

# 游族网络股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：吕卓林 [zhllv@ccxi.com.cn](mailto:zhllv@ccxi.com.cn)

项目组成员：陈田田 [ttchen@ccxi.com.cn](mailto:ttchen@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 27 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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，不存在因发行人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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1379 号

## 游族网络股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为负面；

维持“游族转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

**评级观点：**中诚信国际维持游族网络股份有限公司（以下简称“游族网络”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为负面；维持“游族转债”的债项信用等级为**AA**。评级展望为负面主要基于以下因素：公司游戏产品具有开发风险且对2021年收入产生影响、减值损失对利润产生较大影响且利润总额对公允价值变动收益及投资收益依赖较大，股权继承过户面临一定不确定性等；同时中诚信国际也肯定了公司海外发行及运营优势、优质IP储备和原创优势及杠杆水平有所下降对公司整体信用实力的支持，未来将持续关注公司游戏研发进度、盈利及偿债能力、股权继承过户、公司治理及主要管理人员、研发人员稳定性等对其信用水平的影响。

### 概况数据

游族网络（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	89.26	85.93	69.42	66.33
所有者权益合计（亿元）	49.46	50.60	51.31	50.28
总负债（亿元）	39.80	35.33	18.11	16.05
总债务（亿元）	31.93	23.77	9.59	7.87
营业总收入（亿元）	32.21	47.03	32.04	5.45
净利润（亿元）	2.56	-1.87	1.65	0.80
EBIT（亿元）	2.75	0.72	2.37	--
EBITDA（亿元）	4.97	3.40	5.95	--
经营活动净现金流（亿元）	5.50	8.33	3.27	1.42
营业毛利率(%)	30.86	31.25	39.25	44.72
总资产收益率(%)	3.38	0.82	3.06	--
资产负债率(%)	44.59	41.12	26.09	24.20
总资产化比率(%)	39.23	31.96	15.75	13.54
总债务/EBITDA(X)	6.43	6.99	1.61	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.53	3.55	10.80	--

注：中诚信国际根据2019~2021年审计报告及2022年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **海外发行及运营优势。**公司自2013年开始布局海外游戏市场，拥有成熟的海外发行及运营经验，具备开拓全新市场的实力，2021年公司发行网络已覆盖全球主要国家，同期海外收入占总收入的比重为62.70%。

■ **优质IP储备及原创优势。**公司自研策略卡牌产品《少年三国志：零》于2021年2月陆续在海外上线，产品继承了“少年”系列的热血风格并从多角度进行玩法创新，未来将进一步丰富以“少年”系列为代表的卡牌移动游戏。目前公司储备有《少年三国志：口袋战役》、《代号J》、《代号行者》及《代号IW》等自研游戏，并已先后储备《盗墓笔记》、《三体》等经典IP资源。

■ **杠杆水平有所下降。**2021年以来，公司经营回款较好，同时

### 同行业比较

2021年（末）部分游戏企业主要指标对比表				
公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
文投控股	72.19	70.64	7.76	-7.06
<b>游族网络</b>	<b>69.42</b>	<b>26.09</b>	<b>32.04</b>	<b>1.65</b>

注：“文投控股”为“文投控股股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
游族转债	AA	AA	2021/6/25	11.50	6.83	2019/09/23~2025/09/23	赎回条款、回售条款、转股价格向下修正条款

注：债券余额为截至2022年3月末的数据。

收到实控人归还的占用资金，使用自有资金偿还到期债务，公司总债务规模大幅下降，带动2021年末杠杆水平亦大幅下降。

### 关注

■ **游戏产品具有开发风险，对2021年收入产生影响。**由于游戏产品生命周期较短，产品更新迭代较快，若研发和开发进度较慢，对公司未来业务发展将产生不利影响。部分原定于2021年上线的重点新游戏产品延长开发周期，对公司收入产生一定影响。

■ **减值损失对利润产生较大影响，利润总额对公允价值变动收益及投资收益依赖较大。**2021年，公司计提一定规模坏账准备，同时计提较大规模的商誉减值损失，减值损失有所上升，对当期利润总额造成较大影响。同期，公允价值变动收益和投资收益分别为2.69亿元和1.53亿元，利润总额对其依赖较大。

■ **股权继承过户面临一定不确定性。**公司控股股东、实际控制人持有股权质押比例较高，林奇先生逝世后，股权由三位未成年子女继承。截至2022年3月末，林奇先生持有公司9.46%股份，质押比例为58.76%，且被质押股份面临被动减持的情况，能否最终完成过户及完成过户时间尚存在不确定性。

### 评级展望

中诚信国际认为，游族网络股份有限公司信用水平在未来12~18个月内可能下降。

■ **可能触发评级下调因素。**公司治理结构及内部控制存在较大缺陷、股东及实际控制人股权质押及冻结比例进一步上升、盈利水平和获现能力持续大幅弱化、债务规模增长过快、流动性压力大幅增加等。

■ **可能触发负面展望回调为稳定的因素。**公司游戏业务市场占有率提升，股权结构、治理结构及公司主要高管和研发人员稳定，游戏开发进度按照计划推进，盈利及偿债能力持续提升等。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“游族转债”募集资金总额为 11.50 亿元，扣除发行费用后实际募集资金净额为 11.30 亿元，截至 2021 年末，公司募集资金尚未使用完毕。公司募集资金使用情况如下：

表 1：公司募集资金使用情况（万元）

项目	募集资金投资总额	截至 2021 年末累计投资金额	投资进度	募集资金用途是否变更
网络游戏开发及运营	65,332.00	8,351.27	12.78%	否
网络游戏运营平台升级建设项目	15,168.00	10,932.18	72.07%	否
补充流动资金	32,509.19	32,509.19	100.00%	否
<b>合计</b>	<b>113,009.19</b>	<b>51,792.64</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

注：在募集资金投资项目建设周期内，受国内外环境变化，公司的游戏研发、发行及运营业务等均受到不同程度的影响，网络游戏开发及运营建设项目未达到计划进度，公司决定延长建设完成期限。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务

业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险：**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策：**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额

度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的挑战与风险进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

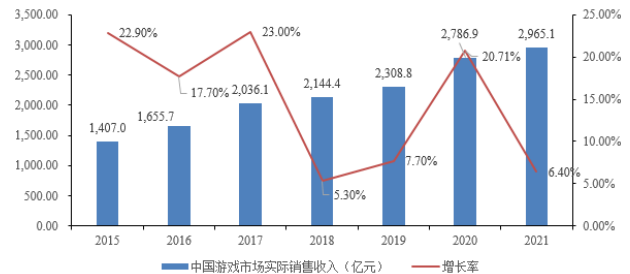
**2021年以来，中国游戏产业延续增长态势但增速有所放缓；移动游戏市场份额领先且持续增加，游戏出海规模进一步攀升，国内自主研发游戏的海外影响力不断增强，但随着国际形势的变化，游戏“走出去”仍面临机遇与挑战并存的格局，同时需对监管政策及版号审批保持关注**

2021年以来，中国游戏产业延续增长态势，当期实际销售收入为2,965.13亿元，同比增长6.40%。但受新冠疫情下宅经济的刺激效应逐步减弱，高质量爆款产品有所减少，叠加游戏版号收紧，2021年市场新产品上线较少，中国游戏市场实际销售收入及海外市场实际销售收入增速有所放缓。

从游戏人口来看，2021年，中国游戏用户规模

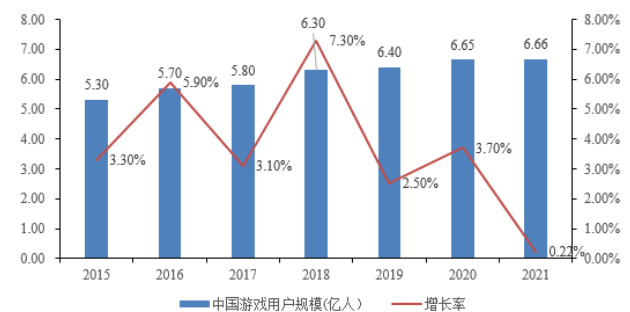
进一步增加至6.66亿人，同比增长0.22%，游戏人口趋于饱和。

图1：2015~2021年中国游戏市场规模及增速



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC），中诚信国际整理

图2：2015~2021年中国游戏市场用户规模及增速



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC），中诚信国际整理

随着硬件技术的提升以及用户游戏习惯的转变，网络游戏内部结构进一步分化。2021年，国内移动游戏市场实际销售收入为2,255.38亿元，占中国游戏市场实际销售收入的76.06%，市场份额领先且持续增加；端游市场规模占比为19.83%，仍维持第二大品类地位；页游市场规模占比为2.03%，受页游产品开服量减少影响而持续下降。智能信息技术为移动游戏的开发提供了全新平台和发展机会，导致页游市场持续萎缩。从用户数来看，2021年中国移动游戏用户规模进一步增长，但受人口结构变化影响，移动游戏用户规模趋于饱和。

海外拓展方面，我国自主研发的游戏产品出海规模逐年攀升，2021年自主研发游戏海外市场实际销售收入为180.13亿美元，同比增长16.59%，国际化水平进一步提升，海外影响力、海外市场份额、全球用户规模不断扩大，美国、日本和韩国合计贡献出海收入的58.31%，但占比有所下降，我国游戏产业海外市场渗透范围进一步扩大。产品类型方面，策略、角色扮演、射击仍是游戏出海的主要类

型，但其他品类也在持续提升竞争力。整体来看，未来我国游戏出海市场覆盖区域将继续扩大，产品类型将更加多元，越来越多的海外玩家将深刻感受中国文化的魅力，但随着国际形势的变化，中国企业游戏出海也受到来自各方面的不确定因素影响，游戏“走出去”仍面临机遇与挑战并存的格局。

图 3：近年来中国自研网络游戏海外销售规模及增速



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC），中诚信国际整理

2019年10月25日，国家新闻出版署印发《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，落实防止未成年人沉迷游戏的相关要求，明确了网络游戏行业为未成年人提供服务应遵循的原则和规范，严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长。2020年正式修订通过《中华人民共和国未成年人保护法》；2021年4月，教育部办公厅印发《关于进一步加强中小学生睡眠管理工作的通知》，再次强调每日22:00到次日8:00不得为未成年人提供游戏服务，夯实了互联网企业的平台责任。国家建立统一的未成年人网络游戏电子身份认证系统于2021年6月起实施，为未成年人游戏保护提供了有力的法律支持。2021年8月，国家新闻出版署《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》对未成年人游戏时间进行了明确要求，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20时至21时向未成年人提供1小时网络游戏服务。2021年下半年的游戏用户规模较上半年相比，呈现下降态势，是防沉迷新规落地、未成年人保护收获实效、用户结构趋向健康合理的表现。

随着一系列新修订的法律法规和监管政策的落地，游戏审批标准愈发细致和严格，监管力度进

一步加强。2021年，国家新闻出版署共下发775个游戏版号，同比减少46.26%，自2021年7月至2022年4月，游戏版号暂停发放八个月，影响了部分企业游戏上线节奏，大量规模较小的公司以及独立的游戏开发者受到严重影响。2022年4月11日，国家新闻出版署在其官方网站公示国产网络游戏审批信息，共计45款游戏获得发行版号。整体来看，“版号寒冬”引导企业研发更长生命周期的游戏，一定程度上推动“游戏精品化”的趋势，同时令游戏出海的步伐加快。

中诚信国际关注到，2021年以来，国内网络游戏行业市场规模进一步扩大，随着智能技术及5G网络的发展，移动游戏市场仍为游戏市场的核心。我国“游戏出海”规模攀升，覆盖范围及影响力不断扩大，但随着国际形势的变化，游戏“走出去”仍面临机遇与挑战并存的格局。此外，中诚信国际将持续关注监管政策及游戏版号审批对游戏行业带来的影响。

**2021年以来，公司股东推进股权解质押及过户事项，林奇先生持股比例有所降低，但股权继承过户的不确定性尚未消除；公司进一步完善内控制度，治理水平有所提高**

**产权结构：**截至2022年3月末，公司总股本为9.16亿元，林奇先生持有公司9.46%股权。林奇先生原持有公司23.99%股权，2021年以来，林奇先生持有的公司股份陆续通过继承非交易过户方式分别过户至三位子女名下，截至2022年3月末，林漓、林芮璟和林小溪各持有公司4.11%股权且互为一致行动人。XUFENFEN（中文名：许芬芬，以下简称“许芬芬”）女士系三人之母亲暨法定监护人，三人持有的公司股票之股东权益统一由其法定监护人许芬芬女士行使。当完成全部权益变动等相关事项后，许芬芬将成为公司实际控制人，但能否最终完成过户及完成过户的时间尚存在不确定性，中诚信国际对此保持关注。

**公司治理方面，**自公司内部审查发现关联方占

用公司资金事项后，经与相关方沟通，资金占用问题已于 2021 年 4 月 28 日解决。针对公司内控存在的缺陷，2021 年以来，公司完善内控制度，完善项目引进、投资管理、资金管理、关联交易、信息披露等相关内控制度，进一步加强公司治理和规范运作。此外，为提高公司治理水平，公司组织董事、监事、高级管理人员及相关人员开展关于《公司法》、《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则（2022 年 1 月修订）》等相关法律法规、规范性文件的内部培训。整体来看，公司内控制度进一步完善，公司治理水平有所提升。

**人事变动方面**，公司第五届董事会任期已于 2021 年 2 月 12 日届满，因相关准备工作尚未完成，公司将董事会、监事会换届工作延迟至 2021 年 6 月末完成。此外，2021 年 5 月，公司财务总监费庆先生及非独立董事、副总经理及董事会秘书许彬先生因职业发展原因辞去相关职务。2021 年 8 月，公司聘任卢易女士为公司董事会秘书，卢易女士于 2017 年 2 月加入公司证券事务部；2021 年 12 月，公司聘请孙莉女士为公司财务总监，孙莉女士于 2018 年 2 月加入公司，先后任公司财务预算和分析总监、总裁办主任、战略管理高级总监，并于 2021 年 7 月起任公司非独立董事。

### 2021 年，受前期基数较高且公司减少效率较低的广告投放量影响，当期营业收入同比大幅下降；但公司游戏储备有望为业务发展提供一定支撑

公司主要从事移动游戏和网页游戏的研发、发行与运营，已发展成为集研发和运营于一体的网络游戏厂商之一。受前期基数较高且公司减少效率较低的广告投放量影响，加之原定于 2021 年上线的重点新游戏产品延长开发周期，叠加主力网络游戏进入成熟期影响，2021 年移动游戏、网页游戏收入均下滑，共同令营业总收入同比下降 31.87% 至 32.04 亿元，但移动游戏收入占比仍很高。2022 年一季度，受广告投放量减少影响，公司营业总收入同比进一步下降 42.30% 至 5.45 亿元。

**表 2：公司营业总收入分产品经营情况（亿元、%）**

收入	2019	2020	2021
移动游戏	22.52	37.59	25.19
网页游戏	8.81	8.93	6.59
其他	0.87	0.51	0.26
<b>营业总收入</b>	<b>32.21</b>	<b>47.03</b>	<b>32.04</b>
占比	2019	2020	2021
移动游戏	69.93	79.92	78.62
网页游戏	27.37	18.99	20.57
其他	2.70	1.09	0.81
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

注：合计数与各分项加总存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

分销售区域来看，公司游戏业务收入主要来源于国外。公司主要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，海外业务发展较好。公司坚持“全球化产品，区域化运营”的方式，确保产品在海外各个区域都有良好表现，2021 年，公司强化全球化发行实力，重要产品《少年三国志 2》已面向日韩、欧美、东南亚等多个市场进行深度本地化，《少年三国志：零》及《Infinity Kingdom》（战火与永恒）也陆续于海外上线，但受前期基数较高影响，海外收入较上年有所下降但占比有所提升；国内收入受游戏上线节奏影响同比下降较多，带动国内收入占比亦有所下降。

**表 3：公司分地区收入及占比情况（亿元、%）**

区域	2019	2020	2021
国内	11.90	21.11	11.95
国外	20.30	25.92	20.09
<b>营业总收入</b>	<b>32.21</b>	<b>47.03</b>	<b>32.04</b>
占比	2019	2020	2021
国内	36.96	44.89	37.30
国外	63.04	55.11	62.70
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

注：尾数差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

游戏种类方面，2021 年公司明确“全球化卡牌+”战略，继续深耕卡牌和 SLG 赛道，《少年三国志》、《少年三国志 2》、《少年三国志：零》、《少年西游记》等“少年”系列产品与多个网红 IP 联动，结合少年节、周年庆等重要节点推出多个不同版本，丰富玩家游戏体验，“少年”IP 影响力进一步扩大。同时，公司结合日本、韩国、欧美及东南亚地



区不同的市场需求，推出多款休闲及 MMO 品类产品，公司游戏品类进一步多元化。此外，《新盗墓笔记》作为南派三叔正版 IP 授权的 MMO 手游于 2021 年 9 月在国内开启全平台公测；另外公司储备有《少

年三国志：口袋战役》、《代号 J》、《代号行者》、《代号 IW》等自研游戏，将陆续于 2022 年及以后面向全球市场推出，能够为公司业务发展提供一定支撑。

**表 4：近三年公司主要网络游戏产品情况**

游戏名称	类型	来源	类型	上线时间
封神战天门	手游	自研	卡牌	2019 年 1 月
圣斗士星矢	手游	代理	卡牌	2019 年 2 月
权力的游戏（页游）	页游	自研	SLG	2019 年 3 月
拜托了经纪人	手游	代理	女性向	2019 年 5 月
权力的游戏（手游）	手游	自研	SLG	2019 年 6 月
少年三国志 2	手游	自研	卡牌	2019 年 12 月
神都夜行录	手游	代理	MMO	2020 年 1 月
塞尔之光	手游	代理	MMO	2020 年 2 月
神魔大陆	手游	代理	MMO	2020 年 2 月
天空之剑	页游	代理	MMO	2020 年 2 月
山海镜花	手游	自研	卡牌	2020 年 4 月
少年三国志 2-海外	手游	自研	卡牌	2020 年 4 月
领主总动员	手游	代理	SLG	2020 年 6 月
荒野乱斗	手游	代理	休闲	2020 年 6 月
伊甸园的骄傲	手游	代理	卡牌	2020 年 7 月
GOT-M 亚太	手游	自研	SLG	2020 年 7 月
造物法则 2	手游	代理	MMO	2020 年 9 月
少年三国志零-国内	手游	自研	卡牌	2020 年 11 月
Infinity Kingdom	手游	自研	SLG	2021 年 1 月
少年三国志零-海外	手游	自研	卡牌	2021 年 2 月
我的帝国 2	手游	代理	卡牌	2021 年 6 月
少侠江湖志	手游	自研	卡牌	2021 年 7 月
伊甸园的骄傲-国内	手游	定制	卡牌	2021 年 7 月
新盗墓笔记-M	手游	自研	MMO	2021 年 9 月
金属对决	手游	代理	竞技	2021 年 10 月

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2021 年，公司继续实行自主运营和联合运营的双重经营策略，仍以联合运营为主；受公司执行聚焦战略影响，研发人员数量有所下降，游戏产品开发风险对公司后续业务发展的影响有待关注**

公司游戏产品均采用按虚拟道具收费的盈利模式；运营模式主要分为自营模式和联营模式，以联营模式为主。2021 年，公司联营收入占比较上年变化不大。结算方面，2021 年，联营模式下公司与各联合运营商分成比例与上年基本保持不变。账期方面，联合运营由联运商统计后按比例逐月返款，账期一般为 2~3 个月。

**表 5：公司两种运营方式收入情况（亿元、%）**

项目	2019	2020	2021
联合运营	24.79	38.49	25.54
自主运营	6.60	8.42	6.39
其他	0.82	0.12	0.11
<b>营业总收入</b>	<b>32.21</b>	<b>47.03</b>	<b>32.04</b>
占比	2019	2020	2021
联合运营	76.96	81.84	79.71
自主运营	20.49	17.90	19.94
其他	2.55	0.26	0.34
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

注：各分项加总与合计数不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

游戏来源方面，2021 年公司继续实行研发与代理并行策略，在坚持自主研发的同时，通过代理运营优质游戏产品提升自身品牌影响力。研发方面，

2021年，在产品创意、玩法、题材、美术、技术等多个层面进行创新，并提高产品品质，研发投入较上年有所增长。同期，研发人员受聚焦策略影响有所减少，但占公司总人数的比重较上年变化不大。游戏数量方面，公司运营游戏中仍以代理发行游戏为主，但自研游戏占比逐步提升。具体来看，2021年主要上线自研游戏4款，代理游戏3款，2022年3月末公司代理游戏数量占运营游戏总数量的占比为44.00%；但从营业收入贡献度方面来看，公司自研游戏收入贡献较高，2021年占营业总收入的比重为77.87%。

资源储备方面，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。目前公司已储备《三体》和《盗墓笔记》等经典IP资源，其中，《新盗墓笔记》已于2021年9月在国内开启全平台公测，《三体》系列IP游戏预计将于未来3~5年陆续推向市场。

表6：公司研发投入情况（人、%、亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
研发投入	5.27	5.69	6.22	1.38
占当年销售收入比重	16.37	12.10	19.41	25.35
研发人员数量	1,350	1,485	1,210	1,121
研发人员数量占比	73.13	69.59	70.10	71.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，公司作为轻资产的网络游戏企业，对游戏研发核心技术团队依赖程度较高，核心技术人员的技术水平与研发能力是公司维系研发优势和核心竞争力的关键，公司战略调整对技术水平及产品研发能力造成的影响及游戏产品开发风险有待持续关注。

## 财务分析

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2019年财

<sup>1</sup> 截至2020年末，公司应收实际控制人非经营性资金占用余额801,659,402.50元，截至财务报告日，实际控制人已全额偿还上述占用款项。此外，截至2020年末，公司应收账款原值240,722,188.05元、其他权益工具投资40,348,360.62元和其他非流动金融资产80,621,000.00元涉及未决诉讼，涉诉结果存在不确定性。

务报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的带强调事项段<sup>1</sup>的无保留意见的2020年财务报告、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>2</sup>审计并出具的标准无保留意见的2021年财务报告以及未经审计的2022年一季报。中诚信国际所分析数据采用公司各期财报期末数据。

### 2021年，受益于公司执行聚焦战略和精实增长战略，营业毛利率有所上升，受益于非经常性损益的补充，公司盈利能力有所增强；但较高的期间费用及资产减值损失仍对公司利润总额造成较大影响

2021年，受益于公司执行聚焦战略和精实增长战略，在广告投放上更加注重精准化和投资回报率，减少广告投放量，移动游戏和网页游戏产品毛利率均有所增长，带动营业毛利率同比大幅提升。2022年一季度，公司继续落实上述广告投放战略，带动营业毛利率进一步上升。

表7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
移动游戏	22.64	28.92	33.44	41.15
网页游戏	50.25	42.55	60.42	57.70
其他	47.32	4.92	65.30	72.23
<b>营业毛利率</b>	<b>30.86</b>	<b>31.25</b>	<b>39.25</b>	<b>44.72</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2021年，公司新产品上线数量同比减少，宣传投入有所下降，当期销售费用同比有所下降；受益于公司推进降本增效工作，管理费用亦有所减少；同时，公司债务规模下降带动利息费用减少，且受汇率波动影响产生汇兑收益，当期财务费用规模大幅下降。上述因素共同使得2021年期间费用合计同比有所下降，但受营业总收入下降较大影响，期间费用率同比有所上升。整体来看，期间费用规模较大且期间费用率处于较高水平，对公司利润产生影响。

利润方面，受营业总收入下降且期间费用高

<sup>2</sup> 立信会计师事务所（特殊普通合伙）已经连续多年为公司提供审计服务，为保证公司审计工作的独立性和客观性，同时综合考虑公司业务发展和整体审计需要，公司聘请大华会计师事务所（特殊普通合伙）为公司2021年度审计机构，聘期为一年。

企，经营性业务利润同比有所下降。同期，因对应收账款中联合运商销售款以及其他应收款中预期无法收回的投资款计提坏账准备大幅增加，叠加强对 Bigpoint HoldCo GmbH<sup>3</sup>计提 2.25 亿元商誉减值损失，公司资产减值损失明显上升，对利润总额产生一定影响。此外，公允价值变动收益与投资收益对公司利润形成补充，其中，公允价值变动收益主要来源于公司基金投资；投资收益主要来源于处置公司交易性金融资产及长期股权投资产生的投资收益等。整体来看，2021 年利润总额扭亏为盈，EBITDA 利润率和总资产收益率同比大幅上升，但利润总额对公允价值变动收益及投资收益依赖较大。

2022 年一季度，受公司执行广告精准投放策略影响，当期营业总收入同比大幅下降，且固定成本支出较为刚性，期间费用率同比上升，使得经营性业务利润及利润总额同比均有所下降，但公司投资的基金产生的投资收益对利润总额有一定贡献。

**表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.1-3
销售费用	3.37	4.04	3.68	0.57
管理费用（含研发费用）	7.47	8.92	8.11	1.25
财务费用	0.86	1.02	0.15	0.07
<b>期间费用合计</b>	<b>11.71</b>	<b>13.97</b>	<b>11.94</b>	<b>1.89</b>
期间费用率(%)	36.36	29.71	37.27	34.63
经营性业务利润	-1.16	1.41	1.06	0.66
资产减值损失合计	-1.12	-2.61	-3.41	-0.02
公允价值变动收益	2.57	0.70	2.69	-0.07
投资收益	1.37	0.31	1.53	0.25
营业外损益	-0.01	-0.06	-0.07	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1.65</b>	<b>-0.24</b>	<b>1.82</b>	<b>0.82</b>
EBITDA 利润率(%)	15.42	7.23	18.58	--
总资产收益率(%)	3.38	0.82	3.06	--

注：资产减值损失合计为公司财务报表中“资产减值损失”和“信用减值损失”科目的合计数，损失以负值填列；因缺少相关数据，部分 2022 年一季度指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2021 年以来，公司收回实际控制人占用资金，同时使用自有资金偿还债务，期末资产及负债总额均下降，资产负债率及总资本化比率同比亦大幅下降**

2021 年末，总资产较上年末大幅下降。具体来看，公司资产以非流动资产为主，非流动资产主要由债权投资、其他非流动金融资产、长期股权投资、开发支出、商誉和其他非流动资产构成。其他非流动金融资产主要为债务工具投资和权益工具投资，受公允价值变动及新增投资影响，2021 年末其他非流动金融资产规模同比有所增加。长期股权投资主要为公司对掌淘网络、上海众叙文化传媒有限公司、亚联公务机有限公司等合营及联营企业的投资，2021 年末较上年末变化不大。受新产品上线转入无形资产影响，2021 年末开发支出规模较上年末有所减少，无形资产有所增加。商誉主要为溢价收购 Bigpoint HoldCo GmbH 产生，受计提商誉减值损失影响，期末商誉规模大幅下降。

流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款构成。2021 年以来，公司收到实控人归还的占用资金，同时使用自有资金偿还到期债务，2021 年末货币资金规模较上年末小幅下降，其中受限的货币资金为 0.25 亿元，主要系涉诉案件冻结所致。应收账款主要为应收联合运商销售款，受收入规模下降影响，2021 年末应收账款规模同比有所减少；2021 年，公司计提应收账款减值损失 0.28 亿元，截至 2021 年末，应收账款账龄集中在 1 年以内，公司已对账龄为 3 年以上的应收账款全额计提减值准备。预付账款主要为广告费和代理游戏分成费，受公司减少广告投放量影响，2021 年末预付账款较年初有所减少。其他应收款主要为与关联方之间的往来款，2021 年公司收回实际控制人非经营性资金占用且当期计提 0.22 亿元坏账准备，使得期末其他应收款规模同比大幅下降。

**表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	15.79	16.05	14.28	13.23
应收账款	7.73	7.02	4.06	3.61
预付款项	4.07	1.37	0.54	0.51
其他应收款	1.58	11.56	0.60	0.60
<b>流动资产</b>	<b>34.00</b>	<b>42.21</b>	<b>24.17</b>	<b>22.66</b>
债权投资	1.93	2.00	2.21	1.21

<sup>3</sup> 2016 年，公司公告称投资 8,000 万欧元收购 Bigpoint HoldCo GmbH

100% 股权，产生商誉 4.52 亿元。

其他非流动金融资产	16.48	12.94	17.41	17.21
长期股权投资	7.33	7.64	7.66	7.63
无形资产	3.17	4.10	4.47	3.76
开发支出	4.16	2.22	1.63	2.35
商誉	4.52	4.73	1.95	1.91
其他非流动资产	7.50	0.46	0.47	0.52
<b>非流动资产</b>	<b>55.26</b>	<b>43.71</b>	<b>45.26</b>	<b>43.67</b>
<b>总资产</b>	<b>89.26</b>	<b>85.93</b>	<b>69.42</b>	<b>66.33</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，受公司偿还到期债务影响，2021年末总负债规模同比大幅下降。公司负债以流动负债为主，流动负债主要由短期借款和应付账款构成。受公司偿还借款影响，2021年末短期借款规模较上年末大幅下降。应付账款主要为游戏分成款及版权金，受收入下降影响，对应分成款金额同比减少，带动2021年末应付账款规模亦有所下降。同期末，公司总债务规模亦大幅下降，从债务结构来看，截至2021年末，公司债务结构转为以长期债务为主，债务结构有所优化。

所有者权益方面，2021年末资本公积较上年末小幅下降主要系受处置权益法核算的广州掌淘网络科技有限公司股权所致。受益于未分配利润的积累，期末所有者权益较上年末小幅上升。杠杆比率方面，受债务规模大幅下降影响，2021年末资产负债率及总资本化比率同比均大幅下降。

2022年以来，公司进一步使用自有资金偿还债务，资产、负债及总债务规模较上年末均有所下降。受益于此，公司杠杆水平进一步下降。

**表 10：近年来公司主要负债及所有者权益情况（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	22.47	17.66	2.61	1.02
应付账款	2.68	6.17	3.49	3.85
<b>流动负债</b>	<b>29.52</b>	<b>28.27</b>	<b>10.50</b>	<b>8.48</b>
长期借款	0.10	0.14	--	--
应付债券	9.18	5.72	5.97	6.03
<b>非流动负债</b>	<b>10.28</b>	<b>7.06</b>	<b>7.61</b>	<b>7.57</b>
<b>总负债</b>	<b>39.80</b>	<b>35.33</b>	<b>18.11</b>	<b>16.05</b>
短期债务	22.65	17.91	2.95	1.23
长期债务	9.27	5.86	6.65	6.64
<b>总债务</b>	<b>31.93</b>	<b>23.77</b>	<b>9.59</b>	<b>7.87</b>
股本	8.88	9.16	9.16	9.16
资本公积	7.44	11.98	11.91	11.91
未分配利润	33.91	31.24	32.92	33.72

<b>所有者权益合计</b>	<b>49.46</b>	<b>50.60</b>	<b>51.31</b>	<b>50.28</b>
资产负债率	44.59	41.12	26.09	24.20
总资本化比率	39.23	31.96	15.75	13.54

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**受公司收入回款减少影响且部分 2020 年成本于 2021 年支付，公司经营活动净现金流同比有所下降；受债务规模大幅下降影响，公司偿债能力指标增强**

经营活动现金流方面，受公司收入回款减少影响且部分 2020 年的广告、分成等成本于 2021 年支付，2021 年经营活动净现金流同比有所减少。投资活动现金流方面，公司缩减投资规模且关联方非经营性资金占用归还，2021 年投资活动现金流转为净流入态势。筹资活动现金流方面，公司偿还大量银行借款，当期筹资活动现金净流出规模有所扩大。

从偿债指标来看，2021 年，EBITDA 随着利润总额增加而增加，且债务规模大幅下降，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所增强。受经营活动净现金流下降影响，经营活动净现金流对债务本息覆盖能力趋弱，但经营活动净现金流仍可以覆盖债务利息。从短期偿债能力来看，2021 年债务规模大幅下降后现有货币资金余额可覆盖短期债务，短期偿债压力较小。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021	2022.3
销售商品、提供劳务收到的现金	35.97	53.77	39.17	6.72
购买商品、接受劳务支付的现金	18.28	28.68	22.66	2.58
经营活动净现金流	5.50	8.33	3.27	1.42
投资活动净现金流	-11.26	-3.82	8.38	0.99
筹资活动净现金流	12.04	-3.59	-10.52	-3.36
总债务/EBITDA	6.43	6.99	1.61	--
经营活动净现金流/总债务	0.17	0.35	0.34	0.72*
EBITDA 利息保障倍数	4.53	3.55	10.80	--
经营活动净现金流利息保障系数	5.02	8.69	5.93	--
货币资金/短期债务	0.70	0.90	4.85	10.76

注：带\*指标已经年化处理；由于缺少相关数据，2022 年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司受限资产比例较低，且拥有直接融资渠道，能够对整体偿债能力提供一定支持；控股股东持有的股份质押比例较高**

截至 2022 年 3 月末，公司获得主要合作银行

的授信总额为 1.52 亿元，其中尚未使用的授信额度为 0.50 亿元。此外，公司作为 A 股上市公司，拥有直接股权融资渠道。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 0.52 亿元，全部为受限货币资金，受限资产账面价值占总资产的比例约为 0.78%，受限比例较低。

或有事项方面，截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保情况。未决诉讼方面，截至 2022 年 3 月末，公司涉及未决诉讼 12 起，其中公司作为被告的案件为 2 起，相关未决诉讼涉案金额均较小，对公司日常经营无实质影响。

股权质押及冻结方面，截至 2022 年 3 月末，公司控股股东、实际控制人林奇先生持有公司 86,681,638 股，占公司总股本的 9.46%；其中累计质押 50,930,766 股，占其持有公司股份的 58.76%，累计冻结 27,009,217 股，占其持有公司股份的 31.16%，质押及冻结比例较高。此外，林漓、林芮璟、林小溪持合计持有 113,042,833 股，占公司总股本的 12.34%，其中累计质押 109,898,865 股，占三人合计持有公司股份的 97.22%，质押比例很高。**中诚信国际关注到**，林奇先生生前与红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”）和杭州银行股份有限公司（以下简称“杭州银行”）开展股票质押式回购交易业务，因质押到期未能足额清偿相关债务构成违约，其股票存在被动减持的情况<sup>4</sup>，截至 2022 年 6 月 22 日，林奇先生持股比例下降至 8.57%。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，2019~2022 年 5 月 23 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持游族网络股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为负面；维

持“游族转债”的债项信用等级为 **AA**。

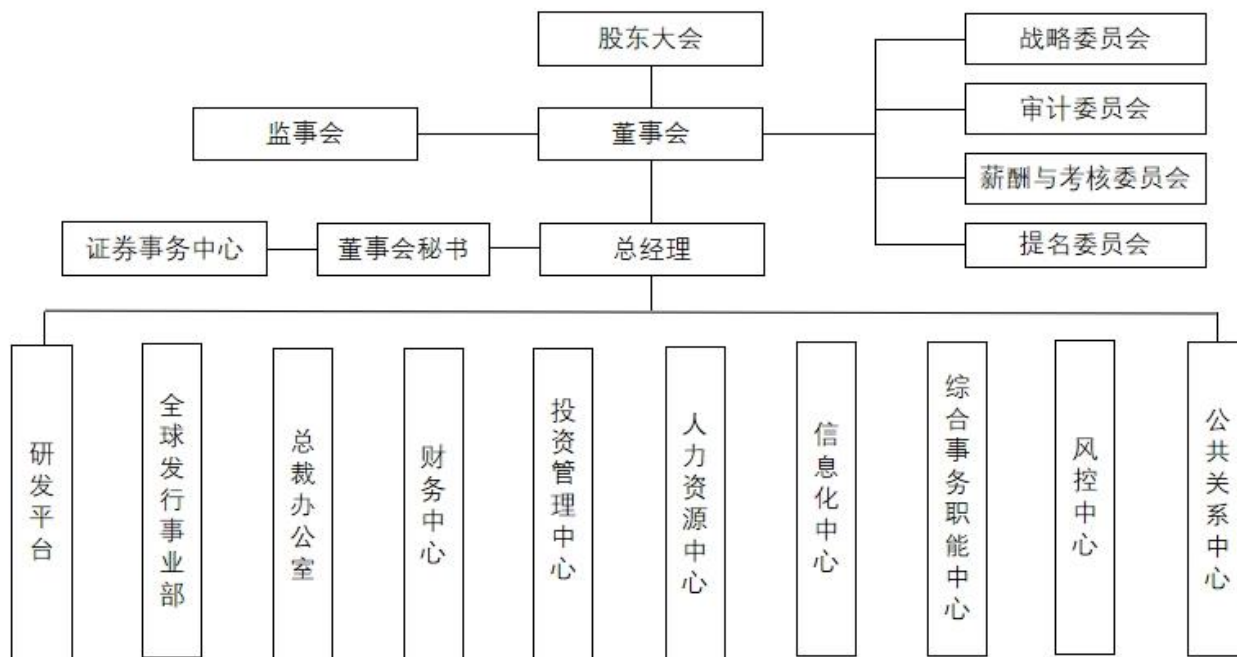
<sup>4</sup> 2022 年 2 月 16 日，公司发布公告称，杭州银行拟减持 35,498,300 股，占公司 2022 年 2 月 15 日总股本的 3.88%；2022 年 5 月 24 日，公司发

布公告称，红塔证券拟减持 20,674,512 股，占 2022 年 5 月 23 日总股本的 2.26%，减持日期为 2022 年 5 月 24 日起 15 个交易日后的 6 个月内。

## 附一：游族网络股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）

前十名股东名称	总持有数量（股）	持有比例（%）
林奇（控股股东、实际控制人）	86,681,638	9.46
王卿伟	41,177,479	4.50
林漓	37,680,945	4.11
林芮璟	37,680,944	4.11
林小溪	37,680,944	4.11
王卿泳	32,438,319	3.54
香港中央结算有限公司	29,856,061	3.26
游族网络股份有限公司-第一期员工持股计划	10,696,090	1.17
游族网络股份有限公司-第二期员工持股计划	9,446,693	1.03
中国工商银行股份有限公司-广发中证传媒交易型开放式指数证券投资基金	6,913,500	0.75
<b>合计</b>	<b>330,252,613</b>	<b>36.06</b>

注：王卿伟及王卿泳为一致行动人；林漓、林芮璟、林小溪互为一致行动人；林奇先生为林漓、林芮璟、林小溪父亲；截至 2022 年 3 月 31 日，游族网络股份有限公司回购专用证券账户持股数量 13,699,900 股，持股比例为 1.50%，根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号》之相关规定，如公司前十大股东中存在回购账户，应当予以特别说明，但不纳入前 10 名股东列示。



资料来源：公司提供

## 附二：游族网络股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	157,900.49	160,477.03	142,774.20	132,338.72
应收账款净额	77,256.59	70,182.38	40,608.05	36,140.60
其他应收款	15,789.33	115,590.37	6,015.59	5,971.87
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	261,173.65	230,107.01	276,561.77	264,240.38
固定资产	69,894.04	71,944.40	66,580.62	65,173.95
在建工程	--	1,100.85	--	--
无形资产	31,694.62	41,017.69	53,455.37	45,496.95
总资产	892,631.46	859,271.20	694,220.01	663,292.12
其他应付款	12,888.04	4,150.59	3,823.37	3,132.74
短期债务	226,511.67	179,112.87	29,454.42	12,304.21
长期债务	92,740.84	58,596.02	66,458.21	66,435.79
总债务	319,252.51	237,708.89	95,912.63	78,740.00
净债务	161,352.02	77,231.86	-46,861.57	-53,598.72
总负债	398,021.21	353,308.84	181,128.89	160,501.98
费用化利息支出	10,958.96	9,584.08	5,509.80	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	494,610.25	505,962.36	513,091.12	502,790.15
营业总收入	322,050.19	470,313.77	320,438.28	54,470.30
经营性业务利润	-11,600.51	14,090.78	10,648.31	6,606.36
投资收益	13,701.05	3,054.14	15,308.91	2,507.85
净利润	25,641.59	-18,693.56	16,545.59	7,993.58
EBIT	27,456.53	7,176.47	23,735.26	--
EBITDA	49,660.27	34,001.33	59,532.32	--
经营活动产生现金净流量	55,043.73	83,258.88	32,651.75	14,204.06
投资活动产生现金净流量	-112,648.07	-38,166.70	83,813.13	9,913.99
筹资活动产生现金净流量	120,438.09	-35,897.59	-105,228.55	-33,568.64
资本支出	64,228.98	23,681.69	6,525.64	806.88
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	30.86	31.25	39.25	44.72
期间费用率(%)	36.36	29.71	37.27	34.63
EBITDA 利润率(%)	15.42	7.23	18.58	--
总资产收益率(%)	3.38	0.82	3.06	--
净资产收益率(%)	5.43	-3.74	3.25	6.29*
流动比率(X)	1.15	1.49	2.30	2.67
速动比率(X)	1.15	1.49	2.30	2.67
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	3.88	6.38	5.78	5.68*
资产负债率(%)	44.59	41.12	26.09	24.20
总资本化比率(%)	39.23	31.96	15.75	13.54
短期债务/总债务(%)	70.95	75.35	30.71	15.63
经营活动净现金流/总债务(X)	0.17	0.35	0.34	0.72*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.24	0.46	1.11	4.62*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.02	8.69	5.93	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	13.59	27.71	31.02	--
总债务/EBITDA(X)	6.43	6.99	1.61	--
EBITDA/短期债务(X)	0.22	0.19	2.02	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.53	3.55	10.80	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.51	0.75	4.31	--

注：1、2022年一季报未经审计；2、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；无形资产包含使用权资产；3、因缺少相关数据，部分2022年一季度指标无法计算；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出	

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=股权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。



## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。