



信用等级通知书

信评委函字[2017]G152-X号

游族网络股份有限公司：

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拟发行的“游族网络股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年三月二十二日

游族网络股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	游族网络股份有限公司
发行规模	不超过人民币 8 亿元（含 8 亿元），首期基础发行规模不超过人民币 4 亿元，可超额配售不超过 4 亿元。
债券期限	本期债券期限为 3 年期，债券存续期第 2 年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率由发行人和主承销商按照发行时簿记建档结果共同协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本期债券按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

游族网络	2013	2014	2015	2016.H1
所有者权益（亿元）	2.51	8.96	21.88	23.62
总资产（亿元）	3.84	13.75	29.25	41.89
总债务（亿元）	0.00	0.00	5.06	12.20
营业总收入（亿元）	6.63	8.44	15.35	10.16
营业毛利率（%）	69.50	69.63	58.02	51.08
EBITDA（亿元）	3.44	4.23	5.56	-
所有者权益收益率（%）	116.65	45.50	23.09	19.81
资产负债率（%）	34.51	34.86	25.19	43.61
总债务/EBITDA（X）	0.00	0.00	0.91	-
EBITDA 利息倍数（X）	-	-	28.82	-

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 年上半年所有者权益收益率已经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“游族网络股份有限公司 2017 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**，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定游族网络股份有限公司（以下简称“游族网络”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，该级别反映了发行主体游族网络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。中诚信证评肯定了游戏行业发展空间广阔、公司产品研发实力较强，在页游领域保持领先地位、公司营业收入及留存利润网逐年增加，盈利能力良好等因素对公司业务发展及信用质量的支持。同时，中诚信证评也关注到游戏行业竞争日趋激烈、公司未来资金需求压力较大等因素对公司整体经营和信用状况的影响。

正 面

- 游戏行业发展空间广阔。历经十余年的发展，我国的网络游戏行业逐渐发展成为一个具有很大市场潜力的新兴行业；根据《2015 年中国游戏产业报告》，2015 年中国游戏市场实际销售收入达到 1,407.00 亿元人民币，同比增长 22.9%，增速较快。
- 公司产品研发实力较强，在页游领域保持领先地位。根据易观智库统计的中国网页游戏研发厂商竞争格局中，公司在 2015 年第 3、4 季度以 7.8% 的市场份额稳居第二位。
- 公司收入逐年增长，盈利水平良好。随着公司新产品的上市，2015 年公司实现营业总收入 15.35 亿元，净利润 5.05 亿元，分别同比增长 81.87% 和 23.90%。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入及净利润分别为 10.16 亿元和 2.34 亿元，分别同比增长 55.97% 和 7.74%。

分 析 师

胡辉 胡辉 hlhu@ccxr.com.cn

刘 爽 刘爽 shliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 3 月 22 日

关 注

- 游戏产品开发风险。由于网络游戏生命周期较短，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 6 月末，商誉规模达 9.8 亿元，占总资产的 23.4%，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、除因本期评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

概 况

发债主体概况

游族网络股份有限公司（以下简称“游族网络”或“公司”）原名晋江恒顺洋伞有限公司，是经国家商务部以商资批【2005】1824号文件批准于2005年8月变更设立的外商投资股份有限公司，同时名称变更为梅花伞业股份有限公司（以下简称“梅花伞业”），注册地址为福建省晋江市。2007年9月，经证监会核准，梅花伞业公开发行人民币普通股2,100万股，并在深圳证券交易所上市交易，股票简称“梅花伞”，股票代码“002174”。公司股本由6,193.99万元增加至8,293.99万元。2014年3月，经证监会批准梅花伞业进行资产重组，向林奇等8名新股东发行股票19,277.01万股用于购买上海游族信息技术有限公司100%的股权，至此公司股本增加至27,571.00万元。2014年5月梅花伞业更名为“游族网络股份有限公司”，同时公司证券简称由“梅花伞”变更为“游族网络”。

2015年11月公司向陈钢强、广州掌淘投资咨询有限公司等5名投资者合计发行548.60万股普通股，各股东出资方式为股权出资；向上海证大投资管理有限公司等8名特定投资者发行590.91万股普通股，募集资金52,649.99万元以发行股份及支付现金的方式购买广州掌淘网络科技有限公司100%的股权。两次增资后，公司注册资本为人民币28,710.50万元。2016年4月，经公司2015年年度股东大会审议通过，公司以2015年末总股本28,710.5015万股为基数，向全体股东按每10股转增20股的比例实行以资本公积转增股本。本期转增股本完成后，公司总股本增至86,131.5045万股。

截至2016年6月末，林奇直接及间接持有公司股份304,025,509股，持股比例为35.30%，其中直接持股比例为35.13%，为公司最大的股东及实际控制人。

公司原主营雨伞的生产销售，经过资产重组后主要从事网页和移动终端游戏的研发与运营。

截至2015年12月31日，公司总资产为29.25亿元，负债总额7.37亿元，资产负债率为25.19%。2015年公司实现营业收入15.35亿元，净利润5.05

亿元，产生经营活动现金流净值为3.28亿元。

截至2016年6月30日，公司总资产为41.89亿元，负债总额18.27亿元，资产负债率为43.61%。2016年1~6月公司实现营业收入10.16亿元，净利润2.34亿元，产生经营活动现金流净值为2.75亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	游族网络股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行总额	不超过人民币8亿元（含8亿元），首期基础发行规模不超过人民币4亿元，可超额配售不超过4亿元。
债券期限	本期债券期限为3年期，债券存续期第2年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。
票面金额	本期债券面值人民币100元。
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率由发行人和主承销商按照发行时簿记建档结果共同协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
付息方式	本期债券按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期公司债券募集的资金在扣除发行承销费用后，剩余资金全部用于偿还金融机构借款及补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

网络游戏产业链

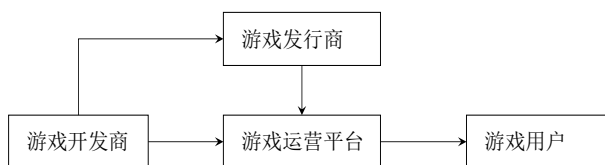
网络游戏是指由软件程序和信数据构成，通过互联网、移动通信网等信息网络渠道提供的游戏产品和服务，根据中国证监会2012年10月26日发布的《上市公司行业分类指引》（2012年修订），网络游戏行业属于“信息传输、软件和信息技术服务业”项下的“I65软件和信息技术服务业”。

网络游戏具体可以分为客户端网游、网页网游和移动网游三大类。客户端网游，是指用户需要自互联网下载游戏客户端并安装于自己的电脑中，并通过客户端入口进入游戏的一种网络游戏类型。网页网游又称无端网游，业内通常简称页游，是基于网页开发技术，于互联网浏览器上实现的网络游戏类型。移动网游是指通过移动互联网接入游戏服务器进行多人同时在线互动的网络游戏类型，由于多

以手机作为移动终端，故又称手机游戏。

网络游戏行业产业链从上游至下游依次包括游戏开发商、游戏发行商、游戏运营平台和游戏用户。

图1：网络游戏行业产业链概况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

游戏开发商是处于行业产业链上游的内容提供者，其根据市场需求进行游戏产品的研究和开发，并于作品完成后适时向游戏运营平台或游戏发行商推出。

游戏发行商是连接游戏开发商和游戏运营平台的纽带，主要为一些规模较小、发行经验较少的游戏研发商进行游戏产品发行。国内网络游戏的发行商主要包括蓝港在线、云游控股有限公司、北京中清龙图网络技术有限公司等中大型网络游戏研发商兼发行商以及包括触控科技、蜂巢游戏（北纬通信旗下游戏事业部）、乐逗等专业发行商。

游戏运营平台主要面向广大的游戏用户，需要协调游戏研发商、游戏发行商和充值支付渠道等各类资源，进行游戏产品的具体运营和维护工作，并完成对游戏用户充值金额的收益分成和结算。

行业发展

从行业发展来看，相比国外的网络游戏行业，我国网络游戏行业虽起步较晚，但发展较快。2000年7月，我国引入了第一款网络游戏《万王之王》，自此拉开了网络游戏行业产业化时代的序幕。历经十余年的发展，我国的网络游戏行业逐渐发展成为一个具有巨大市场潜力的新兴行业，已成为与影视等并驾齐驱的重要的文化娱乐产业之一。

根据中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会（GPC）、国际数据公司（IDC）和中新游戏研究（伽马数据CNG）发布的《2015年中国游戏产业报告》，2015年，中国游戏（包括客户端游戏、网页游戏、社交游戏等）市场实际销售收入达到1,407.0亿元人民币，同比增长22.9%。

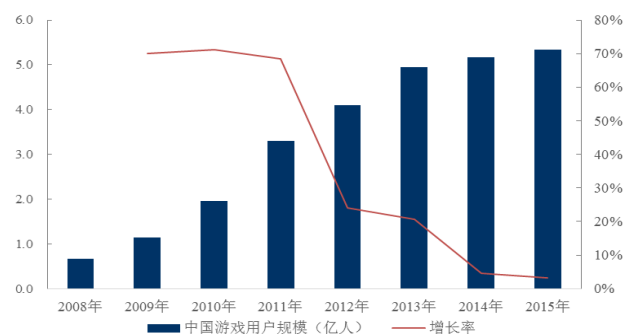
图2：2008~2015年中国游戏市场实际销售收入及增长概况



数据来源：GPC, IDC and CNG，中诚信证评整理

随着网络游戏内容的丰富、游戏体验的升级、充值付费渠道的畅通以及用户娱乐消费观念的转变，我国网络游戏付费用户数量的基数正逐年上升，但随着用户数量基数的增加，用户增速逐步放缓。2015年，中国游戏用户达到5.34亿人，同比增长3.3%。

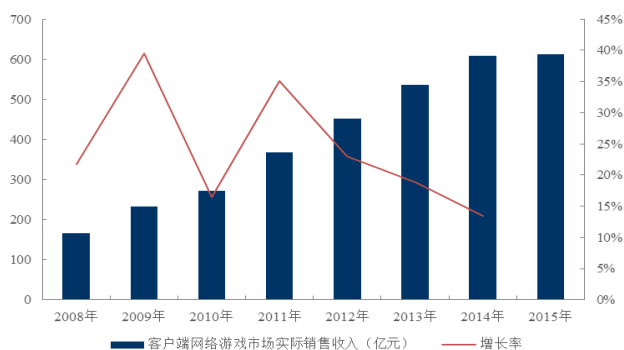
图3：2008~2015年中国游戏用户数量及增长概况



数据来源：GPC, IDC and CNG，中诚信证评整理

从细分市场来看，历经近几年的发展和沉淀，客户端网络游戏依然是国内游戏产业的最大细分市场，仍保持较大的市场规模。2015年，中国客户端游戏市场实际销售收入达到611.6亿元人民币，同比增长0.4%。

图4：2008~2015年中国客户端游戏实际销售收入及其增速概况



数据来源：GPC, IDC and CNG，中诚信证评整理

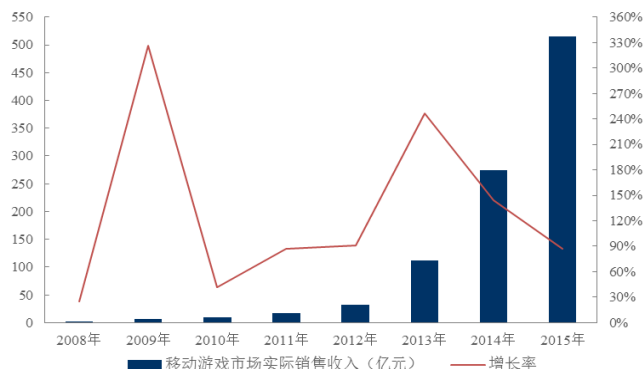
虽然受到移动端网络游戏快速增长以及分流的影响，近年来客户端网络游戏市场份额有所缩小，实际销售收入增速也出现下滑，但客户端网络游戏的用户购买力并没有下降，产品运营及服务质量也在持续提升，随着新一代产品的崭露头角及精品续作的推出，客户端网络游戏仍然受到玩家的关注。原创产品海外出口持续增长，外向型企业品牌知名度不断增强，海外市场业务模式更加丰富。

与此同时，基于十几年的历史形成的完善体系，客户端网络游戏在画面、操作、氛围、精细度等各个方面都超过非端游，吸引了众多玩家。十余年的锤炼使得客户端游体系更加稳定，并形成了庞大的忠实玩家群体。

网页游戏方面，经过近几年的发展和沉淀，网页网游正逐步走出过去内容单调、制作粗糙的粗放式生产经营模式，部分行业领先者已经将企业的运作核心聚焦于游戏产品内容的创制、展示效果的创新以及技术应用的突破，致力于打造行业影响力和用户口碑兼备的游戏精品。

近年来我国网页网游产品结构日渐多元，游戏内容辐射面更广，用户年龄构成也正向两端延展。同时，基于HTML5、silverlight等新技术的出现，3D网页游戏已经能够以不逊于电脑端的效果与质感呈现，网页网游作品的质量和展现形式又将获得更为广阔的想象空间。2015年，中国网页游戏市场实际销售收入达到219.6亿元人民币，同比增长8.3%。

图5：2008~2015年中国网页游戏实际销售收入及其增速概况



数据来源：GPC, IDC and CNG，中诚信证评整理

网页游戏的用户方面，随着多层次产品结构带来游戏类型更加丰富、创制技术突破形成的画面效果升级等因素共同的作用下，网页网游的用户数量

逐年攀升，网游用户结构发生了改变，用户年龄结构逐步向上拓宽，30岁以上的成熟用户增多，其中存在既有用户年龄增长的因素，但主要增量仍来自于新增的网络游戏用户。

与此同时，网页网游销售渠道向海外市场迅速拓展，产品研发在游戏题材、界面和核心玩法等要素中充分考虑国际化的适用性和海外用户的习惯和偏好。经过网页网游行业数年来海外发行经验的积累，我国的游戏作品在海外市场上的表现愈发优秀，特别是在东南亚市场，我国出口的网页网游几乎处于当地市场上垄断地位。根据《中国游戏产业报告》，2015年，中国自主研发网页游戏海外出口实际销售收入达到53.1亿美元，同比增长72.4%，持续保持着高速增长的势头。

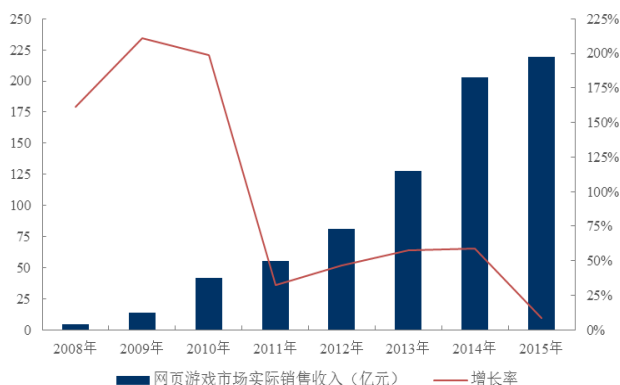
移动游戏方面，2009年开始的3G网络工程目前已经完成了大规模的建设，4G网络工程也正在积极建设中，用户使用习惯从2G时代的语音业务转向到网络数据业务。工业和信息化部《2014年通信运营统计公报》显示，截至2014年12月底，国内移动通信用户已达到12.86亿户，其中3G用户达到4.85亿户、4G用户接近1亿户。3G、4G网络及WIFI网络的大范围覆盖，为移动网游实现高速发展铺平了网络基础道路。

随着3G、4G网络的普及和无线网络通信技术（如WIFI）的大范围使用，打破了网络带宽的瓶颈，为移动网游实现高速发展铺平了道路；智能终端的全面普及为移动游戏用户的增长提供了良好基础；智能终端操作方式的改变为移动网游用户规模扩张创造了条件，使得智能终端能够在更广的地域范围内实现随时上网，从而使得智能移动终端用户能够充分利用碎片时间体验移动网游。

在上述因素共同作用下，智能终端移动网游优秀产品的相继推出直接引发了我国移动网游市场的爆发式增长。2015年，中国移动游戏市场实际销售收入达到514.6亿元人民币，同比增长87.2%。

图6：2008~2015年中国移动游戏实际销售收入

及其增速概况



数据来源：GPC, IDC and CNG，中诚信证评整理

行业竞争

从网络游戏市场格局来看，市场竞争使得游戏研发商对自身研发实力、技术开发实力逐渐提高，运营平台之间的竞争也不断加剧。我国网络游戏行业历经数年的发展，游戏产品的品质已经上升至较高的水准，游戏研发商不仅需要具备专业的技术开发实力，还需对新技术持续进行研发投入、更新和优化。网络游戏研发行业进入壁垒大幅提高，各研发商通过差异化游戏产品树立品牌，扩大影响力，而资金、人才等资源也不断向强势研发厂商集中，强者愈强的马太效应日益明显。

网络游戏行业竞争方面，近两年国内较为知名的移动网游研发商主要有北京乐动卓越科技有限公司、北京玩蟹科技有限公司、顽石互动（北京）网络科技有限公司、广州银汉科技有限公司等；网页网游研发商方面，国内主要有云游控股有限公司（HK.0484）、上海游族信息技术有限公司、深圳第七大道科技有限公司等；客户端游戏研发商方面，除腾讯外，国内主要有网易、盛大游戏、搜狐畅游游戏、完美世界等。

表 2：我国游戏开发商行业市场竞争概况

细分市场	主要竞争者
移动网游	北京乐动卓越科技有限公司
	北京玩蟹科技有限公司
	顽石互动（北京）网络科技有限公司
网页游戏	广州银汉科技有限公司
	云游控股有限公司
	上海游族信息技术有限公司
	深圳第七大道科技有限公司
客户端游戏	网易
	盛大游戏
	搜狐畅游游戏
	完美世界
	腾讯

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

游戏运营平台方面，运营平台间的竞争也不断加剧，网络游戏用户导入成本逐渐提高，为了维持和提高平台活力、吸引更多用户，游戏运营商更加注重对优质游戏产品的挖掘与争夺，优质网络游戏产品更容易流向拥有丰富资源的运营平台，进一步提高强势运营平台的盈利能力。随着市场集中度和竞争压力的提高，部分中小型游戏运营平台纷纷成立网络游戏联合运营联盟，共同对抗网络游戏运营巨头（例如：腾讯、百度等）。

国内客户端游戏运营平台目前主要包括大型互联网平台，例如腾讯、百度、360等。国内移动网游平台商目前主要包括三类，第一类是电信运营商（中移动、中联通、中电信）；第二类是终端系统厂商（如Android Market和App Store等）；第三类是互联网巨头（如腾讯、百度、盛大、网易等）以及新兴移动互联网企业（如360游戏、91gamer、豌豆荚、UC、极游网等）。

整体来看，作为新兴产业，我国网络游戏行业虽然发展时间不长，但发展速度较快，行业实际销售收入规模及用户数均保持一定增长。同时，客户端游戏作为传统细分市场，仍保持较大的市场规模；网页游戏近年发展较快，并在海外市场取得一定发展；随着移动互联网的快速发展，移动网络游戏作为网络游戏的后起之秀，发展迅速。

行业监管及行业政策

我国网络游戏行业的行政主管部门为工信部、

文化部、国家新闻出版广电总局和国家版权局。

表 3：我国网络游戏行业行政主管部门职能概况

主管部门名称	与网络游戏行业相关职能
工信部	制定并组织实施工业、通信业的行业发展规划、产业政策、技术标准和规范，依法对电信与信息服务市场进行监管，指导推进信息化建设，承担通信网络安全及相关信息安全管理责任
文化部	拟订文化艺术方针政策，起草文化艺术法律法规草案；拟订文化艺术事业发展规划并组织实施；拟订动漫、游戏产业发展规划并组织实施，指导协调动漫、游戏产业发展；对网络游戏服务进行监管（不含网络游戏的网上出版前置审批）
国家新闻出版广电总局	起草新闻出版、著作权管理的法律法规草案，拟订新闻出版业的方针政策，制定新闻出版、著作权管理的规章并组织实施；监管出版活动；负责对互联网出版活动和开办手机书刊、手机文学业务进行审批和监管；负责网络游戏网上发行前置审批和进口网络游戏审批管理
国家版权局	游戏软件著作权的登记管理工作

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

法律法规及政策等方面，我国网络游戏行业的法律法规监管体系主要包括《中华人民共和国电信条例》、《互联网信息服务管理办法》、《互联网文化管理暂行规定》、《互联网出版管理暂行规定》、《网络游戏管理暂行办法》和《关于加强网络游戏虚拟

货币管理工作的通知》等规定。上述法律法规及规章，对经营网络游戏的企业从资质获取、经营管理，到游戏发行前的前置审批、游戏内容和宣传方式等方面，都进行了规范。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。

《中国游戏行业自律公约》则从行业经营行为规范、行业竞争行为规范、知识产权行为规范等方面，明确了相关的自律措施。

整体来看，网络游戏行业作为新兴产业，得到了监管部门的一定重视，近年来监管部门出台了各项管理规范，对规范行业运行、加强行业监管起到了较强的作用。

表 4：截至 2015 年末网络游戏行业法律法规及政策一览表

发布机构	法律法规名称	主要内容
国务院	《中华人民共和国电信条例》和《互联网信息服务管理办法》	从事经营性互联网信息服务的企业，应当办理取得增值电信业务经营许可证
文化部	《互联网文化管理暂行规定》	申请设立经营性互联网文化单位，应当向所在地省、自治区、直辖市人民政府文化行政部门提出申请，由省、自治区、直辖市人民政府文化行政部门审核批准，即办理取得网络文化经营许可证
文化部、商务部	《关于加强网络游戏虚拟货币管理工作的通知》	对网络游戏企业发行虚拟货币行为进行了规范
文化部	《网络游戏管理暂行办法》	对网络游戏的内容审查、网络游戏的研发生产、上网运营以及网络游戏虚拟货币发行与交易服务等形式的经营活动进行了明确规范
中国软件行业协会游戏软件分会拟定，游戏业界成员签署	《中国游戏行业自律公约》	涉及游戏开发、运营、培训等多个游戏领域，规范经营行为，加强行业自律，加强社会责任感，本着向社会负责、向广大消费者负责任的态度，端正思想，守法经营

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

网络游戏产品同质化严重且质量参差不齐

网络游戏市场现已初具规模且竞争较为激烈，在行业领先的游戏研发商形成先发优势的同时，其竞争对手或规模较小的游戏研发商为实现短期利益最大化而推出同样题材或者类似玩法的网游产

品，造成短时间内相同类型的网游产品充斥市场。参差不齐的制作水准对优质创新的网游产品产生冲击，不利于行业创新环境的形成，亦不利于行业的健康有序发展。

网络游戏行业人才缺乏制约发展

中国网游行业近几年发展迅速，势头强劲。众

多网游企业虽想进一步扩张，但无人才作为基础，导致企业很难实现长期稳定发展。具体而言，网游产品研发中的策划、程序、美术、测试，以及后期运营等均有专业性要求，需要大量高素质的专业人才。同时基于网游的特性，曾从事其他相关工作的人才在短期内胜任网游产品研发的难度较大。此外，国内与之相关的培训和教育市场尚未成熟，人才储备不足，加之近年来网游行业的快速发展，进一步加剧了人才紧缺程度。随着中国网游产业规模的不断扩大，人才问题将对产业的可持续发展带来一定的制约。

过度营销和追逐利益推高各项成本

网络游戏行业的竞争日趋激烈，部分游戏运营商为了短期利益过度使用营销手段，从而对游戏生命周期产生不利影响。另外，网游行业的其他方在网游市场蓬勃发展的势态下急于获得更大利益，从而调高游戏运营商所需承担的相关费用。在上述两种因素的共同作用下，游戏运营的各项成本被推高，继而在一定程度上影响行业的整体盈利能力。

竞争优势

凭借雄厚的研发实力，公司在页游领域保持领先地位，并跻身手游强厂行列

公司在上海、南京、苏州、广州等地组建五大产品研发中心，拥有 700 名研发人员、十几支研发团队，研发人员占公司总人数的比例约为 55%。在易观智库统计的中国网页游戏研发厂商竞争格局中，公司在 2015 年第 3、4 季度以 7.8% 的市场份额稳居第二位，旗下《女神联盟》、《大侠传》、《大将军》等多款游戏是国内收入排名靠前的页游产品。手游方面，2015 年公司推出了《少年三国志》、《女神联盟》等多款流水过亿产品，荣获“Facebook 最佳新游戏”、“谷歌顶级开发者”等多项荣誉。

公司采取研运一体化模式，并结合大数据指导使得产品研发更具有针对性

在研运一体化模式下，公司重视运营数据反馈，坚持“好产品是改出来”的原则，不断创新玩法、改进游戏数值设定及画面风格，即便面向国内及海外不同市场，同样能形成体系化产品改进办法，令

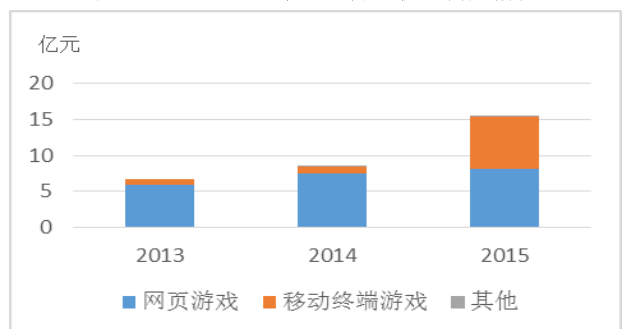
成功研发经验得以传承。

为了让研发更具针对性，公司不断强化大数据分析反馈的准度及建模指导的有效性，2015 年公司成功并购全球领先的移动终端大数据获取公司广州掌淘网络科技有限公司（下称“掌淘科技”），掌淘科技的 Mob 移动开发者云平台作为移动互联网的基础设施，通过 Mob 平台，公司在国内移动设备覆盖接近 100%，在全球范围拥有 32.8 亿移动设备的大数据（2015 年年初覆盖 10 亿移动设备大数据），覆盖 212 个国家和地区、1000 多运营平台的海量数据信息，获取了海量的用户行为和移动社交信息。此外，公司同 Google、Facebook 合作，深挖海外游戏用户数值，提升大数据样本的广度及全面性；携手阿里云，借助最强计算能力对用户进行精准细分，总结大数据建模经验，在公司产品调整、新品研发中发挥重要作用。

业务运营

公司主要从事网页游戏和移动终端游戏的研发与运营，通过自主平台运营和联运平台运营相结合的方式，已发展成为国内领先的集研发和运营于一体的网络游戏厂商之一。2013~2015 年公司实现营业收入分别为 6.63 亿元、8.44 亿元和 15.35 亿元，复合增长率达到 52.16%，其中网页游戏收入占比分别为 88.08%、88.03% 和 52.83%，移动终端游戏收入占比分别为 11.92%、11.85% 和 46.97%。2015 年，公司成功推出自研手机游戏产品《少年三国志》、《女神联盟》，使得移动终端游戏收入得到较大幅度的提高。

图 7：2013~2015 年公司营业收入构成情况



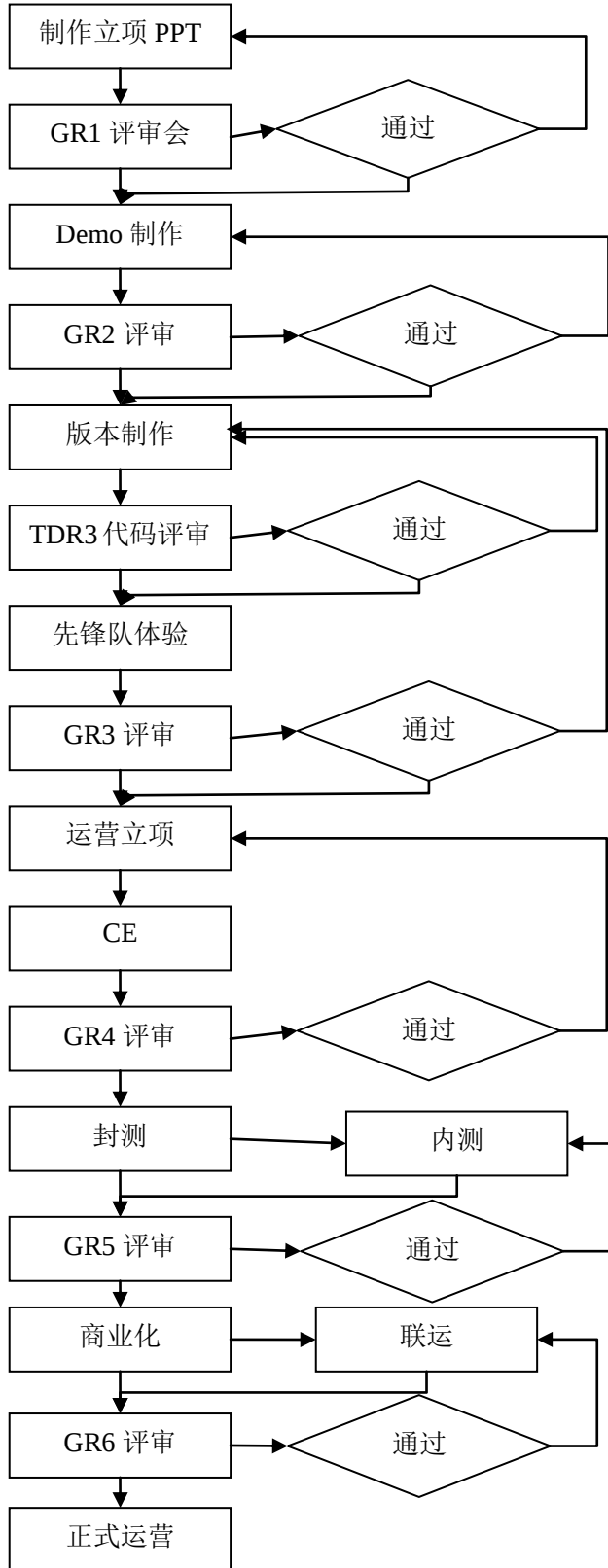
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

研 发

公司游戏的研发流程主要包括项目策划、项目

立项、编程实现、美术设计、游戏测试、验收评审等阶段。为确保项目全过程的可控性，游族网络建立了严密可行的研发管理流程，具体流程如下图：

图 8：公司研发管理流程图



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

一般来看，公司产品的研发流程要经过 6 个阶

段，在任一阶段均要通过产品委员会的评审。由于新产品淘汰率较高，公司每年成功推出的新产品较少。目前公司在运营的自研产品包括网页游戏 15 款、移动终端游戏 5 款共计 20 款。公司坚持以自主研发为重点，研发领域从最初的网页网络游戏延伸到移动网络游戏，游戏产品类型更是广泛涉及 RPG、ARPG、SLG、TCG 等。

IP 资源储备是衡量游戏公司竞争力的最重要因素之一。公司目前拥有十几个 IP 资源储备，包括 DungeonHero、盗墓笔记、楚留香、军师联盟、奇迹世界、三体、刀剑乱舞-online-、权利的游戏（通过收购 BP 获得相应页游改编权）等。公司 IP 资源多数通过购买引进，获取成本从 100 万元到 1500 万元不等，同时公司也在打造自己的 IP 资源，如女神和少年系列。未来公司仍会通过多种方式获取有价值的 IP 资源。

公司拥有十支以上研发团队，其中有成功产品研发经验的优秀团队占到一半以上。公司重视优秀人才的引进和激励，为优秀人才提供优质的工作环境、自主的工作模式和有竞争力的福利待遇（包括明晰有效的奖金计划、股权激励等）。综合来看，公司技术人员稳定性好于行业平均水平。

公司目前拥有五个具备独立研发和发行能力的工作室，并组建多只 Cocos 和 Unity 研发团队。游族网络可通过旗下 MOB 移动开发者平台获取海量的用户行为和移动社交信息，利用此数据可以在精细化拓展内容的同时更精准的定位用户人群，了解玩家需求偏好。公司研发团队会凭借前一代产品的数据，积极创新，推出的新一代产品在游戏玩法和体验上往往较前一代产品有较大提升，使得产品营收及盈利水平得到提高。

从 2015 年公司主要游戏产品运营情况来看，除了女神联盟 II 页游及大皇帝手游上市时间较晚外，其余产品开服数量均超 100 组，更有三款游戏开服数量超过 1,000 组，占 2015 年国内优质开服超过千组数量（55 款）的 5.45%；从月流水峰值来看，公司上市时间较早的三款页游产品仍取得了较好的月流水，少年三国志手游流水峰值突破亿元，达到 1.20 亿元；从月活跃用户峰值来看，公司有三

款游戏月活跃用户峰值超过 100 万户；营收方面，2015 年公司有 4 款游戏收入达到 1 亿元以上，其中少年三国志手游、女神联盟页游及大皇帝页游三款

游戏收入合计为 11.95 亿元，占当年营业收入的比例为 77.85%。

表 5：公司主要游戏产品 2015 年运营情况

单位：亿元，组，万元，万户

游戏名称	上市时间	营收	总开服数	月流水峰值	月活跃用户峰值
大将军页游	2012.08	0.35	950	440.36	7.56
大侠传页游	2012.07	0.10	232	289.19	5.50
女神联盟页游	2013.07	3.38	3,282	1,668.07	17.70
少年三国志手游	2014.12	4.97	1,452	12,000.00	537.14
大皇帝页游	2014.11	3.60	4,855	3,730.99	318.66
女神联盟手游	2014.09	1.76	410	4,279.20	168.79
大皇帝手游	2015.12	0.06	69	2,190.91	84.47
女神联盟 II 页游	2015.12	-	6	122.89	4.00

注：女神联盟 II 页游及大皇帝手游因上市时间原因仅采用 2015 年 12 月份数据

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

分产品来看，少年三国志手游、大皇帝系列及女神联盟系列为公司最主要的收入来源。作为公司 2015 年旗舰级手游产品，《少年三国志》自公测后创下了 20 天流水过亿，单月最高营收达到 1.2 亿元人民币的成绩，并在随后的 10 个月内占据 IOS 与 Android 应用畅销榜前列，荣获金翎奖“玩家最喜爱的移动网络游戏”、“Google Play2015 年度最佳游戏奖”等多项国内外大奖，是当前稳定在畅销榜前列的唯一一款竖版卡牌手游。

《大皇帝 OL》是公司推出的首款三国题材 RSLG 手机游戏，采用轻水墨写实画风，结合 QETE 技术，并加入七宫格战斗系统及跨服擂台赛、联盟战等互动玩法。该游戏公测首日跻身 IOS 免费榜第三，并保持稳步营收上升的态势，荣获 2015 年金狗奖“最具人气手机游戏”、18183 手游风云榜“黑马游戏名单”等多项奖项。

《女神联盟》手游为公司打造的具有西方魔幻色彩的 RPG 手游，运用 Cocos2dx 引擎，采用行业“情绪动画”技术及电竞类游戏中经典的“Ban Pick”选人模式，加入动态更新的云数据系统，打造出高精唯美视觉体验，获得国内外玩家认可。该游戏在国内月流水峰值成功破亿，跻身中国区 IOS 免费榜前三、畅销榜前四；在北美市场正式上线前已获得美国游戏媒体 IGN 最期待手游排行榜第一，登陆美国后，位列美国 IOS 动作类游戏畅销榜第四、角色

扮演类畅销榜第五。其发行平台 Gtarcade 也因此获得 Google Play 的“Top Developer”（顶级开发者）认证。

《女神联盟 2》是公司继《女神联盟》之后推出的全新 3D 回合制魔幻 RPG 页游，作为“女神联盟”IP 系列第三款作品，《女神联盟 2》邀请林志玲代言，采用全球立项、全球同步发行模式。与世界知名艺术大师携手打造女神原画，并自主研发的 flash3D 引擎强化视觉特效，游戏还未上线便已被金翎奖评选为 2015 年玩家最期待网页游戏。

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。此外，由于网络游戏生命周期较短，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。

总体来看，公司建立了较为成熟的产品研发管理流程，研发能力较强，游戏产品质量较高，已拥有一批市场认可度的游戏产品。但鉴于游戏行业的特殊性，公司仍然面临一定的人员流失风险及产品研发风险。

运 营

为提高游戏的玩家数量，公司借助门户广告、平面媒体等进行市场宣传，通过引入多类推广渠道、举办游戏主题营销活动等方式，提高游戏产品的推广页面点击率、下载定制量和付费率；通过对后期游戏运营数据进行分析和挖掘，以及扩展适配机型、优化游戏产品设计等方式，在扩大用户群体、提升产品体验质量的同时提高用户的 ARPU 值，提升游戏产品的整体收益水平。

表 6：2015 年公司前五大供应商情况

单位：万元，%

序号	供应商名称	采购内容	采购金额	占采购比例
1	北京吉狮互动网络营销技术有限公司	广告	12895.68	20.01
2	香港品众互动网络营销技术有限公司	广告	7,637.61	11.85
3	上海新数网络科技有限公司	广告	4,407.18	6.84
4	思恩客（香港）广告有限公司	广告	4,112.53	6.38
5	上海应盟广告有限公司	广告	2,458.61	3.82
合计	-	-	31,511.61	48.91

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：2016 年 1~6 月公司前五大供应商情况

单位：万元，%

序号	供应商名称	采购内容	采购金额	占采购比例
1	北京吉狮互动网络营销技术有限公司	广告	5,758.39	11.59
2	香港品众互动网络营销技术有限公司	广告	5,480.10	11.03
3	上海瑞狮网络科技有限公司	广告	3,921.50	7.89
4	上海聚胜万合广告有限公司	广告	2,264.20	4.56
5	飞立股份有限公司	广告	1,861.01	3.74
合计	-	-	19,285.2	38.81

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前网络游戏行业收费模式主要分按时间收费、按虚拟道具收费和游戏内置广告三种。公司所有游戏产品均采用按虚拟道具收费的盈利模式。该模式下玩家注册一个游戏账户后，即可参与公司的游戏而无须支付任何费用，若玩家希望进一步加强游戏体验，则需通过付费购买虚拟道具来增加经验、技能等从而提升娱乐体验。按照游戏玩家导入

方式，公司运营模式主要分为自主平台运营模式和联运平台运营模式。

（1）自主平台运营

自主平台运营是指公司独立推广并运营游戏产品。公司通过自主研发或代理形式获得一款网络游戏产品的经营权后，利用其自有平台（Youzu.com、9787.com 及 GTArcade）发布并运营游戏产品。自主平台运营模式下，公司需全面负责架设服务器、游戏产品的推广（游戏玩家的导入）、客户服务、技术支持及维护等工作。游戏玩家直接在上述自主平台注册并进入游戏，通过对游戏充值获得游戏内的虚拟货币并使用虚拟货币进行游戏道具的购买。公司将游戏玩家实际充值并消费的金额确认为营业收入。通常引进和委托开发的游戏会通过版权金或再加分成款的形式向开发者分配收入。

（2）联合运营平台

联运平台运营是指公司与联合运营商合作运营的一种经营模式，其本质是利用彼此资源互补，降低运营风险。联运平台运营按照是否收取版权金分为普通联运平台运营和版权代理运营两种。

普通联运平台运营模式下，公司负责提供游戏产品相关授权、架设服务器、技术支持及游戏的维护升级，联合运营商主要负责广告宣传以及将用户资源导入到游戏中。游戏玩家通过联运平台注册并购买联运平台发行的虚拟货币，在游戏中购买虚拟道具。按照联合运营协议约定的比例分成，并经公司与联合运营商核对数据确认无误后确认为收入。

版权代理运营模式是指公司通过版权金加分成的方式将产品提供给有经验有资源的运营商进行运营，公司只提供版本支持与技术帮助，运营商全面负责该版本游戏的推广、服务器组架设、客户服务以及保障和监控服务器组平稳运行等运营维护工作。除收益分成外，公司将一次性收取的版权金确认为递延收益，于协议约定的受益期间内对其按直线法摊销确认营业收入。

公司大型的联合运营商主要有苹果、谷歌、Facebook、腾讯、小米等，公司与联合运营商的分成比例如下：网页游戏一般按照 3:7 的比例分成，

公司分成比例较低是由于相应广告推广及资源导入由联合运营商负责；对于移动终端游戏，公司主要同谷歌和苹果展开合作，同谷歌按照 5:5 的比例分成，同苹果合作的分成比例上升至 7:3。回款方式方面，公司游戏产品通过虚拟物品交易等方式产生的收入由联运商统计后按比例逐月返款，回款较为及时。

表 8：公司与联合运营商收入分成情况（公司在前）

网页游戏	移动终端游戏	
	Andriod	IOS
3:7	5:5	7:3

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 9：2015 年公司前五大联运商情况

单位：万元，%

序号	客户名称	销售金额	占营收比例
1	App Inc.	31,200.16	20.33
2	Facebook Inc.	7,740.24	5.04
3	艾肯娱乐股份有限公司	6,887.03	4.49
4	北京世界星辉科技有限责任公司	6,292.74	4.10
5	深圳市腾讯计算机系统有限公司	5,469.13	3.56
合计	-	57,589.30	37.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 11：2013~2016 上半年公司两种运营方式收入情况

单位：亿元，%

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016.H1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
自主运营	3.81	57.47	4.15	49.17	4.75	30.95	3.88	38.23
联合运营	2.82	42.53	4.28	50.71	10.57	68.87	6.15	60.59
其他	-	-	0.01	0.12	0.03	0.18	0.12	1.18
合计	6.63	100.00	8.44	100.00	15.35	100.00	10.15	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从用户区域分布来看，近三年公司收入结构从以国内市场为主逐步演变为国内与国外市场均衡

的局面。可见，公司重视海外市场的拓展，未来海外市场收入有望进一步增加。

表 12：2013~2016 上半年公司分区域收入情况

单位：亿元，%

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016.H1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	6.21	93.67	5.19	61.47	7.64	49.79	5.35	52.71
国外	0.42	6.33	3.25	38.53	7.71	50.21	4.80	47.29
合计	6.63	100	8.44	100	15.35	100	10.15	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司实行自主运营和联合运营的双

重经营策略，形成国内市场与国外市场并重的格

局，游戏运营情况良好。在联合运营模式及海外市场地位不断攀升的趋势下，公司需加强同联合运营商的合作关系，且海外市场的维护经营值得关注。

维护

公司重视游戏用户体验，设立了专门的平台部负责提供游戏平台的软硬件环境及维护游戏运行的稳定性，并统计各种游戏的运营指标反馈给其他部门。衡量游戏运营平台质量主要有平台稳定性、灵活性及自动化程度三个指标。线上出故障次数反映了稳定性，而灵活性是指线上出现故障到解决问题的反应时间，体现了运营商协调各方解决问题的能力；自动化程度用来反应平台的维护成本，自动化程度高将会减少劳动量，节约成本。同行业来看，公司自有的游戏运营平台处于中上水平，一定程度上刺激了游戏用户的增长。

2015 年公司并购掌淘科技后，将掌淘科技的 Mob 移动开发者云平台作为移动互联网的基础设施，通过 ShareSDK、短信验证码 SDK、ShareREC 和 ShareSDK 等四款开发工具产品为移动开发者提供服务。公司以 Mob 移动开发者云平台的数据为基础对用户行为进行精准营销和推广，进一步结合公司过去游戏产品积累的数据对游戏产品的建模、研发等进行指导，提升产品品质，延长游戏产品生命周期。大数据对游戏业务的融合，一方面能够降低营销成本和发行成本，另一方面也可以提升玩家参与度并提升收入规模。

公司管治

治理结构

根据相关法律法规以及中国证监会有关规范性文件要求，公司已建立了由股东大会、董事会、监事会、董事会各专门委员会和经理层组成的治理结构，并且制定了较为规范和完善的制度。其中，股东大会是公司的权力机构，依据《公司法》、《公司章程》、《股东大会议事规则》的规定规范运作。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事为 3 名，董事长为林奇。董事会下设薪酬与考核委员会、审计委员会、提名委员会、战略发展委员会，董事会秘书负责董事会的日常事务。监事会是公司的监督

机构，对股东大会负责，公司监事会由 3 名监事组成，其中 1 名职工代表监事。公司董事和监事任期均为 3 年，可连选连任。公司治理实际情况符合中国证监会发布的有关上市公司治理规范性文件的要求。

内部管理

公司按照《公司法》、《上市公司治理准则》、《上市公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件的要求，以《企业内部控制基本规范》及其应用指引为指导，根据自身企业特性，设置了董事会秘书处、总裁办、财务部、审计部、人力资源部、投资部、法务部、研发中心等业务部门，各职能部门通过合理划分部门管理职责和岗位职责，形成各尽其职、各负其责、相互配合、相互制约的组织架构体系。

财务管理方面，公司实行统一领导、分级管理的内部财务管理体制，在董事会领导下由总经理组织实施。公司对下属子公司财务进行统一集中管理，对于重大财务决策，如重大投资等，先由各子公司进行项目立项，财务部门根据立项报告对项目进行分析检查，发表财务意见，并报送公司管理层，根据审批授权，由总经理、董事会、股东大会分级进行审议批准。

信息披露方面，公司指定董事会秘书负责信息披露工作，设立董事会办公室且配备专业人员，并指定《证券时报》、《中国证券报》和巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）为信息披露渠道。公司按照有关法律法规、《公司章程》、《信息披露事务管理制度》和《投资者关系管理制度》的规定，以公平披露为原则，真实、准确、完整、及时披露法定信息，同时自愿披露有关重要信息，保障投资者的知情权，对重大未公开信息执行严格的保密程序，减少知情人员范围，保证信息出于可控状态。

绩效评价与激励约束方面，公司已经建立并持续完善公正、透明的董事、监事和高级管理人员及各部门的绩效考核制度，激励与约束并存，奖惩分明。董事和高级管理人员的绩效评价由董事会下设的薪酬与考核委员会负责组织，董事长、高级管理人员的薪酬与公司经营目标完成情况和个人工作业绩挂钩。报告期内，公司董事、监事及高级管理

人员的聘任及薪酬情况公开、透明，绩效评价公正、公平。

总体来看，公司的治理结构较为健全，运作上不存在重大违法违规情形。公司内控制度基本覆盖了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行。

发展规划

公司未来发展将基于三大核心战略：全球化战略、大 IP 及影游联动战略和大数据战略。

全球化战略是公司创立之初便确立的核心战略。通过 5 年时间探索海外市场，公司在北美等地启动运营公司，海外发行版图扩展至全球 150 多个国家及地区，全球范围内成功发行 30 款网页游戏及移动游戏，全球发行产品线从自研游戏扩展至代理游戏，海外业务体量基本与国内地区持平。在产品方面，公司因地制宜对产品数值、画面进行本地化调整，提升全球发行成功率。在海外运营方面，积累了包括平台、媒体、运营等近 1000 个海外合作伙伴，并深化与海外互联网巨头的合作关系。

公司坚持业务模式上的创新，以 IP 为核心聚合产品及资源，以工程化理念管理 IP 集聚用户，打造系列电影、游戏、动漫、小说、商业地产等大文化产品体系，塑造全球经典文化品牌。公司大 IP 战略，呈现出全球化、系列化、及产业化三大特色。

在大数据战略指导下，公司逐渐完善了用户闭环的数据获取能力和分析能力，并以此为基础指导贯穿游戏建模、研发及发行全部环节，有效降低发行成本、提升玩家参与度、延长游戏生命周期、提升收入规模，未来公司将进一步广泛与业界领先合作伙伴展开数据合作。

未来重大项目方面，截至 2016 年 6 月末，公司主要有 4 款在研游戏产品及 1 项互联网数据中心及相关软硬件的投资建设，项目计划总投资规模约为 12.40 亿元，截至 2016 年 6 月末已投资金额为 0.20 亿元，未来承担一定的资金压力。

表 13：截至 2016 年 6 月末公司项目投入情况

单位：万元

项目名称	计划投入金额	已投金额
项目 1	900.00	800.00
项目 2	700.00	500.00
项目 3	1,100.00	600.00
项目 4	1,300.00	100.00
互联网数据中心及相关软硬件	120,000.00	0.00
合计	124,000	2,000

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

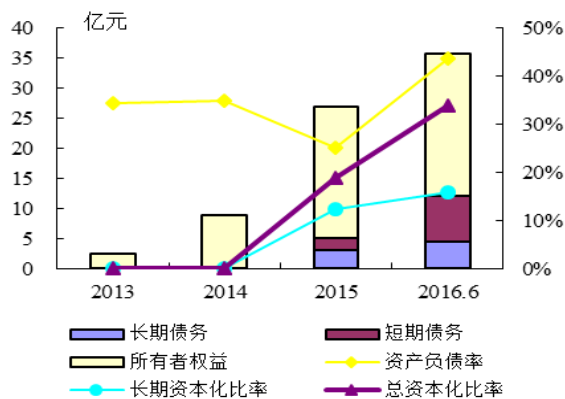
以下分析基于经瑞华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年三年连审的审计报告及 2016 年 1~6 月份财务报表，以下财务数据均采用合并口径。

资本结构

公司近三年业务经营情况良好，每年均取得一定经营效益，利润留存在一定程度上充实了公司自有资本。同时，2014 年 3 月，公司通过增发股份借壳上市，当年新增所有者权益 1.55 亿元，其中新增股本 0.83 亿元；2015 年 11 月，公司成功完成增发，新增股本 0.11 亿元和资本公积 7.74 亿元。受益于两次增发和利润留存，公司自有资本实力快速增强，2013~2015 年公司所有者权益分别为 2.51 亿元、8.96 亿元和 21.88 亿元，年复合增长率为 195.15%；同期负债总额分别为 1.32 亿元、4.79 亿元和 7.37 亿元，年复合增长率为 135.91%；总资产分别为 3.84 亿元、13.75 亿元和 29.25 亿元，年复合增长率为 176.15%。2016 年 6 月末，公司所有者权益及总资产分别增长至 23.62 亿元和 41.89 亿元。

财务杠杆方面，2013~2015 年公司资产负债率分别为 34.51%、34.86%和 25.19%，总资本化比率分别为 0、0 和 18.78%，2016 年 6 月末公司资产负债率、总资本化比率分别为 43.61%和 34.05%。整体来看，公司财务杠杆水平增长较快，但仍处于可控水平。

图 9：2013~2016.6 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

随着公司资产总额的增加，公司非流动资产占比逐年提升，由 2013 年末的 14.42% 提升至 2015 年末的 66.52%。2015 年末公司非流动资产主要由固定资产、商誉、可供出售金融资产和长期股权投资构成，当年末分别为 7.44 亿元、5.30 亿元、2.84 亿元和 1.86 亿元，分别占当期非流动资产的 38.23%、27.25%、14.58% 和 9.57%。具体来看，2015 年末，公司固定资产主要系房屋建筑物和电子设备等，随着公司业务规模的扩张而较上年有所增加；商誉系公司并购广州掌淘网络科技有限公司而产生的溢价；可供出售金融资产主要系公司所持西藏晨麒投资中心（有限合伙）等公司股权；长期股权主要系公司对湖南创无限移动互联网科技有限公司、上海光雅投资中心（有限合伙）等联营企业的投资。截至 2016 年 6 月末，公司非流动资产为 29.51 亿元，占总资产的比例上升至 70.46%，其中商誉规模达 9.80 亿元，占总资产的比例为 23.40%，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。

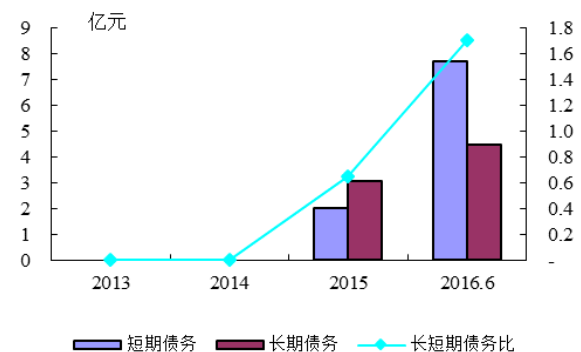
流动资产方面，2015 年末，公司共有流动资产 9.79 亿元，其中货币资金为 2.01 亿元，占流动资产的 20.57%；应收账款 3.83 亿元，占 39.11%，其中账龄在一年以内为 97.97%，三年以上的为 0.21%，公司对三年以上账龄的应收账款已计提 100% 的坏账准备，故账面应收账款回收风险较小；其他流动资产 2.63 亿元，占 26.89%，主要系公司利用闲置资金购买的理财产品 2 亿元、待抵扣进项税 0.25 亿元和委托贷款 0.16 亿元。截至 2016 年 6 月末，公司流动资产为 12.37 亿元，占总资产的比例为

29.54%。

负债方面，2013 年和 2014 年公司负债总额以流动负债为主，2015 年公司增加了部分非流动负债，当年末流动负债和非流动负债分别为 4.20 亿元和 3.17 亿元，分别占当期负债总额的 57.03% 和 42.97%。具体来看，2015 年末公司流动负债主要由短期借款、应交税费和应付账款构成，当年末分别为 2.00 亿元、0.60 亿元和 1.04 亿元；2015 年末非流动负债主要由 3.06 亿元长期借款构成，系招商银行提供的 3 年期抵押借款，该笔借款将于 2018 年 5 月到期。截至 2016 年 6 月末，公司负债总额为 18.27 亿元，增幅较大主要是由于当期增加银行贷款所致。

从有息债务规模来看，2013 年和 2014 年公司均未产生有息债务，2015 年，公司产生 2.00 亿元短期债务和 3.06 亿元长期债务，长短期债务比为 0.65 倍，2016 年 6 月末，公司短期债务和长期债务分别为 7.70 亿元和 4.50 亿元，长短期债务比为 1.71 倍，整体偿债压力有所增加。

图 10：2013~2016.6 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司通过增发股份和利润留存，自有资本实力得到提升，资产规模快速增长，财务杠杆增长较快，整体偿债压力有所提升，但仍处于可控水平。

盈利能力

2013~2015 年，公司分别实现营业收入 6.63 亿元、8.44 亿元和 15.35 亿元，年复合增长 52.12%。公司营业收入的快速增长主要得益于女神联盟等游戏产品的良好表现，公司营业收入后续能否维持较快的增长态势，依赖于已运营产品的后续表现和

新产品的上线情况。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 10.16 亿元，同比增长 55.97%。

从毛利率情况来看，2013~2015 年公司主营业务毛利率分别为 69.50%、69.59%及 58.02%，2015 年主营业务毛利率出现一定下滑，主要系公司海外市场前期拓展布局成本增加所致。从各板块来看，2013~2015 年公司网页游戏毛利率分别为 69.51%、

70.89%和 57.77%，移动终端游戏毛利率分别为 69.46%、59.89%和 58.43%。2016 年 1~6 月，公司主营业务毛利率为 51.03%，其中网页游戏毛利率和移动终端游戏毛利率从分别为 40.59%和 61.01%，网页游戏毛利率大幅下滑主要是由于女神联盟 II 页游年初投放大量广告所致。整体来看，公司近年毛利率有所下降，但仍处于较高水平。

表 14：2013~2016.H1 公司主营业务收入构成及毛利率情况

单位：亿元，%

业务类别	2013			2014			2015			2016.H1		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
网页游戏	5.84	88.11	69.51	7.43	88.14	70.89	8.11	52.94	57.77	4.84	47.83	40.59
移动终端游戏	0.79	11.89	69.46	1.00	11.86	59.89	7.21	47.06	58.43	5.19	51.29	61.01
其他主营业务收入	-	-	-	-	-	-	0.00	0.00	-	0.09	0.88	37.71
合计	6.63	100.00	69.50	8.43	100.00	69.59	15.32	100.00	58.02	10.12	100.00	51.03

注：2015 年其他主营业务收入四舍五入后约为 0.00，故如上表列式
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用分别为 1.27 亿元、2.24 亿元和 4.47 亿元，占营业收入的比例分别为 19.13%、26.58%和 29.09%，呈逐年上升趋势，公司对期间费用的管控能力有待加强。从三费构成来看，公司期间费用以管理费用和销售费用为主，2013~2015 年公司管理费用占期间费用的比重分别为 71.08%、77.68%和 72.74%，公司管理费用主要系研究开发经费、管理人员薪酬等，2015 年管理费用增加较多，主要系研究开发经费增加所致，2015 年公司研究开发经费 1.33 亿元，占当期管理费用的 40.92%。2013~2015 年公司分别产生销售费用 0.37 亿元、0.56 亿元和 1.10 亿元，主要系销售人员薪酬、宣传及会务费等。2016 年 1~6 月，公司三费收入比下降为 26.79%。

表 15：2013~2016.H1 公司期间费用情况

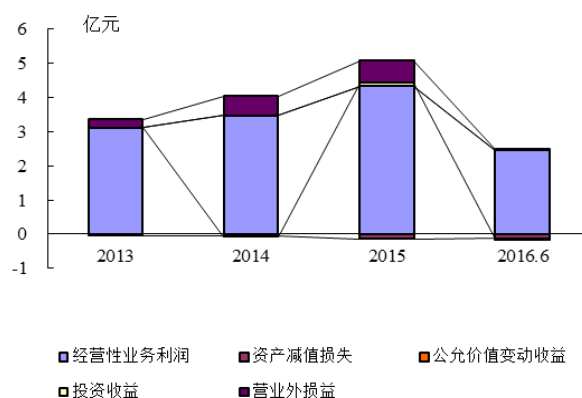
	2013	2014	2015	2016.H1
销售费用（亿元）	0.37	0.56	1.10	0.73
管理费用（亿元）	0.90	1.74	3.25	1.84
财务费用（亿元）	0.00	-0.06	0.12	0.16
三费合计（亿元）	1.27	2.24	4.47	2.72
营业总收入（亿元）	6.63	8.44	15.35	10.16
三费收入占比（%）	19.13	26.58	29.09	26.79

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2013~2015 年，公司利润总额

分别为 3.33 亿元、3.99 亿元和 4.94 亿元。从利润总额构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成。2013~2015 年，公司经营性业务利润分别为 3.12 亿元、3.48 亿元和 4.34 亿元，随着收入规模逐年扩大，公司经营性业务利润近三年稳步增长。此外，2013~2015 年，公司分别获得营业外损益 0.25 亿元、0.58 亿元和 0.64 亿元，主要系政府补助。2016 年 1~6 月公司利润总额为 2.33 亿元，其中经营性业务利润 2.45 亿元。

图 11：2013~2016.H1 公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

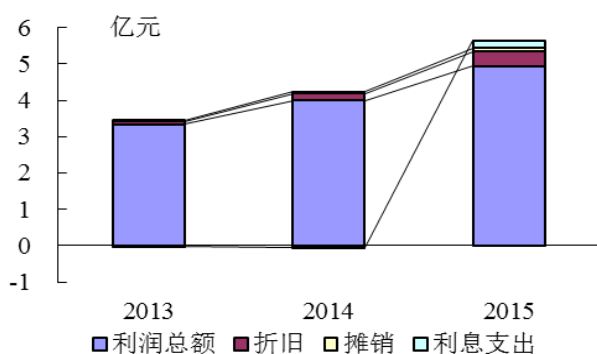
总体来看，得益于女神联盟等产品的良好表现，公司营业收入规模呈现快速增长态势，毛利率维持在较高水平，公司整体盈利能力良好。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看,公司 EBITDA 主要由利润总额构成。2013~2015 年,公司 EBITDA 分别为 3.44 亿元、4.23 亿元和 5.56 亿元,年复合增长 27.13%,同期利润总额分别为 3.33 亿元、3.99 亿元和 4.94 亿元,分别占同期 EBITDA 的 96.80%、94.33%和 88.85%。

2013~2014 年公司未产生有息债务,2015 年末,公司总债务规模为 5.06 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看,2015 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障系数分别为 0.91 倍和 28.82 倍,公司 EBITDA 能对债务本息形成良好的偿还保障。

图 12: 2013~2015 公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从现金流来看,2013~2015 年公司经营活动净现金流分别为 3.43 亿元、2.44 亿元和 3.28 亿元。公司近年来经营性现金流保持稳定且维持在良好水平。2015 年公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.65 倍和 17.03 倍,经营活动净现金流对债务本息的保障程度尚可。

表 16: 2013~2016.H1 公司偿债能力指标

项目	2013	2014	2015	2016.H1
短期债务 (亿元)	0.00	0.00	2.00	7.70
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	3.06	4.50
总债务 (亿元)	0.00	0.00	5.06	12.20
经营活动净现金流 (亿元)	3.43	2.44	3.28	2.75
EBITDA (亿元)	3.44	4.23	5.56	-
总债务/EBITDA (X)	0.00	0.00	0.91	-
经营净现金流/总债务 (X)	-	-	0.65	0.45
EBITDA 利息倍数 (X)	-	-	28.82	-
经营净现金流/利息支出 (X)	-	-	17.03	-

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面,截至 2016 年 6 月末,公司在招商银行、民生银行合计取得授信额度 22.22 亿元,其中尚未使用的额度为人民币 8.81 亿元,公司备用流动性良好。

或有负债方面,截至 2016 年 6 月末,公司无对外担保及关联担保。受限资产方面,2016 年 6 月末,公司共有账面价值达 5.77 亿元的固定资产、0.99 亿元的投资性房地产和处于抵押状态,主要用作抵押借款。另有 2.40 亿元的货币资金作为内保外贷保证金而受限。

另截至 2016 年 6 月末,公司无影响公司经营的重大未决诉讼或仲裁事项。

总体来看,受益于增发股份和利润积累,公司自有资本实力得到夯实,财务结构较为稳健,此外,公司收入规模呈现快速增长态势,盈利及获现能力表现良好,整体偿债风险较小。

结论

综上,中诚信证评评定游族网络股份有限公司主体信用等级为 **AA**,评级展望为稳定;评定“游族网络股份有限公司 2017 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**。

关于游族网络股份有限公司 2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

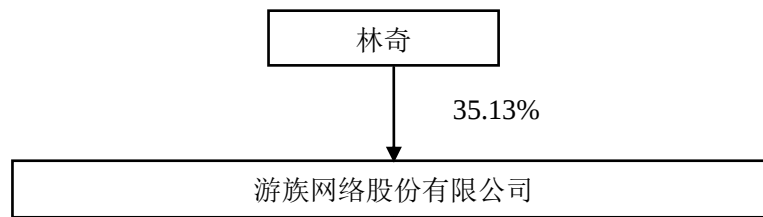
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

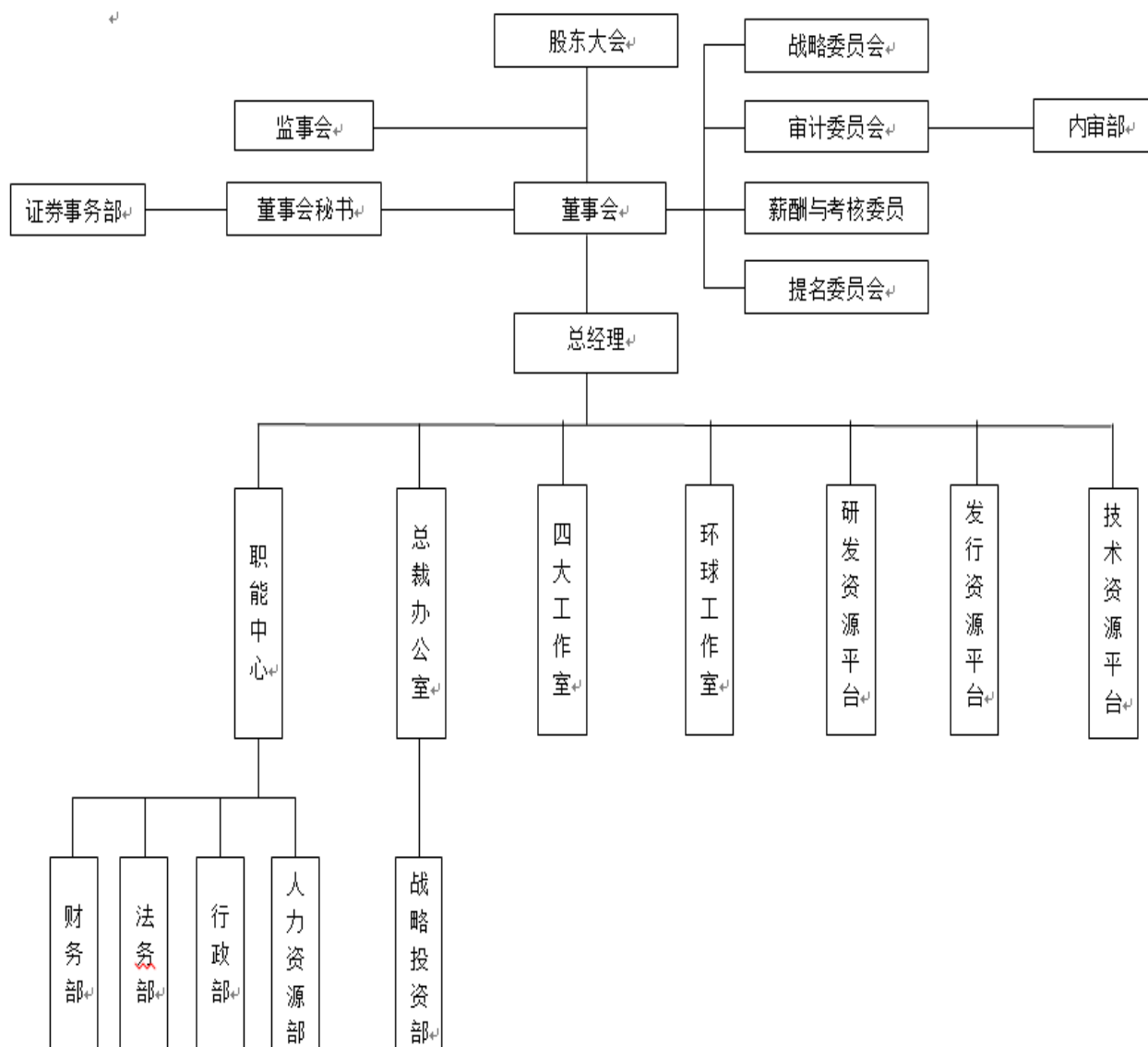
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：游族网络股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 6 月 30 日）



子公司名称	子公司类型	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例	取得方式
上海游族信息技术有限公司	一级子公司	上海	上海	软件开发与设计	100.00%	反向购买
上海游娱信息技术有限公司	二级子公司	上海	上海	软件开发与设计	100.00%	设立
Youzu Games HongKong Limited	二级子公司	香港	香港	软件开发与设计	100.00%	设立
Youzu Games Limited	三级子公司	英国	英国	软件开发与设计	100.00%	设立
苏州游族信息技术有限公司	二级子公司	苏州	苏州	软件开发与设计	100.00%	设立
苏州游族创业投资管理有限公司	二级子公司	苏州	苏州	投资管理	100.00%	设立
南京游族信息技术有限公司	二级子公司	南京	南京	软件开发与设计	100.00%	设立
南京游族创业投资管理有限公司	三级子公司	南京	南京	投资管理	100.00%	设立
上海游家信息技术有限公司	二级子公司	上海	上海	软件开发与设计	80.00%	设立
上海驰游信息技术有限公司	二级子公司	上海	上海	软件开发与设计	100.00%	设立
上海游豪信息技术有限公司	二级子公司	上海	上海	软件开发与设计	100.00%	设立
YOUZU (SINGAPORE) PTE.LTD	三级子公司	新加坡	新加坡	软件开发与设计	100.00%	设立
上海游数信息技术有限公司	二级子公司	上海	上海	软件开发与设计	80.00%	设立
上海游素投资管理有限公司	一级子公司	上海	上海	投资管理	100.00%	设立
Yousu HongKong Limited	二级子公司	香港	香港	投资管理	100.00%	设立
Yousu GmbH Limited	二级子公司	德国	德国	海外投资管理	100.00%	购买
Bigpoint Holdco GmbH	三级子公司	德国	德国	软件开发与设计	100.00%	购买
上海游创投资管理有限公司	一级子公司	上海	上海	投资管理	100.00%	设立
广州掌淘网络科技有限公司	一级子公司	广州	广州	软件开发与设计	100.00%	购买
上海游族互娱网络科技有限公司	二级子公司	上海	上海	软件开发与设计	100.00%	设立
上海东链博数据科技有限公司	一级子公司	上海	上海	数据科技	80.00%	设立
上海游昆信息技术有限公司	一级子公司	上海	上海	软件开发与设计	100.00%	设立
上海佩沃投资管理合伙企业（普通合伙）	二级子公司	上海	上海	投资管理	70.00%	设立

附二：游族网络股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 6 月 30 日）



附三：游族网络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.H1
货币资金	24,106.35	15,639.55	20,139.96	50,946.72
应收账款净额	7,232.01	15,214.79	38,293.25	44,823.34
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	32,822.27	40,364.87	97,920.24	123,742.68
长期投资	0.00	12,550.76	46,973.98	58,324.60
固定资产合计	4,508.04	79,632.80	81,410.45	81,564.18
总资产	38,351.58	137,549.17	292,468.38	418,890.41
短期债务	0.00	0.00	20,000.00	76,976.12
长期债务	0.00	0.00	30,600.00	44,994.51
总债务（短期债务+长期债务）	0.00	0.00	50,600.00	121,970.63
总负债	13,236.71	47,944.77	73,669.74	182,695.67
所有者权益（含少数股东权益）	25,114.87	89,604.40	218,798.64	236,194.74
营业总收入	66,317.68	84,353.57	153,468.75	101,592.52
三费前利润	43,914.61	57,169.68	88,048.74	51,699.86
投资收益	0.00	-268.76	984.66	-305.60
净利润	29,296.29	40,770.27	50,512.94	23,398.83
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	33,344.82	42,293.40	55,591.10	-
经营活动产生现金净流量	34,327.12	24,383.36	32,846.57	27,530.39
投资活动产生现金净流量	-3,212.14	-56,507.17	-125,522.29	-59,707.62
筹资活动产生现金净流量	-10,306.66	23,682.50	96,502.52	40,399.62
现金及现金等价物净增加额	20,775.68	-8,466.80	4,500.41	6,806.75
财务指标	2013	2014	2015	2016.H1
营业毛利率（%）	69.50	69.63	58.02	51.08
所有者权益收益率（%）	116.65	45.50	23.09	19.81
EBITDA/营业总收入（%）	50.28	50.14	36.22	-
速动比率（X）	2.61	0.84	2.33	0.98
经营活动净现金/总债务（X）	-	-	0.65	0.45
经营活动净现金/短期债务（X）	-	-	1.64	0.72
经营活动净现金/利息支出（X）	-	-	17.03	-
EBITDA 利息倍数（X）	-	-	28.82	-
总债务/EBITDA（X）	0.00	0.00	0.91	-
资产负债率	34.51	34.86	25.19	43.61
总资本化比率（%）	0.00	0.00	18.78	34.05
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	0.12	33.43

注：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；2016年上半年所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务已年化处理。

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。