

**北京中企华资产评估有限责任公司**  
**关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》**  
**(163420 号)的回复**

中国证券监督管理委员会：

根据 2016 年 12 月 9 日贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(163420 号)，本次交易的评估机构北京中企华资产评估有限责任公司（以下简称“中企华评估”）对其中涉及评估的相关问题进行了整理，现答复说明如下：

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。

问题 4.申请材料显示,报告期内标的公司主要收入来源于平台商的分成收入。目前,悦然心动与苹果、谷歌发行平台的分成比例为 70%: 30%。请你公司:

1)补充披露与除苹果、谷歌外的其他平台商的分成比例。

2)补充披露相关产品是否需要经过平台商的审核、许可或备案。

3)补充披露与相关平台商签订的合同期限及续约情况,是否存在违约或不续约风险,如存在,补充披露对标的资产持续盈利能力的影响及应对措施。

请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复:

悦然心动相关产品主要通过苹果及谷歌平台发行,需要经过苹果及谷歌的审核,但无需经过特别许可或者备案。悦然心动不涉及在广告平台发布产品的情形,无需经过广告平台商的审核、许可或备案。

悦然心动的主要客户为发行平台客户及广告平台客户,除苹果、谷歌外的其他主要平台商为广告平台商,根据协议约定,悦然心动与广告平台的分成比例一般为 70%: 30%或者 75%: 25%,部分平台商会根据每月总收入相应调整分成比例。悦然心动与平台商签订的协议部分为长期协议,部分为自动续约协议,悦然心动与平台商的合作情况良好,未发生违约情况,平台商主动不续约的可能性较低。具体说明如下:

#### 一、补充披露除苹果、谷歌外的其他平台商的分成比例

根据悦然心动提供的平台商协议及说明,除苹果、谷歌外的其他

主要平台商为 FYBER GMBH(曾用名为 SponsorPay)、NATIVEX LLC 及 SUPERSONIC ADS LTD, 其各自的分成比例具体情况如下:

### (一)FYBER GMBH 的平台分成比例

悦然心动与 FYBER GMBH 签订的 PARTNERSHIP AGREEMENT(“合作协议”)第 2.1.1 条规定,“Commissions will be calculated as the value of virtual currency and/or premium features paid out to the Users. The Publisher receives 70% of the net proceeds.”因此,悦然心动作为发布者,其与 FYBER GMBH 的分成比例为 70%: 30%。

### (二)NATIVEX LLC 的平台分成比例

根据悦然心动与 NATIVEX LLC 签订的 SERVICE ORDER(“服务订单”),二者的分成比例根据悦然心动每月总收入相应调整,具体情况如下:

分成比例(悦然心动/平台商)	每月总收入(美元)
70%/30%	0-150,000
75%/25%	150,000-200,000
80%/20%	200,000-300,000
85%/15%	>300,000

### (三)SUPERSONIC ADS LTD 的平台分成比例

根据悦然心动与 SUPERSONIC ADS LTD 签订的 Publisher Agreement-Special Terms Addendum (“发布者协议-特别约定附件”),双方基本分成比例为 75%: 25% (占多数比例的为悦然心动)。若某一月悦然心动日均分成收入达到或超过 4,000 美金,则从下一个月开始双方分成比例变更为悦然心动占 80%,但若某月悦然心动的日均分成收入低于 4,000 美金,则双方分成比例回归至基本分成比例。

## 二、补充披露相关产品是否需要经过平台商的审核、许可或备案。

根据悦然心动的主营业务情况，其主要在苹果 iOS 平台及谷歌安卓平台发布相关产品，FYBER GMBH、NATIVEX LLC 及 SUPERSONIC ADS LTD 为悦然心动的广告合作平台商，悦然心动不涉及在广告合作平台商发布产品的情形，无需经过广告平台商的审核、许可或备案。

根据苹果发布的平台政策，产品在上线之前，需要经过苹果的内部审核。平台政策除了要求相关产品不得含有色情、暴力、宗教、赌博内容等基本要求外，还对产品的技术参数、隐私设置、界面等做了明确的规定。而谷歌发布的平台政策对产品的要求也基本如此。因此，悦然心动相关产品需要经过苹果及谷歌的审核，但无需经过特别许可或者备案，具体说明如下：

### (一)苹果 iOS 平台的审核政策

根据苹果 iOS 平台审核政策，除暴力、色情、宗教、赌博等基本要点外，对应用的技术参数、隐私设置、外观、内容、界面、广告位、支付系统都做出了较明确的规定。应用产品在 iOS 平台上经营，在提交应用商店时需经过审核通过。在全球范围内，只有通过审核的应用，才能在 iOS 的应用商店上线运营。

自标的公司成立以来，发布的多款应用已在 iOS 平台上线运营，因此研发和发行团队都已对 iOS 平台审核要点有较为深入的认识，目前的在研产品中也不涉及突破 iOS 审核指南中明确限制的内容。标的公司在 iOS 平台发行的应用产品审核风险较小。

## (二)谷歌安卓平台的审核政策

根据谷歌安卓平台审核政策，终止上架的主要原因包括涉及网络诱骗、色情、间谍等内容，悦然心动产品应用不涉及以上因素，因上述原因被安卓平台终止上架的可能性较小。标的公司定期对审核政策进行研究和核对，严格遵守安卓平台审核政策，自标的公司成立以来，多款产品已在安卓平台上线，标的公司目前开发的产品不存在突破安卓平台的审核限制的情况，标的公司在安卓平台发行的应用产品审核风险较小。

三、补充披露与相关平台商签订的合同期限及续约情况，是否存在违约或不续约风险，如存在，补充披露对标的资产持续盈利能力的  
影响及应对措施

### (一)补充披露与相关平台商签订的合同期限及续约情况

平台商名称	协议名称	协议期限
苹果	Apple Developer Program License Agreement(开发者许可协议)	自开设平台账户并激活起1年，此后以每年支付平台年费为续期条件，按约支付且不违反协议约定的，协议自动续期1年
谷歌	Google Play Developer Distribution Agreement(开发者分发协议)	长期有效
FYBER GMBH	PARTNERSHIP AGREEMENT(合作协议)	自协议签订之日起90日，若双方无其他约定，到期后则自动续期90日，以此类推
NATIVEX LLC	Monetization Terms and Conditions(平台政策)及服务订单	自协议签订之日起1年，到期后自动续期1年
SUPERSONIC ADS LTD	Platform Service General Terms and Conditions(平台政策)及特别约定	长期有效

悦然心动与谷歌、SUPERSONIC ADS LTD 之间签订的协议为长期协议，目前，当事方均在履约过程中，不涉及续约的情况；悦然心动与苹果、FYBER GMBH、NATIVEX LLC 之间存在续约的情况，其中，悦然心动与苹果、FYBER GMBH 续约次数较多，且较为稳定；悦然心动与 NATIVEX LLC 已于 2016 年 6 月 15 日签订了新的协议，目前尚在履

行中。

#### **四、相关平台是否存在违约或不续约风险**

根据悦然心动自成立以来与上述客户合作情况可知，悦然心动与平台商的合作情况良好，未发生违约情况，平台商主动不续约的可能性较低。具体说明如下：

##### **(一)应用平台违约风险**

报告期内，标的公司的用户主要通过苹果的 iOS 平台下载，少部分用户通过谷歌安卓平台下载。两大发行平台是全球主要的应用平台，凭借其社交化、全平台及服务一体化的互联网生态系统，两个平台能够给应用产品带来流量和收入，进而提升产品的知名度和盈利能力。对于平台而言，能够持续吸引优秀的开发者将其开发的优质产品接入平台运营是保持活力、增加用户数量与黏性、进而丰富平台生态系统并提高平台价值的核心所在，悦然心动的应用产品在平台上架，有利于实现双赢，苹果 iOS 平台和谷歌安卓平台违约或不续约的风险较小。

##### **(二)广告平台违约风险**

报告期内，标的公司的广告业务收入主要通过 FYBER GMBH、NATIVEX LLC、SUPERSONIC ADS LTD 平台进行运营。打造开放性的广告平台是互联网行业的主流趋势，标的公司拥有多款优质的移动社交应用工具，积累了大量具备一定消费能力的年轻用户群体，广告平台与标的公司合作，有利于实现合作共赢，广告平台主动违约或不续约风险较小。

## 五、具体应对措施及对未来盈利能力的影响

### (一)平台商违约对悦然心动盈利能力的影响

悦然心动的业务模式为,将自行研发的 APP 产品在苹果等应用商店全球发行,供用户免费下载;当用户需要使用应用中的高级功能时,可选择在应用内付费或者完成应用内指定的广告任务来获得应用内的虚拟货币,用虚拟货币来解锁应用内的高级功能。因此,悦然心动的主要客户为互联网 APP 产品发行平台和广告平台。2014 年、2015 年、2016 年 1-6 月,悦然心动前三大客户收入占比分别为 97.04%、98.04%、87.23%。悦然心动前三大客户从类别上分属于发行平台和广告平台客户,客户集中度相对较高,如果悦然心动与平台的合作关系发生变化,将对悦然心动经营业绩造成不利影响。

### (二)具体应对措施

对于应用产品发行平台客户而言,标的公司将加强对应用产品的质量控制在,避免发生审核风险,对于广告平台客户而言,标的公司将改进现有的移动社交应用工具,并开发更多优质的应用产品,积累更多具备一定消费能力的年轻用户群体,增强用户黏性,优质的互联网用户群体有利于提升标的公司对广告平台的吸引力和议价能力,降低广告平台的不续约风险和违约风险。除现有广告平台外,标的公司将与更多的广告平台合作,降低对现有广告平台的依赖性。通过实施以上措施,标的公司与广告平台的违约或不续约风险大大降低,多样化的广告平台和更多的应用产品将有利于盈利能力进一步改善。具体应对措施如下:

## 1、加强对应用产品的质量控制，保持与应用产品发行平台良好的合作关系，避免发生审核风险

悦然心动通过对移动互联网应用产品开发项目各阶段质量的控制，确保 App 开发各方面内容（包括界面设计、美术表现、操作体验等）达到各项测试指标的同时符合发行平台审核政策的要求，在最大程度上保障用户使用的流畅性。如上所述，自标的公司成立以来，发布的多款应用已在苹果及谷歌平台上线运营，因此研发和发行团队都已对发行平台审核要点有较为深入的认识，目前的在研产品中也不涉及突破发行平台审核指南中明确限制的内容。未来，悦然心动将继续加强对应用产品的质量控制，避免发生审核风险。

## 2、开发更多的产品、积累更多的用户资源，增强对广告平台的主动选择权，降低广告平台单方违约带来的经营风险

### (1)开发更多的产品，增强产品用户黏性

截至 2016 年 9 月 30 日，悦然心动紧跟海外社交应用工具需求研发移动应用 APP，通过 iOS、谷歌等全系列移动平台面向全球发布了 40 余款产品，全面覆盖 iOS、谷歌等移动应用平台。悦然心动在推出一款新产品时，基于过往产品形成的用户口碑，可较竞争者及其产品更早积累优质的用户资源。悦然心动目前已经形成了较为完善的产品体系，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
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
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、Followers Tracker、Instapics 和 Followgrow for Twitter 等

未来悦然心动将开发更多的产品，增强产品的用户黏性，从而增强对广告平台主动选择权。

## (2)拓展更多的社交平台，积累更多的用户资源

报告期内，基于社交辅助工具系列产品的优异表现，悦然心动在原有 **Padview,Followers Tracker** 等产品的基础上继续优化和完善。同时，根据社交网络用户的需求及使用习惯的变化和发展，进一步开发新的应用产品，增强用户在移动互联网社交生活中的使用体验。截至目前，全球移动互联网社交平台除 **Instagram** 外，还包括 **Facebook、YouTube、Twitter、及 Snapchat** 等，上述平台虽然均属于移动互联网社交服务类，但各平台的资源优势与其带给用户的体验各有不同。通过分析社交网络用户的使用习惯，探索用户的付费动机，悦然心动已着手开发针对不同社交平台的辅助工具产品，例如针对 **Twitter** 和 **Facebook** 的社交辅助工具。

未来悦然心动将按照上述规划拓展更多的社交平台，积累更多的用户资源，增强对广告平台的主动选择权。

## (3)深挖现有发行平台用户资源，拓展更多的广告平台客户资源

发行平台方面，悦然心动将开发更多的产品，同时，拓展更多的社交网络，增强用户体验，深挖现有发行平台用户资源，除继续在苹果平台上维护和发布产品外，还将加大谷歌平台的拓展力度，提升产品在谷歌平台的发布力度。

广告平台方面，由于悦然心动产品具备较好的用户黏性，能够为广告平台引流，因此其具备选择广告平台的主动权，悦然心动将通过

保持和增强客户黏性、增加用户规模等方式维持自身的用户资源优势，从而有利于拓展更多的广告平台客户，进一步降低单一广告平台类客户的收入比重。报告期内，标的公司广告平台数量有所增加。未来，悦然心动将加大与其他广告平台的合作力度，拓展更多的广告平台客户。

## 六、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，悦然心动应用产品需要经过苹果及谷歌平台审核，不涉及许可及备案的情形。报告期内，悦然心动与平台商签订的合作协议均为可自动续约或长期有效的协议，合作双方按协议约定的分成比例开展业务，合作情况良好，平台商与悦然心动违约或者不续约的风险较小。为避免后续可能发生的违约风险，标的公司已经采取了相关应对措施，相关应对措施切实可行，有助于降低平台客户的不续约和违约风险，从而降低对标的公司持续盈利能力的影响。

**问题 12.**申请材料显示，收益法评估中悦然心动 2016 年 7-12 月的预测主营业务收入为 2,785.88 万元，预测净利润为 1,741.25 万元。请你公司结合截止目前的经营业绩、产品市场推广情况，补充披露悦然心动 2016 年预测营业收入和净利润的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

截止 2016 年 11 月 30 日，悦然心动已超额完成全年营业收入和净利润。从上述经营业绩来看，悦然心动预测营业收入和净利润具有可实现性。具体说明如下：

## 一、悦然心动 2016 年预测营业收入和净利润的可实现性

### (一)截止 2016 年 11 月 30 日的经营业绩

金额单位：人民币万元

项目	2016 年预测	2016 年 1-11 月实际实现(注 1)	2016 年 1-11 月已实现占比
营业收入	6,007.40	6,188.28	103.01%
扣非后净利润	3,296.99(注 2)	3,705.87	112.40%

注 1：2016 年 1-11 月数据为未审数据。

注 2：2016 年交易对方的承诺业绩为 3,300 万元。

通过上表可以看出，截止 2016 年 11 月 30 日，悦然心动已超额实现全年营业收入和净利润。从上述经营业绩来看，悦然心动预测营业收入和净利润具有可实现性。

### (二)各产品市场推广情况

在前期积累的用户基础上，2016 年以来，悦然心动产品推广情况如下：

#### 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

悦然心动的社交辅助工具已覆盖了 Instagram 和 Twitter。未来年度，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。

通过上述努力，2016年下半年悦然心动各产品运营情况良好，说明如下：

数量单位：万个

产品类别	项目	2016年7-12月预测数据	2016年7-11月实现数据	2016年7-11月已实现占比
个性化工具	新增用户	435	350.26	80.52%
	活跃用户	128.6	145.62	113.24%
微任务工具	新增用户	72	108.3	150.41%
	活跃用户	21.07	23.29	110.54%
社交辅助工具	新增用户	645	700.72	108.64%
	活跃用户	226.43	254.53	112.41%

## 二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，2016年下半年，悦然心动产品开发进度和运营情况良好；结合截至2016年11月30日的经营业绩、产品市场推广情况，悦然心动2016年营业收入及净利润预测具有可实现性。

问题13.申请材料显示，2014年、2015年悦然心动社交辅助工具类应用产品的月均新增用户数分别为72.38万、86.28万、90.09万个，该应用产品涵盖了Padview、Followers Tracker、Followgrow for Twitter、InstaPics等多款APP。收益法评估中预测2016年10月、2018年年初分别上线两款新产品，新产品第一年、第二年的年均新增用户数分别为55万、75万。请你公司结合报告期单款应用产品的月均新增用户数、2016年10月上线新产品的月均新增用户等，补充披露悦然心动预测期月均新增用户数测算的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

本次评估，评估机构主要结合历史年度社交辅助工具月均新增用户数情况及未来悦然心动产品发展规划对预测期月均新增用户进行

预测。根据预测结果，预测期悦然心动产品的月均新增用户总体上低于历史期水平，并且呈下降趋势，较为合理。

### 1.原有产品月均新增用户数

项目	2014年	2015年	2016年1-6月
原有产品月均新增用户	72.38	86.28	90.09

注：2014年原有产品月均新增用户=2014年原有产品全年新增用户数量/12；2015年及2016年1-6月均按照该口径计算。

### 2.预测期产品月均新增用户数

项目	2016年7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
原有产品月均新增用户	80.00	60.00	40.00	35.00	30.00	20.00
新产品1-月均新增用户	55.00	75.00	60.00	55.00	50.00	45.00
新产品2-月均新增用户	0.00	0.00	55.00	75.00	60.00	55.00

注：新产品1已于2016年10月上线。根据悦然心动的产品规划，新产品2预计将于2018年年初上线。

具体说明如下：

## 一、原有产品月均新增用户数的预测依据及合理性

### (一)预测依据

历史年度社交辅助工具原有产品月均新增用户数情况如下：

数量单位：万个

月份	当月新增用户数
2014年1月	160.68
2014年2月	85.76
2014年3月	84.43
2014年4月	64.02
2014年5月	61.04
2014年6月	64.20
2014年7月	64.70
2014年8月	67.57
2014年9月	55.65
2014年10月	47.64
2014年11月	49.42
2014年12月	63.41
2015年1月	57.40
2015年2月	42.10
2015年3月	42.50
2015年4月	50.48
2015年5月	48.42
2015年6月	111.74

2015年7月	72.57
2015年8月	106.41
2015年9月	98.73
2015年10月	92.60
2015年11月	151.16
2015年12月	161.30
2016年1月	84.73
2016年2月	52.23
2016年3月	67.21
2016年4月	77.07
2016年5月	84.00
2016年6月	175.28
平均值	81.48

由上可知，历史年度社交辅助工具产品当月新增用户数的平均值为 81.48 万个，本次评估，评估机构取 80 万个作为 2016 年 7-12 月原有产品月均新增用户数预测数。基于谨慎性原则，预测年度月均新增用户数在此基础上均有一定幅度的下降，具体如下：

单位：万个

项目	2016年7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
原有产品月均新增用户	80.00	60.00	40.00	35.00	30.00	20.00

## (二)合理性分析

### 1.结合历史年度原有产品月均新增用户数量分析其合理性

2014 年度、2015 年度及 2016 年上半年，社交辅助工具原有产品月均新增用户数量情况如下：

单位：万个

项目	2014年	2015年	2016年1-6月
原有产品月均新增用户	72.38	86.28	90.09
增长率		19.22%	4.41%

由上可知，2014 年至 2016 年上半年，原有产品月均新增用户处于上升阶段。2016 年 1-6 月原有产品月均新增用户达到 90.09 万个。本次评估，2016 年 7-12 月月均新增用户预测数为 80 万个，低于 2016 年 1-6 月月均新增用户水平，同时，预测期 2017 年及以后年度月均新

增用户数均低于历史年度月均新增用户数量，并且总体呈下降趋势，较为合理。

## 2.结合历史年度单款应用产品的月均新增用户数分析其合理性

原有产品单款应用的月均新增用户数具体情况如下：

单位：万个

单款应用产品名称	2014年	2015年	2016年1-6月
1000Comments	-	5.17	0.53
1000Followers	-	-	3.89
1000Likes	-	4.01	10.58
10000Followers	-	0.42	1.38
10000Likes	-	-	1.84
5000Followers	-	9.09	8.48
8000Followers	-	-	4.30
9000Followers	-	-	0.49
CommentsBoost	-	-	0.39
FollowersBoost	0.09	0.90	1.31
FollowersTracker	-	-	3.68
Followgrow	-	3.03	5.85
GetComments	1.16	0.09	4.53
GetFollowers	9.02	15.82	12.93
GetLikes	0.40	3.24	2.62
GetVideoViews	-	-	8.81
InstaPics	-	0.19	10.35
LikeBoost	0.12	1.51	1.94
Like4Like	0.64	0.67	0.03
LikeRush	2.37	7.65	0.64
LikeSaga	1.32	0.54	0.02
Padview	59.26	39.14	10.96
Repost	-	-	1.30
WhoCaresAboutMeMost	-	15.69	0.60
Wholikesmemost	-	-	0.72
WhoViewedyourprofile	-	2.07	0.17
合计	74.39	109.24	98.31

注：每款应用产品 2014 年、2015 年、2016 年 1-6 月月均新增用户数=每款应用产品期间内所有新增用户数量/相应的期间

由上可知，预测期 2016 年 7-12 月月均新增用户为 80 万个，总体上低于历史年度单款应用产品的月均新增用户数据(2014 年度除外)，2017 年及以后年度月份均新增用户数均低于历史年度单款应用产品的月均新增用户数合计数量，较为合理。

## 3.结合基准日后月均新增用户数实现情况分析其合理性

根据统计，基准日后 2016 年 7 月-11 月，社交辅助工具类原有产品月均新增用户数量为 118.70 万个，高于 2016 年 7-12 月份预测数据 80 万个，本次评估预测数据较为合理。

## 二、新产品月均新增用户数的预测依据及合理性

### (一)预测依据

为积累更多的用户同时提高用户体验，悦然心动主要在原有产品的基础上进行更新迭代，开发出新产品。有鉴于此，本次评估主要结合报告期原有产品月均新增用户数预测新产品月均新增用户数，即新产品月均新增用户数=原有产品单款应用月均新增用户数\*新产品合计推出的应用数量。

如下表所示，原有产品单款应用月均新增用户数为 5.49 万个，根据悦然心动产品规划，预计新产品 1 上线 10 余个应用产品，基于谨慎原则，本次评估取上线应用产品数量为 10 个，则新产品月均新增用户数为  $5.49 \times 10 = 54.92$  万个，因此本次评估取 55 万作为 2016 年 7-12 月新产品月均新增用户数。

### 原有产品单款应用月均新增用户数

单位：万个

单款应用产品名称	单款应用产品从上线至 2016 年 6 月的月均新增用户数
1000Comments	4.52
1000Followers	3.89
1000Likes	8.76
10000Followers	1.16
10000Likes	1.84
5000Followers	10.21
8000Followers	5.74
9000Followers	0.49
CommentsBoost	2.32
FollowersBoost	1.18
FollowersTracker	3.68
Followgrow	4.91
GetComments	1.46

单款应用产品名称	单款应用产品从上线至 2016 年 6 月的月均新增用户数
GetFollowers	12.52
GetLikes	2.46
GetVideoViews	8.81
InstaPics	3.58
LikeBoost	1.67
Like4Like	0.64
LikeRush	5.46
LikeSaga	0.76
Padview	41.55
Repost	1.30
WhoCaresAboutMeMost	11.65
Wholikesmemost	0.72
WhoViewedyourprofile	1.55
平均值	5.49

考虑到新产品 1 上线后，悦然心动在 2016 年进一步完善产品的功能、优化产品的效率后，新产品 1 月均新增用户数量会有所上升，本次评估，预测期 2017 年新产品 1 月均新增用户数量为 75 万个，总体上低于原有产品历史期月均新增用户数量，同时，基于谨慎原则，2018 年及以后年度，新产品 1 的月新均增用户数呈下降趋势，较为合理。

预测期新产品 1 月均新增用户数如下：

单位：万个

项目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
新产品 1-月均新增用户	55.00	75.00	60.00	55.00	50.00	45.00

新产品 2 月均新增用户数预测依据与新产品 1 一致。

## (二)合理性分析

如上所述，为积累更多的用户同时提高用户体验，悦然心动主要在原有产品的基础上进行更新迭代，开发出新产品。现结合历史年度原有产品月均新增用户数量说明新产品月均新增用户数预测的合理性。

同时，鉴于新产品 1 已经于 2016 年 10 月上线，新产品 2 预计于

2018 年年初上线，其预测期月均新增用户数与新产品 1 一致，现以新产品 1 为例说明新产品月均新增用户数预测的合理性。

### 1.结合历史年度原有产品月均新增用户数量分析其合理性

2014 年度、2015 年度及 2016 年上半年，原有产品月均新增用户数量情况如下：

单位：万个

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
原有产品月均新增用户	72.38	86.28	90.09
增长率		19.22%	4.41%

预测期新产品 1 月均新增用户数如下：

单位：万个

项目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
新产品 1-月均新增用户	55.00	75.00	60.00	55.00	50.00	45.00

由上可知，预测期新产品月均新增用户总体低于历史年度原有产品月均新增用户，并且呈下降趋势，较为合理。

### 2.结合历史年度单款应用产品的月均新增用户数分析其合理性

根据上述统计，历史年度单款应用产品的月均新增用户数情况如下：

单位：万个

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
单款应用产品的月均新增用户数合计	74.39	109.24	98.31
增长率		46.86%	-10.00%

预测期新产品 1 月均新增用户数如下：

单位：万个

项目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
新产品 1-月均新增用户	55.00	75.00	60.00	55.00	50.00	45.00

由上可知，预测期新产品月均新增用户总体低于历史年度原有产品月均新增用户，并且预测期总体呈下降趋势，较为合理。

### 3.结合新产品 1 上线后月均新增用户数实现情况分析其合理性

新产品 1 上线后 10-11 月月均新增用户数量为 53.60 万个，与预测数据 55 万个较为相符，新产品月均新增用户数预测较为合理。

### 三、从累计用户数量的实现情况分析月均新增用户数量的合理性

本次评估，评估机构预测预测期截止 2016 年 12 月 31 日累计用户数量为 3,234.78 万个，截止 2016 年 11 月 30 日，悦然心动社交辅助工具累计用户数量为 3,290.50 万个，累计用户实现情况良好，进一步表明悦然心动月均新增用户数的预测较为合理。

综上，本次评估悦然心动预测期原有产品及新产品月均新增用户数测算较为合理。

### 四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，悦然心动预测期月均新增用户数测算具有合理性。

问题 14.申请材料显示，2014 年、2015 年、2016 年 1-6 月悦然心动社交辅助工具类应用产品的活跃用户转化率分别为 18.74%、9.63%、7.69%，在总用户数增长较快的情况下，收益法评估中预测 2017 年-2021 年的转化率分别为 6%、5.5%、5%、4.5%、4%。请你公司补充披露悦然心动未来年度活跃用户转化率的预测依据、过程和合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

本次评估，评估机构结合悦然心动历史年度活跃用户转化率情况，综合考虑未来产品发展规划对预测期活跃用户转化率进行预测。根据

预测结果，悦然心动预测期活跃用户转化率呈下降趋势，至永续期保持稳定，较为合理。具体说明如下：

### 一、悦然心动未来年度活跃用户转化率的预测依据

转化率是指被悦然心动产品累积用户数转化为月活跃用户的比率，即转化率=月活跃用户/累积用户数。本次评估，评估机构结合悦然心动历史年度活跃用户转化率情况，综合考虑未来产品发展规划对预测期活跃用户转化率进行预测。

本次评估基准日为 2016 年 6 月 30 日，报告期内，随着累计用户数量的增长，悦然心动社交辅助工具转化率呈下降趋势。本次评估预测，基于谨慎性原则，本次评估预测悦然心动社交辅助工具转化率呈下降趋势，至永续期保持稳定。

### 二、悦然心动未来年度活跃用户转化率的预测过程及合理性分析

#### (一)预测期转化率符合历史期转化率趋势

悦然心动历史期以及预测期转化率情况如下：

单位：%

历史期转化率数据			预测期转化率数据						
2014年	2015年	2016年 1-6月	2016年 7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	永续期
18.74	9.63	7.69	7.00	6.00	5.50	5.00	4.50	4.00	4.00

由上可知，参考历史期转化率趋势，预测期转化率呈下降趋势，至稳定期转化率为 4%，保持在较低水平，较为合理。

#### (二)基准日后 2016 年 7-11 月转化率实际情况符合预测情况

根据统计，基准日后 2016 年 7-11 月转化率为 7.74%，与预测期 2016 年 7-12 月转化率 7%相比，本次评估预测的转化率符合悦然心动社交辅助工具转化率变动趋势，较为合理。

### (三)与其他交易案例中的转化率预测趋势对比分析

近期部分涉及转化率预测的案例如下：

上市公司	标的公司	主营业务	指标	预测第1年	预测第2年	预测第3年	预测第4年	预测第5年
号百控股	天翼阅读	数字化阅读服务	转化率	23.90%	24.40%	24.60%	25.40%	26.30%
			转化率增长率		2.09%	0.82%	3.25%	3.54%
皇氏集团	盛世骄阳	新媒体影视节目整合、发行和运营	转化率	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
			转化率增长率		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
初灵信息	北京视达科	互动媒体平台行业	转化率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
			转化率增长率		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
青海明胶	神州易桥	面向中小微企业提供财税综合服务	转化率	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
			转化率增长率		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
摩登大道	悦然心动	移动互联网社交工具类应用的开发和运营	转化率	7.00%	6.00%	5.50%	5.00%	4.50%
			转化率增长率		-14.29%	-8.33%	-9.09%	-10.00%

注：上述交易案例中转化率的内涵与本次交易悦然心动活跃用户转化率的内涵不同，本次评估选取的活跃用户转化率在绝对数上与其他交易案例的转化率不具有可比性，但预测趋势具备一定的可比性。

由上可知，上述案例预测期转化率基本保持稳定，本次评估，评估机构基于谨慎原则，预测期悦然心动产品活跃用户转化率呈下降的趋势，较为合理性。

综上，本次评估关于悦然心动产品的活跃用户转化率预测具有合理性。

### 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，悦然心动未来年度活跃用户转化率预测具有合理性。

**问题 15.申请材料显示，2014 年、2015 年、2016 年 1-6 月悦然心**

动社交辅助工具类应用产品的月均 ARPU 值分别为 0.07 美元，0.121 美元、0.203 美元。收益法评估中 2017 年的预测 ARPU 值为 0.243 美元，2018 年及以后年度的预测 ARPU 值为 0.292 美元。请你公司补充披露悦然心动预测期月均 ARPU 值远高于报告期的原因、依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

本次评估，鉴于悦然心动社交辅助工具历史年度月均 ARPU 值增长速度较快，预测期内 2017 年及 2018 年月均 ARPU 值也考虑了一定的增长所致，基于谨慎性原则，增长率小于历史年度，并且至 2018 年后保持稳定，符合悦然心动产品发展趋势及行业发展情况，较为合理。

具体说明如下：

一、预测期月均 ARPU 值高于报告期系由其历史期增长趋势决定历史年度社交辅助工具的月均 ARPU 值情况如下：

金额单位：美元/用户

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
社交辅助工具月均 ARPU 值	0.071	0.121	0.203
增长率		70.42%	67.77%

由上可知，鉴于悦然心动社交辅助工具历史年度月均 ARPU 值增长速度较快，本次评估，预测期内月均 ARPU 值也考虑了一定的增长，基于谨慎性原则，增长率小于历史年度，并且至 2018 年后保持稳定，较为合理。具体情况如下：

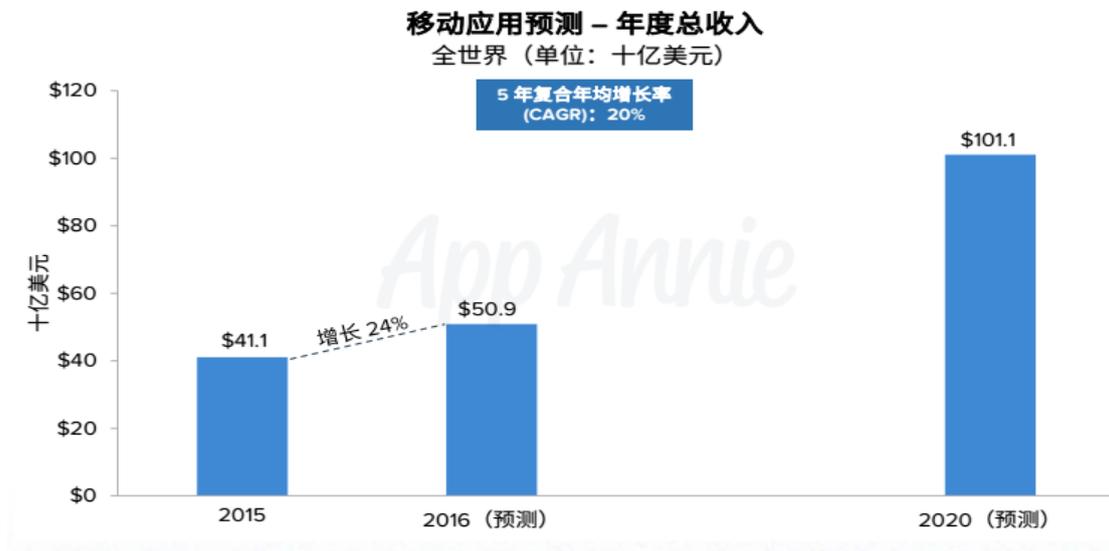
单位：美元/用户

项目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
月均 ARPU 值	0.203	0.243	0.292	0.292	0.292	0.292
增长率	--	20.00%	20.00%	0.00%	0.00%	0.00%

## 二、预测期月均 ARPU 值增长率符合行业发展趋势

### (一)应用商店下载量及付费金额不断提高

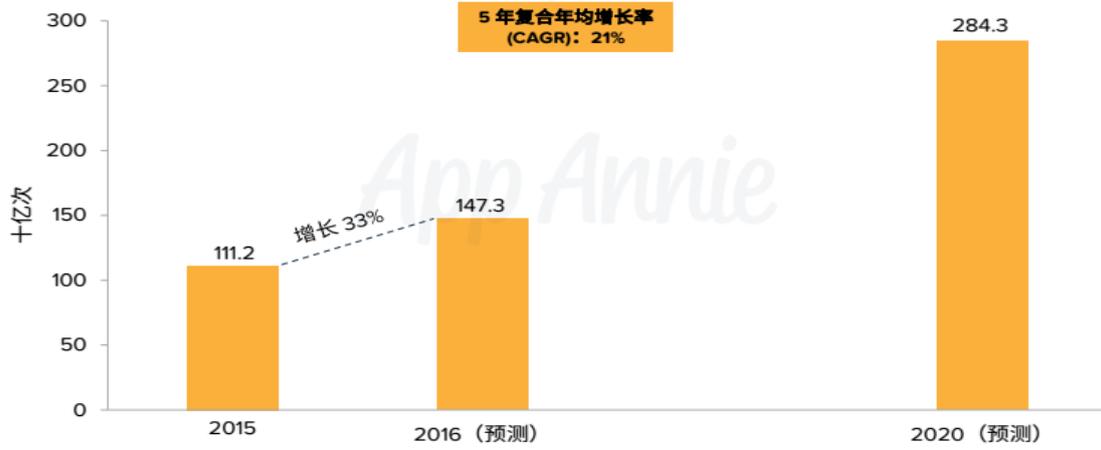
据 App Annie 在 2016 年发布的《2016 年第一季度移动应用预测报告》显示，随着应用为用户提供的价值越来越高以及设备渗透率的不断提升，预计用户 2016 年在应用商店直接付费（IAP:In App Purchase）的总金额将同比增长 24%，达到 509 亿美元，并在 2020 年达到 1,011 亿美元。



数据来源：App Annie

报告预计，2016 年应用商店下载量将同比增长 33%，达到 1473 亿次，随着智能手机在新兴市场的不断普及和首次使用移动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 2843 亿次。

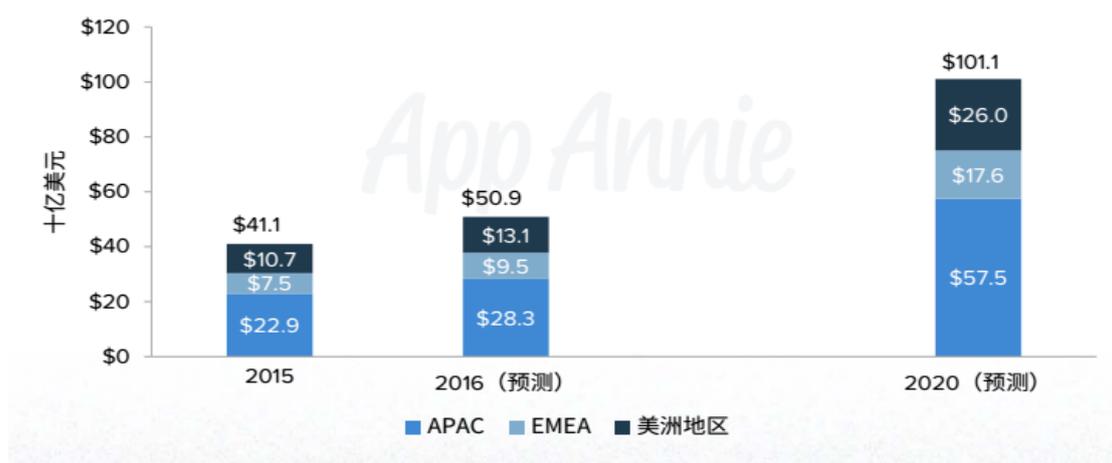
### 移动应用预测 – 年度下载量 全世界 (单位: 十亿次)



数据来源: App Annie

报告预测,截至 2020 年,全球移动应用商店直接付费 (IAP:In App Purchase) 将达到 1011 亿美元,五年复合增长率约为 20%。未来五年中,美洲和欧洲、中东及非洲地区的应用商店直接付费收入将在 2016 年的基础上约翻一番,2020 年,亚太地区的应用商店直接付费总额将增长至 575 亿美元。

### 移动应用预测 – 年度总收入 按区域统计 (单位: 十亿美元)



数据来源: App Annie

其中,单台设备创造的应用商店直接付费收入由 2015 年的 15.42 美元增长至 2020 年的 16.22 美元,主要来自于成熟市场的现有智能手

机用户。随着智能手机渗透率不断提升，新兴市场的消费者在移动应用商店直接付费支出也将不断攀升。

## (二)预测期月均 ARPU 值增长率符合行业发展趋势

2016 年以来，悦然心动的社交辅助工具产品开始横向覆盖至更多的海外社交网络，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，未来将横向覆盖至 Youtube、Facebook 等更多的海外社交网络。以上优化措施有效提升了社交辅助工具的产品竞争力，进而提高用户使用和付费的意愿，从而促使产品的月均 ARPU 值增长。

预测期及报告期内月均 ARPU 值及其增长率情况如下：

单位：美元/用户

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
月均 ARPU 值	0.071	0.121	0.203	0.203	0.243	0.292	0.292	0.292	0.292
增长率		70.42%	67.77%	--	20.00%	20.00%	0.00%	0.00%	0.00%

根据上表，本次评估预测期月均 ARPU 值增长率符合历史期增长趋势，同时，基于谨慎原则，低于报告期内月均 ARPU 值增长率，并且在 2018 年后保持稳定，较为合理。从行业增长情况分析，如上所述，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%，未来五年复合年均增长率将达到 20%，本次评估预测期 2017 年、2018 年月均 ARPU 值增长率为 20%，总体符合行业发展趋势，较为合理。

### 三、预测期月均 ARPU 值增长趋势符合悦然心动产品的发展情况

#### (一)悦然心动产品具备一定的竞争力

悦然心动产品具备一定的竞争力，从产品层面，悦然心动社交辅助工具产品月均 ARPU 值增长的原因如下：

##### 1.研发投入规模增加，产品持续迭代

报告期内，基于社交辅助工具系列产品的优异表现，悦然心动在原有产品的基础上继续优化和完善。同时，根据社交网络用户的需求及使用习惯的变化和发展，进一步开发新的应用产品，增强用户在移动互联网社交生活中的使用体验。

截至目前，全球移动互联网社交平台除 Instagram 外，还包括 Facebook、YouTube、Twitter、及 Snapchat 等，上述平台虽然均属于移动互联网社交服务类，但各平台的资源优势与其带给用户的体验各有不同。通过分析社交网络用户的使用习惯，探索用户的付费动机，悦然心动已着手开发针对不同社交平台的辅助工具产品，例如针对 Twitter 和 Facebook 的社交辅助工具。

##### 2.互联网社交平台用户黏度较好

社交辅助工具应用，是移动互联网应用市场的一个重要分支，具有产品生命周期长、用户黏度较好的特点。包括 Instagram、Facebook、YouTube、Twitter、及 Snapchat 在内的移动互联网社交平台，为用户提供了即时分享自身所处场景的渠道，以其分享途径简便、传播速度快、互动性强等特点吸引了全球范围内大量用户。悦然心动开发的社交辅助工具类产品，是以上述优质的移动互联网社交平台为基础，根据多

样化的用户需求，开发出一系列帮助用户提升社交平台使用体验的应用工具。由于互联网社交平台用户黏性较高，如 Facebook 注册用户，一旦用户注册后，将会形成较为稳定的朋友圈，保持较为稳定的使用习惯，不会轻易变换社交平台，同时，不断变化和丰富的用户需求将推动悦然心动社交辅助工具的快速发展。

## (二)报告期内，悦然心动产品用户付费趋势较好

报告期内，悦然心动社交辅助工具产品的收入结构如下：

金额单位：人民币万元

收入类型	2014 年		2015 年		2016 年 1-6 月		2016 年 1-11 月	
	收入	比重(%)	收入	比重(%)	收入	比重(%)	收入	比重(%)
应用内付费	313.89	32.24	672.36	38.67	906.3	57.63	2,683.88	76.23
广告收入	659.66	67.76	1,066.23	61.33	666.18	42.37	836.90	23.77
合计	973.55	100.00	1,738.59	100.00	1,572.49	100.00	3,520.78	100.00

注：2016 年 1-11 月数据为未审数据。

由上可知，社交辅助工具收入中应用内付费收入比例逐年上升，至 2016 年 6 月占比为 57.63%，基准日后至 2016 年 11 月 30 日占比为 76.23%，表明报告期内及基准日后社交辅助工具用户的付款趋势逐年上升，随着悦然心动对社交辅助工具不断更新迭代，预测期应用内付费收入将会延续上述趋势，因此，预测期内月均 ARPU 值的增长较为合理。

## 四、基准日后社交辅助工具的实际月均 ARPU 值符合预测趋势

2016 年 7 月-11 月社交辅助工具实际月均 ARPU 值情况如下表：

单位：美元/用户

2016 年 7-11 月实际月均 ARPU 值	7-12 月预测月均 ARPU 值
0.227	0.203

由上可知，2016 年 7-11 月实际月均 ARPU 值为 0.227 美元/用户，高于 2016 年 7-12 月预测月均 ARPU 值 0.203 美元/用户，本次评估月均

ARPU 值预测较为合理。

综上所述，本次评估社交辅助工具的月均 ARPU 值预测数据具有合理性。

## 五、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，悦然心动预测期月均 ARPU 值高于报告期是由其增长趋势决定的，社交辅助工具产品月均 ARPU 值预测具有合理性。

**问题 16.**申请材料显示，收益法评估中悦然心动 2016 年至 2018 年度的预测毛利率分别为 79.33%、82.17%、81.47%，相比 2014 年、2015 年、2016 年 1-6 月的毛利率（97.43%、92.5%、78.42%），预测期毛利率稳定且比 2016 年 1-6 月的毛利率高。请你公司补充披露悦然心动 2016 年及以后年度毛利率预测的依据和合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

本次评估，预测期悦然心动综合毛利率稳定且比 2016 年 1-6 月的毛利率高的原因是不同产品的毛利率差异及预测期各产品收入占比发生变化所致。2016 年 1-6 月微任务工具收入增长迅速，收入占比较大（占比为 45.85%），但其毛利率较低，导致 2016 年 1-6 月综合毛利率较低。本次评估，评估机构根据悦然心动产品规划预测，预测期内社交辅助工具产品收入占比将不断提升，综合毛利率也较 2016 年 1-6 月有所提升，但预测期综合毛利率总体低于历史年度毛利率，并且呈下降趋势，较为合理。具体说明如下：

## 一、悦然心动 2016 年及以后年度毛利率预测的依据

### (一)历史年度毛利率分析

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。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。

3.2016 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。

### (二)预测期毛利率情况

本次评估，预测期毛利率情况如下：

金额单位：人民币万元

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	442.67	547.15	646.83	703.18	732.63	732.63
	成本	12.88	18.33	22	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%
	毛利率	96.12%	95.86%	95.98%	95.96%	95.89%	95.63%	95.63%
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%

	毛利率	58.38%	57.77%	57.76%	57.67%	57.63%	57.49%	57.49%
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%
	毛利率	91.97%	88.45%	86.12%	85.37%	83.83%	81.49%	81.49%
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，悦然心动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。

## 二、悦然心动 2016 年及以后年度毛利率预测的合理性

### (一)结合分产品毛利率预测说明 2016 年及以后年度综合毛利率预测的合理性

本次评估，评估机构根据悦然心动产品类型对产品毛利率进行预测，综合毛利率受分产品毛利率预测的影响，现结合分产品毛利率预测的合理性说明综合毛利率预测的合理性：

#### 1.个性化工具毛利率情况分析

个性化工具历史年度毛利率情况如下：

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
个性化工具毛利率	N/A	96.85%	96.90%

个性化工具预测年度毛利率情况如下：

项目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
个性化工具毛利率	95.29%	95.86%	95.98%	95.96%	95.89%	95.63%

由上可知，预测期各年度个性化工具收入毛利率水平均低于历史年度，总体呈下降趋势，较为合理。

#### 2.微任务工具毛利率情况分析

微任务工具历史年度毛利率情况如下：

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
微任务工具毛利率	N/A	36.60%	58.61%

微任务工具预测年度毛利率情况如下：

项目	2016年7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
微任务工具毛利率	57.99%	57.77%	57.76%	57.67%	57.63%	57.49%

由上可知，预测期微任务工具收入毛利率水平均低于2016年1-6月，并且呈下降趋势，较为合理。

### 3.社交辅助工具毛利率情况分析

社交辅助工具历史年度毛利率情况如下：

项目	2014年	2015年	2016年1-6月
社交辅助工具毛利率	97.70%	94.15%	94.40%

社交辅助工具预测年度毛利率情况如下：

项目	2016年7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
社交辅助工具毛利率	89.85%	88.45%	86.12%	85.37%	83.83%	81.49%

由上可知，预测期社交辅助工具收入毛利率水平均低于历史年度，并且呈下降趋势，较为合理。

#### (二)预测期悦然心动综合毛利率稳定且比2016年1-6月的毛利率高的原因

根据上述分析，与历史期毛利率相比，预测期悦然心动分产品的毛利率预测较为合理。预测期悦然心动综合毛利率稳定且比2016年1-6月的毛利率高的原因是不同产品的毛利率差异及预测期各产品收入占比发生变化所致。2016年1-6月微任务工具收入增长迅速，收入占比较大（占比为45.85%），但其毛利率较低，导致2016年1-6月综合毛利率较低。

本次评估，根据悦然心动产品规划预测，预测期内社交辅助工具产品收入占比将不断提升，综合毛利率也较2016年1-6月有所提升，但预测期综合毛利率总体低于历史年度毛利率，并且呈下降趋势，较为合理。具体说明如下：

### 1.历史年度各产品收入占比情况如下:

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
个性化工具收入占比	0.00%	10.40%	5.34%
微任务工具收入占比	0.00%	3.36%	45.85%
社交辅助工具收入占比	100.00%	86.24%	48.81%

由上可知, 2014 年度、2015 年度, 社交辅助工具收入的占比较高, 2016 年上半年微任务工具收入占比较 2015 年大幅上升, 由于微任务工具收入的毛利率水低于社交辅助工具和个性化工具, 造成 2016 年上半年综合毛利率有所下降。

### 2.预测年度各产品收入占比情况如下:

项目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
个性化工具收入占比	5.75%	5.76%	4.98%	5.04%	5.09%	5.22%
微任务工具收入占比	29.64%	21.86%	18.11%	17.34%	17.55%	17.75%
社交辅助工具收入占比	64.62%	72.38%	76.91%	77.62%	77.36%	77.03%

本次评估, 评估机构根据悦然心动的产品规划, 与历史期一致, 悦然心动预测期收入占比最大的产品仍为社交辅助工具产品, 因此, 预测年度社交辅助工具收入占比逐年上升, 由于社交辅助工具毛利率高于微任务工具毛利率, 导致综合毛利率较 2016 年 1-6 月有所提升, 但预测期综合毛利率总体低于历史年度毛利率, 并且呈下降趋势, 较为合理。

### 三、中介机构核查意见

经核查, 评估师认为, 预测期悦然心动综合毛利率稳定且比 2016 年 1-6 月的毛利率高的原因是不同产品的毛利率存在较大差异所致。悦然心动 2016 年及以后年度毛利率预测具有合理性。

(本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>(163420)号之反馈意见回复》之签章页)

签字注册资产评估师：\_\_\_\_\_ 签字注册资产评估师：\_\_\_\_\_

陈昱刚

刘树

北京中企华资产评估有限责任公司

2016 年 12 月 26 日