

宋城演艺发展股份有限公司

关于

深圳证券交易所创业板公司管理部问询函

之

答复报告

深圳证券交易所创业板公司管理部：

宋城演艺发展股份有限公司于 2018 年 6 月 28 日收到贵部下发的《关于宋城演艺发展股份有限公司的问询函》（创业板问询函【2018】第 277 号，以下简称“《问询函》”），我公司及相关中介机构对《问询函》进行了认真研究和落实，并按照《问询函》的要求对所涉及的事项进行了资料补充和问题答复，现提交贵部，请予审核。

本回复报告中的简称与《宋城演艺发展股份有限公司关于子公司北京六间房科技有限公司与北京密境和风科技有限公司进行重组的公告》（公告编号：2018-024）保持一致。

1、你公司在公告中称，在本次交易后，前次重组的交易对方对北京六间房科技有限公司（以下简称“六间房”）的业绩承诺将继续按照前次重组的《业绩补偿协议》执行，本次重组后北京密境和风科技有限公司（以下简称“密境和风”）对六间房的业绩影响将在计算六间房承诺业绩完成情况时予以扣除。请补充说明：（1）鉴于原有的《业绩补偿协议》是建立在六间房成为你公司全资子公司的前提下签署，本次交易完成后，六间房将成为你公司的参股公司，原有的《业绩补偿协议》的基础已不存在，原有的《业绩补偿协议》是否仍有效，本次交易是否属于变更业绩承诺的情形，是否符合中国证监会《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》的规定；（2）本次交易完成后，六间房与密境和风是否会进行业务整合，如是，六间房 2018 年的业绩是否真正可以实现独立核算；（3）本次交易完成后，你公司保障原有业绩承诺的可执行性所采取的具体措施。

答复：

一、本次交易不属于变更业绩承诺的情形，符合中国证监会《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》的规定

1、六间房历年承诺业绩完成情况良好

根据宋城演艺前次重大资产重组收购六间房过程中与前次重组的交易对方签署的《业绩承诺与补偿协议》，前次重组的交易对方承诺六间房 2015-2018 年度扣除非经常性损益的净利润分别不低于 1.51 亿元、2.11 亿元、2.75 亿元和 3.57 亿元，六间房 2015、2016、2017 年实际分别实现扣除非经常性损益的净利润约 1.62 亿元、2.30 亿元、2.85 亿元，六间房 2015-2017 年实际实现的扣除非经常性损益后的净利润均超过交易对方对其该年度的业绩承诺水平。

单位：万元

	2015	2016	2017	2018
前次重组的交易对方承诺的六间房业绩（扣除非经常性损益后净利润）	15,100.00	21,100.00	27,500.00	35,700.00
六间房实际实现扣除非经常性损益后净利润	16,207.24	22,960.15	28,502.44	N.A.
六间房实际实现扣除非经常性损益后净利润超过承诺业绩的金额	1,107.24	1,860.15	1,002.44	N.A.

2、前次重组的交易对方将继续执行《业绩承诺与补偿协议》，原业绩补偿协议执行的基础仍然存在

根据宋城演艺与前次重组的交易对方签订的《业绩承诺与补偿协议》，交易承诺主体及补偿义务方为前次重组的交易对方，为了保障中小股东的利益，在本次交易后，前次重组的交易对方仍将继续执行前次重组的《业绩承诺与补偿协议》。

本次交易完成后，六间房 2018 年的业绩可以清晰辨认。交易完成后，密境和风成为六间房子公司，密境和风、密境和风原有子公司、六间房以及六间房原有的子公司不仅是独立的企业法人，更是独立的会计主体，应当分别反映各自的资产状况、经营成果和现金流量，在此基础上，六间房作为控股公司应当编制重组后集团公司的合并报表，同时根据业务需要，公司可以根据重组前的架构对六间房原有合并报表范围内公司的业绩进行模拟合并，委托会计师出具重组前架构下六间房的模拟合并报表。因此，六间房 2018 年的业绩可以清晰辨认，可以与密境和风及密境和风原有合并报表范围内公司的业绩进行清晰划分，本次交易后密境和风对六间房的业绩影响将在计算六间房承诺业绩完成情况时予以扣除。

前次重组交易的交易补偿对象仍为宋城演艺，交易补偿对象未发生变化；与此同时，标的公司六间房管理层未发生重大变化，能够保障前次重组的《业绩补偿协议》得以有效执行。

3、本次交易的相关协议中对宋城演艺继续享有前次交易《业绩承诺与补偿协议》中关于六间房业绩未达承诺情形下取得补偿的权利做了特别约定

本次交易签署的《重组协议》、《股东协议》中对前次重组的业绩补偿情况做了特别披露和约定：宋城演艺前次重组收购六间房 100% 股权过程中签署了《发行股份及支付现金购买资产协议》及《业绩承诺与补偿协议》，宋城演艺仍将享有上述协议中关于业绩未达承诺情形下取得补偿的权利。补偿的主体为宋城演艺前次重大资产重组的交易对方刘岩、姜宏、朱晓明、杨小龙、高宇庆、卢宝刚、王望记和孙明琪。六间房 2018 年的业绩承诺考核的核算范围仅限于六间房自身及六间房现有子公司和分支机构，不包括密境和风及其他重组后集团公司成员。

综上所述，在本次交易后，六间房的业绩承诺将继续按照前次重组的《业绩补偿协议》执行，且本次重组后密境和风对六间房的业绩影响在计算六间房承诺业绩完成情况时将予以扣除。因此，前次重组《业绩补偿协议》的基础仍然存在，这种情况下的交易符合证监会《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》的相关规定。

二、六间房与密境和风的业务整合情况及六间房 2018 年的业绩可以清晰的核算的说明

本次交易完成后，重组后集团公司将对外开展视频直播及互联网演艺业务。未来重组后集团公司将在公司架构、业务范畴、运营流程、财务管理等方面进行整合，以实现用户流量、主播资源、运营能力、成本效益以及品牌影响力等方面最佳的协同及规模效应。

考虑到本次交易尚需提交股东大会审议、过渡期及后续交割等事项的影响，同时也考虑到重组双方需要一定时间熟悉各自战略布局、业务流程、运营策略。2018 年，重组后集团公司将继续保持“六间房”和“花椒”双品牌独立运

营，并在公司架构、业务范畴、运营流程、财务管理等方面保持独立，重组后六间房和密境和风在业务范畴上能够清晰划分、财务业绩上能够独立核算。

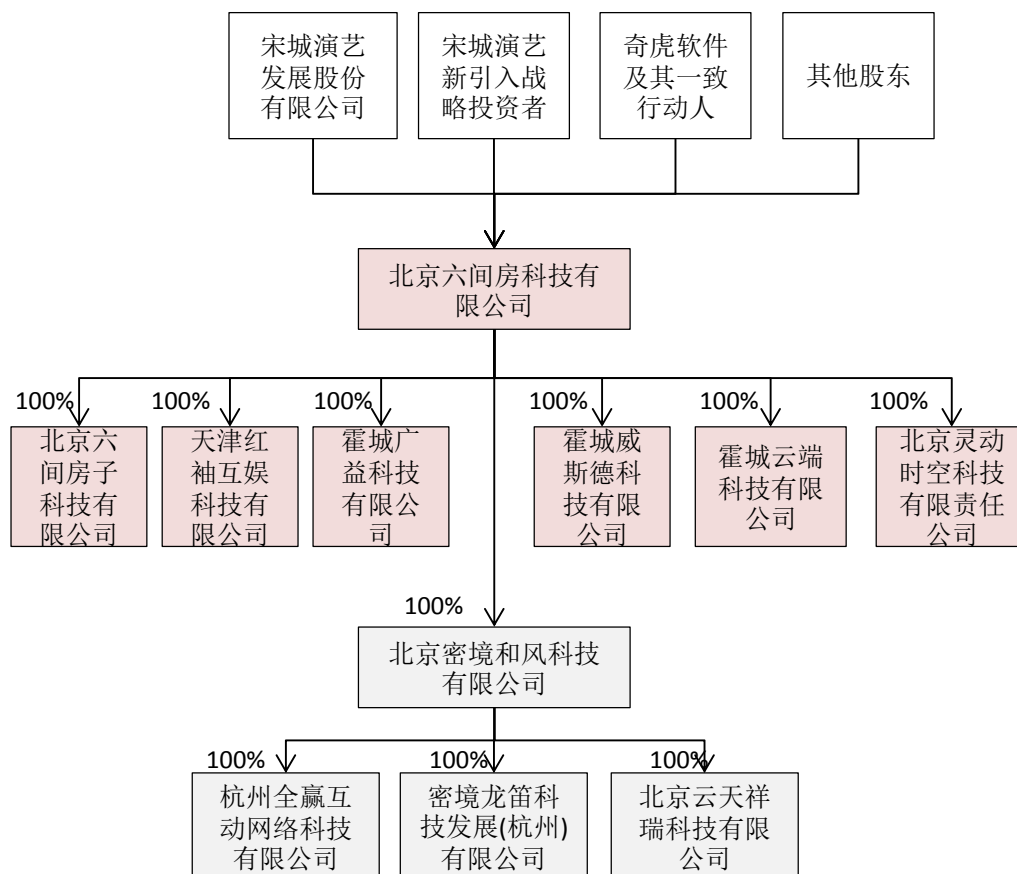
本次交易前，六间房主要运营 6.cn 互联网演艺平台，密境和风主要运营花椒直播平台。本次交易前，六间房的下属子公司情况如下：

序号	子公司	出资比例
1	北京六间房子科技有限公司	100%
2	天津红袖互娱科技有限公司	100%
3	霍城广益科技有限公司	100%
4	霍城威斯德科技有限公司	100%
5	霍城云端科技有限公司	100%
6	北京灵动时空科技有限责任公司	100%

本次交易前，密境和风的下属子公司情况如下：

序号	子公司名称	出资比例
1	杭州全赢互动网络科技有限公司	100%
2	密境龙笛科技发展(杭州)有限公司	100%
3	北京云天祥瑞科技有限公司	100%

本次交易完成后，密境和风及其下属子公司成为六间房的子公司，本次交易完成后，重组后集团公司股权架构图如下：



本次交易完成后，六间房 2018 年的业绩可以清晰辨认。交易完成后，密境和风成为六间房子公司，密境和风、六间房以及六间房原有的子公司不仅是独立的企业法人，更是独立的会计主体，应当分别反映各自的资产状况、经营成果和现金流量，在此基础上，六间房作为控股公司应当编制重组后集团公司的合并报表，同时根据业务需要，公司可以根据重组前的架构对六间房原有合并报表范围内公司的业绩进行模拟合并，委托会计师出具重组前架构下六间房的模拟合并报表。因此，六间房 2018 年的业绩可以清晰辨认，可以与密境和风原有合并报表范围内公司的业绩进行清晰划分，本次交易后密境和风对六间房的业绩影响将在计算六间房承诺业绩完成情况时予以扣除。

综上所述，重组后集团公司未来必然进行整合，以实现最佳的协同及规模效应。2018 年，重组后集团公司将继续保持“六间房”和“花椒”双品牌独立运营，并在公司架构、业务范畴、运营流程、财务管理等方面保持独立，而且六间房 2018 年的业绩可以清晰辨认。因此，上市公司前次重大资产重组的交易对方具备继续履行六间房的业绩承诺的条件。

三、本次交易完成后，保障原有业绩承诺的可执行性所采取的具体措施

本次交易中，上市公司采取了如下措施保障原有业绩承诺的可执行性：

1、本次交易签署的相关协议中对原有业绩承诺进行了约定

根据本次交易签署的相关协议，宋城演艺目前仍将享有前次交易业绩承诺与补偿协议中关于业绩未达承诺情形下取得补偿的权利，补偿的主体为宋城演艺前次重大资产重组的交易对方刘岩、姜宏、朱晓明、杨小龙、高宇庆、卢宝刚、王望记和孙明琪。六间房 2018 年的业绩承诺考核的核算范围仅限于六间房自身及六间房现有子公司和分支机构，不包括密境和风及其他重组后集团公司成员。

2、本次交易的交易架构设计上能够充分保障原有业绩承诺的可执行性

重组后密境和风成为六间房的全资子公司，六间房与密境和风均作为独立的会计主体核算业绩，而且六间房 2018 年的业绩可以清晰辨认，能够充分保障原有业绩承诺的可执行性。

3、前次重组交易对方承诺继续履行前次重组的业绩承诺及六间房的管理层保持稳定有助于保障原有业绩承诺的可执行性

前次重组交易对方承诺在本次交易后，前次重组中六间房的业绩承诺将继续按照前次重组的《业绩补偿协议》执行，且本次交易后密境和风对六间房的业绩影响在计算六间房承诺业绩完成情况时将予以扣除。与此同时，本次交易完成后，六间房的主要管理层将保持稳定，上述安排有助于保障原有业绩承诺的可执行性。

4、本次交易交割时点有助于保障原有业绩承诺的可执行性

考虑到本次交易尚需提交股东大会审议、过渡期等事项的影响，本次交易的交割预计在 2018 年 9 月底完成，考虑到标的公司 2018 年 1-9 月业绩已并入上市公司，上述交割时点有助于保障原有业绩承诺的可执行性。

5、历史期间六间房业绩的稳定性有助于保障原有业绩承诺的可执行性

前次重组标的公司六间房 2015、2016、2017 年实际分别实现扣除非经常性损益的净利润约 1.62 亿元、2.30 亿元、2.85 亿元，历史期间六间房业务发展及

业绩具有一定的稳定性，六间房的 2018 年业绩也将延续此前的稳定增长的趋势，前次重组的标的公司六间房业绩的稳定性能对原有业绩承诺的可执行性提供有效保障。

2、2017 年 3 月，六间房通过支付现金 3.8 亿元收购北京灵动时空科技有限责任公司（以下简称“灵动时空”）100%股权，灵动时空 2017 年实现净利润 0.41 亿元。六间房 2017 年实现净利润 2.85 亿元，扣除灵动时空对六间房的业绩影响，六间房实现的净利润低于 2017 年业绩承诺的 2.75 亿元。请补充说明：

（1）你公司 2017 年对六间房进行商誉减值测试的具体过程以及未计提商誉减值损失的合理性，请注册会计师进行核查并发表明确意见；（2）六间房收购灵动时空的资金来源，六间房在本次交易的协议签署日前进行高额分红的原因，本次分红与收购灵动时空是否存在关系。

答复：

一、公司 2017 年对六间房进行商誉减值测试的具体过程以及未计提商誉减值损失的合理性，请注册会计师进行核查并发表明确意见

（一）2017 年公司六间房进行商誉减值测试的具体过程

1、六间房商誉的确认依据

商誉是指能在未来期间为企业经营带来超额利润的潜在经济价值，或一家企业预期的获利能力超过可辨认资产正常获利能力的资本化价值，商誉是企业整体价值的组成部分。根据企业会计准则第 20 号准则规定：商誉的初始计量为购买方的合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额。

根据北京中企华资产评估有限责任公司出具的中企华评报字(2015)3078 号评估报告记载的截至 2014 年 12 月 31 日评估价值 261,398.31 万元为基数，考虑杭州宋城集团控股有限公司（以下简称“宋城集团”）先行受让北京六间房公司 62% 股权过桥时收到从标的公司分配来的资金及宋城集团为此过桥承担的资金成本应由宋城演艺承担，经过调整后，宋城演艺收购六间房的交易价格（即合并成本）为 2,567,245,900.95 元，减去 2015 年 7 月 31 日合并日被合并方可辨认净资产公允价值 197,198,486.24 元，形成商誉 2,370,047,414.71 元。由于收购标

的是六间房，其业务单一，商誉无需分配，六间房本身作为一个独立的资产组。

2、公司对六间房商誉的减值测试

根据企业会计准则第 8 号《资产减值》中的商誉减值处理要求：企业合并所形成的商誉，至少应当在每年年度终了进行减值测试。企业进行资产减值测试，对于因企业合并形成的商誉的账面价值，应当自购买日起按照合理的方法分摊至相关的资产组；难以分摊至相关的资产组的，应当将其分摊至相关的资产组组合。商誉应当结合与其相关的资产组或者资产组组合进行减值测试。比较这些相关资产组或者资产组组合的账面价值（包括所分摊的商誉的账面价值部分）与其可收回金额，如相关资产组或者资产组组合的可收回金额低于其账面价值的，应当确认商誉的减值损失。预计资产的未来现金流量，应当以经企业管理层批准的最近财务预算或者预测数据，以及该预算或者预测期之后年份稳定的或者递减的增长率为基础。企业管理层如能证明递增的增长率是合理的，可以以递增的增长率为基础。建立在预算或者预测基础上的预计现金流量最多涵盖 5 年，企业管理层如能证明更长的期间是合理的，可以涵盖更长的期间。在对预算或者预测期之后年份的现金流量进行预计时，所使用的增长率除了企业能够证明更高的增长率是合理的之外，不应当超过企业经营的产品、市场、所处的行业或者所在国家或者地区的长期平均增长率，或者该资产所处市场的长期平均增长率。2017 年公司对六间房商誉的减值测试过程如下：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年-永续
营业收入	72,715.28	109,021.25	124,013.40	141,375.28	151,271.54	157,322.41	160,468.85	162,073.54	162,073.54
营业成本	35,496.53	53,676.77	59,750.84	67,860.13	72,610.34	75,514.76	77,025.05	77,795.30	77,795.30
税金及附加	103.85	274.26	300.80	353.44	378.18	393.31	401.17	405.18	405.18
减：销售、管理、财务费用	18,085.03	29,460.67	35,056.30	35,328.02	37,802.08	39,314.80	40,101.41	40,502.58	40,502.58
资产减值损失	23.04	25.30	38.63						
加：投资收益	200.42	777.99	1,631.00						
营业外收支净额	526.06	384.72	-65.34						
所得税	2,908.57	3,241.71	1,509.19	1,876.22	2,007.50	2,087.77	2,129.51	2,150.80	2,150.80
净利润	16,824.75	23,505.26	28,923.29	35,957.47	38,473.44	40,011.77	40,811.71	41,219.68	41,219.68
公司自由现金流				37,180.09	39,266.32	40,544.19	40,408.30	40,815.94	41,319.58
折现率				12.63%	12.63%	12.63%	12.63%	12.63%	12.63%
历年折现值				35,032.97	32,848.82	30,113.50	26,646.27	23,896.19	191,485.99
经营性现金流现值				340,023.75					
股东全部权益价值				373,100.00					

注：2017年为合并北京灵动时空科技有限责任公司的合并报表数据。

（1）未来年度营业收入预测

本次测算根据历史数据为基础，同时结合我国社交视频行业市场的发展趋势及北京六间房核心竞争力、经营状况等因素进行了综合考量。近几年，公司的互联网演艺平台运营业务收入增速放缓，参考 2015-2017 年营业收入增长率 63%、50%和 14%，公司按照预测未来年度的六间房互联网演艺收入增速为 14%、7%、4%、2%、1%。

（2）未来年度主营成本预测

主营业务成本主要包括服务器托管费用、折旧及摊销、工资及福利、表演者与社区角色劳务费用、第三方平台费用及游戏分成费用等费用组成。六间房 2015 年-2017 年营业成本占比营业收入在 48%左右，较为稳定。本次参考历史年度发生情况并结合未来六间房经营规模的发展情况，采用营业成本率按照 48%进行预测。

（3）未来年度销售费用预测

六间房的销售费用主要包括工资薪酬、代理销售费用、推广费、节目宣传制作费、广告费、及折旧摊销等。六间房 2015 年-2017 年销售费用占比营业收入在 19%-22%左右。本次参考历史年度发生情况并结合未来六间房经营规模的发展情况，采用销售费用占比营业收入按照 20%进行预测。

（4）未来年度管理费用预测

六间房的管理费用主要包括工资薪酬、研发费用、房租及物业费、办公费、业务招待费、差旅费、中介机构费及折旧摊销等。六间房 2015 年-2017 年管理费用占比营业收入在 4%-5%左右。本次参考历史年度发生情况并结合未来六间房经营规模的发展情况，采用管理费用占比营业收入按照 5%进行预测。

（5）增值税、税金及附加的预测

增值税税率为 6%，销项税根据上表中预估的收入计算，进项税根据上表中营业成本计算，预估 2020-2022 年更新固定资产原值 2,600 万元产生进项税 442 万元。

税金及附加主要包括城市维护建设税及教育费附加。各类附加税按照 2015 年-2017 年占比营业收入在 0.14%至 0.25%左右。本次参考历史年度发生情况并结合未来六间房经营规模的发展情况，采用税金及附加占比营业收入按照 0.25%进行预测。

(6) 所得税的预测

本次预测假设公司高新技术企业认证期满后仍可继续获得高新技术企业认证并享受地方相关税收优惠政策进行预测。

(7) 折现率的确定

折现率选取加权平均资本成本(WACC)。

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

公式中： K_e ：权益资本成本；

K_d ：债务资本成本（五年以上贷款利率， $K_d=4.9\%$ ）；

T ：所得税率（15%）；

$E/(D+E)$ ：股权占总资本比率（根据类似上市公司计算得出 15.5%，）；

$D/(D+E)$ ：债务占总资本比率（根据类似上市公司计算得出 84.5%，）；

其中： $K_e=R_f + \beta \times RP_m + R_c$

R_f =无风险报酬率（根据 2017 年末银行间固定利率国债收益率(5 年期)的平均收益率确定 3.7103%）；

RP_m =市场风险溢价（6%）；

R_c =企业特定风险调整系数（5%）。

=企业风险系数；

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；

（根据类似上市公司 Beta 计算确定出各公司无财务杠杆 $\beta_U = 0.7826$ 后计算得出 $\beta_L = 0.9162$ ）

经计算，折现率即加权平均资本成本(WACC)=12.63%

（8）收益法预测结果

六间房企业整体价值的计算结果：取整等于 373,100.00 万元。

六间房账面净资产 81,464.82 万元，增值 291,635.18 万元，扣减六间房和灵动时空商誉 274,139.76 万元，未减值。

3、会计师对公司六间房商誉减值测试的复核

会计师核查了公司商誉减值测试的具体过程，认为营业收入在历史数据的增长率上所采用的预测增长率相对谨慎。营业成本、销售费用、管理费用基本用占比营业收入的比率进行测试，参考了历史数据，预测数基本沿用了历史数据，相对合理。

同时会计师聘请了专业机构银信资产评估有限公司对六间房商誉的减值测试进行复核，并出具了“银信核报字（2018）沪第 003”号复核报告，复核结论：方法选取合理；假设条件合理；计算过程合理。

公司在收购六间房时签订的《业绩承诺与补偿协议》中约定六间房 2015 年至 2018 年需实现扣除非经常性损益的孰低的净利润指标分别为 1.51 亿元、2.11 亿元、2.75 亿元和 3.57 亿元。收购完成后，六间房运营平稳，业绩逐年上升，2014 年至 2017 年，其签约表演者增长 480%、月均页面浏览量增长 44.95%、注册用户数增长 97.33%、网页端月活跃用户和移动端月活跃用户增长 128.38%、日均演艺总时长增长 300.00%，各项指标均呈现大幅增长，且 2015 年、2016 年至 2017 年六间房合并报表数据均超额完成承诺业绩指标。因此，从目前来看，虽然存在竞争，但没有其他证据表明行业存在下滑趋势。

（二）未计提六间房商誉减值损失的合理性

2017年3月，六间房通过支付现金3.8亿元收购灵动时空100%股权，协议约定3.8亿元的交易对价将分为4期支付：股权转让工商变更登记完成之日起十个工作日内，支付51%，即19,380万元；灵动时空2017年度、2018年度、2019年度于《审计报告》出具之后十个工作日内分别支付6,144.60万元、6,144.60万元和6,330.80万元。灵动时空2017年实现净利润0.41亿元，2017年3月31日为灵动时空收购日，六间房合并灵动时空2017年4-12月净利润为0.37亿元，六间房合并报表2017年扣除非经常性损益后实现净利润2.85亿元，完成对宋城演艺的业绩对赌的2.75亿元。

2017年六间房收购灵动时空是正常的企业投资行为。由于六间房的经营特点，其经营活动产生的现金流情况较好，经过几年运营，六间房账面滚存现金非常充足。六间房在充分考虑各部门的资金使用计划后，将多余的资金用于购买银行理财产品。截至2016年12月31日，六间房账面货币资金为1.18亿元，账面其他流动资产中银行理财产品达3.44亿元。

六间房一直在寻找与自身业务能够产生较好协同效应的收购项目，经过调研、中介机构尽调、审计和评估后，六间房在2017年3月以3.8亿元的价格收购了灵动时空。收购完成后，灵动时空的净利润对六间房的对赌业绩是有价值贡献的，2017年灵动时空全年实际完成净利润0.41亿元，贡献给六间房合并报表的净利润为0.37亿元。

六间房收购灵动时空所有的收购资金全部是六间房自有资金，不存在向股东方或向银行借款的情况，收购行为也是六间房正常的企业投资行为，形成的利润根据企业会计准则应当归属于六间房合并报表净利润。而宋城演艺前次重大资产重组收购六间房过程中相关交易签订的业绩承诺中的六间房业绩指标是指六间房合并报表的净利润，应包括六间房通过企业合并方式取得灵动时空而产生的净利润。在计算六间房商誉减值测试时，2017年的实际数为包括灵动时空的合并报表数据，在预测2018年至2022年数据时，所有报表项目的预测数据也都是在合并灵动时空的数据基础上进行预测的。经上述减值测试后，六间房形成的商誉未减值，减值测试过程是合理的。

（三）会计师核查意见

经核查，会计师认为：

1、公司对六间房进行商誉减值测试的具体过程是符合企业会计准则的要求，经测试未出现商誉减值。

2、在计算六间房商誉减值测试时，2017 年的实际数包括灵动时空的合并报表数据，在预测 2018 年至 2022 年数据时，所有报表项目的预测数据也都是在合并灵动时空的数据基础上进行预测的。经过上述预测减值测试后，六间房形成的商誉发现未减值，减值测试过程是合理的。

二、六间房收购灵动时空的资金来源，六间房在本次交易的协议签署日前进行高额分红的原因，本次分红与收购灵动时空是否存在关系

（一）六间房收购灵动时空的资金来源

1、六间房收购灵动时空的对价支付条款及截至目前的对价支付情况

2017年3月6日，宋城演艺全资子公司六间房与兰溪润博投资合伙企业（有限合伙）等交易对方签订《股权转让协议》，六间房拟通过支付现金的方式收购灵动时空 100%的股权。收购交易总对价为人民币 3.8 亿元。协议约定 3.8 亿元的交易对价将分为 4 期支付：

（1）股权转让工商变更登记完成之日起十个工作日内，支付 51%，即 19,380 万元；（2）灵动时空 2017 年度《审计报告》出具之后十个工作日内，支付 16.17%，即 6,144.60 万元；（3）灵动时空 2018 年度《审计报告》出具之后十个工作日内，支付 16.17%，即 6,144.60 万元；（4）灵动时空 2019 年度《审计报告》出具之后十个工作日内，支付 16.66%，即 6,330.80 万元。

六间房于 2017 年 3 月 10 日向灵动时空的原股东支付了首期 1.938 亿元的对价，于 2018 年 4 月 27 日向灵动时空的原股东支付了第二期 0.61446 亿元的对价。

2、六间房收购灵动时空的资金为六间房历年经营累积的自有资金，宋城演艺并未向六间房提供任何财务资助

自宋城演艺收购六间房的交易交割完成至今，宋城演艺并未向六间房提供任何形式的财务资助。六间房收购灵动时空支付的首期现金对价为六间房自有资金，来源于六间房的本身经营积累，六间房具备收购灵动时空的现金对价支付能力。2015年12月31日~2017年12月31日，六间房各年度期末现金及现金等价物与理财产品合计数如下表：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年
经营活动产生的现金流量净额	21,505.64	24,621.71	28,435.78
投资活动产生的现金流量净额	-21,578.06	-13,486.28	-12,591.51
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	0.00	0.00
期末现金及现金等价物余额	715.91	11,851.35	27,662.85
加:其他流动资产中的闲置资金理财产品余额	21,500.00	34,425.00	27,822.00
期末现金及现金等价物与理财产品合计数	22,215.91	46,276.35	55,484.85

2015年、2016年至2017年，六间房经营活动的现金流量净额分别为21,505.64万元、24,621.71万元、28,435.78万元；投资活动产生的现金流量净额分别为-21,578.06万元、-13,486.28万元、-12,591.51万元（已包含向灵动时空的原股东支付1.938亿元的首期现金对价）；期末现金及现金等价物与理财产品合计数分别为22,215.91万元、46,276.35万元、55,484.85万元。由上表可以看出，六间房收购灵动时空的资金来源自身经营积累，六间房本身的经营活动现金流入及累积的现金及现金等价物、理财产品余额足以支付收购灵动时空的相应对价，而且按照相关协议该等收购灵动时空所需的现金对价是分期支付的。后续六间房向灵动时空原股东支付的剩余现金对价，将由六间房继续以自有资金支付，宋城演艺不会为六间房提供财务资助。

（二）六间房于本次交易协议签署日前向宋城演艺分红的原因

1、宋城演艺收购六间房之后，六间房盈利情况良好

2015年7月20日，中国证监会出具《关于核准宋城演艺发展股份有限公司向刘岩等发行股份购买资产并募集资金的批复》，核准上市公司前次重大资产重组收购六间房事宜。宋城演艺收购六间房的前次重大资产重组于2015年7月完成资产交割。六间房2015、2016、2017年实际分别实现扣除非经常性损益的净利润约1.62亿元、2.30亿元、2.85亿元，超过前次重组交易对方对六间房

的对应年度的业绩承诺水平，盈利情况良好。2015年-2017年，六间房净利润、期末未分配利润、期末现金及现金等价物与理财产品余额分别如下表：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年
净利润（合并）	16,824.75	23,505.26	28,923.29
期末未分配利润（合并）	1,880.00	23,068.04	49,571.97
其中：母公司未分配利润	2,217.07	23,072.04	44,846.23
期末现金及现金等价物与理财产品合计（合并口径）	22,215.91	46,276.35	55,484.85

2015年-2017年，六间房盈利情况良好，现金充盈，六间房期末现金及现金等价物及理财产品合计分别为22,215.91万元、46,276.35万元、55,484.85万元。可供分配的母公司报表未分配利润分别为2,217.07万元、23,072.04万元、44,846.23万元。

2、本次分红为宋城演艺收购六间房交割完成后六间房的首次分红，符合商业逻辑及相关股东的诉求

截至2018年3月31日，六间房合并报表的货币资金余额约为5.94亿元，净营运资本（流动资产-流动负债）约为4.11亿元。六间房2018年3月31日的未经审计的合并财务报表中的未分配利润为5.84亿元。六间房董事会和宋城演艺综合考虑了六间房过往及目前的资产负债情况、日常业务开展的营运资金需求、未来发展的资本性投入等方面因素，在不影响六间房业务经营和未来发展资金所需的情况下决定分红4亿元，从而落实对六间房收购事项的部分投资收益。本次分红充分考虑了六间房未来经营性与资本性支出，不会对六间房日常经营活动产生影响。自前次重大资产重组交易交割之后，除了本次交易签署日前的4亿元分红之外，六间房在2015~2017年度并未对宋城演艺分红。本次分红符合商业逻辑及相关股东的诉求。

3、本次分红不会影响六间房的后续发展

六间房2018年5月31日的未经审计的财务报表的货币资金余额约为5.77亿元（注：六间房已于2018年4月27日向灵动时空的原股东支付了第二期0.61446亿元的对价），净营运资本（流动资产-流动负债）约为4.76亿元，扣除本次分红4亿元之后，六间房的货币资金余额约为1.77亿元，净营运资本约为0.76亿元。此外，六间房2017年经营活动产生的现金流量净额为2.84亿

元。分红实施完成之后，六间房的货币资金和后续经营活动产生的现金流量净额能够满足六间房的日常业务经营和未来资本性开支的投入规划所需。

（三）本次分红与收购灵动时空的关系

宋城演艺并未对六间房收购灵动时空事宜提供过任何财务资助，本次分红与六间房收购灵动时空无关。

3、根据六间房与密境和风的审计报告，六间房过去两年累计实现净利润 5.24 亿元，而密境和风过去两年合计亏损 5.79 亿元，请补充说明：（1）两家公司同属一个行业但盈利能力存在巨大差异的原因及合理性；（2）请结合两家公司营收和盈利情况补充说明本次交易估值的合理性，请评估师进行核查并发表明确意见；（3）重组后的六间房是否存在业绩承诺，如是，请补充说明其可实现性；（4）请结合两家公司的经营情况进一步说明本次交易对你公司的影响，本次交易是否改变了投资者的预期，是否有利于保护中小投资者的合法权益。

答复：

一、六间房与密境和风盈利能力存在差异的原因及合理性

六间房成立于 2006 年，其所运营的 www.6.cn 是一个基于平民艺人和粉丝关系的互联网社交平台。密境和风成立于 2014 年，其所运营的花椒直播是中国领先的多元化泛娱乐直播平台。

六间房与密境和风虽同属直播行业，但盈利能力存在差异具体原因如下：

1、细分行业竞争格局不同

六间房和密境和风均通过打造各自的内容和社交生态体系，形成了规模化的用户流量入口。六间房在网页端直播领域有较好的优势，密境和风在移动直播领域处于行业领先地位。

密境和风运营的花椒直播所处的移动直播领域兴起时间晚于网页端直播的兴起，移动直播在 2015 年兴起之后快速呈现爆发性增长的趋势，2016 年国内移动直播平台超过 100 家。为了在行业竞争中占优，移动直播领域的竞争者在主播资源及营销推广方面投入相对较大。从 2017 年下半年开始，移动直播行业

的集中度持续上升，以花椒直播为代表的移动直播头部公司的竞争壁垒日趋明显，行业新进入者日趋减少，行业内的整合可能会在未来成为趋势，移动直播行业的头部效应也会日趋明显，未来行业内头部公司的盈利水平有望改善。

六间房所在的网页端直播领域，由于发展年限较长，行业内的竞争格局在过去几年中相对较为稳定，行业大部分的市场份额长期被六间房、YY及天鸽互动三家网页端直播公司所占据，行业内新进入者较少。

2、公司业务发展阶段不同

密境和风成立于 2014 年底，在过去几年业务处于快速成长期，互联网公司早期及成长期阶段进行大规模的投入及市场推广为发展的常规路径，早期大规模投入积累用户提升产品用户体验导致公司阶段性亏损也是互联网公司的常规战略选择。随着密境和风业务的日趋成熟和娱乐直播行业头部市场地位的确立，密境和风的盈利水平将持续改善。

六间房成立于 2006 年，公司经过长期发展形成了目前的营收水平、盈利能力及行业影响力。公司业务模式较为成熟，公司步入常规发展阶段，已度过了需要大规模投入吸引用户的发展阶段。

3、公司运营策略不同

密境和风所运营的花椒直播在产品运营初期为吸引主播，支付给主播分成比例较高，随着密境和风业务的发展及行业地位的提升，密境和风逐步调减其与主播之间的分成比例。2017 年密境和风支付给主播的分成比例仍高于行业平均水平，随着未来密境和风支付给主播的分成比例逐渐向行业平均水平趋近，密境和风的盈利状况有望大幅度改善。

六间房的业务模式及运营策略较为成熟，其运营政策及主播分成比例保持稳定，六间房在用户向主播送礼过程中支付给主播的分成比例约为 40%，六间房的对于主播的分成比例低于从事移动直播业务的密境和风支付给主播的分成比例。

综上所述，六间房与密境和风盈利能力存在差异主要是细分行业竞争格局、业务发展阶段、运营策略的差异所致，是合理的。

二、本次交易估值的合理性

北京六间房科技有限公司拟与北京密境和风科技有限公司进行业务重组，本次评估按照有关法律、行政法规和资产评估准则的规定，坚持独立、客观、公正的原则，采用资产基础法、收益法，按照必要的评估程序，对北京六间房科技有限公司和北京密境和风科技有限公司股东全部权益在 2017 年 12 月 31 日的市场价值进行了评估。鉴于本次评估目的，收益法评估的途径能够客观合理地反映北京六间房科技有限公司和北京密境和风科技有限公司的价值。因此本次评估以收益法的结果作为最终评估结论。

本次采用收益法对北京六间房科技有限公司（由于六间房与北京灵动时空科技有限责任公司虽有关联协同，但主营业务分属不同的细分行业，故以下分析中六间房的数据均不包括北京灵动时空科技有限责任公司，本次评估将北京灵动时空有限责任公司的价值作为长期股权投资单独加回，以下简称“六间房”）和北京密境和风科技有限公司（母公司口径，以下简称“密境和风”）的股东全部权益价值进行评估，即以未来若干年度内的企业自由现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出经营性资产价值，然后再加上溢余资产价值、非经营性资产价值减去非经营性负债价值、长期股权投资价值，减去付息债务得出股东全部权益价值。

（一）六间房与密境和风具体测算过程

1. 六间房收益法的测算过程

（1）营业收入的测算过程

1) 历史营业收入

六间房历史年度主营业务收入按业务类别统计情况如下表所示：

单位：万元

项目类别	2016 年	2017 年
互联网演艺平台运营业务收入	107,144.74	117,158.17
信息服务收入	2.58	0.00
技术服务费收入	1,320.66	566.45
游戏联运	553.28	652.02
营业收入合计	109,021.26	118,376.64
增长率		8.58%

从历史数据可以看出，互联网演艺平台运营业务为六间房的主要经营业务，在收入占比均达到了 98% 以上。

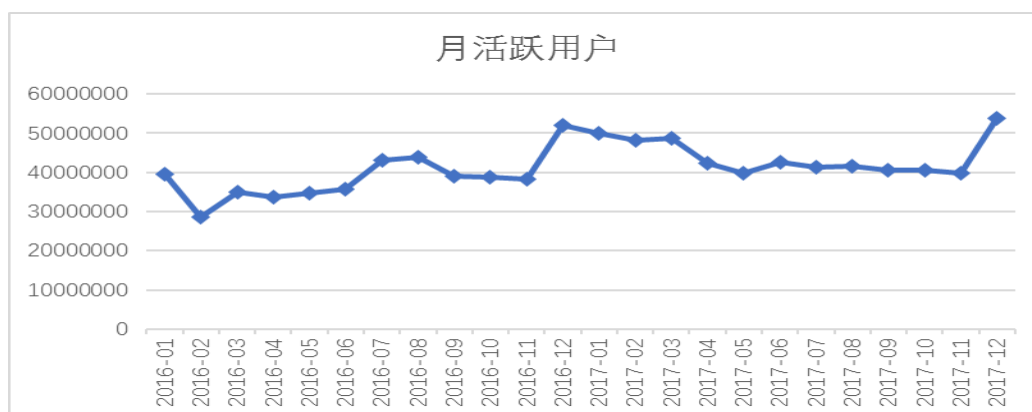
①互联网演艺平台运营业务

六间房互联网演艺平台运营业务由于用户稳定增长等原因，近两年都有一定的增长。六间房直播平台运营业务主要运营指标分析：

A、月活跃用户数

月活跃用户指每个月至少登陆两次的独立访客，该活跃用户根据电脑浏览器单独追踪，与注册用户无关。由于六间房互联网演艺平台不需要游客进行注册即可参与社区内互动，故该数据较能反映六间房互联网演艺平台有效的用户流量。2017 年全年六间房年度平均月活跃用户数已达 4300 万。

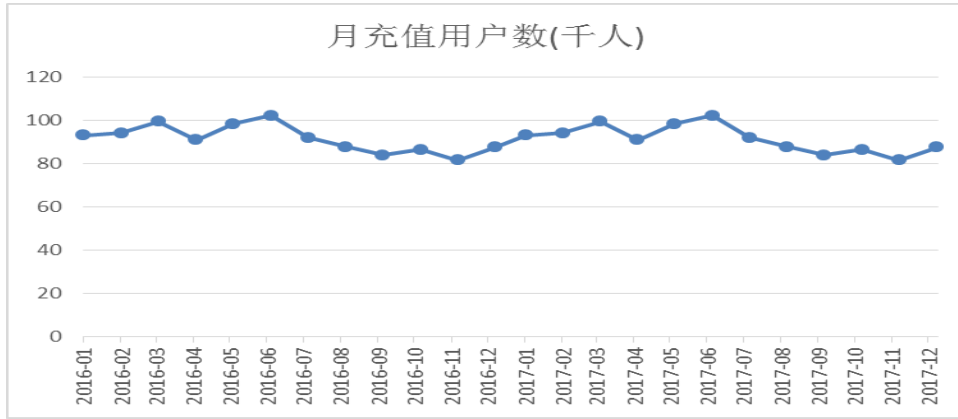
2016 年-2017 年月活跃用户数情况如下图：



从上图可以看出，六间房月活跃用户数近两年来一直呈现波动上升趋势，部分月份因为节假日原因会出现波动。

B、月充值用户数

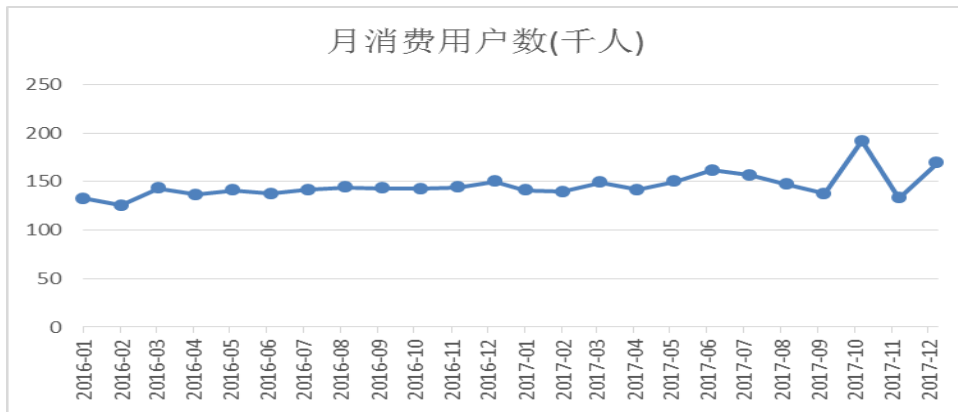
2016 年-2017 年月充值用户数情况如下图：



从上图可以看出，六间房月充值用户数近两年来波动较小，维持在 8 万到 10 万人左右。

C、月消费用户数

2016年-2017年的月消费用户数情况如下图：

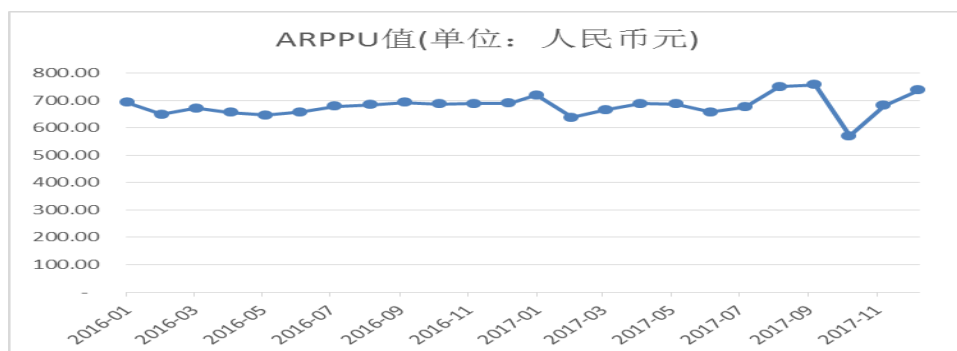


从上图可以看出，六间房月消费用户数近两年来波动较小，除了在 2017 年 10 月和 12 月出现了一波小高峰外，基本维持在 12.5 万到 15.6 万人左右。

D、ARPPU 值

ARPPU 值（收入/付费用户数）即每个消费用户的平均消费水平。

2016年-2017年的 ARPPU 值如下图：



从上图可以看出，互联网演艺平台运营业务的 ARPPU 值较高，虽然存在一定波动，但全年平均值相对稳定，且 2017 年全年平均数略高于 2016 年。

②游戏联运

A、游戏联运业务介绍

六间房基于互联网演艺平台，与上海游族、深圳墨麟等著名游戏开发商进行了游戏联运合作，将进入六间房互联网演艺平台客户导入游戏平台，并通过该些流量进行的消费活动获取游戏收入分成。公司采用全额法确认收入，并将给开发商的分成部分作为主营成本。公司自开展游戏联运业务以来，共接入了 15 款市场主流游戏。

B、历史年度收入分析

单位：万元

业务种类	2016 年度	2017 年度
游戏联运收入	553.28	652.02
游戏联运与互联网演艺平台运营业务比例	0.51%	0.55%

从上表可以看出，游戏联运业务金额较小，与互联网演艺平台运营业务比例较为稳定，游戏联运业务的用户均为六间房互联网演艺平台接入。

③技术服务业务

技术服务业务主要为六间房承接的项目技术开发服务收入。

2) 未来年度主营业务收入预测

①互联网演艺平台运营业务

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。中国互联网络信息中心(CNNIC)发布的第 41 次《中国互联网络发展状况统计报告》，报告显示，截至 2017 年 12 月，我国网民规模达 7.72 亿，全年共计新增网民 4074 万人。互联网普及率为 55.8%，较 2016 年底提升 2.6 个百分点。其中网络娱乐应用中网络直播用户规模年增长率最高，达到 22.6%；网络游戏最低，但也达到 5.9%。可见，我国网民对于网络娱乐的需求还在不断增加。



数据来源：第 41 次《中国互联网络发展状况统计报告》

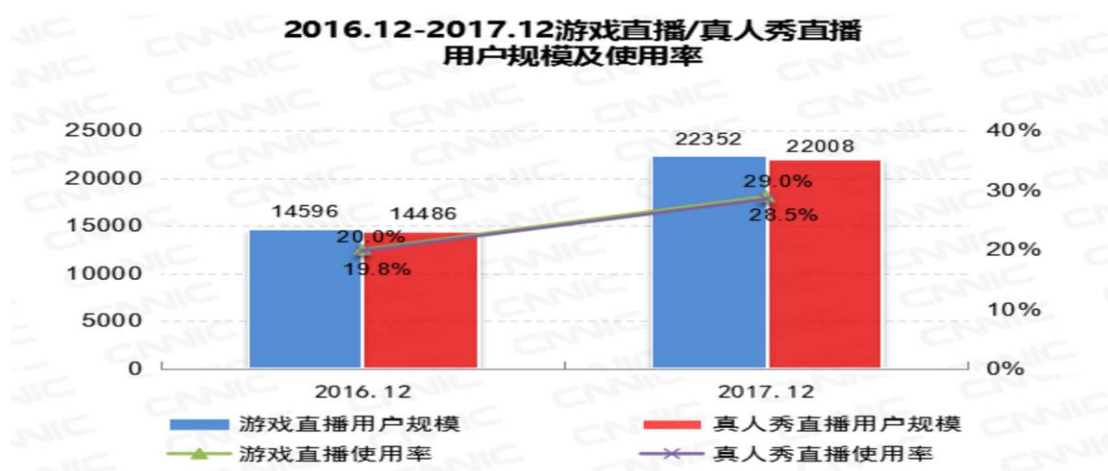
从移动端角度来看，截至 2017 年 12 月，我国手机网民规模达 7.53 亿，较 2016 年底增加 5734 万人。网民中使用手机上网人群的占比由 2016 年的 95.1% 提升至 97.5%，网民手机上网比例继续攀升。预计未来年度移动端的用户将不断增长。



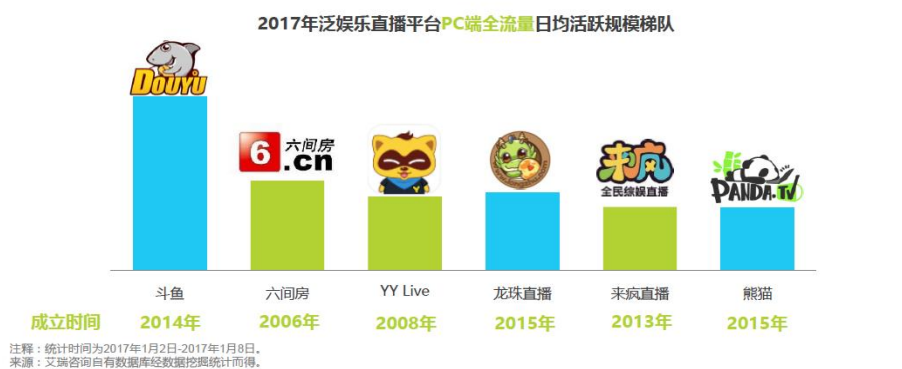
数据来源：第 41 次《中国互联网络发展状况统计报告》

从网络直播市场规模角度来看，截至 2017 年 12 月，网络直播用户规模达到 4.22 亿。其中，游戏直播用户规模达到 2.24 亿，较去年底增加 7756 万，占网民总体的 29.0%；真人秀直播用户规模达到 2.2 亿，较去年底增加 7522 万，

占网民总体的 28.5%。

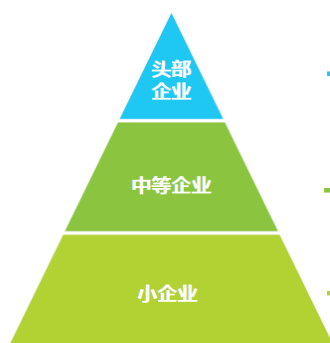


从网络直播行业的 PC 端格局角度来看，因 PC 端整体渗透率低于移动端，因此以日活百万作为划分依据，仅 6 个直播网站处于第一梯队，包括三个游戏平台 and 三个表演类平台。游戏类平台最初以游戏类玩家作为目标用户，自带流量基础，经过积累在 PC 端已形成相对稳定的优势地位。而表演类平台能进入此梯队者均为早期的秀场玩家，在移动直播兴起前已积累稳定的高粘性用户。企业的先发优势已奠定。



而对于整个网络直播行业来说，2016 年众多玩家进入网络直播行业，经过半年多的发展，至 2017 年初行业用户规模第一梯队格局基本稳定，预测未来用户会向第一梯队进一步集中。中等企业目前仍处于震荡期，未来用户拉新成本持续提高，对中等企业带来较大挑战。网络直播平台小企业众多，且多数平台内容不雅，但因流量过小仍处于政府监管盲区，未来政府加大查处力度，此类平台将面临大量风险。

2017年泛娱乐直播平台数量集中度示意图

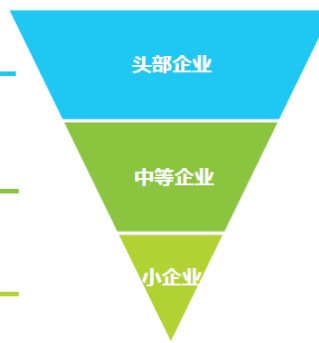


Top9企业，平均日活超200万，营收规模占比超70%。

Top9-Top25企业，平均日活超30万，营收规模占比约15%。

长尾部企业，目前存在过百平台，营收规模占比约15%。

2017年泛娱乐直播平台营收规模集中度示意图



来源：艾瑞咨询自主研发及绘制。

中国网络直播用户规模的增长动力一方面来源于中国网民总规模的持续扩大，另一方面来源于中国网民的娱乐化需求愈发明显，在娱乐的同时对互动性、时效性、社交性及多媒体性等娱乐属性要求逐渐提高，而网络直播平台凭借其多元属性融合的特征，能够同时满足用户多种需求，未来会受到更广泛网民的喜爱。同时由于六间房自身的经营，已成功占领了部分市场，同时积累了稳定的高粘性用户，六间房的先发优势已奠定，在未来也有吸引新用户的核心竞争力。

2018年，六间房为了应对新的市场环境，不断丰富产品功能和增加活动运营，同时建立分区精细化运营模式，调整分配运营规则，为六间房自身的健康有序发展打下了良好的基础。

本次评估根据数据库资料整理分析，以历史数据为基础，同时结合我国网络直播行业市场的发展趋势及六间房核心竞争力、经营状况等因素的基础上，预测未来年度的六间房互联网演艺平台运营业务收入。

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
六间房主营业务收入	129,266.15	139,745.23	149,242.14	158,798.82	166,355.05

(2)营业成本的预测

六间房其主营业务成本主要为带宽租用费用、折旧及摊销、工资及福利、主播劳务费用、第三方平台费用及游戏分成费用等费用组成。

带宽租用费用，是互联网公司由于网站用户流量的增加，将自己的服务器及相关设备托管到具有完善机房设施、高品质网络环境、丰富带宽资源和运营

经验以及对用户的网络和设备进行实时监控的网络数据中心内，以此使系统达到安全、可靠、稳定、高效运行的目的。一般均会在当地电信、网通或其他 ISP 运营商的 IDC 机房进行托管。对于宽带租用费用，由于公司技术的不断进步，能较好的控制该部分成本，故本次评估时，以 2017 年的费用来测算未来年度带宽需求。

主播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，以及六间房为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。2018 年六间房调整了与表演者及社区角色之间的分配方案，同时在 2018 年 1-4 月份该项费用占收入比例有了明显的下降，故本次评估出于谨慎性原则以比 2017 年占收入比例略低的比例进行预测。

第三方平台费用为用户通过第三方支付平台充值所产生的相关费用，本次评估按照合同中约定的分成比例并结合历史年度的收入比例进行预测。

游戏分成费用为六间房需支付给游戏开放商的游戏收入分成。本次评估根据 2016 年和 2017 年的平均毛利率进行预测。

人工工资包括工资、奖金等，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。

对于累计折旧及摊销的测算，除了现有存量资产外，以后各年为了维持正常经营，随着业务的增长，需要每年投入资金新增资产或对原有资产进行更新，根据资产的未来投资计划(未来年度的资本性支出形成的资产)，来测算折旧及摊销。

日常运营费用、许可使用费等费用按照历史年度的成本费用进行测算。

(3)税金及附加的预测

税金及附加包括城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加、防洪费、印花税、城镇土地使用税和房产税。

城市维护建设税按应交流转税的 7% 计缴(六间房霍城分公司按 5% 计缴)，教育费附加按应交流转税的 3% 计缴，地方教育费附加按应交流转税的 2% 计

缴，印花税按应交流转税的 0.03%计缴，关于房产税和城镇土地使用税根据新疆当地政策缴纳。

应交流转税根据增值税销项税抵扣进项税后的余额确定，其中销项税按不含税销售收入的 6%确定，进项税按照房租及物业费、推广费、代理费用等的 6%确定。

(4)销售费用预测说明

六间房的销售费用主要包括工资及福利、折旧、推广费、代理费用、房租及物业等费用。

人工工资包括工资、奖金、津贴等，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。

对于累计折旧的测算，除了现有存量资产外，以后各年为了维持正常经营，随着业务的增长，需要每年投入资金新增资产或对原有资产进行更新，根据企业的资本性支出情况，来测算年折旧。

代理销售费用为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，由于 2018 年公司重新调整了给部分分成规则，故本次评估以略低于 2017 年年度代理销售费用占收入的比例进行预测。

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。由于新用户的增加与推广力度有一定程度的相关，故本次评估参考历史年度单位年活跃用户维护成本并结合未来年度年活跃用户数量进行预测。

内容制作费主要为周期性主体节目的制作费用，由于公司未来年度对节目开发及投资没有扩大的规划，故本次评估根据 2017 年的费用水平进行预测。

对于市场费用、日常运营费用及其他等结合企业未来营业规模，对未来各年度进行预测。

(5)管理费用预测说明

六间房的管理费用主要包括工资和福利、折旧及摊销、专业机构费用和研发费等。

人工工资包括工资、奖金、津贴等，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。

对于累计折旧和摊销的测算，除了现有存量资产外，以后各年为了维持正常经营，随着业务的增长，需要每年投入资金新增资产或对原有资产进行更新，根据企业的资本性支出情况，来测算年折旧和摊销。

对于研发费用，本次评估结合企业历史年度研发费用投入情况以及未来年度的对研发项目的安排进行预测，并符合高新技术企业所要求的研发费用占销售收入比例的要求。

对于日常运营费用、房租及物业费等费用结合企业未来营业规模，对未来各年度进行预测。

(6) 折现率的确定

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 3.8807%。

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：被评估企业的所得税税率；

D/E：被评估企业的目标资本结构。

根据 Wind 资讯查询的沪深 A 股股票 100 周同行业类似上市公司 Beta 计算

确定，具体确定过程如下：

首先根据同行业类似上市公司的 Beta 计算出各公司无财务杠杆的 Beta，然后得出同行业类似上市公司无财务杠杆的平均 Beta 为 0.8800。由于企业无付息债务，故其无财务杠杆的 Beta 为 0.8800。

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 1928-2017 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.38%；国家风险补偿额取 0.81%。

则：MRP=6.38%+0.81%

=7.19%。

故本次市场风险溢价取 7.19%。

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。

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，同时以延迟播出的形式进行管理，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：随着网络直播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：主播为六间房网络直播平台运营的核心，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：公司网络直播平台运营业务目前的 ARPPU 值较高，若公司不能保持网络直播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：网络直播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，都会对网络直播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。

根据以上分析，企业特定风险调整系数 R_c 取 3%。

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。

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times MRP + R_c \\ &= 13.21\% \end{aligned}$$

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 $WACC=K_e=13.21\%$

(7)预测期后的价值确定

因收益期按永续确定，预测期后经营按稳定预测，故永续经营期年自由现金流，按预测末年自由现金流调整确定。主要调整包括：

资本性支出：按企业未来规划，若确保企业能够正常的稳定的持久的运营下去，结合目前企业资产的状况和更新投入资产的情况，确定预测期后每年的资本性支出金额为 500.23 万元；

折旧摊销费：根据企业预测年后的年资本性支出，结合企业的固定资产的折旧政策，确定预测期后每年的折旧摊销费为 424.89 万元；

主营业务成本：由于折旧费用发生变化，企业主营业务成本也相应变化，折旧费用的变化额，就是主营业务成本的调整数，故确定预测期后的主营业务成本为 75,612.07 万元；

销售费用：由于折旧费用发生变化，企业销售费用也相应变化，折旧费用的变化额，就是销售费用的调整数，故确定预测期后的销售费用为 35,702.11 万元；

管理费用：由于折旧摊销费用发生变化，企业管理费用也相应变化，折旧摊销费用的变化额，就是管理费用的调整数，故确定预测期后的管理费用为 6,931.59 万元；

则预测年后按上述调整后的年自由现金流为 40,798.82 万元。

(8) 测算过程和结果

根据上述各项预测，得到未来各年度企业自由现金流量。

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年至永续
企业自由现金流量	28,923.96	35,077.97	38,684.33	42,131.62	40,474.35	40,798.82

将收益期内各年预测自由现金流量折现，从而得出企业的营业性资产价值为 311,843.95 万元。

(9)其他资产和负债的评估

1)非经营性资产价值和非经营性负债价值的评估

非经营性资产、负债是指与被评估单位生产经营无关的，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产与负债。被评估单位的非经营性资产、负债包括其他流动资产、递延所得税资产、其他应付款、专项应付款和应付股利等，本次评估采用成本法进行评估。

故非经营性资产价值为 27,867.24 万元，非经营性负债价值为 58,656.00 万元。

2)溢余资产的评估

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产，主要为多余的货币资金，评估基准日溢余资产的评估值为 17,465.54 万元。

3)长期股权投资价值的确定

本次评估对长期股权投资评估方法的适用性进行了分析，涉及到具体企业，根据对企业的实际控制情况、企业特点、市场情况、资料的获取情况和对评估结论价值的影响程度等因素选择不同的具体方法。

资产评估专业人员查阅有关的投资协议、公司章程、出资证明、验资报告、营业执照、基准日资产负债表等有关资料，并对控股长期股权投资单位按照整体资产评估要求对其进行了现场实地勘察，在其股东投资时间、数额、比例、公司设立日期、注册资本、经营范围等均无误的基础上对长期股权投资单

位的股东全部权益价值予以评估。

其中，对于全资子公司-天津红袖互娱科技有限公司、霍城威斯德科技有限公司、霍城云端科技有限公司和霍城广益科技有限公司,由于目前市场上在选取参照物方面具有极大难度，且由于市场公开资料较缺乏，故不采用市场法，采用资产基础法、收益法两种方法分别进行评估。其中收益法已和母公司进行合并预测，因此按资产基础法评估后的股东全部权益价值乘以实际持股比例确定评估值。

对于全资子公司-北京灵动时空科技有限责任公司，由于目前市场上在选取相似参照物方面具有一定难度，且由于市场公开资料较缺乏，故不采用市场法，采用资产基础法、收益法两种方法分别进行评估，并按评估后的股东全部权益价值乘以实际持股比例确定评估值。

经评估，长期股权投资的价值为 42,003.79 万元。

(10)收益法评估结果

1)企业整体价值的计算

企业整体价值=经营性资产价值+非经营性资产价值-非经营性负债价值+溢余资产价值+长期股权投资价值

$$=311,843.95+27,867.24-58,656.00+17,465.54+42,003.79$$

$$=340,524.52 \text{ 万元}$$

2)付息债务价值的确定

付息债务主要是指被评估单位向金融机构或其他单位、个人等借入款项及相关利息，截至评估基准日企业无付息债务。

3)股东全部权益价值的计算

股东全部权益的市场价值=企业整体价值－付息债务价值

$$=340,524.52-0.00$$

$$=340,524.52 \text{ 万元}$$

2、北京密境和风科技有限公司收益法的测算过程

(1)营业收入的测算过程

1)历史营业收入

本次评估对于公司未来营业收入的预测是根据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。

单位：万元

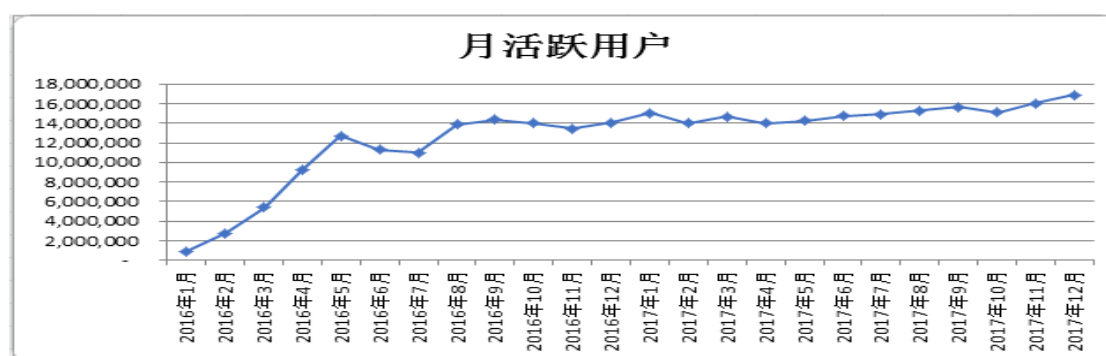
项目	2016年	2017年
移动互联网直播平台运营业务	106,611.88	240,898.12
广告业务	93.36	961.18
营业收入合计	106,705.23	241,859.30
增长率		126.66%

从历史数据可以看出，移动互联网直播平台运营业务为密境和风的主要经营业务，报告期各年收入占比均达到了 99%以上，广告业务收入占比较少。移动互联网直播平台运营业务从 2016 年开始产生收入并有爆发性增长，主要原因为密境和风运营的花椒 APP 自上线以来，用户数量呈现出较大增长，人均消费水平不断提高。

花椒直播平台运营业务主要运营指标分析如下：

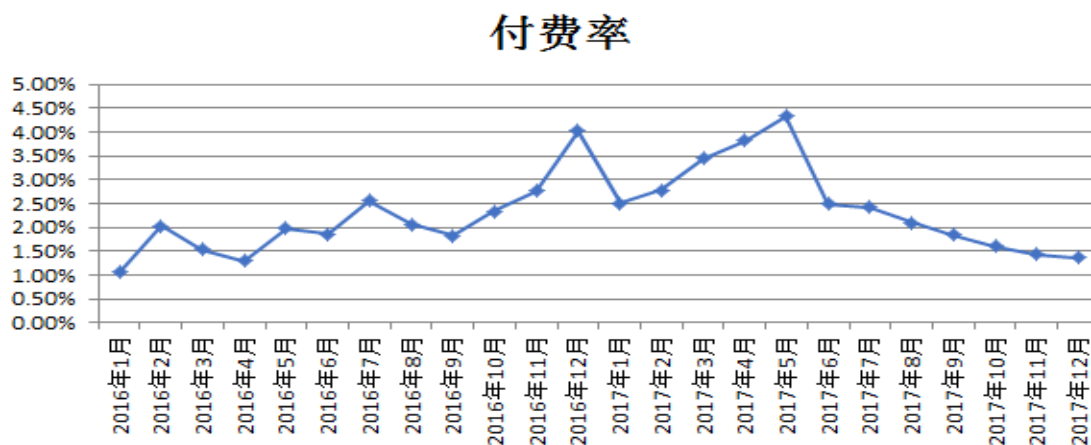
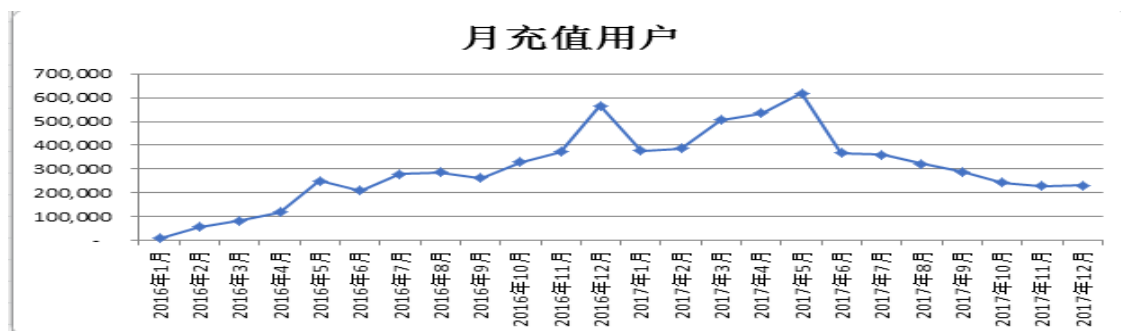
A、月活跃用户数

月活跃用户指每个月至少登陆两次的独立访客，该活跃用户根据手机 APP 单独追踪，与注册用户无关。历史年度月活跃用户情况如下表：



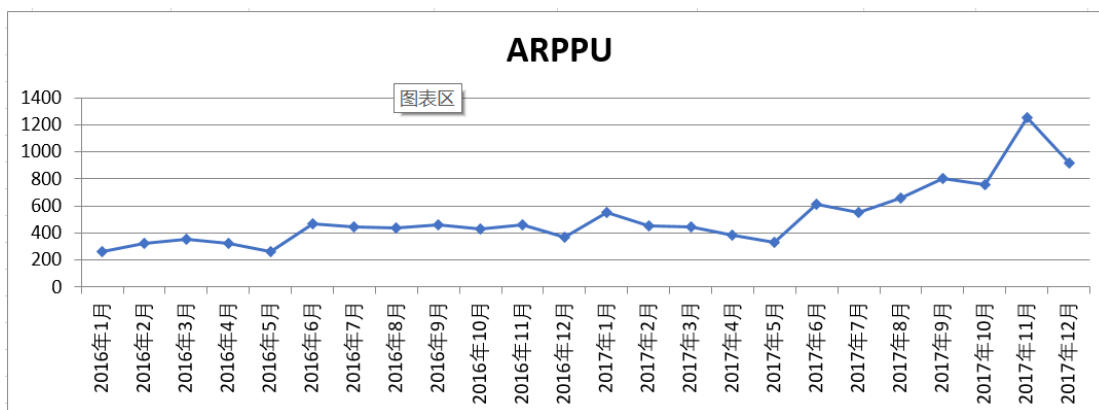
B、月充值用户数及月付费率

截至评估基准日，密境和风月充值用户数和付费率在 2017 年上半年之前均呈波动性增长趋势，2017 年 6 月开始，平台更加注重良性用户，风控意识增强，将大量非良性用户屏蔽，导致 2017 年下半年付费用户及付费率略有下降。



C、ARPPU 值

花椒直播平台的月 ARPPU 值保持着稳定增长趋势，但也存在一定波动。具体数据如下表所示：



②广告业务收入

密境和风基于花椒直播平台，利用该平台高达上千万的活跃用户的流量优势，为广告主提供广告服务和相关的流量服务。

2) 未来年度主营业务收入预测

企业未来年度收入主要来源于移动互联网直播平台、PC 端猫啵直播业务及

广告业务等几类收入。

①直播行业未来发展趋势

A、中国在线直播用户规模

iiMedia Research(艾媒咨询)数据显示,2017年在线直播用户规模达到3.98亿人,增长率为28.4%,预计2018年在线直播用户规模达4.60亿人,2019年达5.07亿人。艾媒咨询分析师认为,中国在线直播平台用户红利逐渐消失,头部平台已经形成稳定的用户规模和运营模式,同时明星主播资源基本垄断在头部平台,新入局者很难对头部平台造成强冲击。

2015年-2019年中国在线直播用户规模及预测



资料来源:艾媒咨询《2018Q1中国在线直播行业研究报告》

B、移动直播业务的空间远远比市场此前预期的要大,具有分析如下:

首先是流量费率越来越便宜之后,带来的视频内容需求大幅提高。中国互联网用户相比美国,除了人口数量的红利外,还有一个隐形红利,就是流量成本的红利。虽然中国的三大运营商都属于国有企业,但其竞争比美国更加市场化。各大运营商过去几年的流量费用越来越低,导致中国移动互联网用户的进入门槛很低。

其次是渠道下沉带来的新增用户。无论是电商中的阿里、京东,还是社交媒体的微博和陌陌,过去几年活跃用户数增长主要来自各类渠道的下沉。中国的三四五线城市提供了移动互联网最后的流量金矿。陌陌此前也大力推广了渠道下沉,获取了一批新的用户。这也是付费用户数重新开始增长的原因,同时

反映了这些新获取用户流量的转化能力。预计未来，付费用户数还会不断增长。

C、PC 端猫啾直播业务未来预测

猫啾直播是花椒全新推出的以 PC 客户端为主要载体的泛娱乐社交直播平台。猫啾直播通过公会运营，聚集了大量的明星、热门网红、校花校草等高流量 IP，用户定位聚焦于一二线城市的年轻群体，内容主要涵盖 PGC 娱乐、明星发布会、游戏直播、教育直播、娱乐发布会等。

猫啾业务于 2018 年 4 月内测、5 月公测，借助强大的流量支撑在娱乐直播市场与移动端形成强势互补。除娱乐直播之外，猫啾也将于近期推出“游戏直播”、“开黑工具”、三者进行业务互补。猫啾目前已吸引了直播行业中包括姿瓣、热度、华星、冰点、MJ 等在内的数十家知名公会入驻。相比于移动端直播用户的碎片化和低粘性，PC 端有自身独特的优势：大屏优势，更佳的视听感官体验；传输网络更顺畅；更适合复杂的专业直播等等，因此对于游戏竞技、娱乐、教育等方面的专业直播，PC 端更能吸引深度用户群体，而且用户的粘性和活跃度更高，这表明 PC 端直播在用户流量和变现方面依然有很大的增长潜力。

D、广告业务未来收入预测

根据中国互联网信息中心 2018 年 1 月披露的《第 41 次中国互联网络发展状况统计报告》显示，2017 年中国网络广告市场规模为 2957 亿元，在 2016 年基础上增长 28.8%，增速较上年有所提高。密境和风考虑到同行业上市公司的发展历史较长，广告业务模式相对成熟，而密境和风的广告业务模式尚未成熟，故将未来年度的广告业务占总收入比例确定为 2% 左右。

本次预测以历史数据为基础，同时综合考虑直播行业的发展趋势及密境和风未来发展规划、核心竞争力、经营状况等因素的基础之上进行预测。

单位：万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
密境和风主营业务收入	268,248.94	333,207.10	378,033.63	404,940.76	424,289.55

(2) 营业成本的预测

营业成本主要为主营业务成本，是主营业务收入相对应的成本。主要包括

主播打赏成本、家族返点、经纪公司服务费、主播个税、宽带、平台手续费及广告成本等。

密境和风前期采用主播获得的分成比例远高于同行的策略，依托强大流量支撑，快速积累用户及主播数量，扩大公司营收规模，因此毛利水平偏低。进入 2018 年后，有了积累的大量用户及众多家族主播数量的支撑，在保证跟其他主要平台仍略有竞争优势的前提下，密境和风开始调整经营策略，将平台分成比例调高，主播的分成比例调低，同时对主播的分成改为与家族进行对公结算，即主播用户的分成、奖金、主播个税及经纪公司服务费及等相关成本转由家族统一分配。随着未来年度新的分成比例的企业政策执行，同时新主播逐步对原主播的逐步迭代，平台规模进一步提升后，对家族及主播奖金门槛设置也会逐步提高，可带未来毛利率的逐步增长。

服务器托管费及平台使用费等根据历史年度费用和收入的比例结合密境和风实际情况确定其预测值。

广告成本，根据密境和风管理层预计和行业正常水平，按照广告业务收入的占比进行预测。

(3) 税金及附加的预测

税金及附加包括城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加、文化事业建设费及印花税等。

城建税按应交流转税的 7% 计缴，教育费附加按应交流转税的 3% 计缴，地方教育费附加按应交流转税的 2% 计缴。

应交流转税根据增值税销项税抵扣进项税后的余额确定，其中销项税按不含税直播平台收入的 6% 及不含税广告收入的 3% 确定，进项税按照不含税成本及费用的 6% 及固定资产的 16% 确定。

印花税按历史年度占收入的比例结合未来年度收入进行预测。文化事业建设费按不含税广告收入的 3% 计缴。

(4) 销售费用的预测

北京密境和风科技有限公司的销售费用主要包括市场推广费、业务运营费、技术服务费及其他等。

市场推广费、业务运营费、技术服务费等其他费用结合企业未来年度经营计划，对未来各年度进行预测；其余费用根据业务量的增加保持适当增长。

(5) 管理费用的预测

北京密境和风科技有限公司的管理费用主要包括职工薪酬、外包劳务费、房租水电费、差旅交通费、办公费、折旧及摊销费、服务费及版权使用费等。

职工薪酬主要包括工资、奖金及社保公积金等，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。

对于累计折旧和摊销的测算，除了现有存量资产外，以后各年为了维持正常经营，随着业务的增长，需要每年投入资金新增资产或对原有资产进行更新，根据企业的资本性支出情况，来测算年折旧和摊销。

对于房租及物管费的测算按照租赁合同及市场租金水平预测。

对于外包劳务费、差旅交通费、办公费、服务费及版权使用费等费用根据业务量一定比例进行测算。其余费用结合企业未来营业规模，对未来各年度进行预测。

(6) 折现率的预测

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 3.8807%。

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：被评估企业的所得税税率；

D/E：被评估企业的目标资本结构。

根据 Wind 资讯查询的沪深 A 股股票 100 周同行业类似上市公司 Beta 计算确定，具体确定过程如下：

首先根据同行业类似上市公司的 Beta 计算出各公司无财务杠杆的 Beta，然后得出同行业类似上市公司无财务杠杆的平均 Beta 为 0.8800。由于企业无付息债务，故其无财务杠杆的 Beta 为 0.8800。

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 1928-2017 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.38%；国家风险补偿额取 0.81%。

则：MRP=6.38%+0.81%

=7.19%。

故本次市场风险溢价取 7.19%。

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。

a.行业竞争加剧的风险

随着互联网直播行业市场化程度的提高，用户不断提出个性化、多元化的需求，促进行业业务模式不断演变和创新。随着行业竞争加剧，未来只有产品

经验丰富，平台运营领先的企业在竞争中才可能处于领先地位。未来如果密境和风在技术研发、平台运营、产品创新、市场推广及监管审核等方面无法得到持续增强，将会在竞争中处于不利的地位，可能会导致一部分用户的流失，进而影响密境和风的持续运营能力。

b.技术不能保持行业领先的风险

移动互联网直播平台作为互联网产品模式之一，其发展历程较短，互联网和IT技术的飞速发展和不断涌入的竞争者将推动行业技术不断创新、迅速迭代。尽管密境和风的团队有着资深的移动互联网或IT领域从业经历，但若未来密境和风无法适应行业技术创新、迭代的变化并持续提升技术水平，将可能面临技术落后、成本上升、用户体验下降等不利局面，对密境和风未来业绩的可持续增长造成不利影响。

c.政府监管风险

密境和风拥有严格的审核流程，对平台网络表演内容进行24小时不间断滚动审核，以维持平台环境健康有序，并保证平台运营合法合规。尽管如此，随着互联网直播相关的政策不断更新及密境和风业务规模的不断扩张，平台中直播内容的品类不断增长，若因密境和风的监控和审核体系未能及时有效增强，或对新型的内容品类审核尺度判定不及时，进而导致未经授权的不当信息或违法违规信息在平台得以传播，密境和风将可能因此面临政府监管风险。

d.核心技术人员流失的风险

密境和风是一家互联网直播企业，稳定、高素质的运营人才队伍是密境和风保持市场地位领先优势的重要保障。如果密境和风不能有效保持并根据环境变化而不断完善核心技术人员的激励机制，将会影响核心技术人员的积极性、创造性，甚至造成核心人员的流失。如果密境和风不能从外部引进并保留与业务发展所需密切相关的研发及运营人才，密境和风的经营运作、发展空间及盈利水平将会受到不利的影响。

e.诉讼风险

密境和风是一家互联网直播企业，由于同时开播的主播数量巨大，若个别主播的表演内容涉及侵权行为，公司监控未及时发现，可能会给公司带来诉讼风险，对公司的运营造成不利影响。

f.经营风险

密境和风为迅速扩大市场占有率，企业投入较大成本导致近两年有亏损的情况，虽随着 2018 年企业规模效应的逐渐形成及营运模式的稳定，已逐步扭亏为盈。若密境和风不能正确把握市场动态和行业发展趋势，不能根据技术发展水平、行业特点和用户需求及时进行技术和业务模式创新，则存在竞争优势减弱、经营业绩下滑等经营风险。

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

a.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。

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times MRP + R_c \\ &= 14.21\% \end{aligned}$$

b.计算加权平均资本成本

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

由于企业无付息债务， $K_d=0$ ，则 $WACC = K_e = 14.21\%$ 。

(7)预测期后的价值确定

因收益期按永续确定，预测期后经营按稳定预测，故永续经营期年自由现金流，按预测末年自由现金流调整确定。主要调整包括：

资本性支出：按企业未来规划，若确保企业能够正常的稳定的持久的运营下去，结合目前企业资产的状况和更新投入资产的情况，确定预测期后每年的资本性支出金额为 129.96 万元；

折旧摊销费：根据企业预测年后的年资本性支出，结合企业的固定资产的折旧政策，确定预测期后每年的折旧摊销费为 107.35 万元；

管理费用：由于折旧摊销费用发生变化，企业管理费用也相应变化，折旧摊销费用的变化额，就是管理费用的调整数，故确定预测期后的管理费用为 23,237.49 万元；

则预测年后按上述调整后的年自由现金流为 470,414.29 万元。

(8) 测算过程和结果

根据上述各项预测，得到未来各年度企业自由现金流量。

金额单位：人民币万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2018年
企业自由现金流量	9,757.71	38,521.38	59,519.17	72,047.91	77,529.94	77,284.49

将收益期内各年预测自由现金流量折现，从而得出企业的营业性资产价值为470,414.29万元。

(9)其他资产和负债的评估

1)非经营性资产价值和非经营性负债价值的评估

非经营性资产、非经营性负债是指与被评估单位生产经营无关的，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产与负债。被评估单位的非经营性资产、非经营性负债包括其他应收款的往来借款，其他流动资产、递延所得税资产及其他应付款的企业借款等，本次评估采用成本法进行评估。

故非经营性资产价值为23,163.66万元，非经营性负债价值为5,000.00万元。

2)溢余资产的评估

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产，主要为多余的货币资金，评估基准日溢余资产的评估值为23,448.99万元。

3)长期股权投资价值的确定

本次评估对长期股权投资评估方法的适用性进行了分析，涉及到具体企业，根据对企业的实际控制情况、企业特点、市场情况、资料的获取情况和对评估结论价值的影响程度等因素选择不同的具体方法。

资产评估专业人员查阅有关的投资协议、公司章程、出资证明、验资报告、营业执照、基准日资产负债表等有关资料，并对控股长期股权投资单位按照整体资产评估要求对其进行了现场实地考察，在其股东投资时间、数额、比例、公司设立日期、注册资本、经营范围等均无误的基础上对长期股权投资单位的股东全部权益价值予以评估。

对于北京云天祥瑞科技有限公司和密境龙笛科技发展(杭州)有限公司，由

于目前市场上在选取参照物方面具有极大难度，且市场公开资料较缺乏，故不采用市场法；由于其经营不稳定、未来盈利预测难以合理量化，收益法评估条件不充分的，亦无法采用收益法。本次评估采用资产基础法对其进行整体评估，并按评估后的股东全部权益价值乘以持股比例确定评估值。

经评估，长期股权投资的价值为-1,204.53 万元。

(10)收益法评估结果

1)企业整体价值的计算

企业整体价值=经营性资产价值+非经营性资产价值-非经营性负债价值+溢余资产价值+长期股权投资价值

$$=470,414.29+23,448.99+23,163.66-5,000.00-1,204.53$$

$$=510,822.41 \text{ 万元}$$

2)付息债务价值的确定

付息债务主要是指被评估单位向金融机构或其他单位、个人等借入款项及相关利息，截至评估基准日企业无付息债务。

3)股东全部权益价值的计算

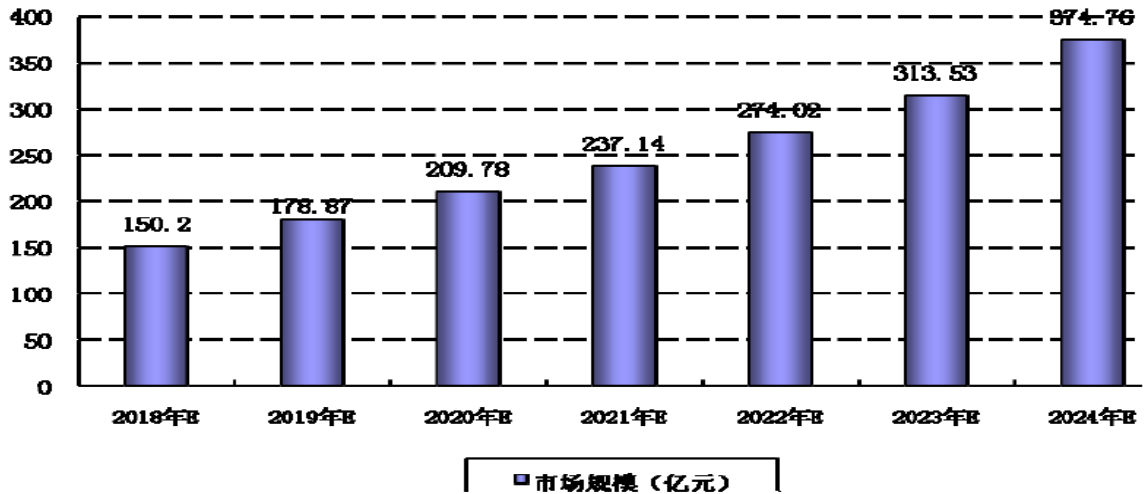
股东全部权益的市场价值=企业整体价值-付息债务价值

$$=510,822.41-0.00$$

$$=510,822.41 \text{ 万元}$$

(二) 两家公司主营业务收入未来预测对比分析

根据北京中研华泰信息技术研究院行业，2017 年中国秀场直播市场规模 150.20 亿元，2018-2024 年中国秀场直播市场规模预测分析如下：



根据北京中研华泰信息技术研究院行业预测分析，秀场直播板块收入 2017 年至 2022 年的复合增长率为 15.82%。

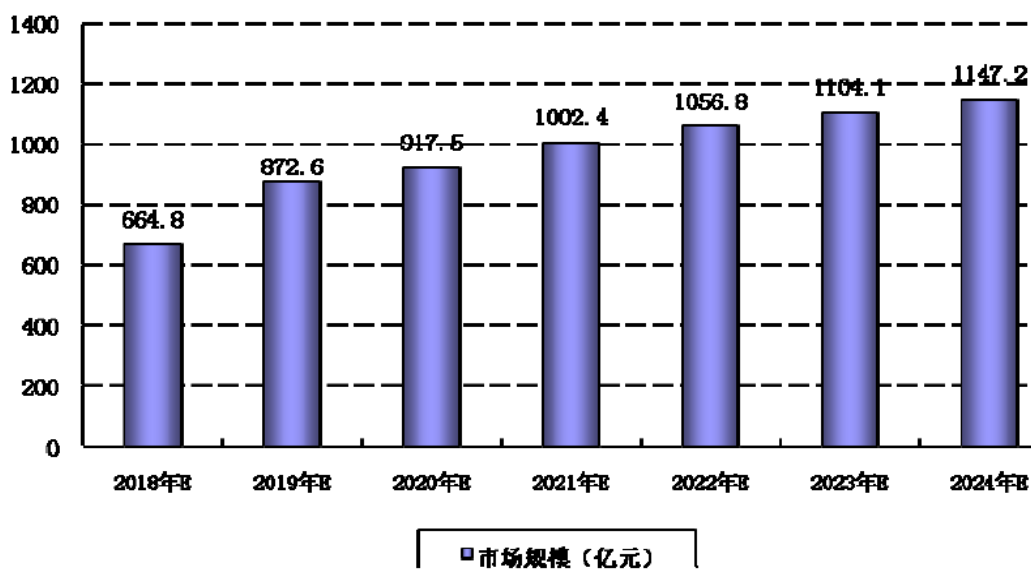
本次六间房收入预测数据如下：

单位：万元

项目	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
六间房主营业务收入	118,376.65	129,266.15	139,745.23	149,242.14	158,798.82	166,355.05
主营业务收入增长率		9.20%	8.11%	6.80%	6.40%	4.76%

本次评估六间房 2017 年至 2022 年的复合增长率为 7.04%。低于行业增长率水平。六间房的收入预测是谨慎合理的。

根据北京中研华泰信息技术研究院行业，2017 年中国泛娱乐直播市场规模为 664.70 亿元，2018-2024 年中国泛娱乐直播市场规模预测分析如下：



根据北京中研华泰信息技术研究院行业预测分析，泛娱乐直播板块收入

2017年至2022年复合增长率为19.58%。

本次密境和风收入预测数据如下：

单位：万元

项目	2017年	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
密境和风主营业务收入	241,859.30	268,248.94	333,207.10	378,033.63	404,940.76	424,289.55
主营业务收入增长率		10.91%	24.22%	13.45%	7.12%	4.78%

密境和风主营业务收入2019年增长较高主要原因为：密境和风2018年全年新推出泛娱乐社交直播平台猫啾直播，该业务于4月内测、5月公测，因2018年主要是公测期及前期用户积累期，预计给密境和风带来的收入较少，在经过半年的运营之后，预计2019年会有较大幅度的增长。

本次评估密境和风2017年至2022年复合增长率为11.90%。低于行业增长率水平。密境和风的收入预测是谨慎合理的。

4、同行业可比公司市销率对比分析

上市公司	市销率	备注
欢聚时代	4.5255	美股
天鸽互动	7.3110	港股；收入为经销商分成后的流水
陌陌	4.1265	美股
虎牙直播	9.68	美股；主营游戏直播
密境和风	2.1250	
六间房	2.8766	

注释：市销率对比的口径为2017年12月31日的市场价值/2017年度营业收入。由于虎牙直播为2018年在美股最新上市的上市公司，未取得该公司2017年末的市场价值，因此以万德上能取得的最早时点2018年5月11日的市销率进行对比。

从上表可知，六间房及密境和风市销率水平均低于同行业上市公司水平，故从市销率角度来说，其对应的估值是合理的。

（二）六间房与密境和风净利润预测合理性分析

1.六间房的净利润预测合理性分析

经测算，六间房的净利润预测情况如下：

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
六间房净利润	23,505.26	25,235.44	30,500.21	34,930.50	38,634.44	42,166.62	40,916.04
六间房净利润率	21.56%	21.32%	23.59%	25.00%	25.89%	26.55%	24.60%

注释：上述六间房的净利润不包括北京灵动时空科技有限责任公司。同时六间房所得税率按15%计算，并考虑研发费用税前加计扣除，其长股权投资公司霍城威斯德科技有限公司、

霍城云端科技有限公司和霍城广益科技有限公司 2017 年自 2021 年的所得税税率为 0%，2022 年及以后年度所得税税率按 25% 预测。

根据上述成本费用、销售费用的预测说明，并结合 2018 年 1-5 月六间房实际经营情况，本次评估六间房净利润率上涨的主要原因如下：

A、六间房在 2018 年调整了与表演者及社区角色之间分配的方案，主播劳务费用占收入比例有了明显的下降，受此影响，2018 年 1-5 月六间房未经审计的毛利率为 56.81%，较 2017 年度 50.60% 的毛利率水平有了明显提高。

B、销售费用中的推广费，由于新用户的增加与推广力度有一定程度的相关，未来年度新用户的增加比例略有下降，导致推广费用占比呈下降趋势。2018 年 1-5 月六间房未经审计的销售费用率为 19.97%，较 2017 年度 23.44% 的销售费用率水平有了明显下降。

通过上述经营策略的调整，2018 年度 1-5 月份未经审计的净利润率达到了 29.93%，较 2017 年度净利润率 21.32% 有了明显提升。

综上所述，本次评估充分考虑了六间房历史成本费用和销售费用，并结合六间房 2018 年 1—5 月份实际的经营情况，本次对于六间房净利润的评估是谨慎合理的。

2. 密境和风的净利润预测合理性分析

①密境和风未来年度净利润的预测主要考虑以下因素：

A、密境和风前期采用主播获得的分成比例远高于同行的策略，依托强大流量支撑，快速积累用户及主播数量，扩大公司营收规模，因此毛利水平偏低；进入 2018 年后，有了积累的大量用户及众多家族主播数量的支撑，在保证跟其他主要平台仍略有竞争优势的前提下，密境和风开始调整经营策略，将平台分成比例调高，主播的分成比例调低，同时对主播的分成改为与家族进行对公结算，即主播用户的分成、奖金、主播个税及经纪公司服务费及等相关成本转由家族统一分配。随着未来年度新的分成比例的企业政策执行，同时新主播逐步对原主播的逐步迭代，平台规模进一步提升后，对家族及主播奖金门槛设置也会逐步提高，可带未来毛利率的逐步增长。

B、2018 年密境和风实行精细化运营，整合渠道策略，针对分析之后投放渠道效果较低的渠道不再投放，达到控制成本支出的同时增强了投放效果。同

时随着平台规模效应的逐渐形成，市场推广宣传费用也会逐步下降。

C、2016年度密境和风整体净利润整体亏损40,916.04万元，月均亏损3475.01万元，2017年度整体净利润整体亏损14,037.18万元，月均亏损1169.77万元；2018年3月，密境和风开始调整与家族、主播之间的分成分配方案，降低营业成本，以实现与行业水平趋同，政策调整后2018年3-5月未经审计的净利润分别为-745.89万元、-121.37万元和674.96万元，月均净利润为亏损64万元，月均亏损幅度较2017年度明显减少，且已实现扭亏为盈，未来年度随着密境和风分成政策的逐渐调整到位，盈利能力将逐渐接近行业平均水平。

②经测算，密境和风净利润预测情况：

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
密境和风净利润	43,862.33	14,079.45	5,799.11	39,743.33	59,621.68	72,317.63	77,342.98
密境和风净利润率			2.16%	11.93%	15.77%	17.86%	18.23%

注释：密境和风所得税率按25%计算，并考虑研发费用税前加计扣除。

③同行业可比公司净利率对比分析：

可比公司	2017年
欢聚时代	21.63%
陌陌	24.12%
映客	22.10%
平均	22.62%

注释：上述同行业可比公司净利率数均未剔除税率不同造成的影响。

从上表可知，密境和风未来预测的净利率虽然逐渐向行业平均水平靠拢，但评估预测净利率仍低于同行业目前的平均水平，因此本次对于密境和风净利润的预测是合理的。

（三）评估师的核查意见

经核查，结合六间房和密境和风营收和未来盈利情况，评估师认为，本次评估对于六间房和密境和风的估值是合理的。

（四）2017年对六间房进行商誉减值测试结果与本次评估结果不存在重大差异

六间房商誉减值测试结果与本次评估的基准日均为2017年12月31日。在方法上，商誉减值测试数据包括灵动时空，而本次评估的测算数据并未包括灵

动时空，而是将灵动时空的价值作为长期股权投资单独加回，灵动时空数据反映在评估报告的长期股权投资价值中，为 42,003.79 万元；在折现率上，本次评估折现率六间房为 13.21%，灵动时空折现率为 14.86%，商誉减值测试折现率为 12.63%。尽管商誉减值测试结果与本次评估采用方法、折现率等因素都有一定差异。但最终，商誉减值测试六间房企业整体价值的计算结果为 373,100.00 万元。本次评估中，还原六间房分红 4 亿元，六间房和灵动时空整体的评估结果为 380,524.52 万元，两者的结果未存在重大的差异。

三、重组后六间房的业绩承诺情况

本次交易后，六间房与密境和风可以作为独立的会计主体核算业绩，六间房原有合并报表范围内公司的业绩可以与密境和风原有合并报表范围内公司的业绩进行清晰划分，六间房 2018 年的业绩仍可以单独清晰核算，上市公司前次重大资产重组的交易对方具备继续履行六间房的业绩承诺的条件。

在本次交易后，六间房的业绩承诺将继续按照前次重组的《业绩补偿协议》得以执行，且本次交易后密境和风对六间房的业绩影响在计算六间房承诺业绩完成情况时将予以扣除。

除上述前次交易业绩承诺之外，重组后集团公司及密境和风并未对公司业绩进行相关承诺。

四、本次交易符合上市公司的发展战略，有利于保护中小投资者的合法权益

1、本次交易符合上市公司的发展战略

从行业发展规律看，互联网领域的整合浪潮此起彼伏，企业之间的竞合关系和彼此渗透是常态，直播行业也会加入到合纵连横的时代。同时，各大直播平台的合作、整合能够使得行业监管更为集中，降低监管成本。六间房和密境和风运营的花椒直播都是行业领先的直播平台。六间房在 PC 端直播处于领先地位；花椒直播在移动端排名领先。

本次交易完成后，重组后集团公司在用户流量、主播资源、运营能力、成本效益以及品牌影响力等多方面形成了良好的协同效益及规模效应。本次交易有利于进一步提升宋城演艺的股东价值，实现宋城演艺的战略布局。

2、本次交易有利于保护中小投资者的合法权益

为了保障中小股东的利益，在本次交易后，前次重组的交易对方仍将继续执行前次重组的《业绩承诺与补偿协议》，本次交易后密境和风对六间房的业绩影响将在计算六间房承诺业绩完成情况时予以扣除。

根据上市公司前次重大资产重组的《重组报告书（修订稿）》，上市公司前次重组交易对方的 2015-2018 年的业绩承诺对应的六间房按照收益法的评估估值约为 26 亿元。本次重组中，参考本次交易中评估师出具的评估报告的评估结果并经各方协商认可，六间房的整体估值为 34 亿元，远高于前次重组的收益法评估估值，因此本次重组未损害上市公司的利益。同时，向适格投资者转让六间房的存量股也能给宋城演艺带来良好的当期现金回报。

在宋城演艺前次重大资产重组的业绩承诺继续履行的前提下，花椒直播与六间房之间存在良好的协同效应，本次交易有助于巩固重组后集团公司在直播行业的头部地位，使得两家公司均获得更好的发展空间及增长潜力。互联网行业各领先企业之间充满了竞合关系，六间房与花椒直播达成整合意向的机会来之不易，若宋城演艺错失此次六间房与花椒直播重组的机会，可能对六间房作为互联网公司需要的长期发展空间较为不利，反而会造成上市公司的损失，从而影响中小股东的利益。

综上所述，本次交易符合公司发展战略，有利于保护中小投资者的合法权益。

4、你公司认为需要说明的其他事项。

答复：

截至本回复日，公司不存在需要说明的其他事项。

宋城演艺发展股份有限公司

2018年7月5日