

广发证券股份有限公司
关于深圳证券交易所出具的
《关于对摩登大道时尚集团股份有限公司的重组问询函》
的回复

深圳证券交易所：

广发证券股份有限公司作为摩登大道时尚集团股份有限公司（简称“摩登大道”）本次发行股份及支付现金购买资产的独立财务顾问，就贵所《关于对摩登大道时尚集团股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）【2016】第 102 号）（以下简称“《问询函》”）涉及的相关问题进行了认真核查，现将核查结果回复如下。

如无特殊说明，本回复中所采用的释义与《摩登大道时尚集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书》一致。

本回复中部分合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

一、《问询函》问题“一之（二）”

报告书披露,悦然心动 100%股权的评估值为 4.91 亿元,评估增值 1,024.77%,本次重组预计形成较大金额商誉。请补充披露以下内容:

结合标的公司的行业地位、市场份额及竞争对手情况、业务收入预测情况及依据等,详细说明评估增值的具体原因及合理性、关键参数设置的合理性,请资产评估师和独立财务顾问发表专业意见。

回复:

本次拟购买资产的评估基准日为 2016 年 6 月 30 日,中企华采取收益法和资产基础法对标的资产进行评估,最终采用收益法评估结果作为本次交易标的资产的评估结果。根据收益法评估,悦然心动 100%股权的评估值为 49,100.00 万元,较 2016 年 6 月 30 日经审计归属于母公司的净资产账面价值增加 44,734.67 万元,评估增值 1,024.77%。因此,本次交易中,标的公司评估增值的主要原因系采用收益法评估结果所致。

收益法是在对企业未来收益预测的基础上计算评估价值的方法,不仅考虑了各分项资产是否在企业中得到合理和充分利用,组合在一起时是否发挥了其应有的贡献等因素对企业股东全部权益价值的影响,也考虑了企业运营资质、行业竞争力、公司的管理水平、人力资源、研发能力等资产基础法无法考虑的因素对股东全部权益价值的影响。

本次交易标的主营业务为移动互联网社交工具类应用的开发和运营,属于移动互联网行业,具有“轻资产”的特点,其固定资产投资相对较小,账面价值不高,除了固定资产、营运资金等有形资产之外,还拥有运营资质、管理经验、研发能力、人力资源等要素,其产生的协同作用在企业账面价值无法体现,同时也无法体现其未来的发展能力,但是对股东全部权益价值却具有重要影响。而收益法是通过对标公司未来的经营状况和获利能力进行分析,综合考虑了标的公司运营资质、行业竞争力、公司的管理水平、人力资源、研发能力等因素,更能反映企业股东全部权益的市场价值。故评估结果相对于账面净资产有较大幅度的增值。具体说明如下:

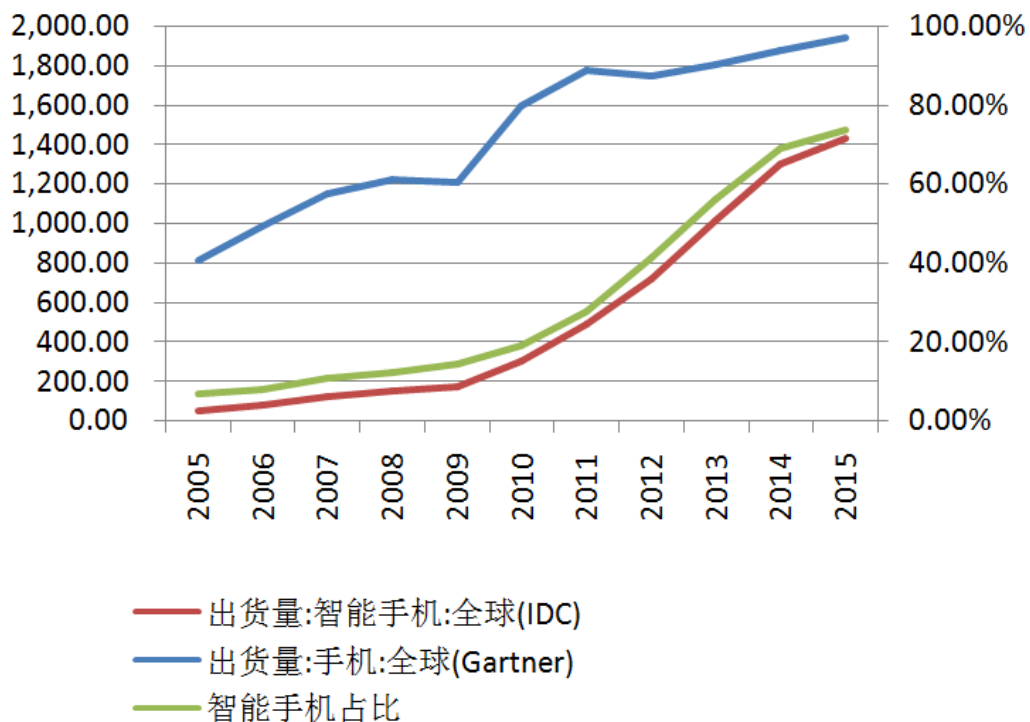
1、标的公司所处的行业发展前景良好,标的公司具备一定的竞争优势

(1) 悦然心动所处行业发展前景良好

悦然心动主要从事移动互联网应用的开发及运营，其细分行业属于移动互联网社交工具类应用的开发和运营服务业务。移动互联网行业发展情况如下：

1) 全球移动设备销量大幅增加，移动设备拥有率达到较高水平

根据美国知名 IT 研究与顾问咨询公司 Gartner 统计，从 2005 年至 2015 年，全球手机出货量已从 8.17 亿部达到 19.4 亿部。根据 IDC 统计，智能手机由 2005 年的 5.6 亿部增长至 2015 年的 14.32 亿部，智能手机占全部手机的百分比由 2005 年的 6.94% 增长到 2015 年的 73.86%，具体如下：



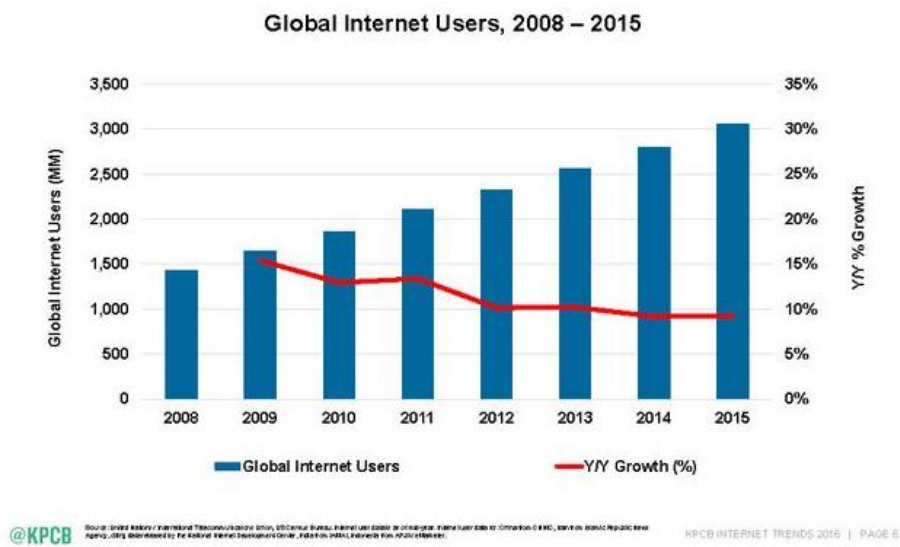
数据来源：Wind 资讯、IDC、Gartner

智能手机的迅速普及是移动互联网行业发展的主要驱动力。使用智能设备访问互联网的用户占有所有互联网用户的比例逐渐增加。据凯鹏华盈统计，2014 年全球智能手机用户增速为 31%，2015 年下降为 21%。2015 年全球智能手机增速有所放缓，但作为最主要的移动终端设备，仍处于较高的增速水平。

从移动终端整体的增长势头来看，虽然增长率有所下降，但依旧保持着较高的增速，移动互联网行业在未来依旧充满机遇与挑战。

2) 全球移动互联网用户数增速迅猛，移动互联网用户占互联网用户比例快速上升

据研究咨询机构 IDC 最新研究报告显示，2016 年，全球互联网用户数将达到 32 亿人，约占全球总人口数的 44%。据国际电信联盟数据库统计，截至 2010 年底全球网民数量达到 20.8 亿，手机用户数量已达到 52.8 亿。截至 2014 年底，全球拥有移动蜂窝设备的用户高达 69.2 亿人，这意味着全球约人均一部独立移动设备。



图片来源：KPCB

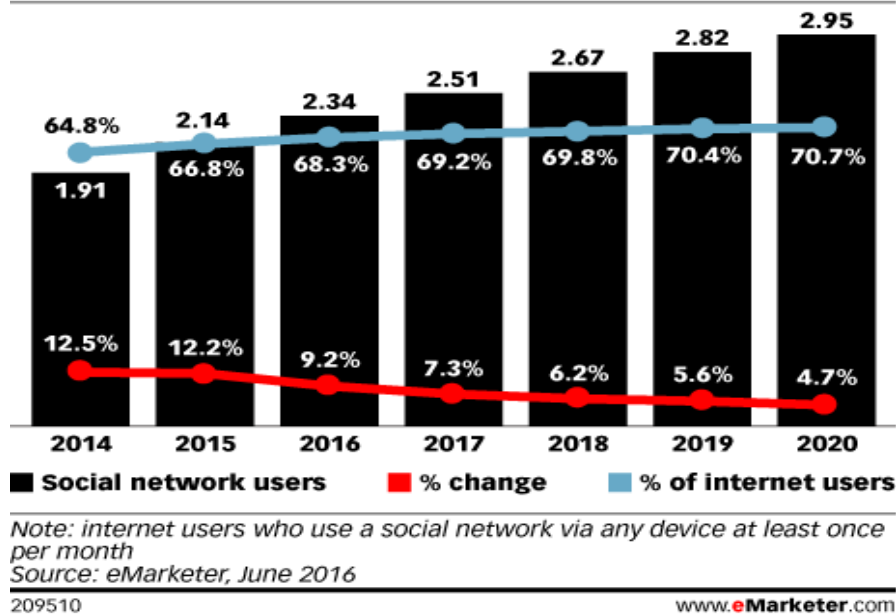
3) 社交网络用户数增长迅猛

根据研究机构 eMarketer 统计，2014 年至 2015 年全球社交网络用户规模从 19.10 亿人上升至 21.04 亿人，占全球网民比例由 64.80% 升至 66.80%，用户规模连续两年保持 12% 以上的增幅。据 eMarketer 预测，2016 年全球社交网络用户将达到 23.40 亿人，年增长率为 9.20%，占互联网用户总数的 68.30%。2017 年至 2020 年，全球社交网络用户规模将由 25.10 亿人上升至 29.50 亿人，占全球互联网用户比例升至 70.7%。

2014 年至 2020 年全球社交网络用户规模及年增长率、社交网络用户占互联网用户比例如下图所示：

Social Network Users and Penetration Worldwide, 2014-2020

billions, % change and % of internet users



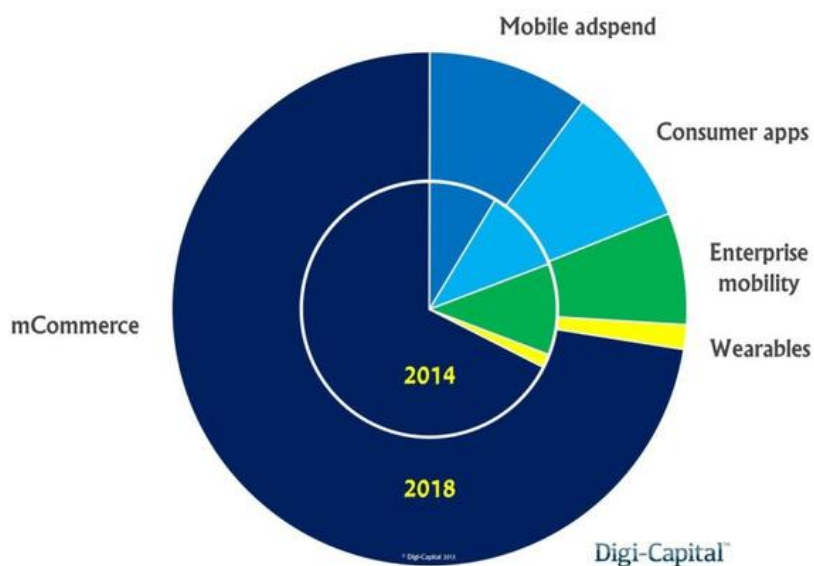
图片来源：eMarketer，www.emarketer.com

4) 移动互联网市场空间广阔，变现渠道日益丰富

根据赛迪智库发布的《2015年移动互联网产业发展白皮书》显示，2015年全球移动互联网市场规模已达到4,000亿美元，比2014年增长约1,000亿美元。根据Digi-Capital预测，2017年移动互联网产业年营收将达到7,000亿美元。移动商务、移动互联网广告、移动互联网应用内购物、应用即服务模式等成为重要增长点。其中，2017年移动电商收入将达到5,160亿美元。其中，个人移动互联网应用市场规模约740亿美元，企业移动互联网应用市场规模约530亿美元，可穿戴设备市场规模约110亿美元。2018年，上述市场规模将进一步增长，移动互联网产业规模将达到8,500亿美元。

根据Digi-Capital预测2018年移动互联网市场规模如下图所示：

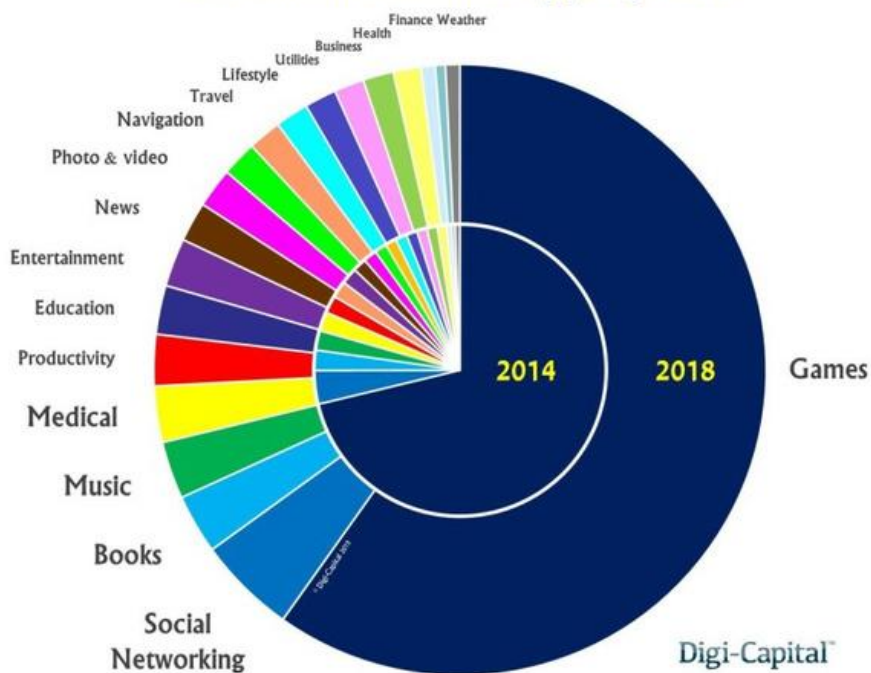
\$850 billion mobile internet by 2018



图片来源: www.digi-capital.com

根据 Digi-Capital 预测 2018 年消费级移动互联网市场规模, 如下图所示:

\$75 billion consumer apps by 2018



图片来源: www.digi-capital.com

(2) 悦然心动行业地位、市场份额情况

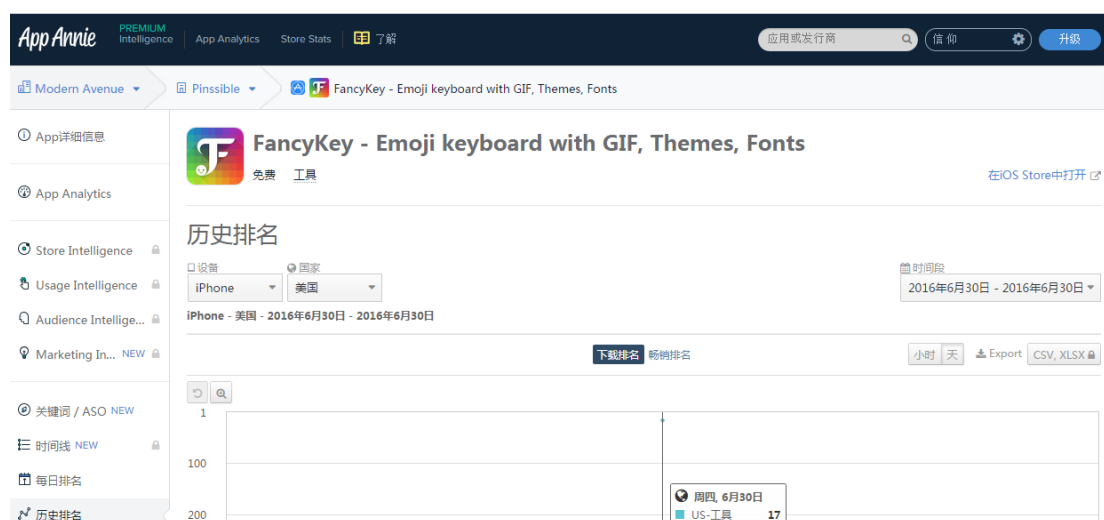
由上可知，移动互联网行业发展迅速，鉴于海外（主要为欧美）移动互联网用户付费习惯较为成熟，社交网络付费用户量巨大，悦然心动成立之初即定位海外移动互联网用户，从事移动互联网社交工具类应用的开发和运营。根据产品的具体属性特点，目前悦然心动的产品可以分为个性化工具、社交辅助工具、微任务工具三个系列。悦然心动产品类别如下：

个性化工具	针对海外移动互联网用户丰富的个性化需求而研发推出的一系列工具类应用，如 FancyKey Keyboard 等
社交辅助工具	针对海外社交网络用户的多样化社交辅助需求而研发推出的一系列工具类应用，如 Padview 等
微任务工具	基于用户行为研究，针对不同类型用户研发的一系列工具类应用，引导用户完成广告平台设置的微任务，并获得虚拟货币，如 Gift Saga 等

悦然心动上述产品通过苹果及谷歌等移动互联网平台发行，由于 APP 产品开发者较为分散（部分开发者为个人或者个人工作室），关于其市场份额相关信息暂难通过公开市场信息统计，现结合悦然心动上述产品排名情况说明其市场地位：

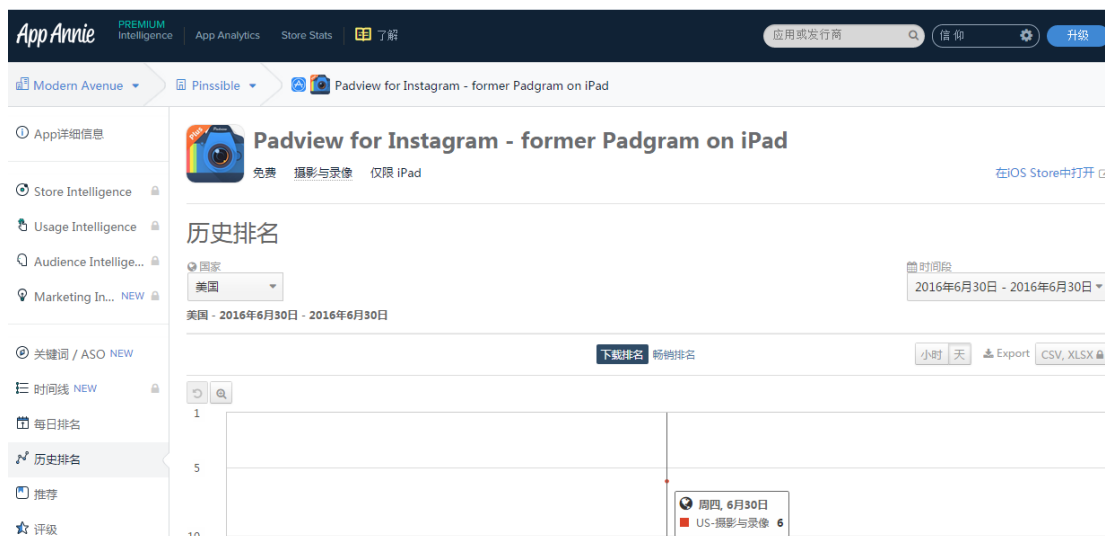
1) 个性化工具

截至2016年6月30日，据 Appannie 统计，悦然心动开发的 Fancykey Keyboard（iOS）的 iOS 系统下载在美国免费工具类应用排名第 17 名，其排名截图情况如下所示：



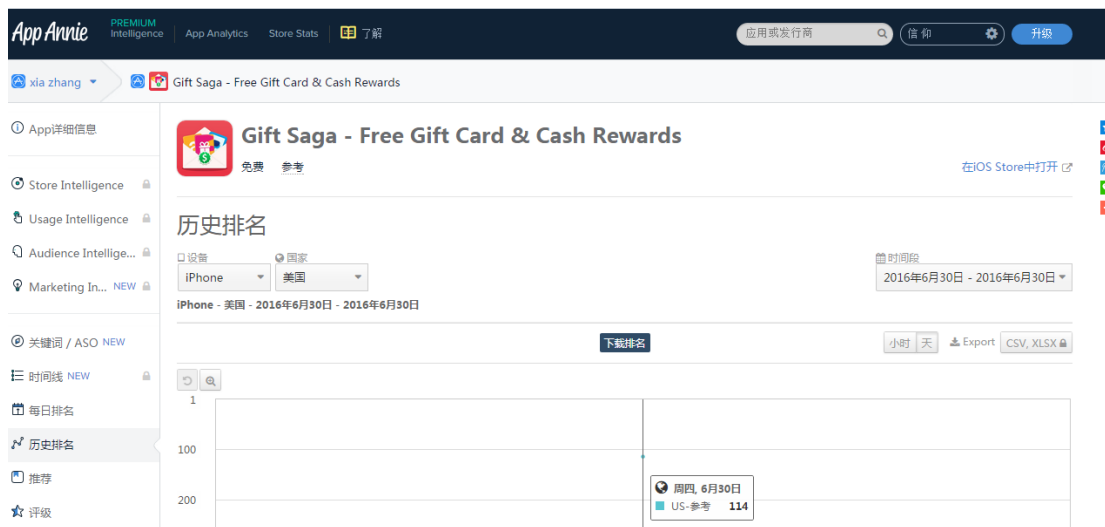
2) 社交辅助工具

截至 2016 年 6 月 30 日，据 Appannie 统计，悦然心动开发的 Padview 的下载在美国免费类摄影与录像类应用排名第 6 名，其排名截图情况如下所示：



3) 微任务工具

截至2016年6月30日，据Appannie统计，悦然心动推出的Gift Saga的下载排名为114名，排名截图情况如下所示：



除产品优势外，悦然心动的核心竞争优势还体现在以下方面：

①获取用户能力优势

用户积累是移动互联网广告领域价值体现的关键因素。悦然心动研发的App通过其良好的用户体验，吸引了大量用户的使用。用户规模增长的同时，也进一步增强了悦然心动在与移动互联网广告平台合作中的谈判优势，形成良性循环。

②商业模式优势

悦然心动的盈利模式为Freemium（Free + Premium，免费增值）模式，用户可免费下载悦然心动提供的应用以使用初级功能，但需通过应用内付费或者广告的方式才能使用应用中的高级功能。悦然心动通过个性化工具低成本获取的流量，转化到高ARPU值的社交辅助工具和微任务工具上，不断加强流量到变现的商业闭环。

③人才优势

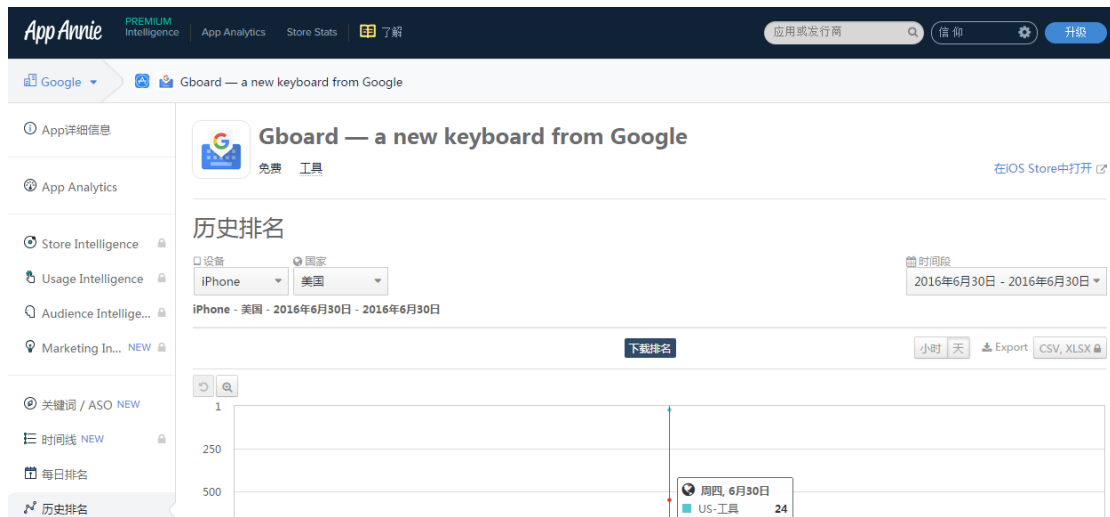
截至2016年6月30日，悦然心动拥有员工57名，其中技术人员48人，技术人员占比较高。悦然心动核心管理团队大部分来自百度、腾讯、华为等知名互联网公司，业务与技术方面具有丰富的经验，团队深谙互联网企业的运作规律，在技术研发、产品策划、平台运营、市场推广等各方面均有独到见解。

同时，悦然心动部分创始人具有丰富的海外生活工作经验，熟悉海外移动互联网用户需求。在核心管理层团队的带领下，研发团队不但能高效地实施悦然心动的战略，更能深入市场开发出切合用户需求的产品，为用户提供优质服务。

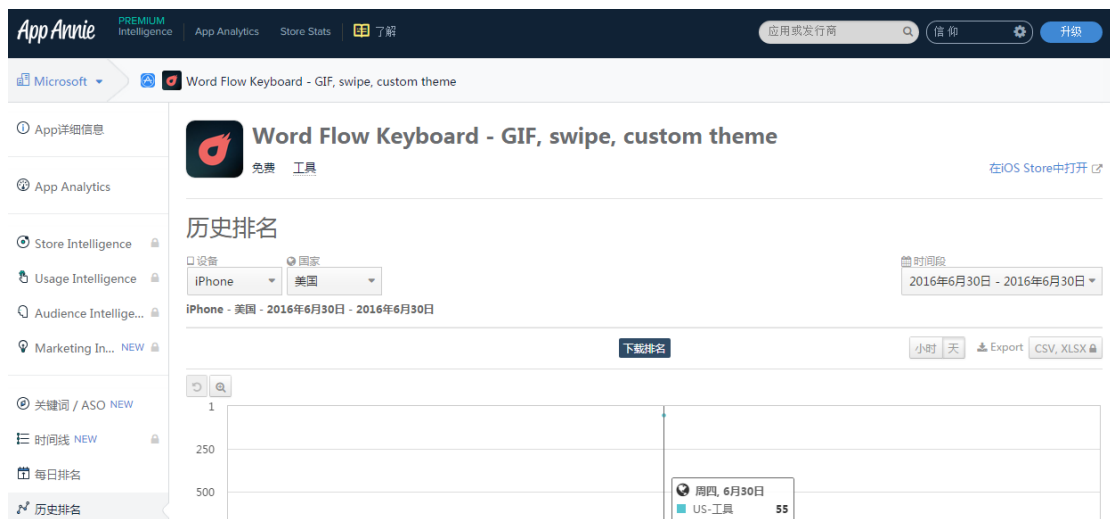
（3）悦然心动产品竞争对手情况

1) 个性化工具产品竞争对手情况

竞争对手一：Google Inc，即谷歌公司，系全球知名科技公司，互联网产品研发及服务的提供商，其主要产品和服务主要为在线广告技术、搜索引擎、云计算等，开发的针对iOS设备的输入法应用为Gboard。截至2016年6月30日，据Appannie统计，Gboard的下载在美国免费工具类应用排名第24名，其排名截图情况如下所示：

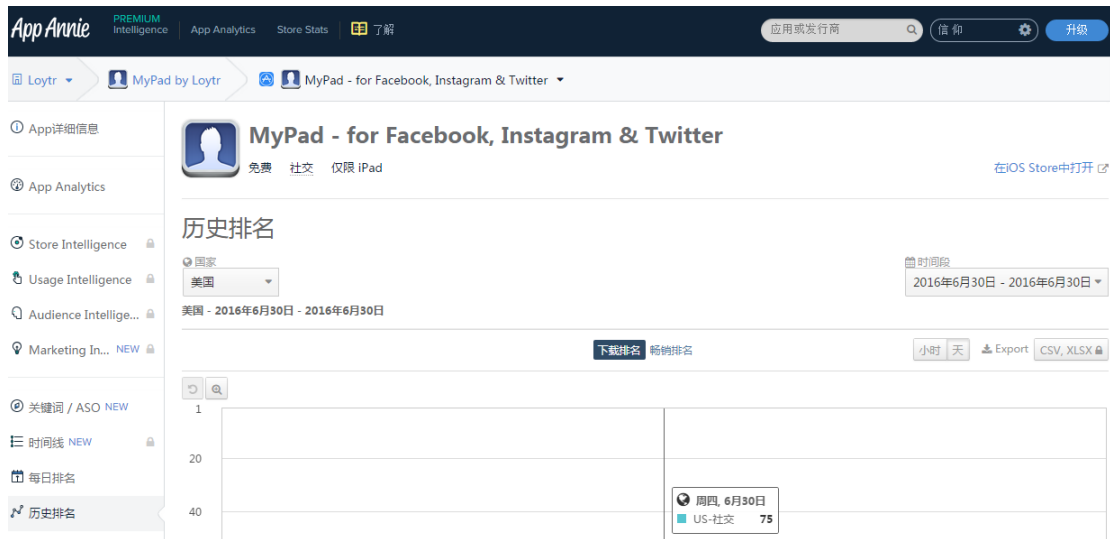


竞争对手二：Microsoft Corporation，微软公司，是一家总部位于美国的跨国科技公司，世界PC（Personal Computer，个人计算机）机软件开发的先导。其开发的Word Flow Keyboard，是一款针对iOS设备的输入法应用。截至2016年6月30日，据Appannie统计，Word Flow Keyboard的下载在美国免费工具类应用排名第55名，其排名截图情况如下所示：

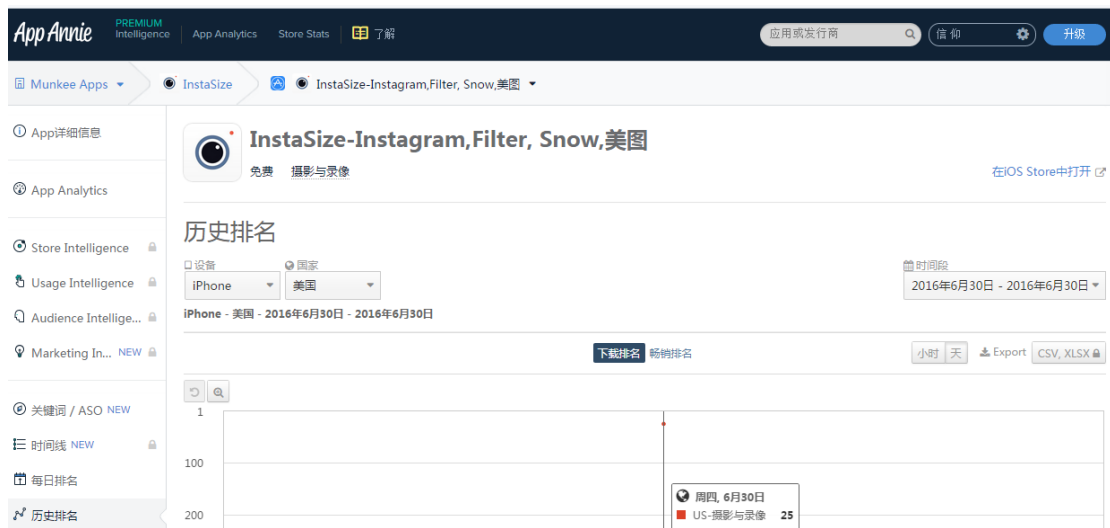


2) 悦然心动社交辅助工具产品竞争对手情况

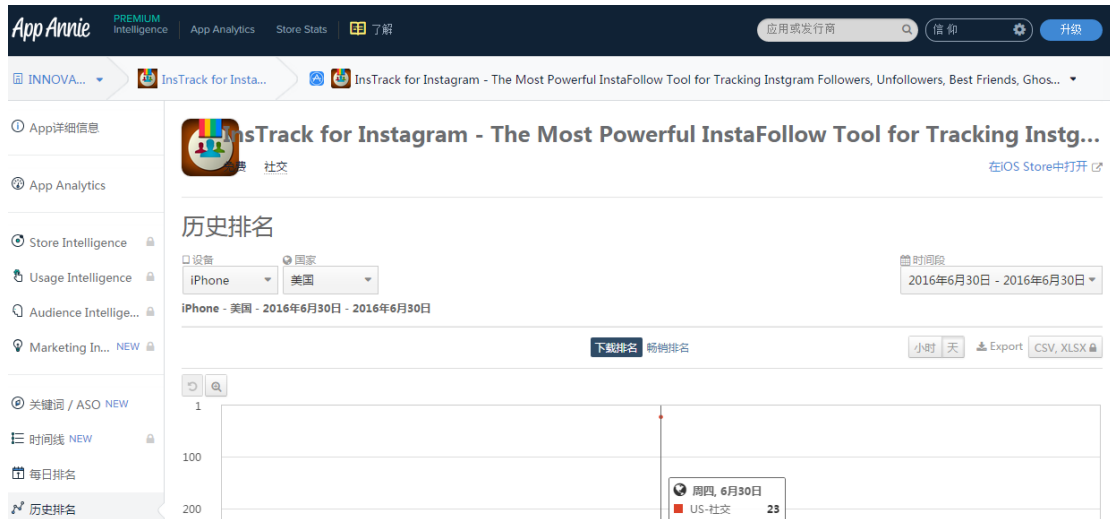
竞争对手一：发行商为Loytr Inc。其开发的MyPad，是一款针对iPad用户在iPad上使用Facebook、Instagram和Twitter等海外社交网络的社交辅助工具。截至2016年6月30日，据Appannie统计，MyPad的下载在美国免费类社交应用排名第75名，其排名截图情况如下所示：



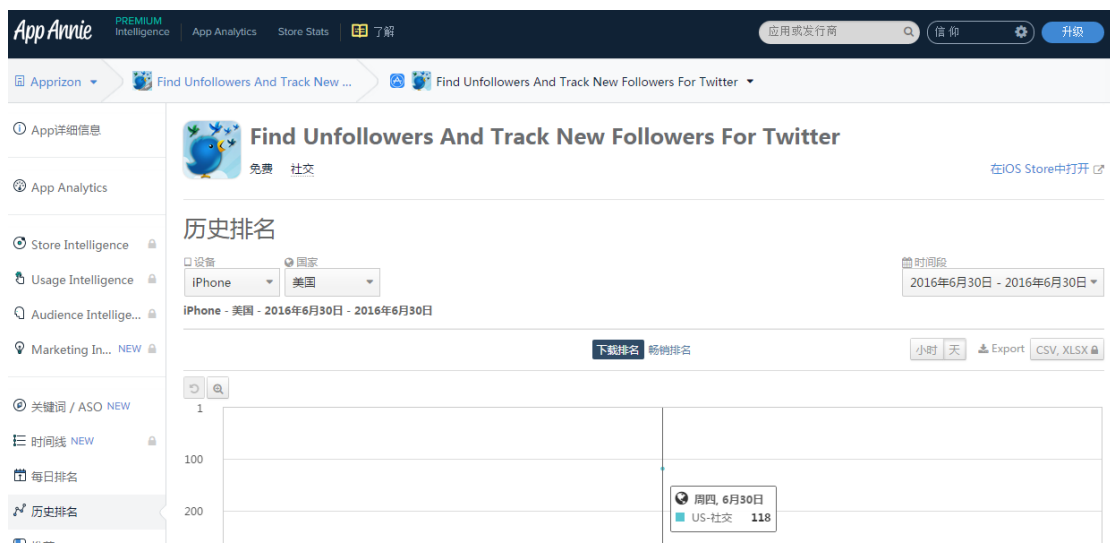
竞争对手二：发行商Munkee Apps L.L.C。其开发的InstaSize是一款针对海外移动互联网用户编辑照片并且轻松上传至 Instagram、Facebook等海外社交网络的社交辅助工具。截至2016年6月30日，据Appannie统计，InstaSize的下载在美国免费类摄影与录像应用排名第25名，其排名截图情况如下所示：



竞争对手三：发行商INNOVATTY, LLC。其开发的InsTrack是一款针对 Instagram 社交网络用户管理粉丝的社交辅助工具。截至2016年6月30日，据 Appannie统计，InsTrack的下载在美国免费类社交应用排名第23名，其排名截图情况如下所示：

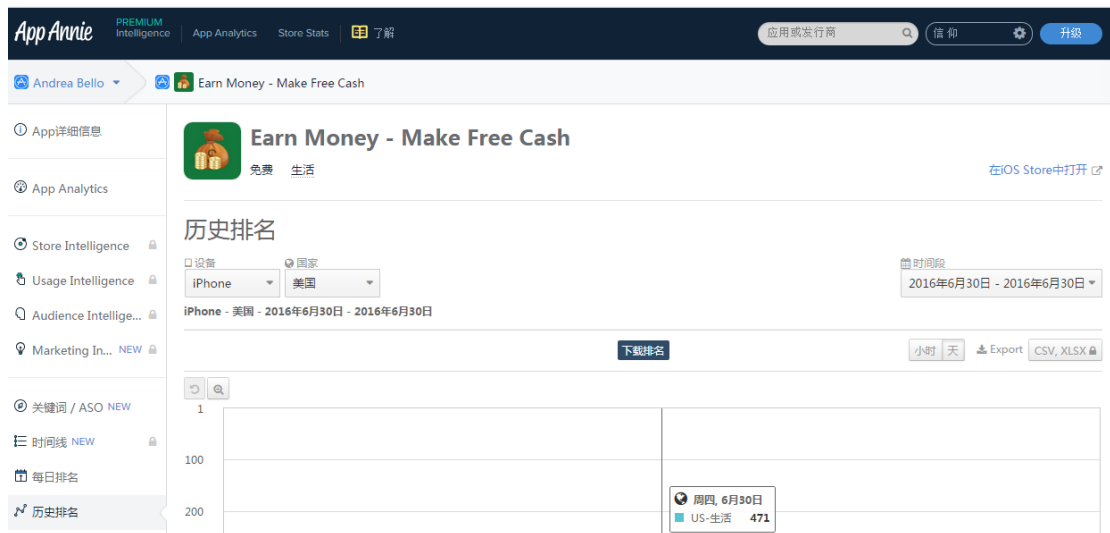


竞争对手四：发行商Apprizon LLC。其开发的Find Unfollowers And Track New Followers For Twitter是一款针对Twitter社交网络用户管理粉丝的社交辅助工具。截至2016年6月30日，据Appannie统计，Find Unfollowers And Track New Followers For Twitter的下载在美国免费类社交应用排名第11名，其排名截图情况如下所示：

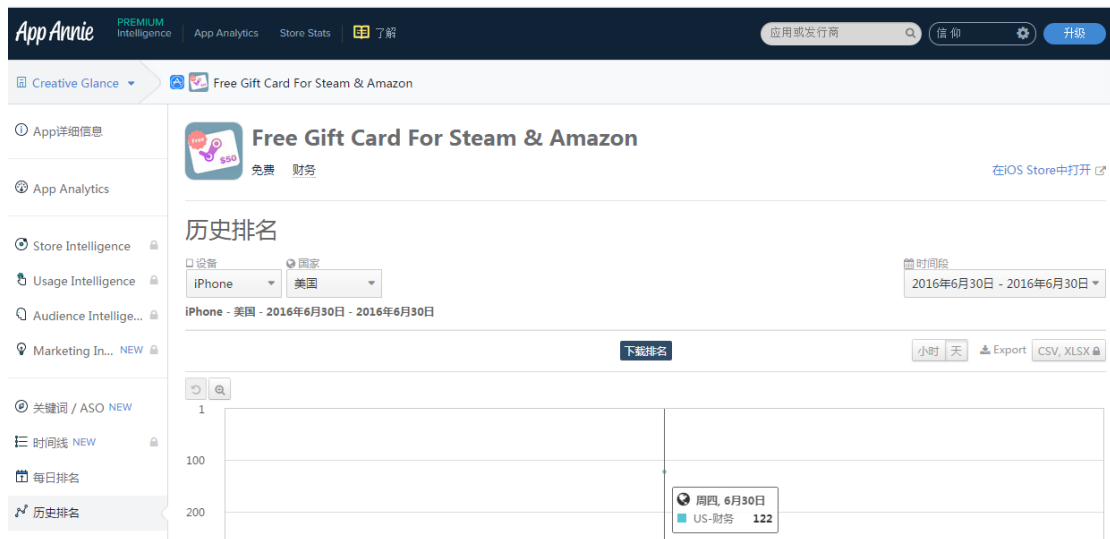


4) 悦然心动微任务工具产品竞争对手情况

竞争对手一：发行商Andrea Bello。其开发的产品为Earn Money -Make FreeCash。根据Appannie统计，截至2016年6月30日，其在Appannie上的下载排名为471名，排名截图情况如下图所示：



竞争对手二：发行商为Creative Glance，开发了Free Gift Card For Steam & Amazon。根据Appannie统计，截至2016年6月30日，其在Appannie上的下载排名为122名，排名截图情况如下图所示：



2、标的公司营业收入预测符合行业发展情况

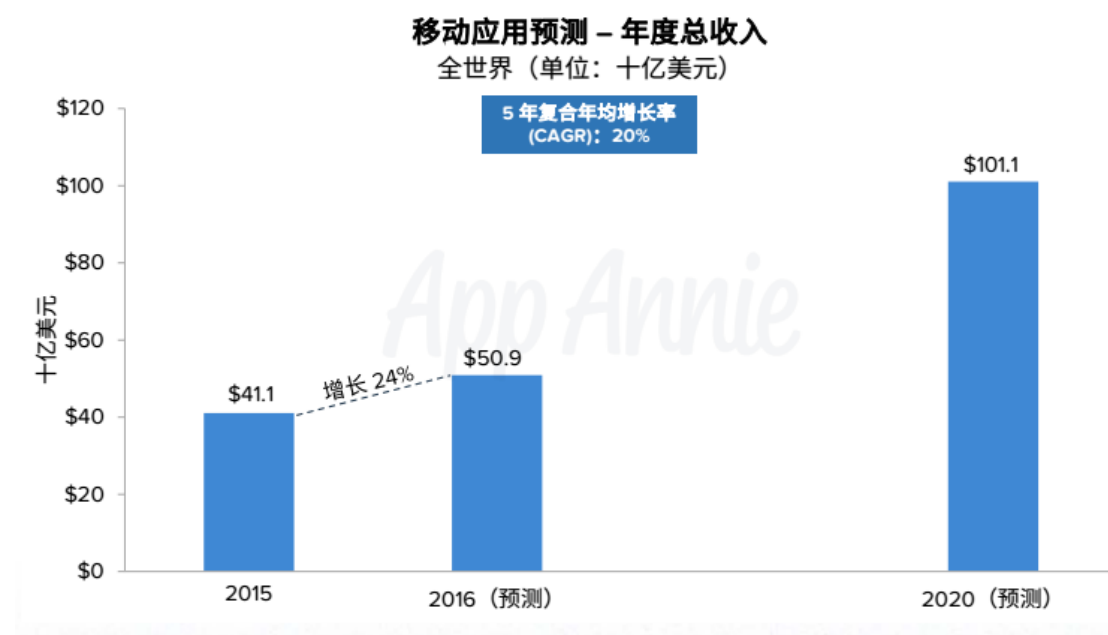
本次评估，评估机构主要结合标的公司所处的细分行业发展情况，从标的公司产品历史期运营数据，包括累计用户数量、活跃用户数量等指标进行预测。标的公司营业收入测算结果如下表所示：

单位：万元

产品		预测年度						
		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	永续期
个性化工具	收入	332.00	442.67	547.15	646.83	703.18	732.63	732.63
	占比	5.53%	5.76%	4.98%	5.04%	5.09%	5.22%	5.22%
	增长率	58.41%	33.33%	23.60%	18.22%	8.71%	4.19%	0.00%
微任	收入	2,302.77	1,678.38	1,991.55	2,223.84	2,424.61	2,493.75	2,493.75

务工具	占比	38.33%	21.86%	18.11%	17.34%	17.55%	17.75%	17.75%
	增长率	3,297.83%	-27.12%	18.66%	11.66%	9.03%	2.85%	0.00%
社交辅助工具	收入	3,372.63	5,557.72	8,455.73	9,953.72	10,689.28	10,820.38	10,820.38
	占比	56.14%	72.38%	76.91%	77.62%	77.36%	77.03%	77.03%
合计	增长率	93.99%	64.79%	52.14%	17.72%	7.39%	1.23%	0.00%
	收入	6,007.40	7,678.76	10,994.43	12,824.39	13,817.06	14,046.76	14,046.76
	增长率	197.99%	27.82%	43.18%	16.64%	7.74%	1.66%	0.00%

由上可知，基于谨慎原则，预测期标的公司产品各产品收入增长率呈下降趋势，较为合理。同时，根据Appannie在2016年发布的《2016年第一季度移动互联网应用预测报告》，随着应用为用户提供的价值越来越高以及设备渗透率的不断提升，预计用户2016年在应用商店直接付费（IAP）的总金额将同比增长24%，达到509亿美元，并在2020年达到1,011亿美元。根据eMarketer预测，2016年全球移动互联网广告市场规模将达1,049.60亿美元，较2015年上涨45.70%。标的公司业务收入增长率总体上符合行业增速水平，较为合理。



数据来源：Appannie

3、本次评估涉及的关键参数设置合理

本次评估选取收益法结论作为评估结果，收益法是估算被评估资产对象在未来期间的预期收益，选择使用一定的折现率，将未来收益折算成评估基准日的现值。因此，本次评估的关键参数包括毛利率及折现率等，其合理性分析如下：

(1) 预测期毛利率合理性分析

1) 历史期毛利率分析

报告期内，悦然心动毛利率情况如下：

项 目	营业收入（万元）	营业成本（万元）	毛利率
2016年1-6月	3,265.59	704.83	78.42%
2015年	2,015.94	151.23	92.50%
2014年	973.55	24.98	97.43%

报告期内，悦然心动的综合毛利率分别为 97.43%、92.50% 和 78.42%，处于较高水平，主要原因为：

①悦然心动深耕移动互联网社区应用领域，开发出满足海外移动互联网社区用户需求的优质 App，并获得了大量的优质用户群体，包括付费意愿较强的 IAP 用户；与此同时，所获得的海外大量用户也使悦然心动获得与多家国际知名广告平台进行商务合作的业务机会；

②悦然心动的业务特点决定了其产品对应的研发费用较高，而相关的人力成本、服务器成本、广告成本等不高。同时，悦然心动管理层注重成本费用的管理，也有助于提升企业的毛利率。

③2016年1-6月，悦然心动毛利率有所下降，主要受产品结构变化影响所致，2015年以来，悦然心动开发了微任务工具产品，该产品涉及采购亚马逊体验卡，成本较高，相应降低了综合毛利率。

2) 预测期毛利率情况

本次评估，预测期毛利率情况如下：

单位：万元

产品	预测年度							
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	永续期	
个性化化工具	收入	332.00	442.67	547.15	646.83	703.18	732.63	732.63
	成本	12.88	18.33	22.00	26.14	28.88	32.05	32.05
	收入占比	5.53%	5.76%	4.98%	5.04%	5.09%	5.22%	5.22%
微任务工具	收入	2,302.77	1,678.38	1,991.55	2,223.84	2,424.61	2,493.75	2,493.75
	成本	958.34	708.71	841.28	941.38	1,027.33	1,060.15	1,060.15
	收入占比	38.33%	21.86%	18.11%	17.34%	17.55%	17.75%	17.75%
社交辅助工具	收入	3,372.63	5,557.72	8,455.73	9,953.72	10,689.28	10,820.38	10,820.38
	成本	270.74	641.93	1,173.51	1,456.47	1,727.94	2,002.33	2,002.33
	收入占比	56.14%	72.38%	76.91%	77.62%	77.36%	77.03%	77.03%
合计	收入	6,007.40	7,678.76	10,994.43	12,824.39	13,817.06	14,046.76	14,046.76
	成本	1,241.95	1,368.98	2,036.79	2,423.99	2,784.15	3,094.53	3,094.53
	毛利率	79.33%	82.17%	81.47%	81.10%	79.85%	77.97%	77.97%

由上表可以看出，标的公司预测期毛利率水平总体低于历史期毛利率水平，

并且呈下降趋势，较为合理。

(2) 折现率选取的合理性分析

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，10 年期国债在评估基准日的到期年平均收益率为 2.8411%，本次评估以 2.8411% 作为无风险收益率。

2) 权益系统风险系数的确定

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

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

式中： β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估企业的所得税税率；

D/E：被评估企业的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，评估机构通过 Wind 资讯系统查询了 12 家沪深 A 股可比上市公司 2016 年 6 月 30 日的 β_L 值（起始交易日期：2014 年 6 月 30 日；截止交易日期：2016 年 6 月 30 日；计算周期：100 周；收益率计算方法：对数收益率；标的指数：上证综合指数），然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成 β_U 值，并取其平均值 0.9038 作为被评估单位的 β_U 值，具体数据见下表：

序号	股票代码	公司简称	β_L 值	β_U 值
1	002131.SZ	利欧股份	1.2759	1.2324
2	002174.SZ	游族网络	0.7800	0.7501
3	002354.SZ	天神娱乐	0.5471	0.5393
4	002517.SZ	恺英网络	1.2628	1.2628
5	002555.SZ	三七互娱	1.0163	1.0074
6	300052.SZ	中青宝	0.7346	0.7325
7	300104.SZ	乐视网	0.5991	0.5713
8	300242.SZ	明家联合	0.2996	0.2963

9	300295.SZ	三六五网	1.4700	1.4700
10	300315.SZ	掌趣科技	1.0256	0.9920
11	300343.SZ	联创互联	0.8367	0.8287
12	603000.SH	人民网	1.1625	1.1625
β _u 平均值				0.9038

本次评估，取可比上市公司资本结构的平均值 2.04% 作为被评估单位的目标资本结构。

由于母子公司所得税率不同及研发费用加计扣除的影响，因此本次评估采用合并口径下实际应缴纳的所得税占利润总额的比例确定为综合所得税税率，具体情况如下表所示：

单位：万元

序号	项目	2016年 7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	永续期
1	利润总额	1,790.79	4,573.60	6,922.60	8,053.46	8,385.79	7,968.68	7,963.37
2	所得税	49.54	26.90	774.97	941.35	961.69	1,725.35	1,724.02
3	所得税率	2.77%	0.59%	11.19%	11.69%	11.47%	21.65%	21.65%

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

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

根据上述公式，权益系统风险系数具体情况如下表：

序号	项目	2016年 7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	永续期
1	权益系统风险系数	0.9217	0.9221	0.9201	0.9200	0.9201	0.9182	0.9182

3) 市场风险溢价的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率，根据中企华研发部公布的数据，本次评估市场风险溢价取 7.11%。

4) 企业特定风险调整系数的确定

悦然心动主营业务为移动互联网社交工具类应用的开发和运营，该业务具有良好的发展势头、业务规模不断扩大。但受国外同行业市场竞争的影响，经营存

在一定风险。同时考虑被评估单位及其所在行业经营特点，参照与同行业市场利率风险及国际汇率风险，市场与行业风险，确定企业特定风险为 4.50%。

5) 预测期折现率的确定

A. 计算权益资本成本

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

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

根据上述公式计算出权益资本成本，具体情况如下表：

序号	项目	2016年 7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	永续期
1	权益资本成本	13.89%	13.90%	13.88%	13.88%	13.88%	13.87%	13.87%

B. 计算加权平均资本成本

评估基准日五年期及以上贷款利率的平均年利率为 4.90%，将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式，计算得出被评估单位的加权平均资本成本。加权平均资本成本计算公式如下：

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

根据上述公式计算出加权平均资本成本（取整），具体情况如下表：

序号	项目	2016年 7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	永续期
1	加权平均资本成本	13.70%	13.70%	13.70%	13.70%	13.70%	13.70%	13.70%

6) 可比交易案例折现率水平

本次交易评估折现率与最近一年同行业收购案例比较如下：

序号	首次披露日	证券代码	证券简称	收购标的	无风险收益率	Beta	企业特定风险	Ke	折现率
1	2015年12月	002131.SZ	利欧股份	智趣广告	4.15%	0.8061	3.00%	13.46%	12.90%
2	2015年10月	300343.SZ	联创互联	上海激创	4.24%	NA	3.00%	NA	13.63%
3	2015年7月	000038.SZ	深大通	冉十科技	3.91%	0.4899	3.50%	12.52%	12.52%
4	2015年7月	000038.SZ		视科传媒	3.91%	0.4899	3.50%	12.52%	12.52%
5	2015年7月	002712.SZ	思美传媒	爱德康赛	3.24%	0.8935	5.00%	14.62%	14.62%
6	2015年7月	000863.SZ	三湘股份	观印象	4.28%	0.6333	4.00%	12.49%	12.49%
7	2016年5月	300063.SZ	天龙集团	快闪科技	2.82%	0.7234	5.00%	12.96%	12.96%
8	2015年4月	300063.SZ		煜唐联创	3.62%	0.7219	3.50%	12.31%	12.21%
9	2015年3月	300038.SZ	梅泰诺	日月同行	3.75%	0.7617	4.00%	13.57%	13.57%

10	2015年1月	300292.SZ	吴通控股	互众广告	3.83%	0.8329	4.50%	14.32%	14.32%
11				平均值	3.77%	0.7058	3.90%	13.20%	13.17%
12				悦然心动	2.84%	0.9182	4.50%	13.87%	13.70%

由上表可知，与同行业并购案例相比，本次交易评估折现率高于行业平均值，较为谨慎，折现率的选取符合本次交易评估基准日的外部风险环境以及企业自身经营情况，较为合理。

4、同行业可比交易案例评估增值情况

互联网企业具有“轻资产”的特点，该类资产收益法评估增值率一般较高，现结合同行业可比交易案例说明如下：

序号	首次披露日	证券代码	证券简称	收购标的	评估值(万元)	增值率
1	2015年12月	002131.SZ	利欧股份	智趣广告	75,696.11	4,412.09%
2	2015年10月	300343.SZ	联创互联	上海激创	101,500.00	1,355.06%
3	2015年7月	000038.SZ	深大通	冉十科技	105,481.00	2,586.63%
4	2015年7月	000038.SZ		视科传媒	170,203.00	659.15%
5	2015年7月	002712.SZ	思美传媒	爱德康赛	29,324.61	685.63%
6	2015年7月	000863.SZ	三湘股份	观印象	166,682.28	1,622.71%
7	2016年5月	300063.SZ	天龙集团	快闪科技	89,430.10	3,537.99%
8	2015年4月	300063.SZ		煜唐联创	132,100.00	1,309.28%
9	2015年3月	300038.SZ	梅泰诺	日月同行	56,274.21	2,335.83%
10	2015年1月	300292.SZ	吴通控股	互众广告	135,013.25	1,971.20%
11				平均值	106,170.46	2,047.56%
12				悦然心动	49,100.00	1,024.77%

由上可知，本次交易标的资产评估增值率低于与行业平均值，较为合理。

综上，本次交易中，标的公司评估增值的主要原因系采用收益法评估结果所致。本次交易标的公司属于轻资产企业，收益法评估是通过对标的公司未来的经营状况和获利能力进行分析，综合考虑了标的公司运营资质、行业竞争力、公司的管理水平、人力资源、研发能力等因素，更能反映股东全部权益的市场价值，因此，评估结果相对于账面净资产有较大程度的增值。

经核查，独立财务顾问认为：本次交易中，标的公司评估增值的主要原因系采用收益法评估结果所致。本次交易标的公司属于轻资产企业，收益法评估是通过对标的公司未来的经营状况和获利能力进行分析，综合考虑了标的公司运营资质、行业竞争力、公司的管理水平、人力资源、研发能力等因素，更能反映股东全部权益的市场价值，因此，评估结果相对于账面净资产有较大程度的增值，具有合理性。同时，本次评估选取的各项参数，符合移动互联网行业的行业特点与市场风险环境，与企业的运行发展规律以及标的公司自身的业务

发展规划一致。因此，本次评估选取的关键参数合理。

二、《问询函》问题“二之（一）”

悦然心动 2014 年、2015 年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润（以下简称“扣非后净利润”）分别为 661.49 万元、1,068.58 万元，交易对方承诺 2016 年度、2017 年度和 2018 年度实现的扣非后净利润分别不低于 3,300 万元、4,550 万元、6,150 万元。请补充披露以下内容：

结合行业情况、标的公司业务开展情况、最近一期的财务数据等补充披露业绩承诺与历史业绩存在差异的原因及合理性，请独立财务顾问认真核查并发表专业意见。

回复：

1、标的公司所处行业情况

标的公司悦然心动所处的“互联网和相关服务”行业具体情况详见关于问题一中关于标的公司所处行业的回复，现对其简要情况说明如下：

（1）社交网络用户规模日益壮大

随着网络技术的快速发展及在全球范围内的推广与普及，社交网络用户群体规模也在不断增长。根据研究机构 eMarketer 统计，2014 年至 2015 年全球社交网络用户规模从 19.10 亿人上升至 21.04 亿人，占全球网民比例由 64.80% 升至 66.80%，用户规模连续两年保持 12% 以上的增幅。此外，据 eMarketer 预测，2016 年全球社交网络用户将达到 23.40 亿人，年增幅为 9.20%，占互联网用户总数的 68.30%。2017 年至 2020 年，全球社交网络用户规模将由 25.10 亿人上升至 29.50 亿人，占全球互联网用户比例升至 70.7%。

（2）移动互联网市场空间广阔

根据赛迪智库发布的《2015 年移动互联网产业发展白皮书》显示，2015 年全球移动互联网市场规模已达到 4,000 亿美元，比 2014 年增长约 1,000 亿美元。

根据 Digi-Capital 预测，2017 年移动互联网产业年营收将达到 7,000 亿美元。互联网的移动商务、移动互联网广告、移动互联网应用内购物、应用即服务模式等成为重要增长点。其中，个人移动互联网应用市场规模约 740 亿美元，企业移

移动互联网应用市场规模约 530 亿美元。2018 年，上述市场规模将进一步增长，移动互联网产业规模将达到 8,500 亿美元。

(3) 应用内付费金额增长显著

根据 Appannie 在 2016 年发布的《2016 年第一季度移动互联网应用预测报告》显示，随着应用为用户提供的价值越来越高以及设备渗透率的不断提升，预计用户 2016 年在应用商店直接付费（IAP）的总金额将同比增长 24%，达到 509 亿美元，并在 2020 年达到 1,011 亿美元。该报告认为，2016 年应用商店下载量将同比增长 33%，达到 1,473 亿次，随着智能手机在新兴市场的逐步普及和首次使用移动互联网应用的用户数量不断增加，预计 2020 年的应用商店下载量将超过 2,843 亿次。

(4) 移动互联网广告市场规模庞大

根据 eMarketer 预测，2016 年全球移动互联网广告市场规模将达 1,049.60 亿美元，较 2015 年上涨 45.70%。2019 年全球移动互联网广告市场规模将达到 1,988.10 亿美元，增速将放缓至 17.6%。

随着全球移动互联网广告市场规模的不断增长，全球移动互联网广告市场规模占数字广告市场规模的比例也在提升；2016 年度该比例预计为 52.90%，2019 年该比例预计将达到 70.20%。从全球各区域来看，北美移动互联网广告市场规模占数字广告市场规模比例一直高于 50%。

2、业绩承诺与历史业绩存在差异的合理性

根据正中珠江出具的广会专字[2016]G16038540036 号《审计报告》，报告期内，悦然心动的营业收入、净利润指标（合并口径）如下：

单位：万元

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年 1-6 月
营业收入	973.55	2,015.94	3,265.59
净利润	788.91	1,417.25	1,697.63
扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润	661.49	1,068.58	1,660.32

由上表可知，悦然心动在 2014 年度已有较好的经营积累，营业收入及净利润指标在报告期内增长显著，2016 年 1-6 月，其经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润（以下简称“扣非后净利润”）与 2015 全年相比，增长率已达 55.38%，表明悦然心动处于快速发展阶段。

本次交易，悦然心动股东根据悦然心动历史业绩发展情况及未来业务发展规划，承诺悦然心动合并报表 2016 年度、2017 年度和 2018 年度实现的扣非后净利润分别不低于 3,300 万元、4,550 万元、6,150 万元。业绩承诺期扣非后净利润高于历史业绩，主要原因如下：

1) 悦然心动所处移动互联网行业高速发展

如前所述，移动互联网市场前景广阔，互联网社交群体日益增长、移动互联网广告市场规模也在不断增长，客观上为悦然心动业务的发展提供良好的产业发展基础。

2) 悦然心动历史和未来发展轨迹符合其商业发展规律

悦然心动在业务发展初期主要通过发布符合用户需求、可供免费下载且得到用户认可的 App 产品以开拓市场并积累用户基础，因此其营业积累相对较少。当用户黏性不断增强、积累的用户数量具备一定规模时，悦然心动具备了向广告平台导入用户资源的能力，随着资源变现能力的增强，悦然心动可选择的广告平台进一步增加，悦然心动的营业收入和扣非后净利润的规模也逐步增大，而营收水平的提高有利于悦然心动加大产品研发投入，形成良性循环发展。

3) 在前期积累的优势基础上，悦然心动采取多种具有可行性的措施提升盈利水平

① 产品优化升级。

为推动企业的持续发展，悦然心动将进一步完善产品功能、优化产品运行效率，包括：优化产品设计、增加语言品种和产品功能从而覆盖更多国家的用户群体。同时，悦然心动还将加大客服投入力度、加大了对服务器后台的投入使产品运行更加畅快，上述举措均有利于提升用户体验、扩大用户基础并增强客户黏性。

② 覆盖更多的知名社交网络

截至评估基准日，悦然心动的社交辅助工具已覆盖了 Instagram 和 Twitter。业绩承诺期内，悦然心动将利用已有的用户基础和经验优势，把社交辅助工具产品覆盖至 Youtube、Facebook 等更多的海外社交网络，挖掘新的利润增长点。

3、2016 年承诺业绩可实现性情况

2016 年 1-6 月，悦然心动实现的扣非后净利润(合并口径)为 1,660.32 万元，占 2016 年承诺业绩的比例为 50.31%；2016 年 1-9 月，悦然心动未经审计的扣非

后净利润(合并口径)约为 2,798.88 万元,占 2016 年承诺业绩的比例为 84.81%,业绩实现情况良好,2016 年承诺业绩可实现性较高。

经核查,独立财务顾问认为,悦然心动业绩承诺期扣非后净利润与其历史业绩所存在的差异,符合其所处的移动互联网行业市场增长情况和企业自身的业务开展情况,该等差异具有合理性,从悦然心动目前经营业绩预测,悦然心动 2016 年承诺业绩的可实现性较高。

三、《问询函》问题“四”

报告书披露,悦然心动 2013 年 6 月进行第三次增资时工商登记的股权结构与《股权投资协议》约定的股权结构不符,2015 年 6 月进行第三次股权转让时《股权转让协议》约定的价款与实际支付价款存在差异,悦然心动子公司香港悦然取得《企业境外投资证书》的时间晚于香港悦然的设立时间等事项。请补充披露前述事项发生的背景、原因、是否对本次交易构成实质影响,以及并购之后你公司将如何加强标的公司的规范运作,请独立财务顾问和律师发表专业意见。

回复:

(一) 相关事项发生的背景、原因以及对本次交易的影响

1、悦然心动 2013 年 6 月增资事项

2013 年 6 月 1 日,曾李青与颜庆华、刘金柱、赵威及陈国兴签订《股权投资协议》,约定曾李青对悦然有限增资 300 万元,其中 1.4286 万元认缴悦然有限新增注册资本,298.5714 万元计入资本公积,增资完成后,曾李青持有悦然有限 30%的股权。

根据对曾李青、颜庆华、刘金柱、赵威及陈国兴进行访谈并经其书面确认,《股权投资协议》签订后,由于悦然有限工作人员在办理工商变更时,误将悦然有限注册资本增加至 300 万元,即曾李青 300 万元投资款中的 280 万元计入注册资本,其余计入资本公积,导致曾李青持股比例登记为 95%,与《股权投资协议》的约定不符。

为纠正上述错误,恢复真实的股权结构,2013 年 7 月 22 日,曾李青和颜庆华、刘金柱、赵威及陈国兴签订《股权转让协议》,约定曾李青分别将其所持悦

然有限 33.46%、11.44%、11.44%、8.66%的股权转让予颜庆华、刘金柱、赵威和陈国兴；同日，悦然有限股东会通过决议，同意按照《股权投资协议》的约定对悦然有限在工商登记的股权比例进行调整；2013年7月22日，武汉市工商局东西湖分局出具《企业变更通知书》，上述股权比例调整的工商变更登记手续办理完毕。此次股权变更后，颜庆华持有 36.03%的股权，曾李青持有 30%的股权，刘金柱和赵威各持有 12.32%的股权，陈国兴持有 9.33%的股权，与《股权投资协议》的约定一致。

对此，曾李青、颜庆华、刘金柱、赵威及陈国兴均出具了《确认函》，确认各股东于 2013 年 6 月 1 日签订的《股权投资协议》是各股东的真实意思表示，曾李青上述股权转让系根据《股权投资协议书》作出的调整，颜庆华、赵威、刘金柱及陈国兴无需向曾李青支付股权转让款，各股东对曾李青上述股权转让后各股东的股权比例没有异议，悦然有限的股权不会因此产生任何纠纷，各股东现时所持悦然心动的股权亦不存在任何潜在的权属纠纷。

经核查，独立财务顾问认为，悦然心动 2013 年 6 月增资后的工商登记的股权结构与《股权投资协议》约定的股权结构不符的情形已经得到纠正，各方均对此进行了确认，该情形不会引致股权权属纠纷，不构成本次交易的实质障碍。

2、悦然心动 2015 年 6 月股东转让股权事项

2015 年 6 月 25 日，颜庆华、曾李青分别与悦然心动投资签订《股权转让协议》，约定颜庆华、曾李青分别将所持悦然有限 8.87%（出资额 36.81 万元）、1.13%（出资额 4.69 万元）的股权以 106.44 万元、13.56 万元的价格转让予悦然心动投资。上述股权转让的工商变更登记手续已于 2015 年 6 月 29 日办理完毕。

根据本次股权转让价款的支付凭证、相关股东出具的《确认函》，颜庆华将其持有悦然有限 8.87%的股权转让予悦然心动投资的实际价格为 1,541,718.32 元，曾李青将其持有悦然有限 1.13%的股权转让予悦然心动投资的实际价格为 196,408.31 元。

《股权转让协议》约定的价款与实际支付价款存在差异，其原因在于：《股

股权转让协议》约定的价款是以悦然心动投资的合伙人所认缴的 120 万元出资额为基数计算，故悦然心动投资受让颜庆华、曾李青所持悦然有限 8.87%、1.13% 股权所应支付的对价分别为 106.44 万元、13.56 万元；但随后各方经过协商认为应当按照该次转让前悦然有限的净资产定价更为合适，故各方按悦然有限 2015 年 5 月末的净资产 17,381,266.34 元为基数计算，确定悦然心动投资受让颜庆华、曾李青所持悦然有限 8.87%、1.13% 股权实际应支付的对价分别为 1,541,718.32 元、196,408.31 元。

就前述情形，颜庆华、曾李青及悦然心动投资均出具《确认函》，确认上述股权转让的价款以实际支付的价款为准，转让价款已全部支付完毕，所转让的股权权属不存在争议。

经核查，独立财务顾问认为，悦然有限 2015 年 6 月股权转让的价款已支付完毕，相关股权亦已过户，本次转让的股权不存在权属争议，不构成本次交易的实质障碍。

3、香港悦然《企业境外投资证书》事项

香港悦然成立于 2014 年 10 月 31 日，由于悦然心动经办人员的法律规范意识不足，悦然心动在投资设立香港悦然前未依法办理境外投资批准手续，在意识到上述规范性问题后，悦然心动补办了相关手续并于 2015 年 4 月 9 日取得《企业境外投资证书》（境外投资证第 N4200201500035 号）。

就上述情形，悦然心动的实际控制人已作出承诺，如悦然心动或香港悦然因此受到处罚或遭受其他损失的，所有费用均由悦然心动的实际控制人承担。

经核查，独立财务顾问认为：悦然心动在投资设立香港悦然前未依法办理境外投资批准手续，后续已经补充完善了该手续。针对该项瑕疵事项，悦然心动的实际控制人已作出承诺，如悦然心动或香港悦然因此受到处罚或遭受其他损失的，所有费用均由悦然心动的实际控制人承担，因此，该瑕疵事项不构成本次交易的实质障碍。

（二）标的公司的规范运作措施

根据公司与悦然心动及其股东签订的《发行股份及支付现金购买资产协议》，

本次交易完成后，公司将向悦然心动委派财务负责人和 3 名董事，参与悦然心动经营管理，加强悦然心动的规范运作。

本次交易完成后，悦然心动成为公司的全资子公司，公司作为上市公司应当遵守的法律法规和规范性文件亦适用于悦然心动，根据《发行股份及支付现金购买资产协议》的约定，悦然心动需要严格按照相关法律法规和公司控股子公司管理制度的要求，在重大事项、财务、信息披露、人事和运营合规性等方面加强对悦然心动的管理，有效加强其规范运作。

经核查，独立财务顾问认为：本次交易完成后，悦然心动成为上市公司的全资子公司，交易双方已经在《发行股份及支付现金购买资产协议》中对交易完成后标的公司的公司治理结构进行了约定，有助于提高标的公司规范运作水平。

（本页无正文，专为《广发证券股份有限公司关于深圳证券交易所出具的〈关于对摩登大道时尚集团股份有限公司的重组问询函〉之回复〉之盖章页）

广发证券股份有限公司

2016年11月8日