产价值，因此本次评估结合标的公司业务特点，充分考虑了影响标的公司未来盈利能力的因素，最终在评估结果中客观地反映了品牌、人力资源、管理团队、营销网络、客户资源、商誉等无形资产价值，故最终评估结果较账面价值增值较高。此外，结合可比交易标的公司、可比上市公司的相应比率对比情况，本次交易评估增值具备合理性、公允性，不存在损害上市公司及其股东、特别是中小股东利益的情形。

四、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：标的公司所处行业发展前景广阔，经多年积累目前建立了一定的行业领先优势、凝聚了一定的核心竞争力，且在手订单支撑较为充足，未来实现盈利承诺的可行性较高；经对比分析及核查，标的公司马拉松赛事运营、足球俱乐部运营以及电竞俱乐部运营三项业务的毛利率水平合理；本次评估增值较高主要系标的公司为轻资产型公司，其评估结果中客观地反映了品牌、人力资源、管理团队、营销网络、客户资源等账面无法反映的无形资产，同时结合可比交易、

可比公司情况，本次评估结果具备合理性。

12、草案披露，本次交易对标的公司子公司杭州竞灵采取收益法中未来收益折现法进行评估，其中，预测期选择为2019年10月—12月至2023年末，收益期按永续确定，以后年度收益状况保持在2024年水平不变。请公司结合移动电竞行业竞争格局、项目迭代风险、游戏生命周期等，分析说明将收益期按永续期确定，且后年度收益状况保持在2024年水平不变的原因及合理性，相关参数选取是否审慎。请财务顾问及评估师发表明确意见。

回复：

一、收益期等相关参数选取的审慎性

本次标的公司子公司杭州竞灵评估过程中未来收益预测情况如下：

单位：万元

项目名称	未来预测						
	2019年 10-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	永续年
营业收入	640.61	3,278.75	3,658.07	4,094.28	4,428.70	4,612.64	4,612.64
营业成本	464.42	2,194.47	2,315.30	2,463.38	2,586.37	2,640.04	2,640.04
营业税金及附加	3.85	19.32	21.90	24.77	26.98	28.41	28.41
营业毛利	172.34	1,064.96	1,320.87	1,606.13	1,815.36	1,944.19	1,944.19
管理费用	15.33	70.62	73.80	77.13	80.64	84.31	84.31
营业利润	157.00	994.34	1,247.07	1,528.99	1,734.72	1,859.88	1,859.88
利润总额	157.00	994.34	1,247.07	1,528.99	1,734.72	1,859.88	1,859.88
所得税	39.25	248.59	311.77	382.25	433.68	464.97	464.97
净利润	117.75	745.76	935.30	1,146.74	1,301.04	1,394.91	1,394.91
加:折旧/摊销	44.26	174.63	162.50	162.50	160.07	122.52	122.52
毛现金流	162.02	920.39	1,097.80	1,309.24	1,461.11	1,517.43	1,517.43

本次评估中对于营业收入、营业成本、期间费用、资本性支出、折现率、收益期重要的评估参数进行了合理预测，相关参数选取谨慎，具体理由如下：

（一）营业收入预测

杭州竞灵营业收入主要包含俱乐部开发收入、转会收入、联盟分成收入、比

赛奖金收入、其他周边收入等，其预测过程充分考虑了所处行业发展情况、杭州竞灵的历史经营情况、电竞项目历年发展状况、未来发展规划等因素，相关参数选取审慎、合理。

1、俱乐部商务开发收入

俱乐部商务开发收入主要为各赞助商收入、广告收入等。

截至评估基准日 2019 年 9 月 30 日，杭州竞灵尚在执行商业赞助协议如下：

赞助商	项目	合同期限
广州虎牙信息科技有限公司	虎牙直播战队独家合作协议	2019/4/1-2021/3/31
上海鱼泡泡信息科技有限公司	赞助及代言合同（比心）	2019/4/10-2021/4/10
非凡领越体育发展（北京）有限公司	HERO 久竞电子竞技俱乐部合作协议	2019/1/1-2020/12/31
天津薇美姿科技有限公司	合作协议、合作补充协议、授权书	2019/5/1-2020 春季
深圳市腾讯计算机系统有限公司	商业合作执行单-HERO 俱乐部-上海大众品牌合作资源列表	单项广告
厦门百盛青传媒有限公司	HERO 久竞电竞俱乐部商业活动合约书	2019/9/2-2019/10/30

2017 年，腾讯电竞旗下的赛事赞助规模同比上涨了 197%，合作客户数量上升了 171%。2018 年，赛事体系建立尚不足两年的 KPL 王者荣耀职业联赛赞助总额已达到 1.3 亿元，单家赞助规模最高达到 5800 万元，相较于 2017 年的 7000 万元有较大增幅。比较电子竞技与传统体育，电竞赛事覆盖人次广，赛事时间长，赞助性价比高，同时电竞赛事的用户更细分，电竞赞助、赛事营销仍有较大发展空间。另外从观赛量与赞助收入对比来看，与传统体育赛事作比较，顶级电竞赛事的观赛人次（如 LPL、KPL）远高于传统体育赛事，但赞助冠名营收不及后者的三分之一。电竞的商业价值开发仍处于洼地，具备增长的潜力。

近年来，因 KPL 联盟对主赞助商有数量和赞助金额的限制，且主赞助的赞助金额门槛逐年提高，有大量意向赞助商因其赞助金额未达到 KPL 联盟官方合作门槛，无法和腾讯公司签约，基于互惠互利原则，腾讯公司会将该部分意向赞助商引流推荐给俱乐部，通过俱乐部自身渠道来满足赞助商的合作需求。除了腾讯公司推荐以外，公司亦有自己成熟的商务运营团队（与母公司常奥体育共享一个商业开发

团队)来开发新的合作伙伴。

综合整个电竞行业以及 KPL 联盟的商业收入增长情况来看,预计未来公司商务开发收入的增长趋势为 2020 年为 20%、2021 年和 2022 年为 15%、2023 年为 10%、2024 年为 5%、后续年度维持不变,相关参数的选取审慎、合理。

2、转会收入

转会收入主要为青训队员和大名单队员每年的转会收入。KPL 联盟每年转会期是在 1 月份和 8 月份,一般维持两周。转会是指在队员与俱乐部合同期间内,有另外一家俱乐部申请购买该队员,提出适当的报价,在队员、原先俱乐部和 KPL 联盟都同意的情况下,完成该交易,这一过程便是转会,期间后一家俱乐部提出的报价则是转会费。转会必须通过 KPL 联盟的转会系统,通过拍卖的方式进行转会。

目前 KPL 联盟规定青训队员的挂牌转会价格不低于 50 万元/人,从历史转会成交情况来看,KPL 注册大名单队员的转会市场价格在每人 100 万元到 1500 万元之间。杭州竞灵 2019 年已实现转会收入 936.32 万元(不含税)。而且俱乐部的青训体系在整个联盟排名靠前,为整个联盟输送了许多后备力量。按照目前的选手轮换率来看,公司预测俱乐部每年可转会卖出 5 名青训队员和 1-2 名大名单队员,转会总收入维持在 750 万元/年(不含税)且不考虑增长是比较谨慎的。

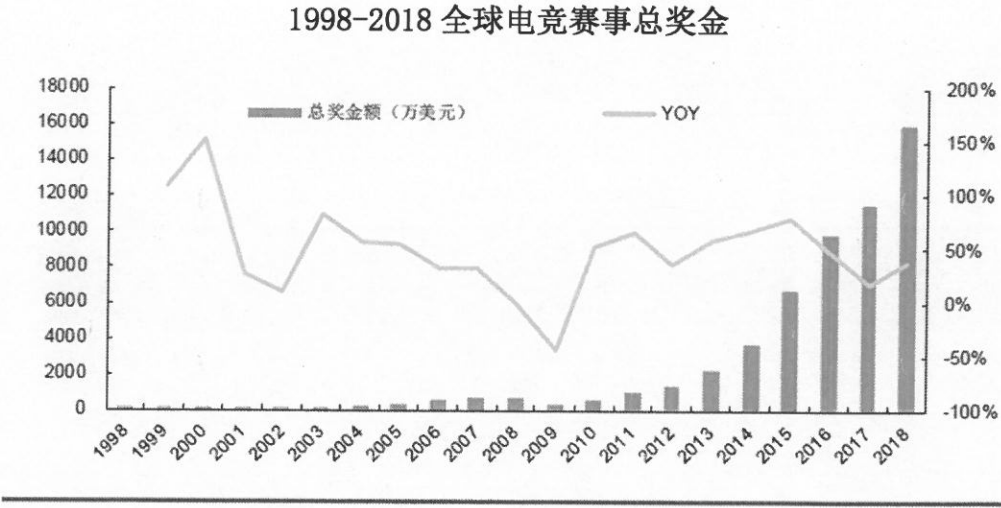
3、联盟分成收入

根据标的公司与深圳市腾讯计算机系统有限公司签署的 10 年期限的《王者荣耀职业赛事联盟协议》,KPL 联盟收入主要包括:赛事版权收入、赛事赞助收入、赛事票务收入和赛事周边收入等。KPL 联盟给予各俱乐部的分成收入比例主要依据赛训成绩和商务运营成绩,2018 年度杭州竞灵获得 KPL 联盟分成收入 691.88 万元。2019 年 1-9 月已获得联盟分成收入 418.87 万元。从比赛成绩来看,2018 年度 HERO 久竞获得了春季联赛、秋季联赛冠军以及冬冠杯冠军;2019 年度,春季联赛成绩为并列第五名,夏季世冠杯成绩为并列第三。在比赛成绩下滑的情况下,2019 年 1-9 月分成收入较 2018 年 1-9 月并未大幅减少,由此可见 2019 年联盟整体收入增长较大,此外腾讯方面不断在拓宽收入来源的渠道。按照腾讯对王者荣耀项目的商业

推广和运营能力，结合标的公司的赛训水平和组织管理水平，标的公司自 2018 年以来，在 KPL 顶级系列赛事成绩为 3 次冠军、1 次第五、1 次第三，故标的公司下属电竞战队为 KPL 联盟中的上游队伍，后续仅以 2019 年的联盟分成收入以及获得前六名概率均等的指标为基础，不考虑成绩提升带来的分成收入比例的提高，基于移动电竞行业持续发展趋势以及 KPL 生态状况的分析，保守预计 2020 年分成收入增幅为 20.00%，后续由于市场规模的持续增大，增幅可能会放缓，即预计联盟分成收入增长率为 2021-2022 年 15%、2023 年 10%、2024 年 5%、2024 年以后趋于稳定，相关参数选取谨慎、合理，具体参见本核查意见“问题 13”。

4、赛事奖金收入

随着行业的高速发展、观众规模的扩大、流量变现能力的增长，赛事奖金规模亦保持迅速增长趋势，2018 年电竞赛事奖金总额同比增长 38%。预计未来移动电竞赛事将进一步体系化，有助于移动电竞生态进一步走向成熟，相应赛事奖金规模稳定增长。



根据收入相关会计政策，标的公司每年确认的奖金收入为上一年度的冬冠赛和本年度的春季联赛、夏季冠军杯赛和秋季联赛奖金收入。历年 KPL 赛事总奖金情况如下：

单位：万元

赛事	奖金
2016 年 KPL 秋季联赛	185.00

2017 年 KPL 春季联赛	220.00
2017 年 KPL 秋季联赛	280.00
2017 年 KPL 冠军杯	291.00
2018 年 KPL 春季联赛	1200.00
2018 年 KPL 夏季冠军杯	668.00
2018 年 KPL 秋季联赛	1200.00
2018 年 KPL 冬季冠军杯	360.00
2019 年 KPL 春季联赛	800.00
2019 年 KPL 夏季冠军杯	3200.00
2019 年 KPL 秋季冠军杯	800.00

根据上表可见，2018 年度与收入确认相关的 KPL 总奖金额为 3,359.00 万元，2019 年度总奖金额为 5,160.00 万元，增幅 53.60%。未来腾讯公司还将持续大力扩展 KPL 赛事的国际化程度，通过增加奖金吸引更多国外游戏玩家参与到王者荣耀的比赛。此外，参考目前国际前十大端游赛事的奖金平均金额 1,314.10 万美元，后续预计 KPL 赛事总奖金额的增长率为 2020 年 20%、2021-2022 年 15%、2023 年 10%、2024 年 5%是谨慎的。

具体到标的公司层面，标的公司自 2018 年以来，在 KPL 顶级系列赛事成绩为 3 次冠军、1 次第五、1 次第三，故标的公司下属电竞俱乐部为 KPL 联盟中的上游队伍，本次评估中后续仅以获得前六名概率均等的期望排名进行预测，参考 2019 年夏季世冠杯的奖金分成比例：第一名 42%，第二名 16%，第三四名各 9%，第五六名 4%，假设俱乐部获得前六名每个名次的期望概率均为 1/6，即预测后续能获得的比赛奖金期望比例为赛事总奖金额的 14%。该参数的选取谨慎、合理。

5、其他周边收入

其他周边收入主要为标的公司基于王者荣耀游戏和“HERO”品牌开发所能取得的小规模收入，如周边产品销售、线下队员粉丝互动活动等，预计在 20 万元/年左右。

从行业整体来看，目前行业内衍生品收入约占电竞生态规模的 4%，以 2019 年

预测的电竞生态市场规模 138 亿元，约为 5.52 亿元，标的公司预测收入仅占总市场容量的 0.03%，比例较低，未来市场开发潜力较大。

（二）成本预测

杭州竞灵的营业成本主要包括：人员薪酬、差旅费、赛事奖金分配、席位费摊销、腾讯中介费、代练费、管理相关成本和销售相关成本等成本类支出。

人员薪酬分为大名单队员薪酬及社保、青训和和平精英队员薪酬及社保和教练及相关后勤人员薪酬和社保。

大名单队员共 11 人，目前月薪酬为 30.5 万元，福利费及其他 3.05 万元。标的公司管理层认为，目前工资水平已到达队员薪酬上限，并且大名单队员调整周期较短，整体工资水平保持稳定增幅，增幅为 3%。

青训队员及和平精英选手目前共 23 人，月薪酬为 11.34 万元，人数不变动，工资水平未来增幅为 3%。

教练及赛训后勤人员目前共 15 人，月薪酬为 14.38 万元，人数不变动，工资水平未来增幅为 5%。

每年度年终奖一般为多发 1 个月工资，社保及福利费等支出占工资的 10.00% 左右。

赛事差旅费主要为工作人员和队员去各地参加各项赛事的差旅费，目前在 20 万元/月左右，未来预计增幅为 3%。

赛事个人奖金分成主要为俱乐部获得的比赛奖金的 60% 分配给队员。按收入预测中的赛事奖金收入的 60% 核算。

席位费摊销为俱乐部获得 KPL 固定席位所支付的 1200（含税）万元席位费按十年摊销。

支付腾讯中介费系根据联盟协议约定俱乐部商业赞助收入基础条款部分以及转会费收入的 10% 需支付给腾讯。

买入队员摊销费，主要为买入的队员作为大名单队员，形成无形资产，因此将

买入队员转会费进行摊销处理。公司拥有较完备的青训体系，俱乐部队员以自我培养为主，少数买入的队员主要也是低价有潜力的队员。

青训转会费主要为企业通过向其他俱乐部买入青训队员进行培养产生的支出，后续该项费用基本维持不变。

其他管理相关成本主要包含队员训练、住宿、商务活动等发生的成本，包含房租费、中介服务费、办公费、活动支出等。2018 年为 172.44 万元。2019 年 1-9 月 147.72 万元，后续房租根据现有合同租金 2%增长率预测，其余费用根据 5%增长率预测。

其他销售相关成本主要包含队员宣传等支出。2018 年为 33.43 万元，2019 年为 163.20 万元，增长较多，未来按目前销售相关成本占收入的比例进行预测。

综合上述各项成本明细来看，公司对未来的成本预测是审慎的。

（三）期间费用预测

1、销售费用

历史无销售费用，销售相关费用成本已在营业成本中预测，不再另外考虑。

2、管理费用

管理费用主要包括：薪酬支出、差旅费、办公费、折旧费和其他费用等。

薪酬支出主要为管理团队的薪酬。目前管理人员为 2 人，负责会计核算和公司行政总监，未来按每年 3%的增幅预测。其他管理人员由母公司常奥体育管理层兼任，杭州竞灵无需额外支付薪酬。

其余管理费用按目前基数的 5%增幅进行预测。

3、财务费用

无需外部借款，无财务费用支出。

（四）资本性支出

资本性支出是为了保证企业经营可以正常发展的情况下，企业每年需要进行

的资本性支出（类似于生产型企业对固定资产的投入）。

公司预测的资本性支出主要为电竞席位费的支出，公司目前已缴纳 KPL 联盟 10 年固定席位费（10 年内无需再缴纳），出于谨慎性考虑，本次评估在未来经营预测中，仍考虑率每年 113 万元的席位费资本性支出，作为应对游戏迭代风险的投资准备。

综合以上未来收益的相关参数情况，杭州竞灵未来收益预测充分考虑了行业发展状况、标的公司自身发展情况等因素，参数选取均审慎、合理。

（五）折现率

1、所选折现率的模型

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为企业自由现金流，则折现率 r 选取加权平均资本成本估价模型(WACC)确定。

WACC 模型公式：

$$WACC = R_e \times E / (D + E) + R_d \times D / (D + E) \times (1 - T)$$

式中：

K_e ：权益资本成本

K_d ：付息债务成本

E ：权益资本的市场价值

D ：债务资本的市场价值

T ：所得税税率

权益资本成本按国际通常使用的 CAPM 模型进行求取。即：

$$K_e = R_{f1} + [E(R_m) - R_{f2}] \times \beta + R_c$$

式中：

R_{f1} ：无风险收益率

$E(R_m)$ ：整个市场证券组合的预期收益率

$E(R_m) - R_{f2}$ ：股权市场超额风险收益率

β ：贝塔系数（按企业自身资本结构进行调整）

R_c ：企业特有风险调整系数

2、模型中有关参数的选取过程

(1) 权益资本成本 k_e 的确定

①无风险报酬率 r_f 的确定：

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。

无风险报酬率 R_f 反映的是在本金没有违约风险、期望收入得到保证时资金的基本价值。本次选取评估基准日尚未到期并且债券期限在 5 年以上的国债到期收益率 3.56% 作为无风险收益率。

②权益的市场风险系数 β_e 的确定：

通过 wind 证券投资分析系统，查询沪深 A 股游戏娱乐行业上市公司的贝塔参数，计算出各公司无财务杠杆的 β_u ，然后得出同类上市公司无财务杠杆的平均 β_u ，参照游戏娱乐行业上市公司的平均资本结构，计算出企业的 β_e ，具体确定过程如下：

首先根据公布的游戏娱乐行业上市公司，我们选取了昆仑万维、三七互娱、星辉娱乐作为可比公司，分别查询上述上市公司截至 2019 年 9 月 30 日前 200 周的沪深 300 指数的无财务杠杆的 β_u 如下表：

序号	对比公司名称	股票代码	剔除资本结构因素的 β (Unlevered β)
1	昆仑万维	300418.SZ	0.8589
2	三七互娱	002555.SZ	1.0691
3	星辉娱乐	300043.SZ	0.8356

根据各对应上市公司的资本结构将其还原为无财务杠杆风险系数 β_u 。公式如下：

$$\begin{aligned}\beta_e &= \beta_u \times [1 + (1 - t) \times (D/E)] \\ &= 0.9212 \times [1 + (1 - 25\%) \times 0\%] \\ &= 0.9212\end{aligned}$$

③市场风险溢价 RP_m 的确定：

ERP 为市场风险溢价，即通常指股市指数平均收益率超过平均无风险收益率（通常指长期国债收益率）的部分。沪深 300 指数比较符合国际通行规则，其 300 只成分样本股能较好地反映中国股市的状况。本次评估中，评估人员借助 WIND 资讯专业数据库对我国沪深 300 指数的超额收益率进行了测算分析，测算结果为 15 年（2004 年—2018 年）的超额收益率为 7.65%，则本次评估中的市场风险溢价取 7.65%。

④rc 企业特定风险调整系数的确定

项目	说明	权重	风险值	加权风险值
1.对关键人员的依赖程度	管理层由集团公司统一调配，目前管理人员和市场运营人员较为稳定	25%	2	0.5
2.市场开发能力	市场开发团队稳定，目前整体运作团队口碑较好。	25%	2	0.5
3.对少数客户的依赖程度	依赖腾讯的 KPL 联盟运营情况	50%	3	1.0
合计		100%		2.0

综合以上分析，确定企业的风险调整系数为 2.0%。

⑤权益资本成本的确定

根据以上分析和有关参数的确定，按公式计算得：

$$\begin{aligned}
 k_e &= r_f + \beta_e \times R_{Pm} + r_c \\
 &= 3.56\% + 0.9212 \times 7.65\% + 2.00\% \\
 &= 12.61\%
 \end{aligned}$$

（2）债务资本成本 kd 的确定

公司无有息负债。

（3）加权平均资本成本的确定，即折现率的确定：

$$\begin{aligned}
 WACC &= R_e \times E / (D + E) + R_d \times D / (D + E) \times (1 - T) \\
 &= 12.61\%
 \end{aligned}$$

通过上述计算，确定本次杭州竞灵收益法评估的折现率为 12.61%。

（六）收益期

本次杭州竞灵评估过程中，收益期按永续期确定且后年度收益状况保持在

2024 年水平不变，预测主要基于杭州竞灵所处行业发展迅速、市场前景广阔、主要电竞项目具备显著竞争优势且生命周期较长，此外运营商腾讯对电竞项目的持续投入、创新将进一步延长项目生命周期，同时杭州竞灵通过持续开拓热点电竞项目等措施有效规避项目迭代风险，因此收益期预测具备合理性，相关参数选取审慎，具体分析如下：

1、移动电竞市场处于快速发展阶段，王者荣耀电竞项目竞争优势显著，收益期预测符合行业发展情况

中国移动电竞正在经历快速发展阶段，移动电竞的职业联赛走向成熟，商业化价值迅速显现。近年来，移动电竞市场规模整体呈迅速增长趋势，2018 年中国移动电竞市场规模达到 449.3 亿元，用户规模达到 3.02 亿人；预计 2020 年中国移动电竞市场规模达到 694 亿元，用户规模达到 3.84 亿人，情况如下：



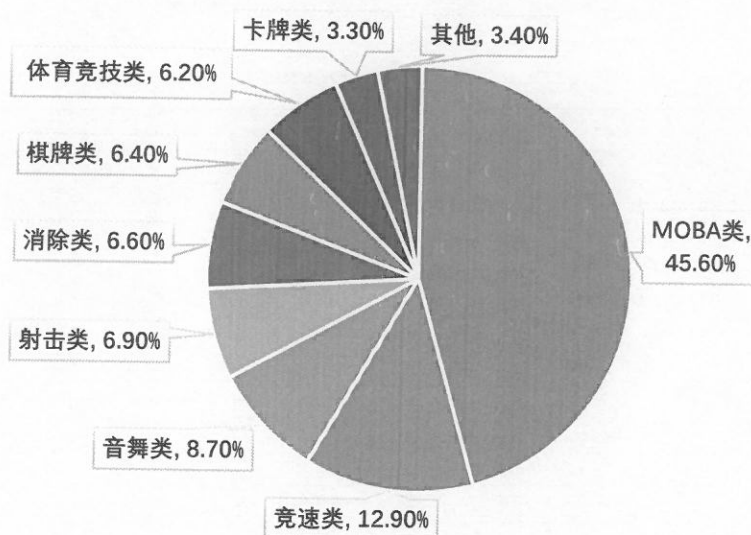
2016-2020中国移动电竞用户规模及预测



数据来源：艾媒咨询《2018-2019 中国移动电竞市场检测报告》

目前，移动电竞主要包括 MOBA 类（战术竞技类）、竞速类、音舞类、射击类、消除类、棋牌类、体育竞技类、卡牌类等电竞项目，其中王者荣耀所属的 MOBA 类移动电竞项目收入占比达 45.60%，为收入占比最高的移动电竞项目，情况如下：

2018年中国移动电竞市场各类型项目收入占比



数据来源：艾媒咨询《2018-2019 中国移动电竞市场检测报告》

移动电竞市场的收入来源于游戏、周边产品、赛事营收等，其核心为电竞产业链的打造，充分开发移动电竞赛事价值，能进一步激活包括硬件厂商、电竞俱乐部、内容传播商、赛事赞助商等主体在内的上下游产业链，塑造优质电子竞技

IP，促进移动电竞行业的市场效应。

2018 年中国移动电竞最受欢迎赛事排名

排名	项目名称	赛事名称
1	王者荣耀	王者荣耀职业联赛（KPL）
2	QQ 飞车	QQ 飞车手游 S 联赛
3	绝地求生：刺激战场	TGA（腾讯电竞运动会）大奖赛绝地求生：刺激战场项目
4	球球大作战	《球球大作战》职业联赛
5	穿越火线：枪战王者	枪战王者职业联赛
6	部落冲突：皇室战争	皇室战争中国大陆职业联赛
7	全民枪战	全民枪战职业联赛
8	FIFA 足球世界	中国电竞足球联赛
9	欢乐斗地主	腾讯斗地主锦标赛
10	QQ 炫舞	TGA（腾讯电竞运动会）大奖赛 QQ 炫舞项目

资料来源：艾媒咨询《2018-2019 中国移动电竞市场检测报告》

注：上述排名系根据各赛事市场关注热度、舆论评价、运营收入等因素计算

如上排名所示，王者荣耀赛事王者荣耀职业联赛（以下简称“KPL”）为目前移动电竞行业市场效应头部赛事，自 2016 年首届 KPL 举办以来，2016 年、2017 年、2018 年三年 KPL 的赞助商数量越来越多、赞助规模越来越大、涉及的行业也越来越广。形成涵盖内容传播、硬件支持、赛事运营等全方面的赛事赞助生态体系。此外，王者荣耀针对不同的市场覆盖面开发了呈阶梯状分布的赛事体系与多项其它赛事，包含渠道赛事（KCC 王者荣耀冠军杯、WGC 王者荣耀微信游戏精英赛）、线下赛事（KOC 王者荣耀城市赛、KOC 王者荣耀高校赛、KOC 王者荣耀全民赛）等，并与海外相关运营方合作，开发首个国际赛事王者荣耀职业联赛（KRKPL），进一步推动市场关注度的提高与电竞生态体系的发展。因此，王者荣耀电竞项目在市场关注度、电竞赛事体系、赞助商规模、商业化运作等多方面均领先于其他移动电竞项目，具有显著的竞争优势。

综上所述，目前移动电竞市场处于快速发展阶段，且公司目前主要经营的移动电竞项目王者荣耀具备显著竞争优势，因此标的公司移动电竞业务未来将持续稳定发展，未来市场空间广阔，收益期预测具备合理性。

2、王者荣耀为 MOBA 类项目，具有较强的社交性和竞技性，其生命周期较长且尚处于发展初期

标的公司目前重点运营的王者荣耀电竞项目属于 MOBA 类电竞项目。MOBA 类项目依托于较强的社交性和竞技性，具有成熟的职业赛事制度、商业运作体系、市场生态架构，同时具备不断调整与完善的运营机制，相较于其他类型竞技项目更接近于传统体育竞技项目，其生命周期更长。

《Dota》和《英雄联盟》为 MOBA 类电竞项目中最为领军的两款代表，基于 MOBA 类项目较强的社交性与竞技性，其均具备较长的生命周期。《Dota》自 2006 年发布，截至目前游戏寿命已达 13 年，职业联赛历史已达 9 年。目前 Dota 系列职业赛事仍在世界范围内具备较强的市场价值与热度，其中 DOTA2 赛事“2019 国际邀请赛(Ti9)”的冠军奖金金额达 1,510.00 万美元，系电子竞技历史金额最高的奖金。另一款 MOBA 类代表电竞项目英雄联盟发布于 2009 年，截至目前，游戏寿命已达 10 年，职业联赛历史已达 8 年，国内电竞战队 InvictusGaming (IG) 战队在 2018 年举办的第八届英雄联盟全球总决赛(S8)中取得 LPL (英雄联盟职业联赛，系中国大陆英雄联盟职业联赛) 首个世界冠军引爆了国内电竞市场热度，2019 年 12 月英雄联盟三年的全球总决赛中国地区独家转播版权也以历史最高价 8 亿售出。到目前为止，上述两款代表性 MOBA 类项目虽然已经上线超过 10 年，市场热度及市场价值仍保持较高水平，世界范围仍有大批的玩家参与，其电竞赛事仍在持续运营。

《王者荣耀》自 2016 年上线以来，市场热度持续上升，长期占据着国内移动游戏榜的第一位，其玩家数量及市场价值呈持续增长状态，旗下王者荣耀职业联赛(KPL)为目前国内移动电竞市场头部赛事，自 2016 年首届 KPL 举办以来，赛事商业价值呈迅速增长趋势，并形成涵盖内容传播、硬件支持、赛事运营等全方面的电竞赛事生态体系，为新兴 MOBA 类代表项目。参照可比 MOBA 类电竞项目《Dota》和《英雄联盟》，预计《王者荣耀》将具有较长的生命周期且目前尚处于发展初期，未来发展空间巨大、市场前景广阔。

3、运营方对电竞项目的持续投入与不断创新，有利于延长生命周期

腾讯作为标的公司重要电竞项目王者荣耀的运营方，基于电竞与游戏相辅相

成的发展理念，将电竞作为公司的重要文创产品，对旗下赛事 KPL 将保持持续投入趋势。此外，腾讯根据王者荣耀的发展现状与未来规划，不断进行创新与完善，在电竞赛事方面将赛事、俱乐部主场化作为下一步发展策略，通过地域化元素提高客户参与度，同时在游戏玩法方面不断创新以适应与吸收用户群体，从而提高电竞项目的持续热度与发展生命力，进而延长生命周期。

4、标的公司同时开发其他电竞项目，有利于规避项目迭代风险

为进一步规避电竞项目迭代风险，标的公司持续跟进电竞市场的最近发展动态，对于具有发展潜力的新型电竞项目进行分析与市场跟进，同时结合传统体育的管理、训练经验打造电竞俱乐部体系，建立人才选拔机制和科学化的训练流程，通过系统化的战队打造机制积极组建团队开展相关电竞项目业务。目前标的公司已开设“王者荣耀”、“和平精英”、“王者模拟战”三个电竞职业战队分部，预计未来将根据市场动态调整与丰富业务发展方向与策略，从而有效提升职业电竞俱乐部业务的持续经营能力与盈利稳定性。此外，标的公司具有丰富的运营管理经验及青训体系，可持续开拓电竞项目，具体参见财务顾问核查意见之“问题 1”之“一、标的公司电竞俱乐部运营业务目前主要从事王者荣耀等相关游戏竞技活动，说明标的公司是否对游戏运营方或平台存在重大依赖。如相关游戏迭代更新、选手职业竞技状态下滑等，标的公司如何应对，能否能在新游戏领域产生竞争力，能否保持持续经营能力”。

综上所述，杭州竞灵所处行业发展迅速、市场前景广阔，且目前主要电竞项目具备显著竞争优势；此外，基于 MOBA 类项目特点以及可比 MOBA 类项目发展情况，王者荣耀生命周期较长，且目前仍处于生命周期初期，预计未来市场潜力较大；随着运营方腾讯对电竞项目持续投入与不断创新、完善，电竞项目的持续热度与发展生命力将有效增强。其次，标的公司为进一步规避电竞项目迭代风险，同时开发其他电竞项目，并建立完善的人才团队选拔培养体系。因此，杭州竞灵具备稳定的持续盈利能力，收益期预测具备合理，相关参数选取谨慎。

二、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：近年来移动电竞市场规模呈迅速发展趋势，同时《王

者荣耀》处于移动电竞市场领先地位，基于 MOBA 类项目较强的社交性与竞技性，同时参照同类可比 MOBA 类电竞项目，《王者荣耀》生命周期较长，且目前仍处于生命周期初期，预计未来市场潜力较大。《王者荣耀》电竞项目具备成熟的职业赛事制度、商业运作体系、市场生态结构，运营方腾讯对电竞项目持续投入与不断创新、完善，有效提高电竞项目的持续热度与发展生命力，延长游戏及其电竞项目的生命周期。其次，标的公司为进一步规避电竞项目迭代风险，同时开设了《王者荣耀》、《和平精英》、《王者模拟战》三个电竞职业战队分部，并根据行业变化及市场热点挖掘与发展具备市场潜力的新型电竞项目，建立完善的人才团队选拔培养体系，具有应对电竞项目迭代风险的能力。因此，杭州竞灵具备稳定的持续盈利能力。因此对于收益期按永续期确定，且后年度收益状况保持在 2024 年水平具备合理性、相关预测谨慎。

13、草案披露，方案预计未来 KPL 联盟分成收入增长率为 2020 年 20%、2021—2022 年 15%、2023 年 10%、2024 年 5%，2024 年以后趋于稳定。请公司结合 KPL 联盟分成收入相关政策、历史增长情况等，分析说明预测期分成收入增长率的主要依据和合理性，相关参数选取是否审慎。请财务顾问及评估师发表明确意见。

回复：

一、KPL 联盟分成收入相关政策

2018 年 10 月，标的公司与深圳市腾讯计算机系统有限公司签署的 10 年期限的《王者荣耀职业赛事联盟协议》，通过该协议明确了 KPL 联盟收入分成政策，从而确保了未来合作关系具有可预期性和稳定性。KPL 联盟分成收入主要政策如下：

（一）赛事收入和分成

KPL 赛事收入包含赛事版权收入、赛事商业赞助收入、赛事周边收入等，腾讯根据俱乐部总席位数量按约定比例将部分 KPL 赛事收入分配给俱乐部，2020 年预计俱乐部席位数将固定为 16 席，腾讯将上述收入的 40%分配给各俱乐部。基于上述方式计算出俱乐部分成总额后，腾讯将根据赛事成绩和运营成绩考核情况在各俱乐部中进一步分配。

（二）俱乐部的收入

俱乐部收入主要为俱乐部自主开发的商业赞助、直播收入、俱乐部版权收入、俱乐部转会收入、俱乐部周边收入、俱乐部其他商业化收入等，对于俱乐部通过上述方式取得的收入，其中 10%应分成给腾讯，剩余 90%将由俱乐部享有。

二、KPL 联盟分成收入历史情况

单位：万元

项目	2019 年 1-9 月	2018 年
KPL 联盟分成收入	418.87	691.88
包括：KPL 联盟分成（1-9 月）	418.87	378.77
KPL 联盟分成（10-12 月）		313.11

常奥体育 2018 年取得 KPL 固定参赛席位，2018 年常奥体育获得 KPL 联盟分成收入 691.88 万元，其中 2018 年 1-9 月获得 KPL 联盟分成收入 378.77 万元、10-12 月获得联盟分成收入 313.11 万元；2019 年 1-9 月常奥体育取得 KPL 联盟分成收入 418.87 万元。

根据杭州竞灵与深圳市腾讯计算机系统有限公司签署的《王者荣耀职业赛事联盟协议》，标的公司每年取得的 KPL 联盟分成收入主要由腾讯分给各俱乐部的分成总额、参与分成的俱乐部席位数、赛事成绩和运营成绩决定。2019 年，KPL 联盟整体运营分给各俱乐部的分成总额增幅约 50%，而常奥体育 2019 年 1-9 月 KPL 联盟分成收入较 2018 年 1-9 月增幅为 10.59%，常奥体育分成收入增长率低于 KPL 联盟整体分配增长率一方面系 KPL 春季赛的参赛俱乐部数量从 2018 年的 12 家增至 2019 年的 15 家，另一方面系常奥体育于 2018 年取得了 KPL 联赛全部冠军（KPL 春季赛与 KPL 秋季赛），导致当年其赛事成绩及相应的分成比例较高所致。在未来期间 KPL 联盟分成预测中，考虑到常奥体育于 2018 年取得 KPL 联赛冠军，同时 2019 年 1-9 月赛事成绩为前 6 名，标的公司管理层以联盟排名前 6 的预期成绩为基础，结合 KPL 联盟整体运营收入的增长率，对未来期间的 KPL 联盟分成收入进行谨慎预测。

三、预测期分成收入增长率的主要依据和合理性

本次评估中，标的公司联盟分成收入预测增长率情况如下：

年份	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
分成收入增长率	20.00%	15.00%	15.00%	10.00%	5.00%

根据 KPL 联盟协议，KPL 联盟收入主要包括：赛事版权收入、赛事赞助收入、赛事票务收入和赛事周边收入等。在分配上述联盟收入总额时，首先，腾讯将相关收入按照约定比例在腾讯和联盟之间进行分配，计算出俱乐部的分配总额，再根据各个俱乐部的赛事成绩和运营成绩考核情况确定俱乐部分配比例将俱乐部分配总额在各个俱乐部之间进一步分配。标的公司每年取得的 KPL 联盟分成收入除受到联盟收入总额整体影响外，主要由腾讯和联盟之间分配比例、参与分成的俱乐部席位、赛事成绩和运营成绩决定。根据 KPL 联盟分配政策、历史分配情况具体预测说明如下：

1、腾讯和联盟之间分配比例、参与分成的俱乐部席位影响

根据 KPL 协议，联盟收入根据俱乐部数量调整分配比例，具体约定如下：

官方席位（含固定和临时）	俱乐部分成比例
12 家	30%
14 家	35%
≥16 家	40%

根据上述约定，杭州竞灵 2019 年 KPL 春季赛联盟共 15 个队伍，俱乐部的分配总额占联盟收入总额的 35%，平均每个队伍的分配比例为 2.33%，从 2020 年开始，KPL 席位达到 16 支并在未来一定期间内保持不变，则未来俱乐部的分配总额占联盟收入总额的 35%达到 40%，平均每支队伍的分配比例达到 2.5%，即考虑腾讯和联盟之间分配比例、参与分成的俱乐部席位影响，总体来看单个俱乐部未来平均分配比例将从 2.33%增至 2.5%，增幅约为 7.3%。

2、关于赛事成绩和运营成绩考核的影响

根据 KPL 协议，按赛事成绩和商务运营成绩综合排名来确定分成收入比例，目前赛事成绩和商务运营成绩各占 50%权重。由于涉及赛事及商务运营相关参数较多，以下结合腾讯 2019 年分成情况综合核算赛事成绩和运营成绩影响，2019 年 KPL 春季赛共 15 个队伍总分配基数占联盟总收入 35%，平均每个队伍分成比例为 2.33%，每个俱乐部所能获得的比例根据成绩排名在此基础上略有所差异，HERO 久

竞 2019 年春季赛赛事排名第 5、运营排名第 3，实际获得的分配比例为 2.63%，较平均分配比例 2.33%高出 12.88%。

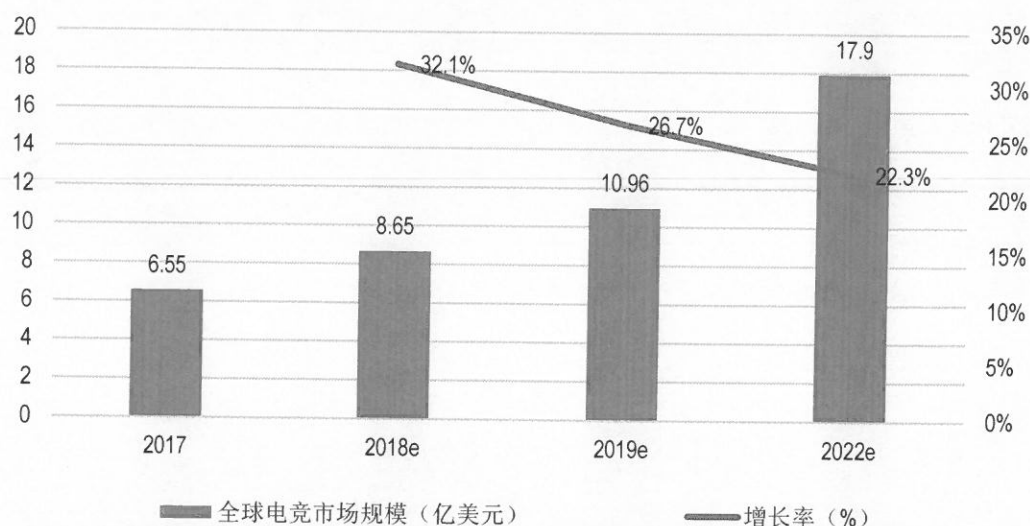
从历史比赛成绩来看，2018 年度 HERO 久竞获得了春季联赛冠军，秋季联赛冠军以及冬冠杯冠军；2019 年度，春季联赛成绩为并列第五名，夏季世冠杯成绩为并列第三名。从运营成绩来看，2018 年春季无此项考核，2018 年秋季运营考核为第三名，2019 年 1-9 月份运营考核排名为第三名。根据历史情况来看，标的公司的赛事成绩排名和运营成绩排名一直处于联盟的平均水平之上，尤其是运营成绩，能够稳定的处于联盟前列，由历史成绩和运营考核情况合理预测，标的公司可保持目前超过俱乐部平均水平的分配比例。

综合上述分析，从 2020 年开始，由于联盟俱乐部席位数的增加将使联盟俱乐部分成金额总比例上升，最终导致单个俱乐部分配的平均比例将从 2.33%增至 2.5%，增幅约为 7.30%。结合杭州竞灵历史比赛成绩和运营考核情况来看，在不考虑成绩进一步提升的前提下，标的公司未来能够保持现有联盟分配水平。结合电竞生态市场整体发展导致联盟官方的收入增长情况的大背景下，标的公司预测联盟分成收入增长率为 2020 年 20%、2021-2022 年 15%、2023 年 10%、2024 年 5%、2024 年以后趋于稳定，相关参数选取是审慎的。电竞生态市场行业增长情况及联盟的俱乐部主场落地补贴分成等具体政策的逻辑亦支持上述预测，具体说明如下：

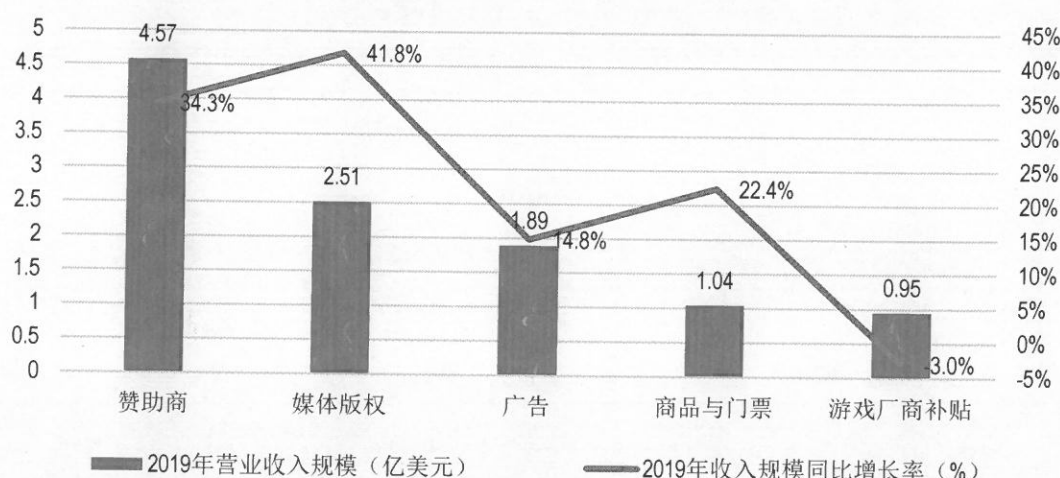
（一）电竞生态市场规模迅速增长，分成收入预测增长率符合市场水平

近年来，全球电竞市场已进入高速发展阶段，传统体育竞技与互联网产业触角的共同延伸，加速了全球电竞产业的发展成长。2019 年全球电子竞技市场规模预计将首次突破 10 亿美元，较 2018 年同比增长 26.7%；赞助商是最大的营收来源，将产生 4.57 亿美元营收，媒体版权是增长最快的应收来源，同比增长 41.8%，在营收来源中位列第二，商品和门票的收入将超过游戏厂商补贴，达到 1 亿美元；预计在 2022 年之前，电竞市场整体营收增幅将保持在 20%以上，情况如下：

2017-2022年全球电竞市场规模及增长率



2019年全球电竞市场收入来源及增长率



数据来源: Newzoo 《2019 全球电子竞技市场报告》

注: 2022 年的增长率为 2017-2022 年预计的复合年均增长率。

随着国内各种资本对电竞行业链头部进行布局, 以及民众认可度以及群众基础的逐步扩增, 中国电竞行业已经逐渐成熟进入了主场化赛事的新时代; 另一方面, 更具娱乐性与观赏性的新产品大量登陆市场, 与移动电竞共同成为行业发展的新动力, 赛事的商业化的强力推动将会进一步提升电竞生态扩张, 为行业增长提供持久续航, 预计到 2020 年中国电竞市场规模将超过 1,350.00 亿元, 市场营收增幅约 20.00%。

2016-2020中国电竞市场规模



数据来源：艾瑞咨询《2019年中国电子竞技行业研究报告》

中国细分电竞市场包括端游电竞市场、移动电竞市场和电竞生态市场。端游电竞市场和移动电竞市场主要包括中国大陆地区用户为端游或移动电竞的消费收入，电竞生态市场主要包括赛事门票、周边、众筹等用户付费以及赞助、广告等企业围绕赛事产生的收入，以及包括电竞俱乐部及选手、直播平台及主播等赛事之外的产业链核心环节产生的收入。标的公司的 KPL 联盟分成收入系腾讯将 KPL 赛事的赞助收入、周边收入、门票收入、商业化合作收入等根据约定分成给俱乐部，属于电子竞技市场细分领域的电竞生态市场，近年来市场规模增长情况如下：

2016-2020年中国电竞生态市场规模



数据来源：艾瑞咨询《2019年中国电子竞技行业研究报告》

从整体中国电竞市场的变化中可以看到，近年来随着精细化产业运营的深入、

赛事商业化的强力推动，中国电竞生态市场规模迅速增长，2017 年、2018 年增幅高达 138.96%、74.82%，2019 年中国电竞生态市场规模将增加至 266.80 亿元，增幅达 50.09%，增长主要来源于围绕赛事产生的核心收入的拉动，包括赞助、赛事版权、俱乐部和选手收益等，预计 2020 年增幅将达 40.99%，高于整体电竞市场平均水平。

2019 年，KPL 联盟整体赛事收入增幅为 50.00%左右，与中国电竞生态市场规模增幅相近；2020 年，中国电竞生态市场规模预计增幅将达 40.00%，随着腾讯对电竞赛事、俱乐部主场化发展的推动，以及对王者荣耀电竞项目创新发展及运营的逐步落实，预计 KPL 联盟整体赛事收入将持续增长。因此，参照电竞生态市场规模整体增长趋势，本次分成收入预测增长率较为谨慎、合理。

（二）俱乐部主场落地补贴分成

近年来，随着全国电竞消费市场的逐渐成熟，腾讯积极推动赛事、俱乐部主场化发展策略。过去电竞赛事的举办以赛事主办者为基础，众多俱乐部集中在同一所城市中进行比赛。电竞赛事、俱乐部主场化指将原本集中在一所城市中举办的电竞赛事，通过俱乐部在各个城市中建立主场场馆组成类似于 NBA 等传统体育项目中的主客场赛事联盟，将赛事分散到多个城市中去。电竞赛事、俱乐部的主场化有助于实现深度客户的沉淀与积累，进而拉升整体行业的增长。

为加快完成 KPL 赛事、俱乐部主场化发展的布局，腾讯针对能完成主场落地工作的俱乐部提供 500 万元/年的补贴分成，目前部分 KPL 参赛俱乐部已完成主场化落地工作，标的公司正积极推进旗下俱乐部主场化相关工作，随着未来期间主场化工作的实施完成，标的公司分成收入将实现有效增长。因该事项实施完毕时间尚存在不确定性，故未将相应补贴金额计入预测收入中，仅作为分成收入预测增长率的影响因素之一。

综合考虑上述因素对预测期间分成收入的影响，保守预计 2020 年分成收入增幅为 20.00%，后续由于市场规模的持续增大，增幅可能会放缓。

四、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：标的公司分成收入预测增长率主要基于中国电竞生态

市场增长趋势、KPL 联盟参赛俱乐部数量、分成比例等因素，增长率处于合理区间，相关参数选取谨慎。

14、草案披露，方案预计马拉松赛事运营业务预测期新增赛事的毛利率在 35% 左右，而公司马拉松业务报告期内毛利率分别为-3.29%、21.62%、35.87%。请公司补充说明：（1）报告期内马拉松业务毛利率大幅增长的原因及合理性；（2）预测期毛利率高于公司报告期内平均水平的原因，相关参数选取是否合理审慎。请财务顾问及评估师发表明确意见。

回复：

一、报告期内马拉松业务毛利率大幅增长的原因及合理性

具体参见财务顾问专项核查意见“问题 5”之“三、结合报告期内各板块业务开展、毛利率波动、收入确认政策等，分析说明标的公司业绩短期内实现较大增幅的原因及合理性，业绩增长是否具有可持续性”。

二、预测期毛利率高于报告期内平均水平的原因

报告期内马拉松业务的毛利率呈现出显著的上升趋势，前期毛利率较低，主要原因：常奥体育成立于 2014 年，截至本次评估基准日，成立时间不过 5 年左右，常奥体育成立初期由于项目数量较少，公司管理成本无法被摊薄，公司资源使用效率较低，未体现出规模效益；另外由于常奥体育成立初期的运营管理经验相对不成熟，导致项目运营上存在一些不合理的成本费用支出。

目前常奥体育在马拉松业务经营上已度过了初创期，随着存量赛事项目运营的日渐成熟，商业收入会逐年增长，从单个赛事的成本构成来看，其中固定成本占比较大，且业务团队的人员成本不会随着赛事收入的增长而出现大幅增加。以常奥体育报告期内的马拉松项目平均毛利率来预测未来赛事项目的毛利率是不合理的，采用 2019 年度的项目运营毛利率来评价会更合理更客观。并且 2019 年毛利率情况更符合同行业上市公司平均水平，具体参见本核查意见“问题 11”之“二、对比同行业可比上市公司的毛利率，分别说明马拉松赛事运营、足球俱乐部运营以及电竞俱乐部运营三项业务的毛利率水平是否合理”之“（一）马拉松业务”。

此外，本次评估过程中，对于马拉松业务预测期毛利率的计算未考虑赛事执行

部门人员薪酬，将职工薪酬另行预测。将预测期职工薪酬归集至各马拉松项目后，预测期新增马拉松赛事毛利率约为 31.50%，相较于 2019 年 1-9 月马拉松业务的毛利率水平 35.87%，该预测毛利率较为谨慎、合理。

三、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：标的公司报告期内马拉松业务毛利率增长主要系业务拓展和延伸、规模效应及品牌效应提升，盈利能力逐期上升所致，其具备合理性；预测期毛利率高于报告期内平均水平主要系标的公司在报告期内运营模式逐渐成熟、资源使用效率逐渐提升所致，相关参数选取合理、审慎。

15、草案披露，标的公司于 2018 年 9 月与马鞍山超辉信息科技合伙企业（普通合伙）、汪文辉签订协议，收购杭州竞灵 51%股权；于 2019 年 9 月与胡庄浩签订协议，收购杭州竞灵 33%股权，截至报告书出具日，尚有股份转让价款 1650 万元未支付予胡庄浩，双方同时约定，胡庄浩及其平台公司后续将以上述款项对标的公司进行增资。请公司补充披露：（1）标的公司前次收购杭州竞灵的交易作价及依据，是否与杭州竞灵本次评估值存在重大差异，如有，请充分说明原因及合理性；（2）本次估值是否充分考虑上述尚未支付款项的影响；（3）胡庄浩及其平台公司后续对标的公司增资的主要考虑，是否存在其他利益安排。请财务顾问及评估师发表明确意见。

回复：

一、标的公司前次收购杭州竞灵的交易作价及依据，是否与杭州竞灵本次评估值存在重大差异

本次交易前，常奥体育分别于 2018 年 9 月、2019 年 9 月收购杭州竞灵 51.00% 股权、33.00% 股权，情况如下：

协议签署时间	事项	交易作价	定价依据
2018 年 9 月	常奥体育以 4,115.79 万元的价格收购汪文辉、马鞍山超辉信息科技合伙企业（普通合伙）合计持有的杭州竞灵 51.00% 股权。	16.14 元/每元 注册资本	常奥体育通过赤焰狼向汪文辉及其控制的马鞍山超辉信息科技合伙企业（普通合伙）合计收购杭州竞灵 51% 股权，双方结合电竞俱乐部市场价值及杭州竞灵

			的经营情况协商确定按杭州竞灵整体估值 8,070 万元定价。
2019 年 9 月	常奥体育以 3,300.00 万元的价格收购日照浩诚网络科技合伙企业（有限合伙）持有的杭州竞灵 33.00% 股权。	20.00 元/每元 注册资本	常奥体育基于业务发展考虑，进一步收购杭州竞灵 33.00% 的股权。常奥体育和胡庄浩根据杭州竞灵前次收购估值、公司运营情况协商确定按杭州竞灵整体估值 1 亿元定价。

常奥体育 2018 年 9 月及 2019 年 9 月分别按 8,070 万元、10,000 万元估值收购杭州竞灵股权，交易双方不存在关联关系，系市场化协商定价的结果，交易估值 2019 年略有上涨主要系电竞行业整体迎来高速发展期，杭州竞灵运营模式与盈利模式逐步成熟所致，本次重组中杭州竞灵 100% 股权评估值为 9,420.00 万元，略低于常奥体育 2019 年 9 月收购杭州竞灵时的估值，主要系本次交易系依据具有证券从业资格的评估师评估估值确定。

二、关于未支付股权转让款的处理

本次交易对标的资产的评估中，采用收益法对公司股东全部权益进行评估，即以未来若干年度内的企业自由现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出经营性资产价值，然后再加上溢余资产价值、非经营性资产净值（非经营性资产价值减非经营性负债价值），减去付息债务得出股东全部权益价值。

计算公式如下：

股东全部权益价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产净值-付息债务价值

其中：

经营性资产价值按以下公式确定

经营性资产价值=明确的预测期期间的自由现金流量现值+明确的预测期之后的自由现金流量现值

溢余资产是指评估基准日超过企业经营所需，评估基准日后企业自由现金流

量预测不涉及的资产，如：闲置的货币资金、固定资产等。

非经营性资产、负债是指与被评估单位经营无关的，未纳入收益预测范围的资产及相关负债。

截至评估基准日 2019 年 9 月 30 日，常奥体育对杭州竞灵的股权收购尚有 2,100 万元股份转让价款未支付（截至本回复出具日该次股权收购尚余 1,650 万元未支付），列示于公司审计后财务报表的其他应付款科目中，该笔负债和公司主营业务经营无关，故该款项为非经营性负债，本次在常奥体育收益法评估中已考虑该笔款项的影响，即在评估股东全部权益价值过程中已扣减该项负债。

三、胡庄浩及其平台公司后续对标的公司增资的主要考虑，是否存在其他利益安排

胡庄浩及其平台公司后续对标的公司的增资安排主要考虑常奥体育核心人员稳定性、与公司长期利益绑定以及避免后续资金流出，情况如下：

（一）胡庄浩系标的公司核心技术人员，后续增资有助于标的公司核心团队稳定性

胡庄浩为杭州竞灵总经理兼主教练，为杭州竞灵创始人，系国内最早一批移动电子竞技职业化建设的参与者之一，从 KPL 联赛的初创期即开始作为战队创始人、经理、教练等角色带领队伍参与联赛并取得良好成绩，培养了大批联赛内知名选手，其打造的 MU 俱乐部（现已经解散）中的二队“青青草原”、三队“WJY”分别转让给 KPL 两家俱乐部后，重新组建的 Hero 久竞俱乐部于 2018 年取得了 KPL 参赛席位，并取得 2018 年 KPL 春季赛总冠军、秋季赛总冠军、冬季冠军杯总冠军、年度最佳俱乐部等荣誉。胡庄浩具有丰富的电子竞技赛训管理、商务开发、品牌建设经验，为常奥体育核心技术人员之一。

本次约定后续收购款增资常奥体育，将有利于实现标的公司职业电竞俱乐部业务核心技术人员与标的公司的利益绑定，进一步增强核心业务团队的稳定性和与公司长期共同发展的信心，有助于标的公司长期稳定发展，进而维护上市公司的利益。

（二）有利于收购同时，避免资金流出

杭州竞灵原股东以取得的收购款对常奥体育增资，避免常奥体育资金流出，实际提升了常奥体育的资本实力和盈利能力。

出于以上考虑，经各方协商，由胡庄浩及其平台公司后续对标的公司增资，除上述考虑外，不存其他未披露利益安排。

四、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：标的公司前次收购杭州竞灵交易作价系交易双方协商确定，本次重组中杭州竞灵 100%股权评估值为 9,420.00 万元，略低于常奥体育 2019 年 9 月收购杭州竞灵时的估值，主要系本次交易系依据具有证券从业资格证的评估师评估估值确定；本次估值中充分考虑了未付股权转让款项的影响，并在评估股东全部权益价值过程中已扣减该项负债；胡庄浩及其平台公司后续增资标的公司主要考虑常奥体育核心人员稳定性、与公司长期利益绑定以及避免后续资金流出，不存在其他未披露利益安排。

(本页为签字盖章页，无正文)

北京北方亚事资产评估事务所(特殊普通合伙)



2024.01.03 日