

**关于北京中企华咨询有限责任公司
中企华咨报字（2015）第 102 号估值报告的
核查报告**

中企华评咨字(2015)第 1412 号
(共 1 册, 第 1 册)

北京中企华资产评估有限责任公司
二〇一五年十二月十七日

目 录

核查报告	2
一、 委托方及报告使用者	2
二、 核查目的	3
三、 核查内容	3
四、 核查对象和范围	4
五、 核查程序	4
六、 核查过程	5
七、 核查结论	33
八、 特别事项说明	35
九、 核查报告使用限制说明	35
十、 核查报告日	37
核查报告附件	38

关于北京中企华咨询有限责任公司

中企华咨报字（2015）第 102 号估值报告的

核查报告

广东奥飞动漫文化股份有限公司：

北京中企华资产评估有限责任公司接受贵公司的委托，于 2015 年 12 月 10 日至 2015 年 12 月 17 日对本次交易定价涉及的《广东奥飞动漫文化股份有限公司拟收购北京四月星空网络技术有限公司涉及的北京四月星空网络技术有限公司投资价值估值报告》(中企华咨报字(2015)第 102 号)(以下简称“原估值报告、估值报告”)进行了核查，并在此基础上形成了核查报告。现将核查过程及结果汇报如下。

一、委托方及报告使用者

本次核查的委托方为：广东奥飞动漫文化股份有限公司，报告仅供委托方使用，法律、法规另有规定的除外。

委托方简介

企业名称：广东奥飞动漫文化股份有限公司

住所：广东省汕头市澄海区文冠路中段奥迪工业园

营业执照注册号：440500000004759

注册资本：1,263,880,324 元人民币

法定代表人：蔡东青

成立日期：1997 年 7 月 31 日

营业期限：长期

经营范围：制作、复制、发行：广播剧、电视剧、动画片(制作须另申报)、专题、专栏(不含时政新闻类)，综艺；设计、制作、发布、代理国内外各类广告；利用互联网经营游戏产品(含网络游戏虚拟货币发行)、动漫产品；制造、加工、销售：玩具，工艺品(不含金银首饰，数码电子产品，文具用品，塑料制品，五金制品，精

密齿轮轮箱，童车，电子游戏机，婴童用品；销售：家用电器，服装，日用百货，化工原料（危险化学品除外），塑料原料。经营本企业自产产品及相关技术的出口业务；经营本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务，电子产品，体育用品；经营本企业的进料加工和“三来一补”业务。

经过多年的发展，公司已经形成了以 IP 为核心，集动画片、电影、媒体、游戏、视频平台及社区、玩具等衍生品、教育、主题乐园等为一体的泛娱乐生态雏形。目前公司的主营业务可以分为四大板块：内容创作、媒体经营、游戏研发、消费品营销。根据公司的战略定位和盈利模式，公司以消费品销售为盈利基础，以 IP 形象为核心，构建起一条从内容创作、游戏互动、品牌授权、媒体传播到产品设计、市场营销的完整泛娱乐产业链。

二、核查目的

根据《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书（153036 号）》（以下简称“反馈意见”），就广东奥飞动漫文化股份有限公司拟收购北京四月星空网络技术有限公司事宜，对反馈意见中需评估师核查并发表明确意见的问题进行核查，出具核查报告书，对反馈意见进行回复。

三、核查内容

1、反馈问题二：申请材料显示，2014 年 3 月 15 日文化产业投资基金等通过增资或受让股权的方式成为四月星空的新股东，增资和股权转让的价格与本次交易定价差异较大。请申请人结合 2014 年 3 月四月星空增资或股权转让的定价依据、估值情况及估值方法，主要竞争对手的外部投资者入股价格或估值定价情况，市场可比交易价格、同行业可比公司的市盈率、市净率指标等，补充披露本次交易定价的公允性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

2、反馈问题十六：申请材料显示，本次重组采用收益法对四月星空的投资价值进行估值。请申请人补充披露以收益现值法对四月星空进行评估的结果与本次估值结果的差异及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

四、核查对象和范围

此次核查的对象为本次交易定价所涉及的《广东奥飞动漫文化股份有限公司拟收购北京四月星空网络技术有限公司涉及的北京四月星空网络技术有限公司投资价值估值报告》(中企华咨报字（2015）第 102 号)。核查的报告范围具体包括本次交易定价及中企华咨报字（2015）第 102 号估值报告。

五、核查程序

(一)接受委托

北京中企华资产评估有限责任公司于 2015 年 12 月接受委托，并向委托方明确了本次核查的目的及核查的范围和对象。

(二)实施各项核查工作

根据委托方委托，核查人员对本次交易定价所涉及的《广东奥飞动漫文化股份有限公司拟收购北京四月星空网络技术有限公司涉及的北京四月星空网络技术有限公司投资价值估值报告》(中企华咨报字（2015）第 102 号)进行了核查。

1.调查和分析

核查人员为了充分了解估值报告的估值背景及估值条件，对交易方案及四月星空和收购方进行了必要的调查和分析，在此基础上对估值报告进行了详细的复核。主要内容如下：

1)交易方案

2)四月星空的历史沿革、主要股东及持股比例、必要的产权和经营管理结构；

3)四月星空的资产、财务、生产经营管理状况；

4)四月星空的经营计划、发展规划和财务预测信息；

- 5)四月星空以往的股权交易情况;
- 6)交易实现后对收购方可能存在的影响及其后续商业计划;
- 7)复核原估值报告中采用的价值类型、估值方法、估值过程、作价依据、参数选取等方面的具体情况,并重点关注了原估值报告中的估值依据、方法、参数和计算过程等内容;
- 8)其他相关信息资料。

2.资料收集

核查人员根据核查项目的具体情况进行了相关资料收集,包括核查过程中从原估值机构获取的相关资料,从委托方及相关当事方获取的资料,以及直接从市场等渠道独立获取的资料等,并对收集的核查资料进行了必要分析、归纳和整理,形成核查依据。

(三)撰写核查报告

对收集的资料进行分析和汇总,进一步进行各项核查测算工作,撰写核查报告。

(四)内部审核及修改

核查报告初稿撰写完成后,评估公司根据内部审核流程对核查报告进行了内部审核。核查项目组根据内部审核意见对核查报告进行了修改完善。

(五)提交报告

2015年12月17日将正式核查报告提交委托方。

六、核查过程

(一)对反馈问题二的核查

1.本次交易价格与2014年3月四月星空增资和股权转让价格相比的合理性分析

(1)2014年3月四月星空增资和股权转让价格

2014年3月,标的公司通过股东会决议,同意增加新股东文化产业投资基金、博信优选、禾源北极光、创新方舟;同意增加注册资本至1,338.3335万元人民币,新增注册资本191.1905万元由文化产业投资基金缴纳;同意盛大网络将其持有的143.3929万元出资额转让

给文化产业投资基金、将其持有的 189.2786 万元出资额转让给博信优选、将其持有的 57.3572 万元出资额转让给禾源北极光、将其持有的 30.5905 万元出资额转让给创新方舟。该次增资和股权转让的价格均为 26.15 元/每元出资额。

(2)2014 年 3 月四月星空增资和股权转让的定价依据、估值情况及估值方法

此次增资和股权转让交易未聘请专门的估值机构或评估公司进行评估，增资和股权转让价格是交易双方基于标的公司的市场地位、竞争优势、运营能力以及动漫版权运营市场的发展前景，遵循市场交易原则协商估测确定的。

(3)本次交易价格与 2014 年 3 月四月星空增资和股权转让价格相比的合理性分析

1)近年来中国动漫市场已经发生了重大变化。2015 年被称为“中国动漫元年”，四月星空推出的国产原创科幻动画《雏蜂》于 2015 年 7 月在北京首度曝光，并成为成功登陆日本的中国动画作品；现象级电影《大圣归来》创造了中国动漫电影的票房新高，由漫画改编的电影《滚蛋吧，肿瘤君》也获得了广大观众的认同和喜爱。中国动漫市场的受众已由原来 K12 以下人群逐渐扩展到 K12 以上人群，动漫 IP 的变现能力逐渐增强，中国的动漫市场已步入了全新的阶段。

2)标的公司报告期内属于业绩成长期。报告期内，经审计的四月星空财务数据如下：

单位：元

项目	2015 年 1-6 月	2014 年度	2013 年度
营业收入	32,992,084.70	39,848,917.78	9,554,516.26
营业成本	16,104,544.35	28,939,422.62	9,139,892.85
利润总额	3,007,828.40	-20,814,729.54	-13,480,700.59
净利润	1,195,007.55	-19,177,194.50	-12,117,052.59

2014 年 3 月标的公司增资及股份转让时，公司营收规模较小且尚未实现盈利。本次交易时，有妖气已经摸索出了一条有竞争力的发展道路，即通过 UGC 模式聚集了大量的动漫作者和用户、积累了丰富的优质动漫 IP，分析用户的偏好与行为，通过大数据分析挖掘出具有商业开发价值的动漫 IP，并针对具有商业开发价值的动漫 IP 进

行动画开发以及各种形式授权，而后续以电影、游戏等形式展现也为平台与作品积累了知名度，为后续的进一步版权开发与授权提供了便利。报告期内营业收入出现大幅度增长，未来具有较强的盈利增长能力，标的公司的投资价值更加凸显。

3)估值报告中表述：根据本次估值目的，估值对象是四月星空相对于奥飞动漫的投资价值。并将该投资价值分为两个部分体现：一部分为保持目前状态下持续运营的四月星空股东全部权益价值 E1，另一部分为双方整合后、在原有经营规模之外拓展出新的市场为上市公司所带来的价值增量 E2。以上两部分的估值之和即为此次所估值的投资价值 E。

核查人员复核了本次交易方案，奥飞动漫作为明确的收购方，对于收购四月星空具有战略布局，主要考虑到 IP 资源互补、加快国际战略布局等，并对收购后的运作及盈利模式已有明确安排，对收购方来讲具有协同效应。据此，核查人员认为，本次交易定价符合投资价值相关要素，即：明确的资产（四月星空股权）、明确的投资者（奥飞动漫）、特定目的（基于奥飞动漫的战略布局）、协同效应（IP 资源互补）、投资回报水平（收购后的运作及盈利模式已有明确安排、风险可测）、评估基准日（有明确的评估基准日）、以货币表示（交易存在对价）、价值估计数额（交易需要对价数额）。

估值报告中对于交易背景等进行了分析介绍，并据此采用了投资价值的价值类型。核查人员也注意到，2014 年 3 月增资及股权转让涉及的交易对手主要是产业基金、投资基金，一般来讲，该类投资主要是财务投资，极少是出于战略股权投资，因此一般不会考虑协同价值。由此，核查人员认为针对奥飞动漫收购四月星空的估值，与 2014 年 3 月增资及股权转让时的估值，在价值类型上应该存在区别。从估值程序来看，中企华咨询接受奥飞动漫的委托进行估值，相关协同效应价值的考量主要是基于奥飞动漫的后续商业计划，未直接参考被收购方四月星空的原发展计划，从执业原则来看，维护了委托方的利益。从估值结果来看，本次估值结果大于 2014 年 3 月增资及股权转让价格，主要是考虑了协同效应。仅从四月星空的自身股东全部权益的市场价

值来看，相同口径下，本次估值为 35,910.95 万元，基准日实收资本 1338.3335 万元，折合 26.83 元/每元出资额；2014 年 3 月增资及股权转让价格为 26.15 元/每元出资额本次交易估值相较于 2014 年 3 月增资和股权转让价格略有上涨。

2.非上市动漫企业外部投资者入股价格或估值定价情况

目前，国内动漫企业主要为非上市公司，动漫市场上的投融资情况较难从公开渠道获得。通过网络查询和 wind 资讯上查询到的部分非上市动漫企业外部投资者入股价格或估值定价情况如下：

非上市动漫企业	融资时间	公司业务描述	投资方	融资金额	总估值
快乐工场文化传播有限公司 1	2014 年 5 月	网络文学改编漫画	麦顿投资	A 轮，千万级	未知
布卡漫画 2	2015 年 11 月	移动端漫画平台	景林领投，宋城演艺旗下基金宁波宋城互联网娱乐投资合伙企业(有限合伙)及君联资本跟投	B 轮，1 亿元	未知
功夫动漫 3	2015 年 7 月	集原创动漫设计、制作、推广和卡通形象授权的专业动漫运营公司	未知	B 轮，近亿元	近 6 亿
漫骆驼 4	2015 年 5 月	电影动漫周边 O2O 销售平台	洪泰基金	Pre-a 投资，近千万元	未知
童石网络 5	2015 年 11 月	动漫出版物的创作、销售，动漫 IP、动漫游戏的制作、运营及运营授权授权，手机动漫平台大角虫漫画 APP 的运营。主要业务为线下业务产品，主要是动漫出版物的创作、销售。	未知	6,004.8 万元	5.4 亿
约克动漫 5	2015 年 10 月	动漫的设计、制作、发行；游戏开发与销售	未知	4,135.59 万元	1.37 亿
崇德动漫 5	2015 年 11 月	以原创动漫为核心,以动漫衍生产品和衍生产业的运营为重点,从事动漫影视片的策划、设计、发行和动漫衍生品的开发、运营	未知	9,000 万元	4.5 亿

数据来源：

- 1、中国证券网 http://company.cnstock.com/company/scp_dsy/tcsy_rdgs/201401/2875334.htm
- 2、国家动漫产业网 http://www.dongman.gov.cn/xinwen/rongzi/201511/t20151116_1162687.htm
- 3、国家动漫产业网 http://www.dongman.gov.cn/xinwen/rongzi/201507/t20150709_1121800.htm
- 4、国家动漫产业网 http://www.dongman.gov.cn/xinwen/rongzi/201505/t20150522_1103196.htm
- 5、wind 资讯

国内动漫企业的业务发展呈多样化态势，各类动漫企业之间的主营业务情况相差较大。上述非上市动漫企业盈利模式和经营情况

与四月星空存在一定差异，其外部投资者入股目的与本次收购目的也存在较大差异，入股价格或估值情况与本次交易价格不具可比性。

另外，由于目前市场上还没有与标的公司业务及经营模式相同或类似的互联网动漫平台公司被上市公司战略收购的案例，因此，不能获得市场可比交易价格。

3.本次交易价格与同行业可比公司的市销率、市净率指标等相比的合理性分析

四月星空是原创动漫网络平台运营企业，开展以动漫版权为核心的网络漫画发表、网络动画制作、动漫版权运营等业务，行业内未有企业的业务模式与四月星空采用“动漫 UGC 平台+IP 开发+IP 授权”的业务模式完全一致，市场内没有完全可比的收购案例。而标的公司属于数字信息传播新媒体和动漫产业相结合的新兴行业，根据证监会《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），应归类为“信息传输、软件和信息技术服务业”下属“互联网和相关服务”（I64），因此选取互联网和相关服务（I64）上市公司进行类比。

本次重组所披露的报告期内，标的公司处于快速成长的阶段，仅最近一期实现了微薄盈利，因此不采用市盈率指标与上市公司进行对比，而采用市销率与市净率指标进行分析。

1)本次交易定价的市销率、市净率

标的公司的交易价格合计为 9.04 亿元，结合标的公司的资产状况与盈利能力，选用交易市销率和交易市净率指标比较分析本次交易定价的公平合理性情况如下：

项目	2015 年 6 月 30 日/ 2015 年 1-6 月份	2014 年 12 月 31 日/ 2014 年 1-12 月份
标的资产的交易价格（万元）	90,400.00	
营业收入（万元）	3,299.21	3,984.89
交易市销率	13.70	22.69
净资产（万元）	5,721.30	5,601.80
市净率	15.80	16.14

注 1：四月星空计算 2015 年 6 月 30 日的市销率使用 2015 年 1-6 月的营业收入预测的全年营业收入。

2)可比同行业上市公司的市销率、市净率

2015 年 6 月 30 日，“互联网和相关服务”（I64）上市公司中可比上市公司相对估值法下的估值情况如下：

证券代码	证券简称	2015.6.30 日收盘价 (元/股)	市净率 PB(LF)	市销率 PS(TTM)	市销率 PS(LYR)
000503.SZ	海虹控股	49.0000	34.0499	231.5111	225.7753
002095.SZ	生意宝	63.8900	33.3492	106.1208	101.1108
002174.SZ	游族网络	92.7600	25.4159	23.5480	30.3186
002315.SZ	焦点科技	96.0000	6.3790	22.9801	22.1224
002354.SZ	天神娱乐	96.9700	30.3809	39.1251	45.4585
002439.SZ	启明星辰	34.3000	19.4407	22.5679	23.8175
002467.SZ	二六三	19.4500	10.1334	20.9754	20.5422
300059.SZ	东方财富	63.0900	53.0012	120.5495	174.5717
300104.SZ	乐视网	51.7600	29.5629	12.0861	14.0473
300113.SZ	顺网科技	57.7000	15.6794	23.5013	25.9424
300226.SZ	上海钢联	81.0000	29.5731	1.2043	1.6721
300295.SZ	三六五网	115.3900	13.6184	22.1768	23.2703
300383.SZ	光环新网	97.0600	38.5604	58.5655	60.9552
300392.SZ	腾信股份	133.7400	22.3467	18.9728	20.3961
300418.SZ	昆仑万维	155.9100	18.1405	23.6198	22.5706
300431.SZ	暴风科技	307.5600	82.0169	91.3016	95.5636
300467.SZ	迅游科技	297.3000	29.6256	67.4499	66.7853
600804.SH	鹏博士	29.8600	8.3836	5.8402	5.9689
603000.SH	人民网	52.1300	11.2974	17.2365	18.1937
	平均值		26.89	48.91	52.58
	中位数		25.42	23.50	23.82
	四月星空		15.80	13.70	22.69

注 1:四月星空计算市净率时使用 2015 年 6 月 30 日的净资产来计算;

注 2: 四月星空计算市销率 PS(TTM)时使用 2015 年 1-6 月的营业收入预测的全年营业收入; 计算市销率 PS (LYR) 时使用 2014 年度的营业收入。

注 3: 以上上市公司数据来自于 Wind 资讯。

根据 2015 年 6 月 30 日的收盘价计算, “互联网和相关服务” (I64) 上市公司的市净率的平均数和中位数分别为 26.89 倍和 25.42 倍, 根据本次交易价格计算四月星空的交易市净率为 15.80 倍, 显著低于行业平均水平; 上市公司的市销率 (LYR) 的平均数和中位数分别为 52.58 倍和 23.82 倍, 根据本次交易价格计算四月星空的交易市销率 (LYR) 为 22.69 倍, 显著低于行业平均水平。

4. 核查结论

经核查, 评估机构认为, 本次交易估值高于标的资产 2014 年 3 月增资和股权转让价格, 主要是考虑了奥飞动漫收购四月星空的协同效应, 中企华咨询接受奥飞动漫的委托进行估值, 相关协同效应价值的考量主要是基于奥飞动漫的后续商业计划, 未直接参考被收购方四月星空的原发展计划, 从执业原则来看, 维护了委托方的利益。仅

从四月星空的自身股东全部权益的市场价值来看，相同口径下，本次估值为 35,910.95 万元，基准日实收资本 1338.3335 万元，折合 26.83 元/每元出资额；2014 年 3 月增资及股权转让价格为 26.15 元/每元出资额。本次交易估值相较于 2014 年 3 月增资和股权转让价格略有上涨。该估值上涨与四月星空自 2014 年 3 月后营业收入逐步增长，盈利能力增强，投资价值更加凸显基本是匹配的。

四月星空采用“动漫 UGC 平台+IP 开发+IP 授权”业务模式，行业内未有动漫企业的业务模式与四月星空完全一致，不存在市场可比交易案例；非上市动漫企业盈利模式和经营情况与四月星空存在一定差异，其外部投资者入股价格或估值情况与本次交易价格不具有可比性。根据证监会的行业分类指引，划分标的公司所属行业为“互联网和相关服务”（I64），与同行业上市公司的市净率、市销率相比，本次交易估值对应的市净率、市销率均低于行业平均水平。

（二）对反馈问题十六的核查

1. 对估值原理的核查

本次估值采用收益法。

企业估值的基本方法主要有收益法、市场法和资产基础法。

收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定估值对象价值的估值方法。收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。

市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

资产基础法，是指以被估值企业估值基准日的资产负债表为基础，合理估值企业表内及表外各项资产、负债价值，确定估值对象价值的估值方法。

市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值。企业价值估值中的市场法包括上市公司比较法和交易案例比较法。使用市场法估值的基本条件是：需要有一个较为活跃的资本、证券市场；市场案例及其与估值目标可比较的指标、参数等资料是可

以搜集并量化的。本项目的标的公司四月星空系一家互联网原创动漫平台公司，鉴于被估值单位的具体情况，在市场上很难找到与此次被估值企业相类似的上市公司，且该类公司市场上可比交易案例也很少，本次估值不具备市场法估值的条件。

资产基础法是指在合理估值企业各分项资产价值和负债的基础上确定估值对象价值的估值思路。被估值单位为轻资产公司，根据企业所处的行业和自身经营特点，资产基础法的结果无法从整体上体现出企业各项业务的综合获利能力及收购完成之后为上市公司带来的增量价值。

由于该企业的未来收益能够进行合理预测，而且收益法除综合考虑了四月星空的品牌竞争力、客户资源价值、人力资源价值、企业管理价值、技术经验价值等各项资源，以及本次收购完成后，奥飞动漫在未来若干年内因此而增加的增量现金流量。基于被估值单位的经营及资产特点及本项目的特殊性，该项目符合采用收益法进行估值的条件。

2.对估值思路的核查

核查人员采用访谈、了解四月星空和奥飞动漫各自历史经营情况、分析四月星空和奥飞动漫与四月星空合作的业务模式、对 E1、E2 的业务类型进行调查分析等方式，对本项目的估值思路进行核查。

经核查，本项目估值采用对四月星空股东全部权益价值 E1 进行测算，双方合作业务为上市公司所带来的价值增量 E2 进行测算，然后汇总作为估值结论的方式。

本次估值的价值类型为投资价值，此投资价值主要体现在两个部分，一部分为保持目前状态下持续运营的四月星空股东全部权益价值 E1，另一部分为双方整合后、在原有经营规模之外拓展出新的市场为上市公司所带来的价值增量 E2。以上两部分的估值之和即为此次估值的投资价值 E。

经核查，上述 E1 和 E2 的运营模式不同，其中：

四月星空的运营模式为平台运营和版权运营。四月星空自身的运营特点阻碍其向下游产业如电影、游戏及影视剧发展。从四月星空的

发展历史看，四月星空成立的主旨为打造中国互联网原创动漫平台。公司自成立以来，长期专注于动漫作品的积累和平台的运营，如果涉足下游产业，四月星空的经营理念必然发生改变；从四月星空的团队建设看，无论管理团队还是技术团队，四月星空的人员均围绕动漫作品的质量把控、优质 IP 的挖掘和培养以及平台的运营进行配备，下游产业对四月星空来说从未涉足，如果未来投入下游产业，公司目前配备的人员不具备下游产业的运营能力。从资金角度，下游产业的项目前期需要大量资金投入。四月星空为业务较为简单的原创动漫平台公司，公司性质决定了其目前现金流较小，在此前提下，资金规模的限制注定其无法向其下游产业发展。因此在 E1 中，除平台运营板块收入外，四月星空的电影和游戏业务基于其自身现有的发展和经营模式，主要为 IP 对外授权，获得电影和游戏的授权金收入，并分享电影票房的后续收入分成和游戏的后续游戏流水分成。其本身并不参与电影项目和游戏项目的具体投资开发。

四月星空与奥飞动漫合作业务的运营模式为 IP 的开发。奥飞动漫经过多年发展，围绕 IP 进行全产业链开发，在动画片、玩具、游戏等细分领域拥有成熟的运营团队，已形成真人剧、动画片、大电影、漫画出版、玩具衍生品、舞台剧以及其他授权商品的全产业链开发体系。从历史业绩看，其具有基于 IP 在不同细分市场进行多次开发利用、实现 IP 价值最大化的较强优势和盈利能力。因此在 E2 中，奥飞动漫与四月星空整合之后，计划积极利用四月星空的 IP 资源自身投资进行电影投资拍摄、游戏开发和剧集制作发行，结合自身的 IP 版权下游产业开发经验和国际合作资源，采用项目运作机制，产生增量现金流。

3.对 E1 和 E2 运用 IP 情况的核查

核查人员收集了被估值单位的动漫作品签约合同，梳理了正在执行的对外授权合同 E1 对 IP 的授权计划、E2 对 IP 的开发计划，并在有妖气动漫网站对 IP 动漫作品进行截图后，采用对上述资料进行梳理统计，将四月星空执行中的授权合同涉及的 IP、被授权方和未来授权、开发计划中的相同项目进行比较、对未来授权或开发计划涉及的

IP 与正在执行的签约合同涉及的 IP 进行比对，对未来授权或开发计划涉及的 IP 与动漫作品截图、动漫作品签约合同进行比对、对相关人员进行访谈等核查手段，核查在两种不同的经营模式下，E1 和 E2 的测算过程中运用 IP 的情况。

经核查，E1、E2 两部分估值测算中涉及的 IP 均与作者签署了签约合同，且 IP 未来使用的时间均在签约作品有效期内，四月星空历史运用 IP 方面，未发现四月星空截至估值基准日与奥飞动漫签署 IP 授权协议重复的现象。未来运用 IP 方面，E1、E2 两部分估值测算中涉及的 IP 也各不相同。

6.对收入和成本的核查

(1)E1 估值部分

1)网站广告收入

核查人员采用收集行业数据资料、访谈、收集合同、抽查该收入的凭证资料、收集被估值单位的网站用户、十大作品点击量、作品数量等指标的方式，对该收入的预测合理性进行核查。

■2015 年下半年预测数据的核查情况

估值报告中，预计下半年该项收入约为 280 万元。经核查，2015 年下半年的网站广告收入按照上半年收入实现情况预计。2015 年 7-10 月，四月星空已经实现网站广告收入 70 万元，与预测收入存在一定差距。

■未来年度预测依据的核查情况

估值报告中，预计 2016 年至 2020 年每年保持 10%左右的增长。

根据艾瑞咨询的 2012-2018 年我国网络广告市场规模的未来预测数据，未来年度，我国网络广告市场将保持 10%以上的增长趋势。

根据企业的该项目收入情况，2013 年、2014 年和 2015 年（全年预测数据），四月星空在网站广告板块分别实现 160.09 万元、603.47 万元和 539.61 万元，两年的复合增长率为 83.13%，大于 10%。

经分析四月星空平台的网站用户、十大作品点击量、作品数量、注册和活跃用户等与网站广告收入相关的指标，上述指标增长较快，且大于 10%。指标详情如下：

平台主要数据指标

指标	2013 年 12 月		2014 年 12 月		2015 年 10 月	
	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率
漫画作品数量（万部）	2.02		2.56	27%	3.07	20%
漫画作者数量（万人）	1.11		1.42	28%	1.72	21%
授权作品数量（万部）	1.56		2.00	28%	2.46	23%
10 大作品点击量（亿次）	59.20		93.50	58%	143.40	53%
注册用户（万人）	387.00		519.00	34%	879.00	70%
活跃用户（万人）	19.00		29.40	55%	58.40	99%

2) 阅读充值收入

■ 2015 年下半年预测数据的核查情况

估值报告中，预计下半年该项收入约为 220 万元。经核查，2015 年 7-10 月，四月星空已经实现网站广告收入 158 万元。随着公司已上线动漫作品的增加，2015 年下半年预测收入存在实现的可能性。

■ 未来年度预测依据的核查情况

估值报告中，对 2016 年及以后年度收入在上一年收入的基础上考虑一定的增长率预测，其中，预计 2016 年-2018 年增长较快，每年保持 30% 左右的增长。

根据易观智库发布的《中国移动阅读市场趋势预测 2014-2017》，中国移动阅读市场收入规模呈持续增长趋势。2014 年中国移动阅读市场收入规模达到 88.4 亿元，增幅达 41.4%，2017 年将突破 150 亿元；而 2014 年移动阅读活跃用户数达到 5.9 亿元，比 2013 年环比增长 20.9%，到 2016 年，将接近 6.9 亿元。

经分析，四月星空近 3 年的阅读充值收入持续增长。各年收入及增长率如下：

单位：元

年份	2013 年	2014 年	2015 年 1-10 月	2015 年（预测）
阅读充值收入	1,218,434.19	2,792,009.16	3,390,000.00	4,068,000.00
增长率		129%		45.7%

备注：年均增长率为几何平均增长率

根据上文的平台主要数据指标表中的数据显示，平台的用户数和平台上的作品量也在持续的增长，2013 年的平台注册用户为 387 万，而截止 2015 年 10 月，平台注册用户已经达到 879 万，增长率为 50.7%；

截止 2015 年 10 月，平台上漫画作品的数量已达到 3.07 万部，相较 2013 年全年的 2.02 部，增长率已超过 20%。

从阅读习惯看，用户端、内容端以及条漫作品带来的移动阅读体验的大幅提高，也会推动平台阅读充值收入的提高。

3)无线业务收入

■2015 年下半年预测数据的核查情况

估值报告中，预计下半年该项收入约为 66 万元。经核查，2015 年 7-10 月，四月星空已经实现收入 14 万元。2015 年下半年，公司新签署 2 份无线业务合同，合同金额分别为 150 万元和 230 万元，根据合同约定，在 2015 年末可取得收入 50 万元。结合公司正在执行的无线业务合同，2015 年下半年预测收入可以实现。

■未来年度预测依据的核查情况

估值报告中，对 2016 年收入预计为 800 万元，预计 2017 年至 2020 年保持每年约 15%左右的增长率。

2016 年无线收入构成的核查

报告期内，四月星空的无线收入主要基于运营商（特指中国移动、中国联通、中国电信）的无线网络和互联网进行传输，通过各个合作伙伴的动漫平台，向运营商客户推出的各类承载于运营商和互联网上的动漫业务及其衍生业务。

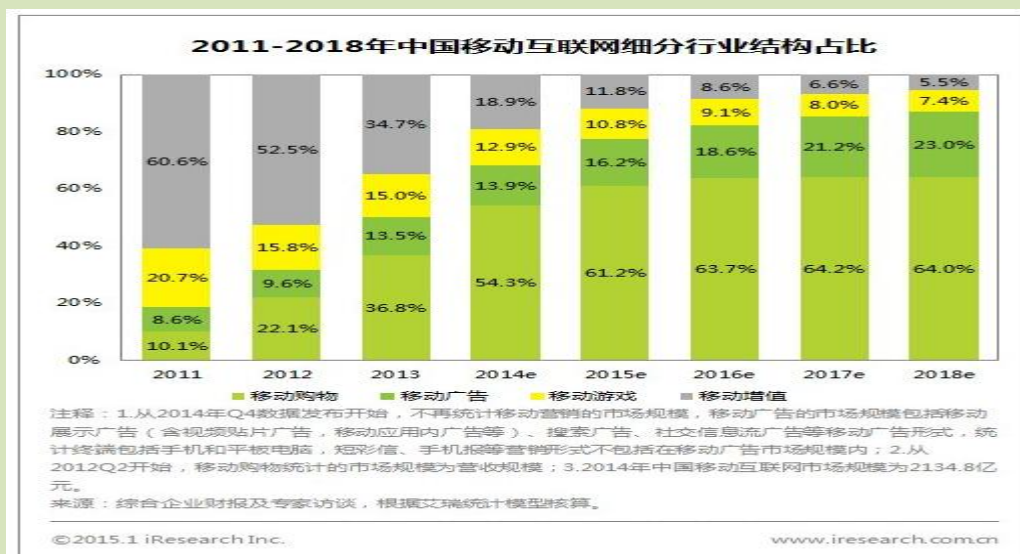
自 2014 年第四季度起，四月星空推出了有妖气的 APP 端。经过一年多的运营，有妖气的 APP 端逐渐成长，目前已经拥有了 119.35 万的月均活跃用户以及 17.21 万的日均活跃用户。四月星空已经具有了开展 APP 端广告业务的基础。根据企业的运营规划，自 2016 年起，四月星空将开展 APP 端广告业务。

存量合同的执行及新签意向合同分析

经对 2015 年下半年已签订的两项合同的核查，2016 年预计可实现超过 300 万元的收入。同时上述合同条款约定超过保底收入部分，四月星空会对超出部分享有 50%的分成。2016 年可取得一定的分成收入。

移动广告行业的分析

移动广告正在慢慢成为主流，其发展潜力大。艾瑞咨询数据如图：



从上图可见，移动广告在历史年度占比逐年增加，2015年及以后年度的占比将继续扩大。

综合移动广告的发展趋势和企业的经营规划，随着未来条漫作品的日益完善、作品知名度的提高、APP端广告业务的拓展和运营商合作的动漫业务的正常发展，四月星空预计可实现800万无线收入。

未来增长率的核查

根据艾瑞咨询对移动广告市场规模的预测数据，2014年，中国移动互联网市场规模达到115.5%的高增长率，随后增速将减缓，预计到2018年，中国移动互联网市场规模将达到1.15万亿元。图示如下：



而根据易观智库对细分行业占比数据的分析,我国的移动广告市场规模的未来预测数据如下:

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
互联网市场规模	301.20	555.20	990.70	2,134.80	3,776.00	5,966.30	8,734.10	11,466.50
移动广告占比	10.10%	22.10%	36.80%	54.30%	61.20%	63.70%	64.20%	64%
移动广告规模	30.42	122.70	364.58	1,159.20	2,310.91	3,800.53	5,607.29	7,338.56
移动广告增长率		303%	197%	218%	99%	64%	48%	31%

从上表可见,2015年以后移动广告的占比预计在60%左右,移动广告的增长率逐渐趋缓,到2018年,移动广告的增长率为31%。未来预测增长率为15%略低于行业发展趋势。

4)游戏联运收入

■2015年下半年预测数据的核查情况

估值报告中,预计下半年该项收入约为110万元。经核查,2015年7-10月,四月星空已经实现收入44万元。根据核查人员收集的资料分析,2015年下半年实现预测收入的可能性较小。

■未来年度预测依据的核查情况

估值报告中,对2016年收入预计为377万元。预计2017年至2020年保持每年10%左右的增长。

2016年预计收入的核查

经核查,四月星空于2015年3月份开始在游戏联运板块进行业务转型,即由传统的页游业务转换成手游业务的联运,预计将于2016年完成转型。

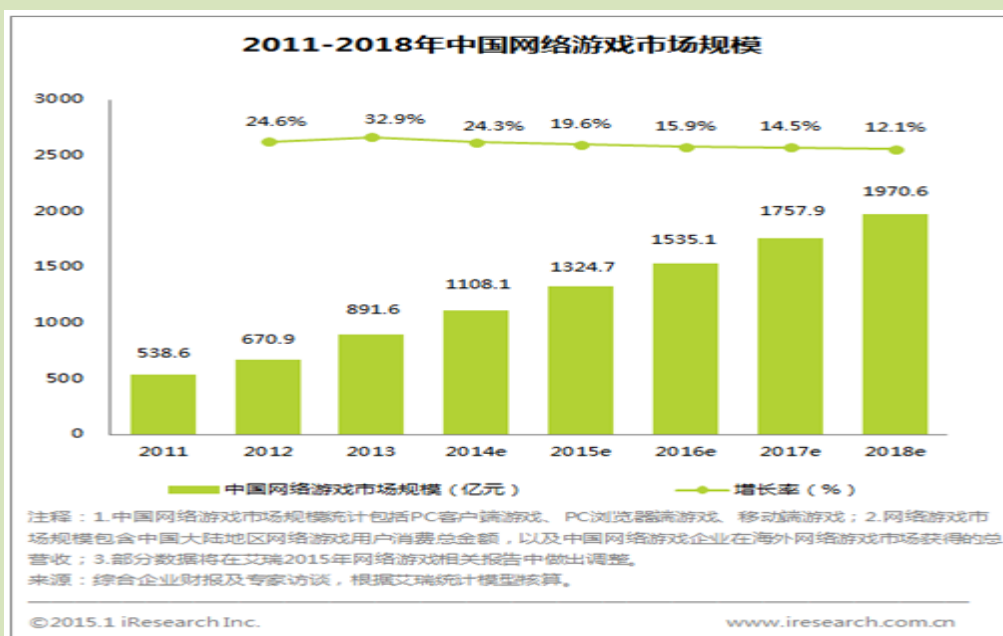
从手游行业与页游行业的发展态势看,手游业务与页游业务相比,收入的增长空间比较大。根据2014年中国游戏产业报告显示,2014年中国游戏市场整体收入达到1144.8亿元,页游为202.7亿元,占比17.7%;手游达274.9亿元,占比24%。在发展速度上,二者亦有明显的差别,页游同比增速为58.8%,而手游同比增速为144.6%。相比较于2014年的疯狂增长,2015年整个手游已经开始趋于理性,但相较于页游而言,手游仍将占据主要地位,手游的发展速度明显优于页游。

根据企业的战略,企业自2015年下半年起在游戏联运业务上开展由页游业务转向手游业务的转向,并已经完成了有妖气平台上的接

口建设工作。目前，已有一家手游的联运合同进入了合同细节的深入谈判阶段，考虑此客户的过往手游业务类型的运营能力及盈利能力，保守估计此份合同可实现 377 万元的收入。同时，考虑页游类型的游戏联运合同的存量合同，2016 年预测的游戏联运收入具有合理性。

未来增长率的核查

在未来发展趋势上，艾瑞咨询对我国网络游戏市场规模的未来预测数据如下图所示：



从上图可知，中国的网络游戏市场仍为增长阶段，但增长幅度逐年减缓。预测 2018 年的市场规模将为 12.1%。游戏联运业务 2017 年-2020 年按照 10%进行增长预测符合行业增长趋势。

5)动画片广告收入

■2015 年下半年预测数据的核查情况

估值报告中，预计下半年该项收入约为 140 万元。经核查，2015 年 7-10 月，四月星空已经实现收入 7.08 万元。2015 年下半年开始采取新的广告合作方式，由传统的广告代理转变为在公司漫画创作更新平台中推广、植入广告，以掌游天下（北京）网络科技有限公司为主的大型漫画创作及同期广告排放形式，根据核查人员收集的资料分析，2015 年下半年实现预测收入的可能性较小。

■未来年度预测依据的核查情况

估值报告中，对 2016 年收入预计为 1,600 万元。预计 2017 年增长率能够达到 50%左右，2017 年以后增长率会逐渐降低，至 2020 年增长率降至 10%。

2016 年预计收入的核查

经核查，四月星空正在就四部动画片的广告授权进行谈判，计划于 2016 年初签订合同。目前可参与广告业务的存量动画片为主要为《十冷 1》、《十冷 2》、《馒头日记》、《端脑》、《刷兵男》、《雏蜂》、《开封奇谈》等。

从行业角度来看，2015 年是动漫元年，动漫影视市场是一处亟待开发的处女地，未来随着动漫受众的主体年龄“80 后”“90 后”“00 后”成为主力大军，动漫受众的数量将增加，而在动漫影视中植入广告也会成为商家的优选。四月星空作为国内最大的原创动漫平台，在上游核心 IP 输入有着极大的优势，未来随着四月星空在动画片或动画电影方面的知名度越来越高，与四月星空合作的公司势必越来越多。在行业发展的推动下以及四月星空自身快速发展，持续大量的广告收入是可以实现的。

从四月星空以往与其他公司签订的动画片广告合同来看，四月星空在与合同对方约定广告植入费用时，主要以广告植入合作内容以及植入形式为考虑的重点，广告植入内容越多、广告内容在动画片或动画电影中出现时间越长、出现的位置越明显，都会增加合同的金额。2016 年，四月星空计划推出《十冷 2》大电影，从《十冷 1》的成功可以推断《十冷 2》大电影会吸引广大群众的关注，自然《十冷 2》大电影的广告植入费用也会很高。结合四月星空在约定广告植入费用的条款、四月星空在 2016 年的排期计划以及《十冷 2》大电影背后所潜在的巨大商机，四月星空目前在谈的动画片广告合同平均合同金额为 300 万元较为合理。

未来增长率的核查

根据企业的经营规划，自 2017 年起，四月星空将以每年不少于 5 部动画作品、每部投资不少于 600 万元的速度进行动画片开发。基于前两部优秀动画的作品的强劲势头，在国内视频行业整体维持在

40%以上增长率的情况下（2010 年网络视频行业增长率为 78%，2011 年达到近 100%，2012 年-2014 年发展速度均维持在 40%以上，预计未来还有较大发展空间），并在新的植入广告收入的推动下，四月星空的 S 级漫画题材将为公司带来不俗的动画片广告收入。因此估值报告预计的增长率较为合理，

6)动画片播放授权收入

动画片播放授权

■2015 年下半年预测数据的核查情况

估值报告中，2015 年下半年，企业无视频网站播放授权计划。2015 年 7-10 月实现收入 35 万元，为收回的以往签订的视频网站播放授权合同款项。

■未来预测数据的核查情况

根据我国动漫行业从 2009 年以来持续以 15%以上的速率高速增长，更是在 2014 年突破了 1000 亿元，《端脑》、《尸兄》、《画江湖之不良人》等作品也实现了互联网平台的高点击率、播放率，另外根据百度指数的统计，“国产动漫”的搜索量从 2014 年以来呈现急速增长，都说明了中国动漫的人气逐渐升温，彰显了中国动漫行业未来美好的前景。而从四月星空本身，精良的 IP 开发体系和和客户建立了长期紧密合作的合作关系，使其具备每年授权 5 部动画片进行视频网站播放的能力。

一般情况下，动画片打包进行播放授权的价格较低，而非打包授权的价格会较高。经核查，2014 年 5 月开始，四月星空开始试行动画片打包进行了非独家播放授权业务，截至 2015 年 1 月，四月星空对 9 部（每部约 12 集）动画片分别向腾讯、爱奇艺等 8 家视频网站进行播放授权。初步测算，上述合同授权每部动画片平均授权金（不含税）约为 38 万元，对每一网站的授权播放的授权金约为 3.2 万元，平均每集约 3000 元。

非打包授权情况下，2015 年 8 月，《雏蜂》动画片再次对幻电科技（上海）有限公司进行了非独家授权，在 Bilibili 网站进行播放。该部动画片授权金额为 18 万元，每集约为 1.5 万元。

综上，未来年度，公司仍采取以上两种方式进行动画片播放授权，按照每部动画片授权给视频网站应不少于 5 家。按照一部 12 集计算，每部动画片的授权金约为 45 万元较为合理。

电影播放授权：

■未来预测数据的核查情况

经核查，根据四月星空与上海炫动、万达影视签署的《联合投资电影协议书》（合同编号为 201405200005）中的约定：中国大陆地区非院线发行收入、电影商务合作及衍生收入（即合同金额）、电影奖项及政府奖励收入，由三方按照 1: 1: 1 的比例平均分配。因为万达将电影授权至爱奇艺平台，授权金为 500 万元，按照合同的约定，四月星空确认了 166.67 万元的收入。该授权为企业对电影授权的初步尝试，未来预计受众在视频网站付费观看的习惯逐渐形成，四月星空电影的影响力也将上升。本次估值对该业务的授权金进行了谨慎预测，较为合理。

7)游戏授权收入

■2015 年下半年预测数据的核查情况

估值报告中，2015 年下半年预计收入约 1600 万元。经核查，2015 年 7-10 月份游戏授权金收入约为 1255 万元，差异为 345 万元。公司尚有正在洽谈但尚未签订的授权合同，从总体收入实现情况看，2015 年下半年预测收入具有可实现性。

■未来预测数据的核查情况

估值报告中，2016 年及以后，四月星空至少能够对外授权 4 部 IP，每年保持对外授权的数量为 4 部，单部授权金为 500 万元，2017 年-2020 年单部授权金保守预计每年上涨 10%，

根据企业 IP 的存量历史的游戏授权情况核查，四月星空具备每年对外授权 4 部 IP 的能力。

经核查行业数据，随着下游手游业务的快速发展，不同质量的 IP 资源对游戏流水的贡献度的差距会越来越大，未来游戏厂商对于优质 IP 的的抢夺也会越来越激烈，单部授权金的金额会有大幅上升趋势。近日，腾讯旗下 IP 产品《尸兄》售出了 5000 万元的授权金，这

是目前为止国内最高的 IP 授权金，而该 IP 的漫画的点击量突破 30 亿，相当于有妖气平台的 S 级作品；在 China joy 举行期间，盛大文学旗下的 6 部文学作品的手游改编版权累计拍卖的价格也达到了 2800 万元，平均每部的授权金在 450 万元左右（<http://www.kejixun.com/article/201409/70111.html>），而从业内认知来看，漫画 IP 的授权金要远高于文学 IP 的授权金。未来随着国家越来越重视正版 IP，漫画 IP 的价格仍会攀升。在 2016 年-2018 年手游行业保守估计仍会保持会 50% 以上增长率的情况下，IP 价值也会随着手游行业对于 IP 的需求增大而产生价格上涨

经核查公司以往合同签订情况，公司于 2014 年就曾与掌趣科技签订《镇魂街》的游戏授权合同，合同授权金为 450 万元，2015 年，与深圳市云海情天签订的《虎 X 鹤》的 H5 手游授权合同授权金也签订为 450 万元。

综上，上述预测数据较为合理。

8) 游戏分成收入

■ 2015 年下半年预测数据的核查情况

估值报告中，2015 年下半年预计收入约 180 万元。经核查，2015 年 7-10 月份收入约为 267 万元。已超过 2015 年下半年预测收入。

■ 未来预测数据的核查情况

经核查，估值报告中 2016 年单部游戏分成收入保守预计为 1200 万元，2017-2020 年单部授权金保守预计每年上涨 10%。

经核查，按照游戏流水进行游戏授权的收益分成是行业惯例。而游戏流水与 IP 的内容、游戏公司的开发和运营能力直接相关。

根据游戏行业的流水统计，一般 TOP20 的游戏年流水基本都超过了 4 亿元，平均为 8.7 亿元。

2014年中国移动游戏产品流水Top20

排名	游戏名称	流水 (亿元)	研发商	排名	游戏名称	流水 (亿元)	研发商
1	刀塔传奇	21.6	莉莉丝	11	天天飞车	6.5	腾讯
2	天天酷跑	19.6	腾讯	12	天天炫斗	5.5	腾讯
3	雷霆战机	16	爱乐游	13	海岛奇兵	4.2	Supercell
4	放开那三国	15.1	巴别时代	14	神武	4.5	广州多益
5	时空猎人	12.3	广州银汉	15	天天爱消除	4.4	腾讯
6	全民飞机大战	12	腾讯	16	苍穹之剑	4.2	蓝港互动
7	我叫MT系列	9.5	乐动卓越	17	天龙八部3D	4.1	畅游
8	部落冲突	9.2	Supercell	18	神魔	4.0	广州银汉
9	秦时明月系列	6.9	骏梦/畅游	19	格斗江湖	3.9	广州新游
10	捕鱼达人系列	6.8	触控科技	20	魔力宝贝	3.8	完美世界

四月星空具有提供符合游戏业务的 IP 的能力。经核查，四月星空平台拥有 3 万多部漫画，丰富的 IP 资源。近年来 IP 版权运营的火热和粉丝效应的加强，也直接推动了基于 IP 改编的游戏的火热；同时，四月星空拥有独特的数据分析系统，可以根据吐槽量、投票量等来筛选出适合开发各种题材类型游戏的精品 IP，能够保证游戏题材内容符合游戏玩家们需求偏好。公司积极和各大游戏运营商加强多类型的合作和开发，保证了游戏的开发平台和渠道，四月星空的这些优势使得公司有能力推出行业领先的精品游戏。

四月星空的游戏分成收入预测过程中考虑了游戏 50% 的开发成功率，四月星空的游戏年流水约为 1.2 亿元。结合公司签订的游戏授权合同，一般分成率约为 10%，因而，一款游戏的年分成收入约为 1200 万元。

从公司已有的数据来看，2015 年上半年，四月星空与蓝港在线合作的《十冷》手游（2015 年 3 月 16 日正式上线），游戏流水分成率为 5%。《十冷》手游在上线 1 天内便进入中国区 iPhone 游戏类畅销榜 TOP15，单日充值流水破 357 万元。四月星空从《十冷》中获得的月度流水分成大概为 400-500 万元，上线 8 个月给公司带来的分成收入约为 1171 万元，预计全年将带来 1700 万的分成收入。《十万个冷笑话》作为公司的 S 级漫画之一，网站和 APP 端点击量总和超过 20 亿，而相类似点击量的《黑瞳》、《端脑》、《日渐崩坏的世界》等点击量也都超过 10 亿；根据有妖气的漫画榜单，《端脑》、《黑瞳》、《镇魂街》、《妖神记》、《神明之胃》等最近的热度也远远超过《十万个冷笑话》。另外从题材类型的角度来说，《端脑》、《维

蜂》、《镇魂街》等，相较于《十冷》的题材都更适合游戏的开发。根据公司以往签订的游戏授权改编合同，一般分成率较《十冷》要高，通常独家游戏改编授权的分成收入为总流水的 10%，或者与合作方按各自 50%的比例对游戏扣除渠道分成后的游戏收益进行分配，而《十冷》游戏的运营收入分成比例为扣除渠道费后的 8%，约为总流水的 5%。另一方面，不同题材类型的游戏，一般来说，游戏的流水收入也不相同，如卡牌类、竞技类游戏都较高。因而，《十冷》游戏的收入代表公司推出的游戏收入的中上水平，根据《十冷》游戏 8 个月 1,171 万元的收入来估计的话，1,200 万元的游戏收入预测较为合理。

2017 年-2020 年单部授权金保守预计每年上涨 10%，符合行业发展趋势。

9)其他版权收入

■2015 年下半年预测数据的核查情况

估值报告中，2015 年下半年能够实现约 1200 万元收入。

经核查，2015 年下半年按照已有合同预计收入。2015 年 7-10 月已实现 640 万元收入，合同剩余收入将在年底或 2016 年收回。未来年度的本项目及其他项目预测均未包含上述合同额。

10)动画电影版权收入

■2015 年下半年预测数据的核查情况

2015 年下半年，企业无动画电影版权收入计划。

■未来预测数据的核查情况

估值报告中，四月星空动画电影采取以纯 IP 参与投资的方式，不以现金投资。票房收入扣除院线分成等成本（约为 60%）后，四月星空分成 10%；四月星空分成后的剩余部分扣除合作方投资成本后若还有盈余，四月星空再分成 40%。

经核查，根据 Wind 资讯数据，国产影片在分成比例上，制片方获得 38-43%，发行方获得 4-6%，院线获得 3-7%，影院获得 50-52%。

历史上四月星空仅与上海炫动、万达影视在联合投资电影协议书中，四月星空作为 IP 授权方，可以获取中国大陆地区院线发行收入的 10%作为电影改编权及摄制权授权费，其中：

中国大陆地区院线发行收入=票房净收入×发行方分成比例；

票房净收入=票房收入-国家电影事业发展专项资金-税金及附加；

国家电影事业发展专项资金=票房收入×5%；

增值税及附加按照现行税法标准，增值税不超过 6%，即增值税约为票房收入的 5.66%（ $5.66\%=6\%/1.06$ ）。

发行方的分账比例以发行方与各院线及影院分账比例不低于 40%；（根据 Wind 数据，制作方和发行方的分成比例在 38%-43%之间，改比例属于较合理水平）。

综上，中国大陆地区院线发行收入应不低于票房收入的 35.74%。而合同约定：四月星空作为 IP 的授权方，收取中国大陆地区院线发行收入的 10%作为电影改编权及摄制权授权费，即四月星空可获取总票房 3.574%的分成（ $3.574\%=35.74\%\times 10\%$ ）。

另外，中国大陆地区院线发行收入部分在扣除电影制作费用、电影宣发费、审查超支费、四月星空的电影改编权及摄制权授权费之后的剩余部分，四月星空可获取剩余部分的 50%。

同时，合同中还约定对于中国大陆地区非院线发行收入、海外地区发行收入、电影商务合作及衍生收入、电影获奖及政府奖励收入，由三方按照 1:1:1 的比例平均分配，非院线发行权为发行权中除院线发行放映权外的其他权利，包括但不限于信息网络传播权、广播权、音像制品出版权等权利。《十万个冷笑话》为四月星空对 IP 开发为电影以及电影播放授权的初次尝试，该类业务尚处积累经验阶段，在收入分成比例上处于弱势，未来随着四月星空在优质 IP 改编动画电影方面的优势更加凸显。根据 wind 数据，从目前行业产业链上下游分成以及制片等成本来讲，四月星空提供了优质 IP，并参与动画电影前期推广（原创 IP 连载动画等形式），从动画电影改编中至少可以获得总票房的 3.5%的收入（未考虑中国大陆地区院线发行

收入部分在扣除电影制作费用、电影宣发费、审查超支费、四月星空的电影改编权及摄制权授权费之后的剩余部分)。未来随着四月星空在 IP 端话语权的增强,分成比例有望增强。

综上,上述未来年度收入分成比例具有合理性。

11)真人电影版权收入

■2015 年下半年预测数据的核查情况

2015 年下半年,企业无该项目收入计划。

■未来预测数据的核查情况

估值报告中,预测初期,单部电影授权金约为 300 万元,每年按照 5%的比例上涨,预测后期,单部电影授权金约为 500 万元,之后每年按照 5%的比例上涨。票房分成收入为票房收入扣除院线分成等成本后的净收益的 3%,院线分成等成本约为票房收入的 60%。

未来收入分成

经核查,四月星空新近拟签订的合同约定,合同对方给予四月星空 200 万授权金,后续根据授权作品电影项目发行收入[包括但不限于电影发行收入(包括中国大陆地区院线发行收入、中国大陆地区非院线发行收入、海外地区发行收入)、电影商务合作及衍生收入、电影获奖及政府奖励收入等]的 5%给予四月星空分成,作为合同对方授权作品真人电影改编权、摄制权的独家使用授权费用。此外,四月星空在授权收入约定上是没有授权金,直接按总票房收入的 3%分成作为授权收入(其中,票房净收入=票房收入-国家电影事业发展专项资金-增值税及附加)。根据 Wind 资讯数据,国产影片在分成比例上,制片方获得 38-43%,发行方获得 4-6%,院线获得 3-7%,影院获得 50-52%,参考这些数据,四月星空作为版权授予方从真人电影收入中获得总票房的 2-3%(40%*5%),或者净票房的 5%属于合理的范围。

授权金价格

四月星空作为国内最大的原创动漫平台,具有独特的 UGC 运营模式,确保作者与用户的互动,创造出符合读者(用户)口味的优质 IP。四月星空对外授权优质 IP 改编成动画电影,在广大观众中取得

不错的反响，2014 年，四月星空与万达合作的动画电影《十万个冷笑话》仅半日票房就突破了千万，上映 24 天（至 2015 年 1 月 23 日）票房达到近 1.2 亿元，成为 2015 开年票房黑马。《十万个冷笑话》大电影的成功为四月星空以后对外 IP 电影改编授权开了先河，同时也与上海炫动传播股份有限公司、万达影视传媒有限公司等形成良好的合作关系，为以后真人电影改编的顺利进展奠定基础。根据四月星空“有妖气”平台上用户对原创动漫的吐槽量、收藏量和讨论量可以看出，除了《十万个冷笑话》以外，四月星空还拥有《端脑》《镇魂街》《雏蜂》等优质 IP，四月星空计划在 2017 年以后每年推出 5 部动画片，这些动画片的推出将提高四月星空的知名度，增加四月星空优质 IP 的溢价水平。此外，随着动漫影视市场的繁荣，动漫作品向 K12 以上扩散以及动漫受众增加，未来动漫影视的票房也会上升。虽然单部 IP 授权金由 300 万元增加到 500 万元，增长率为 66.7%，但相对影视票房来讲，200 万元的增加额并不是很大。

12)消费品授权及品牌合作收入

■2015 年下半年预测数据的核查情况

估值报告中，2015 年下半年能够实现约 100 万元收入。

经核查，2015 年 7-10 月已实现 134 万元收入，已超过下半年预测收入。

■未来预测数据的核查情况

估值报告中，预计 2017 年及 2018 年收入增长率为 50%，2019 年及 2020 年保持每年 20% 的增长。

经核查，今年以来，国内《十万个冷笑话》、《雏蜂》、《大圣归来》、《捉妖记》、《巴拉啦小魔仙之魔箭公主》等多部电影吸足了众人眼球，带火了国产动漫 IP。随着中国动漫精品 IP 源源不断地产出，全民娱乐时代的粉丝经济大爆发，动漫形象的授权价值在国内将会滚雪球般不断增值与放大。据《中国动漫产业发展报告（2014）》统计，2014 年，中国的动漫产业总产值已达到 1000 亿元，其中动漫衍生品的规模达到 316 亿元，并在逐年跨越式增长。动漫品牌授权是动漫产业重要的收入来源，在国外，米老鼠每年授权收入可达 18 亿

22.5 亿美元；日本动漫形象皮卡丘仅日本国内每年的版权收入就有 1000 亿日元。数据显示，2014 年，我国品牌授权市场规模为 61.4 亿美元，占全球品牌授权市场规模的 2.5%。在亚洲排名第二，仅次于日本。其中，以动漫为主的形象授权市场规模为 34.2 亿美元，占中国授权市场的 55.6%。中国的动漫消费市场人数达到了 2.2 亿，泛二次元用户高达 1.6 亿，而其中核心用户有 5940 万之多。未来用户的基数还会从核心的用户扩展到更加广泛的二次元用户群体，动漫衍生品产品的市场潜力巨大。四月星空计划将通过不断增加和优化 IP 合作方，在各类品牌授权的合作中加速产品的迭代/增加产品的类别、规范运营以及专业化旗下品牌的营销。基于行业的市场规模、增长速度以及四月星空的经营计划，上述增长比率较为合理。

13)哇呀咖啡店铺收入

■2015 年下半年预测数据的核查情况

估值报告中，2015 年下半年预测收入为 18 万元。经核查，2015 年 7-10 月已实现 16 万元收入，下半年预测收入具有可实现性。

■未来预测数据的核查情况

估值报告中，店铺的毛利率为 20%

经核查，同行业可比上市公司餐饮服务毛利率为 35.74%。就个别可比公司来说，毛利率为 30%以上，如下表：

上市公司	股票代码	年份	毛利率
西安饮食	000721.SZ	2014	32.86%
康师傅控股	0322.HK	2014	30.50%

注：西安饮食数据来源：<http://stock.huagu.com/f10/000721/notices/6599762.html>

康师傅控股数据来源：中金公司-康师傅控股研究报告

根据同行业可比餐饮行业上市公司毛利率的情况，本次估值预测哇呀咖啡 20%的毛利率是较为合理。

14)2015 年预测收入的实现情况

2015 年下半年收入预测与截止 10 月份实际收入情况对比

单位：万元

业务项目	下半年估值预测收入	7-10 月实际收入	差额
网站广告	280.00	70.00	210.00

业务项目	下半年估值预测收入	7-10 月实际收入	差额
网站阅读充值	220.00	158.00	62.00
无线业务	66.00	14.00	52.00
站内娱乐(游戏联运)	110.00	44.00	66.00
动画片广告	140.00	7.08	132.92
动画版权销售		35.00	-35.00
游戏授权	1,600.00	1,255.00	345.00
游戏分成	180.00	267.00	-87.00
其他版权销售	1,200.00	640.00	560.00
消费品授权&品牌合作	100.00	134.00	-34.00
店铺-哇呀咖啡	18.00	16.00	2.00
合计	3,914.00	2,640.08	1,273.92

15) 营业成本

核查人员采用收集成本发生的账目、采购合同、抽查财务凭证资料、访谈和数据整理分析等手段，了解各项成本的构成内容、与各项业务收入的相关性和匹配性，对估值报告中营业成本的预测进行了核查，并重点关注了成本预测的充分和完整性。经核查，各项成本的预测较为充分，未发现少计成本现象。

2.E2 估值部分应收集资料

1) 电影增量收入

■ 电影开发计划

估值报告中，电影票房的范围为 3.3-17.5 亿元。

经核查，在电影行业的单片票房上，国产片票房过亿的电影由 2009 年的 9 部增至 2014 年的 36 部，增幅达到 300%，这反映了优质影片的供给在持续增加。

在开发主体方面，奥飞动漫具备打造良好票房电影的能力。根据奥飞动漫的历史开发和运作电影的经验，其已推出多部票房可观的系列动画电影，与各大院线已建立良好关系，并成立奥飞影业，拥有行业专业人才，行业经验和众多资源可以实现电影的高排片，同时利用战略投资提升影片质量，利用国外先进理念，提升市场竞争力，其目前拥有受市场认可的 IP 众多，市场目标群体向 K12 以上进一步扩大。

■投资额与票房的关系

估值报告中，票房按照总投资额的 2-3.5 倍进行预测。

经核查，通过对 2010 年-2014 年国内电影投资额与票房收入的数据分析，投资额与预计票房不一定是线性关系，一般电影票房是其总投资额的 4-7 倍，但由于本次预测考虑到电影上映票房无法达到预期的风险，按照总投资额的 2-3.5 倍进行预测。

■电影票房分成

估值报告中，预测上述电影收入为电影票房分成的 35%。

经核查，《广电总局电影局关于促进电影制片发行放映协调发展的指导意见》规定，电影院对于影片首轮放映的分账比例原则上不超过 50%。上述分成比例在该政策范围内。

■其他收入的比例

估值报告中，预测电影的其他收入为电影票房分成的 15%。

经核查，该收入包括电影发行后产生的电视版权收入、新媒体发行收入、片前广告收入、植入广告收入、赞助收益等。根据奥飞动漫的积累的业务经验，以及行业惯例，上述收入一般占到票房分成收入的 15%-20%。本次预测按照 15% 的比率预测电影相关的其他收入具有合理性。

2) 电视剧、网络剧增量收入

■电视剧、网络剧的制作和发行计划

估值报告中，奥飞动漫并购四月星空后，面向传统电视台，提供新型周播影视内容。

经核查，奥飞动漫在电视剧和网络剧方面具有制作和发行的能力。奥飞旗下子公司-奥飞多屏传媒是以 IP 为战略方向，以制作为核心优势的多屏影视内容公司。基于奥飞集团的渠道优势和资源优势，奥飞多屏在包括电影、电视剧、网络剧、电视节目、广告宣传片等视频内容的投资与制作领域，形成独创品牌。奥飞多屏传媒与滕华涛、陆川、张嘉佳、于正等众多一线制作人、导演、编剧，以及韩国原版电视节目《Running Man》团队、内地知名网络剧《屌丝男士》等原班团队达成深度合作；同时，奥飞动漫公司在电影、电视剧、网络剧、

电视节目、动漫等领域不断开发新 IP 和模式，打造一流团队，拓展市场空间，并计划尝试将电视、网络产品向海外推介。

■电视剧、网络剧的收入

估值报告中未显示收入的测算依据。

经核查，根据同行业影视制作公司的经营数据分析，其投资收入与项目投资额的比例一般在 2 倍，本次预测考虑到电视剧改编失败的风险，按照投资额的 1.4 倍预测预计收入。

■电视剧、网络剧的毛利率

估值报告中，电视剧毛利率按照 40% 确定，网络剧的毛利率按照 20% 确定。

经核查，根据 wind 行业数据和同行业公司经营情况分析，电视剧整体毛利率一般为 40% 以上。网络剧的毛利率较电视剧略低。但本次估值网络剧的毛利率更加谨慎地考虑了网络剧的不确定性。

3) 游戏增量收入

■游戏开发计划

估值报告中，双方合作的未来年度游戏开发数量为每年 2-5 部。

经核查，奥飞动漫具有开发游戏的能力。在游戏方面，2013 年斥资收购方寸科技与爱乐游后，2014 年，奥飞动漫斥资亿元收购客户端网络游戏公司广州市三乐信息科技有限公司（三乐公司）和 Dreamspace Interactive Entertainment Corporation（Dreamspace）的股权。三乐公司主要从事大型客户端网络游戏的开发、制作和发行，是国内最知名的原创网游公司之一，拥有国内顶尖的技术开发团队，包括国内 IT 业界的知名人士和网络游戏行业的精英人才。而 Waystar 公司主营业务是投资控股及独家代理三乐公司游戏在海外的发行和销售，且向三乐公司提供技术支持。通过投资整合行业内优秀的客户端网络游戏开发团队，奥飞动漫更好地发挥了动漫文化企业的优势，形成产业优势互补，并努力将游戏推向国际化，极大提高动漫文化产业的变现能力。

■收入与投入的比例

估值报告中，预测未来三年总收入约为投入的 5 倍。

经核查，奥飞动漫并购四月星空后，双方将选择适合做游戏的 IP 进行投资和开发、上线运作，并利用奥飞动漫的游戏运营和推广团队，适时向海外推行国产游戏。根据奥飞动漫的近期年报数据，其业务收入与成本的比例约为 5 倍。

■收入回收的阶段

估值报告中，将本次预测的游戏业务的收入阶段分为三段，每一段的收入占游戏总收入的 60%、30%和 10%。

经核查，游戏业务收入一般以游戏流水为基础计算。根据游戏业务的一般规律，手游的收入时间较短，而页游的收入时间相对手游会较长，而随着游戏的维护和不断升级，其总体收入的回收时间也会有一定的延长。游戏业务的收入阶段一般为发展期、成熟期和淘汰期三个阶段，但在发展期也会很快吸引玩家而使得该阶段收入较其他阶段高，而游戏的寿命一般为 1-2 年（不含淘汰期）。本次预测当年投入的游戏将于次年上线，通常上线后的前 1-3 个月为内测期，收入较少，而进入淘汰期后游戏仍会运营一段时间，这段时间的收入占比很少。结合游戏平均寿命及上述游戏业务收入规律上述阶段收取游戏收入具有合理性。

4)增量营业成本

核查人员对各增量业务的成本构成、成本计入的充分性和合理性进行了了解和分析核查。采用、访谈和数据收集整理分析等手段，了解各项成本的构成内容及与各项业务收入的相关性和匹配性，对估值报告中营业成本的预测进行了核查，并重点关注了运用 IP 的作者分成部分的计入成本预测的充分和完整性。经核查，各项成本的预测较为充分，未发现少计成本现象。

七、核查结论

（一）反馈问题二的核查结论

经核查，评估机构认为，本次交易估值高于标的资产 2014 年 3 月增资和股权转让价格，主要是考虑了奥飞动漫收购四月星空的协同效应，中企华咨询接受奥飞动漫的委托进行估值，相关协同效应

价值的考量主要是基于奥飞动漫的后续商业计划，未直接参考被收购方四月星空的原发展计划，从执业原则来看，维护了委托方的利益。仅从四月星空的自身股东全部权益的市场价值来看，相同口径下，本次估值为 35,910.95 万元，基准日实收资本 1338.3335 万元，折合 26.83 元/每元出资额；2014 年 3 月增资及股权转让价格为 26.15 元/每元出资额本次交易估值相较于 2014 年 3 月增资和股权转让价格略有上涨。该估值上涨与四月星空自 2014 年 3 月后营业收入逐步增长，盈利能力增强，投资价值更加凸显基本是匹配的。

四月星空采用“动漫 UGC 平台+IP 开发+IP 授权”业务模式，行业内未有动漫企业的业务模式与四月星空完全一致，不存在市场可比交易案例；非上市动漫企业盈利模式和经营情况与四月星空存在一定差异，其外部投资者入股价格或估值情况与本次交易价格不具有可比性。根据证监会的行业分类指引，划分标的公司所属行业为“互联网和相关服务”（I64），与同行业上市公司的市净率、市销率相比，本次交易估值对应的市净率、市销率均低于行业平均水平。

（二）反馈问题十六的核查结论

经核查，评估机构认为，根据本次重组的目的，本次估值不仅关注标的公司未来的盈利能力，也考虑双方整合后，通过拓展新的市场和商业机会，协同发展，为上市公司所带来的增量价值，从而对标的公司相对于上市公司的特定投资价值进行估值。对于同一对象，在同一评估或估值目的下，评估机构和估值机构同样使用收益现值法，在评估或估值依据合理的前提下，采用自由现金流量折现模型和增量现金流量折现模型对投资价值进行评估和估值，结果是趋同的，两者不存在差异。中企华评估对本次估值的估值原理、估值思路、估值过程中对 IP 的运用和收入、成本的估值依据和过程等方面进行核查后认为：E1 部分按照四月星空于基准日实际经营模式，财务核算体系及现有经营规模，对未来年度收益进行了预测，根据截止核查日的收入情况，总体来讲，2015 年预测收入具有可实现性，未来收益预测总体上符合行业发展状况，估值结果具有合理性；E2 部分考虑收购四月星空后对奥飞动漫的协同效应，参照委托方奥飞动

漫收购四月星空后的商业计划进行估值，核查人员对奥飞动漫相关负责人进行了访谈，了解了后续商业计划的可行性，认为估值结果反映了奥飞动漫收购四月星空带来的协同价值。

综上所述，核查人员认为，估值结果反映了奥飞动漫作为明确的收购方，战略性收购四月星空的特定投资价值。

八、特别事项说明

以下为在核查过程中已发现可能影响核查结论但非核查人员执业水平和能力所能评定估算的有关事项(包括但不限于):

(一)核查结论是北京中企华资产评估有限责任公司出具的，受具体参加本次项目的核查人员的执业水平和能力的影响。核查报告的使用各方应关注本核查报告中所揭示的特别事项等内容。

(二)由被核查单位、委托方管理层及其有关人员提供的与核查相关的合同、原估值报告及其他有关资料，是编制本报告的基础。被核查单位、委托方管理层及其相关当事人应对其提供的以上核查原始资料的真实性、合法性和完整性负责。

(三)对企业存在的可能影响核查结论的瑕疵事项，在委托方委托时未作特殊说明而核查人员已履行核查程序仍无法获知的情况下，评估机构及核查人员不承担相关责任。

(四)本核查报告仅对《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书（153036 号）》涉及的第二项和第十六项反馈意见做出核查并出具核查结论。

九、核查报告使用限制说明

(一)本核查报告只能用于核查报告载明的核查目的和用途；

(二)本核查报告只能由核查报告载明的核查报告使用者使用；

(三)本核查报告的全部或者部分内容被摘抄、引用或者被披露于公开媒体，需核查机构审阅相关内容，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外；

(四)本核查报告经注册资产评估师签字、评估机构盖章后方可正式使用；

(五)本核查报告所揭示的核查结论仅对核查报告中描述的核查内容有效，核查结论使用有效期为自核查基准日起一年。

十、核查报告日

本核查报告提出日期为 2015 年 12 月 17 日。

法定代表人： 权 忠 光

注册资产评估师： 江叔宝

注册资产评估师： 王斌录

北京中企华资产评估有限责任公司

二〇一五年十二月十七日

核查报告附件

附件一、《广东奥飞动漫文化股份有限公司拟收购北京四月星空网络技术有限公司涉及的北京四月星空网络技术有限公司投资价值估值报告》(中企华咨报字（2015）第 102 号)

附件二、广东奥飞动漫文化股份有限公司及北京四月星空网络技术有限公司营业执照复印件

附件三、评估机构营业执照和资格证书复印件