证券代码：002555　　证券简称：三七互娱　　公告编号：2020-072

芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司关于对深圳证券交易所问询函回复的公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容真实、准确和完整，并对公告中的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏承担责任。

芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司(以下简称“公司”、“上市公司”或“三七互娱”)于 2020 年 12 月 11 日收到深圳证券交易所下发的《关于对芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司的问询函》(中小板问询函【2020】第 213 号，以下简称“问询函”)，现对问询函所提出的问题回复如下：

释　义

本回复中，除非文义另有所指，下列词语具有以下涵义：

释义项	指	释义内容
公司/三七互娱/上市公司	指	芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司
顺勤合伙	指	淮安顺勤企业管理合伙企业(有限合伙)
顺景合伙	指	淮安顺景企业管理合伙企业(有限合伙)
广州三七网络/标的公司	指	广州三七网络科技有限公司
腾讯	指	腾讯控股有限公司
网易	指	网易股份有限公司
世纪华通	指	浙江世纪华通集团股份有限公司
完美世界	指	完美世界股份有限公司
宝通科技	指	无锡宝通科技股份有限公司
浙数文化	指	浙报数字文化集团股份有限公司
巨人网络	指	巨人网络集团股份有限公司
惠程科技	指	深圳市惠程信息科技股份有限公司
电魂网络	指	杭州电魂网络科技股份有限公司
吉比特	指	厦门吉比特网络技术股份有限公司
ARPG	指	动作角色扮演类游戏
SLG	指	策略游戏
MMO	指	大型多人在线游戏
PVE	指	玩家对战环境
GVG	指	网络游戏团队对抗模式
MMORPG	指	大型多人在线角色扮演游戏
3DMMO	指	3D 大型多人在线类游戏
RPG	指	角色扮演类游戏

2020 年 12 月 8 日，公司披露《关于拟间接收购广州三七网络科技有限公司 20%股权的公告》，公司拟支付现金 21.6 亿元收购淮安顺勤企业管理合伙企业(有限合伙)(以下简称“顺勤合伙”)100%股权，拟支付现金 7.2 亿元收购淮安顺景企业管理合伙企业(有限合伙)(以下简称“顺景合伙”)100%股权。本次交易作价合计 28.8 亿元，公司通过上述股权的收购以实现对广州三七网络科技有限公司(以下简称“广州三七网络”)20%股权的间接收购。交易完成后，广州三七网络将成为公司全资子公司。贵部对此表示关注，请公司补充说明以下内容：

问题一、截至 2020 年三季度末，你公司货币资金余额 24.65 亿元，短期借款 8.89 亿元。请说明本次交易完成后，对你公司财务状况、现金流的影响，是否会对日常经营构成重大不利影响。

回复：

1、本次交易预计支付安排

按照交易协议的约定，公司将分四期向出售方支付交易对价，具体为：

自本协议生效后的 1 个月内，甲方(公司)分别向交易对手支付交易对价的 60%，合计 17.28 亿元；自上述工商变更登记手续办理完毕后的 6 个月内，甲方分别向交易对手支付交易对价的 20%，即 5.76 亿元；自上述工商变更登记手续办理完毕后的 12 个月内，甲方分别向交易对手支付交易对价的 10%，即 2.88 亿元；自上述工商变更登记手续办理完毕后的 24 个月内，甲方分别向交易对手支付交易对价的 10%，即 2.88 亿元。甲方每次向交易对手支付前述价款时，交易对手应及时向甲方出具相应收款凭证并及时向甲方提供完税凭证。

假定交易协议于 2020 年 12 月生效，则本次交易的预计支付安排预计如下：

单位：人民币元

预计支付时间	预计支付金额
2021 年 1 月	1,728,000,000.00
2021 年 7 月	576,000,000.00
2022 年 1 月	288,000,000.00
2023 年 1 月	288,000,000.00
合计	2,880,000,000.00

2、公司的资金及短期借款情况

单位：人民币元

项目	2020.11.30	备注
货币资金	3,428,197,225.88	
交易性金融资产——理财产品	1,012,258,652.06	
货币资金及理财产品合计	4,440,455,877.94	
其他流动资产——定期存款	200,000,000.00	预计到期日为 2021 年 6-7 月
短期借款	889,324,326.07	预计到期日为 2021 年 2-4 月

3、公司经营活动产生的现金流量净额情况

单位：人民币元

期间	经营活动产生的现金流量净额	季度平均经营活动产生的现金流量净额
2018 年	1,954,433,620.84	488,608,405.21
2019 年	3,257,563,997.94	814,390,999.49
2020 年 1-9 月	2,444,206,725.29	814,735,575.10
季度均值		705,911,659.93
月度均值		235,303,886.64

按照公司在 2018 年至 2020 年 9 月之间的季度平均经营活动产生的现金流量净额来预测未来每季度经营活动产生的现金流量净额，假定未来没有新增投资或者融资活动现金流，则未来公司的现金流量情况预计如下：

单位：人民币元

期间	预计经营活动产生的现金流量净额
2020 年 12 月-2021 年 1 月	470,607,773.29
2021 年 2 月-2021 年 7 月	1,411,823,319.86

4、本次交易完成后，对公司现金流的影响

本次收购的主要付款期为 2021 年度，因此对公司 2021 年度的现金流进行模拟预测，具体如下：

序号	时间	预计资金余额	预计经营活动产生的现金流量净额	预计支付金额	预计偿还短期借款	预计定期存款到期
/	/	a	b	c	d	e
0	2020 年 11 月 30 日	4,440,455,877.94				
1	2021 年 1 月 31 日	3,183,063,651.22	470,607,773.29	1,728,000,000.00		
2	2021 年 7 月 31 日	3,329,562,645.01	1,411,823,319.86	576,000,000.00	889,324,326.07	200,000,000.00

单位：人民币元

注：a1=a0+b1-c1-d1+e1，a2=a1+b2-c2-d2+e2。

截止 2020 年 11 月 30 日，公司持有货币资金及理财产品合计 4,440,455,877.94 元，按照 2018 年至 2020 年 9 月之间的月度平均经营活动产生的现金流量净额 235,303,886.64 元来对未来每月的现金流进行预测，扣除本次交易预计支付的金额及偿还短期借款后，公司仍能保持合理的资金余额。因此，本次交易不会对公司日常经营构成重大不利影响。

问题二、本次交易标的为顺勤合伙、顺景合伙的全部合伙份额，对应的拟注入资产为广州三七网络 20%的股权。截至评估基准日，顺勤合伙合伙人权益评估价值为 22.24 亿元、顺景合伙合伙人权益评估价值为 7.41 亿元。请结合广州三七网络所处的游戏行业竞争格局、商业模式、主要游戏产品运营情况，以及同行业可比公司估值情况等说明评估值的公允性。请评估师核查并发表明确意见。

同时根据评估报告，顺勤合伙的合伙人权益评估值为 22.24 亿元，增值率 15,761.62%；顺景合伙的合伙人权益评估值为 7.41 亿元，增值率 5,192.33%。顺勤合伙和顺景合伙的主要资产为对标的公司股权的投资，持股比例分别为 15%和 5%，这两部分股权均采取了收益法和市场法进行评估，评估结果分别为 22.11 亿元和 7.37 亿元，分别占顺勤合伙和顺景合伙权益评估值的 94.96%和 99.46%，但评估报告未说明最终采用了哪种评估方法取值。根据《深圳证券交易所上市公司信息披露指引第 5 号——交易与关联交易》(以下简称《指引》)第四十五条，提交股东大会审议的交易或关联交易事项涉及的交易标的评估值与账面值相比增值或减值超过 100%的，上市公司应当根据所采用的不同评估方法分别按照相关要求详细披露其原因及评估结果的推算过程。但公司并未披露对标的公司 20%股权的具体评估过程。

根据交易预案，标的公司的主营业务为移动游戏的研发和运营，目前已成功发行《永恒纪元》《拳魂觉醒》《鬼语迷城》《大天使之剑 H5》等产品。游戏产品的流水和销售费用决定了标的公司的收入和利润水平，新品游戏的及时补充则是标的公司未来收入增长的保障，这些都是影响评估值的重要因素。为了让广大投资者更好地判断标的公司的评估及交易定价是否合理，请公司根据《指引》要求说明对标的公司评估结果的推算过程及相关数据，包括但不限于上述正在运营的游戏产品上线以来的月度流水、ARPU 值、销售费用及三者的变化趋势，在研游戏产品的运营模式、预计上线时间和版号储备等情况，并建议公司披露相关评估说明。

回复：

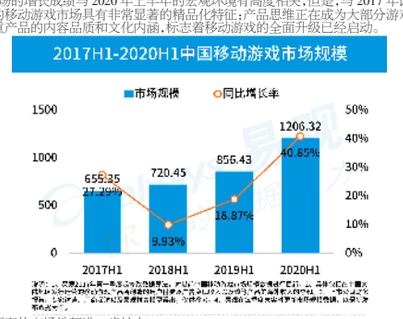
一、行业状况

根据全球知名游戏研究公司 Newzoo 和伽马数据在 2020 年 12 月发布的《2020 全球移动游戏竞争力报告》中的数据显示，2020 年全球移动游戏市场规模预计超过 860 亿美元，整体增量接近 200 亿美元，同比增幅超过 25%。

根据 Analysys 易观发布的《中国移动游戏年度市场综合分析 2020H1》数据显示，2020 年上半年，移动游戏市场迎来自 2017 年以来的增速新高，市场规模达 1206.32 亿元，同比增长率达 40.85%，成为 2020 年上半年增长最明显的数字内容产业之一。三七互娱公司在国内手机游戏发行业务市场占有率进一步提升至 10.51%。

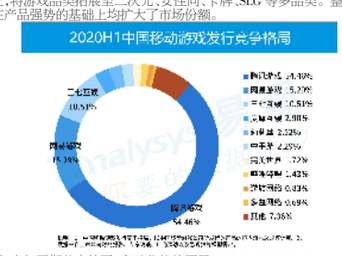
(1)国内市场规模再创新高，移动游戏市场全面升级

根据易观数据发布的《中国移动游戏市场盘点分析 2020H1》，2020 年上半年，在在线经济持续火热的背景下，在高质量产品的积极推动下，移动游戏市场迎来了自 2017 年以来的增速新高，市场规模达 1206.32 亿元，同比增长率达 40.85%，成为了 2020 年上半年增长最为明显的数字内容产业之一。虽然移动游戏市场的增长成绩与 2020 年上半年的宏观环境有高度相关，但是，与 2017 年以前的野蛮增长不同，目前的移动游戏市场具有非常显著的精品化特征；产品思维正在成为大部分游戏厂商的主导思维，更加注重产品的内容品质和文化内涵，标志着移动游戏的全面升级已经启动。



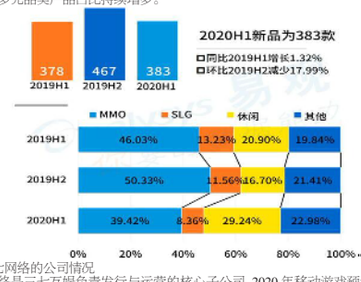
(2)头部厂商的市场份额进一步扩大

以境内发行流水计算，2020 年上半年，腾讯游戏、网易游戏、三七互娱分别占据 52.54%、15.29%、10.51%的市场份额。腾讯游戏作为市场领头羊，旗下以《王者荣耀》和《和平精英》为代表的头部游戏上半年表现远高于往期；网易游戏以长线 IP 产品为主，内容更新保持高水准；三七互娱则在保持 ARPG 品类优势的基础上，将游戏品类拓展至二次元、女性向、卡牌、SLG 等多品类。整体而言，2020 年上半年各家头部厂商在产品强势的基础上均扩大了市场份额。



(3)新上产品与去年同期基本持平，多元化趋势明显

2020 年上半年，国内新上产品数与去年同期基本持平，MMO 和 SLG 的占比持续下降，卡牌、解谜、放置、休闲等多元品类产品占比持续增多。



二、广州三七网络的公司情况

广州三七网络是三七互娱负责发行与运营的核心子公司，2020 年移动游戏预计收入达 87 亿元，近三年实现了 34%的复合增长率。广州三七网络在 5 年前提出流量经营的业务模式，智能投放经验以及数据积累方面具备深厚基础，具备优秀的发行实力。近年来，更多的游戏发行公司开始接触流量经营的发行模式，市场竞争日趋激烈，广州三七网络借助先发优势，并不断积极探索对积累的数据二次利用，以实现更深一步的挖掘，从而持续保持广州三七网络竞争力。广州三七网络的竞争优势主要体现在游戏运营能力、流量采买能力、素材设计能力，以及持续推行“智能化、精品化、多元化、平台化”的发行运营策略，从而实现不同类型、题材精品游戏发行：

(1)在素材生产的效率与成本方面：搭建专业的设计团队，通过使用行业领先的虚幻 4 引擎技术，在素材制作的规模与流程方面建设了完善的体系，使素材产出的效率普遍高于外包公司，在提高效率的同时节约了成本支出；

(2)素材创意优势：成立专业设计团队，成功为各类型项目产出行业标杆的素材，并被同行作为范本学习。同时在多个项目中培养了大量的创意型人才，可以敏锐找到素材创意方向，有效地产出优质素材；

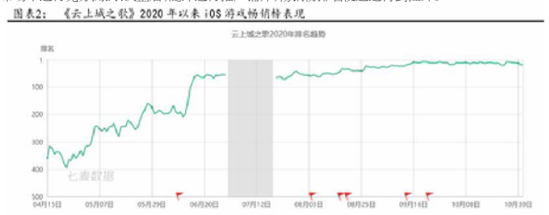
(3)对市场的理解优势：通过长期在一线市场上的摸索，对玩家的喜好有很深入的理解，可以反哺游戏研发方，帮助研发在立项阶段准确找到素材方向，研发出更受玩家欢迎的产品；

(4)智能投放优势：广州三七网络基于历史数据积累和机器学习算法自主研发智能投放平台系统，通过数据算法使产品精准触达用户并最大化用户价值，实现数据驱动的精细化运营模式。智能化投放平台可对接所有主流媒体渠道，实现快速投放和自动化投放，并通过大数据分析以及 AI 算法提升投放效率与效果；

(5)“精品化”策略：“精品化”策略体现在游戏上线前的产品供给和游戏上线后的运营调优两个层面。产品供给方面，广州三七网络积累了丰富的产品资源，在产品引进环节建立了严格的评测流程和评估标准，同时利用自身在用户数据和数值经验方面的优势与研发商共同打磨产品，以保证游戏产品上线前的品质达到较优水平。运营调优方面，广州三七网络在数值管理、流程优化、活动策划等方面具备较强的调优和运营能力，在游戏上线后不断提升游戏品质，通过更好的内容吸引用户，延长产品生命周期，积累更高的流水收入；(6)“多元化”策略：在产品、推广和服务等多个业务维度获得良好成效。在该策略下，从 2020 年起，广州三七网络在产品类别、题材及数量方面均做了充分储备，产品矩阵囊括 ARPG、MMO、卡牌、SLG、模拟经营等不同类型，覆盖魔幻、仙侠、都市、青春校园、女性向等不同题材。截至目前，广州三七网络在国内手机游戏市场上线了《云上城之歌》等不同类型、题材的优秀游戏产品，拓展产品矩阵，为玩家带来多元化游戏体验。

在推广方面，作为公司差异化核心竞争力之一，广州三七网络的发行推广周期也是行业领先，可以维持 1-2 年强推广期，从而保证了游戏的长周期稳定贡献。同时，较强的推广投放效果也是广州三七网络移动游戏业务高收入的重要保障，如针对今年代理发行的新品《云上城之歌》，广州三七网络在市场中进行充分测试、调整后，随即进行推广铺开，畅销榜排名便迅速得到拉升。

图表2：《云上城之歌》2020年以来iOS游戏畅销榜表现



三、广州三七网络的商业与盈利模式

广州三七网络目前的商业模式主要是以代理运营方式发行、运营游戏产品。游戏代理运营方式，主要是以游戏发行商身份，向游戏开发商支付版权金或预付分成款的方式获得开发商研发的游戏产品，在指定的区域内推广和运营游戏产品。

网络游戏市场中主要存在虚拟道具销售收费、下载游戏收费两种类型的盈利模式，其中虚拟道具销售收费模式是我国移动网络游戏产品最普遍及最重要的盈利模式。目前，广州三七网络代理运营的游戏主要采用的是虚拟道具销售收费模式。虚拟道具销售收费模式是指游戏平台运营商为玩家提供游戏的免费下载和免费的游戏娱乐体验，而游戏的收益则来自于游戏内虚拟道具的销售。玩家注册一个游戏账户后，即可参与游戏而无需支付任何费用，若玩家希望进一步加强游戏体验，则需要付费购买游戏中的虚拟道具。

下载收费模式是指游戏玩家通过苹果 App Store 等手机游戏应用市场下载游戏或应用时，向应用市场支付相应的费用，应用市场再与开发商就收取的下载费用进行分成的盈利模式。

游戏运营收入，根据游戏运营平台的所有权划分，广州三七网络的网戏运营模式主要包括自主运营和第三方联合运营两种：

(1)自主运营

在自主运营模式下，广州三七网络通过代理、第三方或开发商交由联运等形式获得一款游戏产品的代理权后，利用自有或第三方渠道发布并运营游戏产品。在自主运营模式下，广州三七网络全面负责游戏的运营、推广与维护，提供游戏上线的推广投放、在线客服及充值收款的统一管理，广州三七网络是主要责任人，因此按总额法确认收入。游戏玩家直接在前述渠道注册并进入游戏，通过对游戏充值获得游戏内的虚拟货币，使用虚拟货币进行游戏道具的购买。广州三七网络在游戏玩家消耗完毕虚拟货币购买游戏道具并取得其把握时机时，将游戏玩家实际充值并已消费的金额确认为营业收入。

(2)第三方联合运营

第三方联合运营模式指广州三七网络获得一款游戏产品的经营权后，与一个或多个游戏运营公司或游戏应用平台进行合作，共同联合运营的一种网络游戏运营方式。游戏玩家需要注册成第三方平台的用户，在第三方平台的充值系统中进行充值从而获得虚拟货币后，再在游戏中购买虚拟道具。在第三方联合运营模式下，广州三七网络与第三方游戏运营公司或游戏应用平台负责各自渠道的管理，如运营、推广、充值收款以及计费系统等。广州三七网络根据与第三方游戏运营公司或游戏应用平台的合作协议，计算的分成金额，在双方结算且核对无误后确认为营业收入。

四、主要游戏产品运营情况

广州三七网络专注于移动游戏发行与运营，主要游戏产品包括《永恒纪元》、《斗罗大陆》H5、《混沌起源》、《一刀传世 H5》、《屠龙破晓》、《云上城之歌》等。广州三七网络主要的游戏产品既有处于成熟期的产品，也有近期新发行的游戏，游戏结构稳健。此外，广州三七网络目前各品类的游戏均有一定的储备，具备保持经营业绩持续增长的能力。

1)《永恒纪元》是页游转手游作品，3DMMO 动作手游(永恒纪元)包含转职、自动挂机、全地图 PK、爆神装、自由交易、随心转服等开放式玩法，创新打造自由转服系统。《永恒纪元》于 2016 年 6 月上线，至目前游戏运营时间已超过 4 年。

2)《斗罗大陆》H5，2019 年一季度上线，根据《斗罗大陆》原著改编的游戏，具有真实剧情体验、原创策略玩法、多武魂觉醒、万千魂环搭配等亮点。在游戏中玩家可以征战星斗大森林、狩猎魂兽魂环、争霸斗魂场、魂师之间相互角逐、激战杀戮之都，通关海神九考、继承神祇之位。

3)《混沌起源》于 2019 年四季度上线，是一款国创高福利魔幻 MMO 探索手游。游戏采用了传统魔幻 ARPG 手游的玩法框架，但在职业上做了较大突破，在原有剑士、法师、弓手基础之上，增添全新刺客型职业“罗刹”。游戏同时在 ARPG 手游中首次引入了“开放式剧情”的元素，玩家可以在游戏中选择自己的阵容方向，成为神王、或是堕为魔君，皆由玩家自己定义。

4)《一刀传世 H5》由成龙代言，是一款集 MMO 与 RPG 为一体的全新传奇手游，游戏拥有创新五分身、PVE、GVG、跨服组队等多种世界交互玩法，VIP 全部免费。除五职业养成、百种天赋随心搭配外，更有矿洞夺宝、神装合成、拍卖行换元宝等原汁原味的传奇体验。《一刀传世 H5》于 2018 年底上线，截至目前游戏运营时间已超过 1 年半。

5)《屠龙破晓》是王宝强代言的 RPG 手游，创新性地加入神兽召唤、跨职业竞技系统，拥有战宠召唤、自创兵魂、野外 PK、全服天梯、工会争霸玩法。除此之外，还有高阶神装、绚丽翅膀、酷炫技能、多种自主个性系统，由玩家定义与众不同。《屠龙破晓》于 2018 年 6 月上线，截至目前游戏运营时间已超过 2 年。

6)《云上城之歌》是一款由广州三七网络于 2020 年 6 月发行的 MMORPG 手游，游戏专注打造人宠合作战斗体系，以精致的建模、炫酷的技能以及多处地图细节，为玩家搭建了一个耐玩好看的冒险世界。

五、A 股同类上市公司行业估值情况

通过 WIND 查询“互联网和相关服务行业”，通过筛选“主营构成(按行业)”为游戏类上市公司，剔除市盈率为负数、超过 100 以及 ST 类上市公司，行业估值情况如下：

证券代码	证券简称	主营构成(按行业)	市盈率 PE (2020-09-30)
002624.SZ	完美世界	游戏	42.98
300031.SZ	宝通科技	手机游戏运营	28.55
002558.SZ	巨人网络	游戏相关业务收入	47.55
600633.SH	浙数文化	在线游戏运营业务	25.15
002168.SZ	惠程科技	游戏行业	44.08
603444.SH	吉比特	游戏收入	55.32
603258.SH	电魂网络	网络游戏	41.83
002555.SZ	三七互娱	网络游戏行业	39.64
平均	/	/	40.64

在本次评估，广州三七网络 100%股权评估值为 163.23 亿元，对应 2020 年、2021 年、2022 年三年承诺的平均净利润 14.32 亿元，PE 倍数为 11.40。PE 倍数低于同行业的平均市盈率，本次评估值具有合理性。

六、中介机构核查意见

评估人员通过查阅第三方研究报告、对广州三七网络进行访谈、查询 WIND 金融终端、对二级市场可比公司的市盈率进行了谨慎性分析。经核查，评估机构认为，本次广州三七网络评估值公允、合理。

七、评估方法介绍及选取理由

按照《资产评估基本准则》规定，资产评估师执行企业价值评估业务，应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析收益法、市场法和资产基础法三种资产评估基本方法的适用性，恰当选择一种或者多种资产评估基本方法。

顺勤合伙和顺景合伙的主要资产为对标的公司股权的投资，持股比例分别为 15%和 5%，这两部分股权均采取了收益法和市场法进行评估，理由如下：

1、对于资产基础法的应用分析

资产基础法，是指以被评估企业评估基准日的资产负债表为基础，合理评估企业表内及表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。由于广州三七网络归属轻资产的互联网游戏发行与运营行业，公司拥有的流量采买能力、素材设计能力、市场拓展能力、人力资源优势、用户积累、产品储备、基于历史数据积累和机器学习算法自主研发智能投放平台系统快速对接主流媒体实现精准自动投放等优势与无形资产价值与其盈利能力紧密相关，却并未在账面资产中完全反映，账面资产无法全面反映其未来盈利能力，且在资产基础法下该类资产的价值较难量化。资产基础法评估时无法客观地反映公司整体资产的获利能力价值，因此不宜采用资产基础法进行评估。

2、对于市场法的应用分析

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。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。近年来已经多家上市公司成功收购游戏营运公司的交易案例，且案例信息、标的公司财务数据等参数公布齐全，因此本次评估可采用市场法进行评估。

3、对于收益法的应用分析

企业价值评估中的收益法，是指通过将被评估企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估思路。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。收益法应用的前提是：①被评估企业未来预期收益及获得预期收益所承担的风险可以预测并可以用货币衡量；②被评估企业预期获利年限可以预测。

评估师根据广州三七网络的总体情况、本次评估目的、企业财务报表分析和收益法参数的可选取判断四个方面，对本评估项目能否采用收益法作出适用性判断。

(1)总体情况判断

1)被评估资产是经营性资产，产权明确并保持完好，企业具备持续经营条件。

2)被评估资产是能够用货币衡量其未来收益的资产，表现为企业的营业收入及相匹配的成本费用能够以货币计量，同时其他经济利益的流入流出也能够以货币计量，因此企业整体资产的获利能力所带来的预期收益能够用货币衡量。

(2)评估目的判断

根据《芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司关于拟收购股权项目聘请评估机构的声明》，芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司拟收购淮安顺勤企业管理合伙企业(有限合伙)及淮安顺景企业管理合伙企业(有限合伙)合伙人权益，本次评估目的即对该经济行为所涉及的淮安顺勤企业管理合伙企业(有限合伙)以及淮安顺景企业管理合伙企业(有限合伙)合伙人权益价值进行评估，为委托人上述经济行为提供价值参考依据。因顺勤合伙和顺景合伙的主要资产为对标的公司股权的投资，标的公司广州三七网络科技有限公司(下称“广州三七网络”)属轻资产的互联网游戏发行与运营行业，拥有流量采买能力、素材设计能力、市场拓展能力、人力资源优势、用户积累、产品储备、基于历史数据积累和机器学习算法自主研发智能投放平台系统快速对接主流媒体实现精准自动投放等优势。标的公司全部权益的市场公允价值不能局限于对各单项资产价值予以简单加总，还要综合体现企业经营规模、行业地位、成熟的管理模式所蕴含的整体价值，即把企业作为一个有机整体，以整体的获利能力来体现其全部权益的价值。

(3)财务资料判断

标的公司具有较为完整的财务会计核算资料，标的公司经营正常、管理完善，具备持续经营的条件，会计报表经过审计机构审计认定，标的公司获利能力是可以合理预期的并可以用货币衡量，预期收益年限可以合理预测，因此适宜采用收益法进行评估。

(4)收益法参数的可选取判断

目前国内资本市场已经有了长足的发展，互联网和相关服务业类上市公司也比较多，相关贝塔系数、无风险报酬率、市场风险报酬等资料能够较为方便的取得，采用收益法评估的外部条件较成熟，同时采用收益法评估也符合国际惯例。

综合以上四方面因素的分析，评估人员认为本次评估项目在理论上和操作上可以采用收益法。

八、评估结果与结论

评估基准日广州三七网络合并口径下，总资产账面价值为 321,534.35 万元，负债总额账面价值 210,295.67 万元，股东全部权益账面价值 111,238.68 万元。

收益法评估后的股东全部权益价值为 1,632,341.21 万元，增值额为 1,521,102.53 万元，增值率为 1367.42%。

市场法评估后的股东全部权益价值为 1,741,756.04 万元，增值额为 1,630,517.36 万元，增值率为 1465.78%。

收益法评估后的股东全部权益价值为 1,632,341.21 万元，市场法评估后的股东全部权益价值为 1,741,756.04 万元，两者相差 109,414.83 万元，差异率为 6.70%。

收益法侧重企业未来的收益，是在预期企业未来收益基础上做出的，市场法是与相似企业修正后得出，因方法侧重点的本质不同，造成评估结论的差异性。

两种评估方法的评估值差异不大，评估师经过对被评估企业财务状况的调查及经营状况分析，依据资产评估准则的规定，结合本次资产评估对象、评估目的，适用的价值类型，经过比较分析，认为收益法的评估结果能更全面、合理地反映被评估相关业务资产的整体权益价值，因此选定以收益法评估结果作为本次评估的最终评估结论，即在评估基准日 2020 年 8 月 31 日广州三七网络的股东全部权益评估值为 1,632,341.21 万元。

九、收益法的评估推算与分析过程

(一)收益法的模型选择与介绍

本次评估选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型。企业自由现金流折现模型的描述具体见评估报告。

(二)收益期和预测期的确定

1、收益期的确定

由于评估基准日被评估单位经营正常，没有对影响企业继续经营的核心资产的使用年限进行限定和对企业生产经营期限、投资者所有权期限等进行限定，或者上述限定可以解除，并可以通过延续方式永续使用。故本评估报告假设被评估单位评估基准日后永续经营，相应的收益期为无限期。

2、预测期的确定

由于企业近期的收益可以相对合理地预测，而远期收益预测的合理性相对较差，按照通常惯例，评估人员将企业的收益期划分为预测期和预测期后两个阶段。

评估人员经过综合分析，由于被评估单位子公司存在税收优惠，因此，被评估单位的营业收入、成本、费用预测期截止到 2025 年，由于税收优惠的影响，所得税预测期截止到 2029 年。

(三)收益预测推算过程与分析

本次评估预测是在分析企业历史数据的基础上确定基期数据，根据地区的宏观经济状况，考虑企业现实基础、发展规划、经营计划及所面临的市场环境和未来的发展前景等因素，依据企业提供的未来收益预测，经过综合分析研究编制的。

1、营业收入预测

广州三七网络主营业务收入为游戏运营收入。本次评估对于目标公司未来营业收入的预测是根据目标公司目前的经营状况、竞争情况及市场销售情况等因素综合分析的基础上进行的。

广州三七网络以手游发行及运营为主营业务，发行的游戏按照行业通行的分类方法，被分为 ARPG、MMO、SLG、卡牌、其他等类型。一般来说，游戏的生命周期可以划分为导入期、发展期、稳定期和衰退期四个阶段，然而手游产品却不一定会实实在在地经历这四个阶段，部分产品甚至是导入用户之后就进入了衰退期。根据腾讯游戏相关报告显示，端游的生命周期一般能维持 3—5 年，甚至数十年，页游的生命周期大幅缩水至 6—18 个月，而手机游戏的平均生命周期通常只有 6—12 个月，一些产品是在上线短期内获取高热度，然后迅速回落，因此，具体某款游戏的运营数据与盈利能力并不具备整体代表性。同时，广州三七网络从 2020 年起投入更多资源在“多元化”的战略实施，储备有 ARPG 类、SLG 类、卡牌等不同品类的游戏产品数十款，积累了不同品类游戏发行运营经验与数据，当同品类下的某款游戏进入衰退期时，会有新的游戏予以替代，从而在一定程度上保持该类型游戏的流水产生，因此，采用按照分类型游戏的流水进行预测更为合适。

游戏企业收入的主要参数为月活跃用户数、付费率和 ARPPU 值等。

各类指标分析及预测如下：

1)总注册用户

即曰游戏上线以来，所有注册且登录过的用户。

2)月活跃用户

在当月时间范围内，有过登录、登出动作的用户。

3)付费率

付费率是实际付费用户数量占活跃用户的比率。

付费率=付费用户/活跃用户

4)付费用户

即为在游戏中充值的用户。

5)ARPPU 值

ARPPU 值指的是平均每付费用户收入，它反映的是每个付费用户的平均付费额度。

6)实收比例

广州三七网络从各类游戏平台分回的流水占游戏总流水的比例。

游戏收入=(流水×实收比例)/(1+增值税税率)

流水=付费用户×ARPPU 值

付费用户=活跃用户×付费率

活跃用户因为预测期间不同采用的方法，具体如下：

第一阶段，2020 年 9-2021 年 12 月

本期活跃用户=上期活跃用户×留存率+新增注册用户数

第二阶段，2022 年度及以后年度

当年月均活跃用户=上年月均活跃用户/ 上年新增注册用户数×当年新增注册用户数

历史年度广州三七网络发行的游戏除了在游戏官网运营外，也在华为、OPPO、Vivo、小米等硬核联盟渠道，应用宝、360 手机助手、百度手机助手等第三方渠道，4399、TapTap、九游等垂直渠道平台运营。

预测时假设广州三七网络与运营渠道的分成比例不会发生大的变化。评估报告出具前，广州三七网络 2020 年 9-10 月各类型的游戏的流水数据已经产生，因此，预测期 2020 年 9-10 月份数据采用实际数据。各类游戏的预测参数选择与预测结果如下：

1)ARPG 类游戏收入的预测

ARPG 即动作角色扮演类游戏。

新增用户的预测：2020 年 11-12 月的新增用户，在分析最近几个月注册用户增长率的基础上，按照 2020 年 10 月份的注册用户增长率以及上月的总注册用户进行预测；2021 年各月份的新增用户则参考近 12 个月平均的注册用户增长率、上月的总注册用户数进行预测。2022 年及以后各年度的新增用户则在参考历史新增注册用户数、新增用户增长比例进行预测。

留存率：2020 年 11-12 月及 2021 年各月的留存率，按照 8-10 月的平均留存率进行预测。2022 年及以后各年度的留存率，按照上年月均活跃用户数除以上年新增注册用户数进行预测。

付费率的预测：2020 年 11-12 月的付费率按照 8-10 月的平均付费率进行预测；2021 年及以后各年度的付费率按照 2020 年全年的平均付费率进行预测。

ARPPU 值的预测：2020 年 11-12 月的 ARPPU 值按照 8-10 月的平均进行预测，2021 年及以后各个年度的预测，按照 2020 年全年 ARPPU 值平均数进行预测。

实收比例的预测：2020 年 11-12 月的实收比例，在分析其趋势的基础上，按照一定的比例进行预测。2021 年各月的实收比例采用最近 12 个月的平均实收比例进行预测。2022 年及以后各个年度的实收比例，按照 2021 年全年平均实收比例进行预测。

基于上述预测假设与参数选取，ARPG 类游戏 2019-2021 年各月经营数据预测结果如下：

单位：万(ARPPU 除外)

月份	累计注册用户数	付费流水	ARPPU
2019 年 1 月	8,291.95	90,808.52	330
2019 年 2 月	10,132.80	98,128.33	386
2019 年 3 月	11,931.72	101,685.33	443
2019 年 4 月	14,057.42	93,116.09	447
2019 年 5 月	16,400.53	92,250.19	423
2019 年 6 月	18,709.17	82,922.41	424
2019 年 7 月	20,619.86	74,011.89	440
2019 年 8 月	22,817.31	72,862.56	423
2019 年 9 月	24,664.02	63,360.12	391
2019 年 10 月	26,977.73	74,981.93	378
2019 年 11 月	29,165.19	74,717.21	363
2019 年 12 月	31,174.97	77,243.29	435
2020 年 1 月	34,039.66	82,286.07	434
2020 年 2 月	39,379.64	102,819.32	375
2020 年 3 月	45,626.84	107,722.99	472
2020 年 4 月	48,782.40	74,770.64	494
2020 年 5 月	50,504.21	63,274.69	519
2020 年 6 月	51,637.44	52,172.90	549
2020 年 7 月	53,209.38	43,395.19	516
2020 年 8 月	54,650.86	47,333.00	587
2020 年 9 月	55,776.93	40,222.21	539
2020 年 10 月	57,116.89	42,703.52	571
2020 年 11 月	58,489.04	45,117.55	566
2020 年 12 月	59,894.15	46,176.62	566
2021 年 1 月	63,310.66	91,025.97	516
2021 年 2 月	66,738.19	102,184.72	516
2021 年 3 月	69,779.92	95,533.11	516
2021 年 4 月	72,302.81	81,680.38	516
2021 年 5 月	74,718.05