

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告之內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部分內容而產生或因倚賴該等內容而引致之任何損失承擔任何責任。



阅文集团

CHINA LITERATURE LIMITED

阅文集团

(於開曼群島註冊成立的有限公司)

(股份代號：772)

關連交易

收購目標公司26.67%股權

本次股權轉讓

董事會欣然宣佈，於二零二五年五月三十日，上海宏文(本公司的中國經營實體，作為買方)與賣方訂立股權轉讓協議，據此，上海宏文有條件同意收購，而(i)管理層賣方有條件同意出售目標公司合共約11.89%股權；及(ii)投資者賣方有條件同意出售目標公司合共約14.78%股權。股權轉讓協議項下的總代價約為人民幣324.80百萬元。

於本公告日期，本公司持有目標公司約5.17%的股權，及於本次股權轉讓完成後，經計及員工持股計劃重組後，本公司將持有目標公司合共約31.48%股權，目標公司不會成為本公司的附屬公司，其財務報表將不會綜合併入本集團財務報表。

上市規則的涵義

於本公告日期，騰訊為本公司控股股東，因此根據上市規則第14A章為本公司的關連人士及控制人。此外，林芝利創(由騰訊最終控制，因此為騰訊的聯繫人)為目標公司的主要股東，擁有約30.34%的股權。因此，根據上市規則第14A.28(2)條，本次股權轉讓構成本公司的關連交易。

於本次股權轉讓之前，買方與泰富文化（獨立第三方）訂立股權轉讓協議，以收購目標公司的約5.17%股權（經考慮員工持股計劃重組後，將攤薄至4.81%）。由於林芝利創（由騰訊（本公司的控制人）最終控制，因此為騰訊的聯繫人）為目標公司的主要股東。因此，根據上市規則第14A.28(2)條，先前股權轉讓亦構成本公司的關連交易。然而，概無與先前股權轉讓有關的適用百分比率（定義見上市規則）超過0.1%，因此，先前股權轉讓完全獲豁免遵守上市規則第14A章項下的申報、公告、通函及獨立股東批准的要求。

考慮到先前股權轉讓及本次股權轉讓乃於12個月期間內就同一目標公司訂立，為計算相關百分比率（定義見上市規則）以根據上市規則第14A.81條釐定本次股權轉讓的分類，先前股權轉讓及本次股權轉讓應合併計算。

鑒於本次股權轉讓與先前股權轉讓總計的最高適用百分比率（定義見上市規則）超過0.1%但低於5%，因此根據上市規則第14A章，本次股權轉讓須遵守申報及公告要求，但獲豁免遵守通函及獨立股東批准的要求。

股東及潛在投資者應注意，本次股權轉讓的完成受到（其中包括）相關監管機構的批准所規限。因此，本次股權轉讓可能會進行，或可能不會進行。因此，建議股東及潛在投資者於交易本公司證券時務必謹慎行事。

緒言

董事會欣然宣佈，於二零二五年五月三十日，上海宏文（本公司的中國經營實體，作為買方）與賣方訂立股權轉讓協議，據此，上海宏文有條件同意收購，而(i)管理層賣方有條件同意出售目標公司合共約11.89%股權；及(ii)投資者賣方有條件同意出售目標公司合共約14.78%股權。股權轉讓協議項下的總代價約為人民幣324.80百萬元。

於本公告日期，本公司持有目標公司約5.17%的股權，及於本次股權轉讓完成後，經計及員工持股計劃重組後，本公司將持有目標公司合共約31.48%股權，目標公司不會成為本公司的附屬公司，其財務報表將不會綜合併入本集團財務報表。

股權轉讓協議

日期

二零二五年五月三十日

訂約方

1. 上海宏文(作為買方)；
2. 管理層賣方，包括阮瑞先生、董相博先生、陳威先生及上海畫懿畫；
3. 投資者賣方，包括杭州乾杯及寧波乾杯；及
4. 武漢藝畫開天文化傳播有限公司(為目標公司)及開物文化、下飯文化、澄境科技及澄境凡宇(均為目標公司的附屬公司)。

(統稱為「**訂約方**」，各自為「**訂約方**」)

據董事經作出一切合理查詢後所知、所悉及所信，於本公告日期，所有賣方均為獨立第三方。

標的事宜

根據股權轉讓協議，上海宏文有條件同意收購，而(i)管理層賣方有條件同意出售目標公司約11.89%股權，並經考慮員工持股計劃重組(「**目標普通股權**」)；及(ii)投資者賣方有條件同意出售目標公司約14.78%股權，並經考慮員工持股計劃重組(「**目標優先股權**」)。

代價

股權轉讓協議項下的總代價約為人民幣324.80百萬元，其中包括：(i)人民幣114.80百萬元，用於從管理層賣方收購目標公司約11.89%股權，並經考慮員工持股計劃重組；及(ii)人民幣210.00百萬元，用於從投資者賣方收購目標公司約14.78%股權，並經考慮員工持股計劃重組。

本次股權轉讓的代價將由本集團的內部資源提供資金。

代價的基準

代價乃由買方及賣方經參考(其中包括)：(i)獨立估值師(「**獨立估值師**」)評估的目標公司截至二零二五年三月三十一日(評估基準日)的全部股權的評估價值為人民幣1,270百萬元；(ii)目標公司的業務發展及前景、目標公司與本集團之間的協同效應，及本公告「進行本次股權轉讓的理由及裨益」一節所述進行本次股權轉讓的理由及裨益；及(iii)投資者賣方支付的原始收購成本約人民幣155百萬元以及目標優先股權附帶的優先權，包括但不限於反攤薄權、贖回權及清算優先權後經公平磋商釐定。

有關估值報告的摘要，包括估值方法、主要假設及關鍵輸入數據等，請參閱本公告的附錄一。

支付條款

本次股權轉讓的代價將由本公司按以下方式，以現金償付：

- (i) 支付首期分期付款：自上海宏文於達成或書面放棄股權轉讓協議中所載的所有買方交割條件之日起計十五(15)個營業日內，或訂約方可能以書面方式相互協定之其他時間內，由上海宏文向賣方支付本次股權轉讓代價的20%；及
- (ii) 支付第二期分期付款：自上海宏文於收到以下所有所需文件(包括確認達成股權轉讓協議中載列的所有買方交割條件的通知(「買方交割條件」一節下的(vii)及(viii)項除外)、商業登記文件及稅務清關證明)之日起計十(10)個營業日內，或訂約方可能以書面方式相互協定之其他時間內，由上海宏文向賣方支付本次股權轉讓代價的80%。

完成的先決條件

賣方交割條件

本協議項下賣方的義務須待下列各項條件於交割時或之前獲達成或獲賣方豁免後方可作實：

- (i) 由買方簽訂並交付予其他訂約方的本次股權轉讓交易文件，包括但不限於本協議及股東協議；及
- (ii) 於本協議日期至交割日期，買方根據本協議及股東協議作出之各項聲明、保證及承諾在所有重大方面均為真實、準確及完整，且並無誤導性。

買方交割條件

本協議項下買方的義務須待下列各項條件於交割時或之前獲達成或獲買方豁免後方可作實：

- (i) 由目標公司及其股東簽訂並交付予買方的本次股權轉讓交易文件，包括但不限於本協議、股東協議及目標公司的組織章程細則；
- (ii) 於本協議日期至交割日期，目標公司、其附屬公司及賣方於交易文件中作出之各項聲明、保證及承諾在所有方面均為真實、準確及完整，且並無誤導性；
- (iii) 目標公司於首付款及交割前已履行所有交易文件項下規定須履行的義務、承諾及契諾；
- (iv) 概無任何政府部門針對任一訂約方提出預期將限制、禁止或對本次股權轉讓或其任何條件構成重大不利影響的待決或受其威脅的索償，且在買方的合理判斷下，有關索償的存在將使本次股權轉讓的完成變得不合法或不可行；
- (v) 目標公司已獲其股東批准簽訂交易文件及完成本次股權轉讓，且目標公司的各附屬公司均已各自獲得其董事會及股東批准簽訂交易文件及完成本次股權轉讓；

- (vi) 目標公司、其附屬公司及其股東已獲得簽訂及履行交易文件及完成本次股權轉讓規定的所有第三方批准、同意或豁免；
- (vii) 對目標公司及其附屬公司的法律、業務及財務方面的盡職調查結果令買方滿意，並且於盡職調查過程中識別的任何重大問題均已解決或已達成令買方滿意的解決方案；
- (viii) 買方的內部決策授權已批准本次股權轉讓、簽訂及履行交易文件及其項下擬處理的事宜；
- (ix) 於交割日期前，並無發生任何構成重大不利影響的事件，且並無證據表明有關事件發生的可能性；
- (x) 截至交割日期，概不存在披露函件中未披露對本次股權轉讓的合法性或買方及賣方完成本次股權轉讓的能力產生不利影響的任何訴訟或其他爭議解決程序；亦無對目標公司及其附屬公司的營運或狀況產生重大不利影響的有關程序；
- (xi) 目標公司所提供與目標公司及本次股權轉讓相關的協議、文件及其他書面材料中所載的所有事實資料均為真實，且無任何遺漏或錯誤陳述，亦無向買方及其專業顧問隱瞞任何重大事實；
- (xii) 賣方已以本協議附錄中所載的形式向買方發出一份書面付款通知，說明指定銀行賬戶的詳細信息及買方應匯款的金額；
- (xiii) 目標公司已向買方提供支付憑證，證明澄邁藝山已償還目標公司人民幣428,571元（相當於其對澄境科技的資本出資金額）；
- (xiv) 目標公司已向買方提供目標公司及澄境科技的營業執照、資本認購證明及其他文件，證明(i)目標公司持有澄境科技100%的股權，及(ii)目標公司的相關股東（包括但不限於管理層賣方及澄邁藝山）已就澄境科技的僱員獎勵計劃為目標公司出資並悉數支付人民幣240,757元的註冊資本；

- (xv) 目標公司的董事會已批准僱員獎勵計劃，並與獲激勵僱員（包括但不限於澄境科技的僱員）簽訂令買方滿意的授予協議；
- (xvi) 上海畫懿畫的有限合夥人及其他員工持股平台已以書面形式明確確認，彼等僅就僱員股權激勵之目的持有該持股平台的合夥權益，且彼等實際上並不擁有股東權利；
- (xvii) 就本協議所規定的目標公司及其附屬公司獨立開發及營運的遊戲產品而言，目標公司已向買方提交詳細的研發計劃及進度報告，並已獲得買方信納；及
- (xviii) 目標公司已按本協議附錄中所載形式及內容向買方交付交割通知，確認買方交割條件（不包括條件(vii)及(viii)）已滿足。

為免生疑問，任何由買方書面豁免的條件應視為目標公司的義務，須於交割後於買方指定的期限內及時履行。目標公司應於交割後在實際可行的情況下盡快履行該等義務。

交割

交割須於全額支付代價的第二期分期付款後落實（「**交割**」）。

於同日，上海宏文與目標公司的所有現有股東訂立一份股東協議，該協議載列於完成本次股權轉讓後訂約方與目標公司的管理及運營有關的權利及義務。

訂約方的資料

與買方有關的資料

本集團主要從事網絡文學業務及IP運營業務。其透過網絡文學平台孵化原創IP，隨後改編為各種娛樂形式，包括漫畫、動畫、電影、電視劇、網絡劇、遊戲及與IP相關的商品。上海宏文主要於中國從事互聯網出版。

與賣方有關的資料

阮瑞先生為目標公司的創始人。

陳威先生為目標公司的共同創始人。

董相博先生為目標公司的共同創始人。

上海畫懿畫為目標公司於中國的員工持股平台，其普通合夥人為澄邁藝海佳信科技有限公司，該公司由阮瑞先生最終控制。

杭州乾杯為一間在中國註冊成立的有限合夥企業，主要從事股權投資。杭州乾杯的普通合夥人為杭州乾杯企業管理諮詢合夥企業(有限合夥)(持有杭州乾杯0.1%權益，並由朱軼晨最終擁有)。杭州乾杯的剩餘有限合夥權益(i)由上海繪界文化傳播有限公司(作為有限合夥人，由嚶哩嚶哩透過合約安排最終控制)擁有約45.2%；(ii)由上海超競文化傳播有限公司(作為有限合夥人，並由朱一航最終控制)擁有約24.0%；(iii)由杭州余杭產業基金有限公司擁有約10.0%及由浙江夢想小鎮投資發展有限公司擁有約3.3%(均作為有限合夥人，且兩者均由杭州市餘杭區財政局(杭州市餘杭區人民政府國有資產監督管理辦公室)最終控制)；及(iv)由其他有限合夥人擁有約17.3%，每名有限合夥人持有的權益均少於10%。杭州乾杯的最終實益擁有人為朱軼晨。

寧波乾杯為一間在中國註冊成立的有限合夥企業，主要從事股權投資。寧波乾杯的普通合夥人為寧波睿成創業投資管理有限公司(持有寧波乾杯0.2%權益，並由朱軼晨最終擁有)。寧波乾杯的剩餘有限合夥權益(i)由上海幻電信息科技有限公司(作為有限合夥人，並由嚶哩嚶哩透過合約安排最終控制)擁有約49.0%；(ii)由深圳前海慧智通寶投資基金合夥企業(有限合夥)(由何凌波最終控制)擁有約39.9%；及(iii)由杭州攜和投資管理合夥企業(有限合夥)(由徐春曉最終控制)擁有約10.9%。寧波乾杯的最終實益擁有人為朱軼晨。

據董事所知、所悉及所信，於本公告日期，各賣方及其各自的最終實益擁有人均為獨立於本公司及其關連人士的第三方。

與目標公司及其附屬公司有關的資料

目標公司為一間於中國註冊成立的有限責任公司，主要從事動畫及遊戲內容的開發及運營。其持有核心IP「靈籠」。「靈籠」系列最初作為一個動畫系列劇集推出，首季於二零一九年首播。該作品已獲得廣泛的行業認可，在所有播出平台上累計超過100億次觀看次數，並建立了深遠的文化影響。目標公司原創開發中的另一個幻想題材IP，將同步以高品質動畫和敘事性遊戲的形式推出。於本公告日期，目標公司擁有註冊資本人民幣3,198,624元，由阮瑞先生、陳威先生、董相博先生、上海畫懿畫、上海宏文、杭州乾杯、林芝利創及寧波乾杯持有，分別約佔15.91%、2.84%、2.76%、12.00%、5.17%、14.65%、30.34%及16.32%。

開物文化為目標公司的附屬公司，為一間在中國註冊成立的有限責任公司，主要從事自主知識產權的對外授權。

下飯文化為目標公司的附屬公司，為一間在中國註冊成立的有限責任公司，主要利用自有IP從事廣告代理服務及廣告製作。

澄境科技為目標公司的附屬公司，為一間在中國註冊成立的有限責任公司，主要從事自主研發遊戲的開發和運營。

澄境凡宇為目標公司的附屬公司，為一間在中國註冊成立的有限責任公司，主要從事上海地區的遊戲開發運營。

下文載列目標公司根據中國企業會計準則編製的截至二零二三年十二月三十一日及二零二四年十二月三十一日止兩個財政年度的未經審核綜合財務資料。

	截至十二月三十一日 止年度	
	二零二三年 (未經審核)	二零二四年 (未經審核)
	人民幣千元	人民幣千元
除稅前淨虧損	-61,002	-223,805
除稅後淨虧損	-61,015	-223,792

基於目標公司根據中國企業會計準則編製的未經審核綜合財務資料，於二零二三年及二零二四年十二月三十一日，目標公司的總資產分別約為人民幣512.33百萬元及人民幣438.00百萬元，淨資產分別約為人民幣455.08百萬元及人民幣194.54百萬元。

進行本次股權轉讓的理由及裨益

目標公司與本集團之間的戰略協同，體現在雙方IP價值鏈中垂直互補的能力。作為擁有垂直整合的IP生態系統的行業風向標，本集團通過其涵蓋多種形式（比如優質的網絡文學、漫畫、動畫、電視劇、網絡劇、電影、網絡遊戲以及與IP相關的商品）的全面IP運營，佔據了領先地位。目標公司以尖端的3D動畫製作能力及完整的開發大型敘事性遊戲制作團隊來補充該生態系統。該協同將加強本集團在全方位IP運營能力上的發展，涵蓋從孵化到可視化及商業化的各個階段。通過促進戰略合作夥伴關係，該合作將增強閱文的競爭優勢，以打造領先的IP行業價值鏈。

此外，本集團將利用其資源優勢，與目標公司的優質IP共同探索更深層次的合作機會，努力將「靈籠」及其他原創IP打造為全球知名的科幻IP，以期最大化其IP價值。

該戰略舉措與本集團加強在IP生態系統中的領導地位以及通過跨行業創新推動可持續增長的承諾相一致。

董事會意見

董事（包括獨立非執行董事）認為，股權轉讓協議的條款乃經公平磋商後釐定，且該協議項下擬進行的交易乃於本公司日常及一般業務過程中按正常商業條款進行，屬公平合理，並符合本公司及其股東的整體利益。

由於與騰訊的關係，蒲海濤先生、侯曉楠先生及謝晴華先生（全部均為董事）已就批准股權轉讓協議及該協議項下擬進行的交易的相關董事會決議案放棄投票。除上文披露者外，概無其他董事於股權轉讓協議項下擬進行的交易中擁有重大權益。

香港上市規則的涵義

於本公告日期，騰訊為本公司控股股東，因此根據上市規則第14A章為本公司的關連人士及控制人。此外，林芝利創（由騰訊最終控制，因此為騰訊的聯繫人）為目標公司的主要股東，擁有約30.34%的股權。因此，根據上市規則第14A.28(2)條，本次股權轉讓構成本公司的關連交易。

於本次股權轉讓之前，買方與泰富文化（獨立第三方）訂立股權轉讓協議，以收購目標公司的約5.17%股權（經考慮員工持股計劃重組後，將攤薄至4.81%）。由於林芝利創（由騰訊（本公司的控制人）最終控制，因此為騰訊的聯繫人）為目標公司的主要股東。因此，根據上市規則第14A.28(2)條，先前股權轉讓亦構成本公司的關連交易。然而，概無與先前股權轉讓有關的適用百分比率（定義見上市規則）超過0.1%，因此，先前股權轉讓完全獲豁免遵守上市規則第14A章項下的申報、公告、通函及獨立股東批准的要求。

考慮到先前股權轉讓及本次股權轉讓乃於12個月期間內就同一目標公司訂立，為計算相關百分比率（定義見上市規則）以根據上市規則第14A.81條釐定本次股權轉讓的分類，先前股權轉讓及本次股權轉讓應合併計算。

鑒於本次股權轉讓與先前股權轉讓總計的最高適用百分比率（定義見上市規則）超過0.1%但低於5%，因此根據上市規則第14A章，本次股權轉讓須遵守申報及公告要求，但獲豁免遵守通函及獨立股東批准的要求。

股東及潛在投資者應注意，本次股權轉讓的完成受到（其中包括）相關監管機構的批准所規限。因此，本次股權轉讓可能會進行，或可能不會進行。因此，建議股東及潛在投資者於交易本公司證券時務必謹慎行事。

釋義

於本公告內，除文義另有所指外，以下詞彙具有下列涵義：

「股權轉讓協議」或「協議」	指	買方、賣方、目標公司及其附屬公司(即開物文化、下飯文化、澄境科技及澄境凡宇)訂立日期為二零二五年五月三十日的股權轉讓協議；
「本次股權轉讓」	指	本公司根據股權轉讓協議向賣方收購目標公司合共26.67%股權；
「嗶哩嗶哩」	指	嗶哩嗶哩股份有限公司，一間於二零一三年十二月二十三日在開曼群島註冊成立的有限責任公司(納斯達克：BILI，香港聯交所：9626)；
「董事會」	指	董事會；
「營業日」	指	星期六、星期日或中國公眾假期以外之日子；
「澄境凡宇」	指	上海澄境凡宇科技有限公司，一間於二零二五年四月十七日在中國成立的有限責任公司，為目標公司的附屬公司；
「澄境科技」	指	武漢澄境科技有限公司，一間於二零二零年七月三十一日在中國成立的有限責任公司，為目標公司的附屬公司；
「澄邁藝山」	指	澄邁藝山恆誼管理顧問合夥企業(有限合夥)，一間於二零二一年二月二十四日在中國註冊成立的有限合夥企業，為目標公司的附屬公司的員工持股平台；
「本公司」或「阅文」	指	阅文集团，一間於開曼群島註冊成立的獲豁免有限公司，其股份於聯交所主板上市(股份代號：772)；

「交割日期」	指	根據股權轉讓協議的條款進行交割的日期；
「關連人士」	指	具有上市規則所賦予該詞的涵義；
「代價」	指	買方根據股權轉讓協議應付賣方的代價；
「控股股東」	指	具有上市規則所賦予該詞的涵義；
「董事」	指	本公司董事；
「員工持股計劃重組」	指	為反映目標公司的附屬公司中員工股東的員工持股計劃權益，作為重組的一部分，目標公司的註冊資本將通過阮瑞先生、董相博先生、陳威先生、上海畫懿畫及澄邁藝山的認購進一步增加，預計在本次股權轉讓的交割之前完成，從而使相關的員工股東共同持有目標公司約7.0%的股權；
「本集團」	指	本公司、其附屬公司及其綜合聯屬實體；
「投資者賣方」	指	杭州乾杯及寧波乾杯的統稱；
「獨立第三方」	指	就董事所知、所悉及所信，並非本公司關連人士(定義見香港上市規則)的任何實體或人士；
「杭州乾杯」	指	杭州乾杯創業投資合夥企業(有限合夥)，一間於二零二一年九月二十四日在中國註冊成立的有限合夥企業；
「香港」	指	中國香港特別行政區；
「開物文化」	指	武漢開物文化創意有限公司，一間於二零二二年六月二十七日在中國成立的有限責任公司，為目標公司的附屬公司；

「林芝利創」	指	林芝利創信息技術有限公司，一間於二零一五年十月二十六日在中國成立的有限責任公司；
「上市規則」	指	聯交所證券上市規則（經不時修訂、增補或以其他方式修改）；
「管理層賣方」	指	阮瑞先生、董相博先生、陳威先生及上海畫懿畫之統稱；
「寧波乾杯」	指	寧波乾杯股權投資合夥企業（有限合夥），一間於二零一七年五月十七日在中國註冊成立的有限合夥企業；
「中國」	指	中華人民共和國；
「先前股權轉讓」	指	上海宏文根據於二零二五年的股權轉讓協議收購目標公司的5.17%股權。為免生疑問，先前股權轉讓及本次股權轉讓並不互為條件；
「買方」或「上海宏文」	指	上海宏文網絡科技有限公司，一間於二零零八年十月二十二日在中國成立的公司，為本公司的一間中國經營實體；
「人民幣」	指	人民幣，中國法定貨幣；
「股份」	指	本公司股本中每股面值0.0001美元的普通股；
「股東」	指	股份持有人；
「上海畫懿畫」	指	上海畫懿畫管理諮詢合夥企業（有限合夥），一間於二零一八年五月十日在中國成立的有限合夥企業，為目標公司的員工持股平台；
「聯交所」	指	香港聯合交易所有限公司；
「附屬公司」	指	具有上市規則所賦予該詞的涵義；

「目標公司」	指	武漢藝畫開天文化傳播有限公司，一間於二零一五年五月十二日在中國成立的有限責任公司；
「泰富文化」	指	西藏泰富文化傳媒有限公司，一間於二零一四年十二月十二日在中國成立的有限責任公司；
「騰訊」	指	騰訊控股有限公司，為控股股東，一間根據開曼群島法律組織及存在的有限責任公司，其股份於聯交所主板上市(股份代號：700)；
「賣方」	指	阮瑞先生、董相博先生、陳威先生、上海畫懿畫、杭州乾杯及寧波乾杯之統稱；及
「下飯文化」	指	武漢下飯文化傳播有限公司，一間於二零一七年五月十五日在中國成立的有限責任公司，為目標公司的附屬公司。

承董事會命
CHINA LITERATURE LIMITED
蒲海濤先生
董事會主席及非執行董事

香港，二零二五年五月三十日

於本公告日期，董事會由執行董事侯曉楠先生及黃琰先生；非執行董事蒲海濤先生、曹華益先生及謝晴華先生；獨立非執行董事余楚媛女士、梁秀婷女士及劉駿民先生組成。

附錄一 估值報告摘要

估值方法

根據估值報告，獨立估值師對三種估值方法的適用性進行了分析，三種方法分別為市場法、資產基礎法和收益法。

獨立估值師理解在未來時期里具有目標公司有可預期的持續經營能力和盈利能力，並且目標公司管理層可以提供財務預測，具備採用收益法估值的條件。並且，目標公司所在行業特點是輕資產及利潤驅動業務價值，由於預期收益和業務價值的關係密切，獨立估值師認為採用收益法是合理的方法。

考慮到目標公司尚在虧損階段且其遊戲產品尚未上線，與上市可比公司的規模和成熟度存在一定差別，故獨立估值師未採用市場法估值。

考慮到目標公司的淨資產主要為貨幣資金和存貨，資產基礎法下不能合理反映目標公司的未來發展的價值，故獨立估值師未採用資產基礎法估值。

估值假設

(一) 基本假設

1. 公開市場假設：公開市場假設是對資產擬進入的市場的條件，以及資產在這樣的市場條件下接受何種影響的一種假定說明或限定。公開市場是指充分發達與完善的市場條件，是一個有自願的買者和賣者的競爭性市場，在這個市場上，買者和賣者的地位是平等的，彼此都有獲取足夠市場信息的機會和時間，買賣雙方的交易行為都是在自願的、理智的而非強制的或不受限制的條件下進行。
2. 持續經營假設，即假設目標公司以現有資產、資源條件為基礎，在有限的經營期內不會因為各種原因而停止營業，而是合法地持續不斷地經營下去；
3. 交易假設，即假定所有待估值資產已經處在交易的過程中，獨立估值師根據待估值資產的交易條件等模擬市場進行估價。交易假設是估值得以進行的一個基本的前提假設；

4. 目標公司的市場價值是基於評估基準日當時的市場和經濟以及其他條件進行測算的。評估基準日正值全球金融市場大幅波動時期和宏觀經濟不確定性時期。該不確定性已經盡可能地反映在信息中。然而，誘發金融市場波動和宏觀經濟不確定性因素可能在短時間內發生變化，因此這些條件所帶來的影響難以精確量化。這些因素後續可能導致的全球經濟和金融市場的變化，和／或導致的公司自身的變化，都將可能對估值結果產生正面或負面的影響。在評估基準日之後，美國在二零二五年四月二日（美國時間）宣佈的新關稅政策加劇了全球關稅緊張局勢。其他國家也相繼宣佈了相關關稅和相應的貿易政策。因此，由全球關稅緊張局勢所導致的全球性宏觀經濟環境的不確定性有所增加。由於客觀條件限制，獨立估值師未考慮全球關稅緊張局勢及其產生的相關期後事件所帶來的影響。

（二）一般假設

1. 目標公司會計政策與核算方法評估基準日後無重大變化；
2. 目標公司的業務計劃及所有里程碑都將如期實現；
3. 交易假設，即假定所有待估值資產已經處在交易的過程中，獨立估值師根據待估值資產的交易條件等模擬市場進行估價。交易假設是估值得以進行的一個基本的前提假設；
4. 除評估基準日政府已經頒佈和已經頒佈尚未實施的影響目標公司經營的法律、法規外，假設預測期內與目標公司經營相關的法律、法規不發生重大變化；
5. 截至評估基準日目標公司無任何重大或有負債、不正常合同責任或重大承諾；截至評估基準日目標公司無任何重大未決或可能發生的訴訟；截至評估基準日目標公司並無違反任何法律法規；
6. 假設評估基準日後目標公司經營所涉及的匯率、利率、稅負及通貨膨脹等因素的變化不對其預測期經營狀況產生重大影響；

7. 假設目標公司管理層是負責的，且管理層有能力擔當其責任，在未來預測期內目標公司主要管理人員和技術人員基於評估基準日狀況，不發生影響其經營的重大變更，管理層穩定發展，管理制度不發生影響其經營的重大變動；
8. 無其他人力不可抗拒及不可預測因素的重大不利影響。

(三) 特別假設

1. 本次評估不考慮評估基準日後被評估單位發生的對外股權投資項目對其價值的影響；
2. 本次評估假設被評估單位未來收益期內現金流為穩定地流入和流出；

估值的關鍵輸入參數及計算過程

(一) 估值模型的選取：收益法

收益法，是指通過將估值對象的預期收益資本化或者折現，來確定其價值的各種估值方法的總稱。折現現金流模型公式為：

$$E = (B - D + \sum X_i) \times (1 - DLOM) + C \quad (1)$$

式中：

E：估值對象的權益價值

B：估值對象的企業價值

D：付息債務價值

$\sum X_i$ ：非經營性資產和負債的合計

DLOM：缺乏流動性折扣

C：溢餘資產和負債

$$B = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + TV_{PV} = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{(r-g)(1+r)^n} \quad (2)$$

式中：

R_i ：I年的預期收益（企業自由現金流）

R_i = 淨收益 + 折舊和攤銷 + 稅後利息支出 - 營運資本變動 - 資本性支出

或

R_i = 息稅前利潤 $\times$ (1-t) + 折舊和攤銷 - 營運資本變動 - 資本性支出

r ：折現率（WACC）

g ：長期增長率

n ：預測期限

$$r = WACC = K_e \frac{E}{D+E} + K_d \frac{D}{D+E} (1-T) \quad (3)$$

其中：

K_e ：股權成本，採用資本資產定價模型確定

E ：權益的市場價值

K_d ：債務成本

D ：債務的市場價值

T ：企業所得稅

$$K_e = r_f + \beta \times ERP + \alpha \quad (4)$$

其中：

R_f ：現行無風險投資回報率

ERP：股權風險溢價（資產「市場」組合收益率高於無風險利率的平均風險溢價）

β ：beta因子（衡量某一種特定資產相對於全部風險資產組合的系統性風險）

α ：附加風險因子（alpha）

在此估值方法中，運用的主要參數如下：

財務預測參數	詳見第（三）節未來收益的確定章節介紹
其他估值參數	假設參數
折現率	折現率為12.6%，詳見第（四）章節「折現率的確定」介紹
長期增長率	基於www.EIU.com數據，獨立估值師採用了1.7%的永續增長率
缺乏流動性折扣（DLOM）	基於對於市場流動性的研究，獨立估值師採用28%的流動性折扣
溢餘資產	溢餘資產主要為活期銀行存款、大額存單、支付寶及其他賬戶、理財產品、以及其他應收款中部分（借予關聯方款項、代墊利息及貸款）等
付息債務	截至評估基準日，目標公司付息債務主要為短期借款
非經營性資產	截至評估基準日，目標公司非經營性資產主要為長期股權投資；無非經營性負債

（二）預測期限的確定

考慮到目標公司所處的經營周期及未來收益實現程度，本次估值假設目標公司的預測期限為二零二五年四月一十二月至二零二九年十二月，此後進入永續經營的假設。

(三) 未來收益的確定

1. 營業收入的預測

- 1) 銷售收入按性質分為：制作費收入、播映收入、IP授權收入、周邊產品銷售收入、廣告收入和遊戲發行收入等。其中，制作費收入和播映收入主要為動畫項目制作和播映相關收入，IP授權收入主要包括遊戲改編／形象授權收入、影視改編收入、商務開發權收入等，周邊銷售收入主要為商品銷售收入，廣告收入主要為動畫項目植入廣告收入，遊戲發行收入主要為遊戲運營收入。
- 2) 制作費收入、播映收入、IP授權收入、周邊產品銷售收入、廣告收入等主要根據動畫項目制作和上線周期進行預測。遊戲發行收入主要根據用戶規模、用戶付費率、人均消費金額等進行預測。

2. 營業成本的預測

- 1) 營業成本主要包含：動畫制作成本、廣告制作成本、周邊商品採購成本、運營人員成本、聯合運營成本等。
- 2) 管理層主要基於動畫項目規模體量、廣告制作量、周邊商品銷售數量、運營人員規模和平均運營人工工資、聯運平台銷售收入和分成率等進行預測。

3. 運營費用的預測

- 1) 營運費用主要包含銷售費用、管理費用及研發費用。
- 2) 營運費用細分主要包括人工成本、房屋租金、宣傳推廣費用等費用，管理層主要基於對目標公司未來的運營規模的預計，包括員工人數、平均人工工資、運營辦公場所規模、宣傳推廣規劃等進行預測。

4. 企業所得稅的預測

- 1) 於本次評估中，後續年度的所得稅乃根據被評估單位按實際稅率及預測期可能實現的利潤總額進行預測。
- 2) 永續期由於稅收優惠政策無法永續，採用企業所得稅稅率25%。

5. 營運資金的預測

營運資金增加指企業在不改變當前主營業務條件下，為保持企業的持續經營能力所需的營運資金增加額，如維持正常生產經營所需保持的現金量、原材料、產品等存貨購置所需資金量、客戶應付而未付的業務款項(應收賬款)等所需的資金以及應付的款項等。

本估值報告中營運資本增加額為：

營運資金增加額 = 當期營運資金需求量 - 上期營運資金需求量

6. 資本性支出的預測

預測期資本性支出主要包含對固定資產(辦公家具設備、電子設備等)的資本性支出等，管理層的預期未來無大額資本性開支計劃。

7. 折舊和攤銷的預測

根據管理層信息，折舊攤銷主要包括辦公設備、無形資產、低值易耗品、固定資產、長期待攤費用、辦公家具家電等的折舊攤銷費用。

(四) 折現率的確定

1) 折現率的估算

根據折現現金流量法(通常用以計算「**企業整體價值**」)，有必要採用一個合適的折現率，將企業自由現金流量折現至評估基準日，從而得到一個企業的整體價值。這一價值是債務投資人與權益投資人共同擁有的企業整體價值。

在此目的下廣泛採用的折現率是WACC，即包括考慮負債及股權成本的綜合資本成本。加權平均資本成本的定義如下：

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

其中：

K_e = 股權成本

E = 權益的市場價值

K_d = 債務成本

D = 債務的市場價值

T = 企業所得稅率

在估值詳細分析中，財務預測使用名義現金流，因此獨立估值師所用的折現率也是依據名義回報率基礎上所得。以上方程式的單位在以下詳細列明。

2) 權益資本成本的計算

權益資本成本是採用資本資產定價模型得到的，在資本資產定價模型中，權益資本成本等於無風險利率加上市場風險以及公司特定風險。

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + \alpha$$

其中：

R_f = 現行無風險投資回報率

ERP = 股權風險溢價

資產「市場」組合收益率高於無風險利率的平均風險溢價

β = 為系統性風險參數

衡量某一種特定資產相對於全部風險資產組合的系統性風險

α = 附加風險因子

3) 現行無風險投資回報率

名義無風險報酬率是基於中國政府債券，採用其截至評估基準日的利率1.9%，來源為Capital IQ。

4) 股權風險溢價

參考由Aswath Damodaran於二零二五年一月一日發佈的研究報告中獲取的權益風險溢價6.5%。

5) Beta

為了預測資本成本，估值師首先選擇了一些可比公司預測Beta系數，Beta系數是指目標公司及相關行業的公司的風險與整體市場風險的比值。

市場所觀察的Beta系數反映了實際的融資結構。在對目標公司進行折現現金流量分析時，必須就融資結構的影響對市場所觀察的Beta系數消除杠桿，然後根據目標公司的負債對權益比率對資產Beta系數進行重新杠桿。估值師採用了目標公司可比公司Beta的中位數，考慮杠桿的Beta系數為0.62。

由於折現現金流的需要，根據可比公司資本結構計算出WACC，估值師認為這是最合適的資本結構。

6) Alpha

Alpha系數包括規模溢價及公司特有溢價。

在確定股權成本時，估值師根據Kroll (原名Duff & Phelps) Cost of Capital Navigator增加了2.7%的規模溢價。

考慮到財務預測的不確定性，估值師增加了4.0%的公司特有溢價。

7) 債務成本

基於中國的長期借款利率，為5年+中國人民銀行公佈的貸款市場報價利率 (LPR)。

8) 稅率及資本結構

稅率基於評估基準日中國有效的企業所得稅率；資本結構基於目標公司行業典型水平的資本結構。

9) 折現率的確定

基於上述指標，以加權平均資本成本的計算公式得出WACC (即折現率) 為12.6%。

(五) 評估結果

	二零二五年 四月至十二月	二零二六年	二零二七年	二零二八年	二零二九年	永續期
企業自由現金流 (人民幣千元)	(42,438)	(100,378)	449,579	262,264	305,444	179,432
終值(人民幣千元)						1,646,167
折現年數	0.38	1.25	2.25	3.25	4.25	4.25
折現率	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
企業自由現金流現值 (人民幣千元)	(40,582)	(86,505)	344,087	178,264	184,381	993,709

企業價值的計算

終值(人民幣千元) = 永續期企業自由現金流 / (折現率 - 長期增長率) = $179,432 / (12.6\% - 1.7\%) = 1,646,167$

企業價值(取整, 人民幣千元) = 預測期企業自由現金流現值 + 終值現值 = $579,646 + 993,709 = 1,573,000$

股權價值的計算

未考慮流動性折扣的股權價值(人民幣千元) = 企業價值 + 非經營性資產價值 - 付息債務 = $1,573,000 + 4,200 - 10,000 = 1,567,200$

股權價值(取整, 人民幣千元) = 未考慮流動性折扣的股權價值 - 缺乏流動性折扣 + 溢余資產 - 可轉換債券價值 = $1,567,200 - 438,816 + 295,506 - 153,972 = 1,270,000$

根據上述分析, 本次評估結論採用收益法估值。於評估基準日, 目標公司的股權總值為人民幣12.70億元。