(上接 61 版)

NOIAT、EBIT、EBITDA 比率乘数分别按如下方法估算和修正：

（1）NOIAT 比率乘数计算过程

式(A)中 r−g 实际就是资本化率，或者准确地说是对于 DCF 的资本化率。如果 DCF 是全投资资本形成的税后现金流，如 NOIAT，相应的 r 应该是全部投资资本的折现率 WACC。因此有如下公式：

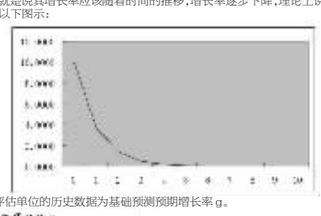
①折现率 r 的估算

由于对比公司全部为上市公司，因此其市场价值可以非常容易确定，可以通过其加权资金成本估算其折现率，即：

对于被评估单位的折现率，评估师采用对对比公司的折现率修正的方法进行估算。有关对比公司折现率和被评估单位折现率的估算，请详见市场法估算附表和收益法估算附表。

②预期长期增长率 g 的估算

所谓预期长期增长率就是公司评估基准日后的长期增长率，一般认为对于企业未来的增长率应该符合一个逐步下降的一个趋势，也就是说其增长率应该随着时间的推移，增长率逐步下降，理论上说当时间趋于无穷时，增长率趋于零，其关系可以用以下图示：



根据对比公司和被评估单位的历史数据为基础预测预期增长率 g。

（2）EBIT 比率乘数计算过程

①折现率 r 的估算

我们知道：

我们定义：

（3）EBITDA 比率乘数计算过程

①折现率 r 的估算

我们知道：

分别采用上述的比率乘数可以通过公式(C)计算得到被评估单位的股权价值，即被评估单位市场价值＝被评估单位比率乘数×被评估单位相应分析参数。

5、缺少流通折扣的估算

（1）缺少流通性对股权价值的影响

流通性定义为资产、股权、所有者权益以及股票等以最小的成本，通过转让或者销售方式转换为现金的能力。

缺少流通折扣定义为：在资产或权益价值基础上扣除一定数量或一定比例，以体现该资产或权益缺少流通性。

股权的日由流通性是对其价值有重要影响的。由于本次评估的企业是非上市公司，其股权是不可以在股票交易市场上交易的，这和不可流通性对其价值是有影响的。

流通性实际是资产、股权、所有者权益以及股票在转换为现金时其价值不发生损失的能力，缺少流通性就是资产、股权等在转换为现金时其价值发生一定损失。美国评估界在谈论缺少流通性时一般包含两个层面的含义：1）对于控股股权，一般认为其缺少流通折扣实际主要表现在股权“缺少变现性”（DiscountforLackofLiquidity 或者 DLOL），即该股权在转换为现金的能力方面存在缺陷，也就是股权缺少流通折扣就是体现该股权在不减少其价值的前提下转换为现金的能力方面与具有流通性的股权相比其价值会出现的一个贬值；2）对于少数股权，一般认为其缺少流通折扣实际主要表现在股权“缺少交易市场”（DiscountforLackofMarketability 或者 DLOM），即，由于这类股权没有一个系统的有效的交易市场机制，使这些股权可以方便的交易，造成这类股权交易的活跃程度等方面受到制约，不能与股票市场上的股票交易一样具有系统的市场交易机制，因此这类股权的交易价值与股票市场上交易的股票相比存在一个交易价值的贬值。

一般认为不可流通股与流通股之间的价格差异主要由下列因素造成：①承担的风险。流通股的流通性很强，一旦发生风险后，流通股持有者可以迅速出售所持有股票，减少或避免风险。法人股持有者在遇到同样情况后，则不能迅速做出上述反映而遭受损失。②交易的活跃程度。流通股交易活跃，价格上升。法人股缺乏必要的交易人数，另外法人股一般数额较大，很多投资者缺乏经济实力参与法人股的交易，因而，与流通股相比，交易缺乏活跃，价格较低。

（2）缺少流通性对股权价值影响的定量研究

不可流通性影响股票价值这一事实是普遍存在的，有很多这方面的研究。目前国际上定量研究缺少流通折扣率的主要方式或途径主要包括以下几种：

1)限制性股票交易价格研究途径（“RestrictedStockStudies”）。该类研究途径的思路是通过研究存在转让限制性的股票的交易价与同一公司转让没有限制的股票的交易价之间的差异来定量估算缺少流通性折扣。在美国的上市公司中，存在一种转让受到限制性股票，这些股票通常有一定的限制期，在限制期内不能进入股票市场交易，或者需要经过特别批准才能进场交易。但这些股票可以进行场外交易。

下面的表格是对上述限制股研究的一个总结

序号	研究报告	股票价格	折扣率平均数
1	SEC General Accounting	1966-1969	25.8
2	SEC Non-Qualified IPO Discounts	1984-1989	35.6
3	Gelman	1968-1970	33
4	Trout	1968-1972	33.5
5	Maher	1969-1973	35.4
6	Stanley Kahn & Carl Blair	1975-1982	45
7	William L. Management Associates	1981-1984	61.2
8	Robert Baird	1981-1988	45.8
9	Lee-Barry	1979-1982	23
10	Lim Mohamed & Mann	1981-1991	27.1
11	Management Planning, Inc.	1981-1995	29.7
12	Bruce Johnson	1981-1995	30
13	Columbia Financial Advisors	1986-1992.7	21
14	Columbia Financial Advisors	1992.7-1998	13.4

从上述研究结论中可以看出利用上世纪 90 年代前限制期为 2 年的限制股交易价格研究缺少流通折扣率大约在 30%左右，利用 90 年代后的数据研究的结论则在 20%左右，这个差异主要是由于限制股的限制期由 2 年变为 1 年的原因。

2)IPO 前交易价格研究途径（“Pre−IPOStudies”）。该类研究的思路是通过公司 IPO 前股权交易价格与后续上市后股票交易价格对比来研究缺少流通折扣率。根据美国证券市场的相关规定，公司在进行 IPO 时需要向美国证监会（SEC）报告公司前 2 年发生的所有股权交易情况，因此 IPO 前研究一般是根据公司 IPO 前 2 年内发生的股权交易的价格与 IPO 后上市后的交易价格的差异来定量估算缺少流通折扣率的。

IPO 前研究主要 RobertW.Baird&Company 的研究，该研究包含了 1980 年到 2000 年超过 4,000 个 IPO 项目以及 543 项满足条件的 IPO 前交易案例的数据，研究结果表明从 1980 年到 2000 年缺少流通折扣率的中位值和平均值分别为 47%和 46%。研究结果数据如下：

研究报告名称	IPO交易数量	符合条件的交易数量	折扣率平均数	折扣率中位数
1981-1984	175	16	45%	57%
1985-1987	347	30	39%	37%
1988-1990	310	43	45%	50%
1991-1993	474	58	55%	58%
1994-1996	336	38	49%	49%
1997-1999	357	47	40%	40%
1980-1990	136	14	43%	49%
1991-1999	1167	142	48%	49%
1980-2000	4330	543	46%	47%

另一个研究是 ValuationAdvisor 研究，该研究收集并编辑了大约 3,200 个 IPO 前交易的案例，并建立一个 IPO 前研缺少流通折扣率的数据库。这个研究包括的数据主要是公司 IPO 前 2 年内普通股、可转换债券、优先股以及股票期权等的交易价格。1999 年到 2008 年的交易汇总表如下：

IPO前交易时间	1-90天	91-180天	181-270天	271-360天	1-2年
1998	11.87%	23.57%	25.30%	19.53%	52.30%
2001	25.39%	49.17%	31.30%	65.53%	76.90%
2002	14.72%	33.22%	35.40%	53.18%	51.80%
2003	6.39%	17.22%	21.40%	35.22%	55.50%
2004	28.82%	33.22%	35.40%	39.72%	31.40%
2005	15.39%	22.12%	44.40%	39.42%	42.40%
2006	13.25%	15.12%	11.30%	45.13%	31.90%
2007	14.73%	23.53%	44.30%	45.92%	52.30%
2008	21.23%	23.47%	56.30%	47.20%	55.10%
2009	23.23%	13.27%	45.30%	42.40%	46.90%

目前，美国一些评估分析人员相信 IPO 前研究缺少流通折扣率与限制股交易研究相比，对于非上市公司，可以提供更为可靠的缺少流通折扣率的数据库。原因是 IPO 前的公司股权交易与实际评估中的非上市公司的股权交易情况更为接近，因此按 IPO 前研究得出的缺少流通折扣率更为适合实际评估中的非上市公司的情况。

3）国内缺少流通折扣率的定量估算

缺少流通性的资产存在价值贬值这一规律在中国国内也是适用的，国内的缺少流通性折扣也是客观存在的。借鉴国际上定量研究缺少流通折扣率的方式，本次评估结合国内实际情况采用非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式估算缺少流通折扣率。

采用非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式估算缺少流通折扣率的基本思路是收集分析非上市公司并购案例的市盈率（P/E），然后与同期的上市公司的市盈率（P/E）进行对比分析，通过上述两类市盈率的差异来估算缺少流通折扣率。

2019 年软件和信息技术服务业发生并购共 65 起，非上市公司并购的市盈率平均值为 38.49 倍，当年软件和信息技术服务业上市公司平均市盈率为 54.38 倍。我们可以看出，非上市公司的平均值市盈率与上市公司的平均市盈率相比存在一定差异，这个差异应该可以认为主要是缺少流通因素造成的，因此可以通过这种方式估算缺少流通折扣率的数值。通过查阅，这个流通折扣率在 29.2%，我们将其作为最后采用的缺少流通折扣率。

6、非经营性资产净值和负息负债

根据企业提供的评估基准日经审计的合并资产负债表，评估人员对被评估单位提供的财务报表进行必要的审查，对其资产和收益项目根据评估的需要进行必要的分类或调整。有关对（1）非经营性资产(2）负息负债确定，参见收益法相关内容。

7.上市公司比较法评估结论的分析确定

1)比率乘数种类的确定

EBIT 比率乘数、EBITDA 比率乘数和 NOIAT 都是反映企业获利能力与全投资市场价值之间关系的比率乘数，这种比率乘数直接反映了获利能力和价值之间的关系，其中 EBIT 比率乘数最大限度地减少了由于债务结构和所得税造成的影响，EBITDA 比率乘数在 EBIT 比率乘数的基础上又可以最大限度地减少由于企业折旧/摊销政策不同所可能带来的税收等方面的影响，NOIAT 比率乘数在 EBITDA 比率乘数的基础上可以最大限度地减少由于企业不同折现率及税率等方面的影响。因此我们最后确定采用计算的 NOIAT 比率乘数、EBIT 比率乘数和 EBITDA 比率乘数的分别计算企业全投资市场价值。具体计算采用如下公式：

被评估单位比率乘数＝对比公司比率乘数×修正系数 P

2)评估结果计算

根据上述被评估单位比率乘数通过如下方式计算被评估单位全投资市场价值：

被评估单位全投资市场价值＝被评估单位比率乘数×被评估企业参数（EBIT、EBITDA、NOIAT）

根据上式计算得出被评估单位全投资市场价值后，通过如下方式得到股权的评估价值：

股东全部权益价值＝(全投资市场价值−负息负债)×(1−不可流通折扣率)＋非经营性资产净值

根据以上分析及计算，通过 EBIT 比率乘数、EBITDA 比率乘数和 NOIAT 比率乘数分别得到股东全部权益的市场价值，最终将这 3 种比率乘数结论按照平均值计算市场法评估结果。具体计算结果如下表：

NOIAT 比例乘数计算表

对比公司代码	对比公司名称	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司NOIAT增长率	目标公司NOIAT增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
002555.SZ	三七互娱	12.91%	11.88%	14.36%	7.09%	−1.03%	7.28%	25.55	9.90	13.96
002558.SZ	巨人网络	10.57%	11.88%	7.85%	7.09%	1.31%	0.79%	47.23	24.43	
002602.SZ	世纪华通	9.06%	11.88%	13.27%	7.09%	2.83%	6.18%	20.96	7.43	

EBIT 比例乘数计算表

对比公司代码	对比公司名称	NOIAT/EBIT（λ）	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司EBIT增长率	目标公司EBIT增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
002555.SZ	三七互娱	0.96	13.27%	12.84%	14.81%	7.49%	−0.43%	7.32%	24.33	9.28	12.66
002558.SZ	巨人网络	1.08	11.48%	12.84%	8.96%	7.49%	1.36%	1.46%	50.86	21.66	
002602.SZ	世纪华通	0.98	10.33%	12.84%	14.70%	7.49%	2.51%	7.21%	20.46	7.01	

EBITDA 比例乘数计算表

对比公司代码	对比公司名称	NOIAT/EBITDA（δ）	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司EBIT增长率	目标公司EBIT增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
002555.SZ	三七互娱	0.92	12.76%	13.89%	14.36%	8.47%	1.13%	5.87%	23.56	9.15	12.53
002558.SZ	巨人网络	0.94	10.68%	13.89%	7.82%	8.47%	3.20%	−0.65%	44.45	21.75	
002602.SZ	世纪华通	0.88	8.52%	13.89%	13.30%	8.47%	5.36%	4.83%	18.51	6.68	

市场法评估汇总表

序号	项目	NOIAT比率乘数	EBIT比率乘数	EBITDA比率乘数
1	被评估公司比率乘数取值	13.96	12.66	12.53
2	被评估公司对应参数【万元】	171,700.63	190,857.56	191,522.54
3	评估公司全投资计算价值【万元】	2,396,075.78	2,413,432.82	2,399,687.06
4	被评估公司负息负债【万元】			
5	不可流通折扣率	29.20%	29.20%	29.20%
6	非经营性资产净值【万元】	40,621.87	40,621.87	40,621.87
7	被评估公司股权市场价值【万元】	1,736,335.51	1,749,332.30	1,739,600.36
8	股东全部权益价值【万元】	1,741,756.04		

（二）市场法评估结论

经评估，截止评估基准日，广州三七网络股东全部权益在持续经营条件下市场法的评估价值为人民币 1,741,756.04 万元。

十一、游戏产品运营模式

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控制权时，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，在双方结算且极对无误后确认为营业收入。

十二、在测游戏储备、上线排期与版号情况

广州三七网络把“多元化”策略应用于产品、推广、服务等多个层面。在该策略下，公司从 2020 年起，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。广州三七网络结合自身优势及行业环境，在 ARPG 市场奠定竞争地位的基础上，通过多品类的布局和储备，有望进一步打开增长空间，持续增厚业绩。公司目前主要游戏储备及相应版号情况如下：

序号	游戏名称	预计上线时间	版号情况
1	天命之子	已上线	已取得
2	天命之子	已上线	已取得
3	天命之子	已上线	已取得
4	天命之子	已上线	已取得
5	天命之子	已上线	已取得
6	天命之子	已上线	已取得
7	天命之子	已上线	已取得
8	天命之子	已上线	已取得
9	天命之子	已上线	已取得
10	天命之子	已上线	已取得
11	天命之子	已上线	已取得
12	天命之子	已上线	已取得
13	天命之子	已上线	已取得
14	天命之子	已上线	已取得
15	天命之子	已上线	已取得
16	天命之子	已上线	已取得
17	天命之子	已上线	已取得
18	天命之子	已上线	已取得
19	天命之子	已上线	已取得
20	天命之子	已上线	已取得
21	天命之子	已上线	已取得
22	天命之子	已上线	已取得
23	天命之子	已上线	已取得
24	天命之子	已上线	已取得
25	天命之子	已上线	已取得
26	天命之子	已上线	已取得
27	天命之子	已上线	已取得
28	天命之子	已上线	已取得
29	天命之子	已上线	已取得
30	天命之子	已上线	已取得
31	天命之子	已上线	已取得
32	天命之子	已上线	已取得
33	天命之子	已上线	已取得
34	天命之子	已上线	已取得
35	天命之子	已上线	已取得
36	天命之子	已上线	已取得
37	天命之子	已上线	已取得
38	天命之子	已上线	已取得
39	天命之子	已上线	已取得
40	天命之子	已上线	已取得
41	天命之子	已上线	已取得
42	天命之子	已上线	已取得
43	天命之子	已上线	已取得
44	天命之子	已上线	已取得
45	天命之子	已上线	已取得
46	天命之子	已上线	已取得
47	天命之子	已上线	已取得
48	天命之子	已上线	已取得
49	天命之子	已上线	已取得
50	天命之子	已上线	已取得
51	天命之子	已上线	已取得
52	天命之子	已上线	已取得
53	天命之子	已上线	已取得
54	天命之子	已上线	已取得
55	天命之子	已上线	已取得
56	天命之子	已上线	已取得
57	天命之子	已上线	已取得
58	天命之子	已上线	已取得
59	天命之子	已上线	已取得
60	天命之子	已上线	已取得
61	天命之子	已上线	已取得
62	天命之子	已上线	已取得
63	天命之子	已上线	已取得
64	天命之子	已上线	已取得
65	天命之子	已上线	已取得
66	天命之子	已上线	已取得
67	天命之子	已上线	已取得
68	天命之子	已上线	已取得
69	天命之子	已上线	已取得
70	天命之子	已上线	已取得
71	天命之子	已上线	已取得
72	天命之子	已上线	已取得
73	天命之子	已上线	已取得
74	天命之子	已上线	已取得
75	天命之子	已上线	已取得
76	天命之子	已上线	已取得
77	天命之子	已上线	已取得
78	天命之子	已上线	已取得
79	天命之子	已上线	已取得
80	天命之子	已上线	已取得
81	天命之子	已上线	已取得
82	天命之子	已上线	已取得
83	天命之子	已上线	已取得
84	天命之子	已上线	已取得
85	天命之子	已上线	已取得
86	天命之子	已上线	已取得
87	天命之子	已上线	已取得
88	天命之子	已上线	已取得
89	天命之子	已上线	已取得
90	天命之子	已上线	已取得
91	天命之子	已上线	已取得
92	天命之子	已上线	已取得
93	天命之子	已上线	已取得
94	天命之子	已上线	已取得
95	天命之子	已上线	已取得
96	天命之子	已上线	已取得
97	天命之子	已上线	已取得
98	天命之子	已上线	已取得
99	天命之子	已上线	已取得
100	天命之子	已上线	已取得

问题三、交易对方承诺广州三七网络 2020 年度、2021 年度、2022 年度的净利润数分别不低于 12 亿元、14.4 亿元、16.56 亿元。如广州三七网络未完成业绩承诺，交易对方优先通过股份补偿的方式进行补偿，不足部分以现金补偿。同时，交易对方承诺，在获得 80%交易对价后 6 个月内通过大宗交易、集中竞价或认购上市公司非公开发行股票等方式以不低于 11.52 亿元资金购买上市公司发行在外的普通股股票。通过前述方式增持的股份自增持完成日起 12 个月内不得出售，限售期满后所持股份按照 50%、40%和 10%的比例分二期逐步解锁。

（1）公告披露，广州三七网络 2019 年度实现的净利润为 15.15 亿元，而本次交易对方承诺的 2020 年度、2021 年度净利润数却低于 2019 年度，请说明制定上述业绩承诺的依据及合理性，承诺业绩低于 2019 年已实现利润的具体原因及合理性。

回复：

1.发展初期集中资源主攻优势细分领域，奠定市场竞争地位

广州三七网络在 2019 年及之前发行的产品是以 ARPG 游戏为主。广州三七网络在 ARPG 游戏上具备较强优势，公司在行业中率先确立流量经营思路，在角色扮演类游戏赛道集中攻坚，建立了涵盖从游戏引入、测试调优、品牌建设、媒体宣传、活动策划、合作渠道拓展、客户服务等环节的完整发行体系。角色扮演类游戏具有用户付费强度较为强的特点，公司通过积累丰富的经验，从而建立起核心竞争优势。2018 年底至 2019 年间，广州三七网络集中发行了《一刀传世 H5》等多款收入爆发力强劲的角色扮演类手机游戏，带来 2019 年业绩的强劲增长。

2.立足当下布局未来，转向多元化运营

近年来，中国游戏市场呈现日渐细分和多元化的发展趋势。国内较为知名的游戏企业，大多采取的也都是多元化的产品布局。

角色扮演类游戏在具备收益高爆发力强等优势的同时，生命周期也较模拟经营、策略等品类更不稳定。从长期战略的角度，产品如果以其中一款产品在角色扮演类，会对长期发展的空间以及稳定性带来不利影响。因此从 2020 年起，广州三七网络投入更多资源在“多元化”的战略实施，引入并投入资源到二次元、女性向、模拟经营等长周期品类产品，以求扩大用户群体，并在未来的竞争中具备更强的抗风险能力和持续盈利能力，提高市场占有率。

2020 年是广州三七网络“多元化”战略运营转变探索的关键期，由于大部分新品类的储备游戏在 2020 年下半年处于测试调优阶段，新品类产品需要广州三七网络持续投入资源以达成学习曲线的要求，同时，广州三七网络需要的期投入较多资源到新品类产品的发行和运营，一定程度影响了短期业绩，因此广州三七网络 2020 年利润较 2019 年相对较低。通过对储备的“多元化”游戏的测试积累数据显示，不同玩法的游戏，用户群体也存在较多差异，“多元化”不但可以扩大用户的覆盖范围，还可以有效减少过多发行同类产品所产生的内耗。目前广州三七网络储备产品丰富，储备有 ARPG 类、SLG 类、卡牌品类、以及针对年轻用户的二次元品类、针对女性用户的女性向品类，共计数十款储备游戏。随着广州三七网络在新品类产品上的经验累积和能力提升，预计拓展多元化的细分市场可为广州三七网络未来发展不断增厚利润，有利于增强广州三七网络抗风险能力与长期竞争力。基于 2020 年储备的游戏、测试结果、发行排期及新品类游戏带来的用户增量，广州三七网络预期 2021 年至 2022 年保持稳健发展，业绩承诺较 2020 年逐年增厚，迎来更长足的发展。交易对方根据广州三七网络经营计划以及中长期的战略规划制定本次业绩承诺，是符合广州三七网络实际经营情况以及上市公司长期战略规划，具备合理性。

（2）请以举例方式说明当广州三七网络实际业绩未达到业绩承诺时，业绩承诺期内各承诺方以补偿的金额及计算公式，并测算业绩承诺方所持的股份数量及解锁安排对其履约能力的影响，以及你公司拟采取的保障措施。

回复：本次交易中，广州三七网络业绩承诺方余志高、贺鸿、刘军、刘嘉昱合计所获得上市公司股票的各年解锁节奏为取得的上市公司股票总数的 50%、90%、和 100%。

留存对价作为履约保证的覆盖情况如下：

单位：万元

序号	广州三七网络	2020年度 /2020 年 12 月 31 日	2021年度 /2021 年 12 月 31 日	2022年度 /2022 年 12 月 31 日
A	业绩承诺	120,000.00	144,000.00	165,600.00
B	未实现业绩承诺占比	50.00%	36.03%	19.27%
C	业绩承诺需补偿金额=B*28.8 亿）	144,000.00	103,776.54	55,508.38
D	未解锁股票总额	0.00	115,200.00	57,600.00
E	未解锁股票占比		30%	50%
F	上市公司未支付现金对价金额	288,000.00	57,600.00	28,800.00
G	未支付现金对价占比	100.00%	20.00%	10.00%
H	总体留存对价（=D+F）	288,000.00	172,800.00	86,400.00
I	当年留存对价覆盖(=H/C)	200.00%	166.51%	155.65%

注：

（1）假设上市公司于 2021 年 1 月支付第一笔现金对价；

（2）2020 年 12 月 31 日交易对方尚未完成股票购买，因此未解锁股票金额为 0；

（3）上市公司未支付现金对价金额为截至当年度末上市公司尚未支付的交易对价；

（4）2020 年覆盖度系假设广州三七网络 2020、2021 及 2022 年三年实现业绩总和为累积承诺业绩的 50%计算得出；2021 年覆盖度系假设广州三七网络 2020 年完成业绩承诺，但 2021 及 2022 年实现业绩总和为累积承诺业绩的 50%计算得出；2022 年覆盖度系假设广州三七网络 2020、2021 年完成业绩承诺，但 2022 年实现业绩为累积承诺业绩的 50%计算得出，因此根据假设，则：

2020 年度实现业绩承诺占比＝(12+14+16.56)*50%/(12+14+16.56)=50%；

2021 年度实现业绩承诺占比＝(14+16.56)*50%/(12+14+16.56)=36.03%；

2022 年度实现业绩承诺占比＝16.56*50%/(12+14+16.56)=19.27%。

综上，在假设本次交易的业绩承诺方仅以其所留存的对价作为业绩补偿的履约保证，且标的资产经营状况出现极端情况下，广州三七网络的业绩承诺方的履约保证能力仍较好。此外，广州三七网络目前经营情况良好，重大变化情况出现的可能性较低。因此，本次各业绩承诺方的股份解锁安排对各方的业绩承诺履约能力形成较好的保证。

问题四：你公司应予以说明的其他事项。

回复：无。

特此公告。

芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司

董 事 会

二〇二〇年十二月二十一日

证券代码：002555 证券简称：三七互娱 公告编号：2020-073

芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司关于《股东质询建议函》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 18 日收到交到中证中小投资者服务中心（以下简称“投服中心”）下发的投服中心行权函【2020】101 号《股东质询建议函》（以下简称“建议函”）。公司收到投服中心的来函后非常重视，对相关问题进行了认真核查，结合相关资料，对建议函所列问题进行回复，具体内容如下：

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
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

问题: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、评估方法介绍及选取理由

按照《资产评估基本准则 3 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，恰当选择一种或若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，公司所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