



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪247号

北京掌趣科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“北京掌趣科技股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，本次跟踪维持贵公司主体信用等级**AA**，评级展望稳定；维持本期债券信用等级**AA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年六月二十日

北京掌趣科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	北京掌趣科技股份有限公司		
发行规模	人民币 8 亿元		
存续期限	2016/5/25~2021/5/25		
上次评级时间	2016/2/3		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

概况数据

掌趣科技	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	15.24	40.31	64.23	81.50
总资产（亿元）	19.27	50.23	78.78	92.49
总债务（亿元）	0.00	1.35	1.00	1.00
营业总收入（亿元）	3.81	7.75	11.24	5.09
营业毛利率（%）	54.44	61.75	61.43	60.58
EBITDA（亿元）	1.93	4.39	6.42	-
所有者权益收益率（%）	10.08	8.69	7.80	11.64
资产负债率（%）	20.91	19.76	18.48	11.89
总债务/EBITDA（X）	0.00	0.31	0.16	-
EBITDA 利息倍数（X）	-	2163.58	324.35	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

2、2016 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

张晨奕 cyzhang@ccxr.com.cn

李立业 lyli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 20 日

基本观点

依托较强的自研实力和产业链横纵向并购重组，2015 年北京掌趣科技股份有限公司（以下简称“掌趣科技”或“公司”）积极实践“内生+外延”的发展方式，业务规模实现持续增长。同时，公司负债水平较低，财务结构稳健，且具有较强的财务弹性，整体偿债能力很强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注公司游戏产品开发风险、IP 资源质量和取得成本以及并购企业后期发展等因素对公司经营和信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持掌趣科技主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“北京掌趣科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA。

正面

- 产业链横纵延伸，发展优势显著。公司一方面通过并购多家优秀游戏研发商从产业链纵向提升自身研发能力，实现多元化产品矩阵；另一方面围绕游戏主业，横向延伸泛娱乐投资布局，构建从上游 IP 获取到中游研发、下游发行的产业布局，充分发挥集团及产业协同优势。
- 较强的自研实力。公司拥有自己的研发团队，掌握核心开发技术，能够较好的把握市场需求和行业动向，持续推出精品游戏，并通过并购不断吸纳优秀研发团队，截至 2016 年 3 月末，累计取得 373 项软件著作权。
- 财务结构稳健。截至 2016 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 11.89% 和 1.21%，仍处于同行业内较低水平，财务结构稳健。

关 注

- 游戏产品开发风险。由于移动网络游戏和网页游戏生命周期较短，若公司无法及时开发出符合预期盈利水平的新游戏，或者在研发过程中对新技术发展方向及玩家需求偏好理解出现偏差，均会对公司经营业绩的提升产生不利影响。
- 商誉减值风险。经过多次并购，公司拥有较大规模的商誉，截至 2016 年 3 月末，商誉规模达 56.00 亿元，占总资产的 60.55%，未来一旦被并购公司的经营状况弱于交易评估时预期状态，公司大规模的商誉资产或将面临减值风险。
- 核心人员流失风险。随着行业和消费者的成熟，消费者对游戏质量要求越来越高，每款游戏需投入更多经验丰富、高素质的人才，稳定和充足的游戏开发队伍是企业保持领先优势的保障。随着业务规模的发展，如果公司不能通过有效措施稳定优秀技术和业务人员，将会给公司经营运作带来较大负面影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金专项说明

经中国证券监督管理委员会《关于核准北京掌趣科技股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可[2016]790号）核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过16亿元（含16亿元）的公司债券。2016年5月25日到5月26日，公司成功发行第一期8亿元公司债券，本期债券票面利率为6.28%，期限5年，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；本期债券简称“16掌趣01”，债券代码为112392。本期债券募集资金总额8亿元，扣除本期承销费用400万元，实际募集资金净额7.96亿元，已于2016年5月26日全部到位，资金用于潜在股权投资，截至2016年5月31日，剩余7.96亿元。

经中国证券监督管理委员会《关于核准北京掌趣科技股份有限公司向刘惠城等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监会许可[2015]2762号）核准，公司于2016年1月5日向特定投资者非公开发行人民币普通股（A股）115,473,441股，每股面值人民币1.00元，每股发行认购价格为人民币12.99元。截至2016年1月6日，公司共计募集货币资金人民币1,499,999,998.59元，扣除与发行有关费用12,115,473.44元，实际发行募集资金净额为1,487,884,525.15元，募集资金全部到位。截至2016年3月31日，公司累计使用募集资金524,593,160.73元。其中，公司于募集资金到位之前利用自有资金先期投入募集资金项目人民币123,360,000.00元。募集资金余额为964,094,165.18元，与尚未使用募集资金余额差异802,800.76元，系募集资金专户累计利息收入扣除手续费后的净额。

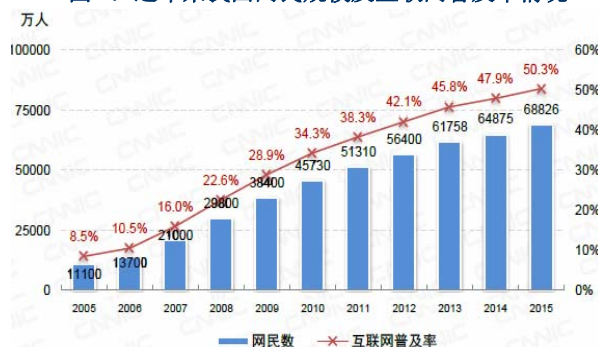
行业分析

经过多年发展，我国游戏市场进入成熟期，市场规模的上升逐渐稳定，游戏产业规模增速放缓

随着网络基础设施建设的完善以及移动互联网的快速发展，我国互联网用户的规模和互联网普及率稳步提升。根据中国互联网络信息中心

（CNNIC）的统计，截至2015年12月，我国互联网用户规模达6.88亿，全年共计新增互联网用户3,951万人；互联网普及率为50.3%，较2014年底提升2.4个百分点。

图1：近年来我国网民规模及互联网普及率情况

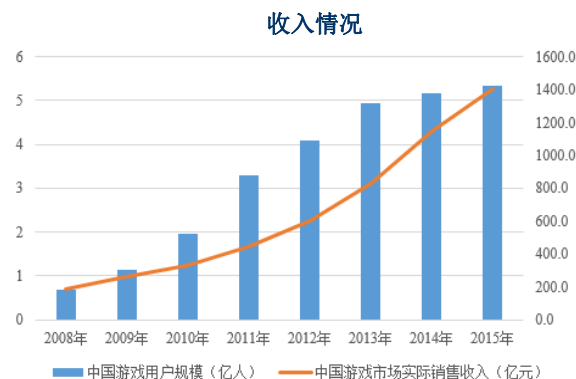


资料来源：中国互联网络信息中心，中诚信证评整理

近年来，我国国内生产总值一直保持较高的增长速度。我国城镇家庭人均可支配收入近十年来实现3倍以上增长，农村居民人均纯收入扣除价格因素后以10%的增速逐年递增。同时，根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的第37次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，我国互联网用户规模2015年接近七亿人，互联网普及率超过50%，居民日益坚实的物质基础和提升生活质量的需求释放出巨大的文化产品购买欲望和消费能力，互联网用户对网络游戏的消费需求和消费能力的逐步提升，以及电子计算机和智能手机等电子产品快速普及，带动网络游戏产业的发展。

根据《2015年中国游戏市场产业报告》，我国游戏市场2015年实现销售收入1,407.0亿元，比2014年增长22.9%；用户数量达到5.34亿人，比2014年增长3.3%，市场规模的上升逐渐稳定，游戏产业规模增速放缓。

图2：2008~2015年我国游戏用户规模及游戏市场实际销售收入情况

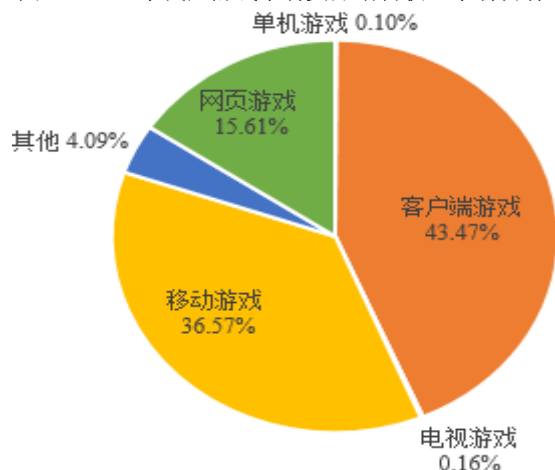


资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

移动游戏行业处于快速上升阶段，但审批程序趋严，市场格局逐步确立；网页游戏市场规模增长率下滑，进入平衡扩展阶段，其研发商市场集中度仍较低

2015 年，在我国游戏市场实际销售收入中，客户端网络游戏市场占有率达到 43.47%，移动游戏占有率为 36.57%，网页游戏市场占有率为 15.61%，电视游戏占有率为 0.16%，单机游戏占有率为 0.10%。2015 年为我国客户端游戏市场规模占国内游戏市场规模的比例首次下滑至 50% 以下，而随着智能手机和平板电脑的普及，移动游戏市场规模快速增长，占比逐年提升，预计未来几年这一趋势将得到延续。

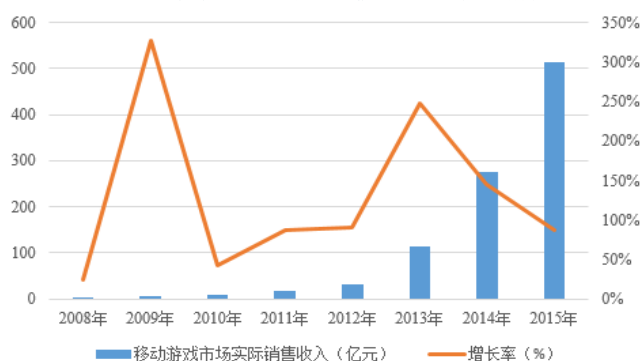
图 3：2015 年我国游戏市场实际销售收入市场占有率情况



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

在移动游戏方面，2015 年，我国移动游戏用户数量达到 3.84 亿人，比 2014 年增长 7.3%；2015 年我国移动游戏市场实际销售收入达到 514.6 亿元，比 2014 年增长 87.2%。在市场占有率方面，移动游戏市场占有率达到 36.57%，比 2014 年上升 12.56 个百分点。

图 4：近年来我国移动游戏实际销售收入情况



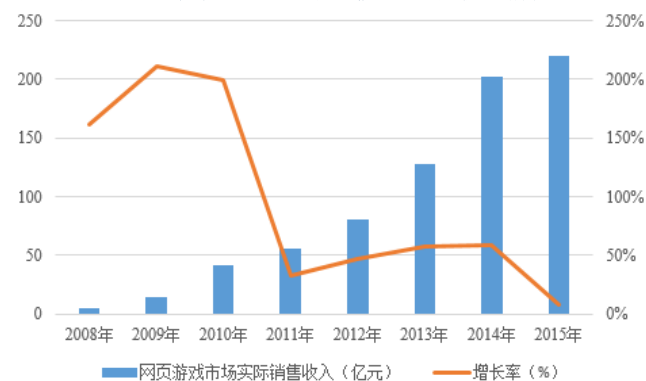
资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

2015 年移动游戏行业依然处于快速上升阶段。移动游戏市场尽管起步较晚，但增长较快。移动游戏由于具有移动便携、操作简单、适合碎片化时间等特点，其用户规模增长较快。由于移动游戏公司多为轻资产公司，较高的投入产出比使得移动游戏行业受到资本市场的青睐。大量资金的涌入，是移动游戏市场得以在短期内快速发展的重要原因之一。随着移动游戏行业的蓬勃发展，手游市场乱象丛生，2015 年移动游戏中仅有 1.5% 的游戏通过正常的审批程序，主要为上市公司推出的手游。2016 年 6 月国家新闻出版广电总局发布《移动游戏出版服务管理的通知》，指出自 2016 年 7 月 1 日起，未经国家新闻出版广电总局批准的移动游戏，不得上网出版运营。审批程序的趋严将会放缓游戏公司发行游戏的步伐，进而对行业快速发展产生一定负面影响。但挑战既是机遇，审批程序的趋严将改善业内盗版严重的现象，有利于正版游戏厂商维权，保障移动游戏产品质量，促进行业健康发展。

根据易观智库发布的《中国移动游戏市场趋势预测专题研究报告 2016》数据显示，2015 年我国移动游戏研发企业市场份额呈现寡头化的现象，腾讯游戏占有 28.5% 市场份额，其次为网易游戏，市场占有率 14.70%，第三名掌趣集团占有率 6.6%，第四名莉莉丝游戏占有率 4.7%。当前移动游戏进入门槛提高，主流格局逐渐确立。

在网页游戏方面，2015 年我国网页游戏市场实际销售收入 219.6 亿元，比 2014 年增长 8.3%，在移动网络游戏的分流下，网页游戏市场规模大幅下滑。在市场占有率方面，2015 年网页游戏市场占有率为 15.61%，比 2014 年下降 2.09 个百分点。

图 5：近年来我国网页游戏实际销售收入情况



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

2015 年，受到移动游戏市场的挤压，网页游戏市场规模增长率进一步下降。从原因来看，一方面为质量与流量的发展不对等，非游戏流量平台的加入让流量提升了一个量级，然而游戏质量上并没有大的提升，部分企业投机性严重，短时间内推出大量换皮产品洗量，导致“劣币驱逐良币”的现象，阻碍了市场的健康发展；另一方面为人口红利利用尽，页游产品的宣传规模和营销手段已经覆盖到了几乎全部潜在玩家，市场可拓展空间有限；此外，手游产品的涌现冲击了网页游戏的市场份额。目前网页游戏行业从快速发展进入平衡扩展的阶段，相关网页游戏厂商开始返璞归真专注提升页游质量。

目前我国网页游戏研发商市场集中度依然不高，尚无一家厂商的市场份额超过 10%。根据易观智库发布的《中国网页游戏市场季度监测报告 2015 年第 3 季度》数据显示，三七游戏、游族网络和广州创思分别以 9.4%、7.9%和 7.3%的市场份额排名前三，组成页游研发商第一梯队，排名第四至第七位的厂商分别为墨麟集团 4.7%、锐战网络 4.4%、第七大道 4.3%和掌趣集团 4.3%。

我国网络游戏同质化严重，相关研发企业资金及综合性人才短缺，负面影响行业的持续性发展

目前，网页网络游戏和移动网络游戏行业内的游戏公司主要集中于战争策略类和角色扮演类的研发和推广，主要游戏类型的数量较少导致在某一游戏类型内的游戏数量较多，生存压力明显。比如，我国以战争为题材的“三国”系列游戏产品超过 100 款。近年来，随着网络游戏的快速发展，许多小型游戏开发企业为追求短期利益，密集推出大量同质化游戏产品，造成行业内游戏开发企业的淘汰率过高。产品同质化导致我国网络游戏市场产品数量繁多但精品数量较少，影响游戏用户的体验感，同时打击其他游戏开发者的创新意愿，不利于我国游戏行业整体自主开发能力的提升。产品同质化已成为影响我国网络游戏行业健康发展的首要不利因素。

由于行业发展速度较快，竞争激烈，游戏研发企业对各类人才需求旺盛，使从业员工工资水平持续增长，研发成本不断上升。另一方面，随着玩家

对游戏产品品质的要求提升，研发一款游戏需要的程序、美工、音乐音效等人才的数量以及游戏研发时间都在不断增加，上述因素导致游戏研发总成本不断上涨。同时新研发的游戏需要依靠大量推广才能获得市场，目前网络游戏的推广费用，包括网络广告的点击费用以及其他各类媒体的投放费用，与前几年相比已有显著上涨。受行业发展时间较短的限制，目前网页网络游戏和移动网络游戏研发公司与传统客户端网络游戏研发企业相比，资金实力普遍较弱。随着行业竞争加剧，开发和运营成本持续升高，业内公司需要通过多种渠道筹措资金，以发展新技术、开发新产品，从而在竞争中获得优势，资金短缺在一定程度上阻碍网页游戏和移动网络游戏市场的发展。

游戏行业作为文化创意产业，是否拥有足够的人才是一家公司是否具备核心竞争力的重要标志。游戏的研发流程需要制作人、策划、程序、美工、音乐音效等各方面人才的通力协作；在游戏运营方面，则需要商务、运营、市场、客服、运维等方面的人才。我国网络游戏起步时间较晚，随着行业的快速增长，上述人才总体呈现供不应求的趋势。与此同时，随着行业和消费者的成熟，游戏产品的精品化成为趋势，对游戏运营质量的要求也越来越高，这意味着研发商对每一款游戏需要投入更有经验、更高素质的各类人才才有可能成功。当前国内熟悉游戏产品策划、设计开发与市场运作的综合性人员数量较少，游戏相关专业的培训和教育市场也尚未成熟。国内网络游戏市场的快速发展，对综合性人才的需求日趋突出。若行业内不能建立起有效的人才培养机制，行业的持续性发展将受到一定影响。中诚信证评认为，随着社会现代化、电子化程度的不断推进，人们对于精神娱乐层面的需求不断提高，网络游戏基于其故事性、社会性和交流特性，已经成为当代人群休闲娱乐的主要方式，市场规模不断扩大，行业发展前景广阔。但中诚信证评也关注到，我国网络游戏行业进入成熟期，增速放缓，加之同质化严重，研发成本不断上涨，业内游戏开发企业生存压力明显。

业务运营

公司的主营业务为游戏的开发、发行与运营，目前主要包括移动终端游戏、互联网页面游戏及其周边产品的产品开发、发行推广和运营维护等。经过多年的业务拓展和并购重组，公司目前已发展成为国内领先的移动终端游戏开发商、发行商和运营商。

公司具备较强的自研实力，在网络游戏市场同质化严重的环境下，通过自身内生增长和外延并购扩张，业务规模实现持续增长

近年来，我国网络游戏市场同质化严重，为保持公司持续发展，2015 年公司以“内生+外延”的发展方式，完善产业链布局，加强产品研发，精耕细作，不断夯实主营业务，当年实现营业收入 11.24 亿元，同比增加 45.05%。其中，移动终端游戏收入 6.98 亿元，同比增加 66.86%；互联网页面游戏收入 3.83 亿元，同比增加 26.55%。

表 1：2013~2015 年公司各类业务收入情况

单位：亿元

产品类型	2013	2014	2015
移动终端游戏	1.92	4.18	6.98
互联网页面游戏	1.45	3.03	3.83
其他	0.44	0.54	0.43
合计	3.81	7.75	11.24

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

研发方面，公司拥有自己的手机网游研发团队和开发工具。近年来公司通过收购兼并不断吸纳优秀研发团队，并持续增加研发投入，2015 年研发人员数量达 1,149 人，占公司总人数的 65.81%，人员构成逐步从以游戏运营发行为主转型为研发、运营、发行并重；当年研发投入 24,686.32 万元，较上年增长 42.07%。在研发成果方面，依托较强的研发实力及大力的研发投入，公司的研发成果显著，截至 2015 年末，公司及下属子公司累计取得 366 项软件著作权。2016 年 1~3 月，公司及下属子公司累计新取得 7 项软件著作权。

表 2：2013~2015 年公司研发人员及投入情况

产品类型	2013	2014	2015
研发人员数量（人）	207	1,076	1,149
研发人员数量占比（%）	20.00	64.00	65.81
研发投入金额（万元）	8,594.14	17,376.46	24,686.32

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年，公司发行了多款自研产品，包括《拳皇 98 终极之战 OL》、《穿越吧！主公》、《三国 Q 传》等，其中《拳皇 98 终极之战 OL》持续位于 IOS 畅销榜前列，是掌趣科技旗下玩蟹团队继《大掌门》之后，推出的第二款业内影响力较大的产品。截至 2015 年末，实现自研收入 8.72 亿元，占营业收入的 77.60%，自主研发游戏仍为公司收入的主要来源。

表 3：2015 年公司自研及非自研收入构成

业务类型	模式	收入金额（万元）
移动终端游戏	自研	64,094.89
	其他	5,660.61
互联网页面游戏	自研	23,112.99
	其他	15,225.30
其他	自研	0
	其他	4,284.07
合计	-	112,377.86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司通过并购多家优秀游戏研发商向产业链纵向挖掘、提升自身研发能力、实现游戏产品品类的几乎全覆盖，打造综合型研运企业。2015 年公司并购游戏开发商包括上游信息科技（上海）有限公司¹（以下简称“上游信息”）和北京天马时空网络科技有限公司（以下简称“天马时空”）等，自营及代理的产品主要包括《塔防三国志》、《回到三国志》、《众神殿》、《Hero Dedense》、《全民奇迹MU》、等。其中，《全民奇迹MU》基本保持App Store畅销榜前十名，在国内网络游戏行业处于领先地位。

此外，公司围绕主营业务，投资多家优秀发行商、影视制作公司与互联网投资机构，横向延伸覆盖产业链各链条，不仅有利于未来 IP 的取得，也为公司的泛娱乐化转型奠定基础。截至 2015 年末，公司主要投资参股企业包括大神圈、体育之窗、掌阅科技、掌上纵横、网鱼电竞等公司，初步构建以

¹ 2014 年 8 月公司收购上游信息 70% 股权，2015 年 12 月收购剩余 30% 股权

游戏为核心业务，延伸至文学、动漫、影视、体育、电竞等产业的娱乐生态布局。

总体来看，我国网络游戏市场产品同质化导致产品数量繁多但精品数量较少，2015 年公司加强产品研发并坚持“精品化”，推出一系列优秀产品，并通过并购及参股完善纵向和横向产业链，业务规模持续增长。中诚信证评也关注到公司对新产品研发方向的把握，将直接影响游戏产品的最终品质和盈利水平，进而影响公司业务规模的持续增长。

公司IP资源储备丰富，且产品引进以及推广服务采购模式构建完善，为后期业务持续发展提供保障

公司采购模式主要包括游戏产品与版权的引进以及游戏推广服务的采购。2015年公司前五名供应商主要为游戏开发商，合计采购金额占年度采购总额比例为27.63%。

游戏产品引进方面，公司发行运营的游戏除来源于自主开发外，主要从国内外游戏开发商引进（包括委托游戏开发商进行产品开发）。公司通常结合自研产品及业务运营的具体情况、市场需求发展动向以及各游戏开发商游戏产品的题材、品质、价格与收入预期等进行综合评估，有针对性地引进游戏产品。2015年引进的游戏主要包括《轮回》、《莽荒记》和《天书残卷》等，分别取得收入1,051.28万元、1,046.42万元和784.94万元。

表4：2015年公司主要引进游戏产品情况

单位：万元		
引进游戏名称	游戏开发商	2015 年实现收入
轮回	厦门市腾讯网络科技服务有限公司	1,051.28
莽荒纪	霍尔果斯第一波网络科技有限公司	1,046.42
天书残卷	趣游（厦门）科技有限公司	784.94
锤子三国	Westhouse Corporation Limited	467.77
灵域	北京爱奇艺科技有限公司	410.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

内容版权引进方面，公司在充分评估IP在移动游戏方面的价值认定其能够带来超额收益后，才订立合约储备相关IP。目前公司拥有的已上线高质量IP有《拳皇98终极之战OL》、《全民奇迹》、《大掌门》、《画江湖之不良人》、《石器时代2卡牌》、《画江湖

之灵主》等，具备二次开发价值。2015年新增的IP储备资源共5项，2016年1~3月新增的IP储备资源共4项；截至2016年3月末，公司拥有的IP储备资源共10余项，主要包括《魔法门之英雄无敌》、《九州缥缈录》、《龙族》、《镇魂街》、《街头篮球》等。随着各家游戏发行商对IP争夺程度的加剧以及知识产权保护意识的加强，国内IP资源，特别是质量较好，能够得到市场认可的IP资源整体呈现供不应求的局面，IP资源取得的成本相应呈上升趋势。公司在内容版权的引进成本未来加大或对其单一游戏的盈利产生一定压力。

游戏推广服务采购方面，目前，除了公司自主拥有的“欢畅游戏”“手游大联盟”和“0708”平台外，公司采购游戏渠道商主要包括电信运营商、移动终端厂商及WAP/Web门户或游戏专业网站等。

总体来看，公司IP储备资源较为丰富，且拥有具备二次开发潜质的高质量IP资源，对公司后期自主研发高质量游戏形成有力支撑；另外，公司游戏产品引进以及游戏推广服务采购模式对自主开发业务以及自主推广平台形成有效补充，为后期顺利展业提供保障。此外，中诚信证评将持续关注公司IP质量及取得的成本对其盈利能力的影响。

公司产品更新换代速度较快，依托较为成熟的营销和盈利模式以及较强的自研实力，其整体盈利能力仍较强

经过多年的发展，公司游戏推广、宣传及盈利模式日渐成熟。目前公司主要通过应用平台开发商（iOS、豌豆荚等）及互联网公司（腾讯等）销售移动终端游戏产品，此外还通过电信运营商渠道（G+游戏平台等）、自有游戏运营平台、合作伙伴的WAP/Web站点和手机终端厂商来进行游戏产品的发布与推广；公司的互联网页面游戏产品主要通过自有游戏运营平台，或采取与腾讯游戏、百度游戏频道、360游戏中心等游戏运营平台联合运营的模式进行发布推广。游戏产品发布上线后，公司借助 WAP/Web 门户广告、平面媒体等进行市场宣传。公司移动终端游戏产品的盈利模式主要包手机游戏业务套餐收费、游戏下载收费、试玩转激活收费和虚拟道具收费等；互联网页面游戏产品的盈利

模式主要为虚拟商品收费等。公司根据其在游戏业务中的市场定位（包括游戏开发商、游戏运营商或游戏渠道商等）与具体分工，按照与合作各方的协议约定获取相应的业务收益。

同时，公司积极拓展海外发行渠道，出口收入增长较快，2015 年取得收入 1.94 亿元，占当期收入规模的 17.32%。公司在台湾已成功发行《石器时代 OL》和《玩具战场》两款产品；在韩国，继《崩坏学园 2》获得成功后，又发行《全民奇迹 MU》，取得不菲成绩；在北美，公司投资总部在旧金山的手游发行公司 NOX MOBILE INC.以布局北美和欧

洲市场；在东南亚和俄罗斯，公司旗下的《坦克争霸》也获得不错的反响。

由于移动网路游戏和网页游戏生命周期均较短，游戏研发企业无法依靠一款成功的游戏在较长的时间内保持稳定的业绩水平，近年来公司收入占比较高的前五大游戏名单更换速度较快。2015 年公司收入贡献前五大游戏包括《拳皇 98 终极之战》、《大掌门》、《塔防-大陆》、《画江湖之不良人》、《3D 坦克争霸》，实现收入 52,319.98 万元，占营业收入的比重为 46.56%。

表5：2013~2015年公司收入占比前五大游戏

单位：万元

2013 年	收入	2014 年	收入	2015 年	收入
G+	8,499.93	大掌门	1,1342.81	拳皇 98 终极之战	17,224.76
战龙三国	4,391.54	战龙三国	1,0393.38	大掌门	10,951.46
WAP 专区	4,313.36	塔防三国志-页游	7,278.13	塔防-大陆	10,024.62
手机网游-Android	3,977.79	G+	5,490.30	画江湖之不良人	7,521.41
手机网游-IOS	3,433.90	热血足球	3,813.37	3D 坦克争霸	6,867.73
合计	24,616.52	-	38,317.99	-	52,319.98

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，近两年公司部分产品逐渐进入后期回报期，随着用户的市场普及程度增加，产品收入增加；同时，公司产品运营线不断丰富，其产品开发流程及模式日渐成熟，有效降低了成本，毛利率水平提高。2015 年公司移动终端游戏和互联网页面游戏毛利率分别为 65.03%和 60.72%，营业毛利率为 61.43%，与上年基本持平。

表6：2013~2015公司毛利率情况

单位：%

公司	2013 年	2014 年	2015 年
移动终端游戏	54.69	65.09	65.03
互联网页面游戏	53.92	63.97	60.72
其他	55.00	23.37	9.25
营业毛利率	54.44	61.75	61.43

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，经过近几年的积累和发展，公司游戏推广及宣传模式成熟，依托较为丰富的盈利渠道，经营业绩快速增长，盈利能力仍较强。中诚信证评关注到游戏产品更新较快，随着市场的发展和玩家体验的升级，如果公司无法持续推出或及时推出受玩家认可的游戏产品，将会出现老游戏盈利能

力的下滑无法通过新游戏弥补的情况，不利于公司经营业绩的持续增长。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。

资本结构

随着业务的拓展以及并购重组，近年来公司资产规模和自有资本实力增长较快。2015 年，公司将天马时空（80%股权）和上游信息（30%股权）等子公司纳入资产负债表合并范围，当年公司总资产规模为 78.78 亿元，负债总额 14.56 亿元，所有者权益 64.23 亿元，分别较年初增长 56.84%、46.69%和 59.34%。财务杠杆比率方面，由于公司资本实力较强，财务杠杆比率维持在较低水平。2015 年，公司资产负债率和总资本化比率分别为 18.48%和 1.53%，较上年末分别小幅下滑 1.28 和 1.70 个百分点。与同行业比较来看，公司资产负债率和总资本

化比率均处于较低水平。

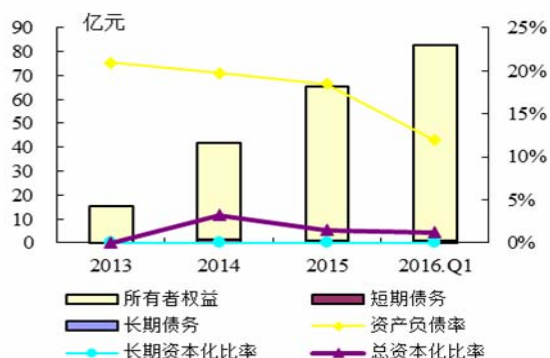
2016 年 1 月公司非公开发行股票，截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益增至 81.50 亿元，当期资产总额 92.49 亿元，负债合计 10.99 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 11.89% 和 1.21%。

表 7：A 股游戏上市公司 2015 年末财务指标对比

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比 率 (%)
掌趣科技	78.78	18.48	1.53
昆仑万维	38.88	31.08	8.46
游族网络	29.25	25.19	18.78
顺荣三七	46.23	19.73	0.95
游久游戏	24.46	15.19	12.63

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

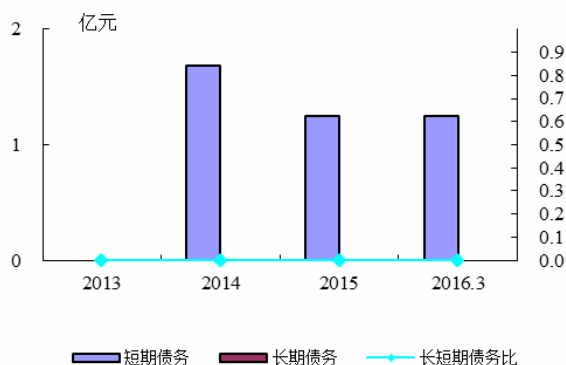
图 6：2013~2016.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，2015 年末公司总债务为 1.00 亿元，同比减少 25.93%，均为短期债务。截至 2016 年 3 月末，公司总债务为 1.00 亿元，均为短期债务。考虑到公司自有资本实力强且货币资金充裕，其债务偿付压力小。

图 7：2013~2016.Q1 公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

综合而言，公司负债规模呈上升态势，但负债水平仍较低，刚性偿付压力小，加之自有资本实力

不断提升，财务杠杆比率有所降低，财务结构稳健。但中诚信证评关注到，2015 年末及 2016 年 3 月末，公司商誉均为 56.00 亿元，在总资产中占比分别高达 71.08% 和 60.55%，主要系并购企业天马时空和北京玩蟹科技有限公司合并成本大于购买日可辨认净资产公允价值份额的差额，尽管大规模的商誉资产符合游戏行业净资产的特性，但由于公司计提的商誉资产价值较大程度受所并购标的公司的经营业绩影响，当标的企业实际运营状态弱于交易评估预期状态时，公司将面临较大的资产减值风险。

盈利能力

2014 年 5 月 1 日起，玩蟹科技、上游信息（70% 股权）先后纳入合并报表，同时公司积极整合产品研发、渠道推广等业务资源，其整体收入规模大幅提升。2015 年，公司实现营业收入 11.24 亿元，同比增加 45.05%。进入 2016 年，公司《拳皇 98 终极之战 OL》等游戏产品运营状况保持良好，同时自 2016 年 1 月 1 日起将天马时空 80% 股权和上游信息 30% 股权对应的利润纳入合并利润表，推动整体收入大幅增长。截至 2016 年 3 月末，公司累计实现营业收入 5.09 亿元，较上年同期增长 134.33%。

从毛利水平来看，2015 年公司营业毛利率为 61.43%，毛利率水平高，且与上年基本持平。与 A 股游戏上市公司比较来看，2015 年公司营业毛利率处同行业较高水平。

表 8：A 股游戏上市公司 2015 年收入及盈利指标对比

公司	收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	净资产收益率 (%)
掌趣科技	11.24	61.43	7.80
昆仑万维	17.89	60.95	15.12
游族网络	15.35	58.02	23.09
三七互娱	46.57	59.29	24.84
游久游戏	14.20	36.20	-1.03

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来公司期间费用逐年增大，2015 年三费合计金额 2.01 亿元，占营业收入的比例为 17.90%。公司销售费用主要为职工薪酬、差旅及招待费和股权激励等；管理费用主要包括研发支出、职工薪酬及股权激励，当年公司研发支出较大，使得管理费用规模同比增长 30.79%；财务费用为负数，一方面在于公司付息债务规模小；另一

方面货币资金余额较大，每年可获得一定规模的利息收入。随着公司人员增多及经营规模的扩大，相关费用支出逐年增加，2016 年 1~3 月公司三费收入占比为 12.92%。

表 9：2013~2016.Q1 公司期间费用分析

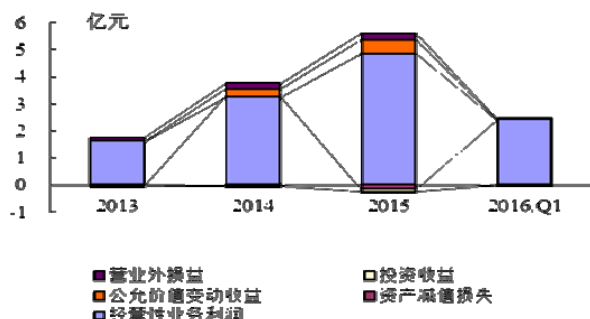
单位：亿元

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	0.08	0.26	0.29	0.09
管理费用	0.49	1.41	1.84	0.59
财务费用	-0.24	-0.23	-0.12	-0.02
三费合计	0.34	1.44	2.01	0.66
营业收入	3.81	7.75	11.24	5.09
三费收入占比	8.84%	18.59%	17.90%	12.92%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，经营性业务利润为公司主要利润来源。近年随着公司业务规模的增长，经营性业务利润规模逐年增大。2015 年公司经营性业务利润较上年增长 48.97%至 4.85 亿元，占当期利润总额的 90.49%；同期，公司实现净利润 5.01 亿元，同比增加 43.01%，盈利能力进一步加强。

图 8：2013~2016.Q1 公司利润总额构成

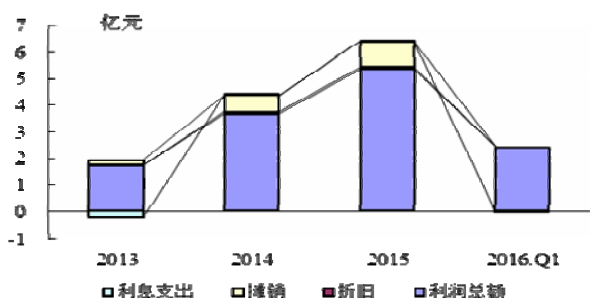


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于并购重组，公司收入规模大幅增加，且毛利率仍保持在行业内较高水平，盈利能力较强。

偿债能力

图 9：2013~2016.Q1 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2015 年，公司 EBITDA 为 6.42 亿元，主要由利润总额和无形资产摊销构成。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，公司有息债务规模小，利息支出规模有限，2015 年总债务/EBITDA 为 0.16 倍，EBITDA 利息倍数为 324.35 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度很强。

经营活动现金流方面，公司业务规模逐年扩大且盈利表现较好，2015 年经营活动净现金流 4.85 亿元；2016 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 2.07 亿元，获现能力较强，对其债务偿还提供较好保障。

表 10：2013~2016.Q1 公司主要偿债指标

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
总资产（亿元）	19.27	50.23	78.78	92.49
总债务（亿元）	0.00	1.35	1.00	1.00
资产负债率（%）	20.91	19.76	18.48	11.89
总资本化比率（%）	0.00	3.23	1.53	1.21
经营活动净现金流（亿元）	1.40	4.09	4.85	2.07
经营活动净现金/总债务（X）	-	3.04	4.85	8.28
经营活动净现金/利息支出（X）	-5.88	2,015.88	244.86	-91.03
EBITDA（亿元）	1.93	4.39	6.42	-
总债务/EBITDA（X）	0.00	0.31	0.16	-
EBITDA 利息倍数（X）	-	2,163.58	324.35	-

注：2016 年一季度经营活动净现金/总债务指标经年化处理。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2016 年 3 月末，公司获得北京银行综合授信额度 3 亿元，未使用额度 2 亿元。同时作为 A 股上市公司，公司直接融资渠道畅通，可通过增发、配售股票等方式进行股权融资，同时也可通过发行中期票据等债务融资工具进行债务融资。整体来看，公司融资渠道畅通，备用流动性较充足，具有较强的财务弹性。

截至 2016 年 3 月末，公司无未清对外担保。其他或有事项方面，截至 2016 年 3 月末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

整体来看，公司资本实力强，财务结构稳健，盈利能力及获现能力较强，能够为债务的偿还和公司的稳定发展提供支持。

结论

综上，中诚信证评维持北京掌趣科技股份有限公司

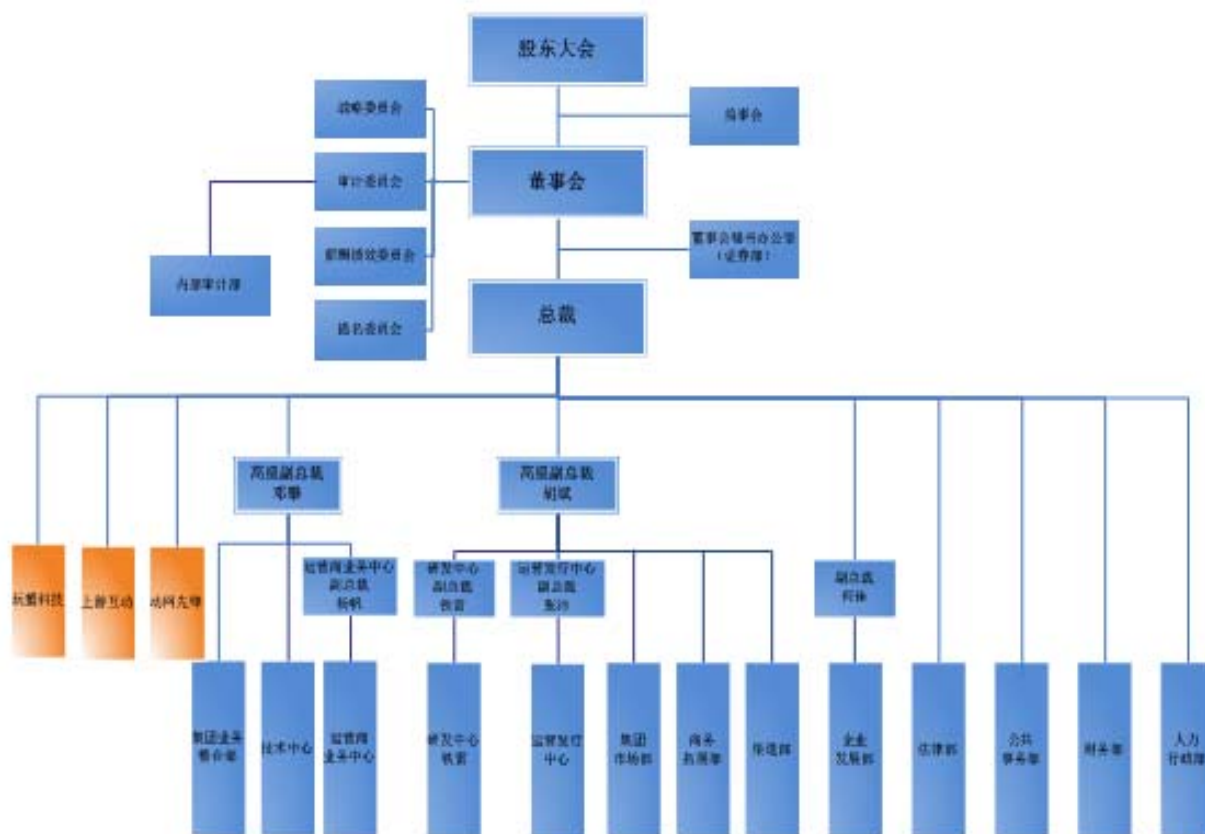
公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“北京掌趣科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AA**。

附一：北京掌趣科技股份有限公司主要股东持股情况（截至 2016 年 3 月 31 日）

股东名称	直接持股比例（%）	持股总数（股）	股份性质
姚文彬	19.09	529,650,409	限售流通 A 股，A 股流通股
叶颖涛	5.26	145,832,832	A 股流通股
华谊兄弟传媒股份有限公司	5.00	138,692,544	A 股流通股
刘惠城	2.71	75,114,417	限售流通 A 股
刘智君	2.30	63,846,624	限售流通 A 股
邓攀	1.96	54,410,309	限售流通 A 股，A 股流通股
邱祖光	1.69	46,904,255	限售流通 A 股
宋海波	1.63	45,102,759	限售流通 A 股，A 股流通股
叶凯	1.02	28,392,666	限售流通 A 股
中央汇金资产管理有限责任公司	0.88	24,541,900	A 股流通股

注：叶颖涛除直接持股发行人股权外，其还通过资产管理计划间接持有公司3,332,772股，截至2016年3月31日，叶颖涛共持股比例为5.38%。

附二：北京掌趣科技股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附三：北京掌趣科技股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	84,223.20	108,272.23	48,921.77	161,932.98
应收账款净额	6,017.89	7,722.53	26,108.76	29,523.16
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	92,715.52	120,661.08	84,787.52	205,084.31
长期投资	1,724.86	43,495.03	91,898.86	107,631.26
固定资产合计	8,566.90	10,640.04	10,918.19	10,794.61
总资产	192,740.78	502,308.92	787,824.93	924,930.88
短期债务	0.00	13,461.80	10,000.00	10,000.00
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	0.00	13,461.80	10,000.00	10,000.00
总负债	40,309.44	99,241.05	145,572.18	109,949.48
所有者权益（含少数股东权益）	152,431.33	403,067.87	642,252.75	814,981.40
营业总收入	38,050.41	77,476.42	112,377.86	50,854.90
三费前利润	19,520.18	46,927.70	68,568.82	30,691.67
投资收益	-48.47	-712.31	-881.94	-216.22
净利润	15,361.94	35,045.27	50,119.40	23,718.98
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	19,316.64	43,860.43	64,201.39	-
经营活动产生现金净流量	14,045.85	40,866.18	48,467.31	20,702.49
投资活动产生现金净流量	-24,186.39	-109,770.31	-100,204.39	-54,327.06
筹资活动产生现金净流量	23,782.90	78,790.43	6,421.87	146,734.97
现金及现金等价物净增加额	13,613.84	9,888.73	-45,190.16	113,011.21
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	54.44	61.75	61.43	60.58
所有者权益收益率（%）	10.08	8.69	7.80	11.64
EBITDA/营业总收入（%）	50.77	56.61	57.13	-
速动比率（X）	3.58	1.68	0.81	2.98
经营活动净现金/总债务（X）	-	3.04	4.85	8.28
经营活动净现金/短期债务（X）	-	3.04	4.85	8.28
经营活动净现金/利息支出（X）	-5.88	2,015.88	244.86	-91.03
EBITDA 利息倍数（X）	-	2,163.58	324.35	-
总债务/EBITDA（X）	0.00	0.31	0.16	-
资产负债率（%）	20.91	19.76	18.48	11.89
总资本化比率（%）	0.00	3.23	1.53	1.21
长期资本化比率（%）	-	-	-	-

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

2、公司三年一期一年内到期的非流动负债为未支付的交易对价，进行相关财务指标计算时计入其他流动负债。

3、2016年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。