



信用等级通知书

信评委函字[2018]G492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公开发行可转换公司债券”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；本次债券的信用等级为**AA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年十月十七日

游族网络股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

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	本次拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 12.40 亿元（含 12.40 亿元）
债券期限	本次发行的可转换公司债券期限为发行之日起 6 年
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
付息方式	每年付息一次
转股期限	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止
资金用途	本次发行的可转换公司债券所募资金扣除发行费用后拟用于项目投资和补充流动资金

概况数据

游族网络	2015	2016	2017	2018.H1
所有者权益（亿元）	21.88	27.20	40.68	41.31
总资产（亿元）	29.25	47.04	66.36	68.02
总债务（亿元）	5.06	13.85	20.42	21.10
营业总收入（亿元）	15.35	25.30	32.36	17.87
营业毛利率（%）	58.02	47.62	52.17	57.57
EBITDA（亿元）	5.63	7.24	8.92	6.25
所有者权益收益率（%）	23.09	21.95	16.32	23.95
资产负债率（%）	25.19	42.17	38.69	39.27
总债务/EBITDA（X）	0.90	1.91	2.29	1.69
EBITDA 利息倍数（X）	29.21	20.17	11.91	15.53

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、2018 年上半年所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

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公开发行可转换公司债券”信用等级为 **AA**，该级别反映了本次债券安全性很强，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。中诚信证评肯定了网络游戏行业具有一定增长空间，公司拥有优质 IP 储备和原创优势，全球化海外发行优势，以及近年业务收入不断增长，盈利表现良好，财务结构较为稳健等正面因素对公司及本次债券信用水平的支撑作用。同时中诚信证评也关注到公司游戏产品开发与投放风险、债务期限结构有待改善、商誉减值风险、核心人员流失风险和实际控制人股权质押风险等因素可能对公司及本次债券信用状况造成的影响。

正面

- 移动游戏及海外市场增长推动行业发展。网络游戏已成为当代人群休闲娱乐的主要方式之一，近年来市场规模不断扩大，其中移动游戏市场保持较快增长，国产游戏海外影响力稳步提升，未来行业仍具有一定增长空间，公司等主要游戏厂商将持续受益。
- 优质 IP 储备和原创优势。公司自研游戏《少年三国志》、《少年西游记》和《女神联盟》系列，凭借较好的品质获得了全球范围内用户的高度认可，树立“少年”和“女神”原创经典 IP 形象。同时，2018 年 6 月末公司已储备《盗墓笔记》、《射雕英雄传》和《权力的游戏》等经典 IP 资源，有助于大 IP 战略的实施。
- 全球化海外发行优势。公司拥有成熟的海外发行经验、完善的海外发行策略，具备开拓全新

分析师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

曾永健 yjzeng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年10月17日

市场的实力，2015~2017年及2018年1~6月海外业务收入均占比过半，其中2017年收入同比增长55.23%，占营业收入比重为60.83%，同时2017~2018年连续两年入选BrandZ™中国品牌出海排行榜三十强，并获得由中国游戏产业协会颁发的“2017年度十大海外拓展游戏企业”殊荣。

- 业务收入不断增长，盈利表现良好。公司持续打造精品游戏，注重多品类发展，同时不断完善全球化布局、增强海外发行和运营实力，近年来业务收入持续增长，且盈利表现良好。2015~2017年及2018年1~6月公司营业收入分别为15.35亿元、25.30亿元、32.36亿元和17.87亿元，同期净利润分别为5.05亿元、5.97亿元、6.64亿元和4.95亿元。
- 财务结构较为稳健。截至2018年6月末，公司资产负债率39.27%，总资本化比率33.81%，自有资本实力较强，财务杠杆比率较低，同时EBITDA对债务利息保障程度较高，能够为债务的偿还和公司的稳定发展提供支持。

关注

- 游戏产品开发与投放风险。2018年3月以来国内游戏版号发放暂停，同时行业将实行总量控制，政策监管不断趋严。由于游戏产品生命周期较短，若公司未来不能持续开发并投放受欢迎的游戏，或因各种原因造成研发和发行进度的拖延，将会使公司丧失产品和市场优势，经营收入有可能面临下滑风险。
- 债务期限结构有待改善。2016年以来公司债务规模大幅增长，截至2018年6月末，总债务增至21.10亿元，其中短期债务17.12亿元，长短期债务比为4.30倍。公司债务以短期债务为主，债务期限结构有待改善。
- 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2018年6月末商誉总额9.73亿元，占总资产的14.30%，未来一旦被并购企业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。随着公司业务规模的扩大及消费者对游戏质量要求越来越高，优秀技术、业务人员的稳定性对公司经营运作影响较大。
- 实际控制人股权质押风险。截至 2018 年 10 月 15 日，公司实际控制人林奇共质押公司股份 302,805,804 股，占其总持股数的 98.40%，占公司总股本的 34.08%，质押比例高，后续股权质押释放情况需持续关注。

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和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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

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，经中国证监会《关于核准梅花伞业股份有限公司首次公开发行股票的通知》（证监发行字[2007]275号）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6,193.99万股增加至8,293.99万股。2014年3月，经中国证监会批准，梅花伞业进行资产重组，向自然人林奇等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27,571.00万股，同时公司控股股东及实际控制人变更为林奇。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（以下简称“掌淘科技”）100.00%的股权。两次增资后，公司总股本为28,710.50万股。2016年4月，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，公司总股本增至86,131.5045万股。

2017年11月，公司向张云雷、国盛证券有限责任公司、林奇、广发恒定23号游族网络定向增发集合资产管理计划及陈礼标非公开发行人民币普通股（A股）股票27,152,828股，公司总股本变更为88,846.79万股。截至2018年6月末，林奇直接持有公司股份305,861,448股，持股比例为34.43%，为公司控股股东及实际控制人。此外，截

至2018年10月15日，林奇直接持有公司股份307,723,677股，其中共质押公司股份302,805,804股，占其总持股数的98.40%，占公司总股本的34.08%，质押比例高，后续股权质押释放情况需持续关注。

表 1: 截至 2018 年 6 月末公司前 10 大股东情况

序号	股东名称	持股比例
1	林奇	34.43%
2	上海一骑当先管理咨询合伙企业（有限合伙）	7.99%
3	朱伟松	4.12%
4	王卿伟	3.98%
5	王卿泳	3.65%
6	马信琪	2.30%
7	国盛证券有限公司	2.23%
8	崔荣	1.82%
9	张云雷	1.75%
10	兴业银行股份有限公司一兴全趋势投资混合型证券投资基金	1.69%
合计		63.96%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司原主要从事雨伞的生产销售，经2014年资产重组后，主营业务变更为移动游戏和网页游戏的研发与运营，目前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。2015~2017年，公司营业总收入分别为15.35亿元、25.30亿元和32.36亿元，其中2017年移动游戏产品实现收入23.01亿元，网页游戏产品实现收入9.04亿元；2018年1~6月，公司营业总收入为17.87亿元，其中移动游戏产品实现收入11.54亿元，网页游戏产品实现收入4.96亿元。

截至2017年12月31日，公司资产总额为66.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为40.68亿元，资产负债率为38.69%；2017年公司实现营业总收入32.36亿元，净利润6.64亿元，经营活动净现金流7.42亿元。

截至2018年6月30日，公司资产总额为68.02亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为41.31亿元，资产负债率为39.27%；2018年1~6月，公司实现营业总收入17.87亿元，净利润4.95亿元，经营活动净现金流0.14亿元。

本次债券概况

表 2：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	游族网络股份有限公司公开发行可转换公司债券
发行总额	本次拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 12.40 亿元（含 12.40 亿元）
债券期限	本次发行的可转换公司债券期限为发行之日起 6 年
票面金额和发行价格	本次发行的可转换公司债券每张面值 100 元，按面值发行
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
付息方式	本次可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式
转股期限	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止
初始转股价格的确定	本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
赎回条款	在本次发行的可转换公司债券期满后 5 个工作日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券
回售条款	在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利
募集资金用途	本次发行的可转换公司债券所募资金扣除发行费用后拟用于项目投资和补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

行业概述

网络游戏(Online Games)，也称为“在线游戏”，通常是指以个人电脑(PC)、平板电脑、智能手机等载体为游戏平台，以游戏运营商服务器为处理器，以互联网为数据传输媒介，必须通过广域网络传输方式(Internet、移动互联网、广电网等)实现多个用户同时参与的游戏产品，以通过对于游戏中人物角色或者场景的操作实现娱乐、交流为目的的游戏方式，具有可持续性的个体性多人在线游戏。随着现代化、电子化程度的不断推进，在物质层面日益得到满足的基础上，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、社会性和交流特效，已经成为当代人群休闲娱乐的主要方式之一，市场规模不断扩大。

按照游戏运行的载体不同，网络游戏主要分为客户端游戏、网页游戏、移动游戏（或“手游”、“手机游戏”）和主机游戏四个大类。客户端游戏，指以个人电脑为载体，通过光盘或下载方式在个人电脑上安装游戏客户端，并在网络连接状态下进入客户端进行的网络游戏；按照游戏内容的不同，客户端游戏主要分为大型角色扮演类游戏（英文名 Massive Multiplayer Online Role Play Game，简称 MMORPG）和大型休闲竞技类游戏。网页游戏是基于网页开发技术，以标准协议为基础传输形式，无客户端或基于浏览器内核的微客户端网络游戏，游戏用户可以直接通过互联网浏览器运行网页游戏。移动游戏是指运行于手机或其他移动终端上，通过网络下载或依靠移动网络进行的网络游戏。主机游戏也称电视游戏，是指通过游戏主机（如索尼公司 PlayStation 系列、微软公司 Xbox 系列等）与电视机相连，或通过接入电视游戏机顶盒等方式在电视上进行的品种。主机游戏最早以单机游戏为主，随着网络技术的不断发展，越来越多的主机游戏增加了局域网对战及网络化运营的方式，主机网络游戏也随之出现。

从产业链方面来看，网络游戏产业链由上而下主要由研发商（CP）、发行商（运营商）、渠道商三部分组成，其中研发商向上游版权商购买版权或在

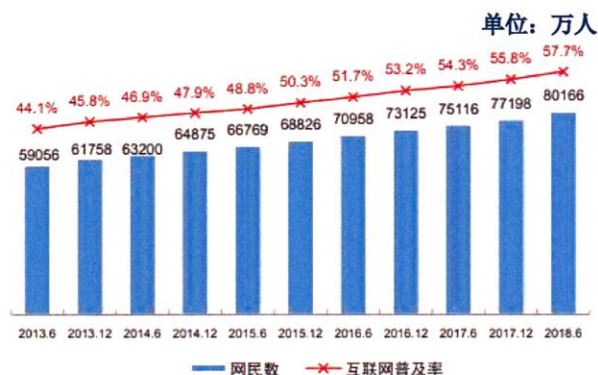
自有版权的基础上完成游戏的开发，完成后交给发行商进行代理发行，属于内容提供方；发行商在获得游戏的所有权或运营权后与渠道平台之间共同从事网络游戏上网运营、网络游戏虚拟货币发行或交易服务等网络游戏经营活动，主要通过和游戏研发商或渠道平台合作获得分成收益；渠道商通过用户下载实现流量的导入并从用户处获得支付，分成给产业链上游。全球知名移动端设备操作系统的官方应用商店分别为苹果公司 iOS 操作系统下的 App Store 和谷歌公司 Android 操作系统下的 Google Play，两者均为相应操作系统下的应用程序在线发布平台，属于当前智能手机应用程序最主流的下载渠道。由于 Android 平台具有开放性的特征，除了 Google Play 平台外，在各国家还有包括小米互娱、百度手机助手等区域化的游戏平台，上述应用商店性质与官方平台类似，均是以自身平台优势，开展游戏发行与运营业务。

随着产业的发展，目前网络游戏企业研运一体的趋势日趋明显，这类企业大多成立时间长、同时拥有游戏开发和游戏运营能力、拥有行业内知名的游戏产品、拥有核心企业文化和管理方式等多项特点，能够通过自身的核心竞争优势推动行业发展。

行业发展

国内网络游戏行业产生于 20 世纪末，经过多年发展，2005 年前后进入快速成长期，网络游戏市场规模快速增长。随着互联网及智能手机的普及，网民规模不断扩大，根据中国互联网信息中心（CNNIC）统计显示，截至 2017 年末，我国网民规模 7.72 亿人，全年共计新增网民 4,074 万人；互联网普及率为 55.8%，较 2016 年底提升 2.6 个百分点。同期我国手机网民规模达 7.53 亿人，较 2016 年底增加 5,734 万人，占比由 2016 年的 95.1% 提升至 97.5%。截至 2018 年 6 月末，我国网民规模 8.02 亿人，上半年新增网民 2,968 万人，较 2017 年末增长 3.8%，互联网普及率 57.7%；同期手机网民规模 7.88 亿人，上半年新增手机网民 3,509 万人，较 2017 年末增长 4.7%，网民中使用手机上网人群的占比由 2017 年的 97.5% 提升至 98.3%，手机网民规模及占比不断提高。

图 1：2013.06~2018.06 我国网民规模和互联网普及率



资料来源：CNNIC，中诚信证评整理

受益于网民规模的扩大及智能手机等电子产品的普及，互联网用户对网络游戏的消费需求不断增加，游戏产业呈快速增长的态势，但随着人口红利逐步消退，其增速有所放缓。根据中国音数协游戏工委（GPC）、伽马数据（CNG）、国际数据公司（IDC）共同编写的中国游戏产业报告，2015~2017 年国内游戏市场规模分别为 1,407.0 亿元、1,665.7 亿元和 2,036.1 亿元，市场规模不断扩大，其中 2017 年受益于端游市场回暖及移动游戏市场高速增长的拉动，当年同比增长 23.0%，增速较 2016 年提高 5.3 个百分点，自 2014 年出现收入增长率下滑后首次回暖。用户规模方面，2015~2017 年国内游戏用户规模分别为 5.34 亿人、5.66 亿人和 5.83 亿人，用户增长趋缓表明国内游戏行业进入存量用户市场。2018 年 1~6 月，国内游戏市场规模为 1,050.0 亿元，同比增长 5.2%，增速较上年同期下降 21.5 个百分点；游戏用户规模为 5.27 亿人，同比增长 4.0%，增速同比提升 0.4 个百分点。与过去几年同期相比，2018 年上半年国内游戏行业整体增速渐缓，用户规模已趋于饱和。

图 2：2010~2018.H1 中国游戏市场规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

图 3：2010~2018.H1 中国游戏市场用户规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

图 4：2010~2017 年中国游戏市场 ARPU 值及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

当前国内游戏市场人口红利趋尽，培养用户付费习惯，提升ARPU值是未来促进游戏市场持续增长的方向。综合2014~2017年用户数据来看，用户规模已连续4年仅有个位数增长率。2017年国内游戏市场ARPU值为349.2元，同比增长19.4%，增速较上年提高8.4个百分点，虽然ARPU值的增长趋势出现波动，但仍保持两位数增长率，表明ARPU值增长是促进游戏市场增长的主要动力。

结构方面，2017年国内移动游戏收入占比为57.0%，较上年提高7.8个百分点，市场份额持续增加；端游市场规模占比为31.9%，同比下降3.3个百分点，仍维持第二大品类地位；页游市场规模占比为7.6%，较上年下降3.7个百分点，整体规模持续萎缩。从增长贡献方面来看，2017年国内游戏市场规模同比增加370.4亿元，其中手游、端游、页游分别增长342.0亿元、66.1亿元、-31.1亿元，增长贡献分别为92.3%、17.8%、-8.4%。2018年1~6月，国内游戏市场中移动游戏收入占比为60.4%，端游和页游市场规模占比分别为30.0%和6.9%。未来伴随移动游戏市场的持续增长，移动游戏市场规模占比有望进一步提升。

图 5：2010~2018.H1 中国端游市场规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

图 6：2010~2018.H1 中国端游市场用户规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

具体来看，2015~2017年，国内端游用户分别为1.54亿人、1.56亿人和1.58亿人，同期端游市场规模分别为611.6亿元、582.5亿元和648.6亿元，其中2017年市场规模小幅回升。一方面，2017年受电竞产业发展催化，竞技类游戏在较长周期内维持稳定增长态势，例如腾讯《英雄联盟》借助电竞赛事推出纪念皮肤等虚拟道具提升收入；同时，当年腾讯《地下城与勇士》、西山居《剑网3》等MMORPG端游实现较快增长；此外，《绝地求生》掀起全球“吃鸡”热，上述休闲竞技类、沙盒类等端游在玩法上更具创新性，吸引更多追求竞技性、游戏性、沉浸感的用户。2018年1~6月，国内端游市场用户规模为1.31亿人，同比下降4.0%，市场规模为315.5亿元，同比下降1.3%，上半年表现较好的新游戏产品较少，同时受到移动游戏快速发展影响，端游市场用户及市场规模均出现小幅下降。未来国内端游市场规模预期将逐渐趋于稳定。

图 7：2010~2018.H1 中国页游市场规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

图 8：2010~2018.H1 中国页游市场用户规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

2015~2017年，国内页游市场规模分别为219.6亿元、187.1亿元和156.0亿元，继2016年市场规模负增长之后，2017年降幅增大，为-16.6%。目前，页游市场出现用户规模、ARPU值双重衰减态势，2015~2017年页游用户规模分别为2.97亿人、2.75亿人和2.57亿人，已连续4年负增长；2017年用户ARPU值60.7元，同比减少10.8%。2018年1~6月，国内页游市场规模为72.6亿元，同比下降14.6%；用户规模2.20亿人，同比下降11.0%。随着移动游戏市场份额的持续提升，加之H5游戏等新兴游戏形态对页游具有取代性，国内页游市场份额不断被挤占，需求不断下降；另一方面许多游戏公司逐渐减少页游研发而转向手游，市场供给减少，页游市场的衰减态势预期仍将持续。

移动游戏方面，2015~2017年，国内移动游戏市场规模分别为514.6亿元、819.2亿元和1,161.2亿元，其中2017年同比增长41.7%；2018年1~6月市场规模为634.1亿元，同比增长12.9%。近年来，国内移动游戏市场规模增速逐步下降，但仍处于较快增长阶段，其中，《王者荣耀》对2017年移动游戏增长贡献较大。从产品供给上来看，2017年，广电总局

批准出版游戏约9,800款，其中移动游戏占比达95.0%，占据游戏供给的主要部分。移动游戏市场仍将是国内游戏市场核心增长点，但增速预期将逐步趋缓。

图 9：2010~2018.H1 中国移动游戏市场规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

图 10：2010~2018.H1 中国移动游戏市场用户规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

2015~2017年国内移动游戏用户规模分别为4.55亿人、5.28亿人和5.54亿人，用户数量增速逐步趋缓，其中2017年移动游戏用户占移动互联网用户的比重为73.6%，同比下滑2.7个百分点。2018年1~6月，国内移动游戏用户规模4.59亿人，同比增长5.4%。随着移动智能终端市场的增速放缓及移动游戏用户的渗透率饱和，国内移动游戏整体从增量市场逐步转入存量市场，未来用户规模增长空间预期有限。在ARPU值方面，2017年，国内移动游戏市场ARPU值为209.6元，同比增长39.3%，2013~2017年复合年均增长率为55.0%，增速较快，并逐步成为收入增长的主要驱动力。相较于日本、美国、韩国等海外成熟游戏市场，国内移动游戏市场ARPU值仍将有较大的提升空间。

随着网络用户的增加、研发商技术实力的提升及行业逐步规范，国内游戏市场逐渐走向成熟，但国内市场竞争的激烈程度也在不断加剧，越来越多

的企业将目光转向海外，立足国内、放眼国际已成为国内游戏企业的共同选择。

近年来国内游戏企业转战出海持续增长，伴随着全球化浪潮和一带一路政策红利，中国出海游戏及厂商呈现出收入与竞争结构优化趋势，海外影响力显著提升。2015~2017 年国内自研网络游戏在海外销售规模分别为 53.1 亿美元、72.3 亿美元和 82.8 亿美元，年均复合增长率为 24.87%；2018 年 1~6 月销售规模为 46.3 亿美元，同比增长 16.0%，增速逐步有所放缓，但依旧高于大部分海外国家和地区游戏市场规模增速，国产游戏在海外市场份额稳步提升。2017 年，全球游戏市场规模达 1,089.0 亿美元，同比增长 7.8%，其中中国市场占比为 29.9%。从 ARPU 值来看，美、日、韩、欧等国家和地区的 ARPU 在 100~220 美元区间，远高于国内水平，随着国产游戏在质量上的提高以及在成熟市场的突破，有望打开游戏出海的新一轮增长空间。

图 11：2010~2018.H1 中国自研网络游戏



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

目前，国内游戏厂商出海成熟市场已具备比较优势。一方面，随着国内 CP 制作水平不断提高，国产游戏逐渐满足海外成熟市场对游戏的品质要求。同时，国内厂商开发成本低，游戏多以 F2P (Free to play) 模式为主，可扩大游戏的覆盖广度。此外，可投入较多低成本的人力为不同地区做本地化，以及针对市场变化做出快速反应，本地化开发完善且迭代迅速。另一方面，海外成熟游戏市场用户付费意愿更强，用户偏好更多元，游戏市场细分领域仍具有较大开发潜力。未来随着国内游戏研发实力、制作水平的提升，以及国际市场对中国游戏产品的认可加深，更多具备较强竞争力的国内游戏公司有望持续推出更具国际化视野的游戏，海外成熟市场

将成为游戏出海的有力增长点。

表 3：2017 年国内主要游戏上市公司收入及净利润情况

单位：亿元

序号	企业	游戏业务收入规模	收入同比增减	净利润	净利润同比增减
1	腾讯控股	978.83	38.17%	715.10*	74.00%
2	网易	362.82	29.67%	107.08*	-7.70%
3	完美世界	56.50	20.13%	14.60*	28.84%
4	三七互娱	56.29	21.77%	18.36	50.94%
5	智明星通	39.79	-16.03%	7.24	18.74%
6	IGG	38.39	88.53%	9.86	114.86%
7	游族网络	32.14	27.41%	6.64	11.23%
8	金山软件	31.20	22.57%	32.97*	上年亏损 2.92 亿元
9	巨人网络	25.86	11.41%	13.71	21.58%
10	恺英网络	24.06	6.77%	16.13*	149.40%

注：*代表集团或整个企业的净利润，非游戏业务利润的影响较大。资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业竞争方面，我国网络游戏行业经过数年的发展，游戏产品的品质已上升至较高的水准，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。

2017 年腾讯控股网络游戏业务实现收入 978.83 亿元，同比增长 38.17%，网易网络游戏业务实现收入 362.82 亿元，同比增长 29.67%，两家公司依然牢牢占据国内游戏行业第一梯队。根据 Sensor Tower 统计的 2017 年 App Store 数据，腾讯控股、网易是 2017 年中国市场发布应用最多的前两家公司，当年合计共发布近 90 款手机游戏。从游戏市场整体收入来看，2017 年腾讯控股与网易两家公司的收入规模市场占比达到 65.89%，占据了绝大部分份额。在两家龙头企业的强力挤压效应下，很多游戏公司开始注意细分市场的新机会和自身多元化的发展，包括完美世界、游族网络和巨人网络等公司本身设有影视部门或近年设立影业公司，影游联动更显优势；三七互娱、智明星通等公司积极布局海外市场，同时金山软件和 IGG 等公司依靠爆款游戏推动自身发展。完美世界等第二梯队游戏

公司通过多种方式应对两大行业巨头带来的挤压效应，但在存量竞争的背景下，面临的市场竞争较为激烈。

总体看，国内网络游戏行业近年发展迅速，市场规模不断扩大，但随着人口红利逐步消退，存量用户市场特征逐步显现，移动游戏市场仍是目前市场核心增长点，未来提升 ARPU 值将成为促进市场持续增长的方向。腾讯控股和网易占据着目前绝大多数的市场份额，余下企业竞争加剧。

行业政策

目前，中国政府持续加强网络游戏相关的立法与监管，在游戏内容、运营、推广上提出了更严格

的要求。2017年5月1日，文化部《关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知》正式执行，明确了网络游戏行业的运营规范，有利于建设风清气正的行业生态和保护消费者的合法权益。2018年8月，教育部等八部门印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》的通知，其中国家新闻出版署将对游戏实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。政府的有效引导和用户消费的升级，将继续推动有质量、有内容、有创新的精品游戏研发，从长期来看，经营规范的优质公司将受益于游戏行业秩序重塑。

表 4：2015 年以来网络游戏行业相关政策

时间	政策	主要内容
2015 年 9 月	《关于进一步加强游戏游艺场所监管，促进行业健康发展的通知》	强化监管督促和保障游戏游艺场所合法经营，坚决禁止游戏游艺场所从事赌博活动
2016 年 2 月	《网络出版服务管理规定》	网络游戏上网出版前，必须向所在地主管部门提出申请，经审核同意后，报广电总局审批
2016 年 5 月	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	移动游戏在内的网络出版物均需先申报并取得出版版号，方可上线收费运营
2016 年 7 月	《关于移动游戏出版服务管理的通知》官方解读	新上线的游戏必须获得网络出版服务许可（即版号），才可上网出版运营；对于那些已经上线的游戏，则需在 10 月 1 日前补齐“版号”
2016 年 11 月	《关于实施“中国原创游戏精品出版工程”的通知》	将于 2016-2020 年，建立健全扶持游戏精品出版工作机制
2016 年 12 月	《关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知》	采取随机抽取方式提供虚拟道具和增值服务的，不得要求用户以直接投入法定货币或者网络游戏虚拟货币的方式参与；不得为使用游客模式登录的网络游戏用户提供游戏内充值或者消费服务
2016 年 12 月	《网络表演经营活动管理办法》	要求网络直播禁止使用未经审批或备案编号的网络游戏产品进行游戏技法展示或解说，直播平台也处在广电总局的管辖范围之内
2017 年 5 月	《关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知（2017）》	明确网络游戏运营范围，规范网络游戏虚拟道具发行服务，加强网络游戏用户权益保护，严肃查处违法违规运营行为
2017 年 12 月	《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》	重点整改用户数量多社会影响大、价值导向严重偏差、含有暴力色情、内容格调低俗、未经许可擅自上网运营的游戏产品
2018 年 8 月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	对游戏实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

网络游戏同质化严重，创新性不足

目前，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。产品同质化严重已成为影响我国网络游戏行业健康发展的首要不利因素。

部分网络游戏研发企业资金短缺

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，使从业人员工资水平持

续提高，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，包括买量费用、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，目前页游和移动游戏研发公司与传统端游研发企业相比，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页游和移动游戏市场的发展。

网络游戏行业综合型人才相对缺乏

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增加。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。

青少年网游成瘾现象或引发政策监管风险

网络游戏深受青少年喜爱，青少年用户的占比达到近四分之一，同时，中国青少年首次接触网络游戏的年龄呈日益低龄化趋势，其中 6~14 岁是青少年接触网络游戏的重要时期，这也是青少年心智逐渐成熟、习惯逐渐培养的关键阶段。但是，值得

关注的是，网络游戏在丰富青少年娱乐方式的同时，给青少年带来不小的负面影响。因过度沉迷游戏而形成的网络成瘾综合症（Internet Addiction Disorder，简称 IAD）已经开始在青少年这一群体中蔓延，造成了学业荒废、放弃现实生活人际交往、有暴力倾向等一系列不良后果。以《王者荣耀》为例，2017 年 7 月以来受到人民网等主流媒体的连续点名问责，受此舆情发酵影响开发商腾讯控股市值蒸发千亿港元。目前国外实行的游戏分级制度，可较为有效限制游戏用户人群，让不同用户进入不同的游戏；国内监管部门或出台相关法律法规制度，引导游戏厂商加入能够防沉迷的技术手段或分级体系，行业面临的政策监管压力或加大。

网络游戏版号发放暂停、总量调控，关注行业监管

2016 年 7 月，《关于移动游戏出版服务管理的通知》文件正式实施，网络游戏版号成为游戏上线运营的必要条件之一。2018 年 3 月，中共中央印发《深化党和国家机构改革方案》，计划将新闻出版广电总局重组，其中新闻出版和电影监管职能均划归中宣部管辖。理论上，游戏版号的发放工作今后将归属中宣部。截至 2018 年 8 月，以上机构改革尚在进行中。由于机构改革影响，根据国家广电总局网站显示，2018 年 3 月 28 日以来，国产网络游戏版号已暂停发放至今。此外，根据 2018 年 8 月《综合防控儿童青少年近视实施方案》通知，国家新闻出版署将对游戏实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量。

对于国内大型游戏企业，其已取得版号的储备游戏相对丰富，短期内受影响较小。同时根据统计，2016 年至今国内网络游戏版号月均发放 768 个，2017 年发放总数为 9,384 个，其中占据大部分市场份额的主要游戏厂商年推游戏占比小，仅约占总发放版号的 1%。游戏总量调控对于具有 IP、强研发能力的大型游戏公司造成的影响有限，相关精品游戏生命周期有望延长，市场集中度提升也将有利于行业龙头企业。总体来看，国内游戏行业监管将逐渐加强，产品审核将趋严，大型游戏公司拥有相对充足的人力物力应对新的监管流程，且对监管政策的理解程度较高，相关中小型游戏开发商、独立游

戏发行商等受到的影响则相对较大，经过此轮政策的调控后，国内游戏行业的进入门槛将越来越高，中小型游戏企业或将掀起新一轮倒闭潮，中诚信证评将持续关注上述行业监管政策对游戏行业的影响。

竞争优势

精品化研运优势

作为游戏的研发商，强大的内容研发能力是其核心竞争力。公司一直重视内容研发能力的提升以及对核心玩法的不断优化，致力于向用户提供体验与游戏性一流的游戏产品。同时，公司在行业内率先实现智能化升级，将人工智能技术应用于游戏研发发行各重要环节，指导游戏迭代创新、优化调整，同时快速捕捉目标用户的娱乐偏好，实现数据分析、自动优化到定制投放的数字营销智能闭环，推动游戏业务的开展。

公司自研卡牌移动游戏《少年三国志》不断调整玩法打造全方位立体式的社交体系，增强了游戏的可玩性，使之成为卡牌手游的现象级产品，上线3年时间保持较高热度，截至2017年末，全球注册用户突破1亿，上线34个月累计流水突破41亿元，老用户在2017年暑假留存率达到95%。2018年1月，公司《少年三国志》游戏公开了少年PROJECT计划，全面推动该游戏在音乐、文学和影视等泛娱乐领域方向的IP化打造。公司对ARPG页游《盗墓笔记》精心设计其游戏场景及核心玩法，满足玩家对美感、社交和荣誉的多重需求。对于游戏的运营，公司通过快速的版本迭代以及不断丰富的玩法持续强化玩家粘性。在游戏异业合作方面，2017年公司通过与旺旺集团以及日本人气动画《妖精的尾巴》等联动合作，助力用户导流、粉丝维护、品牌营销。公司通过研发、运营及发行等环节的不断创新，保持精品化研运优势。

优质IP储备及原创优势

公司坚持以内容驱动泛娱乐产业发展，实施原创IP打造和引进IP并举的大IP战略。目前，公司自研游戏《少年三国志》、《少年西游记》和《女神联盟》系列，凭借较好的品质获得了全球范围内

用户的高度认可，树立“少年”和“女神”原创经典IP形象。在引进IP方面，面对二次元热潮和女性向风口，2017年公司与日本知名游戏开发与运营商DMM GAMES开展合作，获得日本人气二次元IP游戏《刀剑乱舞-ONLINE-》国内地区独家代理权。当年公司持续开发重度市场，借助热门IP效应推出网页游戏《射雕英雄传》和移动游戏《大军师司马懿之军师联盟》，并通过在海外发行休闲音乐节奏游戏《永不言弃3：世界》，将“小墨点”经典IP延续到了第三代。

2017年公司与华纳兄弟互动娱乐达成战略合作协议，获得了全球热播美剧《权力的游戏》IP的游戏改编权；当年投资二次元动画《重神机潘多拉》，后续将推出相应的全球IP改编产品。截至2018年6月末，公司已储备《盗墓笔记》、《射雕英雄传》和《权力的游戏》等经典IP资源，其中《盗墓笔记》已成功改编为网页游戏。随着产业链布局的完善，公司以大IP为核心聚合资源、以全球化布局为战略指导，持续打造精品游戏，增强核心竞争力。

全球化海外发行优势

公司拥有成熟的海外发行经验、完善的海外发行策略，具备开拓全新市场的实力，不断拓展海外市场。2017年公司确立了成熟的发行理念和运营体系，通过面向区域市场搭建本地精英组成的综合性发行团队，专注区域强势品类的研发和运营，将发行版图拓展至全球多个国家和地区，当年全球新增游戏用户超1亿。2017年公司实现海外收入19.68亿元，同比增长55.23%，占营业收入比重达到60.83%。

公司代表性卡牌移动游戏《少年三国志》，在依靠质量优势打开国内市场后，凭借三国题材的文化辐射，在港澳台及东南亚也取得不俗的市场表现，曾在新加坡、马来西亚等多个东南亚国家的App Store畅销榜中位列前十，韩文版上线首日跻身ONE Store收入榜Top10。此外，公司网页游戏《女神联盟》系列在海外亦表现较好，曾获得Facebook年度最佳页游、年度新游等重量级奖项。2017年公司《狂暴之翼》(《Legacy of Discord-Furious Wings》)

移动游戏在海外市场表现强势，先后登上数十个国家及地区游戏畅销榜，被中国游戏产业年会评为“2017年度十大最受海外欢迎游戏”，在年度中国移动游戏海外收入排行中排名前五。公司在海外市场的渗透率进一步提高，区域优势进一步增强，品牌影响力逐步扩大，2017~2018年连续两年入选由全球最大广告传播集团 WPP、全球领先信息咨询公司 凯度华通明略行以及 Google 联手发布的 BrandZ™ 中国品牌出海排行榜三十强，并获得由中国游戏产业协会颁发的“2017年度十大海外拓展游戏企业”殊荣，同年获得金茶奖颁发的 2017年度“最具影响力游戏企业”及 2017年度“最佳出海游戏企业”两项大奖；在 App Annie 公布的 2018年上半年海外游戏用户支出最高的中国公司榜单中，公司位居于第 13名。

在海外布局方面，2015年11月，公司通过收购掌淘科技，运行全球最大移动开发者服务平台（Mob 云平台），提升对用户行为多维度特征的精准跟踪，同时结合与 Google、Facebook、阿里巴巴等公司的战略合作，深入挖掘大数据，有效服务于公司游戏的研发与运营。2016年5月，公司全资收购了欧洲老牌游戏厂商 Bigpoint，不仅共享游戏研发经验提升研发水准，更在 IP、渠道等资源上展开深入合作，极大地提升公司对于欧美市场的竞争能力。2017年公司成立印度子公司，率先参与到印度市场的游戏生态建设和用户的习惯培养，形成先发优势。

业务运营

目前，公司主要从事移动游戏和网页游戏的研发、发行与运营，通过自主运营和联合运营相结合的方式，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。近年来公司持续打造精品游戏，增加游戏品类，同时深化全球化战略布局，拓展海外业务，实现业务快速发展。

2015年，公司推出自研产品《少年三国志》、《大皇帝 OL》及代理产品《无限火力》、《超时空机战》4款移动游戏，游戏类型从 SLG、RPG 扩展至 TPS、STG；同年推出全球同步发行的《魔法天堂》等自研网页游戏产品。

2016年，公司自研网页游戏《女神联盟 2》在全球发行，并荣获 Facebook“2016年度最佳网页游戏”；ARPG 移动游戏《狂暴之翼》先后获得苹果、Google 多次全球推荐，并获评“MMOsite 2016年度最佳动作手游”，加深了公司在中、重度移动游戏的布局。同时，当年公司推出 IP 精品网页游戏《盗墓笔记》，与同时期上映的同名电影同步发行，通过影游联动提升 IP 的品牌价值。

2017年，公司成功打造的《少年三国志》、《狂暴之翼》等系列继续保持了较好的长线运营表现，贡献了较稳定的流水。当年，公司推出 ARPG 网页游戏《射雕英雄传》、SLG 网页游戏《三十六计》、ARPG 移动游戏《大军师司马懿之军师联盟》等侠文化题材的产品，获得较好的市场反响。此外，公司代理发行的两款休闲解谜单机游戏《昔：Yesterday》、《布林机》，凭借其较好品质分别获得 App Store 及 Steam 平台推荐；《猜拳大作战》、《奔跑吧兄弟—扑倒大作战》、《贪吃小怪物》3款休闲竞技移动游戏均为公司自研产品，均获得 App Store 推荐，其中《贪吃小怪物》凭借优良口碑获得腾讯独家代理。另外，当年公司将日本人气二次元 IP 产品《刀剑乱舞-ONLINE-》带入国内市场，《少年三国志》也凭借“IP 联动”与日本知名动漫《妖精的尾巴》展开联动在日本市场表现出色。

近三年公司收入规模不断增长，2015~2017年分别实现营业总收入 15.35 亿元、25.30 亿元和 32.36 亿元，年复合增长率为 45.21%，业务增长较快。

表 5: 2015~2018.H1 公司营业收入分产品情况

单位: 亿元、%

产品	2015		2016		2017		2018.H1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
网页游戏	8.11	52.87	12.31	48.66	9.04	27.94	4.96	27.76
移动游戏	7.21	46.95	12.82	50.65	23.01	71.12	11.54	64.58
大数据	-	-	-	-	-	-	0.71	3.99
其他	0.03	0.18	0.17	0.69	0.31	0.94	0.66	3.67
合计	15.35	100.00	25.30	100.00	32.36	100.00	17.87	100.00

注: 表中部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上存在差异, 这些差异是由于四舍五入造成。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 6: 公司主要游戏产品的类型及上线时间

游戏名称	移动游戏/网页游戏	游戏来源	类型	上线时间
女神联盟	移动游戏	自研	RPG	2014.11
少年三国志	移动游戏	自研	卡牌	2015.02
大皇帝 OL	移动游戏	自研	SLG	2015.12
少年西游记	移动游戏	自研	卡牌	2016.07
狂暴之翼	移动游戏	代理	ARPG	2016.06
刀剑乱舞-ONLINE-	移动游戏	代理	二次元 RPG	2017.02
女神联盟: 天堂岛	移动游戏	自研	ARPG	2017.06
大军师司马懿之军师联盟	移动游戏	代理	ARPG	2017.07
西游女儿国	移动游戏	代理	回合 RPG	2017.08
妖精的尾巴	移动游戏	自研	ARPG	2017.11
天使纪元	移动游戏	自研	ARPG	2018.01
猎龙计划	移动游戏	代理	ACT	2018.06
女神联盟 1	网页游戏	自研	RPG	2013.07
大皇帝	网页游戏	自研	SLG	2014.11
女神联盟 2	网页游戏	自研	RPG	2016.01
盗墓笔记	网页游戏	自研	ARPG	2016.08
刀剑乱舞-ONLINE-	网页游戏	代理	二次元 RPG	2017.02
战神三十六计	网页游戏	自研	SLG	2017.04
射雕英雄传	网页游戏	自研	ARPG	2017.08
御龙在天美人版	网页游戏	自研	RPG	2018.03

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司游戏产品分为网页游戏和移动游戏两大类, 2015~2017 年网页游戏产品收入分别为 8.11 亿元、12.31 亿元和 9.04 亿元, 占营业收入的比重分别为 52.87%、48.66%和 27.94%, 随着用户需求的变动以及公司在移动游戏业务布局的侧重, 近年来网页游戏业务占比逐年下滑, 未来公司将主要依托《女神联盟》等成熟系列产品开展版本更新等开发, 在控制风险的同时, 持续满足页游类客户的需求, 并获得收益。移动游戏方面, 2015~2017 年公司移动游戏产品收入分别为 7.21 亿元、12.82 亿元

和 23.01 亿元, 占营业收入的比重分别为 46.95%、50.65%和 71.12%, 收入规模及占比持续提升, 成为推动整体收入增长的主要来源。

从近期经营来看, 公司 2018 年首款重度 3D 魔幻题材移动 MMOARPG《天使纪元》游戏于 1 月 11 日上线, 由明星刘亦菲代言, 借助于其良好的粉丝效应, 以及前期运营推广, 前 5 日流水达 0.50 亿元, 上线 2 个月注册用户数过千万, 上半年多次占据腾讯应用宝、360 游戏平台新游下载及收入榜双榜榜首, 在华为、VIVO 和 OPPO 等主流游戏平

台均名列网游畅销榜前 10，持续保持较高市场热度。但另一方面，由于剧情调整及质量要求提升等因素影响，公司近期部分新游戏产品上线时间有所延期，对当期流水增量带来一定的影响。此外，2018 年上半年，公司 Mob 云平台大数据正式开始商业化运作，1~6 月实现收入 0.71 亿元，占当期营业收入的比重为 3.99%，收入占比较小。未来，公司将积极加大对大数据的投入，除为自身游戏服务，提高效率、提升精准度外，将继续拓展第三方客户，提升产品能力和服务质量。

受上年同期公司《狂暴之翼》、《盗墓笔记》等游戏产品处于流水峰值形成的较高基数影响，2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 17.87 亿元，同比增长 6.38%，增速有所减缓，其中移动游戏产品实现收入 11.54 亿元，同比增长 7.46%，占营业收入的比重为 64.58%。2018 年下半年公司计划推出《三十六计》和《女神联盟 2》（移动游戏）等多款不同类型的游戏产品，以增强整体竞争力。需要关注的是，自 2018 年 3 月以来国内游戏版号发放暂停至今，若相关政策持续，公司或存在由于无法及时获得新游戏版号而对其业务开展造成实质性影响的情况。此外，由于游戏产品生命周期较短，若公司未来不能持续推出广受欢迎的游戏，或因各种原因造成研发和发行进度的拖延，将会使公司丧失产品和市场优势，经营收入有可能面临下滑风险，中诚信证评对此予以持续关注。

游戏研发

公司一直重视游戏内容研发能力的提升以及对核心玩法的不断优化，致力于为玩家提供体验与游戏性一流的游戏产品。截至 2018 年 6 月底，公司在上海、南京、苏州、广州等地设有五大产品研发中心，拥有 1,448 名研发人员、7 支研发队伍，研发人员占员工总数的 55.97%。研发投入方面，2017 年公司研发投入金额为 3.21 亿元，同比增长 85.64%，2018 年 1~6 月研发投入金额 2.15 亿元，研发投入的持续增加有助于公司提升游戏研发实力，推动业务良性开展。但另一方面，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，若公司不能通过有效措施稳定优秀技术和业务人员，将会给经营发展带来负面影响。

表 7：2015~2018.H1 公司研发投入情况

单位：人、亿元

	2015	2016	2017	2018.H1
研发人员数量	700	830	1,467	1,448
研发人员数量占比	53.39%	43.03%	65.61%	55.97%
研发投入	1.33	1.73	3.21	2.15
研发投入占营业收入比例	8.67%	6.83%	9.92%	12.03%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从研发策略来看，公司本着多产品类型扩充、成功产品价值挖掘的研发策略，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游戏，2017 年在卡牌、SLG、回合制 RPG、ARPG 等多个品类形成积淀的基础上，积极拓展二次元和休闲竞技类游戏品类。未来公司将推行“6+1”品类战略优化品类结构，即在 MMO、SLG、卡牌、二次元等六大网络游戏品类和一个 PC 游戏品类上着重布局，实现多元化发展。

公司拥有先进的研发管理流程，已形成规模化、流程化开发，后续优质产品能够实现供应稳定。同时，为了适应网络游戏行业产品快速更迭的步伐和提高整体研发和运营效率，公司在组织架构上不断进行优化调整。2015 年公司创新性地施行了工作室制度，将原有的研发、发行运营和支持部门拆分到独立的工作室之中。截至 2018 年 6 月底，公司拥有大侠工作室、战神工作室和无限工作室等 7 个工作室。目前，公司自主游戏产品的研发工作由各品类工作室群、战略与制作平台、艺术设计资源平台和公共开发资源平台共同组成的游戏研发事业群承担。在公司管理层对公司整体发展方向把握的基础上，相关工作室对未来研发的游戏品类制定规划和时间表，并在战略与制作平台、艺术设计资源平台和公共开发资源平台的支持下，完成产品的研发、发行和运营的工作。

从职责来看，公司各工作室群主要聚焦不同品类游戏产品的自主研发和全球产品布局，其中无限

工作室群负责卡牌 RPG 品类游戏的研发，战神工作室群负责 SLG 品类游戏的研发，大侠工作室群负责 MMOARPG 品类游戏的研发，休闲工作室群负责休闲品类游戏的研发，二次元工作室群负责二次元品类游戏的研发，PC 工作室群负责 PC 游戏的研发。公司战略与制作平台下设产品战略部、项目管理部和用户体验设计部，负责游戏产品战略的制定，研发项目的制作和整套研发体系管理、流程工具等标准化体系的搭建。公司艺术资源设计平台下设 IP 管理部、美术中心和概念设计部，负责根据游戏研发战略，提升游戏内容资源品质并为游戏提供 IP、美术资源、音频素材等内容资源管理方面的支持。公司公共开发资源平台下设引擎部和质量管理部，负责根据游戏研发战略及产品策略，推动核心技术升级，为游戏研发效率及品质的提升提供公共技术支撑及方法论。

从流程来看，公司游戏产品的研发、发行和运营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、验收评审和推广上市等阶段。为确保项目全过程的可控性，提高游戏产品的研发运营质量，规范项目研发运营工作标准和管理流程，公司在工作室结构下建立了严密可行的产品生命周期（GR）节点管理流程，并对每个流程作出了明确的定义和流程规范。具体来看，首先，公司项目研发团队对游戏风格、玩法及是否国际化进行初步定位，在立项评审会上公司确定是否对该款游戏投入资源。此后，项目团队制作初期版本，验证游戏核心玩法的可行性。在通过核心玩法评审后，项目组制作完成度90%以上的可测试版本，并通过一系列质量测试。在通过完整版本评审后，进行一系列的内部测试调整，并在通过封测运营立项评审后开始封测内测，总结过程中的问题，并确定公测的推广计划。在公测过程中，通过公测总结报告和财务报表，对产品运营数据进行盈亏平衡点审核，并调整后续运营推广方案。最终在产品经过一段时间的推广运营、进入稳定阶段后，将与其他同阶段的产品协同整合资源，逐渐降低运营成本。公司游戏产品通常在上线初期每周进行2次版本更新升级，稳定运营后每个月进行一次较大的版本更新升

级。研发周期方面，公司游戏产品从立项开始到上线公测一般约0.5~2年，根据每款游戏的实际情况进行调整；研发投入主要为人员投入和美术外包。

公司实行精品化研发与运营思路，同时受制于较长的研发周期，目前成功推出的自研游戏产品数量较少，截至2018年6月末在运营的主要自研产品共33款，其中网页游戏13款，移动游戏20款。

游戏运营

从游戏来源来看，公司自身研发实力较强，运营游戏以自研为主，同时基于强大的国内外游戏发行能力，公司亦代理运营部分优质游戏产品。截至2017年底，公司代理运营游戏主要包括《狂暴之翼》、《刀剑乱舞-ONLINE-》、《大军师司马懿之军师联盟》和《西游女儿国》共4款产品，其中2017年《狂暴之翼》在海外市场表现强势，该款游戏对当年整体收入贡献度达到28.63%，成为推动收入增长的主要助力之一。同时，当年公司在国内独家代理并发行的日本人气二次元IP游戏《刀剑乱舞-ONLINE-》引发了二次元市场的热切关注。2018年6月，公司独家代理发行《猎龙计划》，该款游戏系知名日本游戏公司COLOPL开发的日式单手狩猎共斗ACT移动游戏。未来，公司在新游戏上将实行研发与代理并行策略，通过代理运营优质游戏产品，扩大经营规模，提升自身品牌影响力。

此外，IP资源储备是衡量游戏公司竞争力的重要因素之一。公司致力于围绕IP充分挖掘多维度娱乐体验，在影视剧与游戏的深度联动中高效、准确地连接粉丝，实现价值增长最大化。从《少年三国志》到《少年西游记》再到《女神联盟》系列，公司自身拥有的较强IP原创能力为未来的原创产品创作提供丰富的经验，亦让上述系列产品向大IP产业化发展。除深入挖掘原创IP的品牌效应外，公司加速获取全球化IP，积极推动知名IP的游戏改编。2017年公司获得了全球热播美剧《权力的游戏》IP的游戏改编权，2018年7月公司将《权力的游戏：凛冬将至》移动游戏国内独家代理权正式授权予腾讯，并预计2019年春季全球上线运营。公司全球化海外发行实力较强，同时其自身的研发优势将与腾讯的国内流量优势相结合，以提高市场竞争力，扩

大市场份额。截至2018年6月末，公司已储备《盗墓笔记》、《射雕英雄传》和《权力的游戏》等经典IP资源，其中2018年上半年《权力的游戏》等IP版权金支出规模增长明显。公司IP资源大多通过购买引进，需向IP持有者支付版权金采购费用，支付方式包括一次性支付、分期（次）支付及后期分成等形式。

在游戏运营阶段，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、下载订制定量和付费率。此外，公司还通过对后期游戏运营数据进行分析，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。2017年公司第一大供应商为CP方，采购类别为公司代理游戏的分成款项，其余四大供应商采购类别均为广告，当年采购金额合计5.34亿元，同比增长19.99%，采购占比为34.49%。

表 8：2017 年公司前五大供应商情况

单位：亿元、%

供应商名称	采购类别	采购金额	占采购总额比例
供应商一	分成	1.86	12.04
供应商二	广告	1.19	7.72
供应商三	广告	0.93	5.99
供应商四	广告	0.83	5.34
供应商五	广告	0.53	3.40
合计	-	5.34	34.49

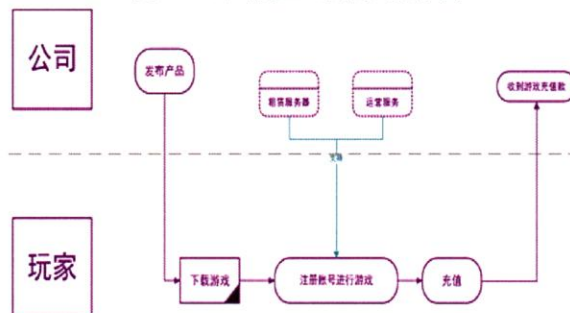
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的游戏产品均采用按虚拟道具收费的盈利模式。按照游戏玩家导入方式的不同，公司游戏运营模式主要分为自主运营模式和联合运营模式。

自主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，利用其自有平台发布并运营游戏产品。自主运营模式下，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，充值渠道主要为支付宝、财付通等第三方支付渠道。公司将游戏玩家实际充值并消费的金额确认为营业收入。通常代理和委托开发的游戏，公司通过版权金或再加分成款的形式向开发者分配收入。

图 12：公司自主运营游戏流程图



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

联合运营是指公司与拥有一定客户资源的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。在该模式下，游戏玩家通过运营平台体验游戏，购买运营平台发行的虚拟货币并在游戏中购买虚拟道具。按照运营协议约定的比例分成，并经公司与运营商核对数据确认无误后的分成收入，公司确认为收入。

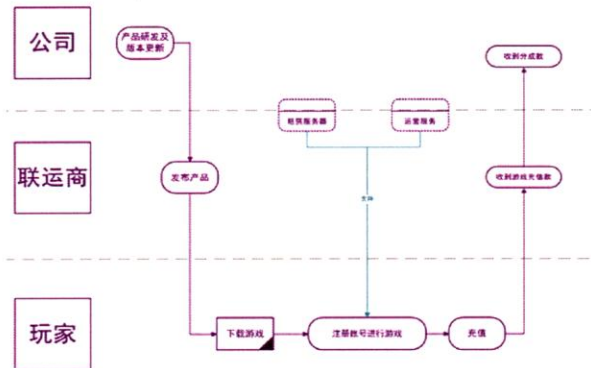
联合运营根据合作方式不同分为一般联合运营和授权运营。一般联合运营模式下，公司负责提供游戏产品相关授权、架设服务器、技术支持及游戏的维护升级，联合运营商主要负责广告宣传以及将用户资源导入到游戏中。

授权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。对于一次性收取的版权金，公司将其确认为递延收益，并在协议约定的受益期间内对其按直线法进行摊销并确认为营业收入。

在自主运营模式下，公司的充值系统、计费系统、玩家账户数据库由公司自行管理；在联合运营模式下，联合运营平台负责提供游戏的充值服务，充值系统也由联合运营平台管理，虚拟货币兑换为游戏币等虚拟物品的过程由运营平台负责完成，运营平台和公司各自建立计费系统并定期对账，公司

会向联合运营平台提供消费接口，以实现授权运营平台虚拟货币到游戏币或其他虚拟物品的兑换。

图 13：公司联合运营游戏流程图



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司合作的大型联合运营商主要为苹果、谷歌、Facebook 和腾讯等，2017 年前五大类运营商销售额合计 17.90 亿元，销售占比为 55.31%，由于行业内联合运营商相对集中，整体集中度较高，与行业的特征相吻合。按照业内惯例，公司与联合运营商就每款游戏分别谈判分成比例。结算方面，公司游戏产品通过虚拟物品交易等方式产生的收入由运营商统计后按比例逐月返款，客户账期一般为 2~3 个月，主要以电汇方式结算，结算货币包括美元、人民币等。2018 年以来受宏观经济环境影响，国家外汇收入合规要求趋严，公司海外业务的客户

回款周期有所延长，一定程度上将加大公司资金周转压力。

表 9：2017 年公司前五大类运营商情况

单位：亿元、%

运营商	销售金额	占销售总额比例
运营商一	7.43	22.98
运营商二	3.96	12.25
运营商三	3.84	11.85
运营商四	1.59	4.90
运营商五	1.08	3.33
合计	17.90	55.31

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

联合运营是目前游戏行业中被普遍采用的运营模式，除有效整合合作双方的资源优势，降低营运风险外，公司可同时借助联合运营商的强势资源进行产品推广。近年来，公司结合新产品推广的需求，加大了联合运营模式的拓展，2017 年联合运营实现收入 21.75 亿元，收入占比较上年提高 6.05 个百分点至 67.21%；当年自主运营收入占比为 31.80%，同比下降 6.23 个百分点。未来，公司仍将持续实行自主运营和联合运营的双重经营策略，在充分利用联运平台的资源和力量，拓展用户规模、扩大收益的同时，持续发展游戏的自主运营和推广，积累自有用户和优质流量渠道，以获取稳定、持续的收入。

表 10：2015~2017 年公司两种运营方式收入情况

单位：亿元、%

项目	2015		2016		2017	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
自主运营	4.75	30.95	9.63	38.03	10.29	31.80
联合运营	10.57	68.87	15.48	61.16	21.75	67.21

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售市场方面，海外游戏市场拥有较为成熟的环境，玩家付费习惯良好，市场空间巨大，成为国内游戏厂商寻求的更为蓝海的市場。公司凭借领先数年的海外发行经验，通过成立海外分支机构、启用本土化的管理方式开拓当地市场、结合成熟的发行理念和运营体系面向特色鲜明的区域市场，海外发展较快，发行版图不断拓展。目前，公司在香港、新加坡、伦敦和汉堡等地设有分支机构，构成了分区域、分层次的全球发行网络，上海总部向海外外分公司提供标准、流程、工具，海外子公司作为“创

新先遣队”，针对不同区域不同文化，精细化深耕当地市场，积极获取当地高潜人才和产品，为中重度游戏玩家带来符合其文化习俗与喜好倾向的高质量游戏体验。2015~2017 年和 2018 年 1~6 月，公司海外业务收入分别为 7.71 亿元、12.68 亿元、19.68 亿元和 9.48 亿元，占营业收入比重分别为 50.21%、50.11%、60.83%和 53.05%，海外业务收入占比过半。2017 年由于人民币汇率波动加大，当年公司汇兑损益由上年收益 0.10 亿元下降为亏损 0.07 亿元，中诚信证评将持续关注公司面临的汇率波动风险。

表 11: 2015~2018.H1 公司分地区收入情况

单位: 亿元、%

项目	2015		2016		2017		2018.H1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	7.64	49.79	12.62	49.89	12.68	39.17	8.39	46.95
国外	7.71	50.21	12.68	50.11	19.68	60.83	9.48	53.05
合计	15.35	100.00	25.30	100.00	32.36	100.00	17.87	100.00

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2017年,公司在印度浦那成立印度子公司正式进入印度游戏市场,针对印度市场特色开发推出的《TeenPatti》及《Pokerist》两款休闲游戏取得了良好成绩。当年,公司自研自发的《女神联盟》系列继续保持出色的长线运营表现,至今占据 Facebook 平台 RPG 类网页游戏畅销排行前列,保持了公司在海外网页游戏市场的领先地位,移动游戏新作《League of Angels-Paradise Land》也在海外引起广泛反响;此外,当年《狂暴之翼》(《Legacy of Discord-Furious Wings》)在海外市场表现强势,被中国游戏产业年会评为“2017 年度十大最受海外欢迎游戏”,在年度中国移动游戏海外收入排行中稳居前五。2018年6月,公司推出《Legacy of Discord-Furious Wings》中东定制版本,在叙事、交互界面和角色设计等方面根据当地文化做出了调整和适配,获得 Google Play 及 App Store 双端首页推荐;同年8月《天使纪元》海外版及《女神联盟3》已于海外市场上线。公司全球化布局、海外发行及运营能力已成为其核心竞争力之一。

综合来看,作为国内领先的集研发和运营于一体的网络游戏厂商之一,公司持续打造精品游戏,产品品类多元化发展,同时不断完善全球化布局、增强海外发行和运营实力,收入规模不断增长,市场竞争力较强。但中诚信证评亦关注到,游戏产品生命周期较短,若未来不能持续推出广受欢迎的游戏,或因各种原因造成研发和发行进度的拖延,公司经营收入有可能面临下滑风险。随着公司业务规模的扩大及消费者对游戏质量要求越来越高,优秀技术和业务人员的稳定性对公司经营运作影响较大,需关注核心人才流失风险。

公司治理

根据《公司法》、《证券法》及其他有关法律、行政法规、规范性文件及《公司章程》的要求,公司已建立健全了股东大会、董事会、监事会,建立了规范的公司治理结构。股东大会是公司的最高权力机构,董事会作为股东大会的执行机构,对股东大会负责。公司董事会由9名董事组成,其中独立董事3名,董事长1人,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。公司设总经理1名,对董事会负责,依照《公司法》和《公司章程》的规定行使职权,负责公司的日常生产经营管理工作。

公司结合业务发展需要,建立了较为健全的内部管理机构,下设总裁办、财务与投资中心、风控中心、合规与公共政策中心、战略发展中心、职能中心、游戏研发事业群、海外发行事业群、国内发行事业群、技术资源平台和 Mob 云平台等职能机构。内部控制方面,公司根据自身经营特点,制定健全有效的内部控制体系,同时建立相应的考核和激励机制,以确保内部控制制度的实施。

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，减小知情人员范围，保证信息处于可控状态。

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。

此外，公司通过向子公司委派董事、监事及高层管理人员对控股子公司实施管理，要求子公司按照《公司法》的有关规定规范运作，明确规定了重大事项报告制度和审议程序；对子公司实行统一的财务管理制度，要求其定期向公司提交财务报表及经营情况报告等；建立对各子公司的绩效考核制度和检查制度，从制度建设与执行、经营业绩、计划完成情况等方面进行综合考核，使公司对控股子公司的经营活动得以有效监督和控制。

总体来看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较为健全的治理结构和内控体系，能够支持公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

发展规划

公司坚持以“精品化、全球化、大 IP”三大核心战略为定位，持续为全球游戏用户提供优质游戏产品及相应服务，提升玩家的游戏体验，在巩固核心业务优势的基础上，积极拓展精品游戏品类、深化全球市场区域运营、持续打造顶级 IP，取得了优良的经营业绩和显著的社会影响力。

全球化战略是公司创立之初便确立的核心战略。通过多年海外市场探索，公司海外发行版图扩

展至全球 190 多个国家及地区。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，公司积累了包括平台、媒体、运营等方面的海外合作伙伴，并深化与海外互联网巨头的合作关系。未来，公司将继续深耕海外细分市场，做好目标国家或区域的研究工作，充分了解当地文化可能在玩家选择游戏的行为中起到的作用，借助当地现有的成熟游戏推广平台进行宣传，不照搬国内套路，有的放矢的考虑市场及受众情况，制定推广策略。

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。

未来，公司将在主营游戏领域继续积累实力，积极拓展游戏品类、升级多元化合作模式。在主力产品新老交替过程中，公司将坚持精品开发、精细化和长线运营，同时以产品合作在海外细分市场寻求增长点，在泛娱乐等领域进行更多的尝试。

总体来看，公司的发展战略充分立足于自身的经营特色，且符合行业发展趋势和国家产业政策的导向及要求，有利于公司长远发展。

财务分析

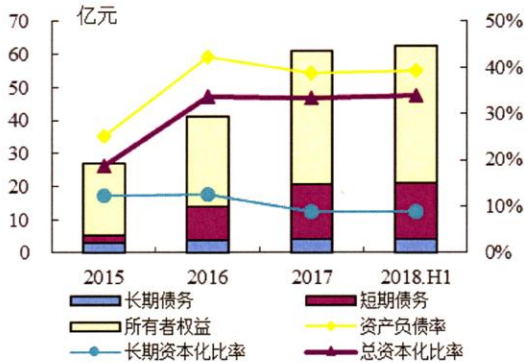
以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年上半年财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

公司 2015 年 11 月和 2017 年 12 月先后完成两次定向增发，加之近年盈利情况较好，留存收益的积累增强了自有资本实力，净资产规模逐年增大。2015~2017 年末，公司净资产总额分别为 21.88 亿元、27.20 亿元和 40.68 亿元。同时，随着业务发展，公司在相关研发、投资及运营资金方面需求增加，资产负债规模快速增长。2015~2017 年末，公司资产总额分别为 29.25 亿元、47.04 亿元和 66.36 亿元，

同期负债总额分别为 7.37 亿元、19.83 亿元和 25.68 亿元。

图 14：2015~2018.H1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，2015~2017 年末公司资产负债率分别为 25.19%、42.17%和 38.69%，总资本化比率分别为 18.78%、33.73%和 33.41%。受益于当年的定向增发，2017 年末公司资产负债率和总资本化比率均较上年有所下降。截至 2018 年 6 月末，公司资产总额 68.02 亿元，所有者权益总额 41.31 亿元，负债总额 26.71 亿元，同期资产负债率和总资本化比率分别较上年末上升至 39.27%和 33.81%。整体来看，公司自有资本实力较强，财务杠杆比率较低。

此外，公司于 2017 年 12 月 5 日、2017 年 12 月 25 日分别召开第四届董事会第三十六次会议、2017 年第四次临时股东大会，审议通过了《关于回购公司股份预案》等相关议案。根据《回购报告书》，公司拟以不低于人民币 3 亿元、不超过人民币 5 亿元的自有资金回购公司股份，回购期限为自股东大会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内，相关回购股份将于股权激励。截至 2018 年 8 月 6 日，公司累计回购股份 17,990,467 股，占总股本的 2.02%，成交金额 3.71 亿元，涉及金额规模较大，一定程度上将增大公司自身流动资金压力。

资产结构方面，公司资产以非流动资产为主，2015~2017 年末，非流动资产总额分别为 19.45 亿元、30.63 亿元和 35.02 亿元，占资产总额的比重分别为 66.52%、65.11%和 52.77%。2017 年末，公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和商誉，金额分别为 8.16 亿元、4.43

亿元、6.99 亿元和 9.82 亿元，占非流动资产的比重分别为 23.28%、12.66%、19.96%和 28.03%。公司当年新增多笔对外股权投资，年末可供出售金融资产同比增长 46.22%，当年取得可供出售金融资产在持有期间的投资收益 0.08 亿元以及处置可供出售金融资产取得的投资收益 0.06 亿元。公司长期股权投资为对外股权投资，当年新增多笔对外投资使得年末余额同比增长 42.90%，全年权益法核算的长期股权投资收益为-0.32 亿元，并计提长期股权投资减值损失 0.10 亿元。公司固定资产主要为房屋建筑物及电子设备等；商誉为系溢价收购股权所形成，包括收购广州掌淘网络科技有限公司形成的商誉 5.30 亿元和收购 Bigpoint HoldCo GmbH 形成的商誉 4.23 亿元，经评估测试，近两年商誉均未发生减值；但考虑到商誉在公司资产中占比较大（2017 年末占比 14.79%），未来一旦被并购企业的经营状况弱于交易评估时预期状态，公司商誉资产或将面临减值风险，中诚信证评对此表示关注。2017 年末公司流动资产合计 31.34 亿元，占资产总额的 47.23%，主要由货币资金、应收账款和预付款项构成，金额分别为 19.38 亿元、4.74 亿元和 3.60 亿元，占流动资产的比重分别为 61.83%、15.13%和 11.49%。具体来看，当年末公司货币资金同比增长 197.90%，非公开发行股票及债务融资使得年末货币资金规模大幅增长。公司年末货币资金主要包括银行存款（12.83 亿元）和其他货币资金（6.54 亿元），其中其他货币资金中保证金余额 6.17 亿元，该部分资产流动性受到限制。公司应收账款主要为应收联运商销售款，当年加强销售款项结算，年末账款余额同比减少 27.96%；年末账款账龄集中于一年及以内，当年计提各类坏账准备 0.14 亿元，整体账款回款风险可控。公司预付款项主要系因业务需要预付给合作方广告费和分成费等，随着业务的增长及游戏产品推广力度的加大，当年末规模同比增长 105.49%。

截至 2018 年 6 月末，公司非流动资产规模增至 37.71 亿元，其中可供出售金融资产较上年末增加 2.73 亿元至 10.88 亿元，长期股权投资较上年末增加 0.31 亿元至 4.74 亿元，系公司根据发展战略，增加部分投资布局，投资对象包括宁波梅山保税港

区玖誉泽股权投资合伙企业（有限合伙）、北京青果灵动科技股份有限公司和杭州潘帕斯信息服务有限公司等；商誉 9.73 亿元，较上年末减少 0.09 亿元，主要受汇率波动影响。同期，公司流动资产合计 30.31 亿元，主要由货币资金、应收账款、预付款项和其他流动资产构成，其中，主要由于上半年回购库存股和增加对外投资，货币资金较上年末减少 7.69 亿元至 11.69 亿元；应收账款 7.47 亿元，较上年末增加 2.73 亿元，随着收入增长，应收客户款项相应增大，同时上半年外汇收入合规要求趋严，回款周期有所延长；预付款项 5.51 亿元，较上年末增加 1.91 亿元，系公司购买 IP 支付的预付版权金等增加；其他流动资产 4.86 亿元，较上年末增加 1.97 亿元，当期增值税即征即退款项和应收股权处置款有所增加。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，2015~2017 年末，流动负债总额分别为 4.20 亿元、14.92 亿元和 21.39 亿元，占负债总额的比重分别为 74.97%、84.96%和 86.13%。2017 年末公司流动负债主要包括短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债，金额分别为 12.74 亿元、1.76 亿元和 3.69 亿元，占流动负债的比重分别为 59.58%、8.25%和 17.26%。公司短期借款为质押借款、抵押借款和保证借款，当年末同比增长 131.69%。公司应付账款为应付广告费、分成款和服务费等，当年末同比减少 22.10%，商业信用融资规模的下降一定程度上增大了当期银行融资需求；一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期银行借款。当年末，公司非流动负债合计 4.29 亿元，主要由应付债券构成，占非流动负债总额的比例为 92.87%。公司应付债券为 2017 年 4 月发行的“17 游族 01”，债券期限 3 年。

截至 2018 年 6 月末，公司流动负债总额 22.34 亿元，占负债总额的 83.63%，主要由短期借款、应付账款和应交税费构成，随着一年内到期的非流动负债到期偿还及运营资金需求增加，短期借款较上年末增加 4.38 亿元至 17.11 亿元；应付账款和应交税费分别为 1.88 亿元和 1.22 亿元，分别较上年末增加 0.12 亿元和 0.62 亿元；非流动负债总额 4.37 亿元，负债结构较年初基本保持稳定。

图 15：2015~2018.H1 公司长短期债务情况



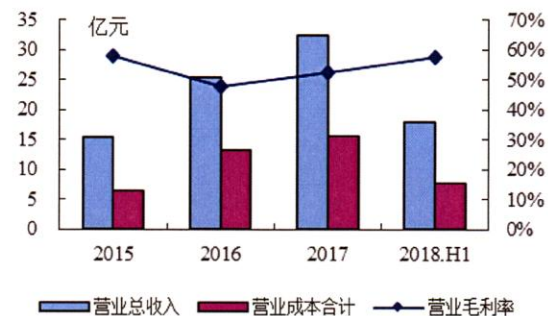
资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，2015~2017 年末，公司总债务分别为 5.06 亿元、13.85 亿元和 20.42 亿元，债务规模逐年增大。2017 年公司发行 4 亿元的公司债券，同时新增银行短期借款以满足运营资金需求，当年末短期债务余额 16.43 亿元，同比增长 64.76%，长期债务余额 3.98 亿元，同比增长 2.85%，长短期债务比由上年的 2.58 倍上升至 4.13 倍。截至 2018 年 6 月末，公司总债务为 21.10 亿元，其中短期债务 17.12 亿元，长期债务 3.99 亿元，长短期债务比为 4.30 倍。总体来看，公司债务期限结构以短期债务为主，期限结构有待改善。

总体来看，随着业务发展，公司资产规模逐年增大，且自有资本实力较强，财务杠杆比率保持在较低水平，整体财务结构较为稳健。但与此同时，公司债务规模大幅增长，且债务以短期债务为主，债务期限结构有待进一步改善。

盈利能力

图 16：2015~2018.H1 公司收入成本构成



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

收入方面，2015~2017 年公司分别实现营业总收入 15.35 亿元、25.30 亿元和 32.36 亿元，年复合增长率为 45.21%。公司近年来持续打造精品游戏，

增加游戏品类，产品数量也快速增长，同时深化全球化战略布局，拓展海外业务，并以较好的品质收获了玩家的良好口碑，产品流水获得稳步提升，近三年收入规模逐年增长。2018年1~6月，公司《天使纪元》、《猎龙计划》等新游戏陆续上线，并取得较好的市场反响，当期实现营业总收入17.87亿元，同比增长6.38%，但由于部分新游戏产品上线时间延期，加之上年同期较高的流水基数，整体增速有所放缓。

表 12：2015~2018.H1 公司分产品毛利率情况

产品	单位：%			
	2015	2016	2017	2018.H1
网页游戏	57.77	42.36	58.23	61.86
移动游戏	58.43	52.74	49.72	52.10
综合	58.02	47.62	52.17	57.57

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，游戏行业竞争激烈，广告营销等推广支出较大，2016年公司上线包括网页游戏《盗墓笔记》、移动游戏《狂暴之翼》和《少年西游记》等重点新产品，成本端的推广支出投入较大，导致当年毛利率水平下滑明显，综合毛利率从2015年的58.02%下滑至2016年的47.62%，特别是海外业务毛利率从77.20%下滑至34.20%。2017年公司推出《女神联盟：天堂岛》、《大军师司马懿之军师联盟》和《西游女儿国》等多款移动游戏新产品，前期推广成本较大，当年移动游戏业务毛利率为49.72%，同比下降3.02个百分点；网页游戏产品当年推广支出减少，毛利率同比提高15.87个百分点至58.23%；另一方面，随着《狂暴之翼》等海外主推游戏产品运营的稳定，产品流水持续增长，当年海外业务毛利率同比提高16.92个百分点，为51.12%。2015~2017年，公司综合营业毛利率分别为58.02%、47.62%和52.17%，受当期游戏产品推广影响，整体毛利率有所波动。

2018年以来，公司加强成本支出管控，同时部分推广成本发生模式有所变动，当期减少直接购买效果广告的买量推广方式（计入营业成本），加大如直播答题等非效果广告推广方式（计入销售费用）。此外，2018年公司主推《天使纪元》游戏为自研产品，代理游戏流水占比减少，相较于上年同

期收入占比较高的《盗墓笔记》和《狂暴之翼》，分成款、IP费用相应减少。2018年1~6月公司综合营业毛利率为57.57%，较上年同期提高10.50个百分点。总体来看，公司业务获利水平较高。

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用、管理费用和财务费用构成。随着游戏项目增加导致游戏宣传费等支出相应增加，近三年销售费用和管理费用规模逐年有所增大；管理费用主要包括职工薪酬、房租及物业管理费和研发支出等，费用支出逐年增大，其中近三年计入管理费用的研发支出分别为1.33亿元、1.41亿元和2.97亿元；公司财务费用主要包括利息收入、利息支出和汇兑损益，由于债务规模大幅增长，带动利息支出明显增加，财务费用规模逐年增大。2015~2017年公司三费合计金额分别为4.47亿元、6.57亿元和10.64亿元，占营业总收入的比例分别为29.09%、25.98%和32.88%。2018年1~6月，公司期间费用合计6.92亿元，占营业总收入比例为38.75%，其中管理费用中研发支出2.15亿元，同比增长85.81%，当期新游戏项目增加，相关开发投入增幅明显。总体来看，公司期间费用占营业收入的比率整体上升，期间费用控制有待进一步加强。

表 13：2015~2018.H1 公司期间费用分析

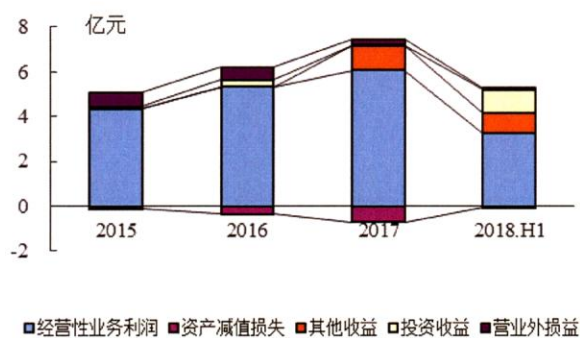
项目	单位：亿元			
	2015	2016	2017	2018.H1
销售费用	1.10	1.83	2.94	2.75
管理费用	3.25	4.41	6.80	3.91
财务费用	0.12	0.33	0.91	0.27
三费合计	4.47	6.57	10.64	6.92
营业总收入	15.35	25.30	32.36	17.87
三费收入占比	29.09%	25.98%	32.88%	38.75%

资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、营业外损益和其他收益构成。公司业务规模逐年增长，同时业务获利水平较高，经营性业务利润良好，2015~2017年经营性业务利润（营业收入-营业成本合计-营业税金及附加-三费）分别为4.34亿元、5.31亿元和6.04亿元。同时，公司每年还享受政府给予的财政补助及增值税退税，2015~2017年营业外损益分别为0.64亿元、0.57亿

元和 0.27 亿元，其中 2017 年公司将取得的增值税即征即退退税收入等政府补助在其他收益中列报，当年其他收益为 1.10 亿元（其中增值税即征即退补贴收入 1.05 亿元）；公司作为双软企业，对软件产品增值税实际税负超过 3% 的部分享受即征即退政策，未来其他收益的取得具有一定持续性。综上，2015~2017 年公司分别实现利润总额 4.94 亿元、5.85 亿元和 6.74 亿元，同期净利润分别为 5.05 亿元、5.97 亿元和 6.64 亿元，净资产收益率分别为 23.09%、21.95% 和 16.32%，整体盈利表现良好。2018 年 1~6 月，公司实现经营性业务利润 3.24 亿元，投资收益 1.07 亿元（其中处置长期股权投资产生的投资收益 1.09 亿元，主要为处置宁波梅山保税港区泽禧股权投资合伙企业（普通合伙）77.92% 股权产生的收益（公司目前仍持有 22.07% 的股权）0.31 亿元，以及因上年度转让持有的上海笑果文化传媒有限公司 13% 的股权而确认实现的内部交易损益 0.39 亿元），其他收益 0.89 亿元，最终实现利润总额 5.17 亿元，同期净利润 4.95 亿元，经年化的所有者权益收益率为 23.95%。

图 17：2015~2018.H1 公司利润总额构成

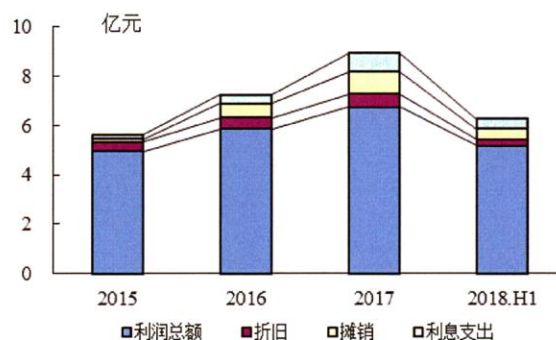


资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

总体来看，公司经营规模逐年增长，营业毛利率较高，整体盈利能力良好，但三费收入占比整体上升，期间费用控制能力有待提升。

偿债能力

图 18：2015~2018.H1 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 5.63 亿元、7.24 亿元和 8.92 亿元，主要由利润总额、利息支出、折旧和摊销构成。2017 年公司利润总额同比增长 15.08%，同时利息支出及摊销规模均有所增大，当年 EBITDA 同比增长 23.22%。从 EBITDA 对债务利息的保障来看，公司 2015~2017 年总债务/EBITDA 指标分别为 0.90 倍、1.91 倍和 2.29 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 29.21 倍、20.17 倍和 11.91 倍，EBITDA 对债务利息保障程度较高。2018 年 1~6 月，公司 EBITDA 规模为 6.25 亿元，同期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.69 倍和 15.53 倍。

经营活动现金流方面，公司业务盈利表现良好，同时随着游戏品类和数量的增加，客户反馈良好，产品流水稳步提升，整体经营性现金流保持净流入状态。2015~2017 年公司经营活动净现金流分别为 3.28 亿元、5.61 亿元和 7.42 亿元，同期经营活动净现金/总债务分别为 0.65 倍、0.41 倍和 0.36 倍，经营活动净现金/利息支出分别为 17.03 倍、15.64 倍和 9.90 倍，经营活动净现金流对债务利息保障程度加高。从近期情况来看，2018 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额为 0.14 亿元，同比减少 93.31%，当期外汇收入合规要求趋严，客户回款周期变长，加之增加《权力的游戏》等 IP 购置支出导致经营性现金流出增加，整体经营活动现金流量净额较小，同期经营活动净现金/总债务和营活动净现金流/利息支出分别为 0.01 倍和 0.34 倍，全年经营性现金流表现需加以关注。

表 14: 2015~2018.H1 公司主要偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.H1
总资产 (亿元)	29.25	47.04	66.36	68.02
总债务 (亿元)	5.06	13.85	20.42	21.10
资产负债率 (%)	25.19	42.17	38.69	39.27
总资本化比率 (%)	18.78	33.73	33.41	33.81
经营活动净现金流 (亿元)	3.28	5.61	7.42	0.14
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.65	0.41	0.36	0.01
经营活动净现金流/利息支出 (X)	17.03	15.64	9.90	0.34
EBITDA (亿元)	5.63	7.24	8.92	6.25
总债务/EBITDA (X)	0.90	1.91	2.29	1.69
EBITDA 利息倍数 (X)	29.21	20.17	11.91	15.53

注: 2018 年上半年经营活动净现金流/总债务、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

资料来源: 公司审计报告及财务报表, 中诚信证评整理

在财务弹性方面, 截至 2018 年 6 月末, 公司获得银行授信额度 24.22 亿元, 未使用授信额度 7.10 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, 也可通过发行中期票据、公司债券等债务融资工具进行债务融资。整体来看, 公司融资渠道较为畅通。

截至 2018 年 6 月末, 公司无未清对外担保, 对内担保余额 12.19 亿元, 担保比率为 29.51%, 担保对象为上海游族信息技术有限公司等 4 家子公司。公司对相关子公司经营情况较为熟悉, 面临的或有风险较小。此外, 截至 2018 年 6 月末, 公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

受限资产方面, 截至 2018 年 6 月末, 公司使用权受限的货币资金为 4.17 亿元, 主要为保函保证金 (4.07 亿元)、冻结账户资金和在途资金; 使用权受限的固定资产和无形资产期末账面价值分别为 5.45 亿元和 1.00 亿元, 全部用于银行抵押借款, 期末受限资产占总资产的比重为 15.63%, 占比较高。

综合来看, 作为国内领先的集研发和运营于一体的网络游戏厂商之一, 公司持续打造精品游戏, 产品品类多元化发展, 同时不断完善全球化布局、增强海外发行和运营实力, 收入规模不断增长。同时, 公司盈利表现良好, 财务杠杆比率保持在较低水平, EBITDA 对债务利息保障程度较高, 综合竞争实力和整体偿债能力很强。但另一方面, 近年来

公司债务规模大幅增长, 且债务以短期债务为主, 债务期限结构有待进一步改善, 同时中诚信证评也将持续关注公司未来新游戏产品的推广及运营情况可能对公司业务开展产生的影响。

结论

综上, 中诚信证评评定游族网络主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定; 评定“游族网络股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别为 **AA**。

关于游族网络股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

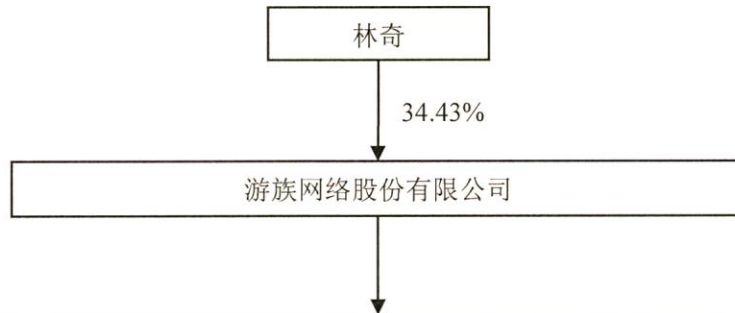
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次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，自本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

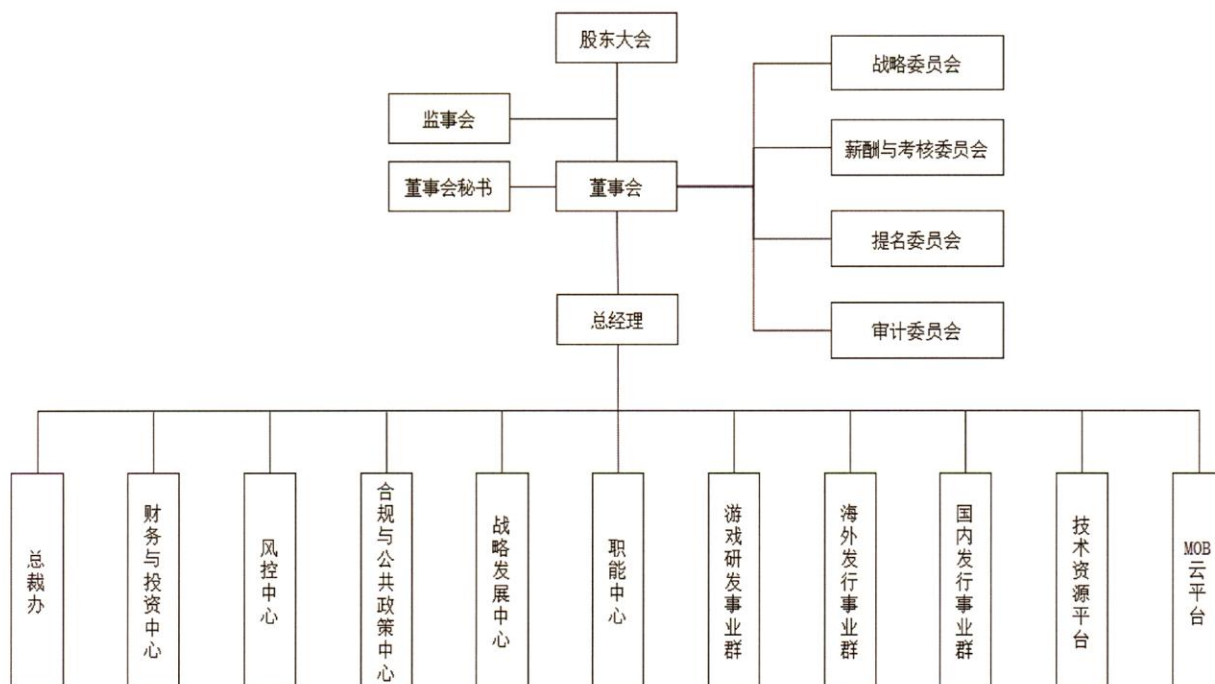
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：游族网络股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



序号	一级子公司名称	持股比例	序号	一级子公司名称	持股比例
1	上海游族信息技术有限公司	100.00%	5	广州掌淘网络科技有限公司	100.00%
2	上海游创投资管理有限公司	100.00%	6	上海游种信息技术有限公司	100.00%
3	上海游素投资管理有限公司	100.00%	7	上海东链博数据科技有限公司	80.00%
4	宁波梅山保税港区泽漫股权投资合伙企业（有限合伙）	99.99%	8	宁波梅山保税港区泽映股权投资合伙企业（有限合伙）	99.99%

附二：游族网络股份有限公司组织结构图（截至 2018 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）	2015	2016	2017	2018.H1
货币资金	20,139.96	65,048.30	193,776.87	116,854.92
应收账款净额	38,293.25	65,826.53	47,419.68	74,678.84
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	97,920.24	164,126.97	313,398.54	303,114.37
长期投资	46,973.98	86,764.59	125,836.01	156,219.84
固定资产合计	81,410.45	80,696.26	80,066.65	79,761.40
总资产	292,468.38	470,386.30	663,594.78	680,195.34
短期债务	20,000.00	99,746.71	164,342.15	171,190.75
长期债务	30,600.00	38,713.89	39,816.27	39,855.15
总债务（短期债务+长期债务）	50,600.00	138,460.59	204,158.42	211,045.90
总负债	73,669.74	198,341.44	256,751.25	267,081.93
所有者权益（含少数股东权益）	218,798.64	272,044.86	406,843.53	413,113.40
营业总收入	153,468.75	253,011.44	323,567.55	178,678.73
三费前利润	88,048.74	118,798.44	166,790.07	101,595.54
投资收益	984.66	3,237.83	278.17	10,676.68
净利润	50,512.94	59,707.55	66,414.69	49,473.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	56,348.90	72,406.22	89,216.63	62,485.56
经营活动产生现金净流量	32,846.57	56,138.51	74,150.88	1,372.08
投资活动产生现金净流量	-125,522.29	-65,174.61	-66,352.75	-37,195.45
筹资活动产生现金净流量	96,502.52	26,888.80	87,310.02	-19,392.71
现金及现金等价物净增加额	4,500.41	18,185.68	93,749.75	-56,932.58
财务指标	2015	2016	2017	2018.H1
营业毛利率（%）	58.02	47.62	52.17	57.57
所有者权益收益率（%）	23.09	21.95	16.32	23.95
EBITDA/营业总收入（%）	36.72	28.62	27.57	34.97
速动比率（X）	2.33	1.10	1.47	1.36
经营活动净现金/总债务（X）	0.65	0.41	0.36	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	1.64	0.56	0.45	0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	17.03	15.64	9.90	0.34
EBITDA 利息倍数（X）	29.21	20.17	11.91	15.53
总债务/EBITDA（X）	0.90	1.91	2.29	1.69
资产负债率（%）	25.19	42.17	38.69	39.27
总资本化比率（%）	18.78	33.73	33.41	33.81
长期资本化比率（%）	12.27	12.46	8.91	8.80

注：1、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、2018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、总债务/EBITDA指标经年化处理。

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

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。