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【2020】0025 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二次问询函》

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二次问询函》（上证公函【2020】0025 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：

1.重组草案及问询函回复显示，标的公司常奥体育下属杭州竞灵与腾讯签订了长期的合作协议，双方合作具有可预期性和稳定性，对腾讯不存在重大依赖。杭州竞灵业务收入主要来源于腾讯下属 KPL 联盟分成收入与比赛奖金收入等。同时，回复称，从 2020 年开始，KPL 席位数达到 16 支并在未来一定期间内保持不变，所有俱乐部的分配总额占联盟收入总额将达到 40%。请公司补充披露：（1）预计 KPL 席位数保持 16 支的主要依据，杭州竞灵与腾讯是否就 KPL 席位数进行了明确的约定，及约定的具体内容，腾讯是否拥有单方面增加 KPL 席位数及将固定席位模式改变为升降级模式的权利；（2）预计各俱乐部的分配总额占联盟收入总额将达到 40%主要依据，杭州竞灵与腾讯是否进行了明确约定，及约定的具体内容，俱乐部分配总额是否会因席位数的增加而增加，腾讯是否承诺在席位数超过 16 支时继续增加分配比例，腾讯是否拥有单方面决定分配总额的权利；（3）公司预计 KPL 联盟总收入保持增长的依据及合理性以及总奖金收入增长率的预测基础；（4）请结合与腾讯的分成协议合同具体条款和考核指标，量化说明未来分成收入预测的计算基础及依据；（5）结合上述问题，分析说明杭州竞灵的持续经营是否对腾讯构成重大依赖，标的资产是否具备业务和经营独立性，是否符合《重组办法》的相关规定。

回复：

一、预计 KPL 席位数保持 16 支的主要依据，杭州竞灵与腾讯是否就 KPL 席位数进行了明确的约定，及约定的具体内容，腾讯是否拥有单方面增加 KPL 席位数及将固定席位模式改变为升降级模式的权利

根据杭州竞灵与腾讯签署的《王者荣耀职业赛事联盟协议》，杭州竞灵具有联盟成员资格及参加王者荣耀职业赛事的席位权利，即在协议有效期（2018 年 10 月 24 日-2028 年 10 月 24 日）内，杭州竞灵拥有 KPL 固定席位，不会变更为升降级模式。截至本专项核查意见出具日，KPL 参赛席位数为 16 支，上述协议中未对参赛席位的扩编情况进行约定。根据中介机构 2019 年 12 月初对 KLP 联盟主席的访谈及 2020 年

王者荣耀电竞战略新闻发布会，KPL 参赛席位数在未来几年将保持为 16 支，后续新增席位事宜将根据 KPL 联盟发展情况而定，在杭州竞灵正常履行协议条款的情况下，腾讯不具有改变杭州竞灵固定席位的权利但具有增加 KPL 席位数的权利。

虽然杭州竞灵与腾讯未就 KPL 席位数进行明确约定且腾讯具有增加 KPL 席位数的权利，但腾讯打造 KPL 联盟的初衷系凭借联盟赛事运营提升王者荣耀的用户粘性、知名度并流量变现，故通过与各俱乐部成员签订了联盟协议确定了长久稳定的合作关系和利益共同体的机制，若严重损害联盟成员的利益也将影响王者荣耀以及腾讯的利益。基于上述发展理念和商业背景，腾讯将综合考虑联盟整体收入及各俱乐部盈利情况增加联盟席位数，即相较于当前盈利情况，未来 KPL 席位数增加时并不一定意味着杭州竞灵分成收入减少，并且席位少量变动对标的公司盈利影响较低，具体参见本专项核查意见“问题 2”之“二、上述两次成绩排名下滑的事实，已与本次交易评估假设产生背离，请说明后续赛事奖金收入以获得前六名概率均等的期望排名进行预测，即获得前六名概率 100%的相关评估假设是否合理审慎，说明本次交易作价的公允性及合理性，并请就排名下滑对标的估值的影响作敏感性分析”。

二、预计各俱乐部的分配总额占联盟收入总额将达到 40%主要依据，杭州竞灵与腾讯是否进行了明确约定，及约定的具体内容，俱乐部分配总额是否会因席位数的增加而增加，腾讯是否承诺在席位数超过 16 支时继续增加分配比例，腾讯是否拥有单方面决定分配总额的权利

根据杭州竞灵与腾讯签署的《王者荣耀职业赛事联盟协议》，杭州竞灵参与 KPL，获得两部分收入，一是俱乐部自主开发的商业赞助、直播收入、转会收入、其他商业化收入等，二是腾讯分配的联盟分成及赛事奖金。

其中联盟分成由腾讯官方按联盟收入总额（主要包括赛事版权收入、赛事赞助收入等）的一定比例进行分配，在分配上述联盟收入总额时，腾讯将相关收入按照约定的俱乐部分成比例在腾讯和联盟俱乐部之间进行分配，计算出所有俱乐部的分配总额，俱乐部分成比例约定如下：

席位数	俱乐部分成比例
12	30%
14	35%
≥16	40%

根据以上约定，2020 年 KPL 席位数达到 16 支后俱乐部分成比例将达到 40%。

根据《王者荣耀职业赛事联盟协议》，席位数大于等于 16 支时俱乐部分成比例为 40%，目前腾讯未承诺在席位数超过 16 支时继续增加分配比例，协议有效期内分配比例为 40%，如腾讯拟调低分成比例的，则根据协议需要和全体俱乐部协商达成一致。

三、公司预计 KPL 联盟总收入保持增长的依据及合理性以及总奖金收入增长率的预测基础

（一）KPL 联盟总收入预测分析

本次评估中，标的公司预测联盟总收入增长率为：2020 年 20%、2021-2022 年 15%、2023 年 10%、2024 年 5%、2024 年以后趋于稳定。对上述增长率的预测主要基于以下分析：

随着电竞运动的发展，电竞赛事商业化的强力推动将会进一步提升电竞生态扩张，根据艾瑞咨询《2019 年中国电子竞技行业研究报告》，近几年每年中国电竞市场整体增幅都在 20%以上，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%。王者荣耀作为移动电竞项目的龙头且 KPL 联盟成立处于快速发展阶段，当前腾讯正在大力推进主场化、国际化，将进一步带动 KPL 联盟总收入的增长。考虑到电竞市场及 KPL 当前的良好发展状态，当前标的公司管理层预计的联盟总收入增长率是保守、谨慎的。

（二）王者荣耀电竞赛事总奖金预测分析

本次评估中，标的公司预测电竞赛事总奖金增长率为：2020 年 20%、2021-2022 年 15%、2023 年 10%、2024 年 5%、2024 年以后趋于稳定。赛事奖金的来源主要是 KPL 联盟运营收入和王者荣耀游戏运营收入，因此结合王者荣耀赛事奖金历史增长情况、其他电竞项目赛事奖金发展变动情况预测未来赛事奖金增长率，确定的增长率与联盟收入增长率相同，是比较谨慎、合理的，具体分析如下：

1、KPL 联赛奖金及冠军杯奖金情况

根据公开数据，王者荣耀历年 KPL 联赛奖金及冠军杯奖金情况如下：

单位：万元

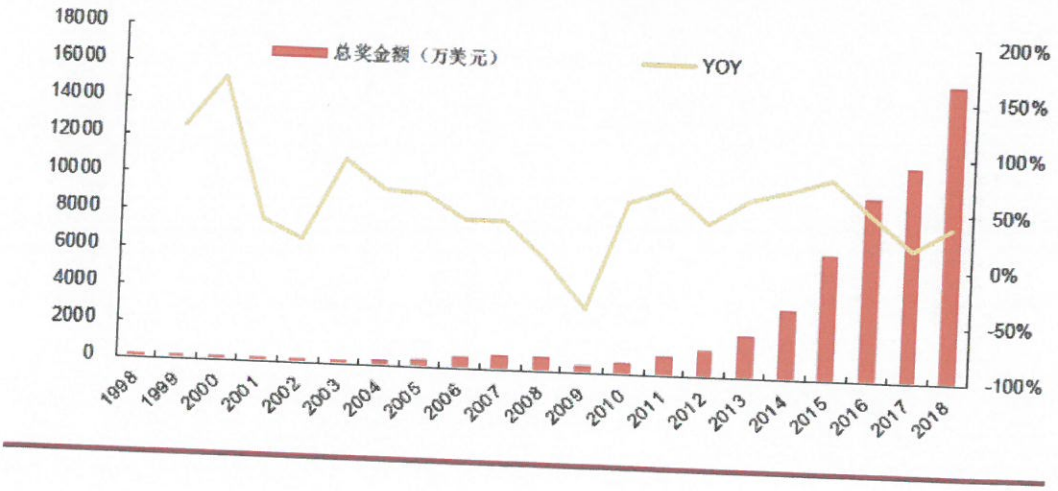
年度	赛事项目	各赛事总奖金	年度总奖金	增长率
2016 年度	KPL 秋季赛	185.00	185.00	2016 年中 KPL 开始运营，2017 年不具有对比性
2017 年度	KPL 春季赛	220.00	791.00	
	夏季冠军杯	291.00		
	KPL 秋季赛	280.00		
2018 年度	KPL 春季赛	1,200.00	3,428.00	333.38%
	夏季冠军杯	668.00		
	KPL 秋季赛	1,200.00		
	冬季冠军杯	360.00		
2019 年度	KPL 春季赛	800.00	5,160.00	50.53%
	夏季冠军杯	3,200.00		
	KPL 秋季赛	800.00		
	冬季冠军杯	360.00		

由上表可见，王者荣耀自 2016 年开始打造 KPL 联盟，于 2017 年增加了夏季冠军杯，2018 年增加了冬季冠军杯，年度总奖金持续增长。2018 年度总奖金较 2017 年度增长了约 333%，2019 年度总奖金较 2018 年度增长了约 51%。历史奖金增幅支持未来赛事总奖金增长的预测。

2、对比其他电竞项目奖金增长情况

对比其他电竞项目，王者荣耀赛事奖金还有较大提升空间。从全球来看，2018 年电竞赛事奖金总额同比增长 38%。预计未来随着电竞生态体系不断发展完善，相应赛事奖金规模将稳定增长。

1998-2018 全球电竞赛事总奖金



数据来源：Esport Earning

2018 年国际十大奖金数额最高的电子竞技项目

单位：万美元

游戏名	1、DOTA2	2、CS:GO	3、堡垒之夜	4、英雄联盟	5、绝地求生
奖金	4,126.00	2,247.00	1,996.00	1,412.00	673.00
游戏名	6、守望先锋	7、风暴英雄	8、炉石传说	9、星际争霸	10、使命召唤
奖金	670.00	652.00	495.00	453.00	417.00

由上表可见，2018 年国际前十大电竞赛事的平均奖金额达到了 1,314.10 万美元，折合人民币将近 1.00 亿元。王者荣耀作为腾讯公司重点打造的标杆电竞项目，相比于上述电竞赛事，目前总奖金额还未达到平均水平，目前腾讯正在大力推进王者荣耀赛事国际化，而通过增加冠军杯奖金吸引国外电竞俱乐部参与到王者荣耀的比赛是最直接有效的手段，故赛事奖金具有较大增长空间。以同属于 MOBA 类电竞项目《DOTA2》最高级别的 TI 系列赛事为例，历年 TI 赛事奖金如下：

单位：万美元

TI 赛事	第一届	第二届	第三届	第四届	第五届	第六届	第七届	第八届	第九届
奖金额	160.00	160.00	290.00	1000.00	1850.00	2100.00	2400.00	2550.00	3300.00

由上表可见，DOTA2 的 TI 系列赛事奖金从 2011 年第一届 160 万美元到 2019 年第九届 3,300 万美元，奖金额增长了约 20 倍，奖金年复合增长率达到了 46%。

综上所述，2018 年电竞赛事奖金总额同比增长 38%，2018 年国际前十大电竞赛事的平均奖金额约 1 亿元，属于 MOBA 类电竞项目《DOTA2》最高级别的 TI 系列赛事 2019 年奖金 3,300 万美元，对比其他电竞项目，结合王者荣耀在移动电竞领域的地位及未来发展情况，王者荣耀电竞赛事总奖金额目前还有较大提升空间，标的公司管理层对王者荣耀赛事总奖金的预测是谨慎、合理的。此外，标的公司 2019 年新设立的两个分部正在拓展王者模拟战、和平精英两个竞技项目，其中在 2020 年初王者模拟战冬季冠军杯中，Hero.S（王者模拟战分部战队）在经过 5 轮比赛在 32 支参赛队伍中获得亚军，已取得初步成绩和领先优势。但鉴于两个竞技项目联盟体系尚在建立阶段，本次评估时，基于审慎角度，未预测其他项目奖金收入。

四、请结合与腾讯的分成协议合同具体条款和考核指标，量化说明未来分成收入预测的计算基础及依据

（一）《王者荣耀职业赛事联盟协议》关于分成的相关条款

根据 KPL 联盟协议，KPL 联盟收入主要包括赛事版权收入、赛事赞助收入等。在分配上述联盟收入总额时，腾讯将相关收入按照约定比例在腾讯和联盟俱乐部之间进行分配，计算出所有俱乐部分配总额，并根据各支俱乐部的赛事成绩和运营成绩确定单支俱乐部的分配金额，将俱乐部分配总额在各支俱乐部之间进一步分配。关于分成的主要约定如下：

席位数	俱乐部分成比例
12	30%
14	35%
≥16	40%

腾讯获得的赛事版权和赛事赞助的联盟总收入乘以上述比例计算出俱乐部分成总额，再将俱乐部分成总额的 50%按赛事成绩分配给各支俱乐部，剩余 50%按运营成绩分配给各支俱乐部。

1、赛事成绩分配规则

截至评估基准日，KPL 固定席位数为 15，截至本专项核查意见出具日，KPL 固定席位数增加至 16。根据 KPL 联盟协议，俱乐部分配总额中 50%按各俱乐部赛事成绩进行分配，其中 60%由常规赛参赛俱乐部（15 支）均分，30%由季后赛参赛俱乐部（10 支）均分，10%由总决赛参赛俱乐部（2 支）均分），即：

席位数	俱乐部分成比例	常规赛 15 支俱乐部平均分成比例	季后赛 10 支俱乐部平均分成比例	总决赛 2 支俱乐部平均分成比例
15	35%	(35%×60%)/15=1.40%	(35%×30%)/10=1.05%	(35%×10%)/2=1.75%
16	40%	(40%×60%)/16=1.50%	(40%×30%)/10=1.20%	(40%×10%)/2=2.00%

由上表可见，在 KPL 联盟保持 15 支固定席位的情况下，根据赛事成绩分配时每支俱乐部的保底分成比例为 1.40%，进入季后赛的 10 支俱乐部每支俱乐部可以再获得 1.05%，最终进入总决赛的 2 支俱乐部每支俱乐部可以再获得 1.75%。综上，俱乐部排名在联赛前 10 的情况下至少能获得 2.45%的分成收入，如果进入总决赛，则

相应能获得4.20%分成收入。标的公司运营的Hero久竞自参加KPL联赛以来，均进入了季后赛，即成绩排名均在前10。由于2020年KPL固定席位增加到16席，如持续保持前10的排名，则其获得的分成比例将增加至2.70%。

2、运营成绩分配规则

KPL联盟将于各赛季初公布运营考核指标，于赛季末对全部俱乐部进行运营成绩考核，对俱乐部按照考核总分进行排名，并根据排名确定评级及分成系数，具体如下表（以15支俱乐部为例）：

考核排名	对应评级	分成浮动比例
第1名	S	40%
第2、3名	A+	20%
第4至12名	A	0
第13、14名	B	-20%
第15名	C	-40%

注：分成浮动比例即在平均水平上下浮动的比例

具体考核内容及考核规则由KPL联盟官方确定后下发给俱乐部并实施考核。根据上述考核体系，俱乐部运营考核成绩排名在12名以上的，则对应评级为A级及以上，至少能获得按平均比例分配的分成收入。杭州竞灵Hero久竞俱乐部整体运营情况较好，自加入KPL联盟以来各赛季考核评级均为A+。

（二）分成收入预测的计算基础及依据

标的公司管理层对分成收入的具体预测如下：

期间	2019年1-9月	2019年10-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
席位数	15	15	15	15	15	15	15
俱乐部分成比例	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
平均分成比例	2.33%	2.33%	2.33%	2.33%	2.33%	2.33%	2.33%
预测获得分成比例	2.63%	2.63%	2.63%	2.63%	2.63%	2.63%	2.63%
分成收入(万元)	418.87	283.02	842.26	968.60	1,113.89	1,225.28	1,286.55

根据上表，标的公司预测未来分成收入具体说明如下：

①确定俱乐部分成比例

截至评估基准日，KPL 联盟尚未增加席位，基于谨慎考虑，标的公司管理层对分成收入进行预测时，KPL 联盟席位数保持评估基准日的 15 支不变，即腾讯将联盟收入总额 35%分配给俱乐部。

②确定单支俱乐部平均分配比例及 Hero 久竞获得的分成比例

赛事成绩方面：15 支队伍中 10 支队伍打入季后赛，Hero 久竞历次联赛均打入了季后赛，故未来以此进行预测。

运营成绩方面：Hero 久竞历次运营考核评级均为 A+级，故未来预测 Hero 久竞能继续获得 A+评级。

考虑到 Hero 久竞历史经营中在上述赛事成绩和运营成绩方面保持稳定，标的公司管理层在预测中作简化处理，即综合考虑赛事成绩及运营成绩确定整体分配比例，具体预测时以 2019 年春季赛赛事为基础。春季赛中 Hero 久竞排名为第 5、运营考核评级为 A+级，2019 年春季赛 Hero 久竞实际获得的分成比例为 2.63%，较平均分配比例 2.33%高出 12.88%（即（2.63%-2.33%）/2.33%），由于预测俱乐部分成比例（35%）及 Hero 久竞分成水平（2.63%）保持不变，Hero 久竞获得联盟分成收入增长与与联盟总收入增长一致，即以 2019 年春季赛实际获得联盟分成为基础进行预测，联盟分成收入增幅具体为 2020 年 20%、2021-2022 年 15%、2023 年 10%、2024 年 5%、2024 年以后趋于稳定。

此外，2020 年联盟将拓展至 16 支席位，联盟俱乐部分成比例增加为 40%，即 KPL 联盟版权与商业的总收入的 40%作为 16 支俱乐部的可供分配总额，在其他条件不变的情况下，仅席位的增加将导致单支俱乐部分配的平均水平从 2.33%增至 2.50%，增幅约为 7.14%（即（2.5%-2.33%）/2.33%），相应将提高杭州竞灵分成收入水平。具体参见本专项核查意见“问题 2”之“二、上述两次成绩排名下滑的事实，已与本次交易评估假设产生背离，请说明后续赛事奖金收入以获得前六名概率均等的期望排名进行预测，即获得前六名概率 100%的相关评估假设是否合理审慎，说明本次交易作价的公允性及合理性，并请就排名下滑对标的估值的影响作敏感性分析”，故当前分成收入的预测较为保守、谨慎。

五、结合上述问题，分析说明杭州竞灵的持续经营是否对腾讯构成重大依赖，标的资产是否具备业务和经营独立性，是否符合《重组办法》的相关规定

杭州竞灵为目前常奥体育职业电竞俱乐部业务的主要经营主体，主要从事王者荣耀等相关电竞业务。报告期各期，杭州竞灵营业收入分别为 0 元、2,516.95 万元、2,437.92 万元，主要分为两部分，一是俱乐部自主开发的商业赞助、直播收入、转会收入、其他商业化收入等；二是腾讯根据相关约定按运营成绩和赛事成绩分配的联盟分成及赛事奖金，其分配资金来源于腾讯对 KPL 整体商业化运作取得的赛事版权收入、商业赞助收入、周边收入等。2018 年、2019 年 1-9 月，杭州竞灵来源于腾讯的收入分别为 1651.41 万元和 830.81 万元，占杭州竞灵营业收入总额比例分别为 65.61%和 34.08%。

受限于目前电竞行业发展特点，杭州竞灵对 KPL 联盟的运营方腾讯存在一定的依赖，但 KPL 联盟系腾讯与国内十多支职业电竞俱乐部为共同促进中国电竞产业、王者荣耀职业赛事健康发展，而共同发展创建的一个合作共赢的电竞平台，腾讯与各俱乐部为平等、互利、共赢的合作关系，具有长期稳定性；同时杭州竞灵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，故上述依赖不会对杭州竞灵持续经营产生重大不利影响，标的资产具备业务和经营独立性，符合《重组办法》的相关规定。具体说明如下：

（一）腾讯为电竞行业龙头，标的公司电竞业务与腾讯合作符合行业特征及企业发展路径

作为国内电竞行业的领导者，腾讯电竞目前是中国用户规模最大、赛事体系最完备的电竞平台之一，腾讯旗下电竞项目已超过 50 项，以英雄联盟和王者荣耀为代表，覆盖 MOBA（多人在线战术竞技类）、FPS（第一人称射击类）、竞速类、体育等品类。标的公司于 2018 年成功加入 KPL 联盟与行业领导者腾讯达成长期合作，符合中国电竞行业整体格局，有利于标的公司电竞业务长期发展，同时也是标的公司自身竞争力的体现。

（二）基于标的公司拥有的固定参赛席位、KPL 联盟收益分成机制等因素，标的公司与腾讯为互利共赢的合作关系

2018 年 10 月，杭州竞灵与深圳市腾讯计算机系统有限公司签署《王者荣耀职业赛事联盟协议》，约定协议有效期十年，自协议生效之日起且 KPL 联盟合法有效运营期间内，在通过腾讯准入审核并足额支付席位费 1,200.00 万元（含税金额）的

前提下，杭州竞灵拥有 KPL 联盟的固定参赛席位，有权参与王者荣耀职业联赛并享有联盟的收益分成。

基于上述协议约定的固定参赛席位以及收益分成机制等因素，双方确定了长久稳定的合作关系和利益共同体的机制。经协议约定，KPL 联盟体系在收入端通过俱乐部参与 KPL 联盟分成方式保障俱乐部基本收益，约定在席位数达 16 支时分成比例将提升至 40%，同时在成本端通过工资帽、转会机制等稳定俱乐部的运营成本，且俱乐部在直播、场外赞助等方面拥有较大的自主开发权，有利于各俱乐部保持盈利能力及联盟的持续发展。KPL 联盟中腾讯负责联盟准入、日常监管、职业赛事举办、营销推广、商业化运营和联盟收入分配，各俱乐部负责本俱乐部组建、日常管理、安排选手及教练参赛、安排出席推广活动、引入赞助商、宣传推广、周边产品制作和商业化开发等。作为腾讯电竞的拳头产品，腾讯通过 KPL 联盟各俱乐部的人才培养、活跃粉丝、招商拓展等，提升王者荣耀的用户粘性、知名度并流量变现。腾讯与各俱乐部为平等合作、互利共赢关系，且该等合作具有较强的稳定性和持续性，有利于双方共同促进产业发展。

（三）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，有利于进一步提高业务与经营独立性

标的公司具有丰富的体育赛事及职业俱乐部运营管理经验，融合传统体育的科学管理方式和理念对职业电竞俱乐部进行专业化运营管理，标的公司为电竞运动提供定制化的培训以及训练，逐步打造完善的选拔及培养体系，未来标的公司可持续开拓、布局发展潜力大的电竞项目，增加业务和收入来源，从而进一步提高业务与经营独立性，具体如下：

青训体系	具体内容
选拔机制	对选拔队员的个人能力和水平有着极其严格的标准和筛选流程： （1）基本资料筛选：要求主队选手在王者荣耀排位赛全区前 5，巅峰赛 1700 分以上；“战士边路及坦克边路”选手在巅峰赛全国前 200 名，年龄在 16 周岁以上、19 周岁以下；“中单”选手在巅峰赛全国排名前 5，年龄在 16 周岁以上、18 周岁以下等； （2）线上试训：通过线上试训，审核队员的相关数据、个人操作、沟通能力等； （3）线下试训：通过线上试训的队员前往 Hero 久竞俱乐部基地进行两周左右的试训； （4）综合评定：通过各方面的综合评定选拔出合格的青训预备队员。

青训体系	具体内容
赛训建设	（1）对教练进行严格筛选和培养，深耕队伍打法及战略战术； （2）系统内设有数据分析师统计不同队伍的赛事数据，通过数据分析对战术创新、选手角色及英雄使用提出指导性意见，对队员能力进行挖掘； （3）从队员管理到完善队伍建设并达到自我提升等各方面均设定管理目标； （4）在对青训团队的搭建及人才培养上，为充分展示队员技战术水平，通过交叉轮换的方式更好地为队员选择战术定位，发掘队员最擅长的领域。
晋升通道	Hero 久竞俱乐部与陪练平台比心进行合作，通过线上选拔、线下试训的方式进行筛选。俱乐部通过次级赛事对青训队员进行日常训练，根据赛场表现达到职业水平的队员可进入主队或 KPL 联盟选秀池获得进入一线阵容的机会。

凭借科学系统的选拔机制、赛训建设、晋升通道，标的公司充分挖掘了青训预备队员的潜力，选拔与培养优秀的后备人才，参与各项目次级联赛，并为主队输送队员或实现转会更替。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 联盟新秀选拔共有 27 名青训队员转会，标的公司为 KPL 联盟输送了 4 名青训队员，为 KPL 联盟队伍中输出队员最多的一支。截至本专项核查意见出具日，杭州竞灵职业电竞俱乐部已涉足 MOBA、FPS 两大主流电竞领域，其拓展的竞技项目王者模拟战中，俱乐部经过 5 轮比赛在 32 支参赛队伍中获 2019 王者模拟战冬季冠军杯邀请赛亚军；在和平精英 50 支队伍中，俱乐部在 2019 年 PEL 晋级赛中以总积分 94 位列第 26 名。以上赛事成绩表明杭州竞灵具有相对竞争优势。

综上所述，标的公司与腾讯为互利共赢的合作关系且签订了长期的合作协议，双方合作具有可预期性和稳定性。未来，标的公司将依托丰富的运营管理经验，持续打造完善的青训体系，逐步开拓、布局新电竞项目，增加业务和收入来源。因此，虽然标的公司的职业电竞俱乐部运营业务对腾讯存在一定依赖，但标的公司业务经营具备独立性及完整性，具备持续盈利能力，符合《重组办法》的相关规定。

六、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：根据中介机构访谈 KPL 联盟主席以及 2020 年王者荣耀电竞战略新闻发布会，KPL 席位数在未来几年将保持 16 支，杭州竞灵与腾讯未就 KPL 席位数进行明确约定，腾讯不具有将固定席位模式改变为升降级模式的权利但具有增加 KPL 席位数的权利；预计各俱乐部的分配总额占联盟收入总额将达到 40%

主要依据为杭州竞灵与腾讯《王者荣耀职业赛事联盟协议》，双方已进行了明确的约定，目前腾讯未承诺在席位数超过 16 支时继续增加分配比例，腾讯不具备单方面将分配比例降低至 40%以下的权利；预计 KPL 联盟总收入增长的主要依据为电竞市场整体增长情况、KPL 联盟收入历史增长情况及发展态势等因素，总奖金收入增长率的预测基础主要为历史数据情况、同类可比电竞项目数据情况等，预测具有合理性；未来分成收入预测的主要计算依据为暨定协议约定的分配规则、KPL 联盟及 Hero 久竞的历史情况及发展状况等，预测较为保守、谨慎；受限于目前电竞行业发展特点，标的公司职业电竞俱乐部运营业务对腾讯存在一定的依赖，但基于业态特征及双方的合作协议，该等依赖不会对杭州竞灵的持续经营产生重大不利影响，标的公司业务经营具备独立性及完整性，具备持续盈利能力，符合《重组办法》的相关规定。

2.问询函回复显示，标的公司子公司杭州竞灵收益法评估中，后续赛事奖金收入以获得前六名概率均等的期望排名进行预测，联盟分成收入假设从 2020 年开始，KPL 席位数达到 16 支并在未来一定期间内保持不变。同时，最新数据显示，2019 年 KPL 秋季赛 HERO 战队仅获得并列第 7，冬季冠军杯未能进入淘汰赛，请公司披露：（1）战队成绩出现下滑的原因，分析战队成绩、分成与奖金收入的波动性，并说明标的公司是否具备持续经营能力，是否符合《重组办法》的相关规定；（2）上述两次成绩排名下滑的事实，已与本次交易评估假设产生背离，请说明后续赛事奖金收入以获得前六名概率均等的期望排名进行预测，即获得前六名概率 100%的相关评估假设是否合理审慎，说明本次交易作价的公允性及合理性，并请就排名下滑对标的估值的影响作敏感性分析；（3）说明公司关于 KPL 席位保持不变的判断依据，是否取得王者荣耀运营方的明确承诺或协议约定，若席位数量将在未来超过 16 个，请量化测算其对分成收入、利润预测及对标的资产估值的影响，并作相应敏感性测试。请评估师发表意见。

回复：

一、战队成绩出现下滑的原因，分析战队成绩、分成与奖金收入的波动性，并说明标的公司是否具备持续经营能力，是否符合《重组办法》的相关规定

（一）成绩下滑的原因

除竞技体育的偶然性原因外，2019 年秋季赛 Hero 久竞成绩下滑的自身因素主

要为：

1、新队员出场较多且轮换调整较多。Hero 久竞具有较强的青训体系，其 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。俱乐部为快速打造新的战术体系并培养新的主力队员，在秋季赛及冬季冠军杯选拔赛中对出场阵容进行了大幅轮换尝试，新队员出场较多且轮换调整较多。2019 年 KPL 秋季赛中 Hero 久竞共进行 15 场比赛，其中 10 场比赛全部由新队员参赛，剩下 5 场比赛均有 4 名新队员参赛；2019 年冬季冠军杯选拔赛中 Hero 久竞共进行 7 场比赛，每场比赛均有 2-3 名新队员参赛。由于新队员大赛经验及心态准备不足、队员间磨合不足等原因等原因，导致队伍在关键场次比赛时欠缺稳定性。

2、王者荣耀版本的更新调整。2019 年秋季赛期间王者荣耀版本进行了较大的更新调整，此次更新包括：上下分路资源分配调整、视野调整、生物调整、打野刀调整等，上述调整强化了上下边路（分为上中下三路对抗）的作用，新版本更适合上下边路为核心的对抗战术或打法，而 Hero 久竞传统成熟战术打法是以中路为核心，对新版本适应程度不佳和战术调整尚未磨合到位。

经过 2019 年秋季赛和冬季冠军杯的尝试和磨合，俱乐部亦在总结经验吸取教训，未来将采取相对平稳方式调整队员以保持成绩的稳定性。

（二）战队成绩、分成与奖金收入的波动性

1、战队成绩波动性

电子竞技及任何其他竞技体育都存在一定偶然性和不确定性，这也是竞技体育的魅力所在。选手的身体状态、心理状态、临场发挥、比赛环境、团队配合等多种因素都会对战队成绩造成一定影响。传统竞技体育中冠军选手或队伍爆冷的情况也时有发生，对于由人和人对战的电子竞技项目，队员需要利用有限的信息对形势作出判断，实时做出决策并执行相应动作，队员之间亦需要默契配合共同执行战术策略，故比赛成绩具有一定不确定性，即战队成绩天然具有一定波动性。通过队伍的历史成绩和队伍整体实力去推断预测，反映的是一个相对大概率的结果。

Hero 久竞自 2018 年以来的成绩如下：2018 年度：春季赛冠军、夏季冠军杯第九名、秋季赛冠军、冬季冠军杯冠军；2019 年度：春季赛第五名、夏季冠军杯第三名、秋季赛第七名、冬季冠军杯未进入淘汰赛。上述历史成绩一方面与队伍本身状态和心态有关，另一方面也受到竞技项目的偶然性影响。从历史成绩来看，除 2018 年夏季冠军杯和 2019 年冬季冠军杯外其他比赛成绩均处于前列，且 Hero 久竞曾获得冠军次数约为 1/3，整体来看 Hero 久竞实力位于 KPL 联盟前列且具有获得冠军的可能性，但实际比赛成绩受多种无法量化分析的因素影响，标的公司管理层从谨慎角度出发，在评估基准日预测俱乐部未来具有前 6 名水平是总体水平预测，俱乐部各比赛成绩大多优于前 6 名预测，当前预测较为谨慎的，虽然评估基准日后 2019 年秋季联赛排名第 7 且冬季冠军杯未进入淘汰赛，但比赛成绩的暂时下跌并不能代表俱乐部整体水平。

2、奖金收入波动性

由于赛事种类、参赛席位数不同，赛事奖金设定略有差异，综合来看一般赛事冠军获得赛事总奖金的 40%左右，亚军获 20%左右，3-4 名获 10%左右，其他后续名次的参赛队伍奖金比例在 2%-6%区间内。以 2019 年夏季冠军杯为例，分配比例如下：冠军（第 1 名）为 42%、亚军（第 2 名）为 16%、四强（第 3-4 名）为 9%、八强（第 5-8 名）为 4%、十二强（第 9-12 名）为 2%。能否获得冠亚军是影响奖金收入波动的最大的因素，而第三名以后的名次相应奖金收入差异较小、波动性亦较小。

2018 年、2019 年 1-9 月杭州竞灵奖金收入分别为 959.53 万元、411.94 万元，奖金收入受比赛成绩影响的波动较大，主要系 Hero 久竞战队在 2018 年获得 3 个冠军，奖金收入高于 2019 年奖金收入。从历史情况来看，Hero 久竞实力位于 KPL 联盟前列且具有获得冠军的可能性，标的公司能够持续争取优秀名次获得相应奖金并且冲刺冠亚军高额奖金。

3、联盟分成收入波动性

根据 KPL 联盟相关规定，腾讯将相关收入按照约定比例在腾讯和联盟俱乐部之间进行分配（例如席位数为 16 个时，俱乐部分成比例为 40%），计算出所有俱乐部的分配总额，其中俱乐部分配总额的 50%按照赛事成绩分配。以 2019 年春季赛为例，60%由常规赛参赛俱乐部（全部 15 支队伍）均分，30%由季后赛参赛俱乐部（10 支

队伍进入季后赛）均分，10%由总决赛参赛俱乐部均分（2 支队伍进入决赛）；剩余 50%按运营成绩分配，考核成绩第 1 名为 S（按平均水平上浮 40%），2-3 名为 A+（平均水平上浮 20%），4-12 名为 A（平均水平），13-14 名为 B（平均水平下浮 20%），15 名为 C（平均水平下浮 40%），从上述考核分配规则来看，在 KPL 联盟席位数不变的情况下，KPL 联盟俱乐部总体分成收入将随着 KPL 联盟整体商业开发的变动而同比例变动；具体到单个俱乐部分配金额，若该俱乐部排名在 4-12 名区间内，获得的 KPL 联盟分成收入波动较小，处于前几名和后几名时分成收入将偏离平均水平较大。

2018 年度杭州竞灵获得 KPL 联盟分成收入 691.88 万元，2019 年 1-9 月获得联盟分成收入 418.87 万元，管理层预计 2019 年全年联盟分成收入与 2018 年基本持平。整体来看，杭州竞灵 2019 年赛事成绩虽不如 2018 年比赛成绩，但杭州竞灵分成收入并未出现较大下降，一方面系联盟整体收入增长导致俱乐部整体分成水平增加，另一方面系报告期内 Hero 久竞运营成绩一直稳定在 A+、赛事成绩一直处于中等以上水平所致，综上所述，杭州竞灵可持续获得联盟分成且联盟分成波动性较小。

（三）关于持续经营能力

综上所述，电子竞技作为一项竞技体育，其固有的偶然性导致比赛成绩存在一定的不确定性，多次比赛会相对客观地反映队伍的竞赛水平，个别赛事成绩的暂时下跌不能客观反映俱乐部整体水平。从历史战绩来看，Hero 久竞实力位于 KPL 联盟前列且具有获得冠军的历史战绩，标的资产具备持续争取优秀名次并冲刺冠亚军高额奖金的可能性。同时，根据 KPL 联盟的收入分配规则，联盟分成中 50%根据赛事成绩确定，50%根据运营成绩确定，综合计算后，赛事成绩波动对俱乐部平均收入分成比例较小，且分成规则确保了每个固定席位俱乐部均具有保底分成，故杭州竞灵基于其固定席位及整体竞争力、运营能力可以持续获得联盟分成收入，标的公司职业电竞俱乐部具备持续经营能力，符合《重组办法》的相关规定。

二、上述两次成绩排名下滑的事实，已与本次交易评估假设产生背离，请说明后续赛事奖金收入以获得前六名概率均等的期望排名进行预测，即获得前六名概率 100%的相关评估假设是否合理审慎，说明本次交易作价的公允性及合理性，并请就排名下滑对标的估值的影响作敏感性分析

竞技体育的偶然性导致无法准确预测单次比赛的成绩，实力更强的队伍被相对弱势队伍胜出也是可能性事件。从统计学上来讲，通过综合考虑多次历史战绩、队伍的实力排名可以获得相对准确的定位。从历史比赛成绩来看，报告期内 6 场比赛中 Hero 久竞俱乐部获得 3 次冠军，1 次第 5 名、1 次第 3 名。故本次评估时，管理层按前六名均等概率进行预测是合理的，并且排名下滑对标的估值影响较小，假设 KPL 联盟席位数、奖金增长趋势、奖金分配比例等参数与评估报告中保持一致，对期望排名做敏感性分析如下：

期望排名	前 12 名	前 11 名	前 10 名	前 9 名	前 8 名	前 7 名	前 6 名	前 5 名	前 4 名
奖金期望比例	6.7%	7.4%	8.4%	9.6%	11.3%	12.6%	14.0%	16.0%	19.0%
杭州竞灵 100%股权价值	8,630.00	8,710.00	8,810.00	8,940.00	9,150.00	9,260.00	9,420.00	9,630.00	9,960.00
杭州竞灵 70%股权价值	6,041.00	6,097.00	6,167.00	6,258.00	6,405.00	6,482.00	6,594.00	6,741.00	6,972.00
常奥体育整体估值	22,840.00	22,890.00	22,960.00	23,050.00	23,200.00	23,280.00	23,390.00	23,540.00	23,770.00
与评估报告结果差异	-550.00	-500.00	-430.00	-340.00	-190.00	-110.00	-	150.00	380.00
与评估报告结果差异率	-2.35%	-2.14%	-1.84%	-1.45%	-0.81%	-0.47%	0.00%	0.64%	1.62%

注：1、鉴于席位数等原因，不同比赛的比赛奖金分配略有调整，但从历史比赛来看调整差异较小，故评估中以奖金金额最大的 2019 年夏季冠军杯的分配比例作为计算标注，第 1 名为 42%，第 2 名为 16%，第 3-4 名各 9%，第 5-8 名各 4%，第 9-12 名各 2%。

2、KPL 比赛机制和冠军杯比赛机制有所不同，冠军杯的参赛资格是以 KPL 排名为条件（KPL 的前 8 名有参赛资格），故当排名非前 8 名获得冠军杯奖金期望为 0。此外，从 2019 年度财务核算的奖金分布来看，2018 年冬季冠军杯总奖金 360 万元、2019 年夏季冠军杯总奖金 1,600 万元、2019 年春季和秋季赛各 800 万元，冠军杯奖金占全年总奖金 55%，联赛奖金占全年总奖金 45%，假设未来年度比赛奖金分布与 2019 年度奖金分布情况相同。

3、前 8 名的奖金期望比例计算过程：俱乐部获得前 8 名每个名次的概率均为 1/8，则

冠军杯部分的期望比例=（42%*1/8+16%*1/8+9%*1/8+9%*1/8+4%*1/8+4%*1/8+4%*1/8+4%*1/8）×55%=6.2%

KPL 部分的期望比例=（42%*1/8+16%*1/8+9%*1/8+9%*1/8+4%*1/8+4%*1/8+4%*1/8+4%*1/8）×45%=5.1%

在前 8 名情况下，俱乐部能获得的奖金期望比例为 11.3%（6.2%+5.1%），杭州竞灵的 100%股权价值为 9,150 万元，70%股权价值为 6,405 万元，常奥体育的整体估值为 23,200 万元，较评估报告评估结果减少 190 万元，差异率-0.81%。

4、前 12 名的奖金期望比例计算过程：俱乐部获得前 12 名每个名次的概率均为 1/12，但只有 KPL 前 8 名有资格进入到冠军杯比赛，则

冠军杯部分的期望比例=（42%*1/12+16%*1/12+9%*1/12+9%*1/12+4%*1/12+4%*1/12+4%*1/12+4%*1/12+2%*1/12+2%*1/12+2%*1/12+2%*1/12）×55%×8/12+0×4/12=3.0%

联赛部分的期望比例=（42%*1/12+16%*1/12+9%*1/12+9%*1/12+4%*1/12+4%*1/12+4%*1/12+4%*1/12+2%*1/12+2%*1/12+2%*1/12+2%*1/12）×45%=3.7%

故在前 12 名情况下，俱乐部能获得的奖金期望比例为 6.7%（3.0%+3.7%），杭州竞灵的 100%股权价值为 8,630.00 万元，70%股权价值为 6,041.00 万元，常奥体育的整体估值为 22,840.00 万元，较评估报告评估结果减少 550 万元，差异率-2.35%。

其他排名情况下，奖金期望比例计算方式与上述两种情况类似，具体比例情况详见上表。

由上表可见，本次评估时赛事奖金收入以获得前 6 名概率均等的期望排名进行预测，若调低名次不会对标的资产估值产生重大影响，主要系根据 KPL 联盟约定，比赛奖金收入的 40%归属于杭州竞灵而 60%需分配给队员，再进一步考虑 25%所得税影响以及常奥体育享有杭州竞灵 70.06%权益比例，Hero 久竞奖金收入对常奥体育归属母公司净利润以及估值的影响均较小。

三、说明公司关于 KPL 席位保持不变的判断依据，是否取得王者荣耀运营方的明确承诺或协议约定，若席位数量将在未来超过 16 个，请量化测算其对分成收入、利润预测及对标的资产估值的影响，并作相应敏感性测试

（一）关于 KPL 席位保持不变的判断依据，是否取得王者荣耀运营方的明确承诺或协议约定

参见本专项核查意见“问题 1”之“一、预计 KPL 席位数保持 16 支的主要依据，杭州竞灵与腾讯是否就 KPL 席位数进行了明确的约定，及约定的具体内容，腾讯是否拥有单方面增加 KPL 席位数及将固定席位模式改变为升降级模式的权利”的相关回复。

（二）若席位数量将在未来超过 16 个，请量化测算其对分成收入、利润预测及对标的资产估值的影响，并作相应敏感性测试

截至本次评估报告出具日，KPL 为 15 支席位，故估值时管理层以 KPL 联盟 15 支席位（对应联盟分成比例为 35%）保持不变为基础对分成收入进行了预测，2020 年 KPL 联盟将增加至 16 支席位（联盟分成比例由 35%上升至 40%）。以下敏感性分析中 KPL 联盟总收入增长情况、俱乐部考核排名情况等分成收入相关因素均与评估报告中假设一致，仅考虑席位数变动影响，席位变动敏感性分析如下：

单位：万元

项目	队伍数量/平均比例	2019 年 10-12 月	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续期	杭州竞灵 100%股权价值	杭州竞灵 70%股权价值	常奥体育整体估值	与评估报告结果差异	与评估报告结果差异率
分成收入	15 支 /2.33%	283.02	842.26	968.60	1,113.89	1,225.28	1,286.55	1,286.55					
净利润		117.75	745.76	935.30	1,146.74	1,301.04	1,394.91	1,394.91	9,420.00	6,594.00	23,390.00	-	0.00%
分成收入	16 支 /2.50%	283.02	902.43	1,037.79	1,193.46	1,312.80	1,378.44	1,378.44					
净利润		117.75	787.82	983.67	1,202.37	1,362.23	1,459.16	1,459.16	9,880.00	6,916.00	23,710.00	320.00	1.37%
分成收入	17 支 /2.35%	283.02	902.43	976.74	1,123.25	1,235.58	1,297.36	1,297.36					
净利润		117.75	787.82	940.99	1,153.29	1,308.24	1,402.47	1,402.47	9,500.00	6,650.00	23,450.00	60.00	0.26%
分成收入	18 支 /2.22%	283.02	902.43	922.48	1,060.85	1,166.94	1,225.28	1,225.28					
净利润		117.75	787.82	903.05	1,109.66	1,260.25	1,352.08	1,352.08	9,170.00	6,419.00	23,220.00	-170.00	-0.73%
分成收入	19 支 /2.11%	283.02	902.43	873.93	1,005.02	1,105.52	1,160.80	1,160.80					
净利润		117.75	787.82	869.11	1,070.62	1,217.31	1,306.99	1,306.99	8,870.00	6,209.00	23,010.00	-380.00	-1.62%
分成收入	20 支 /2.00%	283.02	902.43	830.23	954.77	1,050.24	1,102.76	1,102.76					
净利润		117.75	787.82	838.55	1,035.49	1,178.66	1,266.41	1,266.41	8,600.00	6,020.00	22,820.00	-570.00	-2.44%
分成收入	22 支 /1.82%	283.02	902.43	801.93	922.22	1,014.44	1,065.16	1,065.16					
净利润		117.75	787.82	818.77	1,012.73	1,153.63	1,240.12	1,240.12	8,430.00	5,901.00	22,700.00	-690.00	-2.95%
分成收入	24 支 /1.67%	283.02	902.43	778.34	895.09	984.60	1,033.83	1,033.83					
净利润		117.75	787.82	802.27	993.76	1,132.76	1,218.22	1,218.22	8,280.00	5,796.00	22,590.00	-800.00	-3.42%
分成收入	26 支 /1.54%	283.02	902.43	758.38	872.14	959.36	1,007.32	1,007.32					
净利润		117.75	787.82	788.32	977.72	1,115.11	1,199.68	1,199.68	8,160.00	5,712.00	22,510.00	-880.00	-3.76%

注：1、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：

席位数	俱乐部分成比例
12	30%
14	35%
≥16	40%

根据上述约定，2019 年 KPL 联盟共 15 支队伍，俱乐部的分配总额占联盟收入总额的 35%，平均每支队伍的分配比例为 2.33%，从 2020 年开始，KPL 席位数达到 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%，以此类推。

2、16 支队伍：根据 KPL 协议，当 2020 年 KPL 席位增至 16 支，由于俱乐部的分配总额由 35%提升至 40%，总体来看单支俱乐部平均分配比例将从 2.33%增至 2.5%，增幅约为 7.14%，在保持其他因素不变情况下，俱乐部分成收入增幅为 7.14%，常奥体育整体估值为 23,710 万元，较评估报告评估结果增加 320 万元，差异率 1.37%。

3、17 支队伍：2020 年 KPL 达到 16 支席位，本次分析假设 2021 年增加至 17 支席位时，单支俱乐部平均分配比例为 2.35%，较 15 支席位的 2.33%增幅约 0.84%，常奥体育整体估值为 23450 万元，较评估报告评估结果增加 60 万元，差异率 0.26%。

4、18 支队伍：2020 年 KPL 达到 16 支席位，当 2021 年席位数增加至 18 支时，单支俱乐部平均分配比例为 2.22%，较 15 支席位的 2.33%降幅约 0.84%，常奥体育整体估值为 23220 万元，较评估报告评估结果减少 170 万元，差异率-0.73%。以此类推。

从上述敏感性分析数据来看，由于出具评估报告时参赛席位数为 15 支，而截至本专项核查意见出具日参赛席位数增加至 16 支，增加至 16 支时，由于分成比例由 35%调整至 40%，假设其他条件不变标的资产估值将上升 320 万元，增加至 18 支时，标的资产估值下降 170 万元，随着席位数量逐步增加估值将逐步下降，但下降金额及比例较小，当 KPL 席位数达到 26 支时，标的资产估值下降 880 万元，估值差异率为-3.76%。

虽然杭州竞灵与腾讯未就 KPL 席位数进行了明确的约定，未来存在席位数增加的可能，但基于王者荣耀职业赛事联盟的运营理念与历史运作情况，未来 KPL 席位数的增加并不一定意味着杭州竞灵分成收入减少，KPL 是腾讯目前运营的最为成功的移动电竞职业赛事，腾讯电竞借鉴传统体育赛事运营模式和理念打造联盟运营体系，旨在建立良好的运营生态。根据腾讯对外发布的战略规划以及《王者荣耀职业赛事联盟协议》的约定，KPL 联盟旨在建立一个利益共同体的机制，即基于赛事所有收入共同分享，实现 KPL 联盟和俱乐部良好的合作局面，同时通过联盟分成收益机制、工资帽机制、转会机制、俱乐部场外商务开发自主权等方式保障俱乐部的持续盈利能力，从而确保俱乐部与 KPL 联盟的共同发展、互利共赢。《王者荣耀职业赛事联盟协议》中亦约定当席位数为 12 支、14 支、16 支以上时各俱乐部的分配总额比例为 30%、35%、40%，体现了 KPL 联盟良性发展的理念，未来不排除必要时腾讯可增加联盟分配比例。

同时，KPL 自 2019 年末开始大力推进主场化。目前 6 支俱乐部已确定落地在六大城市开启俱乐部主场，其中 Hero 久竞战队主场正式落户江苏省南京市。随着主场化工作的开展，一方面 Hero 久竞俱乐部将增加主场赛事衍生招商权、主场赛事版权分销、票务销售及宣传权益等联盟协议约定外的经济权益，预计将在原有基础上为俱乐部收入的进一步提升；另一方面 KPL 联盟也将随着主场化提升粉丝忠诚度和归属感，有利于商业价值的进一步开拓。未来腾讯增加席位时很可能俱乐部和 KPL 联盟整体收入均有了大幅提升，不会对本次标的资产估值产生重大不利影响。

综上所述，相较于评估基准日 KPL 联盟情况，未来 KPL 席位数的增加并不必然对各俱乐部盈利能力、估值构成重大不利影响。

四、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：战队成绩下滑的主要原因系队伍参赛出场人员调整、王者荣耀版本的更新调整所致，标的公司具备持续经营能力，符合《重组办法》的相关规定；本次交易标的资产评估过程中以获得前六名概率均等的期望排名进行预测的相关评估假设合理审慎，本次交易作价具备公允性、合理性；根据访谈及腾讯对外发布的战略规划，KPL 席位未来几年将保持在 16 支，基于 KPL 联盟的运营理念与历史运作情况，席位数的增加并不必然对各俱乐部盈利能力、估值构成重大不利影响。

3.公司草案及问询函回复显示，公司足球俱乐部运营业务收益法评估中，预测期选择为 2019 年 10 月—12 月至 2023 年末，2020 年—2023 年各年度收入预测增长率为 20%、12%、10%、2%，以后年度收益状况保持在 2023 年水平不变，而目前公司仅与昆山足球俱乐部签订了 5 年合作协议。请公司结合已签协议期限、续约条件、行业竞争格局等，说明标的公司是否具备持续经营能力，分析说明评估预测期各年度收入逐年增长的原因及合理性，如未能实现冲甲目标及成功续约，说明收益期永续稳定的相关评估假设的合理性。请评估师发表意见。

回复：

一、结合已签协议期限、续约条件、行业竞争格局等，说明标的公司是否具备持续经营能力，如未能实现冲甲目标及成功续约，说明收益期永续稳定的相关评估假设的合理性。

（一）已签协议的期限及续约条件

2019 年 10 月，常奥体育通过招投标方式取得 2020-2025 昆山足球俱乐部运营管理项目，并据此和昆山足球俱乐部有限公司签订了《2020-2025 昆山足球俱乐部运营管理服务协议》，合同约定的运营管理期限为 2020 年 2 月 1 日至 2025 年 1 月 31 日，并约定委托期限届满后，双方另行协商委托事宜。协议约定，双方之间的信任和相互合作是本协议得以履行和合作目标得以实现的重要基础，一方在未经对方事先认可的情况下，不应将本协议项下全部及部分权利或义务转让给第三方，任何一方无合法理由，不得提前单方终止本协议。协议中未将个别特定条件（如冲甲实现）作为续约的先决条件或限制条件。

（二）足球俱乐部运营业务的行业格局

标的公司职业足球俱乐部管理的业务主要为中国足球协会乙级联赛参赛的昆山足球俱乐部提供全面的运营、管理服务。中国足球协会设置的男子足球联赛分为中国足球协会超级联赛（简称“中超”）、甲级联赛（简称“中甲”）、乙级联赛（简称“中乙”）、会员协会冠军联赛（简称“中冠”）、全国青少年男子足球超级联赛等。2019 年，中超、中甲均为 16 支足球俱乐部，中乙分南区、北区，各有 16 支足球俱乐部。从 2019 年参加中超、中甲、中乙、中冠的职业及半职业足球俱乐部的省市分布上来看，广东、江苏、山东三省，是足球俱乐部的重要发展基地，其中江苏排名第二，共计 10 家俱乐部，其中，共有 5 家俱乐部参加中乙联赛，除昆山足球俱乐部之外其他 4 家俱乐部投资方和管理方均为同一方，根据相关规定同一投资方不能同时拥有两家以上中乙俱乐部，故从竞争格局来看，首先足球俱乐部运营作为一项专业性较强的运营服务，需要运营服务商对足球行业有深刻的认识，需熟悉中国足球协会的相关规则及国内足球俱乐部的运作规则，并同时需要拥有较高的专业运营能力及足球行业的资源和渠道，其次具备能力并且能提供服务的机构较少，鉴于足球协议相关规则和足球俱乐部地域属性，是一个非充分竞争的市场，常奥体育作为昆山足球俱乐部运营管理方较难被替代。

（三）说明标的公司是否具备持续经营能力，如未能实现冲甲目标及成功续约，说明收益期永续稳定的相关评估假设的合理性

协议中未将个别特定条件（如冲甲实现）作为续约的先决条件或限制条件。结合常奥体育在足球俱乐部运营管理方面的经验及能力、足球俱乐部运营管理行业的竞争格局及准入要求，以及在常奥体育运营管理下足球俱乐部取得的良好成绩情况、常奥体育和昆山足球俱乐部签订了五年期的战略合作协议及因素，前述五年期协议期满后，常奥体育继续为昆山足球俱乐部提供运营管理服务的概率较大，标的公司续约的可能性较大，标的公司是否具备持续经营能力，收益期永续稳定的评估假设是合理的。

此外，本次评估时，标的公司管理层基于谨慎原则对于俱乐部托管业务的收入预测并未考虑冲甲奖金收入（2019 年约定冲甲奖金 600 万元；五年期协议亦约定实现冲甲、冲超的，将给予常奥体育相应奖励），亦未考虑若冲甲成功后，未来年度运

营管理业务收入的提升及估值的增加，仅依据结合2019年运营服务协议对应的固定金额历史服务情况为基础，按一定增长率预测了基础的托管运营咨询服务收入并以此进行估值，相关预测是谨慎及合理的。

标的公司具备持续经营能力、收益期永续稳定的评估假设合理性具体说明如下：

1、昆山足球发展需要专业机构提供足球俱乐部的管理咨询服务

足球职业体育俱乐部的运营管理有着较强的时效性与专业性，具有较强的准入和运营门槛。而昆山政府部门为大力发展足球产业，投资组建了昆山足球俱乐部，其业务开展存在委托给专业运营机构执行实施的必要性和合理性。即通过专业机构做专业的事，既能降低足球俱乐部运营所需成本，也能提升俱乐部的管理效率和球队比赛成绩。

2、常奥体育具有提供服务的专业能力并已进行了深入合作

昆山足球俱乐部有限公司前身为镇江华萨足球俱乐部，2018年常奥体育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。即常奥体育从足球俱乐部的组建至运营均提供了全面的深入服务。常奥体育具有专业的管理团队，相关人员具有丰富的中超职业俱乐部管理经验、熟悉并了解江苏地区足球发展情况、具备拓展足球业务相关资源。2019年是俱乐部的调整期，在经历了更换主教练和引入队员后，昆山足球俱乐部在联赛下半程的14场比赛中取得了10胜1平3负的成绩，但鉴于上半程成绩，最终俱乐部位列南区16支队伍中位列第5名。鉴于常奥体育具有提供专业服务的能力并已进行了深入合作，对昆山足球俱乐部发展状态及队伍情况更加熟悉，相比而言具有相对竞争优势。

3、属地化的俱乐部运营管理，常奥体育较难被替代

足球俱乐部具有一定的地域属性，球迷普遍对自己所处地域内的主队有着极高的忠诚度，对球队拥有着巨大的归属感，而且需按中国足协要求进行赛训及组建青训梯队等，作为昆山足球俱乐部的运营管理方，一方面要有专业团队能够提供专业的运营管理服务，另一方面还需了解江苏本地的足球发展情况，具备开展青训梯队建设的渠道资源、具备在当地开展足球文化宣传的媒体资源、品牌赞助商资源等，

由于服务的特殊性及地域性导致该业务为非充分竞争业务，常奥体育作为江苏本地发展起来的专业体育赛事运营机构具备上述专业资源和能力优势，在前期深入合作的基础上较难被替代。

二、评估预测期各年度收入逐年增长的原因及合理性

标的公司管理层根据常奥体育于 2019 年初签订的昆山足球俱乐部委托运营协议合同金额 1,890 万元为基础进行保守预测（1,890 万元为该协议固定金额，协议另行约定如冲甲成功的，则将另行给予常奥体育 600 万元奖金。常奥体育目前和昆山足球俱乐部签订的五年期（2020-2025 年）合作协议亦约定，如昆山足球俱乐部冲甲成功和/或冲超成功的，则昆山足球俱乐部应向常奥体育支付奖金，奖金由双方届时另行协商），2020 年至 2023 年各年度收入预测增长率为 20%、12%、10%、2%。上述预测系结合历史服务情况及昆山市政府对足球产业及昆山足球俱乐部的支持力度综合确定的，相关预测合理谨慎，具体说明如下：

（一）2019 年除年度运营服务外存在较大金额增项服务收入，未来年度预测收入均未超过 2019 年足球俱乐部业务实际收入水平

根据已签定的合同，2019 年度常奥体育足球俱乐部运营业务全部收入为 2,769.81 万元，即由于年初签订的委托运营协议未能覆盖全年服务预算，2019 年下半年昆山足球俱乐部与常奥体育补充签订了《昆山足球俱乐部管理咨询服务协议》，合同金额 1,046 万元，采购服务内容包括球员转会及及经纪服务咨询、训练基地设计规划及品牌推广咨询服务。出于谨慎考虑，本次预测中仅以 2019 年《昆山足球俱乐部委托运营协议》合同金额 1,890 万元为基础进行保守预测（未包含冲甲奖励及冲甲后盈利提升），按照相应预测的增长率即使至 2023 年相应收入为 2,742.50 万元，亦未超过 2019 年俱乐部运营管理收入 2,769.81 万元。

（二）昆山市将不断加大对当地足球产业及昆山足球俱乐部的支持力度

2019 年 6 月亚足联宣布 2023 年亚洲杯由中国举办，北京、上海、广州等多个经济发达的大城市积极竞争 2023 年亚洲杯比赛的承办权，经亚足联与中国足球协会联合考察评估，2019 年 12 月 28 日北京、天津、上海、苏州等 10 座城市成为 2023 年亚洲杯承办城市，而昆山市将作为苏州赛区的具体承办单位，也是唯一一个获得办

赛资格的县级市，亚洲杯落地昆山充分体现了昆山市的经济实力以及昆山市对足球产业的重视及支持。

昆山作为经济高度发达的县级市，城市综合实力多年来一直排名在中国县级市的前十位，昆山市历来大力支持体育运动，多次举办高水平国际赛事，包括2016年的汤尤杯、2017年的世界女排大奖赛、2018的足球U23亚洲杯等。在足球产业支持方面，2018年昆山市委十三届五次全会作出整体指导，昆山市体育局明确提出大力推进体育基础设施建设、体育服务建设、体育产业发展、体育竞技水平、昆山足球项目发展等五个"大跨越"，进一步推进文化体育惠民三年提升工程建设，促进全市体育事业繁荣发展。根据《昆山市扶持体育职业俱乐部政策实施方案》，以群众基础较好的篮球和足球项目为重点，打造昆山足球俱乐部，力争2020年取得中国足球协会甲级联赛参赛资格。足球产业是昆山市政府重点打造的体育文化产业之一，将镇江华萨足球俱乐部迁至昆山并组建了昆山足球俱乐部，积极运营并推动昆山足球俱乐部实现冲甲、冲超是昆山市足球产业发展的切入点、立足点和目标，通过推动昆山足球俱乐部的发展来带动昆山市整体的足球产业发展，同时也为2023年亚洲杯赛事承办积累丰富的经验。根据对昆山足球俱乐部的访谈，目前昆山足球俱乐部正处于初期投入阶段，后续将继续加大对俱乐部的投入力度以实现冲甲冲超目标，未来投资预算将保持增长态势。

三、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：评估预测期各年度收入逐年增长系根据历史服务情况及昆山市政府对足球产业及昆山足球俱乐部的支持力度等因素确定，具有合理性；昆山政府需要具有专业能力的机构为其提供运营管理服务，而常奥体育具备相应能力且从俱乐部组建至运营都提供了深入的服务，具有一定的竞争优势，较难被替代，目前常奥体育已与昆山足球俱乐部签订了5年期的运营管理合同，运营期满后续约的可能性亦较大，标的公司具备持续经营能力，收益期永续稳定的相关评估假设具有合理性。此外，本次评估过程中未考虑冲甲成功后对估值的影响，仅结合2019年历史服务情况预测了基础的托管运营咨询服务收入并以此进行估值，相关评估假设谨慎。

15.问询函回复显示，2018年10月，瑞源创投、青枫云港分别以835万元、1665

万元增资取得常奥体育 1.67%和 3.33%股权，标的公司对应估值 50,000 万元，而本次重组常奥体育估值为 23,390 万元，降幅 53.22%。公司回复称主要是由于本次未约定其他上市进程、股权转让协议、强制出售等特别条款。请公司披露前次增资过程中，协议中关于其他上市进程、股权转让协议、强制出售等特别条款的具体约定，交易双方间是否存在其他利益安排。请评估师发表意见。

回复：

相较于瑞源创投、青枫云港前次增资，本次重大资产重组协议中未约定其他上市进程、股权转让协议、强制出售等特别条款，上述特殊条款导致投资具有一定债务属性，而本次收购上市公司作为战略投资者收购标的公司控股权，未来将承担投资相关风险及收益，故参考评估结果进行定价，本次估值定价公允、合理。

一、前次增资过程中，协议中关于其他上市进程、股权转让协议、强制出售等特别条款的具体约定

2018 年 4 月 18 日，青枫云港、瑞源创投与陶婷婷、常奥体育及其他股东就增资事宜签署了《关于江苏常奥体育发展有限公司之增资协议》、《关于江苏常奥体育发展有限公司之股东协议》（该两份协议以下合称“投资协议”），投资协议就常奥体育上市进程、股权转让限制、强制出售等特别权利事项的具体约定如下：

1、常奥体育上市进程约定。常奥体育在 2021 年 12 月 31 日之前向中国证券监督管理机构、上海证券交易所、深圳证券交易所（视届时法律法规及监管要求而定）、香港联合交易所等投资人认可的境内外交易所提交合格上市的上市申报文件且已被受理；常奥体育在 2022 年 12 月 31 日之前完成合格上市。如常奥体育不能完成上述上市目标的，则青枫云港、瑞源创投有权要求陶婷婷受让其持有的常奥体育全部或者部分股权。

2、股权转让限制条款。（1）除非经瑞源创投、青枫云港事先书面同意，在瑞源创投、青枫云港退出目标公司之前，常奥体育原股东不得以任何形式间接地出售、质押、抵押其持有的常奥体育股权（包括但不限于直接或间接转让其持有的常奥体育股权的任何部分，或在该股权上设定质押、收益权转让或其他权利限制）。但以原

股东的股权设置质押为常奥体育或其控股子公司融资提供担保除外；（2）瑞源创投、青枫云港有权向其关联方转让其持有的常奥体育股权，常奥体育和其他股东应采取一切必要行动配合此股权转让，包括但不限于在相关的股东会和/或董事会上通过同意瑞源创投、青枫云港转让股权的决议、放弃优先购买权及配合办理工商变更手续等。

3、强制出售条款。发生以下任一情形时，瑞源创投、青枫云港有权要求陶婷婷受让届时瑞源创投、青枫云港持有的常奥体育全部股权：

（1）常奥体育未实现前述上市目标的；（2）单个会计年度，常奥体育发生重大亏损，亏损金额超过净资产的30.00%；（3）常奥体育发生重大股权纠纷，导致目标公司股东或实际控制人发生重大变化的；（4）常奥体育或陶婷婷违反相关声明承诺的；（5）自交割日起满一年，常奥体育尚未完成其注册地址迁入江苏省常州市钟楼区辖区并完成相关的工商、税务登记的迁入迁出手续的。

就前述投资者特别权利条款，本次交易各方已在《资产购买协议》中对该等相关的条款的效力进行了特别约定，即自本协议签署及/或生效之日起，投资协议中的相关投资者特别权利条款效力终止，该等前次投资的协议条款不会构成本次交易的实质性障碍，标的资产转移不存在实质性法律障碍。

二、交易双方间是否存在其他利益安排。

根据交易双方出具的声明及核查，本次交易除交易各方签署的《资产购买协议》及上述增资过程中签署的《关于江苏常奥体育发展有限公司之增资协议》、《关于江苏常奥体育发展有限公司之股东协议》外，交易双方不存在其他与本次交易相关的协议或利益安排。

三、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：相较于瑞源创投、青枫云港前次增资，本次重大资产重组协议中未约定其他上市进程、股权转让协议、强制出售等特别条款，上述特殊条款导致投资具有一定债务属性，而本次收购上市公司作为战略投资者收购标的公司控股权，未来将承担投资相关风险及收益，故参考评估结果进行定价，本次估值定价公允、合理。除了前次增资过程中签署的协议特别条款外，不存在其他与本次

交易相关的协议或利益安排，并且《资产购买协议》生效后，《关于江苏常奥体育发展有限公司之增资协议》、《关于江苏常奥体育发展有限公司之股东协议》中的相关投资者特别权利条款效力终止，该等前次增资的协议条款不会构成本次交易的实质性障碍，标的资产转移不存在实质性法律障碍。

（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）

2020年01月17日