

**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（修订稿）**
中企华咨报字(2015)第 102 号
（共一册，第一册）

北京中企华咨询有限责任公司
二〇一五年十二月十七日

目 录

目录.....	1
声明.....	2
估值报告摘要.....	3
估值报告正文.....	4
一、委托方、被估值单位及业务约定书约定的其他估值报告使用者.....	4
二、交易背景.....	13
三、估值目的.....	23
四、价值类型及其定义.....	23
五、估值基准日.....	24
六、估值依据.....	24
七、估值思路与方法.....	25
八、中国动漫行业分析.....	28
九、北京四月星空的业务分析.....	35
十、北京四月星空股东全部权益价值 E1 估值技术说明	66
十一、双方整合后为上市公司带来的价值增量 E2 估值技术说明	114
十二、四月星空股东全部权益价值 E1 和整合后价值增量 E2 的估值中均 包含的版权（IP）相关收入不存在重叠.....	137
十三、估值结论.....	140
十四、估值报告日.....	141

声明

一、我们在执行本估值业务中，遵循相关法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据我们在执业过程中收集的资料，估值报告陈述的内容是客观的，并对估值结论合理性承担相应的法律责任。

二、估值对象涉及的资产、负债清单由委托方、被估值单位申报并经其签章确认；所提供资料的真实性、合法性、完整性，恰当使用估值报告是委托方和相关当事方的责任。

三、我们与估值报告中的估值对象没有现存或者预期的利益关系；与相关当事方没有现存或者预期的利益关系，对相关当事方不存在偏见。

四、我们已对估值报告中的估值对象及其所涉及资产进行现场调查；我们已对估值对象及其所涉及资产的法律权属状况给予必要的关注，对估值对象及其所涉及资产的法律权属资料进行了查验，并对已经发现的问题进行了如实披露，且已提请委托方及相关当事方完善产权以满足出具估值报告的要求。

五、我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件、特别事项说明及其对估值结论的影响。

估值报告摘要

重要提示

本摘要内容摘自估值报告正文，欲了解本估值项目的详细情况和合理解释估值结论，应认真阅读估值报告正文。

北京中企华咨询有限责任公司接受广东奥飞动漫文化股份有限公司的委托，根据有关法律、法规，遵循独立、客观、公正的原则，按照必要的估值程序，对北京四月星空网络技术有限公司在估值基准日相对于广东奥飞动漫文化股份有限公司的投资价值进行了估值。现将估值报告摘要如下：

估值目的：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，为此需要对北京四月星空网络技术有限公司相对于广东奥飞动漫文化股份有限公司的投资价值进行估值，为上述经济行为提供参考依据。

估值对象：北京四月星空网络技术有限公司的投资价值。

估值基准日：2015年06月30日

价值类型：投资价值

估值方法：收益法（自由现金流折现模型+增量现金流折现模型）

估值结论：本估值报告采用收益法（自由现金流折现模型+增量现金流折现模型）的估值结果作为估值结论。具体结论如下：

经过本次采用收益法进行估值，于基准日2015年6月30日，北京四月星空网络技术有限公司相对广东奥飞动漫文化股份有限公司的投资价值为91,057.93万元。

本估值报告仅为估值报告中描述的经济行为提供价值参考依据，估值结论的使用有效期限自估值基准日2015年06月30日起一年有效。

估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件、特别事项说明及其对估值结论的影响。

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

估值报告正文

广东奥飞动漫文化股份有限公司：

北京中企华咨询有限责任公司接受贵公司的委托，根据有关法律、法规，采用收益法，按照必要的估值程序，对北京四月星空网络技术有限公司在2015年06月30日相对于广东奥飞动漫文化股份有限公司的投资价值进行了估值。现将估值情况报告如下。

一、委托方、被估值单位及业务约定书约定的其他估值报告使用者

本次估值的委托方为：广东奥飞动漫文化股份有限公司，被估值单位为：北京四月星空网络技术有限公司，本估值报告仅供委托方、产权持有单位或被估值单位和国家法律、法规规定的估值报告使用者使用，不得被其他任何第三方使用或依赖。

(一) 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

统一社会信用代码：91440500617557490G

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）被估值单位简介

1. 公司简况

企业名称：北京四月星空网络技术有限公司

住所：北京市石景山区实兴大街 30 号院 3 号楼 2 层 B-0014 房间

注册资本：1,338.3335 万元

法定代表人：周靖淇

公司类型：其他有限责任公司

经营期限：2009 年 4 月 30 日至 2029 年 4 月 29 日

经营范围：技术开发；项目投资；企业管理；经济贸易咨询；企业营销策划；承办展览展示活动；设计、制作、代理发布广告；应用软件开发；图文设计、制作；电脑动画设计。

2. 公司股权结构及变更情况

北京四月星空网络技术有限公司由周靖淇、李兵于 2009 年 4 月 30 日出资设立，出资人民币 3 万元，李兵以货币出资 0.1 万元，周靖淇以货币出资 2.9 万元。公司自设立至估值基准日的股权变更情况如下：

1)2009年6月第一次股权转让

2009年6月10日，被估值单位召开股东会并作出决议，同意股东由原来的李兵、周靖淇变更为董志凌、于相华、张杨、周靖淇，同意李兵将其对四月星空的0.1万元出资额转让给董志凌，同意周靖淇将其对四月星空的0.1万元出资额转让给张杨、0.1万元出资额转让给于相华。同日，李兵与董志凌签订《出资转让协议书》，李兵将其对四月星空的0.1万元出资额以0元的价格转让给董志凌，周靖淇分别与张杨、于相华签订《出资转让协议书》，约定周靖淇将其对四月星空的0.1万元出资额以0元的价格转让给张杨、0.1万元出资额以0元的价格转让给于相华。本次变更后被估值单位股权结构为：

股东名称	出资额（万元）	持股比例
董志凌	0.1	3.33%
于相华	0.1	3.33%
张杨	0.1	3.33%
周靖淇	2.7	90%
合计	3.0	100%

2)2010年6月第一次增资

2010年4月10日，被估值单位召开股东会并作出决议，同意增加新股东盛大网络，同意注册资本增加至803万元，其中盛大网络增加实缴货币800万元，并同意就上述变更修改《公司章程》。

2010年5月28日由北京中诚恒平会计师事务所有限公司出具《验资报告》（中诚恒平内验字（2010）第0034号），经审验，截至2010年5月27日，被估值单位已收到盛大网络缴纳的新增注册资本（实收资本）合计人民币捌佰万元整，全部为货币出资，增资后的实收资本总额为803万元。

2010年6月4日，北京市工商局海淀分局为被估值单位核发了《企业法人营业执照》，登记的注册资本为803万元，实收资本为803万元，确认了本次变更。

本次变更后被估值单位的股权结构为：

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（修订稿）

股东名称	出资额（万元）	持股比例
周靖淇	2.70	0.34%
于相华	0.10	0.01%
董志凌	0.10	0.01%
张杨	0.10	0.01%
盛大网络	800.00	99.63%
合计	803.00	100%

3)2010年7月第一次变更住所

2010年6月20日被估值单位召开股东会并作出决议，同意地址变更为北京市石景山区八大处高科技园区西井路3号3号楼5640房间，并同意修改后的章程。2010年8月13日北京市工商局石景山分局为被估值单位换发新的《企业法人营业执照》。

4)2010年11月第二次股权转让

2010年11月29日被估值单位召开股东会并作出决议：同意盛大网络将37.45万元货币出资转让给周靖淇、将26.667万元货币出资转让给董志凌、将26.667万元货币出资转让给于相华、将26.667万元货币出资转让给张杨；同意免去周靖淇执行董事职务，选举朱海发担任执行董事职务；同意免去李兵监事职务，选举张青担任监事职务；同意公司新章程。

同日盛大网络与周靖淇、于相华、董志凌、张杨分别签订《出资转让协议书》，分别约定盛大网络将37.45万元货币出资转让给周靖淇、将26.667万元货币出资转让给董志凌、将26.667万元货币出资转让给于相华、将26.667万元货币出资转让给张杨。本次变更后被估值单位的股权结构为：

股东名称	金额（万元）	出资比例
周靖淇	40.15	5%
于相华	26.767	3.33%
董志凌	26.767	3.33%
张杨	26.767	3.33%
盛大网络	682.549	85%
合计	803.00	100%

5)2012年12月第三次股权转让

2012年12月30日，被估值单位召开股东会并作出决议，同意张杨将其所持有的被估值单位3.333%的股权转让给盛大网络。同意章程修正案；同意修改被估值单位经营范围为技术开发（以工商局核定为准）。同日张杨与盛大网络签订《股权转让协议》，张杨将其所持有的被估值单位3.333%的股权以1元的价格转让给盛大网络。

2013年1月29日，北京市工商局海淀分局核发了变更后的《企业法人营业执照》。

本次变更后被估值单位的股权结构为：

股东名称	金额（万元）	出资比例
周靖淇	40.15	5%
于相华	26.767	3.33%
董志凌	26.767	3.33%
盛大网络	709.316	88.33%
合计	803.00	100%

6)2013年2月第二次增资

2012年12月26日，上海游嘉与盛大网络、周靖淇、董志凌、于相华签署《投资协议》，约定上海游嘉以人民币2500万元的价格认购被估值单位344.143万元出资额。

2013年2月4日，被估值单位召开股东会并通过决议，同意免去朱海发执行董事职务；免去张青监事职务；吸收新股东上海游嘉；增加注册资本至1,147.143万元人民币，新增的注册资本344.143万元由上海游嘉认缴。同意成立董事会，选举朱海发、严彬、周靖淇为董事，选举周冀为监事。同意修改后的新章程。

2013年3月18日，北京慧智宏景会计师事务所有限公司出具慧智宏景验字【2013】第022号《验资报告》，确认截至2013年3月8日止，被估值单位已经收到上海游嘉缴纳的新增注册资本及资本公积合计2,500万元整，全部为货币出资，截至2013年3月8日，被估

值单位变更后的累计注册资本为人民币 1,147.143 万元，实收资本 1,147.143 万元。

2013 年 2 月 19 日北京市工商局石景山分局核发了《企业法人营业执照》，确认了本次变更，登记的注册资本为 1,147.143 万元，实收资本为 1,147.143 万元。

本次变更后被估值单位的股权结构变化为：

股东名称	出资额（万元）	持股比例
周靖淇	40.15	3.5%
于相华	26.767	2.333%
董志凌	26.767	2.333%
上海游嘉	344.143	30%
盛大网络	709.316	61.833%
合计	1,147.143	100%

7)2013 年 6 月第四次股权转让，第二次变更住所

2013 年 6 月 17 日，被估值单位股东会通过决议：同意盛大网络将持有的 24.5489 万元出资额转让给周靖淇、将其持有的 16.4041 万元出资额转让给于相华、将其持有的 16.4041 万元出资额转让给董志凌。同意住所变更为：北京市石景山区实兴大街 30 号院 3 号楼 2 层 B-0014 房间；同意章程修正案。同日，盛大网络分别与周靖淇、于相华、董志凌签订《股权转让协议》，约定盛大网络将其持有的 24.5489 万元出资额无偿转让给周靖淇、将其持有的 16.4041 万元出资额无偿转让给于相华、将其持有的 16.4041 万元出资额无偿转让给董志凌。

2013 年 8 月 6 日，北京石景山工商分局核发变更后的《企业法人营业执照》。本次变更后被估值单位股权结构如下：

股东名称	金额（万元）	出资比例
周靖淇	64.6989	5.64%
于相华	43.1711	3.76%
董志凌	43.1711	3.76%
上海游嘉	344.143	30%
盛大网络	651.9589	56.83%
合计	1147.143	100%

8)2014年3月第五次股权转让、第三次增资

2014年1月25日，文化产业投资基金、博信优选、禾源北极光、创新方舟与上海游嘉、盛大网络、周靖淇、董志凌、于相华及被估值单位签订《投资协议》，约定文化产业投资基金、博信优选、禾源北极光、创新方舟以16,000万元的价格认购四月星空新增注册资本191.1905万元及盛大网络转让的四月星空股权，合计占增资后45.72%的股权。

2014年3月15日，四月星空召开股东会并通过决议，同意吸收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，由文化产业投资基金缴纳新增注册资本191.1905万元；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；同意免去朱海发董事职务，选举陈杭为董事；同意免去周冀监事职务，选举夏耀峰为监事；同意公司新章程。

同日，上海盛大与文化产业投资基金、博信优选、禾源北极光、创新方舟分别签订《股权转让协议》，约定上海盛大将其持有的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。

2014年3月28日，北京中诚恒平会计师事务所有限公司出具中诚恒平内验字(2014)0056号验资报告，确认截至2014年3月27日，四月星空已经收到文化产业投资基金缴纳的新增注册资本(实收资本)191.1905万元，全部为货币出资，2014年3月27日，四月星空累计实缴注册资本为1,338.3335万元，实收资本为1,338.3335万元，占注册资本的100%。

2014年4月10日，北京市工商局石景山分局核发《营业执照》。
变更后被估值单位股权结构如下：

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（修订稿）

股东名称	金额（万元）	出资比例
周靖淇	64.6989	4.83%
于相华	43.1711	3.23%
董志凌	43.1711	3.23%
上海游嘉	344.1430	25.71%
盛大网络	231.3397	17.29%
文化产业投资基金	334.5834	25%
博信优选	189.2786	14.14%
禾源北极光	57.3572	4.29%
创新方舟	30.5905	2.29%
合计	1338.3335	100%

9)2014年9月第六次股权转让

2014年9月5日被估值单位召开股东会会议并作出决议：同意吸收新股东聚铭骋志；同意盛大网络将其持有的61.1422万元出资额转让给聚铭骋志；将其持有的63.8796万元出资额转让给周靖淇、将其持有的42.6245万元出资额转让给于相华、将其持有的42.6245万元出资额转让给董志凌；同意变更被估值单位经营范围为技术开发；项目投资；企业管理；经济贸易咨询；企业营销策划；承办展览、展示活动；设计、制作、代理发布广告；应用软件开发；图文设计、制作；电脑动画设计（以工商局核定为准）。同意被估值单位新章程。

同日，盛大网络与聚铭骋志、周靖淇、董志凌、于相华分别签订《股权转让协议》，约定盛大网络将其持有的61.1422万元出资额转让给聚铭骋志、将其持有的63.8796万元出资额转让给周靖淇、将其持有的42.6245万元出资额转让给于相华、将其持有的42.6245万元出资额转让给董志凌。

2014年12月18日，北京市工商局石景山分局核发了《营业执照》，确认了本次变更。

本次变更后被估值单位股权结构如下：

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（修订稿）

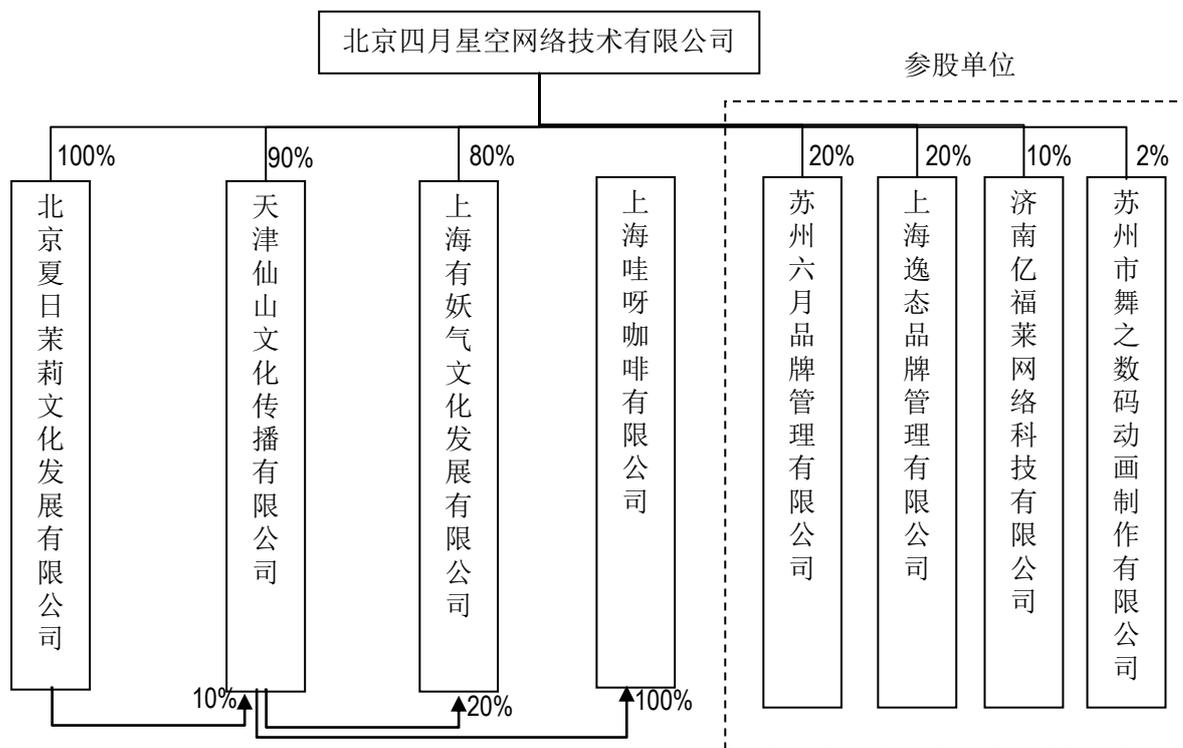
股东名称	金额（万元）	出资比例
周靖淇	128.5785	9.61%
于相华	85.7956	6.41%
董志凌	85.7956	6.41%
聚铭骋志	61.1422	4.57%
上海游嘉	344.1430	25.71%
盛大网络	21.0689	1.57%
文化产业投资基金	334.5834	25%
博信优选	189.2786	14.14%
禾源北极光	57.3572	4.29%
创新方舟	30.5905	2.29%
合计	1,338.3335	100%

3.公司产权结构

截止估值基准日，被估值单位共有股东 10 个，其股权结构如上表所示。

4.母、子公司间股权关系

股权关系简图



5. 近两年资产、财务、经营状况

被估值单位近两年的资产、财务和经营状况如下表。

近二年一期财务状况表(合并口径)

单位：万元

项目	2013年12月31日	2014年12月31日	2015年6月30日
总资产	1,442.79	6,652.37	7,954.43
总负债	451.08	1,050.51	2,234.05
净资产	991.71	5,601.86	5,720.37
项目	2013年度	2014年度	2015年1-6月
营业收入	955.45	3,984.89	3,299.21
利润总额	-1,348.07	-2,081.47	300.78
净利润	-1,481.51	-1,917.72	118.51

被估值单位 2013 年度、2014 年度及估值基准日会计报表经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留意见的审计报告。

6. 委托方与被估值单位之间的关系

委托方广东奥飞动漫文化股份有限公司拟收购被估值单位北京四月星空网络技术有限公司 100% 股权。

(三) 业务约定书约定的其他估值报告使用者

本估值报告仅供委托方、产权持有单位或被估值单位和国家法律、法规规定的估值报告使用者使用，不得被其他任何第三方使用或依赖。

二、交易背景

(一) 北京四月星空业务简介

四月星空是中国领先的原创动漫网络平台运营企业，依托互联网平台相对传统纸媒、电视媒体的快捷方便、快速更新、海量作品等优越属性，结合汇聚原创动漫内容及创意的 UGC 创新模式，打造国内知名原创动漫平台，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。

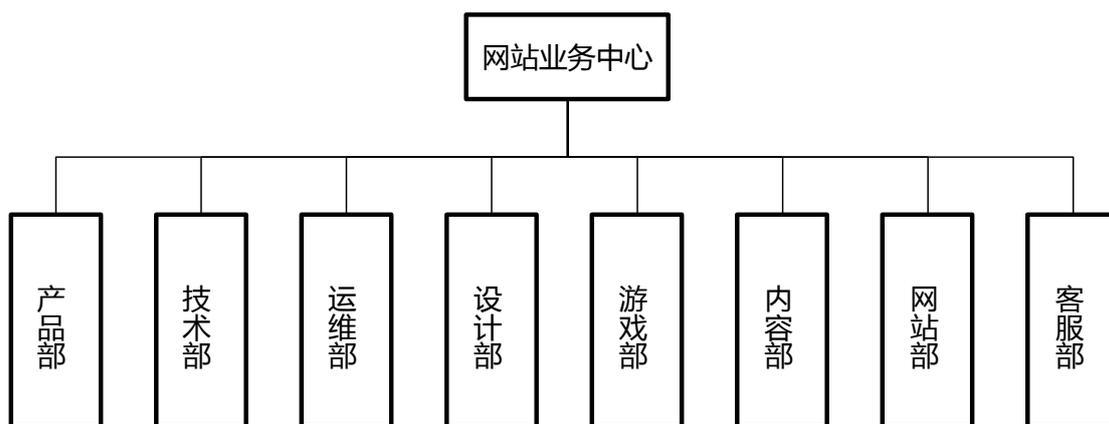
四月星空业务主要分为两大部分：平台运营业务以及授权运营业务。平台运营业务由付费阅读、广告植入以及游戏联运形成收入；版

权运营业务主要包括动画片授权、影视授权、游戏授权以及衍生品授权。

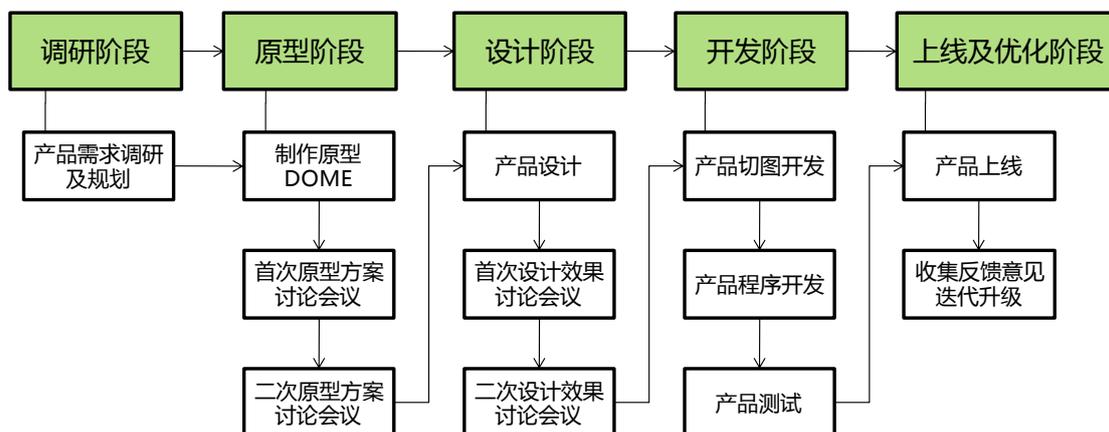
四月星空业务流程主要分为以下四个流程：

1. 产品开发业务流程

产品开发由网站业务中心负责，其下所设的产品部、技术部、运维部、设计部等多个部门共同开发完成，网站业务中心组织架构图如下所示：



产品开发流程包括调研阶段、原型阶段、设计阶段、开发阶段、上线及优化阶段，具体流程如下所示：



调研阶段：产品部根据用户需求、被估值单位需求进行产品需求调研和规划；

原型阶段：产品部根据产品规划制作原型 DOME，并开展原型方案讨论会议，会议通过后提交至设计部并安排排期；

设计阶段：由产品部进行产品设计，并根据产品设计效果开展讨

论会议，会议通过后提交至技术部并安排排期；

开发阶段：由技术部进行产品切图开发、产品程序开发及产品测试；

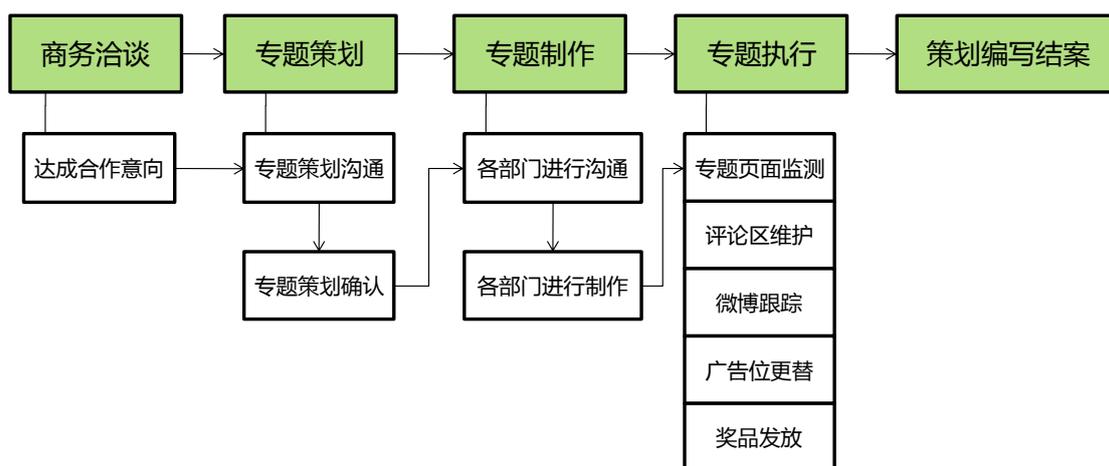
上线及优化阶段：产品上线运营，并由客服部、市场部、内容部等多个部门收集反馈信息，进一步对产品迭代升级。

2. 商务合作业务流程

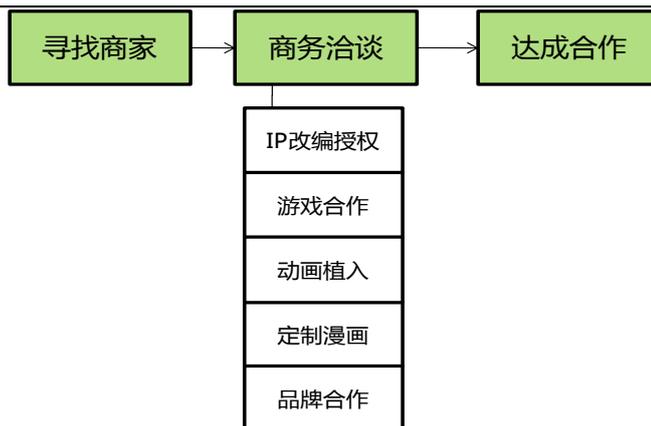
商务合作中心负责当前平台业务领域销售变现工作，及为各中心提供商务支持，为平台进行战略投资布局。商务合作中心下设商务部、市场部、战略部，组织架构图如下所示：



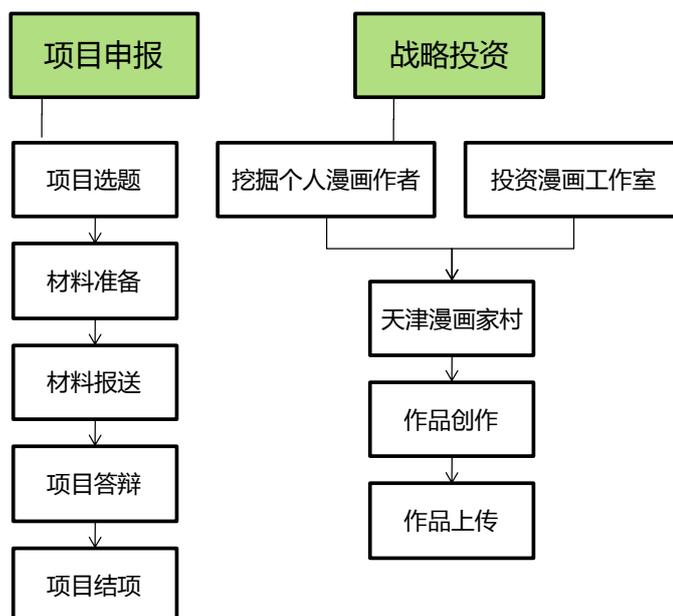
商务部是商务合作中心的子部门，以执行网站活动专题为主。通过前提的商务洽谈达成合作意向后，商务部进行活动专题策划，联合网站中心、产品部、设计部等多个部门制作活动专题并执行，记录活动专题效果，最终以结项项目报告的形式结项。商务部业务流程如下所示：



市场部以开拓市场为主，寻找合作客户并根据其需求开展 IP 改编授权、游戏合作、动画植入、定制漫画、品牌合作等业务的商务洽谈，最终达成合作。市场部业务流程如下所示：



战略部主要负责项目申报及战略投资。在项目申报方面，战略部需处理项目申报过程中与政府部门的沟通工作，联合法务部、财务部等多部门进行项目选题、准备申报材料、报送材料、项目答辩及项目结项；在战略投资方面，挖掘及投资个人漫画作者和漫画工作室并安排其进入天津漫画家村，漫画家及工作室完成作品后，配合编辑部进行作品审核，审核通过后将作品上传。战略部业务流程如下所示：

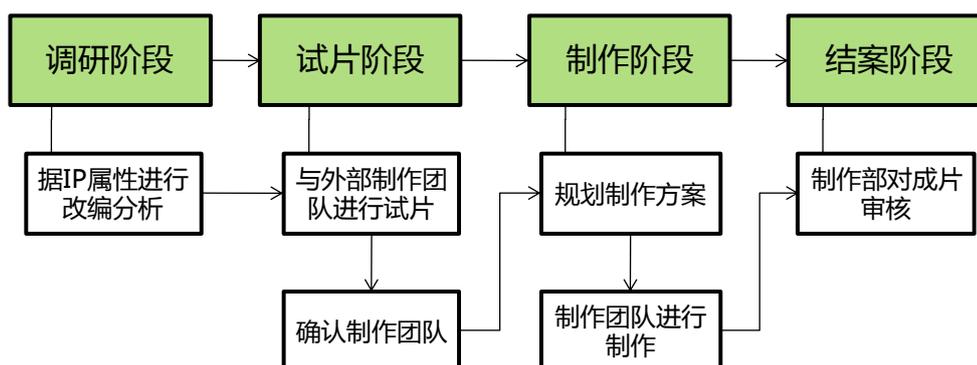


3. 品牌战略业务流程

品牌战略中心负责管理、运营重点版权品牌的动画化、影视化，负责开拓优质品牌的商业价值、商业模式和商业渠道。品牌战略中心下设美术部、制作部、运营部、周边部，组织架构图如下所示：



品牌战略业务流程包括调研阶段、试片阶段、制作阶段、结案阶段，具体流程如下所示：



调研阶段：制作部根据被估值单位动漫平台中漫画 IP 的受众属性和漫画产品定位进行漫画改编项目分析；

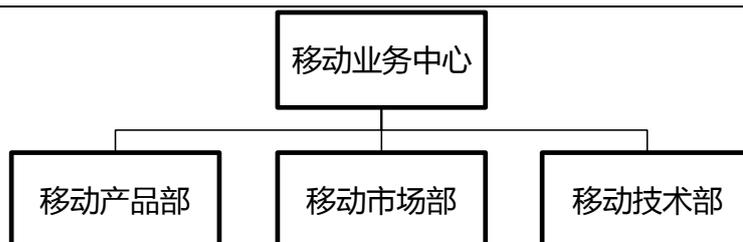
试片阶段：由制作部监制根据提案完成的作品寻找多家制作团队进行试片的工作，通过试片工作对制作团队实现质量控制及挑选制作团队；

制作阶段：制作部根据制作团队提供材料和相关预算进行立项和规划制定方案，由制作团队按照设计规划的执行方案推进完成相关的制片工作；

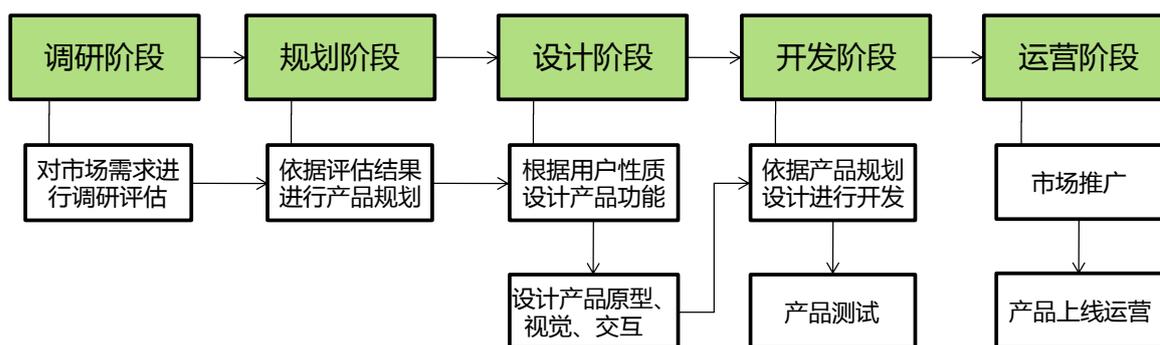
结案阶段：在制作团队完成影片或动画成片后，由制作部对成片进行最终审核，通过审核的成片将交接给品牌战略运营部。

4.移动事业业务流程

移动业务中心负责被估值单位旗下所有移动产品的研发、运营工作，致力于提升被估值单位在移动动漫市场的用户占有量。移动业务中心下设移动产品部、移动市场部、移动技术部，组织架构图如下所示：



移动业务中心流程包括调研阶段、规划阶段、设计阶段、开发阶段及运营阶段，具体流程如下所示：



调研阶段：由移动产品部发起分析移动行业发展热点，对市场需求进行调研估值；

规划阶段：估值通过后由移动产品部根据调研结果进行产品规划；

设计阶段：移动产品部联合移动技术部进行产品设计，对包括但不限于功能、特性、使用流程、UI/UE、性能要求等方面进行设计；

开发阶段：移动技术部依据产品规划和设计进行产品开发，开发完成后与产品部对产品测试；

运营阶段：由移动市场部对产品进行市场推广及运营，管理各推广渠道，收集运营数据。

(二)奥飞动漫盈利模式

奥飞动漫经过 20 多年发展，从授权到原创、从简单制造到围绕 IP 进行全产业链开发，已积累并打造众多知名 IP，形成以 IP 为核心，集动画片、电影、媒体、游戏、视频平台及社区、玩具、衍生品、教育、主题乐园等为一体的泛娱乐生态系统。

奥飞动漫在动画片、玩具、游戏等细分领域拥有成熟的运营团队，可基于 IP 在不同细分市场进行多次开发利用，实现 IP 价值最大化。奥飞动漫基于“喜羊羊”、“巴拉啦小魔仙”、“铠甲勇士”

等明星动漫 IP，通过影视（动画、电影）扩大 IP 知名度和影响力，通过相关线下衍生品（玩具、婴童服饰等）、线上互动娱乐产品（游戏等）、及大电影，通过线上线下销售、流水变现、授权等方式实现 IP 变现。

奥飞动漫拥有领先的动漫 IP 资源优势，旗下动漫 IP 在数量、知名度等方面位居国内前列，近年来在精心培育自有动漫 IP 的同时，不断通过外延吸收知名动漫 IP 提升公司品牌实力，未来还将继续打造精品 IP 矩阵，打造全年龄段、国际化的 IP 内容。公司过去主要集中在 K12（儿童及少年用户）阶段发展 IP，除“铠甲勇士”、“火力少年王”、“凯能机战”、“战斗王”等针对男孩的动漫 IP 外，还开发了“巴啦啦小魔仙”、“蛋糕甜心”等针对女孩的动漫 IP。近年来奥飞动漫开始进军全年龄段动漫 IP，获得“喜羊羊”、“贝肯熊”、“太极鼠”等 IP，未来还将继续全力布局 K12 以上全年龄段 IP 内容。奥飞动漫目前已收购原创动力、爱乐游、方寸科技、嘉佳卡通等 IP 开发、游戏、渠道企业，皆为细分领域内的优质团队，与奥飞动漫形成良好的协同效应。同时，奥飞动漫还成立奥飞影业，与好莱坞合作，意图一方面获得包括好莱坞大片的收益分享、发行权和相关商品化权益；一方面也借鉴好莱坞的先进理念和运营模式，更好地提升自身 IP 影响力。奥飞动漫已经形成从 IP 生产、内容播映、IP 衍生、玩具制造的全产业链布局。

奥飞动漫具有动漫全产业链的平台优势及盈利能力，通过原创+并购 IP，再进行全产业链开发，通过相关衍生品、游戏、影视、品牌授权等业务板块实现变现。“巴啦啦小魔仙”和“喜羊羊与灰太狼”是奥飞动漫代表性 IP，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。

（三）奥飞动漫收购四月星空能够产生协同效应

四月星空是国内最大的原创动漫平台，拥有国内最大的原创漫画库。收购四月星空对奥飞动漫的协同作用主要有以下几点：

1.共同的 IP 运营产业思维，提升战略共通性和契合度

奥飞动漫一直以来，都重视 IP 的创造、培育、优化、挖掘和拓展，历经“产业文化化”到“文化产业化”的升级蜕变，致力于构建以 IP 为核心的泛娱乐生态系统。四月星空作为国内领先的动漫 IP 全版权运营商，其核心竞争力就在于注重原创 IP 作品的发现、鼓励与培养，宽松的创作氛围，灵活的激励机制和更有针对性的筛选体系，有助于 IP 价值的深入挖掘和成功变现。

双方在 IP 创作与开发、IP 内容培育与优化、IP 衍生品的合作与授权方面都有各自的特点和资源，但共有的 IP 产业化运营思维始终贯穿于公司发展壮大的轨迹与历程中。“泛娱乐”的战略定位高度契合，原生的经营理念共融共通，大大降低了未来业务整合的难度与困扰，有利于促进双方沟通交流，资源共享和优势互补，共同打造 IP 全产业链运营的商业模式和成功案例。

2.IP 资源类型互补，拓展全年龄段受众

经过多年发展，奥飞动漫已经构建了以《喜羊羊与灰太狼》、《贝肯熊》、《巴啦啦小魔仙》等六大核心 IP 的精品 IP 矩阵，在 K12 以下 IP 资源库拥有完整的布局，涵盖家庭、魔幻、科幻、英雄四大系列。被估值单位则成功培育了面向 K12 以上人群的《十万个冷笑话》、《端脑》、《雏蜂》、《镇魂街》等国内极具人气的原创 IP，涵盖科幻、玄幻、推理、武侠、生活、搞笑、爱情等多个系列，拥有超过 20,000 名原创作者，40,000 部以上连载漫画作品。

收购四月星空拓展了奥飞动漫受众的年龄段，由低龄向全年龄段拓展，为奥飞动漫打开新的市场。

3.四月星空的互联网基因优势为泛娱乐产业体系注入新的活力

奥飞动漫作为国内动漫文化产业的领先者，很早就意识到了互联网思维对企业经营效益的促进性，并先后投资拓展其 PC 端和手机移动端的互联网平台以及各类应用，其中包括游戏业务，动漫视频网站和移动端漫画浏览平台。

四月星空作为资深的网络技术公司和成功的 IP 运营商，拥有强大的互联网基因。四月星空的原创动漫分享平台鼓励个性彰显和沟通交流，为其带来了多样化的、极具原创性的 IP 资源以及更宝贵的

原创作者队伍；IP 作品的筛选与评价，借助于自主开发的大数据系统，利用互联网技术支持用户行为和反馈意见的收集与分析，大大提升了商业化的效率，降低了产业运作的成本；平台系统能及时更新作品和持续跟踪创作周期，兼顾用户的阅读体验和作者的创作感受，增强用户和开发者的粘性；其制作的网络动画片在众多知名互联网视频平台上的传播，极大发挥了互联网“口碑营销”的作用，取得了“粉丝经济”的良好效益。

四月星空天然的互联网基因、专业的互联网团队和成熟的互联网技术，有助于奥飞动漫在原创作品的孵化体系、IP 传播渠道方式和版权运营模式方面更好的与互联网思维结合，激发原有业务的创新动力，泛娱乐生态系统焕发新的活力，契合公司积极推进互联网化的战略规划。

4.内容金矿潜力无限，补充 ACG 产业链核心环节 Comic

四月星空有着极其丰富的 IP 资源，其作为国内最大的网络动漫连载平台，可以持续产出优质 IP。目前，“有妖气”平台点击量超过 10 亿次的超级 IP 有 5 部（均为签约作品），点击量超过 5 亿次的优秀 IP 有 14 部，点击量超过 1 亿次的潜力作品超过 40 部，旗下《黑瞳》、《端脑》、《镇魂街》、《雏蜂》等超级 IP 仍有非常大的价值挖掘潜力。收购了四月星空就相当于获得了一个能够不断成长的 IP 资源库。

而且，目前奥飞动漫的 IP 开发模式为 PGC(Professional-generated content)，即专业生产内容，在动漫行业的应用主要为工作室研发和同类型作品批量生产；四月星空的 IP 开发模式为 UGC[UGC: User-generated content]，即用户生产内容，UGC 的主要优势在于作品开发的渠道面相比 PGC 更为宽阔，UGC 开发模式下的作品源自大众用户，其内容更贴近社会文化和年青潮流，使开发商更容易把握当下年青人群的身心诉求及其引领的潮流动向。结合 PGC 与 UGC 等多种 IP 内容开发模式，奥飞动漫将会为作品开发提供更广阔的空间。

5.助力加快奥飞动漫的国际化战略布局

在收购国内 IP 开发、游戏、渠道企业的同时，奥飞动漫还成立

了奥飞影业，与好莱坞合作，意图一方面获得包括好莱坞大片的收益分享、发行权和相关商品化权益；一方面也借鉴好莱坞的先进理念和运营模式，更好地提升自身 IP 影响力。从奥飞动漫的三大战略，内容为王、互联网化、国际化来看，国际化是奥飞动漫已经开始执行的重要战略。

2014 年 1 月，由世界媒体实验室(World Media Lab)编制的 2014 年度(第二届)《世界媒体 500 强》排行榜在美国纽约揭晓。美国公司康卡斯特公司、沃尔特·迪斯尼公司、21 世纪福克斯公司包揽前三名，广东奥飞动漫文化股份有限公司也跻身其中，位列第 344 位。随后，奥飞动漫不仅收购了纽约漫画及电影娱乐公司 451 媒体集团，成为其单一最大股东，享有相关影片在大中华区的发行权以及 IP 的商品化权益，为公司在国内和海外市场开展电影业务搭建了平台，同时又于 2014 年底与好莱坞的摄政娱乐集团(Regency Productions)达成长期战略合作关系，并与该公司合作开始制作三部好莱坞大片《刺客信条》(游戏 IP)、《细胞分裂》(游戏 IP)和《幽魂》。2015 年 12 月，由美国新摄政(New Regency)电影公司与奥飞影业联合出品的《荒野猎人》获得了视为奥斯卡金像奖风向标的“波士顿影评人协会奖”的两个奖项。并已获得奥斯卡多项提名、动画安妮奖最佳真人电影动画人物提名等。而《荒野猎人》由小说改编，导演及主演均具国际知名口碑。好莱坞公司之所以选择与奥飞影业合作，也是看重奥飞的强大的 IP 商业化运营能力、旗下一流的动漫及游戏公司，以及泛娱乐的产业布局。

在电视剧和网络剧方面，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，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。

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。

四月星空旗下的有妖气平台为国内最大的原创漫画平台，有大量的签约和授权作品，是极其丰富且不断成长的IP资源库。在奥飞影业国际化进程中，在电影、游戏、电视剧和网络剧的开发方面，四月星空能够不断向其提供优质IP，为其加快国际化战略的布局发挥强大的后盾作用。

三、估值目的

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，为此需要对北京四月星空网络技术有限公司进行估值，以确定在估值基准日时北京四月星空网络技术有限公司相对于广东奥飞动漫文化股份有限公司的投资价值，为此次经济行为提供价值参考依据。

四、价值类型及其定义

根据估值目的，确定本次估值对象的价值类型为投资价值。

投资价值是指资产对于具有明确投资目标的特定投资者或某一类投资者所具有的价值。这一概念将特定的资产与具有明确投资目

标、标准的特定投资者或某一类投资者结合起来。

五、估值基准日

本项目估值基准日是 2015 年 06 月 30 日。

估值基准日是由委托方确定的。

六、估值依据

(一) 经济行为依据

1. 《估值业务约定书》。

(二) 法律法规依据

1. 《中华人民共和国公司法》（2013 年 12 月 28 日第十二届全国人民代表大会常务委员会第六次会议修正）；

2. 《中华人民共和国证券法》(2005 年 10 月 27 日第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议通过)；

3. 《中华人民共和国企业所得税法》（2007 年 3 月 16 日第十届全国人民代表大会第五次会议通过）；

4. 《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》(财政部、国家税务总局令第 50 号，经财政部、国家税务总局令第 65 号修订)；

5. 《国务院关于实行分税制财政管理体制的决定》(国发[1993]第 85 号)；

6. 《企业会计准则——基本准则》(财政部令第 33 号)；

7. 有关其他法律、法规、通知文件等。

(三) 权属依据

1. 商标注册证；
2. 作品著作权签约作品合同；
3. 国际域名注册证书；
4. 计算机软件著作权证书；
5. 企业出资证明(章程、验资报告)；

6. 其他与企业资产的取得、使用等有关的会计凭证及其它资料；

7. 其他有关产权证明。

(四) 取价依据

1. 企业提供的以前年度的财务报表、审计报告；
2. 委托方及被估值单位提供的财务会计经营方面的资料；
3. 委托方及被估值单位提供的未来年度经营收益、预测等有关资料；

4. 估值基准日银行存贷款基准利率；
5. 估值基准日近期国债收益率、同类上市公司财务指标及风险指标；

6. 国家宏观、行业、区域市场及企业统计分析数据；

7. 与企业有关部门的相关访谈等；

8. 估值人员现场勘察记录及收集的其他相关估价信息资料；

9. 被估值单位提供的资产清单和估值申报表；

10. 广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）出具的专项审计报告；

11. wind 资讯金融终端；

12. 北京中企华咨询有限责任公司信息库；

13. 与此次估值有关的其他资料。

七、估值思路与方法

(一) 估值思路

根据本次估值目的，估值对象是北京四月星空网络技术有限公司相对于广东奥飞动漫文化股份有限公司的投资价值。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北京四月星空网络技术有限公司股东全部权益价值 E_1 ，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 E_2 。以上两部分的估值之和即为此次所估值的投资价值 E 。即：

北京四月星空网络技术有限公司相对广东奥飞动漫的投资价值

$E = \text{北京四月星空网络技术有限公司股东全部权益价值 } E1 + \text{双方整合后为上市公司带来的价值增量 } E2$

（二）估值方法

根据估值目的，本次估值的价值类型为投资价值，不仅关注被估值单位未来的盈利能力，更看重的是双方整合后为上市公司带来的增量价值，故本次估值采用收益法（自由现金流折现模型+增量现金流折现模型）估值。

1. 北京四月星空网络技术有限公司股东全部权益价值 E1

本次对北京四月星空网络技术有限公司股东全部权益价值 E1 的估值采取传统的企业自由现金流折现模型进行估值。

企业自由现金流折现模型的具体描述如下：

股东全部权益价值 = 企业整体价值 - 付息债务价值

企业整体价值 = 经营性资产价值 + 长期股权投资及可供出售金融资产价值 + 溢余资产价值 + 非经营性资产负债价值

注：本次估值采用合并口径进行收益法估值，收益法经营性资产估值范围涵盖北京四月星空及其下属控股子公司，北京四月星空下属子/孙公司包括天津仙山文化传播有限公司、北京夏日茉莉文化发展有限公司、上海有妖气文化发展有限公司、上海哇呀咖啡有限公司。

北京四月星空参投单位共有四家，分别是上海逸态品牌管理有限公司、苏州六月品牌管理有限公司、济南亿福莱网络科技有限公司及苏州市舞之数码动画制作有限公司，均在长期股权投资及可供出售金融资产中进行估值。

2. 双方整合后为上市公司带来的价值增量 E2

本次估值采用收益法中的增量现金流折现模型对双方整合后为上市公司带来的价值增量 E2 进行估值。

双方整合后为上市公司带来的价值增量 $E2 = \text{增量现金流量折现值}$
 $\text{增量现金流量折现值} = \text{明确的预测期期间的增量现金流量现值} + \text{明确的预测期之后的增量现金流量现值}$

3. 上述具体估值方法的选取原因

本次交易估值采用的具体估值方法为收益法（自由现金流折现模

型+增量现金流折现模型)。该具体估值方法的选取原因如下:

(1)该方法符合本次交易的估值目的和价值类型

本次交易,上市公司委托估值机构中企华咨询对四月星空的投资价值进行估值,为本次交易提供参考依据。根据本次重组的目的,上市公司希望通过收购四月星空,进一步拓展受众人群和市场份额,完善动漫产业链,延伸“泛娱乐”产业布局,由此提升上市公司整体的市场竞争力和盈利能力。因此本次估值目的,不仅关注被估值单位未来的盈利能力,更看重双方整合后,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。

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所估值的投资价值 E。

本次估值的具体估值方法采用了收益法(自由现金流折现模型+增量现金流折现模型),两种现金流折现模型分别对上述价值 E1 和 E2 进行估值。

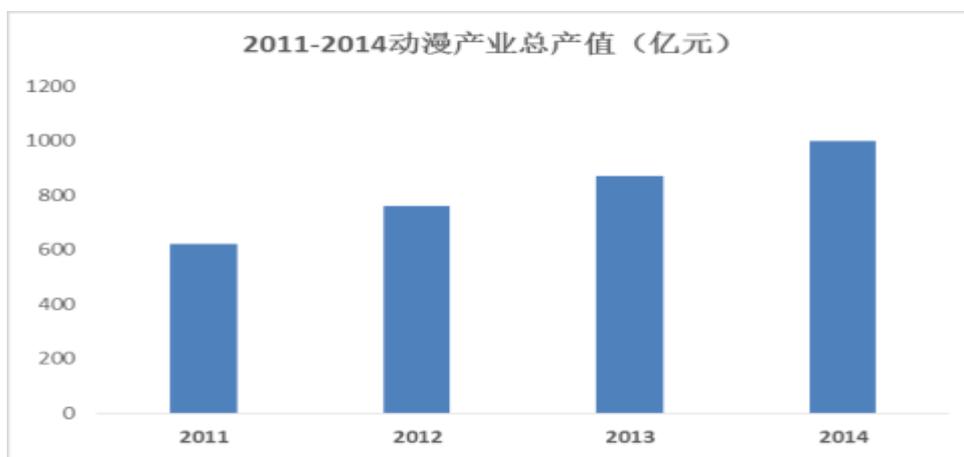
(2)该方法适用标的公司所处的行业现状和经营模式

企业投资价值估值的基本方法主要有收益法、市场法和资产基础法。本次重组中的标的公司四月星空系一家互联网原创动漫平台公司,由于该类公司市场上可比交易案例较少,无法采用市场法估值。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。较收益法而言,资产基础法的结果未能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。而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之外,还考虑本次收购完成后,奥飞动漫在未来若干年内因此而增加的增量现金流量。因此,本次估值市场法和资产基础法均不适用,本次估值仅采用收益法一种方法进行估值。

八、中国动漫行业分析

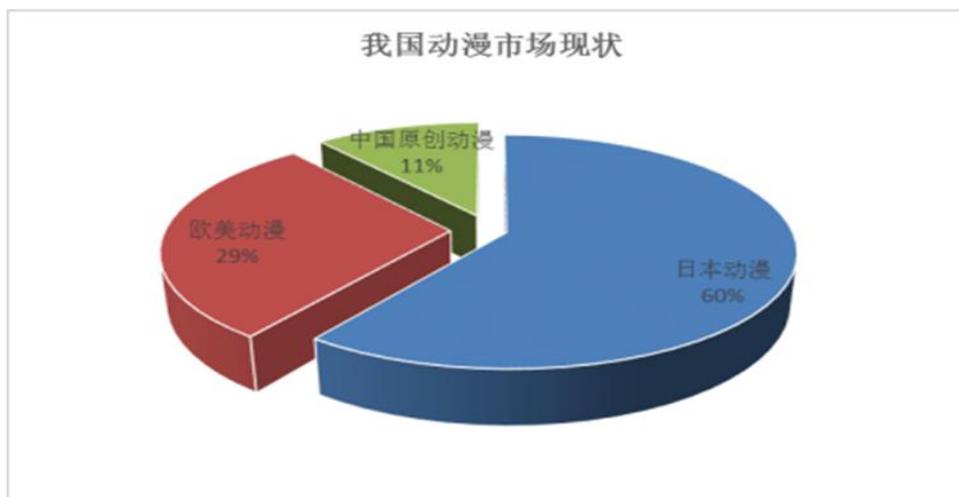
（一）行业现状

近年来，我国动漫产业发展迅猛。从传播载体上来看，随着互联网的日益普及和中国网民的持续快速增长，互联网的迅速发展为网络动漫的兴起创造了条件，一批新媒体动漫平台迅速成长起来，影响力较大的动漫新媒体平台有有妖气、漫域、腾讯动漫等，逐渐取代以杂志为主要载体的传播方式，主要以互联网网站形式呈现动漫，自此开启了网络动漫时代。2013年中国4G移动通信的正式启动和以3G为基础的移动互联网的广泛普及，为手机动漫的发展带来了新的契机，手机（移动终端）动漫标准的出台进一步推进了手机动漫行业的规范化。随着智能终端的快速普及和移动网络的高速发展，移动新媒体动漫正呈现爆发式的发展态势，我国动漫产业正从传统媒体向新媒体加速迁移，数字动漫产品的互联网化已成为不可逆转的潮流趋势。

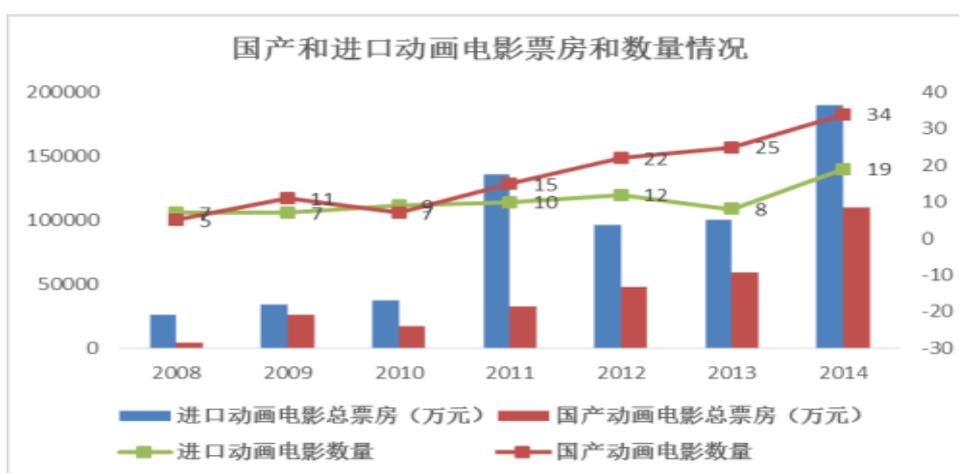


资料来源：CNNIC

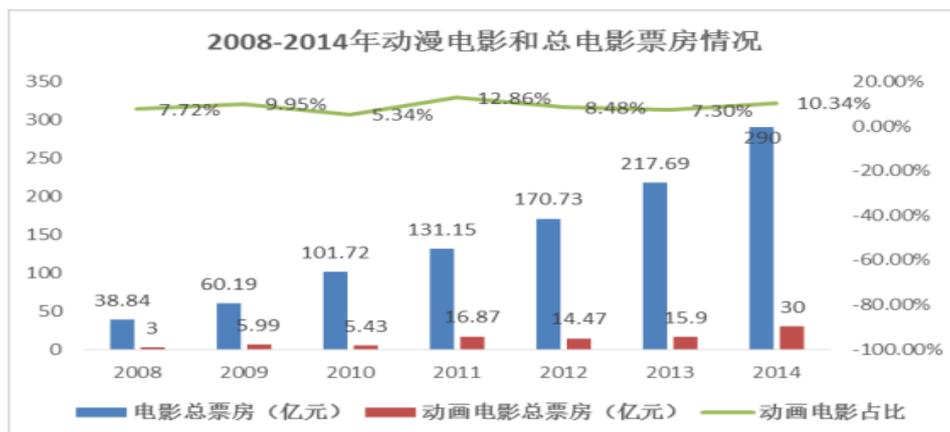
从总产值上来看，据《中国动漫产业发展报告（2014）》统计，我国动漫产业总产值从2011年的621.72亿元增长到2014年的超过1000亿，年化复合增长率约为17.17%，另一方面，2014年我国电影总票房达到296.39亿元，同比增长36.15%；其中动画电影总票房约为30亿元，同比增速为88.68%，远高于电影平均增速。



从动漫市场占比等指标来看，随着我国动漫产业迅速发展，动漫产业规模持续走高的同时，原创动漫占比仍然过低，2014年我国1000亿的动漫总规模中，原创动漫规模仅为110亿，占我国动漫总规模的11%；但在2014年总动画票房中，国产动画电影票房约11亿元，同比增长67%；放映总场次由2013年的265.8万场增加至487万场，增幅达到45.4%；累计观影人次达到8687.9万次，增幅43.8%；国产动画电影在放映场次、票房以及观影人次等重要指标中的增速均远高于其他类型电影。



资料来源：艺恩咨询、国海证券研究所



资料来源：艺恩咨询、国海证券研究所

从动漫质量上来看，据《国民经济和社会发展统计公报》统计，国产动画片时长从2002年的11392分钟增加到2011年的261224分钟，在时长上保持了快速增长，2011年达到顶峰以后有所调整，从2012年到2014年，分别为222938分钟、199132分钟和138496分钟，2014年的产量约占2011年的一半略多，国产动漫数量在不断缩减，但质量在不断提高，国产动漫逐步由“量”向“质”转化，更多强调质量和影响力，淡化制作数量，更大地促成优质动漫的不断涌现，未来价值增长空间较大。

从规模实力来看，2014年我国动漫企业在动漫产业化潮流中快速成长，规模实力有所增强，一批有实力、有特色的动漫企业逐步脱颖而出。据统计，目前我国共有动漫企业4600余家，专业人员近22万人，从业人员50余万人，年产值在3000万元以上的动漫企业24家，年产值超过1亿元的大型企业13家。我国动漫产业已形成以广东、上海、北京为首，珠三角、长三角和环渤海地区协同发展的核心区域，以及以奥飞动漫、华强动漫、腾讯动漫、中南卡通、炫动传播、淘米动画、央视动画等大型企业为代表的“第一阵营”。

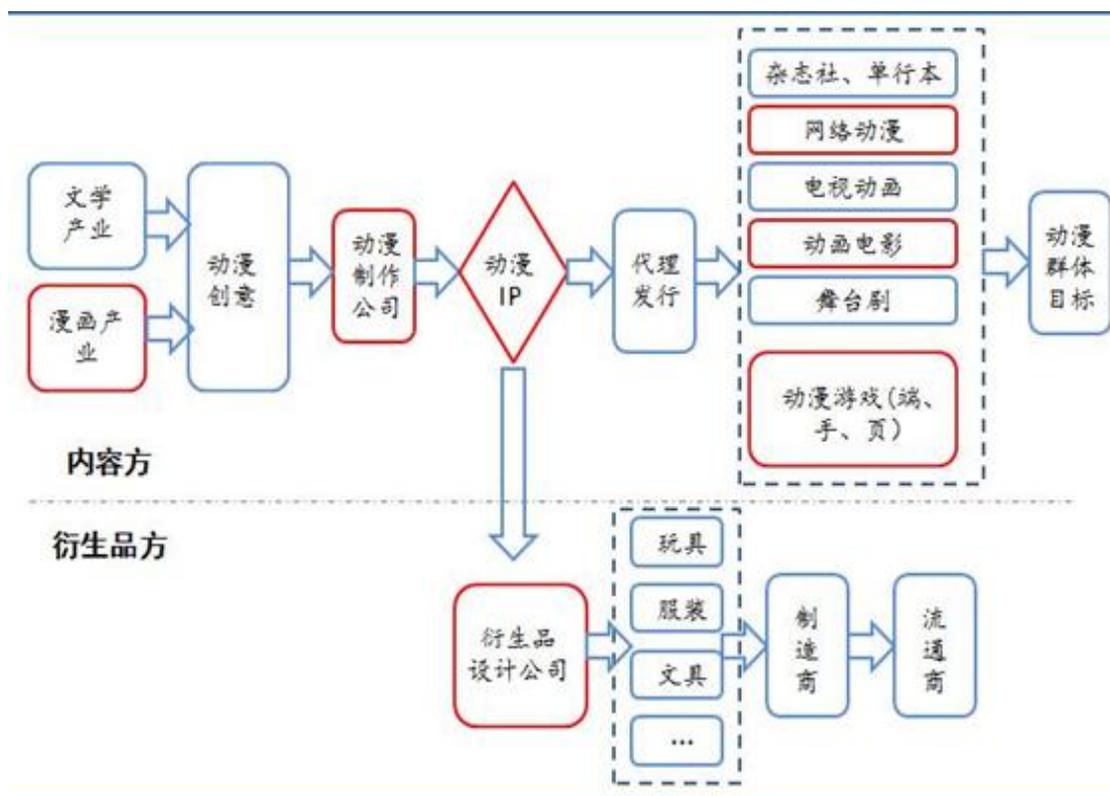
(二)经营模式

从过去主要以杂志为载体进行漫画传播到如今互联网时代以网络漫画平台为媒介，汇聚了众多的漫画作品，让漫画爱好者可以随时随地阅读漫画。伴随着网络漫画平台的诞生与发展，给动漫行

业带来了新的曙光，动漫行业的经营运行模式也呈现出多样化的发展，逐渐形成一个以优质 IP 为核心的动漫产业链，沿着 IP 培育、IP 开发及 IP 授权的商业逻辑，在平台积累大量的优质 IP，从而开展以 IP 为核心的全版权运营业务。

IP 作为动漫产业链的核心，整个动漫产业链都围绕动漫 IP 而展开，首先是优质 IP 的产生，即由漫画作者创作的被大家喜闻乐见的优秀漫画作品，漫画平台负责漫画版权运作，主要有买断模式和后续收入的分成模式，然后通过对优质 IP 的培育和开发，使其实现价值变现，即通过把 IP 资源授权至电影行业、游戏行业以及网络视频行业等，其收入或盈利会与产业链下游的电影、游戏等变现渠道相关，一般为授权金加流水分成的收入模式。同时随着电影、游戏的粉丝聚集效应，IP 消费衍生品市场不断扩大，衍生品 IP 授权也成为动漫产业链中不可或缺的一环。

动漫产业链图



资料来源：互联网，华创证券

在电影、动漫、游戏等行业迅速发展和融合的泛娱乐生态下，IP 价值不断被消费者所认知，好的 IP 资源已成为电影、游戏市场争夺

的核心竞争力，经典 IP 形象一直深受主流消费者的青睐。在电影方面，与非 IP 类改编成的电影相比，围绕 IP 开发的电影更容易取得不错的市场效益。在 2012-2014 年中国票房位列前 20 的类型影片中，由品牌 IP 改编的电影票房 3 年累计达 2,756,496 万元，系原创影片同期票房的 4.53 倍，所以拥有优质 IP 内容的电影作品无疑对消费者具有巨大的吸引力；在手游方面，IP 推动手游等内容产业的融合，内容产业的整合让游戏、文学、动漫、影视等产业的合作更加紧密，互为产业链上下游，由知名 IP 改编的手游自带粉丝光环，可以为游戏节约推广成本和带来更多的付费用户，可以体现更好的效果。通过优质 IP 资源带动产业链上下游行业的发展，逐渐形成一个可持续发展的经营运作模式，打造良好的动漫娱乐生态圈。

(三)有利因素

1.国家政策鼓励支持，推动行业跨越式发展

政府是我国动漫产业发展的主导力量，动漫产业的发展离不开政策的支持与引导，我国对于动漫产业的定位承自于 2002 年“十六大”提出的“文化产业”概念，随后动漫产业被定性为经营性文化产业。2004 年以来，中央和地方各级政府陆续出台了多项动漫产业专项政策，同时，由于动漫产业的跨行业特征明显，又受到文化体制改革和文化产业、新闻出版产业、广播影视产业、软件和信息产业等类别产业政策的裨益。

总的来说，政府部门通过深化改革、完善政策、加大管理、加强服务，以市场和政府两种方式大力推进动漫产业体制机制创新，培育新兴市场竞争主体，促进了整个产业的超常规、跨越式发展。从“原创动漫扶持计划”“原创动漫推广计划”到“国家动漫精品工程”“国家动漫品牌建设和保护计划”，彰显了国家逐步引导实现从代工到原创、从原创到精品、从精品到品牌的发展路线。

2.从低幼市场进军全年齡市场，动漫受众人群扩大

中国动漫在过去基本上以正反派之间的对决内容为主，风格过于单一，而且中国动漫的适应年龄段几乎以幼儿至小学 4~5 年级的儿童为主，市场范围狭小。在 2015 年 7 月上映的《大圣归来》无疑是国

产动漫电影的里程碑，8亿的票房也打破国产动漫在国人心目中的印象，广电总局也因为《大圣归来》专门召开了研讨会，中宣部副部长景俊海对外表示：要改变动画片低幼的定位，以新的技术制作出多年龄段，甚至全年龄段的动画片。同时，根据华创证券公司的调研和研究，我国二次元需求非常庞大，泛二次元受众可达1亿，核心二次元受众也有600万。

(四)不利因素

1.动漫原创力较为薄弱，制约中国动漫品牌打造

虽然近年来中国动漫在原创力方面有所增强，但普遍而言仍较薄弱，这也成为制约中国动漫品牌打造的首要因素，主要体现在以下几个方面：一是原创的着眼点过于集中在外在符号层面，对形象、剧情如何体现文化内涵、正能量价值观等方面关注较少，导致一些作品社会效益较差；二是大部分作品仍以模仿欧美日本动漫的内容和风格为主，没能将自身民族特色转化为国际语言；三是形象设计能力仍与国际先进水平有不小差距，限制了本土品牌的市场竞争力。

2.动漫企业品牌意识薄弱，缺乏市场深入研究

我国动漫企业品牌意识距离品牌力要求也有较大差距。究其原因：一是企业普遍缺乏成功打造动漫品牌的经验，对动漫品牌营销理解较为肤浅；二是对动漫品牌的价值定位不清楚，很多企业盲目建设全球品牌、长周期品牌和大众市场品牌，却没有匹配相应的资源；三是品牌保护意识不强，动漫作品一旦走红，就盲目提高曝光率、增加授权领域，过于追求品牌的短期变现，缺乏对品牌长效价值的保护，透支了市场期待，让品牌的生命周期变短。目前，国内动漫品牌的运营普遍建立在经营者经验判断的基础上，有的甚至是企业负责人“拍脑袋”决定，缺乏对市场的深入研究和准确把握，严重影响了品牌打造的效果。

(五)未来发展前景

近几年来，围绕IP为核心的横跨游戏、文学、音乐、影视、动漫等互动娱乐内容逐渐增多，“明星IP”成为泛娱乐产业中连接和聚合粉丝情感的核心，以IP为核心的泛娱乐布局成中国文化产业趋势。

IP 是英文 “Intellectual Property” 的缩写，直译为 “知识产权”。对文化娱乐产业而言，IP 可存在于音乐、戏剧、电影、电视、动漫、游戏等多种文化产品中。对文化产品而言，IP 是一个 “文化品牌”。一旦拥有 IP，就等于拥有一批固定粉丝；拥有知名度高的 IP，则意味着粉丝效应可放大，并帮助文化产品快速占领市场。因此，随着文化产业的竞争与发展，市场一方面追逐优质、稀缺 IP 资源，另一方面对于拥有 IP 运营能力、可以快速催化成熟 IP 的团队更加青睐。

近年来，国内动漫产业对于挖掘优质 IP 资源愈加重视，逐渐进入高度商业化和竞争加剧的市场格局。成功的动漫作品，很大程度上依赖于优质 IP。IP 作为文化品牌，本身凝聚了内容价值、粉丝价值、营销价值。拥有优质 IP 的动漫在市场上受到关注和认可几率更大，后续进行电影、电视剧、游戏产品等衍生开发提供更高可能性和盈利保证，产业资本投资风险更小。

在互联网时代，文化产品的连接融合现象明显，动漫不再孤立发展，而是把优秀的漫画内容通过后续改编及开发，打造出与其相关的游戏、电影、电视剧以及衍生品等，构建一个知识产权新生态。动漫本身是良好的 IP 资源库，拥有粉丝基础的动漫可以做成电影、游戏以产生协同效应。IP 资源价值的最大化不仅依赖于成熟的动漫产业链，更得益于全产业链的格局。《十万个冷笑话》是目前有妖气平台上进行全产业链 IP 开发最成功的案例。这部最初在有妖气上连载的动漫作品，后续被开发为动画短片、大电影、舞台剧、手游等多种泛娱乐产品，《十冷》为国产原创动漫 IP 的变现之路提供了优秀标杆。因此，从快速挖掘优质动漫 IP 内容，并进行全产业链布局，培养健康可持续动漫行业发展之路成为未来发展趋势。

近年来，动漫产业集聚已经显现，产业整合拉开大幕。一些领军动漫企业开始采取收购、兼并等手段整合行业优质资源，从而达到拓展产业领域、增强企业竞争力的发展目标，如 2013 年奥飞动漫和美盛文化的收购举动。拥有优秀动漫内容和强大创意制作能力的动漫企业正在成为战略投资者热衷收购的优质标的，未来两三年内，我国动漫产业将进入深度调整期，大型企业将会通过资源整合延伸产业链和

通过集团化来构建各自产业生态体系，强者愈强、弱者愈弱的“马太效应”更加明显，动漫产业的市场集中度将会得到提升。对于外部战略投资者和动漫产业领先者来说，并购依然是快速切入和融合发展的重要手段，预计在未来相当长的一段时间里，大型动漫企业将会大规模采取并购手段来实施战略布局。

综上，随着优质 IP 在动漫行业的价值持续升温，动漫企业更加重视挖掘优质动漫 IP，打造全产业链格局。动漫行业内并购逐渐增多，资源整合趋势不断加强，为后续更好的发展奠定基础。同时，国家和动漫企业对 IP 版权保护越来越重视，有效的打击了盗版动漫。再加上国家各项政策扶持，动漫行业未来市场空间及价值增长空间巨大。

九、北京四月星空的业务分析

（一）行业发展现状

1. 动漫行业发展现状

今年以来，在整体经济增长放缓的大背景下，中国动漫产业仍然保持平稳发展态势，产业转型升级成效显著，动漫产业发展形势出现了若干重要的变化：

（1）原创动漫内容创作取得重要突破，提振产业发展信心。以《大圣归来》为代表的国产动漫赢得了票房和口碑，在用动漫讲好中国故事上取得新突破，动漫艺术表现手法创新，引发了全社会对国产动漫的关注，越来越多的成年人成为动漫的观众。据中国经济网文化产业频道记者了解，国产动画电影不断创造新的票房纪录，年初的《熊出没之雪岭熊风》和《十万个冷笑话》均收获过亿票房，暑期档的《大圣归来》更是超过国外的《超能陆战队》与《哆啦 A 梦》，创造了 9.56 亿元的国产动漫电影票房新纪录，真人与动漫相结合的电影《捉妖记》票房突破 24 亿，成为国产电影的票房冠军。持续的品牌打造、互联网积攒的高人气和高水准的制作品质成为国产动漫迅速发展的关键。

（2）以 IP 引领产业发展成为动漫产业发展的重要趋势。以动漫 IP（知识产权）开发为核心，发挥 IP 的高知名度、广泛影响力和群众

基础优势，动漫产业链日益成熟，动漫与文学、游戏、影视、音乐等产业交叉融合，不断在原有内容上创造出更多价值。由中国文化艺术政府奖动漫奖获奖作品漫画《滚蛋吧！肿瘤君》改编的同名电影，获得业界和观众的普遍好评并收获 5.1 亿票房，并将代表中国内地角逐奥斯卡最佳外语片奖，成为由漫画到电影的成功范例。《燃烧的蔬菜》由网络动漫改编为游戏，并取得良好市场业绩，都体现了这种趋势。

(3)资本对动漫产业更加关注与投入。随着动漫产业发展形势向好，资本市场愈加关注和重视动漫产业。10月，光线传媒宣布在其投资的13家动漫公司基础上组建“彩条屋”动漫集团并将推出22部动画电影。同时，今年以来已有10多家中小动漫企业在“新三板”成功挂牌并实现千万元规模的融资，多家中小动漫企业开始筹备进入“新三板”。

(4)“互联网+”为动漫产业发展插上翅膀。互联网与动漫产业发展全方位结合。网络动漫、手机动漫保持高速发展，今年以来中国移动的手机动漫业务继续30%以上的增速，主要动漫网站的热点动漫产品的点击量都在数亿甚至数十亿次。在动漫本体依托互联网快速发展的同时，还产生了动漫+电商等许多新的形态，促进了实体经济发展。如“三只松鼠”电商网站以“三只松鼠”作为核心形象营销休闲食品，上半年销售额已突破12亿元，全年销售额预计突破20亿元，成为国内休闲食品销售第一电商网站。

2.IP 涉及的下游产业发展现状

IP 作品授权的盈利模式是指将 IP 作品授权至动画电影、真人电影、电视剧、网络剧及游戏领域，其收入或盈利会与产业链下游的电影、电视剧、网络剧及游戏等变现渠道相关，而授权给下游的电影、电视剧、网络剧及游戏除了一次性的授权金收入外，还包括以电影票房分成、游戏流水分成的方式取得收入。

(1)电影行业的分析

1)中国电影产业环境分析

■ 政策环境：多元政策大力支持助推影视产业跨越式增长

电影产业的政策环境整体趋好，电影产业在整个文化产业中的重

要性和价值高度凸显，新任国家领导人对文化产业的关注度有增无减，并有馈赠影规作品的文化外交方式体现在对外传播过程中，这是影规内容输出海外、建立国际影响力的缩影。

现阶段电影产业相关政策有几个特点：第一，部委之间的互动和协作增多，文化部、广电局出台的政策，得到国务院办公厅、财政部、中国人民银行等主管部门的配套支持和实施条件补给，利于电影业的产业化经营和规模化发展；第二，资金和资本条款是重点，电影专项基金、人才培养计划、金融产品设计等涉及资金和市场的手段更加多样；第三，网络文化和内容创作的导向性被再次调控，有关内容、文化和意识层面的建设强调人民性和主旋律；第四，文化产业已经过渡到以质量谋求集团化发展的阶段，这与文化产业成为国民经济支柱性产业的国家规划相一致，也是企业增强产业竞争力和国际影响力的必经之路。

2013-2014年电影产业相关政策

时间	政策	重点内容	意义
2014年10月	《习近平文艺工作座谈会的讲话》	创作是中心任务；以人民为导向；文艺不能当市场的奴隶	调控内容创作的导向性
2014年8月	《关于大力支持小微文化企业发展的实施意见》	“国家中小企业银河培训工程”；网络课堂建设；职称评定；“文化产业创业创意人才扶持计划”	中小文化企业专项、针对措施和人才扶持
2014年5月	《关于支持电影发展若干经济政策的通知》	“每年安排1亿元资金，采取重点影片个案报批的方式，用于扶持5-10部有影响力的重点题材影片”	税收、资金、土地、金融等方面扶持电影产业
2014年3月	《关于深入推进文化金融合作的意见》	“文化部、中国人民银行择机选择部分文化产业发展成熟、金融服务基础较好的地区创建文化金融合作试验区”；发挥“文化部文化产业投融资公共服务平台”的功能和作用	深入推进文化与金融合作，鼓励金融资本、社会资本、文化资源相结合
2013年11月	《十八大：扎实推进社会主义文化强国建设》	网络内容建设、网上主旋律；文化产业规模化、集约化、专业化	文化产业整体做强和集团国际化的需要

■ 经济环境：资本介入升级互联网变革影视产业链

资本、互联网经济和影规产业化布局成为电影产业发展的主要经济环境因素。截止 2014 年 12 月底，共发生文化产业并购案例 159 起，涉及资金规模已达到 1000 亿元，超过 2013 年同期 96 起的并购数量和 500 亿元资金规模。以 BAT 为代表的互联网经济和商业主体开始影

规业务布局，分别成立爱奇艺影业、百度影业、阿里影业、腾讯电影等公司或事业部门，通过互联网功能和平台优势，挖掘电影产业链存量市场，并开始探索电影后产业环节的增量部分。上市影规公司同时寻求多元化发展，以完善产业链为目标。如华谊兄弟收购卖座网，完成 36 亿定向增发，与腾讯和阿里达成战略合作关系；光线传媒并购入股游戏公司；华策影视成立北京电影运营中心，合资成立华策爱奇艺影规公司。

2014 年主要影视并购案例

并购方	被并购方	并购资金
长城集团	上海沃势文化传播有限公司	3000万元
阿里巴巴	文化中国	62.44亿港元
华录百纳	蓝色火焰	25亿元
禾盛新材	金英马	2.19亿元
光线传媒	仙海科技	2.3亿元
光线传媒	妙趣横生	1.6亿元
	热锋网络	1.76亿元
	蓝弧文化	2.08亿元
皇氏乳业	盛世骄阳、北广传媒高清电视	13.8亿元
	御嘉影视	6.83亿元
松辽汽车	耀莱影城	4.64亿元
百视通	艾德思奇	1亿美元
华谊兄弟	GDC Technology Limited	5亿元
长城集团	深海游戏	7.4亿元
奥飞动漫	Discovery Entertainment Capital GP Limited	2000万美元
北京旅游	北京世纪伙伴文化传媒股份有限公司	13.5亿元
	浙江星河文化经纪有限公司	7.5亿元
	拉萨群像文化传媒有限公司	4.2亿元
华策影视	韩国N.E.W.公司	535亿韩元

■ 社会环境：观影人群快速增长 90 后渐成主力

2014 年中国电影总观影人次再次高速增长，同比高出 2.18 亿人次，同比增长率 35.62%。从近 2 年中国电影观众年龄分布来看 19-40 岁观众占到总观影人次的 87%，其中 19-30 岁观影人群占比超过 5 成，成为主流观影群体；从学历分布看，大学本/专科占到 8 成，高知白领成为中国核心电影观众，该群体对电影的消费和需求代表了主体电影观众的意见。

同时，中国电影新力量正在快速崛起，新晋、跨界导演作品以及

话题性、粉丝电影显著增加，这些电影打破固定模式，受到年轻主流和核心观众的喜爱。随着影院终端的发展，观众可接受的内容和信息愈加广泛，观众对电影内容的需求会趋于定向和精细。

2009-2014 年中国电影观影人次增长趋势



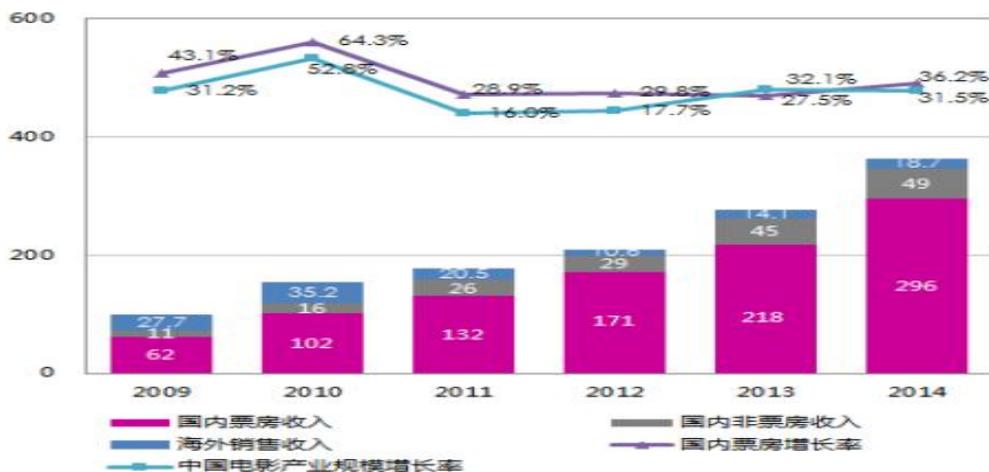
数据来源：艺恩网

2) 中国电影产业规模分析

■ 中国电影产业迅速发展，国内票房呈现喷井式增长

中国电影产业规模整体在高速增长，最近两年国内票房增长率分别达到 27.5% 和 36.2%，而产业规模增长率分别达到 32.1% 和 31.5%。同时，中国电影市场体现出结构不均衡的特征，表现为国内票房收入占比逐年增高，从 2009 年 61.8% 攀升到 2014 年的 81.4%，中国电影产业成长的基础和未来都需要借助多元盈利渠道来拓展。国内票房增速除 2013 年低于产业规模增速之外，2009-2013 年都以高出 10% 的速度增值，但 2014 年差值缩窄到 5% 以内，电影产业规模增速的动力开始部分转移到国内非票房和海外销售的拉动上，2013-2014 年二者的平均增速分别 32.1%、32.8%，可以预见后续几年二者将逐步保持稳定增速，共同带来产业规模的增加。

2009-2014 年中国电影产业规模

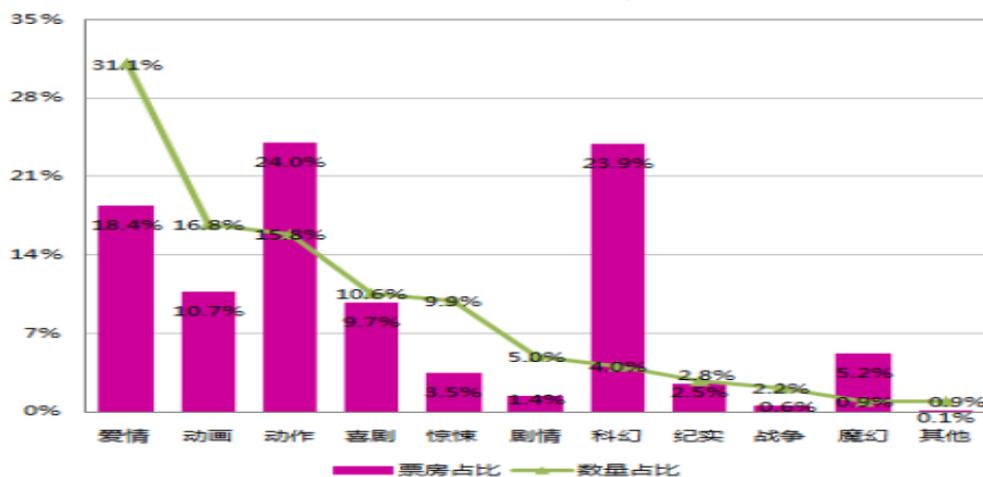


数据来源：艺恩网

■ 电影市场类型更加多元化，动漫类电影受到消费者青睐

2014 年各类型电影中动作、科幻、爱情和动画影片累计票房贡献比例高达 77%，成为电影市场主流细分类型；相反，战争、剧情、纪实等近期观影市场缩小或偏小众的类型影片，累计票房贡献不到 5%；值得注意的是，动画类型电影已经成为市场上主流电影类型之一，在国内票房总量上，动画电影占比 10.7% 位居第四，而在数量占比上，动画类电影份额为 16.8% 位居第二。

2014 年各类型电影票房、数量占比

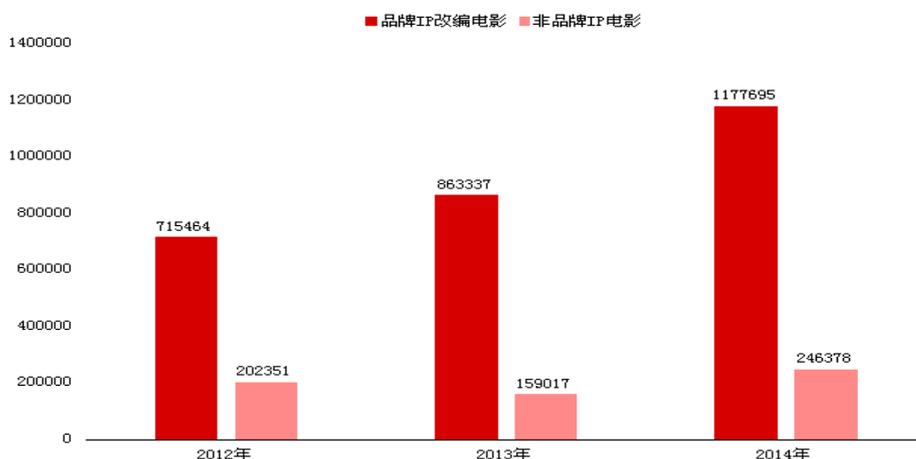


数据来源：艺恩网

■ 以 IP 品牌改编的电影逐渐成为电影市场的主流趋势

在电影、动漫、游戏等行业迅速发展和融合的泛娱乐生态下，IP 价值不断被消费者所认知，好的 IP 资源已成为电影市场争夺的核心竞争力。现在的消费者更加注重对文化底蕴的追求以及对社交圈内口碑作品的分享，经典 IP 形象一直深受主流消费者的青睐。与非 IP 类改编成的电影相比，围绕 IP 开发的电影更容易取得不错的市场效益。在 2012-2014 年中国票房位列前 20 的类型影片中，由品牌 IP 改编的电影票房 3 年累计达 2,756,496 万元，系原创影片同期票房的 4.53 倍。拥有优质 IP 内容的电影作品无疑对消费者具有巨大的吸引力。

2012-2014 年中国票房前 20 位类型影片收入结构对比（万元）



数据来源：艺恩网

在国际电影票房方面，IP 改编的电影最高已超出 20 亿元的票房收入；在进口影片方面，IP 改编的进口电影仅在中国的票房就取得了较好的成绩，例如 2011 年上映的《功夫熊猫 2》票房超过了 6 亿元，2013 年上映的《疯狂原始人》票房收入为 4 亿元，2014 年上映的《驯龙高手 2》票房收入为 4 亿元，2015 年初上映的《超能陆战队》票房超过 5 亿元。国内电影票房方面，《失恋三十三天》、《何以笙箫默》票房突破 3 亿元，而《致青春》则达到了 7.3 亿元的票房，近期的《大圣归来》获得了超过 9 亿元的票房。由此可见，因此国内 IP 改编的电影的票房存在巨大的上涨空间。随着认知度的提升和消费群体的消费习惯变化，该类票房不断创新高已属正常现象。随着票房的不断走高，不论是从国际电影授权收入，还是国内的电影授权价格来看，其

相应的 IP 价格也在不断上升。以下为美国动漫授权及国内以往 IP 授权的价格：

表 6 美国动漫电影授权收入/国内票房比例在 20%-30%之间

	蝙蝠侠	玩具总动员 2	汽车总动员	超人	变形金刚	玩具总动员 3	钢铁侠系列
国内票房 (百万美元)	206.8	245	244	336	319	415	1040
零售市场 (百万美元)	288.3	436.7	616.7	650.0	858.3	866.7	2375.0
权利金比率	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
预计授权收入 (百万美元)	34.6	52.4	74.0	78.0	103.0	104.0	285.0
授权收入/国内票房比例	16.7%	21.4%	30.3%	23.2%	32.3%	25.1%	27.4%

资料来源：Disney Presentation 2011, 公司公告, 三文娱, 中国中投证券研究总部

图表 1.部分“天价 IP” 版权价格

IP	IP 拥有者	原作类型	获得 IP 公司	改编类型	价格
秦时明月	玄机科技	动漫	搜狐畅游	游戏 (5 年版权)	1.5 亿
尸兄	腾讯	动漫	中清龙图	手游 (独家改编权)	5,000 万
风暴三部曲	骷髅精灵	网络小说	play800	RPG 手游	1,000 万
不败王座	方想	网络小说	37 玩	手游	810 万

资料来源：网络、中银国际研究

从上图可见，从 IP 的电影授权方面，动漫 IP 的授权价格相对其他 IP 的授权价格较高。

(2) 移动游戏的行业分析

1) 中国游戏产业发展现状

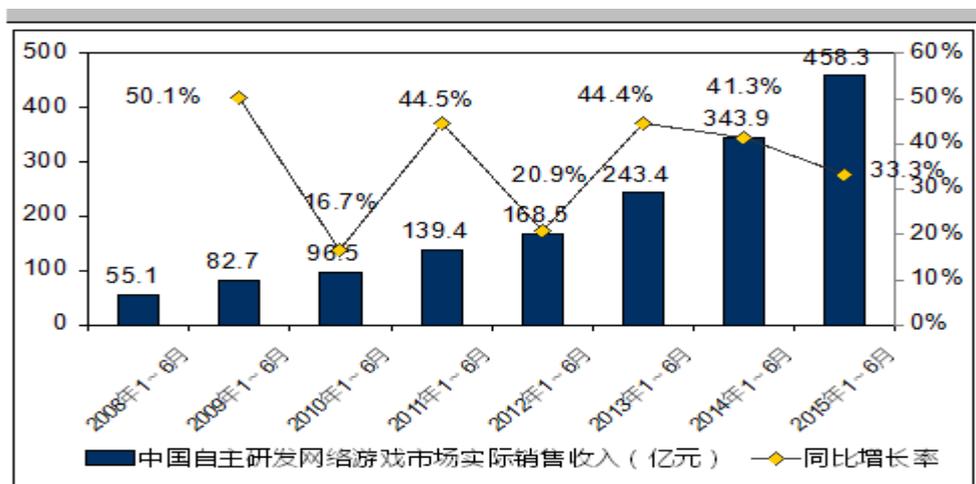
■ 中国游戏行业保持高速发展

2015 年 1-6 月，中国游戏市场（包括客户端市场、网络游戏市场、移动游戏市场、社交游戏市场、单机游戏市场等）实际销售收入达到 605.1 亿元人名币，同比增长 21.9%。



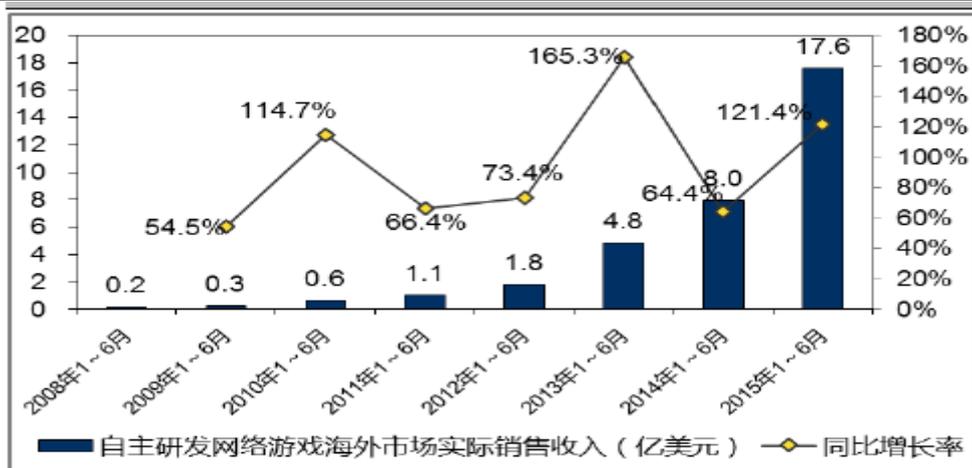
数据来源：GPC、CNG and IDC

在 2015 年 1-6 月，中国自主研发网络游戏市场实际销售收入达到 458.3 亿元人民币，同比增长 33.3%；



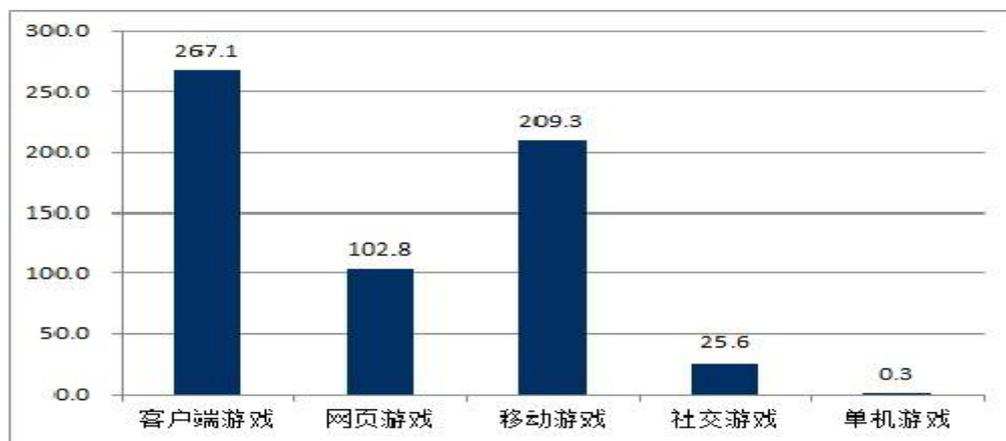
数据来源：GPC、CNG and IDC

同期海外市场实际销售收入达到 17.6 亿美元，同比增长 121.4%。



数据来源：GPC、CNG and IDC

在各个细分市场方面，客户端游戏市场实际销售收入达 267.1 亿元，同比增长 4.5%；网页游戏市场实际销售收入达 102.8 亿元，同比增长 12%；中国移动游戏市场实际销售收入达 209.3 亿元，同比增长 67.2%。



数据来源：GPC、CNG and IDC

■ 移动互联网成为必争之地

移动互联网的快速发展给移动游戏带来巨大的市场前景。中国大多数游戏企业都实现移动互联网化。主要表现在：第一，大多数客户端游戏企业与网页游戏企业均布局游戏领域，或已推出移动游戏产品；第二，部分游戏企业基于同一 IP 推出客户端网游/网页游戏以及移动游戏；第三，个别原来专注客户端游戏和网页游戏的企业全面转型移动游戏。

■ 平台模式提升游戏产业集中度平台对于移动游戏和网页游戏

的发展带来了极大的影响。

一方面，平台整合互联网用户资源与游戏研发资源于一体。以腾讯、百度、360为代表的互联网用户平台展开与网页游戏、移动游戏开发商的联合运营，通过对自有用户群体的数据监测与游戏开发相结合，深入挖掘用户需求，实时提供用户反馈数据供开发商优化产品，快速拓展游戏用户的受众范围。

另一方面，平台扮演了资源整合者的角色，以完美世界、腾讯、盛大为代表的大型游戏企业通过对上下游产业链相关企业、国内外游戏企业的投资、并购，实现了全球化研发与运营资源整合，以及客户端、网页、移动游戏不同类别的游戏用户资源整合，提高了游戏产业集中度。

■ 娱乐方式多样化带来游戏新商机

随着互联网技术的革命，电视、电脑、智能手机、平板电脑、阅读器、可穿戴产品等均可能成为新兴娱乐的载体，在数字娱乐领域创造出前所未有的商业机会。更多商业机会主要体现在：第一，游戏内容丰富化给游戏领域本身带来更多商业机会；第二，包括新兴硬件设备等在内的游戏产业链随之丰富化，向上下游扩展出更多商业机会；第三，娱乐方式多样化带来与视频、影视等产业的深度融合，向外扩展出更多商业机会。

■ 线上线下互动培养新增长点

过去数年中，简单的线下活动宣传品牌的做法，已经被进一步的线上线下深度互动代替。线上线下活动的结合主要方式有：第一，线上比赛影响力巨大，线下比赛补充(如：DOTA2)；第二，线下比赛影响力巨大反过来拉动线上游戏(如：联众承办的国际棋牌大赛)；第三，借势已经影响力巨大的品牌活动(如：中国好声音或 NBA)；第四，异业合作活动进一步深入。

■ 借道全球性平台进入国际游戏市场

游戏的全球化程度加深，促使更多中国游戏企业将目光放在全球市场。借助全球平台，降低了“走出去”的门槛，中国游戏企业在海外拓展领域将会面临更多的商业机会。降低的门槛包括：第一，资金成

本；第二，时间成本；第三，沟通成本。借助苹果商店等全球平台，不仅易于将产品输出到全球市场；同时，企业也有可能是在开发产品时，即可定位全球市场。

■ 后起优秀游戏企业成为资本市场常客

自 2007 年开始，完美世界、巨人、网络和金山四大游戏企业上市，期间还有国内首家登陆纳斯达克的手机游戏企业—中国手游集团及在国内上市的掌趣等移动游戏公司上市。时隔六年后的 2013 年至今，游戏公司再次呈现密集上市现象，包括 IGG、云游科技、博雅互动等游戏公司登陆港交所，游族信息借壳梅花伞登陆 A 股市场，天神互动借壳科冕木业登陆 A 股市场等。随着移动互联网发展突飞猛进，更多的中国游戏企业获得了新的发展契机，将继续谋求上市以期获得更大发展。这种趋势主要表现为：第一，国家 2014 年放开 IPO 之后，不少企业均有希望在未来不长的时间内启动国内上市进程；第二，移动游戏成为上市的主要题材；第三，国内并购(或借壳)和海外上市并举。

2)中国游戏产业发展环境分析

■ 市场规模增长处于合理区间

2015 年 1~6 月，中国游戏产业市场规模进一步扩大，市场实际销售收入超过 600 亿元，超越 2014 年同期水平，增长速度相比 2014 年虽然有所下降，但处于平稳增长态势，市场增幅已超过 100 亿元。从最近 5 年来的增长状况来看，随着中国游戏市场实际销售收入的提高，数值基数不断放大，整体的游戏的增长率有所放缓。从市场角度来看，客户端游戏、网页游戏、移动游戏市场相等细分市场增速不同，在三大细分市场中，移动游戏收入增长速度最快，增幅最大。而客户端游戏和网页游戏收入增长幅度较小。在市场占有率方面，客户端游戏占最大份额，其次是移动游戏和网页游戏，其中移动游戏市场占有率增长明显，已经接近 3 成比例。

■ 提高行政监管效率，有效保护知识产权

近一段时期，政策环境进一步优化，主要体现在监管效率、市场

环境整治、政策扶持三个方面。在监管效率方面，游戏审批程序持续优化，审批时间进一步压缩。在上海进行的国产网络游戏属地管理试点工作成效明显，属地国产网络游戏审批时间大幅缩短。在市场环境整治上，政府在打击盗版方面持续发力，《街头篮球》、《魔兽丐界》、《逐鹿中原》等多款网络游戏均受益于多个政府部门发起的“剑网行动”，维护了合法权益。在政策扶持方面，每年约有 20 款游戏入选中国民族网络游戏出版工程，有关管理部门、有关省市给予不同程度扶持。2015 年的申报工作已经于 3 月份启动。

■ 游戏企业聚焦移动游戏，收购、并购不断

2015 年 1~6 月，游戏企业资本运作热度持续，仅被媒体公开报道的收购、并购案例就达 10 余起，并呈现出逐渐从网页游戏向移动游戏转移这一特点。出现这一特点主要原因在二中国移动游戏行业度过早期的快速发展阶段，一些企业逐渐做大，通过上市、融资、收购等方式，这些企业可以快速提升自己整体实力，为自己赢得更大的发展空间。如莉莉丝公司通过青青树公司成立合资公司的方式涉及游戏上游 IP 领域，游族网络通过收购掌淘科技，涉及大数据领域，提升自己在移动游戏发行与研发能力。

另一方面，移动游戏的快速发展也使一些优秀的初创企业得到发展空间，并借此获得较高估值。通过上市、被收购等资本运作，这些企业的早期投资者可以借机获利，企业本身则能够借助母公司的资源获得更好的发展，如天马时空被掌淘科技收购 80% 股权后，其研发的产品在后期市场推广过程中就得到了掌淘科技发行部门的支持。

■ 游戏行业技术迭代快、密集度高，催生新的行业分工格局

相比于其他娱乐行业，游戏行业拥有迭代快、技术密集等特点。具体而言，第一、网络游戏行业中，研发技术、游戏类型、市场需求、游戏终端更新频率越来越高，比如今年 6 月份，多个与业游戏引擎都进行了迭代更新，以适应市场需求。此外，用户需求的改变，游戏终端的不断迭代，也对游戏的研发技术提出了新的要求。例如，随着用户智能手机及移动网络环境的改善，基于 Html5 语言的跨平台游戏，

也在今年上半年得到了较好的发展，出现了流水达到百万级的产品，如《一统天下》。第二、网络游戏的生产需要应用多种顶尖技术，如实时图像渲染技术、实时物理技术、人工智能模拟技术、计算机通讯技术等，这就造成中小企业无法掌握整个游戏生产流程，进而催生了行业分工，如专门的游戏引擎公司，基于改善用户网络情况的“网游加速”公司，美工外包团队，提供服务器资源的宽带运营商等。以“网游加速”为例，国内有多家向网络游戏用户提供加速服务的企业，如迅游、迅雷、27代理、NETPAS、傲盾、XRUSH 等公司，其中迅游凭借“网游加速”概念上市，累计活跃用户数量超过 600 万。

■ 中国自主研发网络游戏海外市场规模高速增长

2015 年 1~6 月，中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入超过 17 亿美元，增长速度实现翻倍增长，超过去年同期水平，总体来看，近年来呈现出两个特征。第一，出现一批以出口为导向的游戏公司，如成都尼毕鲁、智明星通等游戏公司，海外市场收入大幅超过国内市场收入，甚至可以达到 90%。第二，海外出口增量偏重二网页游戏、移动游戏等更为轻量级的游戏。以上海为例，2014 年，上海自主研发游戏出口中，网页游戏不移动游戏的收入占比超过 70%，而在 2015 年 1~6 月，网页游戏《女神联盟》等产品在海外均取得了不错的成绩

3)中国游戏产业发展环境驱动因素

■ 游戏多屏竞争拉动收入增长

中国游戏市场自客户端游戏市场之后开辟出网页游戏、移动游戏、电视游戏等细分市场，涉及的领域越来越广、范围越来越大，游戏企业不断向全产业链综合型业务拓展，是支撑起市场收入稳步增长的根本因素。从硬件平台来看，网络游戏从电脑开始大面积流行，目前已经发展为手机、平板电脑、电视的重要娱乐方式。从用户规模来看，2015 年客户端游戏、网页游戏、移动游戏用户规模再创新高，逐年增长的用户数量为游戏收入的增长提供了空间。更重要的是，通过向便捷化、休闲化和家庭化的发展，游戏覆盖的用户年龄、职业、地域越

来越广泛，本次调查数据显示，移动游戏用户已经超过客户端游戏用户数量 2 倍以上。另据各移动游戏运营平台统计结果显示，移动游戏用户年龄从 24 岁以下至 40 岁以上，两端用户比例超过 1~2 成，年龄分布越来越广泛。在用户规模不断扩大的同时，付费意愿也在不断提升，根据 CNNIC 在 2015 年发布的统计数字显示，客户端游戏的付费用户几乎达到总用户的 50%，移动游戏用户付费率也达到了 24%，推动市场收入节节攀升。

■ 国家政策提倡万众创新，鼓励创意产业发展，完善网络基础设施建设，进一步优化游戏产业发展环境

2015 年政府工作报告中提出要积极发展文化事业和文化产业，酝酿多项改革，这为游戏产业的发展创造了一个良好的政策环境，主要体现在：第一，继 2014 年夏季达沃斯论坛之后，2015 年李克强总理在政府工作报告再次提出：“大众创业，万众创新”。在游戏产业中，目前移动游戏行业游戏创业团队超过 10000 家，大众创业、万众创新，既可以扩大游戏行业解决就业的规模，又可以增加就业者收入。第二，网络环境的改善推动游戏产业更好发展。截至 2015 年 5 月，互联网宽带接入用户数已经达到 2.06 亿户，网速达到 8M 的用户占据 50% 以上。在移动于联网方面，4G 用户也突破 2 亿人。对于游戏产业来说，网络的优化能直接提升游戏用户体验。同时，宽带环境改善也能帮助游戏企业突破市场限制，使一些品质更高的游戏能够拥有更大的市场空间，如一些高品质的竞技类客户端游戏对网速要求就比较高。第三，相关领域的开放。如虚拟运营商拍照的放开，部分获得拍照的虚拟运营商针对游戏领域推出各种有特色的运营活动，如提供玩家零流量下载、零流量玩游戏、流量语音等新型消费体验，对于用户转化、游戏运营都有很好的推动作用。此外，“宽带”拍照的开放对于降低游戏企业宽带成本，优化网络环境也有积极效果。

■ 行业协会顺应游戏业界需求，丰富交流合作平台，推进游戏产业健康发展

行业协会通过举办各类展会、交流会、峰会搭建行业交流平台，

助推游戏产业更快更好发展。如中国音数字游戏工委通过组织举办游戏产品理大会、中国国际 IP 大会、中国国际游戏交易会等论坛与展会，促进行业挖掘 IP 价值、良性使用 IP，倡导版权保护，以及为游戏企业提供展示及交流的机会，从多个方面为中国游戏产业发展起到良好的促进作用。比如在中国国际 IP 大会上，来自动漫、文学、影视等领域的 100 余个 IP 得到分享并授权进行游戏改编。

■ 国内资本市场融资偏宽松，游戏概念资本运作明显受益

2015 年 1~6 月，中国资本市场尤其是股市对游戏概念的追捧，为游戏企业带来了相对宽松的融资环境，并为他们的扩张带来了优势，如游族网络、天神娱乐、顺荣 37、掌淘科技、昆仑万维均在 1~6 月审布过定增，定增总金额超过 100 亿元，这些企业借收购游戏产业链上的相关企业，壮大自身实力。同时，游戏行业与资本市场联动，加速行业的整合与产业融合，单个游戏企业掌握了更多的资源，提升了企业在产品上的投入能力。除此之外，游戏企业上市后的业绩需求以及游戏企业并购时的业绩承诺，对企业营收增长造成压力，并间接带动市场规模的增加。游戏企业借壳上市或者上市企业并购过程中，均存在相应的业绩承诺。

■ 市场竞争压力推动游戏研发技术创新

对于游戏产业来说，来自用户需求、市场竞争方面的压力将有力促使研发技术的提升。随着游戏行业的快速发展，不管是哪一个细分行业，竞争强度都比较高。通过提高游戏研发技术提高产品货量，进而为自己在竞争中积累优势，是很多游戏企业的重要策略。而用户通过用“脚”投票的方式，选择更为精品的游戏，倒逼行业的研发技术提升。在刺激游戏付费的因素中，游戏制作精良是最重要因素。此外，游戏终端配置、网络环境、政策解禁、宽带价格等一系列产业环境的优化，也为游戏研发技术水平的提高提供了基础。如主机游戏解禁后，中国不少企业开始涉及制作水平要求更高的主机游戏领域；网页游戏领域中，3D 类产品的兴起则离不开日益改善的网络环境。同时，越来越多的游戏企业逐渐掌握的自主研发引擎对游戏研发技术提升有

积极作用。相比质买国外引擎戒者使用开源引擎，自主研发引擎由于纯自主打造具有更高的扩展性，游戏企业可根据自身需求对引擎进行改良，并可通过这一特点提高其通用性，将论引擎适配到不同游戏终端。

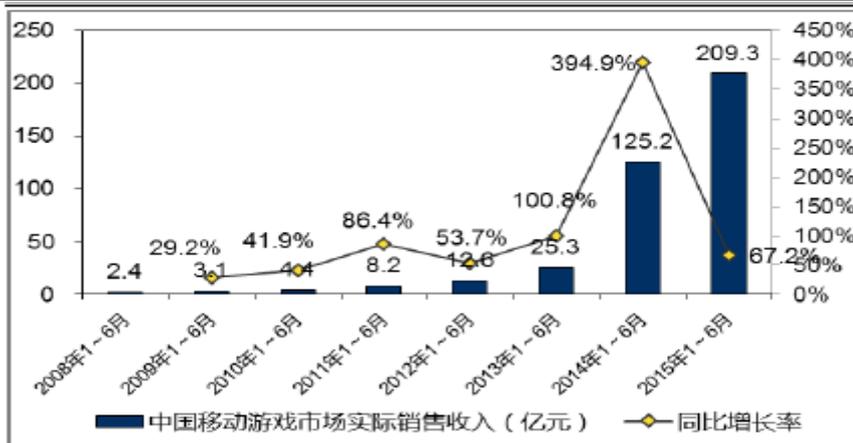
■ 游戏公司赢得海外市场机遇

新兴市场的快速发展、互联网企业的出海、以及游戏公司多年的海外市场开拓经验等发行研发体系的累积，为中国游戏产业的出海提供了良好条件，并带来游戏产业海外收入的提高。第一，相比于中国市场，东南亚、印度、南美等海外新兴市场竞争强度更低，中国游戏企业也拥有更丰富的资本，更成熟的游戏运营经验，具有明显的优势，如 IGG 的《城堡争霸》，挑 2015 年 3 月的统计结果显示，该游戏已经在 Google Play 平台于 46 个国家和地区排名前 10。第二，中国互联网巨头，以及智能手机厂商的“出海”也有助于游戏企业在海外开拓市场。小米手机的应用商店则在印度市场发布新品。腾讯旗下微信的游戏推荐，海外用户超过 7000 万。这些企业的出海不仅能提升中国企业的影响力，提高中国国产游戏知名度，更能提供游戏发行平台。第三，游戏公司通过多年的海外市场开拓经验与发行研发体系的累积，比如与当地公司达成联合商业计划提升自己发行实力，或者在当地开办了子公司等，直接推动海外收入的增长。

4) 中国移动游戏行业发展前景

■ 中国移动游戏用户数量与实际销售收入仍保持高速增长

2015 年 1~6 月，中国移动游戏用户规模达到 3.66 亿人，同比增长 12.5%，而，中国移动游戏市场实际销售收入达到 209.3 亿元人民币，同比增长 67.2%。随着国民收入的提升，单个用户的付费金额在明显提升。



数据来源：GPC、CNG and IDC

■ 中国移动游戏行业的市场份额在游戏行业的份额显著提升

2015年1~6月，中国移动游戏市场实际销售收入份额占比为34.6%，保持连续上涨的趋势。



数据来源：GPC、CNG and IDC

未来，一方面随着大量资本流入移动游戏行业，推动行业产品数量暴增，这也间接带动了移动游戏市场销售规模的增长。另一方面，重度游戏在这段时间爆发，由于其拥有更高的短期盈利能力，同样促进了整个市场规模的增长。预计未来移动游戏市场将继续保持50%以上的高速增长。

■ IP 推动手游等内容产业的融合

内容产业的整合让游戏、文学、动漫、影视等产业的合作更加紧密，互为产业链上下游，对于游戏而言，既可以成为产业上游，也可以成为下游：1) 作为上游：知名游戏改编电影、动漫等，如根据《魔

兽世界》改编的《我叫 MT》；2) 作为下游：网络文学改编游戏，如《莽荒纪》等。由知名 IP 改编的手游自带粉丝光环，可以为游戏节约推广成本和带来更多的付费用户，可以体现更好的效果。

(3)国内视频行业的分析

1)新格局与新监管

中国网络视频产业已经发展十年，而今年来也迎来了中国网络视听业的治理之年。

在经历了 2004 至 2006 年的萌芽期、2006 年至 2008 年的发展期、2008 年至 2010 年的调整期之后，中国网络视频市场在 2010 年之后开始逐步进入成熟期。随着优酷土豆、爱奇艺 PPS、聚力传媒苏宁等纷纷选择“在一起”，从 2012 年就开始的市场格局之变在 2013 年逐步尘埃落定，网络视频的格局已经进入“剩者”为王的阶段。

目前，优酷土豆、爱奇艺 PPS、搜狐视频、腾讯视频、乐视网等各具优势，已经牢牢占据在线长视频行业前几名的位置，而且竞争异常激烈，无论是用户规模，还是播放时长，种种指标都在不停地进行着更迭。

2014 年，PC 视频客户端市场波澜不惊，除了 6 月份迅雷的“断臂”赴美上市能算一抹亮色；而一度传言在美上市的暴风影音为了能够在国内上市，不惜颇费周折对原有的 VIE 结构进行调整，如今正在创业板上市排队中；拥有了资金支持的聚力传媒 2014 年在独播江苏卫视旗下所有栏目外，仍然占据了互联网市场直播市场 60%的份额。不过，随着各在线视频网站对于移动 APP 的重视和国内网络带宽的不断提升，单纯的 PC 客户端的生存空间已经越来越小。

伴随着国内网络视频市场的成熟与格局的渐趋稳定，关于网络视频的配套政策与监管措施也在陆续出台，2014 年可谓是网络视频的治理之年。新年伊始的 1 月 2 日，国家新闻出版广电总局就下发了《关于进一步完善网络剧、微电影等网络视听节目管理的补充通知》，这是继 2012 年 7 月 6 日广电总局和国家互联网信息办公室联合发布《关于进一步加强网络剧、微电影等网络视听节目管理的通知》后，对于

网络剧、微电影等节目管理的再次重申。

网络视频行业市场在 2011 年的增幅最大，但 2012 年、2013 及 2014 年都预计都维持在一个较高的增长率上。



图4 中国网络视频行业规模增长情况

2) 用户规模稳增移动端发力

目前视频行业的领跑者爱奇艺，截至 2015 年 6 月 15 日，公司月度付费 VIP 会员数已达到 501.7 万，同比增长 765%；其中 70% 的首度付费的用户会选择继续续费，业务的继续性将强。国内视频网站继广告模式之后，渐渐刮起了付费看剧之风，各个网站也陆续推出了对部分内容的收费策略。

网络视频行业产业规模从 2013 年的 135 亿元，2014 年的 195 万元，增长幅度超过接近 50%；而网络视频的产业规模也占据中国网络视听行业市场规模的半数以上份额。

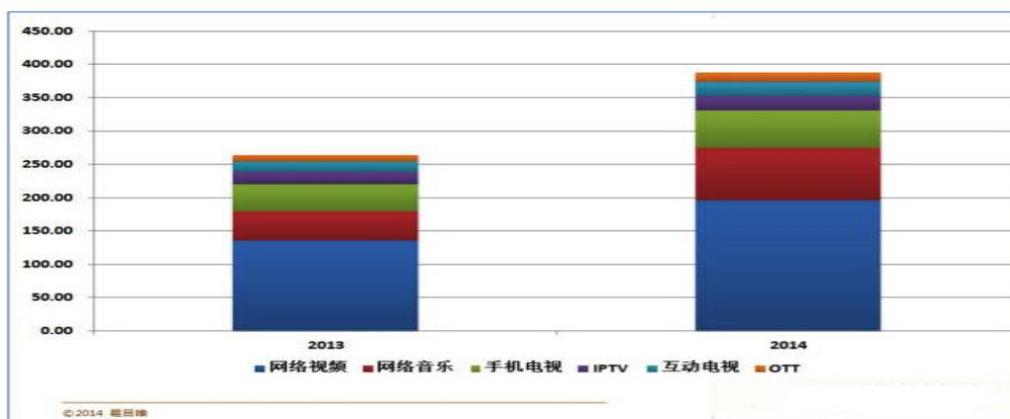


图1 中国网络视听产业市场规模 (亿元)

中国互联网广告收入从 2008 年起始终维持在一个较高的增长率上，一直维持在 56%-45% 之间，未来预计互联网广告收入仍然维持在一个较大的增长率。

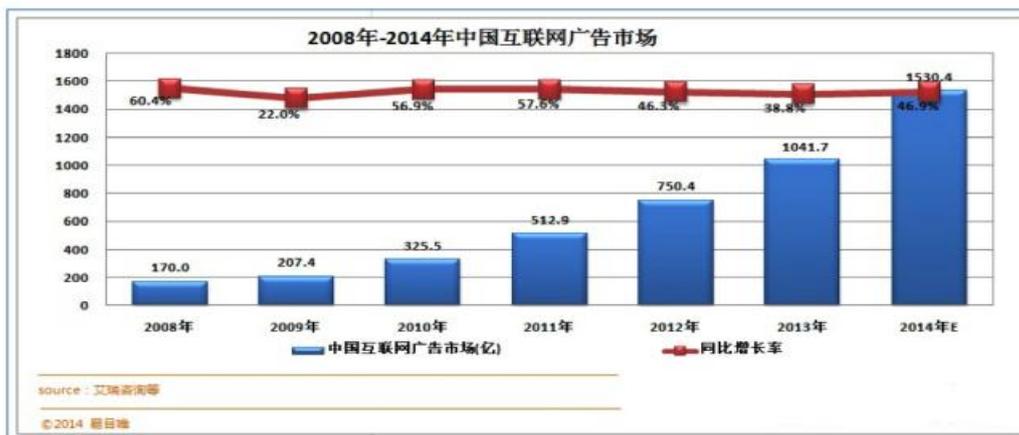


图2 中国互联网广告市场规模（亿元）

中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的《第 34 次中国互联网络发展状况统计报告》显示：截至 2014 年 6 月，中国网络视频用户规模达 4.39 亿，较去年年底增加 1057 万人，用户增长率为 2.5%，增速

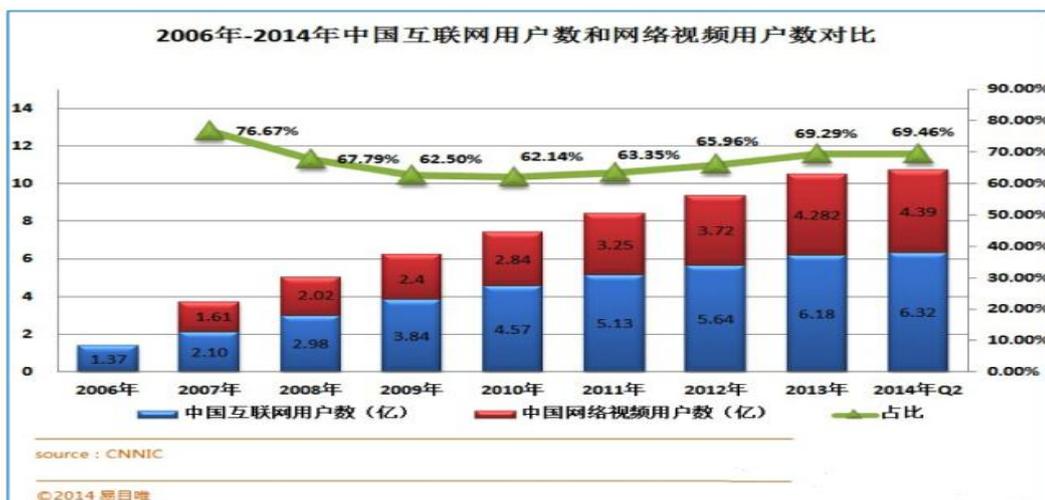


图5 中国互联网用户与网络视频用户发展情况

明显放缓。网络视频用户使用率为 69.4%，与去年年底基本持平。不过值得高兴的是，移动视频用户规模开始呈现出爆发式增长。



图6 网络视频用户与手机网络视频用户增长情况

从 CNNIC 的报告看，截至 2014 年 6 月，我国手机视频用户规模为 2.94 亿，与 2013 年底相比增长了 4709 万人，增长率为 19.1%。网民使用率为 55.7%，相比 2013 年底增长 6.4 个百分点。2014 年上半年，手机视频用户的增长，一部分来自新用户的加入，另一部分则来自 PC 端用户的转移。

首先，随着移动互联网用户的快速增长，无线网络环境不断升级，4G 牌照发放和 4G 网络正式商用，家用 WiFi 环境日益完善和普及，再加上智能手机厂商的强力营销和不断降价，为手机视频的发展创造了基础条件；

其次，网络视频厂商的“贴心”让手机视频“离线缓存”后不受网络条件的限制，在公交车、地铁、电梯等各种环境下可以随时随地收看，填补用户的碎片化时间；再加上网络视频企业对于移动端的扶持力度较大，开机广告等干扰小，用户体验比电脑端好，提升了网民的认知，吸引用户不断使用。

据艾瑞的一项调查数据显示，2014 年上半年，爱奇艺 PPS 和优酷土豆基本保持了对移动视频的垄断地位，并引领全行业的阶段突破。而在 CNNIC 发布的《2013 年网络视频应用研究报告》也明确指出，在移动端，视频用户经常访问的视频网站/客户端前三位是优酷土豆、爱奇艺 PPS 与腾讯视频。

随着移动端用户规模的提升，抢占移动入口成为各主流网络视频企业的重要战略，而除了为移动端提供离线缓存、优惠流量包等贴心服务，大力推广 APP 外，选择与手机厂商合作乃至推出自有品牌的手机都成为了竞争的重要手段。

3) 市场营收创新高广告先行

中国网络视频市场的营收版图中，虽然已经有了会员服务、付费点播、终端销售、游戏联运、版权分销等模式，但广告仍是最主要的盈利手段，虽然近年来广告占比比起最早的 90% 以上已经有了大幅下降，但基本仍然维持在 70% 左右。

也正是因为如此，年初当浏览器推出“马上看”功能可以快速跳过视频内容中的贴片广告时，此举立刻引发各主流视频网站的严重不满，警告信、律师函不断，优酷土豆和搜狐视频甚至一度全面封杀遨游——屏蔽所有的遨游浏览器用户。这虽然是 2014 年网络视频市场发展中的一个小插曲，但是从一个侧面说明了广告对于网络视频企业营收的重要性。

2014 年，随着各主流网络视频企业对于电视剧、综艺以及自制内容的大力投入，无论是综艺节目还是自制内容都有了质的提升，像《爸爸去哪儿》第 2 季、《中国好声音》第 3 季等都已经成为现象级的节目，吸引了不少广告主的投放；再加上同步热播影视剧、歌唱选秀等综艺、自制剧等内容轮番上映，掀起观看高潮，用户时长及频次均有较好提升，带动了广告规模的整体稳步增长。

(4) 电视剧行业的分析

1) 电视剧行业的宏观环境

■ 国民经济增长助推电视剧产业繁荣

2013 年末全国文化系统共有艺术表演团体 2055 个，博物馆 2638 个，全国共有公共图书馆 3073 个，文化馆 3298 个。有线电视用户 2.24 亿户，有线数字电视用户 1.69 亿户。年末广播节目综合人口覆盖率为 97.8%；电视节目综合人口覆盖率为 98.4%。全年生产电视剧 441 部 15783 集，电视动画片 199132 分钟。全年生产故事影片 638 部，科教、

纪录、动画和特种影片 186 部。出版各类报纸 478 亿份，各类期刊 34 亿册，图书 83 亿册(张)。年末全国共有档案馆 4122 个，已开放各类档案 12059 万卷(件)。

随着国民经济及人均 GDP 的连续增长，人民群众的文化娱乐需求也日益增长；电视剧行业作为文化娱乐行业，也将繁荣发展。

■ 资本市场的发展助力企业迈上新台阶

随着中国多层次资本市场的发展，电视剧行业的融资渠道得到了拓宽，电视剧制作企业获得金融资本的支持后，发展迈上了新台阶。特别是部分影视制作企业 IPO 后，获得了充足的资本进行战略布局，进行规模化经营，拓展多元化业务渠道，降低业务单一风险，已在竞争中显现出领先的趋势。

■ 人口及城镇化因素是未来电视剧行业发展的基石

中国总人口自 2005 年以来进入增速放缓、保持低速稳步增长，总人口规模达 13.6 亿。经过 30 多年改革开放，中国仍未完成城镇化，仍处于高速城镇化阶段，每年将以近 1 个百分点的速度快速城镇化，同时人口购买力、消费水平亦持续提升。基于收入水平、消费观念、消费结构等因素，中国庞大的城市人口是电视剧产品的主要消费群体，城市人口规模的持续扩大为电视剧产业的发展奠定了最坚实的消费市场基础，预计未来 15 至 20 年间，中国仍将处于高速城镇化阶段。

2005-2014 年中国人口数量及增长率 单位：万人

年份	总人口	增长率	城镇人口	城镇化率	乡村人口
2005	130756		56212	43.0%	74544
2006	131448	0.529%	57706	43.9%	73742
2007	132129	0.518%	59379	44.9%	72750
2008	132802	0.509%	60667	45.7%	72135
2009	133474	0.506%	62186	46.6%	71288
2010	133972	0.373%	66450	49.6%	67522
2011	134735	0.570%	69079	51.3%	65656
2012	135404	0.497%	71182	52.6%	64222
2013	136072	0.493%	73111	53.73%	62961
2014	136782	0.522%	73916	54.04%	61866

数据来源：国家统计局

■ 消费升级、文化教育休闲娱乐支出比重增加，促进电视剧行

业繁荣

从 2000 年到 2014 年，我国城镇居民人均消费支出增长近 2 倍，其中人均文化消费支出增长 2.5 倍。文化消费呈现出巨大的经济价值和社会价值，是国家重要的经济增长点。近年来，我国城镇居民文化消费支出所占比重逐年提升，对促进文化产业发展、推动产业结构升级以及提高国民素质发挥了重要作用。文化消费的持续增加，将进一步拓展居民消费的更大空间。

据国家统计局《城镇住户调查方案》规定，从城镇居民消费支出的角度进行分类，城镇居民文化消费是指用文化产品或服务来满足人们精神需求的一种消费，包括文化娱乐用品消费、文化娱乐服务消费、教育消费等方面。

根据专家统计，通常在人均 GDP 在超过 1000 美元以后，消费结构将更快的向发展型、享受型升级，对住宅、汽车、文化教育、医疗卫生、养老保险、环境保护以及生活质量等方面的需求将有明显提高。目前我国居民人均 GDP 已超过 5000 美元，居民文化消费快速增长，消费结构也发生了重大变化。居民文化消费的快速增长，促进电视剧行业繁荣。

2)电视剧行业特点及竞争情况

■ 电视剧行业特点

A.电视剧行业具有娱乐性和教育性双重属性电视剧行业属于意识形态领域，具有娱乐性和教育性双重属性。

在大众文化背景下，电视剧成为一种最为普遍的文化消费，能够满足人们娱乐生活的需要，娱乐性也就构成了它的天然属性；同时，电视剧在一定程度上对生活进行艺术的表现，反映了社会现实、体现了人文现状及社会整体价值取向，一部好的电视剧传导给观众的教育意义以及社会正面效应是非常大的，电视剧的文化精神和思想价值对广大受众的渗透力是不可忽视的。

B.经营模式特殊

电视剧行业的经营模式比较特殊。采购模式方面，无论是采购剧本创作服务、演职人员劳务，采购对象都是无形的。生产模式方面，

不像传统的制造业，在固定场所、由固定人员完成产品的制造过程。电视剧的生产过程，是由一个个不同的剧组、在不同的场景摄制完成的，每次生产都有所不同，且每次生产出来的产品(电视剧)也不同。销售模式方面，客户主要是电视台、网络视频网站等，影视剧制作机构销售的是电视剧的播映权，是无形资产。

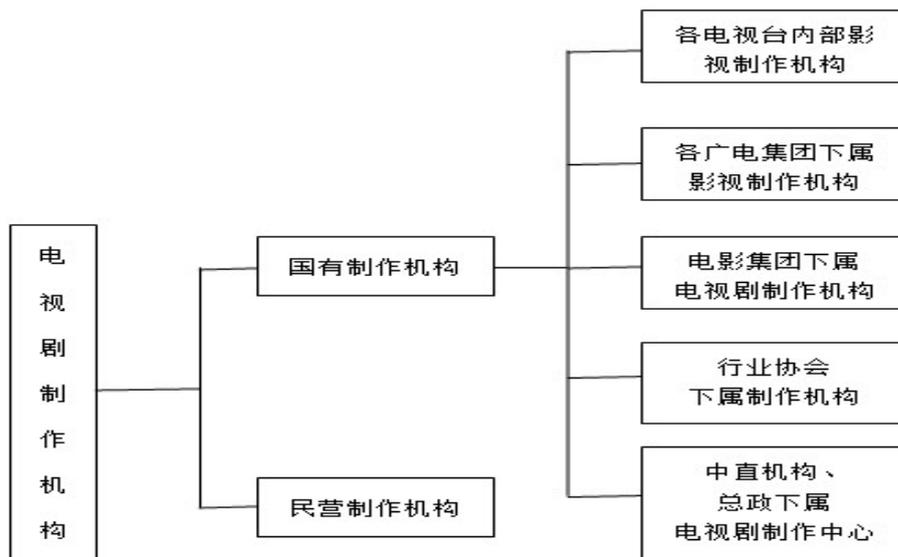
■ 电视剧行业竞争情况

A. 电视剧行业竞争较为充分，市场化程度较高

随着文化体制改革的不断深入，政府主管部门在电视剧产业管理上采取了“管放兼有”的政策。特别是 2006 年以“电视剧拍摄制作备案公示”制度替代“电视剧题材规划立项审批”制度以来，生产调节由政府主导向市场导向转变，中国电视剧市场开始通过以竞争形式来实现优胜劣汰。电视剧制作发行领域在政策上对境内资本已全面放开。目前，电视剧行业政策准入门槛较低，制作机构数量众多，市场分散，竞争比较充分。

B. 电视剧行业主要企业及份额情况

国内电视剧制作机构可概括性地归为国有制作机构和民营制作机构两大类，如下表所示：



电视剧国有制作机构队伍实力相对比较强大。以中国国际电视总公司、中国电视剧制作中心和中央电视台文艺节目中心影视部等组成的中央电视台电视剧制作力量，仍是我国目前实力最为雄厚的电视剧

制作机构之一。中国的电视剧市场开放比较晚，民营制作机构起步较迟，但民营机构市场适应性强，近年来发展势头强劲，涌现出一批实力较强、品牌形象较好的电视剧制作公司，如华谊兄弟传媒股份有限公司(包括其控股子公司，以下简称“华谊兄弟”)、北京海润影视集团有限公司(包括其控股子公司，以下简称为“海润影视”)、浙江华策影视股份有限公司(包括其控股子公司，以下简称为“华策影视”)、上海新文化传媒集团股份有限公司(包括其控股子公司，以下简称为“新文化”)等。目前，国内电视剧制作主体中，80%以上是以民营资本为主的文化企业。

就民营制作机构来说，行业内企业实力差异较大。实力较强的制作公司，如海润影视、华谊兄弟、华策影视、新文化、长城影视等，已经具备了年产数百集的电视剧制作规模，而规模较小的制作机构的制作能力仅为每年一部甚至是两三年一部，且由于市场竞争加剧，其所拍摄的电视剧并不能保证100%实现播放。

根据广电总局公开资料统计，2012年全国共有506部17,712集电视剧获得发行许可证；2013年全国共有441部15770集电视剧获得发行许可证。各大电视剧制作机构所占的市场份额普遍较小，行业集中度低，电视剧市场发展空间较大。

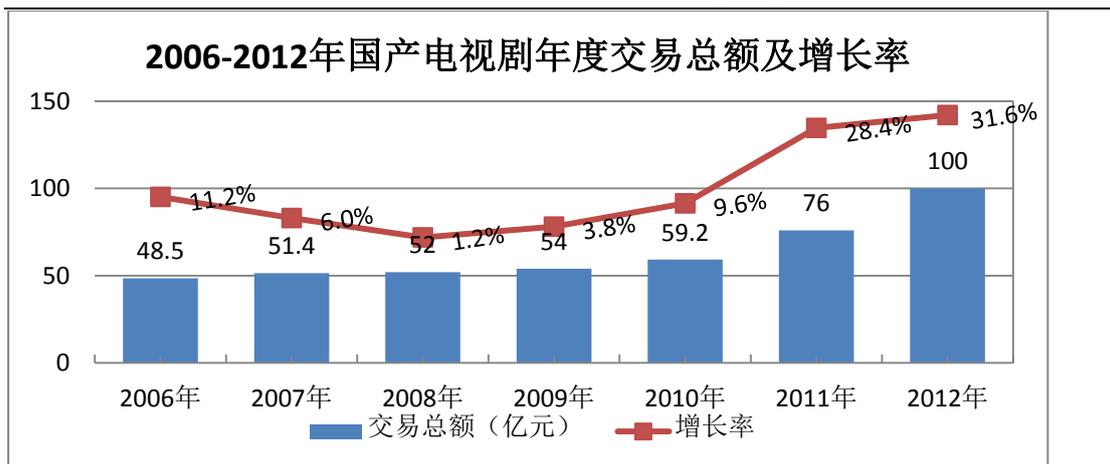
■ 电视剧行业市场供求状况

A. 需求呈增长趋势

近年来，市场对电视剧的需求体现出持续增加的趋势。

统计局《中国统计年鉴2013》数据显示，我国城乡居民人均可支配收入持续增长，且我国城乡居民对文教娱乐类产品和服务的需求量持续增加是电视剧需求增长的坚实基础。

近年来，电视剧品质的提高不断拉高了播出权的销售价格，使得我国电视剧交易总额持续增长。2012年全国国产电视剧交易金额已超过100亿元的市场规模，较2011年增长30%以上。国产电视剧交易总额的迅速增长表明市场对电视剧需求进一步扩大。



数据来源：国家广电总局、艺恩《2011-2012 中国电视剧市场研究报告》、第一财经日报。

电视剧的主要播出平台为中央电视台和各省市级电视台。国家广电总局数据显示，2013年，电视剧产量超过1.5万集，稳居市场主导地位，是80%观众的收视首选。电视台对电视剧产品加大播出力度，从而推动电视剧的需求持续增长。

中国文化历史源远流长，对亚洲各国及遍布世界各地的华侨有着深刻的影响，这实际上为中国电视剧的输出提供了文化基础。除了本土市场以外，海外市场需求日益增长，特别是东南亚等地区对华语电视剧具有较大需求。

综合城乡人均可支配收入、城乡居民文教娱乐类支出情况、全国广播电影电视总收入、全国国产电视剧交易总额、电视剧播出份额变动情况和海外市场等情况来看，市场对电视剧的需求在逐步增加。可以预计，随着人民生活水平的提高、电视频道增多、电视剧新媒体播出平台增加等诸多有利因素的作用，对电视剧等文化产品的需求会越来越大，电视台等播出平台对电视剧的需求不断增加的趋势仍将继续延续下去。

B.电视剧总体制作量保持在较高水平

广电总局批准发行的电视剧数量连续多年保持在每年400部以上。2009年，获得发行许可证的电视剧部数有所减少，2010年至2012年，电视剧部数、集数连续增加，2012年获得发行许可证506部，总集数为历年最高的17,712集，2013年获得发行许可证电视剧有所下降，为441部15,770集。

国家广电总局的统计数据表明，近几年来电视剧制作量保持在较高水平，总体上供大于求。每年约有 20%的电视剧在拍摄完成后就因题材、制作水平较低等各种原因导致无电视台采购而被市场淘汰，另有约 30%的电视剧以较低的价格被电视台采购且只能在收视率较低的时段播出。

C.精品电视剧供不应求

近年来，精品电视剧一直出现供不应求的特殊局面，这在一定程度上导致许多电视台宁愿反复重播的精品剧而不愿播出低质量的新拍摄电视剧。CSM 数据显示，2009 年 18:00-24:00 时段，80 个城市前 20 名的 1,600 部次电视剧来自于 400 部电视剧，说明相对少量剧目在众多城市播出并占据了排行榜前列的位置。CSM 媒介研究连续三年针对 80 个城市的调查数据表明，80%以上的电视剧在不足 10 个频道播出，10%左右的剧目在 11-20 个频道播出，3%的剧在 21-30 个频道播出。虽然电视剧总量充足，但是能够进入播出平台并能大面积普及播出的剧目却稀少。精品电视剧制作受到资金状况、制作经验、从业时间等相关因素的影响。精品电视剧市场供不应求的现状，直接导致了业内的优秀制作机构所拍摄的精品电视剧存在较高的发行价格。

从电视节目的播出和收视的构成比例上，近年来电视剧始终占有较大的份额。精品电视剧是为电视台直接贡献广告收入、拉动提高收视率和推进频道品牌建设的重要手段之一，在当前电视台的激烈竞争格局下，电视台必然会加大对采购精品电视剧的投入力度。

因此，我国电视剧市场目前呈现出精品剧需求量不断加大与供给相对不足的结构性失衡的供求关系特点。我国精品电视剧市场目前还处于“供应创造需求”的发展阶段，精品电视剧供应量的增加将直接推动优秀制作机构的收入增长。

D.网络视频平台的快速发展，拓宽了电视剧行业的空间

a.在线视频用户规模持续增长

根据艺恩数据，2011 年的在线视频用户规模已经达到了 3.9 亿，比去年增长了 20.49%。在线视频用户的增长极大拓展了电视剧在网络视频网站的播放机会。

b. 电视剧网络版权销售趋势向好

电视剧网络版权的销售，为电视剧创造了新的营收增长方式，降低了制片方投资回收的风险，并给观众带来了便利；同时，为视频网站本身增加了点击率和相应广告收入，而版权分销的方式更是给网站带来了新的利润增长点。在竞争激烈的网络电视剧市场的初级阶段，争抢内容资源成了竞争的重中之重。

随着在线视频人员规模和电视剧在网络视频网站中所占份额的稳定增长，网络成为电视剧播映的第二大平台，为获得播出许可的电视剧提供输出渠道。在网络收看电视剧日渐普遍化的阶段，中国电视剧的网络版权市场也日益规范。在 2009 年电视剧正版版权受到重视以来，电视剧网络版权的市场价格水涨船高；尤其是 2011 年，价格疯涨成为整个行业的标志性特点。动辄 100-200 万一集的电视剧网络版权，仍然供不应求。进入 2012 年，电视剧网络版权价格大跌，逐步理性回归，主要原因是视频网站开始重视投资回报率和现金流，以及视频网站意识到行业病态竞争主动抵制。但精品剧仍具竞争优势，其制作机构仍可获得超额收益。未来电视剧网络版权价格将呈稳步增长态势。

c. 内容为先电视剧跨界制作渐成趋势

电视剧作为传统的视频节目，其观众人群的保有量及忠诚度都是各大播放平台争抢的内容。电视剧是视频网站的最主要播放内容。“内容为王”的视频网络环境中，剧集的质量和数量是各视频网站要占的资源。在“制播分离”的产业环境中，“制”和“播”具有平等的主体地位，为电视剧的制作方提供了制作空间。在经历了电视剧网络版权的抢购潮和理性抵制之后，作为网络环境下的播出平台，视频网站的自制剧数量将持续增长。

d. 电视剧多元播出平台竞争格局渐显

目前我国主要的电视剧播出平台包括传统电视台、数字付费电视、网络、手机电视、移动电视等。《广播影视科技“十五”计划和 2010 年远景规划》提出在 2015 年停止模拟广播电视的播出，数字电视将完全取代模拟广播电视。另外，国家将于 2015 年后全面推进“三网融合”

体系。在这些数字和信息技术的影下，我国的媒体格局势必要发生变化，电视剧作为媒体播放的内容之一，其播出平台也将多元化。

继传统的电视台作为播出电视剧的主要平台之后，网络播出的电视剧已覆盖了大批在线视频用户，三网融合后，手机也将成为一个播出电视剧的主要平台。在电信网、互联网、电视网成功有效融合的基础上，从用户覆盖率预测，手机播放电视剧或将成为最主要的电视剧播放平台。与传统电视和电脑比较，手机的用户覆盖率广，使用率高，携带方便。

综上，未来中国的动漫市场仍将保持高速发展的态势，也为参与到动漫产业链各环节上的电影、电视剧、网络剧和游戏行业提供了发展的机遇。

(二)市场地位及竞争情况

四月星空现为国内最大的原创漫画网站、国内最大的漫画库、国内最大的正版漫画平台，网站上目前已经发布并连载的有3万多部的原创作品，属于动漫产业链IP端企业的领导者。目前四月星空的业务在向IP变现端延伸，已经开展游戏改编授权、动画片授权、电影改编授权、电影播放授权、衍生品授权等领域，已经在电影发行、电影制作、动画制作、第三方视频网站、手游开发与运营等中的领先者保持紧密的合作。

四月星空打造“有妖气”互联网平台运营原创动漫内容，通过多年来的积累成为业内知名企业和中国知名动漫平台之一，主要竞争对手包括深圳市腾讯计算机系统有限公司、湖北知音动漫公司、北京幻想纵横网络技术有限公司、武汉漫画盒子科技有限公司等公司，但区别与其他漫画平台的运作模式，四月星空作为UGC模式的践行者，未来将在原创动漫市场上的优势将展现的越来越明显。

(三)产品结构

预测期内，四月星空的主要业务分为平台运营业务和版权运营业务两大板块。对于通过平台上与原创作者共同培育的IP资源，四月星空凭借拥有的数据分析能力，挖掘出有市场前景的IP资源并通过IP开发（制成动画片）扩大其影响力，待IP开发成熟之后通过电影

改编权授权、动画/真人电影播放授权、动画/真人电影植入广告、游戏改编权授权、电视剧改编权、动画片播放授权、IP 衍生品授权等多种授权形式增加版权运营业务变现能力，因此授权业务的毛利率水平较高。随着四月星空开发的 IP 逐渐增多，授权业务的比重逐渐增大，四月星空整体的毛利率也逐渐增加。

(四) 同行业毛利率情况

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，仅有部分企业的部分业务与四月星空的部分业务相似，因此预测期分业务板块的同行业毛利率情况如下：

1. 平台运营板块

与标的公司在运营模式上同属平台运营的同行业公司有中文在线。中文在线以出版机构、作家为正版数字内容来源，进行内容的聚合和管理，面向收集、手持终端、互联网等出版媒体提供数字阅读产品；为数字出版和发行机构提供运营服务；通过版权衍生产品等方式提供数字内容增值服务。2015 年 1-6 月，中文在线的平台运营毛利率为 52.17%。

2. 版权运营板块

与标的公司在运营模式上同属版权运营的同行业公司有欢乐动漫。欢乐动漫原创动漫作品的策划、制作、发行及动漫形象授权、动漫衍生品销售、动漫视频定制（主要盈利来源于原创动漫的版权授权收入、衍生品的销售收入及动漫视频定制收入）。2015 年 1-6 月，欢乐动漫的版权运营毛利率为 72.70%。

十、北京四月星空股东全部权益价值 E1 估值技术说明

(一) 收益法具体方法和模型的选择

本次对北京四月星空网络技术有限公司股东全部权益价值 E1 的估值采取传统的企业自由现金流折现模型进行估值。企业自由现金流折现模型的具体描述如下：

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

1.企业整体价值

企业整体价值是指股东全部权益价值和付息债务价值之和。根据四月星空的资产配置和使用情况，企业整体价值的计算公式如下：

企业整体价值=经营性资产价值+长期股权投资及可供出售金融资产价值+溢余资产价值+非经营性资产负债价值

本次估值采用四月星空合并口径进行收益法估值，收益法经营性资产估值范围涵盖北京四月星空及其下属控股子公司，北京四月星空下属子/孙公司包括天津仙山文化传播有限公司、北京夏日茉莉文化发展有限公司、上海有妖气文化发展有限公司、上海哇呀咖啡有限公司。

北京四月星空参投单位共有四家，分别是上海逸态品牌管理有限公司、苏州六月品牌管理有限公司、济南亿福莱网络科技有限公司及苏州市舞之数码动画制作有限公司，均在长期股权投资及可供出售金融资产中进行估值。

(1)经营性资产价值

经营性资产是指与四月星空生产经营相关的，估值基准日后企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_n \times (1+g)}{(r-g) \times (1+r)^n}$$

其中：P：估值基准日的企业经营性资产价值；

F_i ：估值基准日后第*i*年预期的企业自由现金流量；

F_n ：永续期第一年未考虑增长率的企业自由现金流量；

r ：折现率(此处为加权平均资本成本,WACC)；

n ：预测期；

i ：预测期第*i*年；

g ：永续期增长率。

其中，企业自由现金流量计算公式如下：

企业自由现金流量=息前税后净利润-动画片投资现金流出+已分摊的动画片制作成本+折旧与摊销-资本性支出-营运资金增加额

其中，折现率(加权平均资本成本，WACC)计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

其中：**ke**：权益资本成本；

kd：付息债务资本成本；

E：权益的市场价值；

D：付息债务的市场价值；

t：所得税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下：

$$K_e = r_f + MRP \times \beta + r_c$$

其中：**rf**：无风险利率；

MRP：市场风险溢价；

β：权益的系统风险系数；

rc：企业特定风险调整系数。

2.长期股权投资及可供出售金融资产价值的估值

估值基准日，四月星空共持有 2 家长期股权投资单位及 2 家可供出售金融资产单位，包括上海逸态品牌管理有限公司、苏州六月品牌管理有限公司、济南亿福莱网络科技有限公司及苏州市舞之数码动画制作有限公司。

由于四月星空对以上四个投资单位均为参投，对于非控股公司，以估值基准日报表净资产乘以持股比例确定估值。

3.溢余资产价值

溢余资产是指估值基准日超过企业生产经营所需，估值基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产。本次四月星空估值基准日溢余资产为货币资金。

4.非经营性资产、负债价值

非经营性资产、负债是指与四月星空生产经营无关的，估值基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产与负债。本次四月星空非经营性资产为估值基准日其他应收款中的各类押金及其他流动资产；非

经营性负债为估值基准日上海哇呀应付账款中的代收分成以及其他应付款中的前期注册费。

5.付息债务价值

估值基准日四月星空有付息债务，采用成本法进行估值。

(二)收益预测的假设条件

本估值报告收益预测的假设条件如下：

1.一般假设

(1)假设估值基准日后四月星空持续经营；

(2)假设估值基准日后四月星空涉及业务所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化；

(3)假设估值基准日后国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；

(4)假设和四月星空相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等估值基准日后不发生重大变化；

(5)假设估值基准日后无不可抗力对四月星空造成重大不利影响。

2.特殊假设

(1)北京四月星空自身的股东全部权益价值的假设前提是北京四月星空不借助奥飞动漫的任何资源情况下、自身经营发展所体现出来的股东全部权益价值；

(2)假设估值基准日后四月星空采用的会计政策和编写本估值报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；

(3)假设估值基准日后四月星空的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出；

(4)假设估值基准日后四月星空在未来各年度均能维持与现有客户的良好业务关系，并积极开拓市场；

(5)假设未来年度四月星空在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相关税收优惠政策；

(6)假设中新天津生态城管理委员会与四月星空签订的有关天津仙山营业税、增值税、企业所得税的税收支持政策能够按照有关合作协议书严格履行；

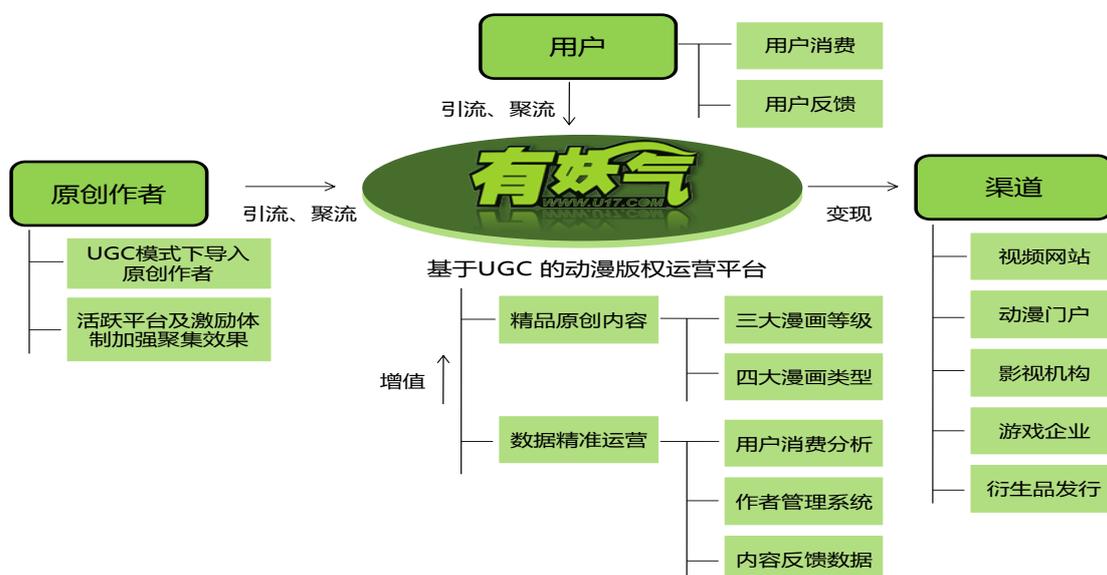
(7)假设四月星空未来经营按照运营计划如期实施。

本估值报告估值结论在上述假设条件下在估值基准日时成立，当上述假设条件发生较大变化时，本估值机构将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

(三)四月星空业务分析

1.盈利模式介绍

四月星空成立于2009年5月，并在同年10月上线原创漫画网站“有妖气（www.u17.com）”，旨在推动原创动漫创作市场，挖掘培养潜力作者，打造优质IP版权，活跃原创动漫消费市场，形成“引流、聚流、变现、增值”的业务结构。在引流和聚流方面，“有妖气”平台引入并聚集了大量的动漫作者、作品及用户读者。在变现方面，平台凭借海量用户和《十万个冷笑话》、《雏蜂》、《黑瞳》等优质动漫作品版权实现价值变现，四月星空收入方式为平台运营收入、版权运营收入及店铺收入，其中，平台运营收入包括网站广告收入、阅读充值收入、无线业务（APP端广告业务）收入、站内娱乐（游戏联运）收入，版权运营收入包括动画片广告收入、视频播放授权收入、游戏授权收入、影视授权收入、其他版权销售收入、消费品授权及品牌合作收入，店铺收入主要为哇呀咖啡的店铺收入。在增值方面，四月星空通过对原创内容进行等级、类型划分和针对用户、作者、内容进行数据精准分析运营，为用户及原创作者提供了增值服务。下图为四月星空主营业务图。



四月星空并非凭一己之力完成以上业务，母公司与子公司天津仙山、上海有妖气通力合作，其中，母公司北京四月星空主要负责的业务为平台运营业务；上海有妖气主要负责为 IP 授权寻找下游客户，业务性质接近中介；北京四月星空与天津仙山签有长期协议，天津仙山可免费使用北京四月星空拥有的著作权以及商标，上海有妖气寻找到下游客户后，由天津仙山签署授权合同，同时负责自行开发作品的后续制作等环节，以上业务的收入全部计入天津仙山。

四月星空与子公司的通力合作才使得以上业务运转起来，缺一不可，因此本次估值无法分别预测四月星空及其子公司的收入，需将各单位共同作用下的合并收入作为其预测收入。

2.收入类型介绍

(1)平台运营收入

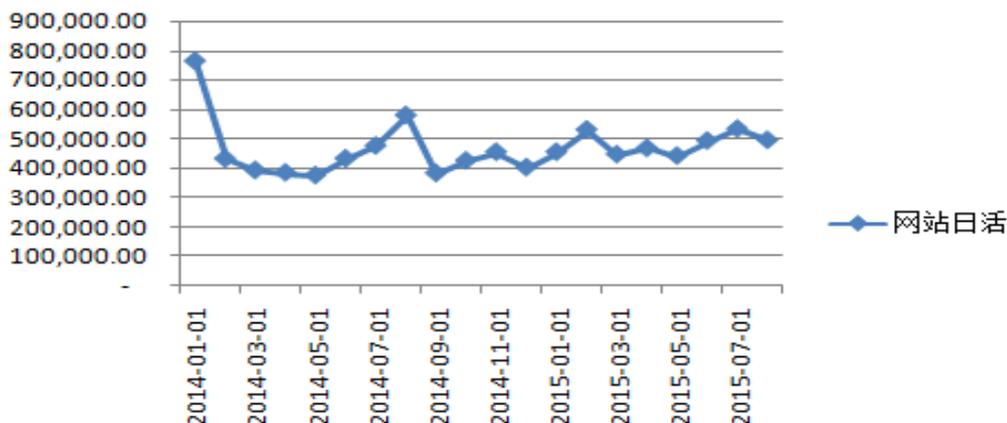
平台运营收入主要包括网站广告收入、阅读充值收入、无线业务（APP 端广告业务）收入、站内娱乐（游戏联运）收入。

有妖气平台现为国内最大的原创漫画网站、国内最大的漫画库、国内最大的正版漫画平台。公司通过大力整合漫画版权资源，帮助作品向出版、无线、改编等领域谋取广阔的商业发展，并发挥平台聚集的最大价值。

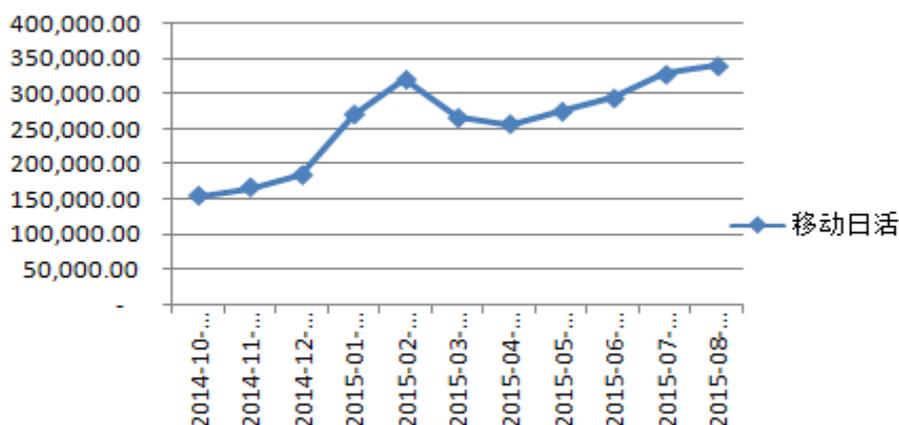
四月星空平台分为两部分，一部分为 PC 端网站平台，另一部分为 APP 移动端。PC 端网站平台发展已较成熟，日活量增长较为平稳，2014 年网站平台的日 UV 是 45.77 万次，2015 年的日 UV 平均值在 48.09 万次，PC 端网站的日 UV 保持年度 5.07% 的增长；另一部分 APP 移动端于 2014 年初开始研发，10 月份上线运营，2015 年 3 月份日活量已于 PC 端持平，2014 年平均日 UV 约为 17 万次，2015 年 1-8 月份平均日 UV 约为 30 万次，2015 年较 2014 年平均日 UV 增长了约 40%。预计未来 PC 端日 UV 与 APP 移动端日 UV 相比比例约为 6:4。

PC 端及 APP 移动端日活曲线如下两图所示：

网站日活



移动日活



网站平台的网站广告收入、阅读充值收入、无线业务（APP端广告业务）、站内娱乐（游戏联运）与平台用户、作品的活跃度存在正相关的关系。有妖气是国内最大的原创漫画网站、国内最大的漫画库、国内最大的正版漫画平台。通过UGC模式，平台聚集了大量优质的作者和用户，积累了海量的优质作品。四月星空致力于挖掘和培养有潜力的作者，激发作者的创作热情，通过优质的作品为平台吸引海量的用户并吸引用户进行付费阅读，同时平台上二次元用户聚集的同时，也为公司的移动端和客户端的广告创造大量的机会，未来在广告市场不断增长的大趋势，并且二次元的影响力越来越大的情况下，公司的广告收入也将会节节攀升。

A. 网站广告收入

网站广告业务主要包括在网页上投放广告、将广告植入到平台所

举行的活动中等。

四月星空主要采用活动专题形式将客户广告植入活动中，如举办插画征集、声优大赛、填词活动等，由用户自发参与活动。四月星空依据合同约定的平台版面位置、活动时间、参与人数等要求完成专题活动后，广告客户向四月星空支付广告费用，形成四月星空盈利模式之一。

B. 阅读充值收入

阅读充值包括VIP付费服务和作品付费订阅，部分精品原创动漫开启VIP付费服务，平台用户充值成为VIP可提前在动漫作品正式推出之前阅读，另外，精品动漫作品推出付费阅读章节，用户付费后可继续阅读，四月星空与原创作者进行分成。

C. 无线业务收入

无线业务收入即移动阅读客户端所产生的收入，目前，四月星空的无线业务即四月星空许可其他移动阅读客户端（如咪咕动漫、上海元酷旗下移动客户端等）使用作品所产生的作品使用费、无线首发业务收入、独家/非独家发行收入、内容征集业务收入等。

2016年开始，企业计划开展自有APP客户端的无线广告业务。

D. 游戏联运业务收入

鉴于“有妖气”平台的海量用户基础，四月星空自2014年起与游戏运营商合作开展游戏联运业务，在“有妖气”平台设置游戏接入端口为游戏导入流量，游戏运营商根据“有妖气”平台导入流量情况及用户在游戏消费情况按照合同约定与四月星空分成，形成四月星空的游戏联运收入。

(2) 版权运营收入

版权运营收入主要包括动画片广告收入、视频播放授权收入、游戏授权收入、影视授权收入、其他版权销售收入、消费品授权及品牌合作收入。

A. 动画片广告收入

动画片收入是指四月星空在制作动画片过程中为客户在片头片尾处贴片广告以及在动画片中植入广告获取的收入。

B. 视频播放授权收入

为促进“有妖气”平台原创精品动漫的多元化传播及多样化变现，四月星空成立品牌战略部，由其下的美术部、制作部、运营部、周边部合作将原创精品动漫制作成为动画片并授权至知名视频网站，四月星空获得动画片版权授权盈利和扩大作品影响力。

同时，也会将四月星空以 IP 参投的电影授权至知名视频网站播放，以此获得授权收入。

C. 游戏授权收入

游戏开发通常需要人物形象、游戏情景、世界观等元素，动漫作品完全符合游戏开发的需求条件，且精品动漫的粉丝基础可进一步为游戏引入流量，对此，四月星空积极开展游戏授权业务，将具有影响力和粉丝基础的精品动漫作品授权至游戏开发商，获取游戏授权金收入和游戏分成收入，形成四月星空的游戏授权收入。

D. 影视版权授权收入

基于动漫与影视具备天然互通性，四月星空凭借庞大的原创作品资源库涉入影视领域，将具有影响力和粉丝基础的精品动漫作品授权至影视开发商，获取授权使用金和电影票房分成，形成四月星空的影视授权收入。

影视授权分为动画电影版权授权及真人电影版权授权。

E. 其他版权销售收入

其他版权销售主要是核算除以上具有明确授权形式之外的其他版权销售形式。

F. 消费品授权及品牌合作收入

由于动漫作品具有多元化变现方式，四月星空运营动漫版权除授权电影、游戏之外，还拥有图书出版、手办产品等周边衍生品实现动漫价值多元化变现以及消费品授权、品牌合作等其他方式。因此类合作方式灵活，故需依据实际需要约定授权收益，此部分收益形成四月星空的消费品授权及品牌合作收入。

G. 店铺收入

哇呀咖啡为动漫游戏主题餐厅，将二次元文化从线上发展到线下，

寄售来自于全世界各地的正版动漫游戏相关的产品，如 anitoys、群英社、孩之宝、威龙、万代等；举办各种动漫游戏的主题活动以及各类二次元相关活动，如动漫日语角、卡牌比赛、WOTA 艺推广、社团公演等。除餐饮收入外，还通过寄售相关动漫产品、提供举办活动场地等途径获取收入。

(四)四月星空未来年度规划

2015 年，四月星空沿着巩固网站漫画业务、强化版权产品业务、延伸品牌战略及衍生品授权和大力发展移动客户端这四个主线进行经营战略布局，在各项业务上取得了长足的发展和不俗的业绩。

未来，四月星空将围绕着以 IP 为核心的经营策略，沿着 IP 培育、IP 开发及 IP 授权的商业逻辑，在平台积累大量耳熟能详的优质 IP 下，开展以 IP 为核心的全版权运营业务。主要战略布局如下：

1.加强平台布局，培育优质 IP，激发作者创作热情，同时大力发展手机端业务来吸引二次元用户，扩展以广告、用户付费阅读、游戏联运为主要盈利模式的商业空间。公司将在移动客户端重点发力，成就全国具有绝对优势的原创动漫版权平台，快速积累优质 IP，为拓展动漫市场积聚能量；

2.加强全版权运营业务，抓住电影行业（动画、真人）、游戏行业及网络视频行业高速发展的机遇，对 IP 需求端的优质企业和优质项目开展灵活的 IP 授权业务。在 IP 全版权开发和运营方面，通过将 IP 资源授权至电影、游戏的改编运营，将会给公司带来丰厚的收益。同时，公司将在内容或版权获利的领域积极出击，深度挖掘已具有商业开发价值的 IP 资源潜力并形成稳健的业务线。

(五)收益期和预测期的确定

1.收益期的确定

收益期取决于企业现金流量的持续年数。四月星空所从事的行业在可预见的时间范围内不会消失，无特殊原因，四月星空不会终止经营。因此，本次估值采用持续经营假设，将收益期确定为无限期。

2.预测期的确定

对于明确预测期，结合企业经营、收益可预测情况等综合分析，

同时考虑四月星空的子公司天津仙山享有中新天津生态城税费返还优惠政策有效期至 2023 年，并且当年增值税税收返还金额于下一年返还，因此至 2024 年返还完毕，故预测期截止到 2024 年底。

(六)预测期的收益预测

1.营业收入的预测

四月星空原有业务的收入主要分为三大类型：平台运营收入、版权运营收入、哇呀咖啡店铺收入。平台运营收入主要包括网站广告收入、网站阅读充值收入、无线业务收入、游戏联运收入。版权运营主要包括动画片广告、视频网站播放授权、游戏授权、影视授权、消费品授权及品牌合作等。哇呀咖啡店铺主要为二次元主题文化消费收入。

(1)平台运营收入

A.网站广告收入

四月星空网站广告业务历史收入情况为：2013 年网站广告收入为 220 万，2014 年收入为 710 万元，2015 年上半年约为 257 万元。

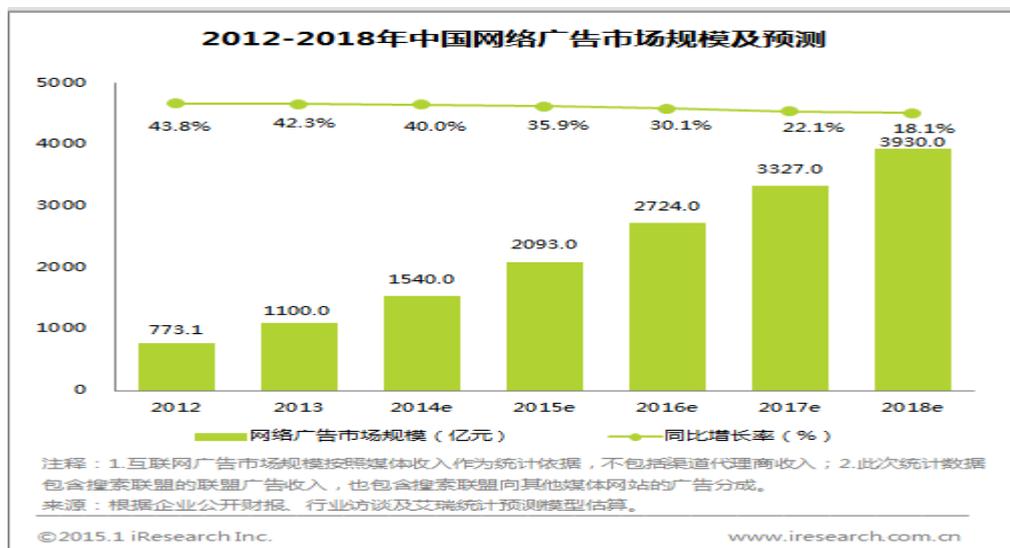
未来预测情况如下：

2015 年下半年网站广告收入根据当前合同执行情况预测，目前正在代理的广告合同主要有深圳市创想盟公司、武汉易瑞特公司、掌游天下（北京）公司、完美世界（重庆），新的广告代理形式在原有的基础上，增加漫画创作、征集、推广活动的广告植入形式，以深圳市创想盟、完美世界、掌游天下为主。公司预计下半年收入约为 280 万元。

近年，四月星空平台的网站用户、十大作品点击量、发布并连载的作品数量、注册和活跃用户等指标持续增长。其历史年度基本指标如下：

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
发布的漫画作品数量（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%

而根据艾瑞咨询的 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。我国网络广告市场各年的市场规模及预测如下图：



综合企业自身的网站平台的用户数、作品数量的增长幅度，以及我国未来年度的网络广告市场规模预计，四月星空 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，2016 年至 2020 年每年保持 10% 左右的增长，2021 年至 2024 年每年保持 5% 左右的增长。

B. 阅读充值收入

阅读充值收入主要为读者付费阅读及在线充值的收入。

四月星空充值收入历史情况为：2013 年收入约为 121 万元，2014 年充值收入约为 279 万元，增长率达到 129%，2015 年上半年已经实现收入 180 万元。

未来预测情况如下：

2015 年下半年，四月星空条漫作品上线运营，传统漫画展现形式对于手机等移动端用户来说并不方便，而条漫能够给移动端读者带来更好的阅读体验。截止到 2015 年 10 月底，公司网站已上线条漫作品共 125 部。在未来有更多条漫作品上线、移动端用户发展潜力较大的情况下，预计 2015 年下半年实现收入 220 万元左右。

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，是根据平台的网站用户、日活十大作品点击量、作品数量等指标的历史增长率，预计未来阅读充值收入发展空间较大，网站阅读充值收入预计将会取得较大增长；2019年-2024年保守预计每年保持5%的平稳增长率。

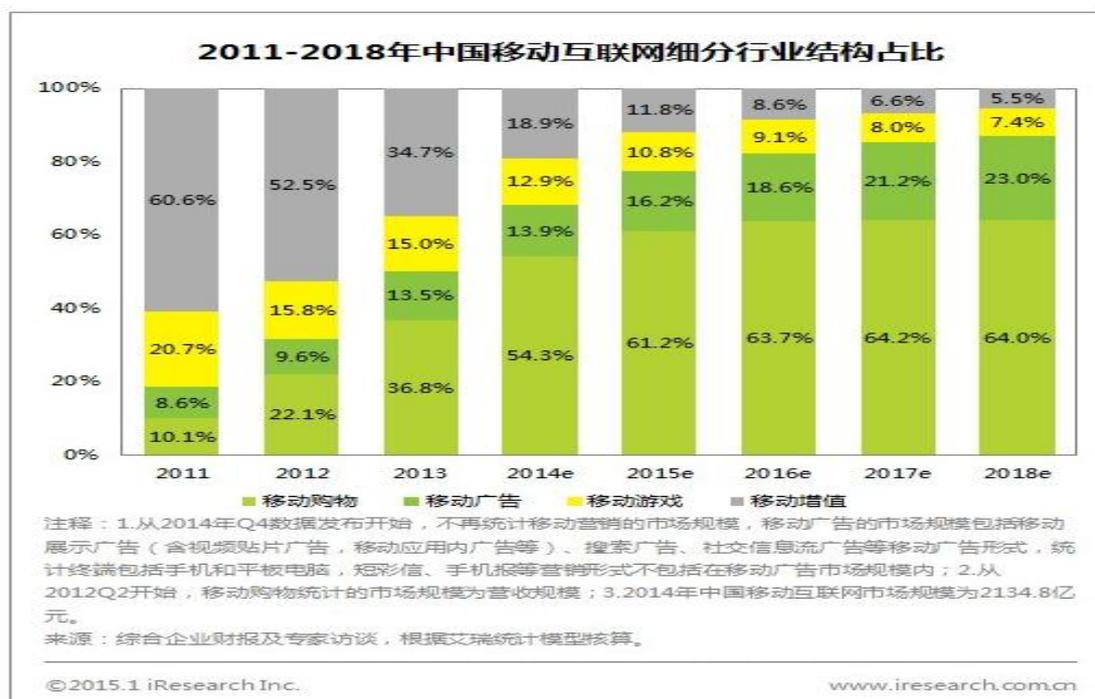
C.无线业务收入

四月星空无线业务收入历史情况为：无线端（APP客户端）于2014年10月份正式上线，2015年3月份日活已与PC端持平，2015年上半年已经实现收入为52万元。

未来预测情况如下：

2015年下半年条漫作品上线，将直接助推广告收入的增长，预计下半年实现广告收入66万元。

2016年，四月星空计划开展自有APP客户端广告收费业务，无线收入预计会大幅增长，主要考虑到移动广告正在慢慢成为主流，其发展潜力大，根据艾瑞咨询数据显示：



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。在此市场行情中，同时考虑未来条漫作品的日益完善、作品知名度的提高以及平台广告的收入体量，预计以广告收入为主的2016年无线业务收入能够达到800万元左右。

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：

单位：亿元

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%。

综合上述我国移动阅读市场规模以及移动广告市场规模的未来预测数据，结合企业无线业务的开展情况保守预测，2017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，保守预计2017年至2020年保持每年约15%左右的增长率，2021年至2024年保持每年约5%左右的增长率。

D. 游戏联运收入

游戏联运业务是指有妖气平台提供平台租用权、广告位等资源，游戏开发商提供游戏客户端、游戏更新包、充值系统、客服系统等必

要资源，利用有妖气平台进行游戏推广，四月星空以此获得联运收入。

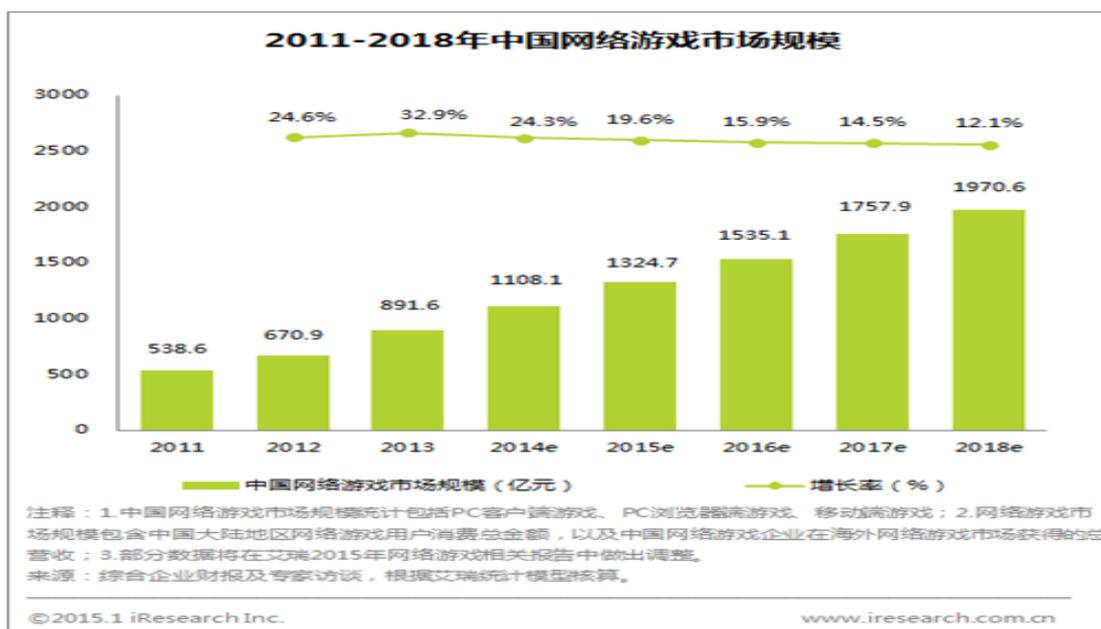
企业游戏联运收入历史情况为：2013 年收入约为 142 万元，2014 年收入约为 166 万元，2015 年上半年已经实现收入约 70 万元。

未来预测情况如下：

2015 年下半年收入在已签订手游联运合同的基础上预测，预计下半年游戏联运收入会实现 110 万元。

2016 年收入预计会大幅增长，预计实现 377 万元。该数据预测依据综合考虑了企业自身经营计划及同行业数据：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。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。

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 1,970.6 亿元。根据该行业预测

数据, 2017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2017年至2020年保持每年10%左右的增长, 2021年至2024年保持每年5%左右的增长。

(2) 版权 (IP) 运营收入

版权 (IP) 运营收入主要包括动画片广告收入、视频播放授权收入、游戏授权收入、影视授权收入、消费品授权及品牌合作收入等。

IP 作品授权的盈利模式是指将 IP 作品授权至动画电影、真人电影及游戏领域, 其收入或盈利会与产业链下游的电影、游戏等变现渠道相关, 而授权给下游的电影、游戏除了一次性的授权金收入外, 还包括以流水分成的方式取得收入; 视频播放授权主要是指将动画片或电影授权给视频网站平台播放, 收取一定授权金; 动画片广告收入主要包括植入广告收入。

IP 对外授权的手游产品、电影产品的寿命明显低于一般的工业制品的寿命, 因此保证盈利的可盈利性, 需要不断的在平台上挖掘各种优质的 IP 资源, 并以不同的形式进行授权, 同一部 IP 可以向多个领域同时授权, 如游戏、电影, 而同一领域也有多种细分授权, 如游戏授权形式可分为卡牌类游戏、武打类游戏等。

A. 动画片广告收入

企业动画片广告历史收入情况为: 2014年, 由公司漫画改编动画《十万个冷笑话》在优酷、土豆、爱奇艺等各大视频播出, 两季累计播放近20亿次, 单集点击约1亿次, 单集观看人群超过4000万次, 为公司带来了约650万元的收入; 2015年上半年实现收入约83万元。

未来预测情况如下:

2016年四月星空将大力发展动画片广告, 目前在谈的动画片广告合同为4部, 平均合同金额为300万元, 保守估计植入广告收入为1200万元, 同时考虑存量动画片的广告收入, 存量的动画片主要为《十冷1》、《十冷2》、《馒头日记》、《端脑》、《刷兵男》、《雏蜂》、《开封奇谈》等, 预计2016年可实现收入1600万元。

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，与《十冷》具有相同业务指标的 S 级漫画题材也将为公司带来不俗的动画片广告收入，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%，2021 年至 2024 年保持每年 5%左右的增长。

B. 视频网站播放授权收入

视频网站播放授权收入不仅包括动画片授权播放收入，还包括真人电影版权、动画电影版权授权至各视频网站进行付费播放的收入。

企业视频网站播放授权历史收入情况为：2014 年公司初步尝试以多个动画片及电影打包的形式进行播放授权，2014 年视频网站播放授权收入为 280 万元；2015 年上半年是既往合同收入的确认，取得 42 万元的收入。

未来收入预测情况如下：

2015 年下半年，企业无视频网站播放授权计划。

2016 年公司将专心布局电影领域，不考虑视频网站播放授权。

2017 年及以后年度预测过程如下：

a. 动画片播放授权

动画片授权数量预测：2017 年及以后年度根据四月星空经营计划，每年会有 5 部动画片进行视频网站播放授权。

动画片授权价格预测：

2017 年，预计每部动画片授权价格约为 45 万元。预测依据如下：

一般情况下，动画片打包授权的价格较低，而非打包授权的价格会较高。根据公司以往的授权情况分析：

打包授权情况下，在前期免费试播动画片后，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。上述合同授权金合计为 361 万元，预计能够实现不含税收入 340.67 万元。截至 2015 年 1 月，尚有 1 部

动画片尚未上线播放，另 1 部动画片仅播放了 4 集。在播的 8 部动画片平均每部为 12 集，已收到不含税收入 291.57 万元。根据合同及已取得的收入测算，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。

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。根据公司历史授权单价，每集授权均价格在 3000-15000 元，结合未来公司授权的方式、单部授权家数及谨慎性原则，按照每集约 7500 元进行预测，按照一部 12 集计算，每部约为 45 万元。

2017 年以后年度每部的授权价格考虑我国视频播放行业的发展速度按照 5% 进行增长。

综上所述，2017 年动画片播放授权收入预计约为 225 万元；2018 年-2024 年每年收入增长率为 5%。

b. 电影播放授权

电影授权数量预测：

2017 年及以后，根据四月星空经营计划，每年会有 4 部电影（包括 2 部真人电影、2 部动画电影）进行视频网站播放授权。

电影授权价格预测：

2017 年，单部电影分成将不低于 133 万元。

其中，单部电影分成不低于 133 万元依据为：以《十万个冷笑话》大电影为例，根据既有合同约定，《十冷》授权至视频网站的授权金总额为 500 万元，四月星空按照三分之一取得分成收入，约 166 万元。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在上升，但出于谨慎原因考虑，保守预计每部电影的授权金将不低于 400 万元，假设未来四月星空分成比例仍为三分之一，则一部电影分成将不低于 133 万元。

2017 年以后年度，每部的授权价格考虑我国视频播放行业的发

展速度增长按照 5%进行增长。

综上所述，2017 年电影播放授权收入预计约为 530 万元；2018 年-2024 年每年收入增长率为 5%。

因此，将动画片及电影播放授权收入加总，2017 年视频播放授权总收入预计约为 750 万元；2018 年-2024 年每年收入增长率为 5%。

C.游戏授权收入

四月星空将具有影响力和粉丝基础的精品动漫作品授权至游戏开发商，获取授权金和游戏流水分成，形成四月星空的游戏授权收入。

a.游戏授权金收入

企业历史年度游戏授权金收入情况为：四月星空 2014 年的实现游戏授权收入为 1170 万元。其中，与蓝港在线签订《十冷》手游独家授权合同，授权金 500 万元（含税）。

未来收入预测情况如下：

2015 年下半年预计可实现收入约 1600 万，预测依据如下：截至到 2015 年 9 月，公司已经分别与苏州派趣签订《雏蜂》卡牌类手游授权合同，一次性授权金 350 万元；与蓝港在线签订《雏蜂》3D APRG 类型的移动客户端游戏授权合同，一次性授权金 300 万元；与深圳市云海情天文化传播有限公司签订《拜见女王陛下》、《虎 X 鹤》的 H5 手游授权合同，一次性授权金 600 万元；下半年累计已实现 1250 万元授权收入，预计下半年可实现 1600 万元的授权金收入。

2016 年，四月星空至少能够对外授权 4 部 IP，单部 IP 授权金平均约为 500 万元。单部 IP 授权金 500 万元依据为行业数据及公司以往合同签订情况：

（1）公司以往签订的合同中，游戏授权金的确定与 2014 年曾与掌趣科技签订《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。

（2）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，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 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。

2017 年及以后，每年保持对外授权的数量为 4 部，单部授权金在上一年的基础上按一定比例增长：2017 年-2020 年单部授权金保守预计每年上涨 10%，2021-2024 年单部授权金预计每年上涨 5%。增长率根据艾瑞咨询数据保守预计。

b. 游戏分成收入

企业历史年度游戏分成收入情况为：2015 上半年，四月星空与蓝港在线合作的《十冷》手游（2015 年 3 月 16 号正式上线）。《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 2015 年上半年游戏分成收入约为 1120 万。

未来收入预测情况如下：

根据游戏的寿命保守预计，2015 年下半年收入约为 180 万元。

2016 年公司以后计划收到游戏分成的作品每年为 4 部。

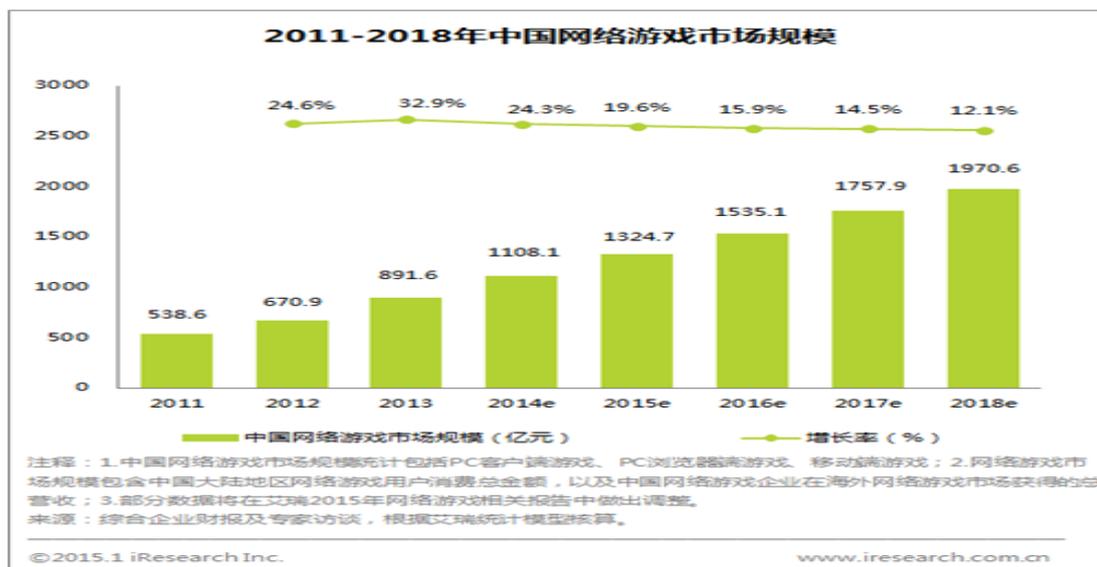
游戏业务收入一般以游戏流水为基础计算。游戏业务的收入阶段一般为发展期、成熟期和淘汰期三个阶段，但在发展期也会很快吸引玩家而使得该阶段收入较其他阶段高，而游戏的寿命一般为 1-2 年（不含淘汰期），而企业已授权 IP 对应的目前正在上线的游戏目前已超过了 1 年。本次预测不再考虑跨年度的淘汰期分成，按照收入当年的流水进行分成。

对于游戏的流水，参考行业的游戏流水情况，结合企业已授权的游戏流水情况等综合判断，每部游戏流水按照 16,000 万元确定。根据企业以往的游戏授权合同签订及收入实现情况，游戏授权分成比例一

一般为 5%-10%，本次预测按照 7.5% 确定游戏授权分成比例。

因此，2016 年能够收到游戏分成的作品每年有 4 部，单部游戏分成收入保守预计为 1200 万元。

根据艾瑞咨询数据，2011-2018 年中国网络游戏市场规模呈稳健增长趋势，到 2018 年，预计增长率为 12.1%。图示如下：



2017-2020 年游戏分成收入按照行业趋势保守预计每年上涨 10%，2021 年-2024 年游戏分成收入预计每年上涨 5%。

D. 影视版权授权收入

影视授权分为动画电影版权授权及真人电影版权授权。

a. 动画电影版权授权收入

2014 年，四月星空与万达合作推出《十万个冷笑话》大电影，电影首映（2014 年 12 月 31 日）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。2015 年上半年，四月星空因此获得 1,480 万收入（含税）。四月星空计划未来与国内一线公司合作，如万达电影、光线传媒等，强强联合，打造中国优秀动画电影。目前正在进行中的有《十万个冷笑话 2》、《馒头日记》等多部作品，同时《开封奇谈》、《无视者》等作品的电影改编也已经排上日程，计划在 2016 年-2020 年每年授权 2 部动画电影，2020 年以后维持稳定状态不变。

四月星空计划于 2016 年开始每年进行 2 部动画电影的授权，以纯 IP 方式进行授权，IP 授权计划、电影上映时间及票房预计如下：

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（修订稿）

单位：元

项目	投资年份	上映时间	预计票房	合作方投资成本
动画电影-项目 1	2016	2017 年 6 月上映	60,000,000	15,000,000
动画电影-项目 2	2016	2018 年 3 月上映	63,000,000	15,750,000
动画电影-项目 3	2017	2018 年 5 月上映	63,000,000	15,750,000
动画电影-项目 4	2017	2019 年 2 月上映	100,000,000	25,000,000
动画电影-项目 5	2018	2019 年 4 月上映	100,000,000	25,000,000
动画电影-项目 6	2018	2020 年 1 月上映	105,000,000	26,250,000
动画电影-项目 7	2019	2020 年 5 月上映	105,000,000	26,250,000
动画电影-项目 8	2019	2021 年 2 月上映	110,250,000	27,562,500
动画电影-项目 9	2020	2021 年 5 月上映	110,250,000	27,562,500
动画电影-项目 10	2020	2022 年 1 月上映	115,762,500	28,940,625
动画电影-项目 11	2021	2022 年 4 月上映	115,762,500	28,940,625
动画电影-项目 12	2021	2023 年 2 月上映	121,550,625	30,387,656
动画电影-项目 13	2022	2023 年 4 月上映	121,550,625	30,387,656
动画电影-项目 14	2022	2024 年 1 月上映	127,628,156	31,907,039
动画电影-项目 15	2023	2024 年 6 月上映	127,628,156	31,907,039

票房预测依据如下：

根据广电总局年度发布数据或中国电影发行放映协会官方公布数据汇总得出动画电影票房前 20 名，具体如下表所示：

排名	片名	内地票房	年份
1	西游记之大圣归来	9.56 亿	2015 年
2	熊出没之雪岭熊风	2.96 亿	2015 年
3	熊出没之夺宝熊兵	2.47 亿	2014 年
4	喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年	1.66 亿	2012 年
5	喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱	1.5 亿	2011 年
6	喜羊羊与灰太狼之虎虎生威	1.28 亿	2010 年
7	喜羊羊 5 喜气羊羊过蛇年	1.25 亿	2013 年
8	十万个冷笑话	1.2 亿	2015 年
9	喜羊羊与灰太狼之牛气冲天	9000 万	2009 年
10	喜羊羊 6 飞马奇遇记	8715 万	2014 年
11	洛克王国 4：出发！巨人谷	7694 万	2015 年
12	赛尔号 3 之战神联盟	7629 万	2013 年
13	喜羊羊真人动画—我爱灰太狼 2	7570 万	2013 年
14	麦兜响当当	7520 万	2009 年
15	喜羊羊真人动画—我爱灰太狼	7264 万	2012 年
16	黑猫警长之翡翠之星	6985 万	2015 年
17	洛克王国 2 圣龙的心愿	6871 万	2013 年
18	喜羊羊 7 羊年喜羊羊	6800 万	2015 年
19	桂宝之爆笑闯宇宙	6417 万	2015 年
20	赛尔号 4 圣魔之战	6245 万	2014 年

而在各年电影票房前 20 名中，动画电影的数量占比也呈上涨趋势：

年份	前 20 名数量
2009 年	2
2010 年	1
2011 年	1
2012 年	2
2013 年	4
2014 年	3
2015 年	7

由以上数据知，近年来，动画电影票房一路走高，而且四月星空所授权电影的受众基本为 K12 以上观众，受众面更广。因此以上票房预测较为谨慎。

标的公司作为 IP 授权方，将和院线/影院、电影的投资方、电影的发行方一起参与票房的分成。标的公司的收入主要为来自票房分成中的授权收入。授权收入计算方法为：票房收入扣除国家电影事业发展专项资金、增值税及附加、各院线及影院分成等成本（上述三项票房分成合计约为 60%）后，标的公司再分成 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%。

根据上述 IP 授权计划、动画电影上映时间，以及 IP 授权方在票房中所获得的分成方式，预计 2016 年-2024 年标的公司在动画电影授权上的收入如下：

单位：万元

项目名称	投资年份	上映时间	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
动画电影-项目 1	2016	2017 年 6 月		504							
动画电影-项目 2	2016	2018 年 3 月			529.20						
动画电影-项目 3	2017	2018 年 5 月			529.20						
动画电影-项目 4	2017	2019 年 2 月				840					
动画电影-项目	2018	2019 年 4 月				840					

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（修订稿）

项目名称	投资年份	上映时间	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
目5											
动画电影-项目6	2018	2020年1月					882				
动画电影-项目7	2019	2020年5月					882				
动画电影-项目8	2019	2021年2月						926.10			
动画电影-项目9	2020	2021年5月						926.10			
动画电影-项目10	2020	2022年1月							972.41		
动画电影-项目11	2021	2022年4月							972.41		
动画电影-项目12	2021	2023年2月								1,021.03	
动画电影-项目13	2022	2023年4月								1,021.03	
动画电影-项目14	2022	2024年1月									1,072.08
动画电影-项目15	2023	2024年6月									1,072.08
合计				504	1,058.4	1,680	1,764	1,852.2	1,944.82	2042.06	2,144.16

b.真人电影版权授权收入

四月星空会选择具有开发能力和丰富经验的一线团队对其进行真人电影授权。计划在2016年-2020年每年授权2部真人电影，2020年以后维持稳定状态不变。

IP授权计划、真人电影上映时间及票房预计如下：

单位：元

项目	授权年份	上映时间	预计票房
真人电影-项目1	2016	2017年5月上映	500,000,000
真人电影-项目2	2016	2018年2月上映	525,000,000
真人电影-项目3	2017	2018年5月上映	525,000,000

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（修订稿）

项目	授权年份	上映时间	预计票房
真人电影-项目 4	2017	2019 年 1 月上映	650,000,000
真人电影-项目 5	2018	2019 年 4 月上映	650,000,000
真人电影-项目 6	2018	2020 年 2 月上映	682,500,000
真人电影-项目 7	2019	2020 年 6 月上映	682,500,000
真人电影-项目 8	2019	2021 年 1 月上映	716,625,000
真人电影-项目 9	2020	2021 年 4 月上映	716,625,000
真人电影-项目 10	2020	2022 年 3 月上映	752,456,250
真人电影-项目 11	2021	2022 年 5 月上映	752,456,250
真人电影-项目 12	2021	2023 年 2 月上映	790,079,063
真人电影-项目 13	2022	2023 年 6 月上映	790,079,063
真人电影-项目 14	2022	2024 年 1 月上映	829,583,016
真人电影-项目 15	2023	2024 年 4 月上映	829,583,016

标的公司作为 IP 授权方，收入主要包括授权金收入和票房分成收入两大部分。预测初期，单部电影授权金约为 300 万，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，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国家电影事业发展专项资金、增值税及附加、各院线及影院分成等成本后的收益的 3%，而国家电影事业发展专项资金、增值税及附加、各院线及影院分成等成本约为总票房收入的 60%，即作为 IP 授权方，标的公司的票房分成部分收入约为总票房收入的 1.2%。

预测初期单部电影授权金约为 300 万依据：2014 年，四月星空授权给北京剧角映画《端脑》、《镇魂街》、《雏蜂》三部漫画作品的真人电影改编权，每部授权保底金为 300 万。

根据上述 IP 授权计划、真人电影上映时间，以及 IP 授权方在票房中所获得的分成方式，预计 2016 年-2024 年标的公司在真人电影授权上的收入如下：

单位：万元

项目名称	投资年份	上映时间	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
真人电影-项目 1	2016	2017 年 5 月		900							
真人电影-项目 2	2016	2018 年 2 月			945						
真人电影-项目 3	2017	2018 年 5 月			945						
真人电	2017	2019 年				1,110.75					

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（修订稿）

项目名称	投资年份	上映时间	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
影-项目4		1月									
真人电影-项目5	2018	2019年4月				1,110.75					
真人电影-项目6	2018	2020年2月					1,319				
真人电影-项目7	2019	2020年6月					1,319				
真人电影-项目8	2019	2021年1月						1,384.95			
真人电影-项目9	2020	2021年4月						1,384.95			
真人电影-项目10	2020	2022年3月							1,454.20		
真人电影-项目11	2021	2022年5月							1,454.20		
真人电影-项目12	2021	2023年2月								1,526.91	
真人电影-项目13	2022	2023年6月								1,526.91	
真人电影-项目14	2022	2024年1月									1,603.25
真人电影-项目15	2023	2024年4月									1,603.25
合计				900	1,890	2,221.5	2,638	2,769.90	2,908.40	3,053.82	3,206.50

E.其他版权销售

其他版权销售主要是核算除以上具有明确授权形式之外的其他版权销售形式，由于其他版权销售本身具有很大的不确定性，因此未来年度不对此类收入进行预测。

F.消费品授权及品牌合作收入

在本业务板块，2015年上半年四月星空已实现约17万元收入，随着IP影响力的扩大、授权合作商家数量的增加、居民消费水平的提高，预计2015年下半年能够实现约100万元收入。

由于2016年四月星空将主要精力放在影视授权板块，预计此板

块收入与 2015 年比会有所降低。

2016 年以后，随着四月星空电影、游戏等知名度的打开，粉丝聚集效应开始显现，IP 消费衍生品市场将进一步扩大，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，2021-2024 年预计保持每年 5% 的增长。

(3) 哇呀咖啡店铺收入

2015 年 5 月哇呀咖啡开始运营，共经营 1 家咖啡店，收入约为 1.6 万元。店铺收入采取在成本的基础上考虑一定的利润进行预测。

2015 年下半年无扩张计划，预计单店年总成本为 200 万元，2015 年下半年成本为 100 万元。由于目前国内还未有动漫主题体验咖啡店，该店铺开业初期正处于顾客的免费体验、扩大宣传以及积累经验阶段，预计 2015 年下半年呈亏损状态，含税收入 20 万元左右。

2016 年中计划扩张 1 家店铺，预计仍呈亏损状态，亏损程度较开业初期有所减轻。预计 2016 年收入 300 万元，总成本 330 万元。

2017 年，四月星空计划将主题咖啡店扩充至 5 家，并且随着四月星空电影、游戏、动画等作品知名度慢慢打开，哇呀咖啡预计本年收入 630 万，收支平衡，由亏转盈。

2018 年，四月星空计划将主题咖啡店扩充至 10 家，并且随着知名度的打开及二次元粉丝的认可，咖啡店的管理渐渐走上正轨，单店总成本有所降低，利润率为 20% 左右，2018 年总成本约为 1300 万，预计收入约 1590 万。2019 年及 2024 年预计以每年 5% 的速度平稳增长。

未来年度收入预测表如下：

单位：万元

收入分类	2015 年 7-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
平台运营收入	683.96	2,324.70	2,732.18	3,194.64	3,522.12
版权运营收入	3,198.11	8,384.91	11,981.89	14,707.43	16,780.78
咖啡店收入	18.87	297.98	637.32	1,592.11	1,671.72
合计	3,900.94	11,007.59	15,351.38	19,494.19	21,974.62

单位：万元

收入分类	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
平台运营收入	3,888.18	4,082.59	4,286.72	4,501.05	4,726.10
版权运营收入	18,546.83	19,474.17	20,447.88	21,470.28	22,543.79
咖啡店收入	1,755.30	1,843.07	1,935.22	2,031.98	2,133.58
合计	24,190.31	25,399.83	26,669.82	28,003.31	29,403.48

2.营业成本的预测

四月星空的原有业务营业成本主要核算电子阅读分成、联运游戏分成、电影\广告\游戏改编分成-作者分成、游戏改编\创新\其他提成-编辑与制片分成、动画制作成本、咖啡店铺成本、动画片 PV 制作费、稿费及商标摊销、作者福利计划、人工成本、折旧费、平台活动推广费用等。

(1)电子阅读分成的预测

电子阅读分成主要为付费阅读收入中支付给作者的分成，四月星空 2015 年下半年成本根据预算执行情况预测。2016 年后考虑到网站阅读充值收入的增长以及计划给予作者更多的福利，2016 年预计电子阅读分成为 140 万元左右，2017 年-2020 年预计每年以 15%的速度增长，2021 年-2024 年预计每年以 5%的速度平稳增长。

(2)联运游戏分成

目前，四月星空联运游戏分为页游及手游，其中页游为四月星空收账后向游戏运营商分成，分成比例约为 35%；手游有部分收入为四月星空收账，部分收入是游戏运营商收账后向四月星空分成。未来四月星空计划逐渐转变为所有联运游戏收入均由四月星空收账的方式，分成比例为 35%，分成基础为游戏联运收入。预计 2015 年至 2018 年为过渡期，2019 年完成转变。

(3)电影\广告\游戏改编分成-作者分成

电影\广告\游戏改编分成-作者分成的分成率为 5%，分成基础为全部版权运营收入。

(4)游戏改编\创新\其他提成-编辑与制片分成

动画片授权（包含动画片贴片广告）、游戏授权、消费品授权及品牌合作收入提成率为 2%，影视授权收入（包括动画电影、真人电影、电视剧、网络剧收入）提成率为 0.1%。

(5)动画制作成本

动画片制作成本根据投资额及收入确认情况进行结转。2015 与 2016 年将对已签有制作合同的动画片进行投资制作，预计能于当年取得收入，基本于投资当年开始分三年进行成本结转，在 2015 年-2018

年间结转完毕；2016年后新增投资的动画片预计制作周期较长，一般当年投资的动画片会于第二年进行播放，其成本也于第二年开始按比例在三年内结转完毕。

2017年计划投资5部动画片，单部投资600万元，于投资年度的第二年开始按照6:2:2的比例在三年内结转完毕。2018年-2024年每年仍计划投资5部动画片，单部投资额每年上涨5%，成本结转比例与2017年相同。

(6)咖啡店铺成本

咖啡店铺成本根据单店成本及店铺数量进行预计。单店成本主要根据四月星空的市场调研情况以及其经营的成熟程度预测，店铺数量根据四月星空的店铺开设计划预测。

(7)动画片PV制作费（片花）

动画片PV（片花）多为宣传企业动画片所用的预告片，预计2016年会有此类计划的成本，此类制作费约为200万元，未来年度预计每年增长5%。

(8)稿费及商标摊销

稿费及商标摊销根据以下公式测算：

$$\text{无形资产摊销} = \text{无形资产原值} \div \text{摊销年限}$$

(9)作者福利计划

四月星空计划在未来年度加大作者福利，预计2015年下半年作者福利投入120万元，2016年作者福利投入400万元，2017年-2024年计划按照每年10%的速度增长。

(10)人工成本

A.未来年度人员规划

四月星空大致分为以下部门：总办、平台运营中心、版权战略中心、战略发展中心、影业中心、天津漫画家村、上海分公司。根据企业未来战略规划，2016年及以后年度人员计划如下：

单位：万元

人员类别	2016年	2017年-2024年
总办	30	30
平台运营中心	110	110
版权战略中心	83	83

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（修订稿）

人员类别	2016 年	2017 年-2024 年
战略发展中心	4	4
影业中心	6	6
天津漫画家村	17	17
上海分公司	15	15
合计	265	265

其中，通过主营业务成本核算的员工有 139 人，通过营业费用核算的有 47 人，通过管理费用核算的有 79 人。

根据不同的科目性质以及过往经验，成本费用分配比例如下：

项目	总和	主营业务成本	销售费用	管理费用
工资、社保、年度奖金	100%	62%	3%	35%
补充保险、其他福利、餐补、团建、其他费用、折旧	100%	52%	18%	30%
绩效奖金	100%	100%	0%	0%
除餐补、团建、其他费用以外的其他人员费用	100%	0%	0%	100%
除折旧以外的行政费用	100%	0%	0%	100%

工资、社保、年终奖三项根据历史经验确定分配比例；绩效奖金全部归属于通过主营业务成本核算的员工；补充保险、其他福利、餐补、团建、其他费用、折旧根据人数确定分配比例；除餐补、团建、其他费用以外的其他人员费用与除折旧以外的行政费用全部计入管理费用。

B.人员费用

人员费用主要包括工资、社保及公积金、补充保险、年度奖金、绩效奖金、其他福利。

2015 年下半年总体人员费用根据目前情况以及历史经营情况预测；2016 年在 2015 年的基础上并考虑企业的战略规划及人员规划进行预测；2017 年-2020 年工资每年固定增长率为 10%，社保及公积金、年度奖金、绩效奖金、补充保险、其他福利每年固定增长率为 5%；2021 年-2024 年工资每年固定增长率为 5%，社保及公积金、年度奖金、绩效奖金、补充保险、其他福利每年固定增长率为 3%。

计入主营业务成本的人员费用按照上述比例进行分配。

C.其他人员费用

其他人员费用主要包括餐补、离职赔偿金、团队建设费等。

2015 年下半年其他人员费用根据目前情况以及历史经营情况预

测；2016年在2015年的基础上并考虑企业的战略规划及人员规划进行预测；2017年-2020年每年固定增长率为5%；2021年-2024年每年固定增长率为3%。

计入主营业务成本的其他人员费用按照上述比例进行分配。

(11)折旧费

折旧根据以下公式测算：

固定资产折旧=固定资产原值（1-残值率）÷折旧年限

计入主营业务成本的折旧费按照上述比例中补充保险、餐补、团建、房租等其他项目的比例进行分配。

(12)平台活动推广费用

2015年下半年根据目前的执行情况预测；2016年在2015年的基础上考虑企业的战略规划进行预测；考虑到未来业务的发展速度，四月星空预计2017年-2024年平台活动推广费用按照每年5%的速度增长。

未来年度成本预测表如下：

单位：万元

成本分类	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年
电子阅读分成	60.00	144.00	165.60	190.44	219.01
联运游戏分成	15.00	30.29	34.83	40.05	179.79
作者分成	159.91	419.25	599.09	735.37	839.04
编辑与制片分成	63.96	167.70	214.47	241.30	265.68
动画制作成本	466.53	902.38	1,195.67	1,848.57	2,490.00
店铺成本	100.00	333.33	630.00	1,292.50	1,357.13
动画片PV制作费	-	200.00	210.00	220.50	231.53
稿费及商标摊销	61.07	182.13	252.13	332.13	422.13
作者福利计划	120.00	400.00	440.00	484.00	532.40
人工成本	742.32	1,946.63	3,189.18	3,453.37	3,741.26
平台活动推广	100.00	500.00	525.00	551.25	578.81
设备折旧	31.37	38.84	46.50	40.16	49.11
合计	1,920.15	5,264.55	7,502.47	9,429.65	10,905.88

单位：万元

成本分类	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
电子阅读分成	251.86	264.45	277.67	291.56	306.13
联运游戏分成	197.77	207.65	218.04	228.94	240.39
作者分成	927.34	973.71	1,022.39	1,073.51	1,127.19
编辑与制片分成	292.03	306.63	321.97	338.06	354.97
动画制作成本	3,214.50	3,375.23	3,543.99	3,721.19	3,907.24

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（修订稿）

成本分类	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
店铺成本	1,424.98	1,496.23	1,571.04	1,649.59	1,732.07
动画片 PV 制作费	243.10	255.26	268.02	281.42	295.49
稿费及商标摊销	522.13	622.13	669.44	701.35	740.93
作者福利计划	585.64	644.20	708.62	779.49	857.44
人工成本	4,055.06	4,232.47	4,418.00	4,612.02	4,814.93
平台活动推广	607.75	638.14	670.05	703.55	738.73
设备折旧	57.80	63.78	67.27	67.27	67.27
合计	12,379.96	13,079.89	13,756.49	14,447.94	15,182.78

3、毛利率的预测及合理性

四月星空 2016 年及以后预测的综合毛利率水平如下：

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2014 年
综合毛利率	52.2%	51.1%	51.6%	50.4%	48.8%	48.5%	48.4%	48.4%	48.4%

(1) 行业发展

今年以来，在整体经济增长放缓的大背景下，中国动漫产业仍然保持平稳发展态势，产业转型升级成效显著，动漫产业发展形势出现了若干重要的变化：

1) 原创动漫内容创作取得重要突破，提振产业发展信心。以《大圣归来》为代表的国产动漫赢得了票房和口碑，在用动漫讲好中国故事上取得新突破，动漫艺术表现手法创新，引发了全社会对国产动漫的关注，越来越多的成年人成为动漫的观众，国产动画电影不断创造新的票房纪录，年初的《熊出没之雪岭熊风》和《十万个冷笑话》均收获过亿票房，暑期档的《大圣归来》更是超过国外的《超能陆战队》与《哆啦 A 梦》，创造了 9.56 亿元的国产动漫电影票房新纪录，真人与动漫相结合的电影《捉妖记》票房突破 24 亿，成为国产电影的票房冠军。持续的品牌打造、互联网积攒的高人气和高水准的制作品质成为国产动漫迅速发展的关键。

2) 以 IP 引领产业发展成为动漫产业发展的重要趋势。以动漫 IP（知识产权）开发为核心，发挥 IP 的高知名度、广泛影响力和群众基础优势，动漫产业链日益成熟，动漫与文学、游戏、影视、音乐等产业交叉融合，不断在原有内容上创造出更多价值。由中国文化艺术政府奖动漫奖获奖作品漫画《滚蛋吧！肿瘤君》改编的同名电影，获得业界和观众的普遍好评并收获 5.1 亿票房，并将代表中国内地角逐

奥斯卡最佳外语片奖，成为由漫画到电影的成功范例。《燃烧的蔬菜》由网络动漫改编为游戏，并取得良好市场业绩，都体现了这种趋势。

3) 资本对动漫产业更加关注与投入。随着动漫产业发展形势向好，资本市场愈加关注和重视动漫产业。10月，光线传媒宣布在其投资的13家动漫公司基础上组建“彩条屋”动漫集团并将推出22部动画电影。同时，今年以来已有10多家中小动漫企业在“新三板”成功挂牌并实现千万元规模的融资，多家中小动漫企业开始筹备进入“新三板”。

4) “互联网+”为动漫产业发展插上翅膀。互联网与动漫产业发展全方位结合。网络动漫、手机动漫保持高速发展，今年以来中国移动的手机动漫业务继续30%以上的增速，主要动漫网站的热点动漫产品的点击量都在数亿甚至数十亿次。在动漫本体依托互联网快速发展的同时，还产生了动漫+电商等许多新的形态，促进了实体经济发展。如“三只松鼠”电商网站以“三只松鼠”作为核心形象营销休闲食品，上半年销售额已突破12亿元，全年销售额预计突破20亿元，成为国内休闲食品销售第一电商网站。

综上，未来中国的动漫市场仍将保持高速发展的态势，也为参与到动漫产业链各环节上的企业提供了发展的机遇。在动漫行业中拥有独特竞争优势，掌握大量的IP资源的企业，拥有了动漫行业最核心的内容，凭借此开展IP版权运营业务，在未来发展中也将获得较高的毛利率水平。

(2) 市场地位及竞争情况

四月星空现为国内最大的原创漫画网站，拥有4万多部上传的原创漫画作品，网站上目前已经发布并连载了3万多部的原创作品，属于动漫产业链IP端企业的领导者。目前四月星空的业务在向IP变现端延伸，已经开展游戏改编授权、动画片授权、电影改编授权、电影播放授权、衍生品授权等业务，已经与电影发行、电影制作、动画制作、第三方视频网站、手游开发与运营等众多合作伙伴或领先企业保持了紧密的合作关系。

四月星空打造“有妖气”互联网平台运营原创动漫内容，通过多年来的积累已经获得广大动漫爱好者的喜爱和认同，拥有了一定的知

名度和影响力。主要竞争对手包括深圳市腾讯计算机系统有限公司、湖北知音动漫公司、北京幻想纵横网络技术有限公司、武汉漫画盒子科技有限公司等公司，但区别于其他漫画平台的运作模式，四月星空作为 UGC 模式的践行者，拥有大量丰富的 IP 资源，其独特的“UGC 平台+IP 开发+IP 授权”的盈利模式，使其在内容和 IP 版权运营领域拥有其他竞争对手所不具备的先发优势。未来凭借其丰富的原创 IP 资源和成功运营的经验，将在原创动漫商业化变现业务上保持较高的毛利率水平。

(3)产品结构

预测期内，四月星空的主要业务分为平台运营业务和版权运营业务两大板块。对于通过平台上与原创作者共同培育的 IP 资源，四月星空凭借拥有的数据分析能力，挖掘出有市场前景的 IP 资源并通过 IP 开发（制成动画片）扩大其影响力，并通过电影改编权授权、动画/真人电影播放授权、动画/真人电影植入广告、游戏改编权授权、电视剧改编权、动画片播放授权、IP 衍生品授权等多种授权形式增加版权运营业务变现能力，因此授权业务的毛利率水平较高。随着四月星空开发的 IP 逐渐增多，授权业务的比重逐渐增大，四月星空整体的毛利率也将保持在较高的水平。

(4)同行业毛利率情况

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。

从综合毛利率角度，同行业具有四月星空类似版权运营业务和平台运营业务的公司的综合毛利率水平如下：

上市公司名称	2015 年中报毛利率
童石网络（新三板）	64.39%
约克动漫（新三板）	57.34%
长城动漫（A 股）	64.55%
紫荆动漫（新三板）	83.74%
咏声动漫（新三板）	48.01%
东联影视（新三板）	51.81%

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（修订稿）

上市公司名称	2015 年中报毛利率
欢乐动漫（新三板）	72.70%
中文在线（A 股）	52.17%
奥飞动漫（A 股）	52.93%
平均水平	60.85%
四月星空未来预测综合毛利率水平	48.4%-52.2%

从上表可以看出，同行业公司的综合毛利率平均水平为 60.85%，相比而言，四月星空的未来各年度预测的综合毛利率水平范围在 48.4%-52.2%，低于平均水平，预测较为谨慎。

四月星空 2016 年及以后年度毛利率基于 2015 年 1-6 月毛利率水平，结合上述各因素进行测算，既考虑了四月星空自身步入正常经营轨道后的毛利率水平，也考虑了自身产品结构、市场地位及外部行业发展、竞争对手情况及同行业的毛利率水平，未来年度内，综合毛利率水平在 2016 年-2018 年业务拓展期略有上涨，2019 年之后随着商业模式的进一步成熟，行业竞争的加剧，综合毛利率水平开始下降，至 2022 年之后保持在 48.4%的水平。

4. 营业税金及附加的预测

四月星空除哇呀咖啡以外的其他业务均为增值税应税项目，增值税税率为 6%，进项税预计约为销项税的 20%。其他各项税费主要包括城建税、教育费附加、地方教育税附加、文化事业建设费、防洪费。其中，城建税 7%、教育费附加 3%、地方教育税附加 2%。文化事业建设费税率为 3%，计费销售额为平台运营收入及广告收入减除支付给其他广告公司或广告发布者的含税广告发布费后的余额，本次根据历史年度文化事业建设费占平台运营收入及广告收入的平均比例预测未来年度文化事业建设费。另外，版权运营收入所涉及的应交增值税还应缴纳 1%的防洪费。

哇呀咖啡店铺业务为营业税应税项目，营业税税率为 5%。其他各项税费主要包括城建税、教育费附加、地方教育税附加、防洪费。其中，城建税 7%、教育费附加 3%、地方教育税附加 2%，防洪费 1%。

5. 营业费用的预测

本次估值四月星空营业费用主要核算业务费用、市场调研及推广

费用、职工薪酬费用、折旧费。

业务费用：包括交通差旅费、招待费、客户业务费。2015年下半年根据目前的执行情况预测；2016年在2015年的基础上并考虑企业的战略规划进行预测；考虑到未来业务发展速度，四月星空预计2017年-2020年交通差旅费及招待费按照每年10%的速度增长，客户业务费按照每年15%的速度增长；2021年-2024年均按照每年5%的速度增长。

市场调研及推广费用：包括移动营销、品牌营销、商务公关等费用。2015年下半年根据目前的执行情况预测；2016年在2015年的基础上并考虑企业的战略规划进行预测；考虑到未来业务的发展速度，四月星空预计2017年-2020年市场调研及推广费用按照每年5%的速度增长；2021年-2024年均按照每年3%的速度增长。

职工薪酬费用：预测参照主营业务成本中的人员费用及其他人员费用相关预测，计入营业费用的按照相关比例进行分配。

折旧费：预测参照主营业务成本中的折旧费进行预测，计入营业费用的按照相关比例进行分配。

6.管理费用的预测

本次估值管理费用主要核算人员费用、其他人员费用、行政费用及研发费用。

(1)人员费用、其他人员费用

2016年，通过管理费用进行核算工资的人员中，研发人员约为49人，占总人数79人的62%，因此相关人工成本需在人员费用、其他人员费用和研发费用中进行分配。

总体人员费用及其他人员费用的测算参照主营业务成本中的相关测算，计入管理费用的按照相关比例进行分配。

管理费用中的工资、社保及公积金、年终奖金按照30%:70%（由历史经验确定）的比例在此项目及研发费用中进行分配，除工资、社保及公积金、年终奖以外的其他人员费用按照38%:62%（由人数确定）的比例在此项目及研发费用中进行分配。

(2)研发费用

研发费用按照上述进行分配。

(3)行政费用

除折旧费、装修摊销费以外，其他行政费用的预测为：2015年下半年费用根据目前情况以及历史经营情况预测；2016年在2015年的基础上并考虑企业的战略规划及人员规划进行预测；2017年-2020年每年增长率为10%；2021年-2024年每年增长率为5%。

折旧费：预测参照主营业务成本中的折旧费进行预测，计入管理费用的按照相关比例进行分配。

装修摊销费根据以下公式测算：

长期待摊费用=长期待摊费用净值÷剩余受益年限

7.财务费用的预测

由于四月星空的债务成本已在折现率中考虑，因此本次估值不对财务费用进行预测。

8.其他业务收入与成本的预测

四月星空无其他业务，因此，本次估值不对其他业务收入及支出进行预测。

9.营业外收支的预测

本次四月星空的营业外收入主要为税收返还。

根据四月星空与中新天津生态城市管理委员会的合作协议书，对于四月星空在中新天津生态城设立的新公司-天津仙山，自公司注册成立之日起，对天津仙山缴纳的营业税、增值税、企业所得税在生态城留成部分，五年内给予100%财政扶持，其后五年给予75%财政扶持。其中，营业税生态城留成部分为100%，增值税（营改增）生态城留成部分为100%，企业所得税生态城留成部分为40%。

因此，四月星空2014年-2018年返还100%，2019年-2023年返还75%。由于当年应返还税收优惠一般于第二年年中返还于企业，因此，本次估值每年的营业外收入-税收返还为上一年度应返还税收优惠金额。

由于天津仙山主要业务收入为版权运营收入，为增值税（营改增）

应税收入，因此无营业税返还。

本次估值根据 2014 年增值税返还金额占天津仙山收入的百分比预计未来年度的增值税返还金额。

版权运营业务主要包括动画片授权、影视授权、游戏授权以及衍生品授权等，该类业务由四月星空的子公司天津仙山负责运营，平台运营等其他经营业务由四月星空的母公司及其他子公司负责。

在经营预测中，四月星空的主营业务收入为合并口径收入，主营业务收入分业务版块来进行预测。同时，每一版块的业务收入均由每一经营主体独立完成，因此，子公司天津仙山的版权业务收入与四月星空母公司平台业务收入及其他业务收入能够清晰划分。

未来年度的税收返还优惠政策仅天津仙山享有。本次估值中，税收返还和营业外收入仅以天津仙山所运营的版权业务收入为测算基数，结合相关的税收返还优惠政策进行测算，并非以合并口径的主营业务收入作为基数计算。该税收返还金额作为营业外收入体现在合并报表上。

企业所得税的返还在以下部分-所得税的预测中进行说明。

10.所得税的预测

哇呀咖啡所得税率为 25%，由于哇呀咖啡收入及成本的测算较为独立，因此按照 25%的税率单独核算哇呀咖啡所得税。

由于母公司四月星空为高新技术企业，根据《企业所得税法》有关规定，享受减至 15%的税率征收企业所得税税收优惠政策；子公司天津仙山所得税率为 25%，由于其享受中新天津生态城的所得税返还优惠政策，因此根据此优惠政策计算天津仙山的实际所得税率，经计算，2015 年-2018 年实际所得税率为 15%（=25%-25%*40%*100%），2019 年-2023 年实际所得税率为 17.5%（=25%-25%*40%*75%）。母公司四月星空的收入主要为平台运营收入，子公司天津仙山的收入主要为版权运营收入，由于无法将收入对应的成分费用分开，因此根据各自收入占总收入的比例计算一个加权所得税率作为平台业务及版权运营业务的所得税率。

11.动画片投资现金流出与已分摊的动画片制作成本预测

动画片的制作资金一般于投资当年集中支出，但是其成本则随收入的确认结转，由于本次估值采用的方法是企业自由现金流折现法，采用间接求取的方法在净利润的基础上调整得到企业自由现金流，因此需要在净利润的基础上减去当年动画片投资产生的现金流出，加上非付现成本--已分摊的动画片制作成本。

2015 与 2016 年将对已签有制作合同的动画片进行投资制作，其中：2015 年共投资 2301 万元，除去《镇魂街》的 600 万与《开封奇谈》的 225 万元，其余款项已在 2015 年上半年支出，因此 2015 年下半年需投资 825 万元；2016 年需支出 200 万元，为《镇魂街》剩余的 200 万制作费用。2017 年年计划投资 5 部动画片，单部投资 600 万元。2018 年-2024 年每年仍计划投资 5 部动画片，单部投资额每年上涨 5%。已分摊的动画片制作成本即为主营业务成本中的动画制作成本。

12.资本性支出的预测

电脑的资本性支出根据人员数量进行预测。2015 年下半年考虑到天津漫画家村的成立，需要为作者配备电脑，2015 年下半年电脑支出约 33 万元；2016 年考虑到人员增加，电脑支出约为 15 万元；2016 年以后年度人员稳定，考虑电脑的正常更新，预计每年支出 5 万元。

服务器的资本性支出根据业务量进行预测。2015 年下半年根据目前实际情况预计支出 15 万元；2016 年在 2015 年的基础上并考虑企业的战略规划进行预测，预计支出 50 万元；2017 年及 2018 年由于业务扩张，预计每年比上年增加 25 万元；2018 年后资本性支出较为稳定。

其他资产主要为办公设备等固定资产。2016 年考虑企业的战略规划进行预测，预计支出 10 万元；2017 年及 2018 年由于业务扩张，预计每年比上年增加 10 万元；2018 年后资本性支出较为稳定。

IP 版权是四月星空赖以生存的基础，未来年度四月星空计划加大作者稿费支出，以获取更多优质 IP。2015 年下半年预计签约稿费支出约为 250 万元；2016 年-2020 年计划每年较上年增加 100 万的稿费支出；2020 年以后保持稳定。

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（修订稿）

未来年度资本性支出的预测明细表如下：

单位：人民币元

项目	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年
电脑	328,500.00	150,000.00	50,000.00	50,000.00	50,000.00
服务器	150,000.00	500,000.00	750,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
其他资产		100,000.00	200,000.00	300,000.00	300,000.00
签约稿费-	2,500,000.00	6,000,000.00	7,000,000.00	8,000,000.00	9,000,000.00
合计	2,978,500.00	6,750,000.00	8,000,000.00	9,350,000.00	10,350,000.00

单位：人民币元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
电脑	50,000.00	50,000.00	50,000.00	50,000.00	50,000.00
服务器	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
其他资产	300,000.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00
签约稿费-	10,000,000.00	10,000,000.00	10,000,000.00	10,000,000.00	10,000,000.00
合计	11,350,000.00	11,350,000.00	11,350,000.00	11,350,000.00	11,350,000.00

13. 营运资金增加额的预测

(1) 各期营运资金的预测

本次估值按照以下公式测算各期营运资金：

营运资金=存货+应收账款-应付账款

2015年1-6月营运资金根据历史数据测算。未来各期营运资金则根据可比公司存货周转率平均值、应收账款周转率平均值、应付账款周转率平均值以及各期预测营业收入、营业成本来测算。

可比公司周转率数据如下：

项目	周转率三年平均值			平均值
	奥飞动漫	光线传媒	美盛文化	
存货周转率	2.5726	3.2824	3.7786	3.2112
应收账款周转率	6.9099	2.1425	7.4683	5.5069
应付账款周转率	4.9135	5.4668	9.8399	6.7401

(2) 未来各年度营运资金追加额的预测

营运资金追加额=当期所需营运资金-期初营运资金

经过上述预测，四月星空预测期净现金流量表如下表所示：

单位：人民币万元

项目	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年
主营业务收入	3,900.94	11,007.59	15,351.38	19,494.19	21,974.62
主营业务成本	1,920.15	5,264.55	7,502.47	9,429.65	10,905.88
销售税金及附加	28.29	98.37	147.21	224.40	246.18

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（修订稿）

项目	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年
主营业务利润	1,952.50	5,644.67	7,701.70	9,840.14	10,822.56
管理费用	1,020.28	2,643.65	2,702.12	2,896.58	3,151.08
营业费用	720.85	1,540.24	1,634.21	1,729.73	1,837.24
营业利润	211.37	1,460.78	3,365.37	5,213.83	5,834.24
营业外收支净额	-	193.81	273.72	391.14	480.11
利润总额	211.37	1,654.59	3,639.09	5,604.97	6,314.35
所得税	44.04	256.02	550.17	820.50	1,095.09
净利润	167.33	1,398.57	3,088.92	4,784.47	5,219.26
动画片投资现金流出	825.00	200.00	3,000.00	3,150.00	3,307.50
已分摊的动画片制作成本	466.53	902.38	1,195.67	1,848.57	2,490.00
折旧	59.80	74.05	88.65	76.56	93.64
摊销	95.00	217.50	282.45	332.13	422.13
资本性支出	297.85	675.00	800.00	935.00	1,035.00
营运资金追加额	-1,383.51	3,007.39	1,809.46	1,756.48	1,003.83
净现金流量	1,049.33	-1,289.87	-953.76	1,200.26	2,878.70

单位：人民币万元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
主营业务收入	24,190.31	25,399.83	26,669.82	28,003.31	29,403.48
主营业务成本	12,379.96	13,079.89	13,756.49	14,447.94	15,182.78
销售税金及附加	266.76	280.10	294.11	308.81	324.25
主营业务利润	11,543.59	12,039.84	12,619.22	13,246.56	13,896.45
管理费用	3,428.47	3,584.90	3,747.07	3,914.75	4,090.28
营业费用	1,952.04	2,019.79	2,089.05	2,159.58	2,232.65
营业利润	6,163.08	6,435.15	6,783.10	7,172.23	7,573.52
营业外收支净额	410.85	454.08	476.79	500.63	525.66
利润总额	6,573.93	6,889.23	7,259.89	7,672.86	8,099.18
所得税	1,140.29	1,195.02	1,259.24	1,330.73	1,889.30
净利润	5,433.64	5,694.21	6,000.65	6,342.13	6,209.88
动画片投资现金流出	3,472.88	3,646.52	3,828.84	4,020.29	4,221.30
已分摊的动画片制作成本	3,214.50	3,375.23	3,543.99	3,721.19	3,907.24
折旧	110.20	121.60	128.25	128.25	128.25
摊销	522.13	622.13	669.44	701.35	740.93
资本性支出	1,135.00	1,135.00	1,135.00	1,135.00	1,135.00
营运资金追加额	873.63	492.45	525.72	554.82	581.26
净现金流量	3,798.95	4,539.20	4,852.76	5,182.80	5,048.74

(七)折现率的确定

1.无风险收益率的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。根据 WIND 资讯系统所披露的信息，

基准日银行间国债中债到期收益率为 3.5976%，故无风险利率取 3.5976%。

2. 权益系统风险系数的确定

根据四月星空的业务特点，估值人员通过 WIND 资讯系统在全国范围内查询了 7 家可比上市公司 2015 年 6 月 30 日的 β_U 值，取其平均值 0.6398 作为四月星空的 β_U 值，具体数据见下表：

序号	名称	股票代码	β_U	D/E
1	奥飞动漫	002292.SZ	0.5145	0.0605
2	光线传媒	300251.SZ	0.8000	0.0186
3	美盛文化	002699.SZ	0.8510	0.0044
4	华谊兄弟	300027.SZ	0.5374	0.0403
5	华策影视	300133.SZ	0.6314	0.0286
6	电广传媒	000917.SZ	0.6148	0.0246
7	互动娱乐	300043.SZ	0.5294	0.0111
平均值			0.6398	0.0269

据上表所示，本次被估值单位 D/E 的取值按照行业平均水平预测，D/E 取值为 0.0269。

由于被估值单位及其控股子公司所得税率有所不同，因此未来年度所得税率按照合并利润表下实际所得税费用占利润总额的比例确定。

将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出被估值单位的权益系统风险系数。计算公式如下：

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

计算结果如下表：

项目	2015 年 7-12 月	2016-2018 年	2019-2023 年	2024 年
β_U	0.6398	0.6398	0.6398	0.6398
T	21%	15%	17%	23%
D/E	0.0269	0.0269	0.0269	0.0269
β_L	0.6534	0.6543-0.6545	0.6540	0.6530

3. 市场风险溢价的确定

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

其中，成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2014 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：市场风险溢价=6.25%+0.90%=7.15%

4.企业特定风险调整系数的确定

综合考虑四月星空经营状况、未来业务计划滞后的风险等，确定该公司企业特定风险调整系数为 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，计算得出四月星空的权益资本成本。计算公式如下：

$$K_e = R_f + RPM \times \beta_1 + R_c$$

计算结果如下表所示：

项目	2015年7-12月	2016-2018年	2019-2023年	2024年
R _f	3.5976%	3.5976%	3.5976%	3.5976%
β ₁	0.6534	0.6543-0.6545	0.6540	0.6530
RPM	7.15%	7.15%	7.15%	7.15%
R _c	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
K _e	12.27%	12.28%	12.27%	12.27%

(2)计算加权平均资本成本

中国人民银行 2015 年 6 月 28 日发布的 5 年以上人民币贷款基准利率为 5.4%，将此作为付息债务成本。

根据以下计算公式及企业资本结构(D/E)计算得出被估值单位的预测期的加权平均资本成本。

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E}$$

计算结果如下表：

项目	2015年7-12月	2016-2018年	2019-2023年	2024年
K _e	12.27%	12.28%	12.27%	12.27%
D/E	0.0269	0.0269	0.0269	0.0269
K _d	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%
WACC	12.06%	12.08%	12.07%	12.06%

6.预测期后折现率的确定

按预测期后进入稳定期考虑，折现率保持 2024 年水平不变。

(八)永续期第一年未考虑增长率的自由现金流量确定

永续年度资本性支出主要是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并考虑各类资产经济年限到期后的更新支出，经测算，永续年度资本性支出为 1,135.00 万元。

结合目前企业资产的折旧并考虑各类资产经济年限到期后的更新折旧，经测算，永续年度折旧为 128.25 万元。同样，永续年度摊销为 740.00 万元。

永续期，企业动画片及游戏每年授权产生的现金流出能够与每年分摊的动画片及游戏制作成本持平。

则永续期第一年未考虑增长率时的自由现金流量 R_{n+1} 为 5,226.29 万元。

(九)经营性资产价值的确定

第一步，预测期内各年净现金流按年中均匀流入流出考虑，将各年的净现金流量按加权平均资本成本折到 2015 年 6 月 30 日现值，加总后得出企业预测期的经营性资产价值。计算结果详见下表：

单位：万元

项目	2015 年 1-6 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
净现金流量	1,049.33	-1,289.87	-953.76	1,200.26	2,878.70
折现率	12.06%	12.08%	12.08%	12.08%	12.07%
折现期	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00
折现系数	0.9719	0.8922	0.7961	0.7103	0.6339
各年折现值	1,019.88	-1,150.85	-759.25	852.49	1,824.90

单位：万元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
净现金流量	3,798.95	4,539.20	4,852.76	5,182.80	5,048.74
折现率	12.07%	12.07%	12.07%	12.07%	12.06%
折现期	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00
折现系数	0.5657	0.5047	0.4504	0.4019	0.3589
各年折现值	2,148.90	2,291.09	2,185.56	2,082.81	1,811.87

经计算，预测期企业经营性资产价值=12,307.42（万元）

第二步，将永续期的企业净现金流量考虑永续增长率折为现值。永续增长率 g 的确定依据如下：

在我国国家统计局发布的《2014 年世界经济形势回顾与 2015 年展望》中提到，按汇率法 GDP 加权汇总，联合国 2014 年 12 月份预测，2014 年世界经济将增长 2.6%，世界银行 2015 年 1 月份预测，2014 年

世界经济将增长 2.6%，共识公司 2014 年 12 月份预测，2014 年世界经济将增长 2.6%；同时，发达国家 2015 年 GDP 增速预期由 2.4% 下调至 2.2%，将发展中国家 2015 年 GDP 增速预期由 5.4% 下调至 4.8%。随着中国经济的发展，中国 GDP 增长率也将放缓，逐步缩小与发达国家的差距，近年来我国 GDP 增长率如下图所示：



中国 × 美国 × 世界 ×

GDP 年增长率 ×

开始对比 清空条件

	1960-1974		1975-1984		1985-1994		1995-2004		2005-2014	
国家	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
世界	3.46	4	3.94	1.33	-2.25	4.34	2.73	2.2	2.17	2.47
中国	11.3	12.7	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3	7.8	7.67	7.35
美国	3.08	2.66	1.91	-0.36	-3.53	3.02	1.7	2.21	1.88	2.39

而从我国经济发展速度的历史数据可见，这两者之间存在的较强的相关性。因此，可以预见未来随着我国经济增长速度的放缓，经济发展速度也会相应下降，并达到一个合适的水平。结合中国的实际情况以及企业的历史经营情况、对未来的发展计划，本次估值计算永续期的现金流增长率取 3.0%。

如上分析，永续期第一年未考虑增长率的净现金流量为 5,226.29 万元，折现计算如下：

$$\begin{aligned} \text{现值} &= 5,226.29 \times (1+3\%) / (12.06\%-3\%) / (1+12.06\%)^9 \\ &= 21,322.93 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{则企业经营性资产价值} &= 12,307.42 + 21,322.93 \\ &= 33,630.35 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

(十)其他资产和负债的估值

1.长期股权投资及可供出售金融资产价值的估值

估值基准日，四月星空共持有 2 家长期股权投资单位及 2 家可供出售金融资产单位，包括上海逸态品牌管理有限公司、苏州六月品牌管理有限公司、济南亿福莱网络科技有限公司及苏州市舞之数码动画制作有限公司。各单位投资情况如下表：

单位：元

被投资单位名称	核算科目	投资比例	投资成本	账面价值
济南亿福莱网络科技有限公司	可供出售金融资产	10%	2,500,000.00	2,500,000.00
苏州市舞之数码动画制作有限公司	可供出售金融资产	2%	2,000,000.00	2,000,000.00
上海逸态品牌管理有限公司	长期股权投资	20%	1,800,000.00	1,701,257.70
苏州六月品牌管理有限公司公司	长期股权投资	20%	6,000.00	5,919.59
合计			6,306,000.00	6,207,177.29

(1)各单位投资情况简介

A.济南亿福莱网络科技有限公司

济南亿福莱网络科技有限公司现持有济南市工商行政管理局历城区分局于 2014 年 10 月 16 日核发的《营业执照》，登记的名称为济南亿福莱网络科技有限公司；注册号 370112200062563；住所为济南市历城区花园路 101 号海蔚广场 1 号楼 4-1701 室；法定代表人徐洋；注册资 125 万元人民币；公司类型为有限责任公司(自然人投资或控股)；经营范围：计算机网络技术开发；计算机网站建设（不含互联网信息服务）；计算机平面设计；经济贸易咨询；企业管理咨询；礼仪庆典服务；企业营销策划；文化艺术交流活动的组织与策划（不含演出及中介）；国内广告业务；会议及展览服务；体育用品，日用品，玩具，工艺品，电子产品，家居用纺织品，五金交电，普通机械设备，非专控通讯设备的批发、零售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。成立日期：2011 年 04 月 06 日；营业期限为长期。

2014 年 9 月 22 日，四月星空与创新方舟、徐洋、张新华、马强、亿福莱共同签署《投资合同》，约定四月星空以 250 万元认缴亿福莱新增注册资本 12.5 万元，创新方舟以 12.5 万元认缴亿福莱新增注册资本 12.5 万元。

B.苏州市舞之数码动画制作有限公司

苏州舞之现持有江苏省苏州工业园区工商行政管理局于 2015 年 01 月 08 日核发的《营业执照》，登记的名称为苏州市舞之数码动画制作有限公司；注册号 320594000121472；住所为苏州工业园区金鸡湖大道 1355 号国际科技园 A302 单元；法定代表人殷玉麒；注册资本 322.2347 万元人民币；公司类型为有限责任公司；经营范围：动画制作、销售；动漫软件开发、销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。成立日期：2008 年 07 月 22 日；营业日期：自 2008 年 07 月 22 日至 2018 年 07 月 15 日。

2014 年 12 月 23 日，四月星空与郑利嘉、殷玉麒、苏州六九投资咨询有限公司、熊芳、张胜睿签署《投资合同》，约定苏州舞之注册资本由 3,157,900 元增加至 3,222,347 元，新增注册资本 64,447 元由四月星空以 2,000,000 万元认购。

C.上海逸态品牌管理有限公司

上海逸态现持有上海市奉贤区市场监管局于 2014 年 9 月 18 日核发的《营业执照》，登记的名称为上海逸态品牌管理有限公司；注册号 310116003166236；住所为上海市奉贤区金齐路 868 号 2711 室；法定代表人张莹；注册资本 12.5 万人民币；公司类型为有限责任公司(自然人投资或控股)；经营范围：品牌管理，品牌管理咨询、文化艺术交流策划咨询、建筑设计咨询（除经纪），电子商务（不得从事增值电信、金融业务），品牌策划，企业营销策划，企业形象策划，设计制作各类广告，利用自有媒体发布广告，建筑设计，室内装饰设计，景观设计，建筑规划设计，针纺织品，服装服饰及辅料，鞋帽，皮革制品，箱包，化妆品，日用百货，纸制品，办公文化用品，体育用品，乐器，玩具，游艺器材及娱乐用品，展览展示器材，食用农产品（不含生猪产品）销售。【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】。成立日期：2014 年 9 月 18 日；营业日期：自 2014 年 9 月 18 日至 2024 年 9 月 17 日。

2014 年 9 月 25 日，四月星空与张莹、上海逸态共同签署《投资合同》，约定四月星空以现金 180 万元认缴上海逸态新增注册资本 2.5

万元。

D.苏州六月品牌管理有限公司公司

苏州六月现持有苏州市吴中工商行政管理局于 2014 年 12 月 02 日核发的《营业执照》，登记的名称为苏州六月品牌管理有限公司；注册号 320506000450088；住所为苏州市吴中区宝带东路 345 号 2 幢 10 层；法定代表人殷玉麒；注册资本 3 万元；公司类型为有限责任公司；经营范围：品牌策划、企业形象策划、影视项目活动策划、商务信息咨询；动漫设计、制作；动漫技术开发、技术转让、技术咨询服务；玩具、工艺品、服装销售；动漫制作培训（不含国家统一认可的职业资格证书类培训）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。成立日期：2014 年 12 月 02 日；营业期限为长期。

2014 年 12 月，四月星空与苏州舞之签署《苏州六月品牌有限公司合资协议》，约定双方共同出资设立苏州六月，苏州舞之以现金出资 3 万元，占注册资本的 80%，四月星空以现金出资 0.6 万元，占注册资本的 20%。

(2)估值方法

由于四月星空对以上四个投资单位均为参投，对于非控股公司，以估值基准日报表净资产（未经审计）乘以持股比例确定估值。

(3)估值结果

经测算，本次长期股权投资及可供出售金融资产估值结果如下：

单位：元

被投资单位名称	核算科目	投资比例 (%)	基准日账面净资产	估值价值
济南亿福莱网络科技有限公司	可供出售金融资产	10%	377,605.92	37,760.59
苏州市舞之数码动画制作有限公司	可供出售金融资产	2%	8,445,343.98	168,906.88
上海逸态品牌管理有限公司	长期股权投资	20%	1,306,288.48	261,257.70
苏州六月品牌管理有限公司公司	长期股权投资	20%	29,032.94	5,806.59
合计				473,731.76

2.非经营性资产和负债的估值

非经营性资产及负债是指与企业经营收益无直接关系的资产及负债，本次非经营性资产为估值基准日四月星空及其子公司其他应收款中的各类押金及其他流动资产，共计 10,370,126.75 元；非经营性负债为估值基准日上海哇呀应付账款中的代收分成以及其他应付款

中的前期注册费，共计 1,885.88 元。因此，估值基准日非经营性资产及负债净值为 10,368,240.87 元。

3. 溢余资产的估值

溢余资产是指估值基准日超过企业生产经营所需超额现金，为基准日货币资金与日常经营所必需的现金持有量之间的差额，现金持有量考虑各种付现因素后，本次四月星空溢余资产为货币资金，共计 13,682,309.47 元。

(十一) 估值结果

1. 企业整体价值的计算

企业整体价值=经营性资产价值+长期股权投资及可供出售金融资产价值+溢余资产价值+非经营性资产负债价值

$$= 33,630.35 + 47.37 + 1,368.23 + 1,036.82$$
$$= 36,082.78 \text{ (万元)}$$

2. 付息债务价值的确定

估值基准日付息债务为 171.84 万元。

3. 股东全部权益投资价值的计算

根据以上估值工作，北京四月星空的股东全部权益价值为：

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

$$= 36,082.78 - 171.84$$
$$= 35,910.95 \text{ (万元)}$$

十一、双方整合后为上市公司带来的价值增量 E2 估值技术说明

(一) 收益法具体方法和模型的选择

本次估值采用收益法中的增量现金流折现模型对双方整合后为上市公司带来的价值增量 E2 进行估值。

双方整合后为上市公司带来的价值增量 E2=增量现金流量折现值
增量现金流量折现值=明确的预测期期间的增量现金流量现值+明确的预测期之后的增量现金流量现值

计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_n \times (1+g)}{(r-g) \times (1+r)^n}$$

其中：P：估值基准日的双方整合后为上市公司带来的价值增量；

F_i ：估值基准日后第*i*年预期的增量现金流量；

F_n ：永续期第一年未考虑增长率的增量现金流量；

r ：折现率(此处为加权平均资本成本,WACC)；

n ：预测期；

i ：预测期第*i*年；

g ：永续期增长率。

(二)收益预测的假设条件

- 1.假设估值基准日后奥飞动漫与四月星空持续经营；
- 2.假设奥飞动漫与四月星空合作项目的经营规划是奥飞影业及四月星空现有体量之外的增量规划，与双方本体发展无关；
- 3.假设奥飞动漫与四月星空在生产经营、人员管理、业务渠道等方面能够按照预期顺利整合；
- 4.假设整合成功后奥飞动漫对四月星空的运营规划能够如期实施；
- 5.假设奥飞动漫与四月星空合作项目的税收政策不受各自业务的税收政策影响，执行国家统一的税收政策；
- 6.假设估值基准日后增量现金流入为平均流入，增量现金流出为平均流出；
- 7.假设估值涉及的收入、成本、费用、现金流入、现金流出等数据均已扣除增值税。
- 8.假设估值基准日后双方涉及业务所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化；
- 9.假设估值基准日后国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；
- 10.假设估值基准日后无不可抗力对奥飞动漫与四月星空的合作项目造成的重大不利影响。

(三)整合成功后奥飞动漫对四月星空合作项目的运营规划

- 1.奥飞动漫盈利模式

奥飞动漫经过 20 多年发展，从授权到原创，从简单制造到围绕 IP 进行全产业链开发，已积累并打造众多知名 IP，形成以 IP 为核心，集动画片、电影、媒体、游戏、视频平台及社区、玩具、衍生品、教育、主题乐园等为一体的泛娱乐生态系统。

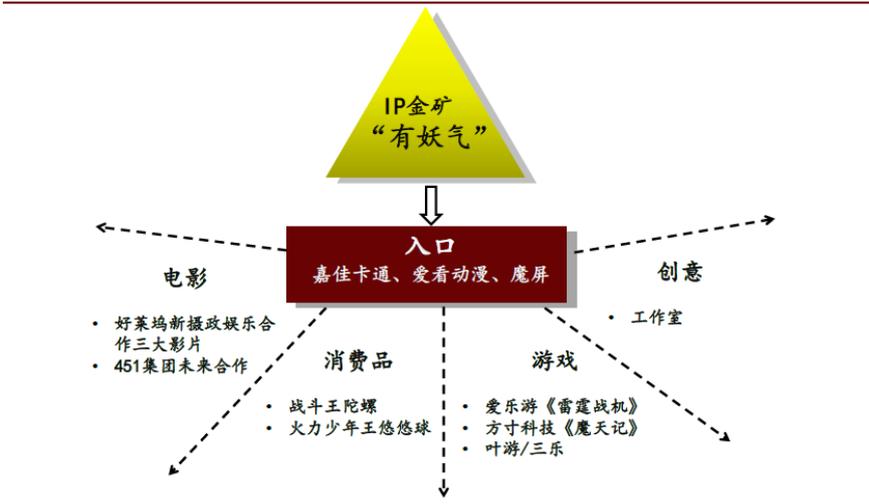
奥飞动漫在动画片、玩具、游戏等细分领域拥有成熟的运营团队，可基于 IP 在不同细分市场进行多次开发利用，实现 IP 价值最大化。奥飞动漫基于“喜羊羊”、“巴拉啦小魔仙”、“铠甲勇士”等明星动漫 IP，通过影视（动画、电影）扩大 IP 知名度和影响力，通过相关线下衍生品（玩具、婴童服饰等）、线上互动娱乐产品（游戏等）、及大电影，通过线上线下销售、流水变现、授权等方式实现 IP 变现。

奥飞动漫拥有领先的动漫 IP 资源优势，旗下动漫 IP 在数量、知名度等方面位居国内前列，近年来在精心培育自有动漫 IP 的同时，不断通过外延吸收知名动漫 IP 提升公司品牌实力，未来还将继续打造精品 IP 矩阵，打造全年龄段、国际化的 IP 内容。公司过去主要集中在 K12（儿童及少年用户）阶段发展 IP，除“铠甲勇士”、“火力少年王”、“凯能机战”、“战斗王”等针对男孩的动漫 IP 外，还开发了“巴拉啦小魔仙”、“蛋糕甜心”等针对女孩的动漫 IP。近年来奥飞动漫开始进军全年龄段动漫 IP，获得“喜羊羊”、“贝肯熊”、“太极鼠”等 IP，未来还将继续全力布局 K12 以上全年龄段 IP 内容。

奥飞动漫具有动漫全产业链的平台优势及盈利能力，通过原创+并购 IP，再进行全产业链开发，通过相关衍生品、游戏、影视、品牌授权等业务板块实现变现。“巴拉啦小魔仙”和“喜羊羊与灰太狼”是奥飞动漫代表性 IP，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。

2.奥飞动漫对四月星空 IP 的利用规划

图表 5: 奥飞动漫围绕 IP 的泛娱乐化布局



四月星空是国内最大的原创动漫平台，拥有国内最大的原创漫画库。收购四月星空对奥飞动漫的作用主要有以下几点：

(1) IP 资源类型互补，拓展全年龄段受众

经过多年发展，奥飞动漫已经构建了以《喜羊羊与灰太狼》、《贝肯熊》、《巴拉啦小魔仙》等六大核心 IP 的精品 IP 矩阵，在 K12 以下 IP 资源库拥有完整的布局，涵盖家庭、魔幻、科幻、英雄四大系列。被估值单位则成功培育了面向 K12 以上人群的《十万个冷笑话》、《端脑》、《雏蜂》、《镇魂街》等国内极具人气的原创 IP，涵盖科幻、玄幻、推理、武侠、生活、搞笑、爱情等多个系列，拥有大量的原创作者和连载漫画作品。

收购四月星空拓展了奥飞动漫受众的年龄段，由低龄向全年龄段拓展，为奥飞动漫打开新的市场。

(2) 内容金矿潜力无限，补充 ACG 产业链核心环节 Comic

四月星空有着极其丰富的 IP 资源，其作为国内最大的网络动漫连载平台，可以持续产出优质 IP。目前，“有妖气”平台点击量超过 10 亿次的超级 IP 有 5 部（均为签约作品），点击量超过 5 亿次的优秀 IP 有十部以上，点击量超过 1 亿次的潜力作品有数十部，旗下《黑瞳》、《端脑》、《镇魂街》、《雏蜂》等超级 IP 仍有非常大的价值挖掘潜力。收购了四月星空就相当于获得了一个能够不断成长的 IP 资源库。

而且，目前奥飞动漫的 IP 开发模式为 PGC（ Professional-generated content ），即专业生产内容，在动漫行业的应用主要为工作室研发和同类型作品批量生产；四月星空的 IP 开发模式为 UGC[UGC: User-generated content]，即用户生产内容，UGC 的主要优势在于作品开发的渠道面相比 PGC 更为宽阔，UGC 开发模式下的作品源自大众用户，其内容更贴近社会文化和年青潮流，使开发商更容易把握当下年青人群的身心诉求及其引领的潮流动向。结合 PGC 与 UGC 等多种 IP 内容开发模式，奥飞动漫将会为作品开发提供更广阔的空间，获取源源不断的精品 IP。

奥飞动漫目前已收购原创动力、爱乐游、方寸科技、嘉佳卡通等 IP 开发、游戏、渠道企业，皆为细分领域内的优质团队，与奥飞动漫形成良好的协同效应。同时，奥飞动漫还成立奥飞影业，与好莱坞合作，意图一方面获得包括好莱坞大片的收益分享、发行权和相关商品化权益；一方面也借鉴好莱坞的先进理念和运营模式，更好地提升自身 IP 影响力。奥飞动漫已经形成从 IP 生产、内容播映、IP 衍生、玩具制造的全产业链布局。

3.奥飞动漫与四月星空业务合作的方式

(1)电影、电视剧和网络剧运作方面

四月星空将成立专门的部门，负责梳理适合拍摄电影、电视剧和网络剧项目的 IP，与奥飞动漫互动娱乐事业群旗下的奥飞影业和奥飞剧业(原文学业务部)紧密合作，共同进行以四月星空 IP 为基础的影视剧项目运作。

(2)游戏开发和运营方面

四月星空的版权运营部门也会积极与奥飞动漫互动娱乐事业群旗下的游戏公司紧密合作，由奥飞游戏公司基于四月星空优质 IP 开发并发行游戏。

4.奥飞动漫与四月星空合作的业务板块经营规划

以下经营规划为奥飞影业及四月星空现有体量之外的增量规划。

(1)电影业务:

➤ 目标

■ 基于四月星空优质 IP 开发和运作电影项目

■ 根据市场需求予以引导，以产生适合电影市场的内容/IP

■ 力争做到四月星空+奥飞影业= 漫威+迪士尼

➤ 运作及盈利模式

■ 四月星空影业团队负责对其 IP 内容进行梳理，列出所有适合改编为电影的作品

■ 奥飞影业负责项目运营，包含引进其它投资者、制作、宣传、发行及其他商务运作

■ 项目自有投资 30%，片方分成通常占票房 35%左右

➤ 未来规划

2016 年开始启动，预计上映情况如下：

■ 2017 上映 3 部

■ 2018 上映 3 部

■ 2019 上映 4 部

■ 2020 上映 5 部

奥飞影业围绕四月星空 IP 打造的电影将主要集中在三大类：(1) 科幻、英雄 (2) 推理、(3) 玄幻。根据影业负责人及业务团队的经验，第一类影片的毛利率为三大类中相对偏低的，预计 10%左右，续集则略高；第二类毛利率预计 20%左右；第三类毛利率预计 30%左右。

(2)电视剧、网络剧业务：

➤ 目标

■ 创造中国最具口碑的漫画改编影视剧品牌

■ 以有妖气原创漫画平台作为影视开发的出口，建设 IP 多元化发展

■ 面向 Internet 多屏渠道，提供顶级网络影视内容

■ 面向传统电视台，提供新型周播影视内容

➤ 运作及盈利模式

■ 围绕四月星空 IP 及作品进行电视剧和网络剧的制作、发行及商业运作，包括影游联动的分成，商业合作，广告互动、电商互动等

■ 项目吸收外部投资 30%，项目整体毛利率一般为 20%左右

➤ 未来规划

2016 年

■ 至少两部网络剧和一部电视剧制作发行；网络剧总投资额介于 1500-2000 万元之间，预计项目整体毛利率 20%左右。大剧（电视剧）总投资额介于 1-1.2 亿元之间，预计项目整体毛利率 40%左右。

■ IP 前期预热及炒作团队建立

■ 前期项目堆积，资源储备，挑选四月星空优质内容作前期策划及剧本，合计储备内容超过 10 个

2017-2018 年

■ 每年 1 部大剧（即电视剧）、3 部网络剧制作发行及全方位运营。网络剧成本介于 1500-2300 万元之间，预计项目整体毛利率 20%左右，大剧（电视剧）成本介于 1-1.2 亿元之间，预计项目整体毛利率 40%左右

■ 打造精品网络剧内容池

■ 打造影游互动成熟体系

2019 年-2020 年

■ 2 部大剧，4 部网络剧制作发行。网络剧成本介于 1500-2300 万元之间。利润稳定在 20%左右。大剧（电视剧）成本介于 1-1.2 亿元之间，预计项目整体毛利率 40%左右

■ 建立经纪团队辅佐精品网络剧衍生发展

■ IP 剧衍生产业及异业合作内容的成熟开展

(3)游戏业务:

➤ 目标

四月星空平台为国内最大的原创漫画平台，有大量的签约和授权作品，是十分宝贵的 IP 资源库。双方将对适合做游戏的 IP 进行投资和开发、发行运作。

➤ 运作及盈利模式

■ 四月星空团队将对其 IP 内容进行梳理，列出适合游戏开发的 IP

■ 奥飞动漫旗下游戏公司选择有价值的游戏 IP 进行开发和运营

➤ 未来规划

- 2016 开发并发行 2 个游戏，投资额介于 300-500 万元之间
- 2017 开发并发行 3 个游戏，投资额介于 300-500 万元之间
- 2018 开发并发行 4 个游戏，投资额介于 450-500 万元之间
- 2019 开发并发行 5 个游戏，投资额介于 400-500 万元之间
- 2020 开发并发行 5 个游戏，投资额介于 400-500 万元之间

游戏投入后，预计次年上线，通常上线后三年收入占生命周期总收入的 60%、30%和 10%。预计三年总收入约为直接投入的 5 倍左右。考虑到并非所有游戏制作出来后都可以上线并给公司带来收入，谨慎起见，在预计收入的基础上乘以 50%。

(四)收益期和预测期的确定

收益期取决于现金流量的持续年数。

奥飞动漫经过 20 多年发展，在动画片、玩具、游戏等细分领域拥有成熟的运营团队，具有着通过原创+并购 IP，再进行全产业链开发，通过相关衍生品、游戏、影视、品牌授权等业务板块实现变现的能力，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。根据奥飞动漫的实际状况及企业经营规模和未来经营计划，预计奥飞动漫整合四月星空后，在未来几年双方合作的项目业绩会稳定增长。

四月星空是国内最大的原创漫画网站、国内最大的漫画库、国内最大的正版漫画平台。2014 年网站平台的日 UV 是 45.77 万，2015 年的日 UV 平均值在 48.09 万/日，网站的日 UV 保持年度 5.07%的增长。移动端研发于 2014 年 10 月份进入筹备期，研发较晚，但其日 UV 上 2014 年达到 16.78 万，而 2015 年 1 到 8 月份的日活跃用户的平均值是 29.34 万，平均率 2015 年的日活平均值较 2014 年的日活平均值增长 74.85%的增长，使得网站的精品漫画作品得到了快速培育。2015 年元旦强档推出《十万个冷笑话》动画电影业务，票房突破国产动漫电影的天花板，创 12000 万总票房。以上均为奥飞动漫投资四月星空后，双方合作的项目的未来稳定经营打下了扎实的基础。

奥飞动漫投资四月星空后，双方在发展战略、IP 资源、IP 开发、

目标市场、产业运营等方面能够实现优势互补，为上市公司带来增量价值，全面完善和提升奥飞动漫的综合竞争力和市场领先地位。因此双方合作的业务在可预见的时间范围内不会消失，无特殊原因，双方合作不会终止。因此，本次估值采用持续经营假设，将收益期确定为无限期。

明确的预测期是指从估值基准日至合作项目达到相对稳定经营状况的时间。

对于明确预测期，基于对两家公司的经营业务特点及公司未来发展潜力、投资前景的判断，以及两家公司未来经营的持续性和稳定性，预计双方合作的增量业务于 2020 年基本达到稳定经营状态，但是由于部分业务收入需要滞后 2 年才能全部收回，即 2020 年合作经营的项目收入至 2022 年回收完毕，故明确的预测期截止到 2022 年底。收益期按永续确定，预测期以后年度的收益状况保持在 2022 年水平基础上，按照 3% 永续增长。

(五) 预测期的收益预测

1. 双方整合成功后的增量业务收入预测

(1) 电影增量收入预测

并购后双方将对四月星空遴选出的 IP 进行项目运营，预计 2016 年开始进行充分筹备，包括 IP 的数轮筛选和论证、引进其它投资者、制作、宣传等，2017 年正式进行投资、发行及其他商务运作。

奥飞动漫并购四月星空后，双方合作的电影增量收入预测如下：

电影增量收入预测表

单位：万元

上映年份	电影名称	自身投资额（30%）	预计总票房	票房分成	其他收入	预计取得收入	年度预计收入
2017 年	《端脑 1》	4,500	42,000	4,410	662	5,072	13,886
2017 年	《镇魂街 1》	4,500	42,000	4,410	662	5,072	
2017 年	其它有妖气电影 1	3,000	31,000	3,255	488	3,743	
2018 年	其它有妖气电影 2	5,400	50,000	5,250	788	6,038	15,154
2018 年	其它有妖气电影 3	3,600	42,500	4,463	669	5,132	
2018 年	其它有妖气电影 4	3,600	33,000	3,465	520	3,985	
2019 年	《端脑 2》	4,320	40,000	4,200	630	4,830	26,565
2019 年	《镇魂街 2》	5,184	48,000	5,040	756	5,796	

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（修订稿）

上映年份	电影名称	自身投资额（30%）	预计总票房	票房分成	其他收入	预计取得收入	年度预计收入
2019年	《雏蜂》	9,000	82,000	8,610	1,292	9,902	
2019年	其它有妖气电影 5	5,400	50,000	5,250	788	6,038	
2020年	其它有妖气电影 6	3,000	31,000	3,255	488	3,743	46,368
2020年	其它有妖气电影 7	4,500	41,000	4,305	646	4,951	
2020年	其它有妖气电影 8	6,000	55,000	5,775	866	6,641	
2020年	其它有妖气电影 9	9,000	82,000	8,610	1,292	9,902	
2020年	其它有妖气电影 10	15,000	175,000	18,375	2,756	21,131	
2021年	其它有妖气电影 11	3,000	31,000	3,255	488	3,743	
2021年	其它有妖气电影 12	4,500	41,000	4,305	646	4,951	46,368
2021年	其它有妖气电影 13	6,000	55,000	5,775	866	6,641	
2021年	其它有妖气电影 14	9,000	82,000	8,610	1,292	9,902	
2021年	其它有妖气电影 15	15,000	175,000	18,375	2,756	21,131	
2022年	其它有妖气电影 16	3,000	31,000	3,255	488	3,743	46,368
2022年	其它有妖气电影 17	4,500	41,000	4,305	646	4,951	
2022年	其它有妖气电影 18	6,000	55,000	5,775	866	6,641	
2022年	其它有妖气电影 19	9,000	82,000	8,610	1,292	9,902	
2022年	其它有妖气电影 20	15,000	175,000	18,375	2,756	21,131	

(2) 电视剧增量收入预测

奥飞动漫并购四月星空后，将对四月星空遴选出的 IP 进行电视剧开发。预测期内，双方计划每年播出 1-2 部电视剧。具体播出计划如下：

电视剧发行及播出计划表

单位：万元

发行及播出年份	电视剧名称	自身投资（70%）	预计取得收入	年度预计收入
2016年	虎 X 鹤	7,000	9,800	4,900
2017年	妖闻录	8,400	11,760	8,820
2018年	以彼之名	8,400	11,760	11,368
2019年	有妖气 IP1	7,000	9,800	15,680
2019年	有妖气 IP2	7,000	9,800	
2020年	有妖气 IP3	8,400	11,760	19,992
2020年	有妖气 IP4	8,400	11,760	
2021年	有妖气 IP5	8,400	11,760	22,736
2021年	有妖气 IP6	8,400	11,760	
2022年	有妖气 IP7	8,400	11,760	23,520
2022年	有妖气 IP8	8,400	11,760	

电视剧收入包括电视剧版权销售及商业运作收入（如植入广告

等）。

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。根据未来的项目投资布局，项目自身投资 70%，吸收外部投资 30%；根据 wind 行业数据和同行业公司经营情况分析，电视剧项目整体毛利率一般为 40%以上，该项目未来年度的毛利率按照 40%约定。预计 2016 年制作，当年进行首轮播出（实现总收入 50%）、次年进行第二轮和第三轮播出，分别实现总收入的 30% 和 20%。由于商业运作收入在电视剧收入中占比不大，而且不确定性较大，因此，本次在电视剧收入中仅预测电视剧版权销售收入。

奥飞动漫并购四月星空后，根据电视剧的运营收入与分成方式，以及电视剧的发行与播出计划，预计 2016 年-2022 年双方合作的电视剧增量收入预测如下：

电视剧发行及播出预测收入表

单位：万元

发行及播出年份	电视剧名称	收入						
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
2016 年	虎 X 鹤	4,900	2,940	1,960				
2017 年	妖闻录		5,880	3,528	2,352			
2018 年	以彼之名			5,880	3,528	2,352		
2019 年	有妖气 IP1				4,900	2,940	1,960	
2019 年	有妖气 IP2				4,900	2,940	1,960	
2020 年	有妖气 IP3					5,880	3,528	2,352
2020 年	有妖气 IP4					5,880	3,528	2,352
2021 年	有妖气 IP5						5,880	3,528
2021 年	有妖气 IP6						5,880	3,528
2022 年	有妖气 IP7							5,880
2022 年	有妖气 IP8							5,880
合计		4,900	8,820	11,368	15,680	19,992	22,736	23,520

(3)网络剧增量收入预测

奥飞动漫并购四月星空后，将对四月星空遴选出的 IP 进行网络剧开发。预测期内，双方计划每年播出 2-4 部网络剧。具体播出计划如下：

网络剧发行及播出计划表

单位：万元

发行及播出年份	网络剧名称	自身投资额（70%）	预计取得收入	年度预计收入
2016年	开封奇谈	1,050	1,260	2,940
2016年	幻想女仆	1,400	1,680	
2017年	记忆分裂	1,050	1,260	4,620
2017年	以彼之名	1,400	1,680	
2017年	超能领域	1,400	1,680	
2018年	暴走武林学园	1,400	1,680	5,376
2018年	无视者	1,540	1,848	
2018年	雏蜂	1,540	1,848	
2019年	桃花缘	1,400	1,680	6,468
2019年	球娘	1,540	1,848	
2019年	有妖气 IP1	1,050	1,260	
2019年	有妖气 IP2	1,400	1,680	
2020年	有妖气 IP3	1,400	1,680	7,224
2020年	有妖气 IP4	1,540	1,848	
2020年	有妖气 IP5	1,540	1,848	
2020年	有妖气 IP6	1,540	1,848	
2021年	有妖气 IP7	1,400	1,680	7,224
2021年	有妖气 IP8	1,540	1,848	
2021年	有妖气 IP9	1,540	1,848	
2021年	有妖气 IP10	1,540	1,848	
2022年	有妖气 IP11	1,400	1,680	7,224
2022年	有妖气 IP12	1,540	1,848	
2022年	有妖气 IP13	1,540	1,848	
2022年	有妖气 IP14	1,540	1,848	

网络剧收入包括版权销售收入及商业运作收入（如影游联动的分成，商业合作，广告互动、电商互动等）。

奥飞动漫并购四月星空后，将面向 Internet 多屏渠道，提供顶级网络影视内容。根据未来的项目投资布局，项目自身投资 70%，吸收外部投资 30%。

由于商业运作收入在网络剧收入中占比不大，而且不确定也较大，因此，在网络剧收入中仅预测版权销售收入。

网络剧主要以互联网和移动互联网为媒介。较电视剧而言，其具有播放准入门槛低，对节目的内容和时间选择性均较强，且观看可操

作等特点。但一般情况下，网络剧的盈利能力与电视剧差异不大。根据双方合作的经营计划，网络剧业务的占比不大，而且不确定性较大，谨慎起见，不考虑网络剧的商业运作的收入，而仅预测版权销售收入。该业务的项目整体毛利率按照 20% 测算，预计 2016 年开始投资、发行并播出。奥飞动漫并购四月星空后，根据网络剧的运营收入与分成方式，以及网络剧的发行与播出计划，预计 2016 年-2022 年双方合作的网络剧增量收入预测如下：

网络剧发行及播出预测收入表

单位：万元

发行及播出年份	网络剧名称	收入						
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
2016 年	开封奇谈	1,260						
2016 年	幻想女仆	1,680						
2017 年	记忆分裂		1,260					
2017 年	以彼之名		1,680					
2017 年	超能领域		1,680					
2018 年	暴走武林学园			1,680				
2018 年	无视者			1,848				
2018 年	雏蜂			1,848				
2019 年	桃花缘				1,680			
2019 年	球娘				1,848			
2019 年	有妖气 IP1				1,260			
2019 年	有妖气 IP2				1,680			
2020 年	有妖气 IP3					1,680		
2020 年	有妖气 IP4					1,848		
2020 年	有妖气 IP5					1,848		
2020 年	有妖气 IP6					1,848		
2021 年	有妖气 IP7						1,680	
2021 年	有妖气 IP8						1,848	
2021 年	有妖气 IP9						1,848	
2021 年	有妖气 IP10						1,848	
2022 年	有妖气 IP11							1,680
2022 年	有妖气 IP12							1,848
2022 年	有妖气 IP13							1,848
2022 年	有妖气 IP14							1,848
合计		2,940	4,620	5,376	6,468	7,224	7,224	7,224

(4) 游戏业务增量收入预测

奥飞动漫并购四月星空后，将对四月星空遴选出适合开发成游戏的 IP 进行游戏投资、开发、运营。预测期内，双方计划每年开发及

运营 2-5 部游戏。

游戏投资、开发和运营计划表

单位：万元

上线年份	游戏业务名称	投资额	预计取得收入合计	年度预计收入
2016 年	有妖气 IP1	300	1,667	2,333
2016 年	有妖气 IP2	400	2,222	
2017 年	有妖气 IP3	300	1,667	4,500
2017 年	有妖气 IP4	300	1,667	
2017 年	有妖气 IP5	400	2,222	
2018 年	有妖气 IP6	450	2,500	8,056
2018 年	有妖气 IP7	400	2,222	
2018 年	有妖气 IP8	450	2,500	
2018 年	有妖气 IP9	500	2,778	
2019 年	有妖气 IP10	400	2,222	10,722
2019 年	有妖气 IP11	500	2,778	
2019 年	有妖气 IP12	450	2,500	
2019 年	有妖气 IP13	400	2,222	
2019 年	有妖气 IP14	400	2,222	
2020 年	有妖气 IP15	400	2,222	11,583
2020 年	有妖气 IP16	400	2,222	
2020 年	有妖气 IP17	400	2,222	
2020 年	有妖气 IP18	500	2,778	
2020 年	有妖气 IP19	400	2,222	
2021 年	有妖气 IP20	500	2,500	11,861
2021 年	有妖气 IP21	400	2,000	
2021 年	有妖气 IP22	450	2,250	
2021 年	有妖气 IP23	400	2,000	
2021 年	有妖气 IP24	400	2,000	
2022 年	有妖气 IP25	500	1,667	12,417
2022 年	有妖气 IP26	500	1,667	
2022 年	有妖气 IP27	400	1,333	
2022 年	有妖气 IP28	500	1,667	
2022 年	有妖气 IP29	400	1,333	

游戏业务收入一般以游戏流水为基础计算。据游戏业务的一般规律，手游的收入时间较短，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，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%。谨慎考虑，将该三段分布为三年测算收入。例如 2015 年投入制作的游戏，在未来 3 年都持续可以为公司带来收入，而结合行业数据和奥飞自身的游戏业务营收情况，预测未来三年总收入约为投入的 5 倍。但由于并非所有游戏制作出来后都可以上线并给公司带来收入，所以谨慎考虑，在预计收入的基础上以 50%的失败概率进行折减。

奥飞动漫并购四月星空后，根据游戏投资、开发及上线运作计划与收入方式，预计 2016 年-2022 年双方合作的收入预测如下：

单位：万元

上线年份	游戏名称	收入						
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
2016 年	有妖气 IP1	1,000	500	167				
2016 年	有妖气 IP2	1,333	667	222				
2017 年	有妖气 IP3		1,000	500	167			
2017 年	有妖气 IP4		1,000	500	167			
2017 年	有妖气 IP5		1,333	667	222			
2018 年	有妖气 IP6			1,500	750	250		
2018 年	有妖气 IP7			1,333	667	222		
2018 年	有妖气 IP8			1,500	750	250		
2018 年	有妖气 IP9			1,667	833	278		
2019 年	有妖气 IP10				1,333	667	222	
2019 年	有妖气 IP11				1,667	833	278	
2019 年	有妖气 IP12				1,500	750	250	
2019 年	有妖气 IP13				1,333	667	222	
2019 年	有妖气 IP14				1,333	667	222	
2020 年	有妖气 IP15					1,333	667	222
2020 年	有妖气 IP16					1,333	667	222
2020 年	有妖气 IP17					1,333	667	222
2020 年	有妖气 IP18					1,667	833	278
2020 年	有妖气 IP19					1,333	667	222
2021 年	有妖气 IP20						1,667	833
2021 年	有妖气 IP21						1,333	667
2021 年	有妖气 IP22						1,500	750

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（修订稿）

上线年份	游戏名称	收入						
		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
2021年	有妖气 IP23						1,333	667
2021年	有妖气 IP24						1,333	667
2022年	有妖气 IP25							1,667
2022年	有妖气 IP26							1,667
2022年	有妖气 IP27							1,333
2022年	有妖气 IP28							1,667
2022年	有妖气 IP29							1,333
合计		2,333	4,500	8,056	10,722	11,583	11,861	12,417

未来年度增量收入预测表如下：

单位：万元

收入分类	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
电影		13,886.00	15,154.00	26,565.00	46,368.00	46,368.00	46,368.00
游戏	2,333.33	4,500.00	8,056.00	10,722.22	11,583.33	11,861.11	12,416.67
网络剧	2,940.00	4,620.00	5,376.00	6,468.00	7,224.00	7,224.00	7,224.00
电视剧	4,900.00	8,820.00	11,368.00	15,680.00	19,992.00	22,736.00	23,520.00
合计	10,173.00	31,826.00	39,954.00	59,435.00	85,167.00	88,189.00	89,529.00

综上，增量业务收入基于上市公司与标的公司制定的具体商业计划，结合市场、产业环境，双方业务发展现状和前景，在电影、电视剧和网络剧开发运作、游戏开发运营等方面逐一分析排片、上映或上线计划进行测算，增量业务收入的测算具有合理性。

2. 双方整合成功后的增量业务成本预测

(1) 电影投资增量成本

奥飞动漫并购四月星空后，双方合作的电影成本主要为按照 30% 比例进行投资的电影投资成本。根据已有的投资合同和未来投资计划，电影增量成本预计如下：

电影增量成本预测表

单位：万元

上映年份	电影名称	自有投资（30%）	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
2017年	《端脑 1》	4,500	4,500.00					
2017年	《镇魂街 1》	4,500	4,500.00					
2017年	其它有妖气电影 1	3,000	3,000.00					
2018年	其它有妖气电影 2	5,400		5,400.00				
2018年	其它有妖气电影 3	3,600		3,600.00				
2018年	其它有妖气电影 4	3,600		3,600.00				

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（修订稿）

上映年份	电影名称	自有投资（30%）	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
2019年	《端脑2》	4,320			4,320.00			
2019年	《镇魂街2》	5,184			5,184.00			
2019年	《雏蜂》	9,000			9,000.00			
2019年	其它有妖气电影5	5,400			5,400.00			
2020年	其它有妖气电影6	3,000				3,000.00		
2020年	其它有妖气电影7	4,500				4,500.00		
2020年	其它有妖气电影8	6,000				6,000.00		
2020年	《雏蜂2》	9,000				9,000.00		
2020年	其它有妖气电影10	15,000				15,000.00		
2021年	其它有妖气电影11	3,000					3,000.00	
2021年	其它有妖气电影12	4,500					4,500.00	
2021年	其它有妖气电影13	6,000					6,000.00	
2021年	其它有妖气电影14	9,000					9,000.00	
2021年	其它有妖气电影15	15,000					15,000.00	
2022年	其它有妖气电影16	3,000						3,000.00
2022年	其它有妖气电影17	4,500						4,500.00
2022年	其它有妖气电影18	6,000						6,000.00
2022年	其它有妖气电影19	9,000						9,000.00
2022年	其它有妖气电影20	15,000						15,000.00

(2)网络剧增量成本预测

奥飞动漫并购四月星空后，双方合作的网络剧成本主要为按照70%进行投资的网络剧投资成本。按照预计投资总额的70%投资的网络剧增量成本预计如下：

网络剧增量成本预测表

单位：万元

发行\播出年份	网络剧名称	自有投资(70%)	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
2016年	开封奇谈	1,050	1050						
2016年	幻想女仆	1,400	1400						
2017年	记忆分裂	1,050		1050					
2017年	以彼之名	1,400		1400					
2017年	超能领域	1,400		1400					
2018年	暴走武林学园	1,400			1400				
2018年	无视者	1,540			1540				
2018年	雏蜂	1,540			1540				
2019年	桃花缘	1,400				1400			
2019年	球娘	1,540				1540			
2019年	有妖气 IP1	1,050				1050			

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（修订稿）

发行\播出年份	网络剧名称	自有投资(70%)	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
2019年	有妖气 IP2	1,400				1400			
2020年	有妖气 IP3	1,400					1400		
2020年	有妖气 IP4	1,540					1540		
2020年	有妖气 IP5	1,540					1540		
2020年	有妖气 IP6	1,540					1540		
2021年	有妖气 IP7	1,400						1400	
2021年	有妖气 IP8	1,540						1540	
2021年	有妖气 IP9	1,540						1540	
2021年	有妖气 IP10	1,540						1540	
2022年	有妖气 IP11	1,400							1400
2022年	有妖气 IP12	1,540							1540
2022年	有妖气 IP13	1,540							1540
2022年	有妖气 IP14	1,540							1540
	合计		2,450	3,850	4,480	5,390	6,020	6,020	6,020

(3)电视剧增量成本预测

奥飞动漫并购四月星空后，双方合作的电视剧成本主要为按照70%进行投资的成本。其成本按照50%、30%和20%的比例在收到收入的当年结转。电视剧投资的增量现金流出和增量成本预测如下：

电视剧增量现金流出和增量成本预测表

单位：万元

发行及播出年份	电视剧名称	自有投资(70%)	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
2016年	虎X鹤	7,000	3500	2100	1400	0	0		
2017年	妖闻录	8,400	0	4200	2520	1680	0		
2018年	以彼之名	8,400	0	0	4200	2520	1680		
2019年	有妖气 IP1	7,000	0	0	0	3500	2100	1400	
2019年	有妖气 IP2	7,000	0	0	0	3500	2100	1400	
2020年	有妖气 IP3	8,400	0	0	0	0	4200	2520	1680
2020年	有妖气 IP4	8,400	0	0	0	0	4200	2520	1680
2021年	有妖气 IP5	8,400						4200	2520
2021年	有妖气 IP6	8,400						4200	2520
2022年	有妖气 IP7	8,400							4200
2022年	有妖气 IP8	8,400							4200
	合计		3,500	6,300	8,120	11,200	14,280	16,240	16,800

(4)游戏业务增量成本预测

在游戏投入构成中，包括研发支出和制作投资。根据奥飞动漫的

游戏投资构成，研发支出和制作投资的平均占比一般为 55%和 45%。研发支出在管理费用中测算。游戏业务增量成本主要测算游戏投入构成中的制作投资额。奥飞动漫并购四月星空后，双方合作的游戏现金流出为当年一次性支出。游戏增量成本预计如下：

游戏增量成本预测表

单位：万元

上线年份	游戏名称	制作投资	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
2016 年	有妖气 IP1	300	300				
2016 年	有妖气 IP2	400	400				
2017 年	有妖气 IP3	300		300			
2017 年	有妖气 IP4	300		300			
2017 年	有妖气 IP5	400		400			
2018 年	有妖气 IP6	450			450		
2018 年	有妖气 IP7	400			400		
2018 年	有妖气 IP8	450			450		
2018 年	有妖气 IP9	500			500		
2019 年	有妖气 IP10	400				400	
2019 年	有妖气 IP11	500				500	
2019 年	有妖气 IP12	450				450	
2019 年	有妖气 IP13	400				400	
2019 年	有妖气 IP14	400				400	
2020 年	有妖气 IP15	400					400
2020 年	有妖气 IP16	400					400
2020 年	有妖气 IP17	400					400
2020 年	有妖气 IP18	500					500
2020 年	有妖气 IP19	400					400
	合计		700	1,000	1,800	2,150	2,100

单位：万元

上线年份	游戏名称	制作投资额	2021 年	2022 年
2021 年	有妖气 IP20	500	500	
2021 年	有妖气 IP21	400	400	
2021 年	有妖气 IP22	450	450	
2021 年	有妖气 IP23	400	400	
2021 年	有妖气 IP24	400	400	
2022 年	有妖气 IP25	500		500
2022 年	有妖气 IP26	500		500
2022 年	有妖气 IP27	400		400

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（修订稿）

上线年份	游戏名称	制作投资额	2021年	2022年
2022年	有妖气 IP28	500		500
2022年	有妖气 IP29	400		400
	合计		2,150	2,300

未来年度增量成本预测表如下：

单位：万元

成本分类	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
电影		12,000.00	12,600.00	23,904.00	37,500.00	37,500.00	37,500.00
游戏	700.00	1,000.00	1,800.00	2,150.00	2,100.00	2,150.00	2,300.00
网络剧	2,450.00	3,850.00	4,480.00	5,390.00	6,020.00	6,020.00	6,020.00
电视剧	3,500.00	6,300.00	8,120.00	11,200.00	14,280.00	16,240.00	16,800.00
合计	6,650.00	23,150.00	27,000.00	42,644.00	59,900.00	61,910.00	62,620.00

未来年度投资增量现金流支出预测表如下：

单位：万元

成本分类	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
电影	12,000.00	12,600.00	23,904.00	37,500.00	37,500.00	37,500.00	37,500.00
游戏	700.00	1,000.00	1,800.00	2,150.00	2,100.00	2,150.00	2,300.00
网络剧	2,450.00	3,850.00	4,480.00	5,390.00	6,020.00	6,020.00	6,020.00
电视剧	3,500.00	6,300.00	8,120.00	11,200.00	14,280.00	16,240.00	16,800.00
合计	18,650.00	23,750.00	38,304.00	56,240.00	59,900.00	61,910.00	62,620.00

3. 营业税金及附加的预测

营业税金及附加主要包括城建税、教育费附加、地方教育税附加。根据国家税收政策，城建税 7%、教育费附加 3%、地方教育税附加 2%，按照实际缴纳流转税为基数计缴。

奥飞动漫与四月星空合作的业务所得的收入一般为应交增值税收入，增值税率为 6%，可抵扣进项税预计约为销项税的 20%。因此本次按照增量营业收入的 6%，扣除进项税作为计算营业税金及附加的基数。

4. 增量期间费用预测

增量期间费用包括并购后双方合作的增量营业费用和增量管理费用。增量营业费用主要包括人工成本、研发费用、差旅费、租赁费、办公费等。对于影视剧和游戏业务的营业费用，我们采用了可比上市公司的营业费用率进行预测。

增量管理费用包括游戏业务的研发支出和影视剧业务与游戏业

务的人工成本、品牌推广、房租、办公水电费、差旅费、业务招待费用等其他管理费用。由于游戏业务的研发投入较大，参考奥飞动漫的游戏业务研发投入比例，研发费用约为总投资额的 55%，即研发费用约为游戏制作成本的 1.2 倍，因此对管理费用中的游戏研发投入按照游戏直接制作成本的 1.2 倍进行预测。对于其他管理费用本次预测结合上述增量业务的规模和业务特点，2016 年按照约 350 万元预测，以后年度至 2020 年，按照业务发展和费用特点逐年上涨，2021-2022 年按照每年 5% 的增长率进行预测。

5. 企业所得税预测

由于未来业务是否能够享受税收优惠并不明确，谨慎起见，按照增量收益乘以 25% 确定企业所得税。

(六) 折现率的确定

1. 无风险收益率的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。根据 WIND 资讯系统所披露的信息，基准日银行间国债中债到期收益率为 3.5976%，故无风险利率取 3.5976%。

2. 权益系统风险系数的确定

根据双方增量业务的特点，估值人员通过 WIND 资讯系统在全国范围内查询了 7 家可比上市公司 2015 年 06 月 30 日的 β_u 值，取其平均值 0.6398 作为该项目的 β_u 值，具体数据见下表：

序号	名称	股票代码	β_u	D/E
1	奥飞动漫	002292.SZ	0.5145	0.0605
2	光线传媒	300251.SZ	0.8000	0.0186
3	美盛文化	002699.SZ	0.8510	0.0044
4	华谊兄弟	300027.SZ	0.5374	0.0403
5	华策影视	300133.SZ	0.6314	0.0286
6	电广传媒	000917.SZ	0.6148	0.0246
7	互动娱乐	300043.SZ	0.5294	0.0111
平均值			0.6398	0.0269

据上表所示，本次项目 D/E 的取值按照行业平均水平预测，D/E 取值为 0.0269。所得税率为 25%。

将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得该项目的权益系统风险系数。计算公式如下：

$$\begin{aligned}\beta_L &= [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U \\ &= [1 + (1 - 25\%) \times 0.0269] \times 0.6398 \\ &= 0.6527\end{aligned}$$

3. 市场风险溢价的确定

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

其中，成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2014 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%。

$$\begin{aligned}\text{则：市场风险溢价} &= 6.25\% + 0.90\% \\ &= 7.15\%\end{aligned}$$

4. 企业特定风险调整系数的确定

综合考虑本项目的特性、双方并购后的整合风险、未来业务计划滞后的风险等，确定该项目特定风险调整系数为 7%。

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，计算得出该项目的权益资本成本。计算公式如下：

$$\begin{aligned}K_e &= R_f + RPM \times \beta_L + R_c \\ &= 3.5976\% + 0.6527 \times 7.15\% + 7.00\% \\ &= 15.26\%\end{aligned}$$

(2) 计算加权平均资本成本

中国人民银行 2015 年 6 月 28 日发布的 5 年以上人民币贷款基准利率为 5.4%，将此作为付息债务成本。

根据以下计算公式及企业资本结构(D/E)计算得出该项目的预测期的加权平均资本成本。

$$\begin{aligned}WACC &= K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E} \\ &= 15.26\% \times 1/(1+0.0269) + 5.40\% \times (1-25\%) \times 1/(1+1/0.0269) \\ &= 14.97\%\end{aligned}$$

6. 预测期后折现率的确定

按预测期后进入稳定期考虑，折现率保持 2022 年水平不变。

(七) 预测期后的价值确定

第一步，永续期净现金流量的确定

双方合作的项目在 2022 年以后达到稳定发展状态，预测期末增量净现金流量为 14,945.36 万元。

第二步，将永续期的企业净现金流量考虑永续增长率折为现值。永续增长率 g 的确定依据如下：

在我国国家统计局发布的《2014 年世界经济形势回顾与 2015 年展望》中提到，按汇率法 GDP 加权汇总，联合国 2014 年 12 月份预测，2014 年世界经济将增长 2.6%，世界银行 2015 年 1 月份预测，2014 年世界经济将增长 2.6%，共识公司 2014 年 12 月份预测，2014 年世界经济将增长 2.6%；同时，发达国家 2015 年 GDP 增速预期由 2.4% 下调至 2.2%，将发展中国家 2015 年 GDP 增速预期由 5.4% 下调至 4.8%。随着中国经济的发展，中国 GDP 增长率也将放缓，逐步缩小与发达国家的差距，近年来我国 GDP 增长率如下图所示：



中国 × 美国 × 世界 ×

GDP 年增长率 ×

开始对比 清空条件

	1960-1974		1975-1984		1985-1994		1995-2004		2005-2014	
国家	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
世界	3.46	4	3.94	1.33	-2.25	4.34	2.73	2.2	2.17	2.47
中国	11.3	12.7	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3	7.8	7.67	7.35
美国	3.08	2.66	1.91	-0.36	-3.53	3.02	1.7	2.21	1.88	2.39

而从我国经济发展速度的历史数据可见，这两者之间存在的较强

的相关性。因此，可以预见未来随着我国经济增长速度的放缓，经济发展速度也会相应下降，并达到一个合适的水平。结合中国的实际情况以及企业的历史经营情况、对未来的发展计划，本次估值计算永续期的现金流增长率取 3.0%。

如上分析，永续期第一年未考虑增长率的增量现金流量现值为 14,945.36 万元，折现计算如下：

$$\begin{aligned} \text{现值} &= 14,945.36 \times (1+3\%) / (14.97\%-3\%) / (1+14.97\%)^7 \\ &= 48,434.83 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

(八)估值结果

预测期内各年增量现金流按年中流入、终值按年末流入考虑，按折现率折成现值，从而得出双方整合后为上市公司带来的价值增量，计算过程如下：

金额单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	永续期
净现金流量	-10,556.44	3,785.05	-4,746.31	-5,078.95	14,185.28	14,711.37	14,945.36	14,945.36
折现期	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	
折现率	14.97%	14.97%	14.97%	14.97%	14.97%	14.97%	14.97%	14.97%
永续增长率								3%
折现系数	0.8698	0.7565	0.6580	0.5724	0.4978	0.4330	0.3766	3.2408
折现值	-9,181.91	2,863.54	-3,123.22	-2,906.94	7,061.80	6,370.09	5,628.79	48,434.83

根据上表测算，双方整合后为上市公司带来的价值增量为 55,146.98 万元。

十二、四月星空股东全部权益价值 E1 和整合后价值增量 E2 的估值中均包含的版权（IP）相关收入不存在重叠

（一）根据估值 E1 的假设条件中的特殊假设，四月星空自身的股东全部权益价值估值的假设前提是四月星空不借助奥飞动漫的任何资源情况下、自身经营发展所体现出来的股东全部权益价值。以此假设为前提，估值 E1 中所有经营业务的客户中均不含奥飞动漫，属于四月星空对外向第三方独立运营所产生的收益估值。

E2 的估值主要针对四月星空和奥飞动漫在并购完成之后，共同进行电影、电视剧、网络剧和游戏项目的合作开发，使得上市公司的经营业务拓展到更广阔的泛娱乐市场，由此产生的增量业务收益。其

假设前提为奥飞动漫与四月星空合作项目的经营规划是奥飞影业及四月星空现有体量之外的增量规划，与双方本体发展无关。

（二）E1 的版权运营业务和 E2 增量业务经营模式的差异

E1 部分的版权运营业务，是指四月星空按照其现有的 IP 版权运营模式，将 IP 作品或者 IP 形象向其他影视制作机构、游戏研发公司、第三方视频网站或播放渠道、衍生品生产及发行的合作方等进行对外授权，从而获取授权金及相应的电影票房收入分成、后续游戏流水分成、贴片广告或者植入广告收入，消费品销售分成或者品牌合作收入分成等收益。四月星空本身并不参与相关电影、游戏、电视剧、网络剧、衍生品等项目的开发、生产和销售，并不对此有任何的资金投入，仅仅作为 IP 授权方，向合作客户进行 IP 授权，获取相应比例的收益，并由此需要向 IP 作品的签约作者支付相应的分成成本。

从自由现金流量角度分析，E1 的估值基础是四月星空按照现有的平台和版权运营模式，独立发展，所产生的企业自由现金流量，并进行折现和估值。

E2 部分的增量业务，是指四月星空与奥飞动漫合并之后，两者共同利用四月星空的 IP 作品或者 IP 形象，进行合作开发的运作模式。两者共同策划、筛选和制定 IP 开发计划，由四月星空提供 IP，上市公司主导相关的电影、电视剧、网络剧和游戏等产品的投资、开发、制作和发行，由此在新的文化产业市场中，作为制作方或者发行方，通过电影上映获取票房收入分成或者其他商业收入，通过游戏上线获取游戏流水分成，通过电视剧和网络剧的销售获取播放收入等。

从增量现金流量的角度分析，对于上市公司而言，将相关的电影、电视剧、网络剧和游戏进行投资开发，获取项目运作的收益之后，需要向四月星空支付 IP 授权金和相应的分成。对于四月星空而言，可以从上市公司母公司获取相应的 IP 授权金和分成收益，并由此需要向 IP 作品的签约作者支付相应的分成成本。但从合并口径分析，向四月星空支付的 IP 授权金和相应分成会相互抵消。因此，从上市公司与四月星空合并后的整体来考虑，增量业务的现金流量不需要考虑双方之间的授权金及收益分成，主要是对外产生电影、电视剧、网络

剧和游戏的投资、开发和制作成本，以及对签约作者的收益分成，作为该增量业务的增量现金流出，电影票房收入的分成或其他商业收入、游戏流水分成或发行收入、电视剧和网络剧的播放销售收入等作为该增量业务的增量现金流入。在此基础上，考虑由此产生的相关增量销售、管理费用、税金等，计算增量净现金流量并进行折现和估值。

（三）四月星空的对外授权计划与两者整合后共同开发的电影、电视剧、游戏等的上映或发行计划所开发的 IP 不同

四月星空按照原有的业务模式进行对外授权，供其他合作方开发成电影、电视剧、游戏、衍生产品，其对外授权计划使用的 IP 数量如下：

单位：部

四月星空	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
动画片广告及播放授权		5	5	5	5	5	5	5	5
游戏授权	4	4	4	4	4	4	4	4	4
动画电影授权	2	2	2	2	2	2	2	2	2
真人电影授权	2	2	2	2	2	2	2	2	2
合计	8	13	13	13	13	13	13	13	13

奥飞动漫与四月星空共同合作开发的电影、影视剧、游戏的上映或发行计划使用的 IP 数量如下：

单位：部

合作开发项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
电影	0	3	3	4	5	5	5
网络剧	2	3	3	4	4	4	4
电视剧	1	1	1	2	2	2	2
游戏	2	3	4	5	5	5	5
合计	5	10	11	15	16	16	16

上述 E1 和 E2 部分四月星空对外授权计划和双方共同合作开发计划中涉及的 IP 都不相同，不存在重叠。

（四）从“有妖气”原创漫画平台的 IP 存量以及产生 IP 的速度上来讲，有妖气平台所产生的 IP 能够不断满足未来四月星空自身授权及与奥飞动漫合作使用 IP 的版权需求。四月星空原创动漫平台“有妖气”自 2009 年 10 月正式运营至今，四月星空的漫画平台上的作者上传作品已有四万部以上。其中 S 级作品 64 部，平均每年产生 S 级作品 10 部左右。并且随着平台作品的累积以及平台的发展，S 级作品数量会越来越多，在满足未来四月星空与奥飞动漫合作业务使用的

IP 数量的同时，现有的 S 级作品及每年不断新增的 S 级作品足以满足四月星空的版权运营要求。而企业历史已签合同显示，其他未达到 S 级程度的作品也可产生授权收入。因此，有妖气平台的可开发 IP 基本能够满足四月星空及奥飞动漫未来经营所需。

综上所述，由于 E1 和 E2 的估值假设前提不同，E1 的版权运营业务和 E2 的增量业务经营模式不同，各自现金流量的预测方法不同，利用的 IP 不同，因此四月星空股东全部权益价值 E1 和整合后价值增量 E2 的估值不存在重叠。

十三、估值结论

北京中企华咨询有限责任公司接受广东奥飞动漫文化股份有限公司的委托，根据有关法律、法规，遵循独立、客观、公正的原则，按照必要的估值程序，对北京四月星空网络技术有限公司在估值基准日 2015 年 6 月 30 日相对于广东奥飞动漫文化股份有限公司的投资价值进行了估值。根据以上估值工作，得出如下估值结论：

经过本次采用收益法（自由现金流折现模型+增量现金流折现模型）进行估值，于基准日 2015 年 6 月 30 日，北京四月星空网络技术有限公司股东全部权益价值 E1 为 35,910.95 万元，双方整合后为上市公司带来的价值增量 E2 为 55,146.98 万元，

因此，北京四月星空网络技术有限公司相对广东奥飞动漫文化股份有限公司的投资价值 E=北京四月星空网络技术有限公司股东全部权益价值 E1+双方整合后为上市公司带来的价值增量 E2

$$\begin{aligned} &=35,910.95+55,146.98 \\ &=91,057.93 \text{（万元）} \end{aligned}$$

最终，北京四月星空网络技术有限公司相对广东奥飞动漫文化股份有限公司的投资价值估值结果为 91,057.93 万元。

十四、估值报告日

估值报告提出日期为 2015 年 12 月 17 日。

估值人员：

估值人员：

北京中企华咨询有限责任公司

二〇一五年十二月十七日