

北京中企华资产评估有限责任公司

关于

宋城演艺发展股份有限公司

发行股份购买资产

一次反馈意见

之

核查意见

北京中企华资产评估有限责任公司
二〇一五年六月

北京中企华资产评估有限责任公司根据中国证监会第 150689 号文《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的要求，就本次重组事宜相关问题予以核查，现答复如下：

一、《一次反馈意见通知书》第 25 题：申请材料显示，本次交易以收益法评估作价，截至评估基准日 2014 年 12 月 31 日，六间房净资产账面价值 3,778.40 万元，收益法评估值为 261,398.31 万元，增值率 6,818.24%。请你公司结合主要竞争对手及市场可比交易的市盈率、市净率水平，补充披露六间房收益法评估增值率较高的原因及本次交易作价的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）六间房收益法评估增值率较高的原因

北京六间房科技有限公司是一家互联网演艺平台公司，具有“轻资产”的特点，其固定资产投资相对较小，账面值不高。

北京六间房的股东曾为北京六间房在境外上市而搭建了境内自然人通过境外公司返程投资的股权结构（以下简称“VIE 架构”），通过北京太阳庄科技有限公司协议控制北京六间房。其作为该架构下的业务实体（即“可变利益实体”），历史年度经营所得的利润均转移至北京太阳庄科技有限公司中，导致基准日时账面值偏低。

同时企业账面值仅反映了各项资产的取得成本，企业的主要价值除了固定资产、营运资金等有形资源之外，也应考虑企业所享受的各项优惠政策、服务能力、研发能力、人才团队、品牌优势等重要的无形资源。收益法不仅完全体现各个单项资产组合对整个公司的贡献，也完全衡量各单项资产间的互相匹配和有机组合因素可能产生出来的整合效应，收益法中所包含的企业获利能力反映了企业所有环境因素和内部条件共同作用的结果。

收益法从企业获利能力的角度对未来企业经营所得现金流进行折现，从而来计算其企业价值，而北京六间房拥有较强的盈利能力，从而导致收益法评估值增值率较高。

(二) 主要竞争对手及市场可比交易的市盈率、市净率水平分析

北京六间房的主要竞争对手为欢聚时代 (YY) 及天鸽互动 (9158), 其中 YY 为美股上市公司, 9158 为港股上市公司。其市盈率、市净率水平如下:

证券代码	证券简称	2014 年市盈率	市净率
Nasdaq:YY	YY	21.80	8.25
HK:01980	天鸽互动	-47.92	2.47

注: 欢聚时代 (YY)、天鸽互动 (9158) PE 及 PB 以 2014 年 12 月 31 日的股价/2014 年年报净利润 (净资产)。

由于 A 股相对美股、港股有较大的溢价率, 整体估值体系 A 股估值时高于美股、港股。如比较 YY、9158 的市盈率、市净率较不合理。

由于互联网演艺行业在资本市场没有足够的可比较案例, 而游戏行业的行业特性相对其他子行业与互联网演艺行业较为相近且市场上有足够可比较案例。同时北京六间房业务运营依靠演艺平台开展, 故游戏行业中以平台为主的公司更为可比。

故本次参考游戏行业中游戏平台公司近期的市场案例来进行对比分析。

近几年来上市公司收购游戏平台类标的公司的估值水平如下表所示:

上市公司	收购的标的公司	标的公司主要经营内容	评估基准日	交易价格	基准日后一年市盈率	基准日市净率
浙报传媒	杭州边锋 100% 股权	边锋游戏平台	2011/12/31	29.08	16.29	21.42
	上海浩方 100% 股权	浩方游戏平台	2011/12/31	2.92	21.94	5.57
顺荣股份	三七玩 60% 股权	37 玩网页游戏平台	2013/7/31	19.2	11.71	23.44
中文传媒	智明星通 100% 股权	游戏平台、游戏制作及网站导航	2014/3/31	26.6	13.17	26.35
平均					15.78	19.20

本次交易标的评估值按 2015 年预测净利润对应的市盈率为 17.54 倍, 略高于上述收购案例的平均值, 由于上述收购案例中部分公司同时具有开发及平台内容, 而北京六间房的盈利均来自于平台, 在一定程度上平台所具有的增长潜力要大于内容

制作，同时基于互联网演艺行业未来市场规模的大幅度增加以及标的公司作为行业内领先的公司，其未来发展具有很大的空间和潜力。故本次标的公司所对应的市盈率水平是合理的。

本次交易标的所对应的市净率为 69 倍，高于上述收购案例的均值，主要原因是标的公司作为 VIE 架构下的业务实体，历史年度经营所得的利润均转移至其协议控制体中，导致基准日时账面值偏低，使得市净率偏高。但考虑到六间房较高的净资产收益率，本次交易的定价具有合理性。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师认为：本次收益法评估结果增值较高以及交易作价是合理的。

二、《一次反馈意见通知书》第 26 题：申请材料显示，宋城集团在过桥收购中，以 16.12 亿元收购北京太阳庄 100% 股权及六间房 62% 股权，其中就六间房 62% 股权部分支付股权转让款 0.124 亿元。同时，根据本次交易收益法评估结果，六间房 62% 股权作价为 16.21 亿元。请你公司补充披露两次交易作价依据，产生差异的原因及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）两次交易作价的依据

1、两次交易实际是一个交易的两个步骤

上市公司及宋城集团收购标的公司之前，标的公司系处于 VIE 架构控制下的可变利益实体且存在多方境外投资机构，境外投资机构拆除 VIE 架构的限制较多且给予本公司实施收购的时间（即协议签署时间至交割时间）较短。为促成本次交易，宋城集团作为过桥资金提供方参与收购，并在上市公司本次交易前先行收购了标的公司 VIE 架构下的控制实体北京太阳庄 100% 股权和标的公司六间房 62% 股权（以下简称“宋城集团过桥收购”）；宋城集团过桥收购完成后，本次交易中本公司拟通过现金支付及发行股份购买资产的方式向宋城集团所持六间房 62% 股权和刘岩等 8 名自然人股东所持六间房 38% 股权。因此，宋城集团过桥收购交易和上市公司本次发行股份购买资产交易是上市公司收购标的公司交易的两个步骤，具体如下：

(1) 本次评估时，考虑到标的公司 VIE 架构的特殊性及 VIE 架构拆除预期，收益法预测采用合并口径数据，合并数据由北京太阳庄经营业务视同整个业务单元纳入北京六间房的模拟数据以及评估基准日时视同北京六间房全资子公司的北京乐橙时代科技有限公司、保定六间房科技有限公司组成；采用收益法评估后的六间房的净资产（全部股东权益）价值为 261,398.31 万元。

(2) 经交易各方友好协商，宋城集团、刘岩等 8 名自然人股东等各方向于 2015 年 2 月 7 日签署《股权收购协议》，约定宋城集团过桥交易中目标公司（即拆除 VIE 架构前六间房及其 VIE 架构下的关联企业北京太阳庄、保定六间房和北京乐橙）整体估值 26 亿元。

(3) 宋城集团过桥收购完成、六间房 VIE 架构拆除后，依据前述评估结果，宋城演艺与六间房管理层股东及宋城集团于 2015 年 3 月 17 日签署《发行股份及支付现金购买资产协议》，约定六间房 100% 股权定价为 26 亿元，经宋城集团为完成第一步交易所涉及的资金成本及已享有益调整，六间房 100% 股权定价约为 26.02 亿元。

宋城集团过桥收购完成后，标的公司的 VIE 控制协议已解除，北京太阳庄已与六间房签署《资产转让协议》，北京太阳庄将除货币资金及现金等价物之外的经营性资产、负债、业务转让给北京六间房并转移相关人员，保定六间房、北京乐橙已成为六间房的全资子公司；同时，六间房的股东结构已还原完毕，即管理层股东持有 38% 股权、宋城集团持有 62% 股权；即，六间房其 100% 权益包含的资产权益与中企华评估报告收益法预测的合并范围（包括六间房、北京太阳庄、北京乐橙和保定六间房的全部经营业务）一致，因此上市公司本次交易的估值与宋城集团过桥交易中目标公司整体估值是基本一致且合理的。

2、两次交易中六间房 62% 股权具体定价差异及原因

(1) 宋城集团过桥收购交易中六间房 62% 定价及其原因

宋城集团过桥收购交易时，标的公司 VIE 架构尚未解除，过桥收购交易的主要目的是由宋城集团提供过桥资金先行购买目标公司 62% 权益，从而拆除标的公司的

VIE架构。因此，宋城集团过桥收购交易作价16.12亿元（即26亿元整体估值的62%）。

从交易结构上，该过桥收购的交易结构为宋城集团收购开曼公司直接持有的北京太阳庄100%股权，向境外支付收购对价并解除VIE控制协议，同时收购标的公司六间房62%股权以还原拆除VIE架构后标的公司的实际股权结构。因此，宋城集团过桥交易中的对两个标的北京太阳庄100%股权和六间房62%的收购系一揽子交易；考虑到过桥收购时VIE架构尚未拆除，目标公司的权益价值主要体现在VIE架构的WFOE北京太阳庄，宋城集团收购六间房62%股权系还原过桥收购后六间房的实际股权结构且截至2014年12月31日六间房账面净资产低于注册资本，因此宋城集团从开曼公司受让北京太阳庄100%股权的所支付的股权转让款为15.996亿元，宋城集团受让六间房62%股权按照六间房注册资本2000万元确定，交易定价为0.124亿元，该两个标的作价合计16.12亿元。

（2）本次交易的定价

上市公司本次交易系在宋城集团过桥收购基础上，收购VIE架构拆除完成后的标的公司六间房100%股权。如前所述，本次交易的作价依据与宋城集团过桥交易中目标公司整体估值的作价依据一致，约定六间房100%股权定价为26亿元，经宋城集团为完成第一步交易所涉及的资金成本及已享有益调整，六间房100%股权定价约为26.02亿元，则六间房62%股权定价16.21亿元。

3、两次交易中六间房62%股权具体定价差异的合理性

综上，宋城集团过桥收购交易中的收购北京太阳庄100%股权和六间房62%股权系一揽子交易，目标公司整体估值与上市公司本次交易收购六间房股权的估值是基本一致的（后者经权益调整）；其中宋城集团过桥收购交易中，六间房62%股权作价与上市公司本次收购依据收益法评估结果六间房62%股权作价存在差异，系由于宋城集团过桥收购交易一揽子交易的整体交易结构所决定。

（二）评估师核查意见

经核查，评估师认为：宋城集团过桥收购交易和上市公司本次收购六间房股权实际是一个交易的两个步骤，宋城集团过桥收购交易中对目标公司的整体估值与上

市公司本次收购六间房股权的估值是基本一致的，不存在本质差异；其中宋城集团过桥收购交易中，收购北京太阳庄 100%股权和六间房 62%股权系一揽子交易，六间房 62%股权作价与上市公司本次收购依据收益法评估结果六间房 62%股权作价不一致，系由于宋城集团过桥收购交易一揽子交易的整体交易结构所决定，两次交易的作价是合理的。

三、《一次反馈意见通知书》第 28 题：申请材料显示，六间房收益法评估中预测 2015-2018 年全年月平均 ARPU 值分别为 709.01 元、718.18 元、718.89 元、716.74 元。请你公司：1) 结合六间房 ARPU 值的历史波动情况及发展趋势，补充披露收益法评估中 ARPU 值选取的计算依据、考虑因素及合理性。2) 量化并补充披露 ARPU 值变动对六间房盈利能力的影响。3) 就 ARPU 值变动对六间房评估值的影响程度作敏感性分析，并提示风险。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

(一) 北京六间房历史年度 ARPU 值波动情况及本次评估时考虑因素等分析

1. 2013 年-2014 年月 ARPU 值如下图：

金额单位：元

月份	2013/1	2013/2	2013/3	2013/4	2013/5	2013/6	2013/7	2013/8	2013/9	2013/10	2013/11	2013/12	年平均
ARPU 值	687	728	805	758	748	701	700	668	631	599	635	630	685
月份	2014/1	2014/2	2014/3	2014/4	2014/5	2014/6	2014/7	2014/8	2014/9	2014/10	2014/11	2014/12	年平均
ARPU 值	708	658	759	735	710	668	714	727	695	670	685	712	703

从上图可以看出，北京六间房互联网演艺平台每个月 ARPU 值波动较大，从全年的平均值来看，2013 年全年月平均 ARPU 值为 685 元，2014 年为 703 元，2014 年相比 2013 年略有上升，增长率为 2.66%。

2. 本次评估中 ARPU 值选取的计算依据、考虑因素

无论从历史年度数据来看也好，还是从实际角度出发来看也好，ARPU 值在每个月都会发生变化，假期因素、节日因素等均会较大的影响 ARPU 值，故本次评估时主要从年度平均 ARPU 值的角度出发，来对标的公司互联网演艺平台 ARPU 值进行把握。

从标的公司历史年度来看，尽管每月的 ARPU 值均在波动，但年度平均 ARPU 值呈上升趋势。而互联网演艺平台用户在平台间的转换成本较高，使得付费用户的稳

定性较好。同时付费用户中深度用户比例较高。六间房互联网演艺平台的社区特性也决定了用户的高 ARPU 值特点。

从本次评估时未来年度预测的全年月平均 ARPU 值来看，未来年度的复合增长率（2015 年-2018 年分别为 0.87%、1.29%、0.1%及-0.3%）均小于 2014 年的复合增长率（2.66%），同时在 2018 年还略微进行了下降预测。相比历史数据，本次评估对 ARPU 值的预测也是较为谨慎的。

（二）ARPU 值变动对六间房盈利能力及评估值的影响

年平均 ARPU 值增长率 变动量	2015 年预测利润数(万 元)	预测利润数变 动率	评估值(万 元)	评估值变 动率
5%	16,284	9%	300,863.95	15%
3%	15,732	6%	284,865.68	9%
0%	14,903	0%	261,398.31	0%
-3%	14,074	-6%	238,561.26	-9%
-5%	13,521	-9%	223,683.92	-14%

注：上表中年平均 ARPU 值波动对评估值影响的敏感性分析仅是假设 ARPU 波动，但付费用户数等其他影响因素不变的理论匡算数。

从上表可以看出，在不考虑其他因素的情况下，ARPU 值对盈利能力及评估值的影响较大。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师认为本次收益法评估中 ARPU 值的选取是合理的；同时在不考虑其他因素的情况下，ARPU 值变动对标的公司的盈利能力及评估值的影响较大。

四、《一次反馈意见通知书》第 29 题：申请材料显示，互联网演艺行业市场化程度较高，行业竞争激烈；六间房业务模式存在被潜在竞争者复制的风险。我国社交视频行业 2015-2017 年市场规模预计环比增加 37.2%、34.3%及 33.8%；收益法评估中预测六间房 2015-2017 年互联网演艺运营收入增长率分别为 56.09%、42.04%、27.39%。请你公司结合互联网演艺行业前景、市场竞争、业务发展瓶颈、六间房的核心竞争力、业务转型及风险应对措施、报告期经营业绩、主要竞争对手未来预期等情况，补充披露六间房营业收入预测的合理性及对本次交易估值的影响。请独立

财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）北京六间房所处行业分析

互联网演艺行业以互联网为传播渠道，而根据中国互联网络信息中心（CNNIC）统计，2005年至2014年，中国互联网网民由11,100万人增加至64,875万人，年复合增长率达到21.8%，网民普及率由2005年的8.5%上升至2014年的47.9%。根据国务院《“宽带中国”战略及实施方案》，预计到2015年固定宽带家庭普及率达到50%，到2020年固定宽带家庭普及率达到70%。中国互联网网民的人数还将持续增长。

随着国内网民规模的持续扩大，互联网用户的需求早已不仅仅是获取信息，而是变得更加多元化与个性化，网民对于内容的多媒体性、互动性、时效性等属性需求越来越高。据中国互联网络信息中心发布的《第34次中国互联网络发展状况统计报告》中的统计数据显示，互联网普及率为46.9%，其中网络音乐的用户规模已达到4.88亿，使用率达77.2%，半年增长率为7.6%；网络视频的用户规模为4.39亿，使用率为69.4%，半年增长率达2.5%。可见，我国网民对于网络娱乐的需求还在不断增加。

在用户的多元化需求以及企业打造全娱乐产业链的推动下，互动娱乐成为在线娱乐更深层次的发展行业。同时，伴随着人们可支配收入的提高，娱乐消费支出加大。

在此背景下，中国互联网演艺平台陆续诞生。2005年天鸽的9158聚乐网正式上线，2006年呱呱涉足视频互动领域，2008年呱呱视频社区开始公司化运作，2009年六间房由视频网站开始向互联网演艺平台转型，2010年我秀正式上线，2012年YY推出视频互动服务功能，随后众多互联网娱乐平台开始涉足互联网演艺，如酷狗推出“酷狗繁星网”，优酷推出“来疯”视频直播平台，网易推出“BOBO娱乐”等，互联网演艺平台进入了快速发展期，竞争愈演愈烈。

根据艾瑞最新数据，2014年中国互联网演艺平台行业市场规模达到54.3亿元，较2013年环比上升49.2%。2015年中国社交视频社区行业市场规模预计将达到77.7亿元，2016年将突破百亿。未来几年，社交视频行业的市场规模将保持每年30%以上的增长速度。互联网演艺行业拥有极其庞大的市场发展潜力。

（二）标的公司所属行业竞争情况分析

1、六间房的主要竞争对手情况

六间房在互联网演艺行业内的主要竞争对手包括欢聚时代，天鸽互动等。

（1）欢聚时代

欢聚时代的核心业务包括YY语音、多玩游戏和YY音乐，其中YY音乐运营互联网演艺平台业务，主要提供在线直播的音乐表演服务。YY音乐产品模式以电台模式为主，以语音传输为主；视频服务则以演播室为单位，多人群聊互动模式。YY音乐是由原游戏公会的用户和机制变革演化而来。除互联网演艺平台业务之外，YY也积极开展游戏直播、在线教育等其他业务形态。欢聚时代已于2012年11月在美国纳斯达克上市。

（2）天鸽互动

天鸽互动成立于2005年，旗下主要产品有9158、新浪秀、新浪UC、微秀和第九视频等一系列互联网演艺平台产品。自成立以来，陆续推出9158视频社区、多多游戏等多个互联网演艺平台。2010年，天鸽互动与新浪合作，为其代运营新浪秀场。近期，天鸽互动在移动端也有所布局，除了将原有的视频平台推广到移动端之外，还开发了移动端APP新浪好声音等应用产品。天鸽互动已于2014年7月在香港主板上市。

根据公开披露及行业报告信息，六间房与YY和9158的相关比较分析如下：

	六间房	欢聚时代（YY）	天鸽互动
互联网演艺业务模式	网页端形式；以主播为主要的内容提供方	客户端形式；以主播为主要的内容提供方；	客户端形式；以主播和用户为主要的内容提供方；
市场定位	主打草根明星的互联网演艺平台	定位在线音乐视频表演服务	面向2线至4线城市18-30岁之间用户的视

			频社区
市场份额-按用户支出额 ¹	11.6%	23.1%	33.9%
市场份额-按用户渗透率 ²	35.1%	49.2%	12.0%
应用产品	网页端互联网演艺平台, www.6.cn	主要为 YY 客户端, 同时运营网页端	主要为 9158 客户端, 同时运营网页端
主要经营指标 - 月活跃用户 (万人) ³	2,414.9	11,740.0 (YY 整体业务, 未披露 YY 音乐数据)	1,580.0
主要经营指标 - 月付费用户 (万人) ⁴	6.6	149.3 (YY 音乐数据)	39.8
主要经营指标 - ARPU (元) ⁵	712	453	143

注 1: 2013 年按用户支出额划分中国实时社交视频社区市场份额, 数据来源: 天鸽互动香港上市招股说明书;

注 2: 2014 年各主要互联网演艺平台企业的用户渗透率, 数据来源: 艾瑞研究《2015 年中国互联网演艺平台发展研究报告》;

注 3: 六间房为 2014 年 12 月月活跃用户数, YY、天鸽互动以 2014 年四季度月活跃用户平均数统计;

注 4: 六间房为 2014 年 12 月月消费用户数, YY 音乐以 2014 年四季度付费用户数进行统计, 天鸽互动以 2014 年四季度月付费用户平均数进行统计;

注 5: 六间房为 2014 年 12 月 ARPU 值, YY 音乐以 2014 年四季度的 YY 音乐收益除以该期间的付费用户数计算得出; 天鸽互动以 2014 年前三个月的月均收益除以该期间的平均月度付费用户人数计算得出。由于各企业披露的数据统计口径并不一致, 此外 YY 音乐业务形式包含游戏直播等人均付费较低的演艺内容, 且天鸽互动以经销商分成后的收入计算 ARPU, 因此各企业披露的 ARPU 值存在较大差异。

针对用户体验, 根据艾瑞研究发布的《2013 年中国社交视频行业发展研究报告》, 用户对六间房最满意之处为视频交流清晰性及流畅性, 这与六间房承载了视频网站的技术和内容优势是密不可分的, 其次则是内容的多样性、娱乐性; 而 YY 和 9158 用户的最满意之处为频道娱乐性。从整体情况来看, 用户对六间房的服务满意度较高。

2013 年中国主要社交视频网站/软件的品牌满意度排名

	六间房	YY	9158
画面清晰性	1	5	7
视频/语音流畅性	2	2	5
频道娱乐性	3	1	1
频道多样性	4	3	9
音质	5	4	4
主播多才多艺	6	7	8
主播能说会道	7	6	3
与主播的互动性	8	8	2
主播长的漂亮	9	9	6

（三）标的公司业务发展瓶颈、业务转型及风险应对措施

从公司所属行业来看，互联网演艺行业正处于高速发展期。

从公司个体来看，其与游戏公司不同，游戏公司由于每款游戏均具备生命周期，一款或几款游戏的好坏将直接影响游戏公司的发展。而对互联网演艺平台来说，主播或表演者可能会存在一定的演艺生命周期，但互联网演艺平台作为演艺的载体，其平台上的主播会不断地更新替代，且单个主播给平台带来的收益占比十分微小，主播的更替或退出等情况不会对平台的运营产生明显的影响。

公司主营业务不存在明显的周期性波动，从根本上来说其发展瓶颈主要为互联网网络的发展速度以及民众对互联网演艺的接受程度。结合行业发展预期以及公司近几年来发展态势，其业务发展瓶颈尚未出现。

根据互联网演艺行业发展趋势，标的公司做为该行业内的领军企业之一，具有很强的竞争优势，短时间内不会出现较大的业务转型。但同时由于互联网行业技术及形式的日新月异，其必须投入较大的人力物力在产品优化、技术更新等方面，以保持其在行业内的领先地位。

（四）标的公司的核心竞争力

1、具有市场领先地位的互联网演艺平台网站，拥有领先规模和品牌优势

六间房运营的互联网演艺平台并不是简单的互联网平台，而是一个社交网络，具有很强的网络外部性。作为互联网演艺平台的先行者，六间房已积累了大量的主播和用户，长期运营积累的管理制度和运营经验有效地促进生态系统中的各个角色

的巧妙融合，推动主播与用户规模的持续增长，使得主播与用户形成相互吸引、相互促进的正反馈循环。目前，六间房凭借优质的主播资源和大量的用户积累已经形成了规模优势和品牌优势。

六间房是以 2014 年平均月度活跃用户数统计的中国最大的互联网演艺平台网站。六间房互联网演艺平台的参与人数和互动程度不断上升。截至报告期末，六间房拥有签约主播 5 万多名，月活跃用户超过 2,400 万人，2014 年 12 月平均每天视频直播时长超过 37,000 小时。以 2014 年平均月度活跃用户数统计，六间房是目前中国最大的互联网演艺平台网站。

2、基于视频直播的互联网演艺产品的先行者和行业标准的制定者之一

不同于互联网门户、电子商务、在线视频等互联网业务，基于视频直播的互联网演艺平台是少数诞生于中国本土的原创模式。六间房作为基于视频直播的互联网演艺产品的先行者，制定了最早期的产品和运营规则，被行业广泛采用并沿用至今，包括社区角色关系的设定、虚拟货币发行和流通规则、用户成长体系、主播等级和签约制度等运营规则，以及房间功能模块的配置、礼物表情的呈现方式、内容管理和监测流程、视频直播的码率规格、直播视频的加速分发方式等技术、产品和内容监管流程的市场标准。

随着互联网用户的更新迭代，互联网演艺平台需要不断地发展升级，六间房基于其积累的行业经验和制定的行业标准，将在未来产品和服务的演进中奠定明显的先发优势。

3、对用户需求精准把握的互联网演艺平台产品

基于在互联网演艺行业的长期积累，六间房形成了以用户体验为核心、以关系链价值挖掘为目的的产品设计理念。通过对主播和用户需求的精准把握，六间房致力于打造主播与用户、用户与用户之间的强互动关系。六间房互联网演艺平台简洁而时尚的页面布局为客户提供了良好的视觉体验；炫酷礼物特效、弹幕、主播装扮系统等功能设置丰富了主播和用户的娱乐消费选项。六间房通过不断的产品更新，深挖主播和用户的需求，不断提升关系链的商业价值。六间房通过互联网演艺平台

这一产品将“实时聊天”、“在线视频直播”、“虚拟物品互赠”三大社交元素有机结合，提供给用户极致的产品体验。

六间房互联网演艺平台为用户提供超过 500 种的虚拟物品选择，每日在六间房平台交换的礼物超过 1,000 万件。作为用户互动的基础要素，这些虚拟物品拥有不同的审美和赠送价值、具备合理的价格跨度，各类用户可根据需要进行购买消费。根据用户的累计消费金额，六间房给予不同的财富等级，根据财富等级用户可以按次序显示在演播室界面中。多样的虚拟物品和多层次的虚拟用户特权的设计丰富了用户的消费选择、提升了用户的消费体验，形成了六间房独特且成功的盈利模式。

4、对行业有着深刻理解、经验丰富的管理团队

公司管理团队具有丰富的行业经验，以创始人刘岩为核心的核心管理成员大多拥有 15 年以上互联网或 IT 领域的从业经历，对互联网尤其是互联网演艺行业的政策把握、行业趋势判断、整合运营资源方面尤为善长。公司管理团队建立了扁平化的管理运营体系、科学的产品开发流程、行之有效的内部人才选拔、培训、淘汰机制，打造了一支精干、高素质的研发、产品和运营队伍，屡次获得业界知名机构颁发的奖项，为公司长期发展奠定了基础。

5、均衡而可靠的生态系统

以演艺和社交为纽带，以主播、用户、代理、星探、家族及军团等元素，六间房已经形成了一个均衡而可靠的生态系统。

经过长期的运营实践积累，六间房制定了一整套管理制度和规则，包含主播签约规则、星探政策、充值代理制度等，明确了生态系统各参与方的权利、义务及收益安排，能够充分而有效地促进各参与方在生态系统中的巧妙融合，推动主播与用户规模的持续增长，使得主播与用户形成相互吸引、相互促进的正反馈循环。

6、突出的技术优势

公司核心技术团队来自中国第一批互联网优秀企业，技术优势突出：

①实时社交：六间房平台关注主播和用户、用户和用户、主播和主播等不同生态角色之间的社交关系建立，并采用文字、礼物、用户组织等方式支撑社交关系的形成。实时在线社交要求六间房提供优秀的网络负载、同步等技术，才能使用户体验达到最佳效果。以一个典型的场景为例，用户赠送虚拟礼物给主播，主播口头和文字回复感谢用户。以上的行为可能发生在几秒钟时间内，但需要多项技术应用支撑。首先，主播的画面、声音必须严格同步传输，给用户现场直播的观看体验；其次，用户的礼物实时送达给主播；再次，主播的文字回复与画面和声音同步反馈。只有具备深厚的技术储备，才能在互联网环境下实现多媒体实时社交。六间房每天支持数以亿计类似场景，使用体验深受用户好评。

②在线交易系统：六间房拥有行业最复杂的交易系统之一。与同行业主流的“用户向主播赠送”这一单向交易的模式相比，六间房支持全部社区角色间的虚拟物品交易。通过这个机制，六间房的社区生态活跃度维持在较高水平，最终体现为社区规模的不断增长。为此，六间房建立了实时、多向、高并发的交易处理系统，保证用户在复杂的社交场景下均可以无障碍、准确地实现虚拟物品的交换行为。

六间房的强大技术能力保障了用户观看直播视频的体验和通过互联网演艺平台进行社交的消费体验；六间房开发的实时消息传输系统及低延迟、低带宽、高音乐质量的多人语音聊天系统能够兼容大多数主流浏览器、手机开发平台，故而能最大程度适应各类型用户的需求。此外，六间房拥有市场上唯一兼容 Windows8 和 Flash 的虚拟视频技术。总的来说，在互联网演艺平台的技术开发方面，六间房处于行业的领先地位。

7、严密的内容监控和审核体系

六间房拥有完善且严密的内容监控和审核体系，由六间房专业审核体系和用户自我监管体系两部分构成。在演播室中，一旦某主播或用户出现违反六间房相关制度及规则、违反国家相关法律法规的行为，六间房审核团队的人员有权对该主播或用户采取警告、踢出聊天室，中断视频直播等处罚措施，与此同时，主播和负有监管义务的用户也负责监控其网络演播室的内容。该内容监控和审核体系为用户提供一个安全可靠的环境，能够维持用户之间良好互动关系并促进的健康发展。

在六间房上述核心竞争力之外，本次交易完成后，六间房将与宋城演艺搭建起线上线下打通的 O2O 互动娱乐生态体系，六间房将借助宋城演艺的线下娱乐内容资源和平台优势，进一步加强自身在产品、管理和技术方面的竞争力。

（五）报告期内六间房的经营业绩情况

六间房自正式开展互联网演艺平台业务以来，经营业绩持续增长，2013 年-2014 年业务增长情况如下表所示：

金额单位：万元

项目	2013 年	较前一年增长率	2013 年行业市场规模增长率	2014 年	较前一年增长率	2014 年行业市场规模增长率
营业收入	28,061.03	60%	51.3%	44,632.20	59%	47%
利润总额	4,092.89			7,651.55	87%	

注 1：上表数据中，2014 年利润总额中剔除了股份支付的影响。同时其对所得税的影响，故采用利润总额的数据进行对比。

注 2：由于 2012 年的数据未经审计，故 2013 年利润数据不予对比。

从上表可以看出，六间房的营业收入保持着很高的增长幅度，并且增长幅度大于行业市场规模增长率。六间房不仅拥有作为互联网演艺平台先驱的优势，同时其网页端的优势也较为明显，其增长幅度超过行业市场规模增长幅度的比例逐年提高。

从 2014 年对于 2013 年营业收入及利润总额的增长比例也可以看出，利润总额增长幅度远大于营业收入增长幅度，说明其具有很强的盈利能力。

（六）标的公司预测期增长的合理性

目前，互联网演艺主要分为客户端互联网演艺、网页端互联网演艺。由于互联网演艺行业的特性，网页端能够为用户的观看和互动提供更便利的平台，基于 PC 客户端开展互联网演艺的业务模式面临一定挑战，活跃用户、注册用户数量增速已经开始放缓；网页端以其使用的便捷性和用户体验的流畅性，得到了更多用户的青睐，活跃用户、充值数据等保持高速增长。而标的公司作为最早的网页端互联网演艺公司，无论在技术积累、用户体验、用户数量等方面都处于领先的地位。

根据艾瑞数据，2013-2014 年中国社交视频行业市场规模环比增长分别为 55% 及 49.2%。而标的公司北京六间房 2013 年-2014 年收入规模环比增长分别为 64%及 59.4%。可见，北京六间房的发展速度均超过行业整体发展速度，尤其是 2014 年后，由于其演艺平台网页端的优势逐渐体现，其增长幅度已远远超过行业增长幅度。

而从艾瑞的研究数据来看，我国社交视频行业 2015-2017 年市场规模预计环比增加分别为 43.1%、40.2%及 35.7%。根据北京六间房在该行业内的地位及网页端平台的优势，其未来年度的收入增长趋势预计也将继续超过行业整体增长。

同时根据中国互联网发展趋势来看，作为互联网演艺行业生命基础的互联网网民规模还将持续扩大（根据国务院《“宽带中国”战略及实施方案》，预计到 2015 年固定宽带家庭普及率达到 50%，到 2020 年固定宽带家庭普及率达到 70%），而服务于满足用户最直接、最基本需求的互联网演艺平台在越来越广泛的被知晓、了解、熟悉、接受并参与之后，其生命力也将越来越强。保守预计，互联网演艺行业在 2020 年前均将保持稳定增长。同时结合该行业作为平台载体的特点，可以预见该行业在高速增长期后会持续稳定发展。

故本评估机构认为，本次评估时，对于标的公司营业收入的预测是合理的。

（七）营业收入变动对评估值的影响

营业收入增长率变动量	评估值（万元）	评估值变动率
5%	300,863.95	15%
3%	284,865.68	9%
0%	261,398.31	0%
-3%	238,561.26	-9%
-5%	223,683.92	-14%

从上表可以看出，营业收入变动对评估值影响较大。

（八）评估师核查意见

经核查，评估师认为：本次北京六间房营业收入的预测是合理的，其对于评估值的影响较大。

五、《一次反馈意见通知书》第 30 题：申请材料显示，六间房主营业务成本中表演者与社区角色劳务成本占比约 80%。受市场竞争和新进入者带来的压力影响，

六间房存在未来成本和费用不断上升的风险。本次收益法评估中，预测未来年度六间房的毛利率、净利率均大于报告期水平。请你公司结合表演者与社区角色分成比例、市场竞争、业务宣传推广支出、成本费用归集等情况，补充披露收益法评估未来年度毛利率、净利率预测的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

(一) 历史年度及预测年度毛利率、期间费用率对比及分析

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
毛利率	51.51%	51.82%	52.48%	53.51%	54.07%	54.71%
销售费用率	23.47%	21.90%	19.51%	19.98%	19.88%	19.74%
管理费用率	10.43%	11.78%	7.89%	8.42%	8.52%	7.79%
营业利润率	15.35%	18.50%	24.89%	24.85%	25.40%	26.90%

注1：上述2013年-2014年数据中均扣除了已剥离的上海梦获相关业务的影响；

注2：2014年数据中已扣除股份支付影响；

注3：考虑到2014年有股份支付影响，故采用营业利润率指标对比；

从上表可以看出，历史年度毛利率呈上升趋势，销售费用率呈下降趋势，而管理费用由于受到六间房海外上市公司中介费用的影响，导致2014年管理费用率有所提高，若扣除中介费用的影响，2014年较2013年管理费用率也呈下降趋势。上述因素影响下，2014年营业利润率较2013年上升较大。

1. 成本、期间费用组成情况

1) 主营成本组成情况

历史主营业务成本清单见下表：

金额单位：人民币元

项目	2013年度	2014年
服务器托管费用	18,885,410.87	23,988,233.74
折旧及摊销	3,857,030.89	5,043,034.27
工资及福利	6,563,356.43	8,686,620.01
表演者与社区角色劳务	102,341,305.64	172,391,927.23
其他	452,492.70	617,554.63

项目	2013 年度	2014 年
第三方平台费用	2,461,737.78	3,347,205.73
游戏分成	1,636,938.53	2,377,001.55
合计	136,198,272.84	216,451,577.16

2) 销售费用组成情况

历史销售费用清单见下表:

金额单位: 人民币元

项 目	2013 年度	2014 年度
代理销售	33,120,330.00	53,014,494.77
推广费	21,117,222.22	26,936,170.28
节目宣传制作费	8,494,682.22	14,741,188.38
工资薪酬	3,310,078.56	3,603,050.53
广告费	512,916.53	783,326.92
其他	297,534.09	185,479.99
折旧及摊销	24,985.60	41,332.48
合计	66,877,749.22	99,305,043.35

3) 管理费用组成情况

历史管理费用清单见下表:

金额单位: 人民币元

项 目	2013 年度	2014 年度
办公费	1,909,106.32	1,910,070.84
房租及物业	5,178,318.99	9,666,780.25
工资薪酬	4,605,528.65	5,183,353.80
股份支付	-	140,354,064.00
其他	1,170,368.93	1,842,549.47
研发费用	19,062,212.48	35,246,031.85
折旧及摊销	217,728.59	520,105.92
中介机构费用	3,035,217.16	7,258,036.10
合计	35,178,481.12	201,980,992.23

对六间房成本费用影响较大的项目有: 表演者与社区角色劳务、服务器托管费用、工资及福利、代理销售费、推广费、节目宣传制作费、房租及物业、研发

费用及中介机构费用。

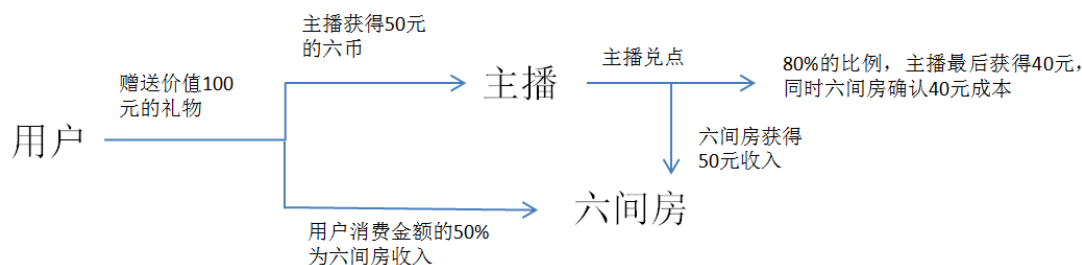
2. 未来年度主要成本费用构成项预测情况

1) 表演者与社区角色劳务、代理销售费

表演者与社区角色劳务费用主要为表演者的劳务分成费用及社区角色的劳务分成费用，以及北京六间房为该些表演者及社区角色缴纳的所得税。表演者主要为主播，社区角色主要有星探等。

代理销售费用为北京六间房为鼓励主播及社区其他角色积极参与六间房互联网演艺平台的发展而给予的用户充值分成。

根据北京六间房的盈利模式，主播最终所获得分成比例一般为 40%（理论上），即用户消费及六币流转过程如下（以用户消费 100 元为例）：



而实际上，六间房的社区特性决定了用户消费过程及六币流转的复杂性：主播为了吸引更多的用户关注或留住消费能力强的粉丝，也需要不时的赠送用户礼物以达成互动，用户在收到自己所喜爱的主播的礼物后，其消费欲望及积极性也会得到提高；而在同一个主播房间中的用户，由于长期同时关注该主播，也会逐渐熟悉，在社区内的互动也会逐渐提高，相互之间赠送礼物的行为也会逐渐增多。

实际消费及流转图解如下：

演艺平台对于普通用户来说无需注册即可观看直播表演，从而使得其付费用户比例较低，但同时，其普通用户的转换潜力也十分巨大。

虽然服务器托管费用与收入存在一定的关系，但并非线性关系，2013 年-2014 年费用情况如下：

	2013 年	2014 年	2014 年相较 2013 年增长率	2014 年营业收入 增长率
服务器托管费	18,885,410.87	23,988,233.74	27%	59%

从上表可以看出，服务器托管费用的增长幅度远低于营业收入的增长幅度。

本次评估时，较为谨慎的对服务器托管费进行了预测，其占收入比及年增长率对比如下：

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
服务器托管费占收入比	6.73%	5.38%	4.87%	4.23%	3.90%	3.50%
同比增长率		27%	41%	24%	17%	10%
收入增长率		59%	56%	42%	27%	22%

3) 工资及福利

人工工资包括工资、奖金、劳务费等，参考人事部门提供的未来年度人工需求量因素，并考虑近几年当地社会平均工资的增长水平，预测未来年度员工人数、工资总额。对于绩效、奖金及补助，参考公司历史年度支付情况并结合公司相关制度进行预测。

企业缴纳的养老保险、医疗保险、失业保险等社保费用以及住房公积金等，上述各项费率以法律法规规定的比率计缴，计算基数为当期工资总额。

标的公司目前的人员数量已足以支撑业务的发展，不需要大量的新增人员，同时根据标的公司的薪酬制度，其增长幅度相比营业收入的增长幅度较低。

4) 推广费用

推广费为公司为获取用户流量而在导航网站进行位置购买、搜索网站进行关键字购买等支付的费用。

公司目前的推广活动已基本包含主流的推广模式，即线上：导航网站位置购买、

搜索网站关键字购买；线下的网吧广告投放。正常情况下，公司目前的推广费用支出的增长幅度不会出现大幅度的增加，但本次评估时，从谨慎角度出发，参考历史年度单位月活跃用户维护成本并结合未来年度月活跃用户数量进行预测。

历史年度及未来预测年度其占收入比及年增长率对比如下：

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
推广费占收入比	7.53%	6.04%	5.56%	5.64%	5.87%	5.94%
同比增长率		28%	44%	44%	33%	24%
收入增长率		59%	56%	42%	27%	22%

从上表可以看出，2014年推广费增长幅度远低于收入增长率，本次评估时谨慎考虑，未来年度预测时推广费增长幅度均接近于收入增长率，甚至在2017年及其以后其增长率超过了收入增长率。

5) 节目宣传制作费

节目宣传制作费主要为周期性主体节目的制作费用。

标的公司近两年来开展了较多的活动，如唱战、SHOW唱、嗨唱、黄金档等，但从效果而言，唱战所带来的影响力最大，为此公司也考虑在未来年度将部分节目停办，主打唱战，同时也会慢慢的发掘新的较高质量的节目制作。

故本次评估时，2015年因为部分节目的停办，使得节目宣传制作费较2014年降低，2016年以后逐渐增加。

6) 房租及物业

由于标的公司目前的公司规模已足够满足未来的业务发展，无需增加新的租赁场所，故对于房租及物业费用，在合同期内的按合同约定进行预测，合同期后按每年以一定比例增长进行预测。

7) 研发费用

研发费用主要为未来年度新产品研发所需的办公费用、人力成本、设备折旧、技术服务等费用。

目前标的公司保持着较高的研发费用，也已配备了较为齐整的研发团队。由于

互联网企业的研发费用主要为人力成本，虽然未来年度会继续保持增长，其增长幅度不直接与营业收入相关。从而使得 2015 年对比收入的比例出现了下降。同时为了保持技术先进性，评估时也进行了谨慎预测，2016 年后比例有所提高。

研发费用未来年度占收入比如下表所示：

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
研发费用占收入比	5.35%	6.32%	5.30%	6.27%	6.71%	6.18%

注：2013 年-2014 年研发费用中剔除了上海梦获的影响

8) 中介费用

中介费主要为企业在海外上市过程中发生的如审计费等中介机构的服务费。随着海外上市工作的终止，未来年度其中介费用将会出现大幅度的下降。

综上所述，在主要成本及期间费用构成项中，除表演者与社区角色劳务、代理销售费与营业收入成线性关系外，其他项目与营业收入均不在线性关系，其增长幅度均小于营业收入的增长幅度，故导致未来年度六间房的毛利率及营业利润率高于报告期。

(二) 评估师核查意见

经核查，评估师认为，本次收益法评估中未来年度毛利率、净利率的预测是合理的。

六、《一次反馈意见通知书》第 31 题：请你公司结合六间房的特定风险事项及同行业上市公司情况，补充披露六间房收益法评估中风险系数和折现率选取的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

(一) 本次评估折现率计算过程

1. 无风险收益率的确定

根据 Wind 资讯查询评估基准日银行间固定利率国债收益率(10 年期)的平均收益率确定，因此本次无风险报酬率 R_f 取 3.6219%。

2. 权益系统风险系数的确定

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中： β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估单位的所得税税率；

D/E：被评估单位的目标资本结构。

查询可比上市公司的有财务杠杆风险系数，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。

由于互联网演艺行业在国内资本市场没有足够的可比较案例，故根据 Wind 资讯查询的沪深 A 股股票 100 周互联网信息服务业、无线电信服务业上市公司 Beta 计算确定，具体确定过程如下：

首先根据类似上市公司的 Beta 计算出各公司无财务杠杆的 Beta，然后得出类似上市公司无财务杠杆的平均 Beta 为 0.8624。

再结合企业经营后运行的时间及贷款情况、管理层未来的筹资策略、可比上市公司的资本结构等确定企业的 Beta。由于六间房在基准日无贷款，预计未来无借款计划，确定企业的 D/E 为 0%。

则根据上述计算得出企业风险系数 Beta 为 0.8624。

3. 市场风险溢价的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率。

由于国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场。一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年投机气氛较浓，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价不具有可信度。而在成熟市场中，

由于有较长的历史数据,市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到。因此国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。

即: 市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额。

式中:成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2013 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.25%; 国家风险补偿额取 0.90%。

则: $MRP=6.25\%+0.90\%$

$=7.15\%$

故本次市场风险溢价取 7.15%。

4. 企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数是根据待估企业与所选择的对比企业在企业特殊经营环境、企业规模、经营管理、抗风险能力、特殊因素所形成的优劣势等方面的差异进行的调整系数。

政策风险: 互联网行业受到国家法律法规及政策的严格监管,政策的调整及变化将可能对公司业务带来一定的风险。

资质风险: 截至报告出具日时,公司还未取得《互联网出版许可证》,尚在办理过程中,可能存在一定的经营风险。

主播表演内容违规风险: 公司对主播直播内容(包括衣着及言语等)进行 24 小时监控,但由于同时开播的主播数量巨大,若个别主播的表演内容出现低俗、暴力等形式,公司监控未及时发现,可能会对公司的形象甚至正常运营造成不利影响。

行业竞争风险: 随着视频社交在获得越来越多的认可的同时,行业竞争激烈程度加剧,行业巨头和缺乏规范的小玩家进入市场,在短期内将对用户和表演者产生分流作用。同时行业产品同质化较为严重,规模较小或新进入者在产品层面模仿成熟企业,导致产品层次上的差异化程度低。

人才流失风险: 培养并保有高素质的技术团队是公司保持并不断提升核心竞争

能力的关键。人才的流失将对公司的科技研发和生产经营造成不利影响。

主播流失风险：主播为六间房互联网演艺平台运营的核心，优秀的主播往往能吸引更多的用户，并进行消费。由于同行业内竞争日益激烈，未来可能会出现其他公司挖走公司优秀主播的情况，对公司的经营造成一定的影响。

用户消费力度降低的风险：公司互联网演艺平台运营业务目前的 ARPU 值较高，若公司不能保持互联网演艺平台内产品的更新和社交模式的领先性及吸引力，可能会使用户的参与积极性降低，从而导致人均消费力度的降低。

第三方支付平台风险：互联网演艺平台用户充值大部分通过第三方在线支付平台（如支付宝等）进行充值，若第三方支付平台出现定期或不定期的中断情况，将对公司的收入产生一定的影响；此外，若第三方支付平台对客户信息保密及使用安全性是不受公司控制的，在线交易若出现安全问题，则也会对公司的业绩产生影响。

基础技术设施故障、安全漏洞的风险：公司的服务器及交换机等基础设施均在第三方通信运营商处托管，如遭受水灾、火灾、停电及电信故障等，都会对互联网演艺平台的运营产生直接的影响；此外黑客对网站可能发起的攻击，也可能导致系统崩溃、信息泄露等情况的发生，从而对公司的运营造成不利影响。

与上市公司规模差异的风险：北京六间房虽然拥有自主研发能力、独立运营互联网演艺平台能力等竞争优势，但由于其主要依靠自身的积累发展，与同类上市公司相比，其公司的资本规模相对偏小，在一定程度限制了公司的发展步伐。

根据以上分析，企业特定风险调整系数 R_c 取 4%。

5. 预测期折现率的确定

(1) 计算权益资本成本

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，计算得出被评估单位的权益资本成本。

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

$$= 13.79\%$$

(2) 计算加权平均资本成本

$$WACC = K_e \times E / (D+E) + K_d \times D / (D+E) \times (1 - T)$$

由于企业无有息负债， $K_d=0$ ，则 $WACC=K_e=13.79\%$ 。

(二) 可比上市公司评估基准日折现率的计算

根据中国证监会行业分类，六间房属于“信息传输、软件和信息技术服务业”项下的“I64 互联网和相关服务”。该细分行业中并没有主营业务完全相同的 A 股上市公司，因此选取“信息传输、软件和信息技术服务业”中相似可比的 A 股上市公司作为比较的对象。

在无风险报酬率、市场风险溢价等数据保持一致的情况下，则经计算，可比上市公司的折现率如下：

序号	证券代码	证券简称	WACC(%)
1	002095.SZ	生意宝	9.94%
2	002315.SZ	焦点科技	5.55%
3	002439.SZ	启明星辰	8.06%
4	002467.SZ	二六三	8.41%
5	300059.SZ	东方财富	9.21%
6	300104.SZ	乐视网	16.62%
7	300113.SZ	顺网科技	6.64%
9	300295.SZ	三六五网	8.39%
10	300383.SZ	光环新网	10.99%
11	300392.SZ	腾信股份	5.45%
平均			8.11%

本次评估时北京六间房的折现率为 13.79%，远高于上述可比公司的平均折现率，评估结果较为谨慎。

(三) 评估师核查意见

经核查，评估师认为，本次收益法评估中折现率的选取已充分考虑标的公司所在行业、业务等特殊因素，所选取的折现率高于可比上市公司的平均折现率，本次折现率的选取是合理的。

(本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于宋城演艺发展股份有限公司发行股份购买资产一次反馈意见之核查意见》之签署页)

法定代表人：_____

孙月焕

签字注册评估师：_____

张齐虹

张丽哲

北京中企华资产评估有限责任公司

年 月 日