

信用等级公告

联合[2016]041号

北京昆仑万维科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京昆仑万维科技股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

北京昆仑万维科技股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

北京昆仑万维科技股份有限公司拟公开发行的 2016 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：丁志伟

二零一六年五月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

北京昆仑万维科技股份有限公司

2016 年公司债券（第一期）信用评级分析报告

本期公司债信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 9 亿元

本期债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 5 月 13 日

财务数据：

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	12.50	14.68	38.88
所有者权益(亿元)	8.53	10.12	26.80
短期债务(亿元)	0.00	0.00	2.48
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	0.00	0.00	2.48
营业收入(亿元)	15.10	19.34	17.89
净利润(亿元)	4.36	3.26	4.05
EBITDA(亿元)	4.99	4.03	4.97
经营性净现金流(亿元)	3.70	3.97	1.92
营业利润率(%)	70.90	68.87	60.68
净资产收益率(%)	56.15	34.99	21.96
资产负债率(%)	31.71	31.08	31.08
全部债务资本化比率(%)	--	--	8.46
流动比率	2.72	2.49	1.57
EBITDA 全部债务比	--	--	2.00
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	1,458.23
EBITDA/本期发债余额(倍)	0.55	0.45	0.55

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京昆仑万维科技股份有限公司（以下简称“公司”或“昆仑万维”）的评级反映了其作为一家专业从事网络游戏研发与运营的公司，具备技术实力强、债务负担轻、海外游戏市场开拓能力较强等优势。近年来随着移动网络游戏行业的迅速发展，公司代理运营游戏收入波动增长导致营业收入相应波动增长。同时，联合评级也关注到网络游戏行业竞争激烈、公司资产规模偏小、收入主要来自境外、公司对外投资规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

2016 年 2 月，公司非公开发行 A 股股票的申请已获中国证监会审核通过，若公司成功完成非公开发行股票，将进一步补充公司资本实力，促进其业务发展。

中国网络游戏产业是一个新兴的行业，目前处于快速发展的阶段，互联网用户数量的迅速增长，为中国网络游戏行业持续发展提供了基础保证，行业发展前景广阔，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 中国网络游戏产业是一个新兴的行业，更是一个快速发展的行业，随着互联网用户数量的迅速增长，行业发展前景广阔。

2. 公司技术实力较强，其多项核心游戏技术如 Kunlun Mobile3D、Kunlun WebX 等处于行业领先水平，为公司推出优质网络游戏新产品提供了有力支持。

3. 公司具有强大的海外网络游戏市场开拓能力，出口网络游戏产品覆盖数十个国家和地区，已初步建立了全球性的游戏业务网络。

4. 公司资产质量较高、债务负担轻，整体偿债能力很强。

5. 2016年2月，公司非公开发行A股股票的申请已获中国证监会审核通过，若公司成功完成非公开发行股票，将进一步补充公司资本实力，促进其业务发展。

关注

1. 网络游戏行业竞争激烈，游戏类型和用户需求处于持续发展、演变的过程，公司需不断发掘市场增长潜力，开拓新游戏领域以适应外部环境的变化趋势。

2. 2015年以来，公司对外投资规模较大，投资收益的实现有待关注。

3. 受代理模式规模扩张和业务模式转型的影响，公司主营业务毛利率近三年呈现逐步下滑态势；相对于国内一线游戏运营商，公司有待进一步提升自营游戏产品开发能力。

4. 公司收入主要来自于境外运营收入，各地的政治环境、法律、税务等制度存在差异，可能会面临境外运营的产品无法满足当地监管政策要求的风险，同时外汇管制等因素也将对公司资金调配带来较大影响。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京昆仑万维科技股份有限公司（以下简称为“公司”或“昆仑万维”）前身为北京昆仑万维科技有限公司（以下简称“昆仑有限”），成立于2008年3月，初始注册资本为50万元，由股东周亚辉以货币方式出资。经2008年增资、2011年1月和3月公司对外股权转让，公司注册资本变更为1,000万元，其中周亚辉持股50.83%，盈瑞世纪持股25.75%。

2011年5月，经全体股东一致同意，公司以截至2011年3月31日经审计净资产为基础整体变更为股份有限公司，公司名称变更为“北京昆仑万维科技股份有限公司”，注册资本变更为5,000万元。经历次增资、资本公积转增股本，截至2014年底，公司注册资本变更为21,000.00万元。

2015年1月，公司经中国证券监督管理委员会核准首次公开发行股票，在创业板上市并交易，证券简称为“昆仑万维”，证券代码为“300418”，公司注册资本增至28,000.00万元。2015年8月，公司董事会通过《关于调整公司股票期权与限制性股票激励计划相关事项的议案》及《关于公司股票期权与限制性股票激励计划首次授予相关事项的议案》，该事项后公司股本变更为28,723.10万元；2015年公司第五次临时股东大会审议通过2015年半年度利润分配方案，以资本公积金向全体股东每10股转增29.24股，公司股本变更为112,723.10万股。

2016年3月，公司按照相关规定对1名激励对象部分限制性股票合计7.85万股进行回购注销，公司总股本由112,723.10万股变更为112,715.25万股。

截至2016年3月底，公司注册资本112,715.25万元，其中周亚辉个人持股35.09%，为公司实际控制人。

表1 截至2016年3月底公司前十大股东情况 单位：股、%

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	周亚辉	395,562,758.00	35.09
2	北京盈瑞世纪软件研发中心（有限合伙）	200,408,085.00	17.78
3	王立伟	58,371,289.00	5.18
4	方汉	31,574,653.00	2.8
5	兴业银行股份有限公司—中邮战略新兴产业混合型证券投资基金	17,919,603.00	1.59
6	宁波昆仑博远信息科技中心（有限合伙）	14,092,799.00	1.25
7	中国农业银行股份有限公司—中邮信息产业灵活配置混合型证券投资基金	13,752,117.00	1.22
8	东方富海（芜湖）股权投资基金（有限合伙）	13,619,967.00	1.21
9	宁波昆仑博观信息科技中心（有限合伙）	13,609,207.00	1.21
10	陈芳	9,811,188.00	0.87

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：互联网信息服务业务（除新闻、教育、医疗保健、药品、医疗器械以外的内容）；利用互联网经营游戏产品（含网络游戏虚拟货币发行）；网络游戏出版；技术开发、技术转让；设计制作、代理、发布广告；货物进出口，技术进出口，代理进出口（涉及许可经营的凭许可经营）。

截至2015年底，公司本部设有总裁办、证券投资部、内控部、法务部、渠道部等12个职能部门，设有商务中心、软件商店、平台中心、运维中心等6个业务部门，拥有全资子公司13家；截至2015年底，公司拥有在职员工742人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 38.88 亿元，负债总额 12.08 亿元，所有者权益合计为 26.80 亿元（全部为归属母公司所有者权益）。2015 年，公司实现营业收入 17.89 亿元，利润总额 4.16 亿元，净利润 4.05 亿元，经营活动产生的现金流量净额 1.92 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.90 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区知春路 118 号知春大厦 B 座 605E；法人代表：周亚辉。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“北京昆仑万维科技股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”，发行规模为不超过 9 亿元（含 9 亿元），债券存续期限为 3 年。本期债券采用公开发行人方式，一次性发行。本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券所募集资金净额拟用于补充流动资金。

三、行业分析

公司收入和利润主要来源于网络游戏业务，因此，其所处行业系网络游戏行业。

1. 行业概况

网络游戏，是指以互联网为传输媒介，以游戏运营商服务器和用户计算机、手机等为处理终端，以游戏的客户端软件或互联网浏览器为信息交互窗口的个体性多人在线游戏，旨在实现娱乐、休闲、交流和取得虚拟成就的目标。

网络游戏市场规模

2014 年中国网络游戏市场整体销售收入为 1,062.1 亿元，同比增长 29.1%，首次突破千亿大关。网络游戏规模扩大主要得益于移动游戏的高速增长，2014 年中国移动游戏市场销售收入 268.6 亿元人民币，比 2013 年增长了 109.1%，市场占有率达到 24%。未来中国网络游戏市场仍将保持较高的增长速度。

2005~2014 中国网络游戏市场规模如下图所示：

图 1 2005~2014 年中国网络游戏市场规模及增长率



资料来源：文化部：2014 年中国网络游戏市场年度报告

移动网络游戏是目前中国整体网络游戏中增长最快的细分市场。2014年，我国网络游戏市场用户数量约达到3.8亿人（各类游戏用户存在重合），比2013年增长了4.6%。其中，客户端游戏用户数量约达到1.2亿人，网页游戏用户数量约达到2.1亿人，移动单机游戏用户数量约达3.2亿人，移动在线游戏用户2.5亿人。

荷兰市场研究公司Newzoo于2015年12月发布了一份回顾2015年移动游戏市场的报告，报告指出，2015年全球移动游戏市场收入规模超过300亿元，其中中国市场收入规模已升至全球第一，全年总收入达到65.30亿美元，同比增长46.50%。

表2 2015年移动游戏收入前5名国家排名（单位：亿元、%）

排名	国家	2015年收入	全球市场份额	同比增长率
1	中国	65.30	21.70	46.50
2	日本	61.80	20.60	5.80
3	美国	60.20	20.00	15.20
4	韩国	18.50	6.20	8.70
5	英国	10.10	3.40	11.30

资料来源：Newzoo

2013~2014年我国网络游戏市场用户状况如下图所示：

图2 2013~2014年我国网络游戏市场用户状况



资料来源：文化部：2014年中国网络游戏市场年度报告

网络游戏出口方面，2014年国产游戏出口快速增长，收入达到26.8亿美元，比2013年增长194.5%，增速较2008年增长近37倍。2010年至今，国产网络游戏产品累计出口数量已经突破500款，参与出口的网络游戏企业接近200家，国产网络游戏海外出口收入稳步增长。2009~2014年我国网络游戏出口收入规模如下图所示：

图3 2009~2014年我国网络游戏出口收入规模



资料来源：文化部：2014年中国网络游戏市场年度报告

总体看，中国网络游戏市场规模增速较快，其中增速最快的细分市场——移动网络游戏市场规模呈爆发式增长。

2. 网络游戏行业分类

传统的网络游戏仅指以计算机为处理终端的互联网游戏，但随着移动通信技术的不断发展，互联网游戏逐渐扩展到手机、平板电脑等移动终端。

根据使用端的不同，网络游戏可分为客户端游戏、网页游戏和移动网络游戏。客户端游戏是指需在电脑上安装相应客户端软件才能进行的网络游戏，是传统的网络游戏形式。网页游戏包括大型网页游戏和社交网页游戏，是指基于 HTTP 协议，以 Flash、Java、Unity 3D 等网页开发技术为基础，用户只需通过浏览器就可以进行的网络游戏。网页游戏因其加载速度快、游戏时间灵活、使用终端多样化等特点，近年来受到了全球各个地区游戏用户的欢迎并取得了迅速发展。移动网络游戏是以手机、平板电脑等移动终端为载体，通过安装特定软件或直接通过互联网浏览器可以进行的网络游戏。相对于以手机等移动端为载体的单机移动游戏，移动游戏在使用过程中需要通过 GPRS、3G、4G、WIFI 网络等联网方式与游戏网络服务器或其他玩家发生互动，以游戏运营商服务器和用户的手机和平板电脑为处理终端，以游戏客户端软件为信息交互窗口，是一种具有可持续性的个性多人在线游戏。

3. 行业产业链

网络游戏产业涉及网络游戏、文化传媒、信息技术、电信通信等多个行业。网络游戏产业链的主要组成部分为：游戏开发商、游戏运营商、游戏渠道商、游戏玩家、以及电信资源提供商等，在上述网络游戏产业链中各个组成部分的职能如下：

游戏开发商位于产业链最上游，是整个市场的创造者。游戏开发商通过拟定游戏开发计划，组织策划、美工、编程等各种资源完成网络游戏的初步开发，再经过内外部的多轮测试加以完善后向玩家正式推出运营。

游戏运营商是游戏开发商和下游渠道的连接桥梁，起到承上启下的作用，是网络游戏实现其价值的重要环节。游戏运营商负责提供游戏的运营平台，通常负责架设服务器组安装服务器端软件，在网站上提供客户端软件的下载链接，并对游戏进行推广、运营维护以及客户服务等。

游戏渠道商是游戏运营商和终端游戏用户之间的中间商，通过其渠道优势为游戏运营商提供销售游戏币的服务，一般包括线上渠道商和线下渠道商。在移动网络游戏领域，游戏渠道商主要包括 Google Play、App Store 等移动应用商店或门户，除提供支付渠道服务外，游戏渠道商还具备强大的用户基础和平台优势，在移动网络游戏产业链中起到重要的作用。

电信资源提供商作为产业链的重要一环，提供互联网接入和移动电话等基础电信业务，提供服务器托管、带宽租用、服务器租用等 IDC 服务，主要分项相对固定的用户上网费用。

游戏媒体是游戏厂商和游戏玩家之间的重要信息沟通渠道。通过游戏媒体的平台，厂商宣传产品信息并获取玩家对产品的反馈意见，玩家获取产品信息并发表自己对产品的反馈意见。

4. 运营及盈利模式

运营模式

网络游戏主要分为自主运营和联合运营两种运营模式。自主运营模式指网络游戏厂商独立完成游戏产品的研发、运营以及推广。联合运营模式指网络游戏开发商与运营商合作运营的商业模式，以实现资源互补。网络游戏开发商提供产品，网络游戏运营商主要提供运营服务以及用户资

源的支持。

盈利模式

网络游戏行业的盈利模式主要由以下三种：按虚拟道具收费、按游戏时间收费和广告收费。

（1）按虚拟道具收费

按虚拟道具收费（FTP）是指游戏运营商为玩家提供网络游戏的免费下载和免费的游戏娱乐体验，而公司的收益则来自于游戏内虚拟道具和高级功能模块的销售。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，则需通过购买游戏点卡并充值到游戏账户中，点卡的面值将按固定的比例折算成游戏的虚拟货币，游戏玩家再用账户中的虚拟货币购买游戏中的虚拟物品来增加经验、技能等从而提升娱乐体验。目前该模式已成为中国网络游戏的主流收费模式，其优势是降低了初级玩家的进入门槛，有利于提升用户平均消费值（ARPU）。该模式自2005年由盛大首次推出以来，逐步成为我国网络游戏运营的主流盈利模式。

（2）按游戏时间收费

按游戏时间收费（PTP）是指网络游戏运营商按照玩家的游戏在线时间进行收费，具体又分为计点收费和包月收费两种。所谓计点收费，指玩家需要先购买点卡，面值不同的点卡对应不同的游戏点数，通过玩家的游戏在线时间来计算，将点数按一定比例转换成（小时、分、秒）来进行消费。所谓包月收费，则是指按照固定时间段来收费的模式，一般按月为单位，这种情况下只需要买一张月卡，就可以在一个月时间内随便玩游戏，比较适合在线时间比较长的玩家。同样，还有年卡，季卡，甚至还有包周卡、包天卡等。目前，国内采用按时间收费（PTP）模式的网络游戏逐渐减少。

（3）游戏内置广告

游戏内置广告（IGA）是指在游戏中出现的商业广告，以游戏的用户群为基础，通过设定条件，在游戏中适当的时间、适当的位置出现的广告。游戏内置广告主要形式包括：游戏路牌广告、3D立体物件、特制场景为主的游戏场景内置广告，游戏道具赞助，游戏内文字广播，游戏登录退出时的弹出广告，及游戏官方网站广告和游戏形象授权等形式。目前，国内采用游戏内置广告的网络游戏主要是网页游戏，市场规模相对较小。

目前，中国网络游戏产品按虚拟道具收费为主流盈利模式，全球其他国家和地区的网络游戏公司也在逐渐增加按虚拟道具收费的使用。

5. 竞争格局

中国网络游戏市场

根据文化部2013年4月发布的《2012中国网络游戏市场年度报告》，以2012年网络游戏业务收入为标准，中国网络游戏企业可以分为三个梯队。第一梯队是收入在20亿元以上的行业龙头企业，包括腾讯、网易、畅游、盛大游戏、完美时空和巨人。第二梯队是收入在2~20亿元之间的企业，包括二线的客户端游戏运营企业（如光宇华夏、金山、网龙、蓝港在线等）和专注于网页等新型游戏运营的企业（如昆仑万维、趣游、4399、37wan、淘米网、奇虎360等）。第三梯队是收入在2亿元以下的企业，这部分企业多为专注于网页等新型游戏业务的中小型企业。随着移动网络游戏的崛起，以上分类也有所变化，例如中国手游、玩蟹科技、触控科技等移动网络游戏开发商和运营商的规模也在迅速扩大。

根据文化部2015年4月发布的《2014中国网络游戏市场年度报告》，在移动游戏领域，各类

联运平台已超过 200 家，排名前五的大平台已能站到 60%~70% 的份额，集中度还在不断提高。

中国网络游戏出口市场

目前，中国网络游戏出口市场已经初步形成了日臻完善的产业链，越来越多的承载中华文化内涵的网络游戏得到海外市场消费者的好评，提升了中华文化的国际影响力。根据艾瑞咨询发布的《中国网络游戏海外进出口行业报告 2012 年》，从细分市场分析，客户端游戏仍为 2012 年中国网络游戏出口市场中最大的业务领域，而腾讯、完美时空、盛大游戏占据了我国客户端游戏出口市场的主要份额。

由于中国移动网络游戏领域发展时间相对较短，移动网络游戏出口市场仍处于快速成长和开拓阶段，目前尚未形成清晰的竞争格局，网络游戏公司已经开始逐步将成功的游戏推向韩国、港澳台等海外市场，未来几年预计将有更多款移动网络游戏产品在海外市场发行，中国网络游戏公司在海外移动网络游戏市场的份额和收入规模有望进一步提升。

总体看，中国网络游戏市场规模层次化显著，其中增速最快的细分市场——移动网络游戏市场份额占有率集中度较高。中国客户端游戏出口仍为网络游戏出口市场中的最大业务领域，市场份额占有率集中度较高，而移动网络游戏出口尚未形成清晰的竞争格局。

6. 行业政策

我国政府对网络游戏行业的监督管理采用法律约束、行政管理和行业自律相结合的模式，行业行政主管部门是工业和信息化部、文化部、国家新闻出版总署和国家版权局。

2013 年 6 月，工信部审议通过了《电信和互联网用户个人信息保护规定》，进一步完善了用户个人信息保护法律制度，规范电信服务、互联网信息服务过程中手机、使用用户个人信息的活动。同时，该规定也进一步明确了电信业务经营者、互联网信息服务提供者收集、使用用户个人信息的规则和信息安全保障措施。

2013 年 12 月 1 日起，《网络文化经营单位内容自审管理办法》正式实施，要求网络文化经营单位建立内容审核制度，对拟上网运营的文化产品及服务内容进行事前审核，确保文化产品及服务内容的合法性。

2014 年 2 月 26 日，国务院发布《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》。《意见》要求，大力推动传统文化单位发展互联网新媒体，推动传统媒体和新兴媒体融合发展，提升先进文化互联网传播吸引力。深入挖掘优秀文化资源，推动动漫游戏等产业优化升级，打造民族品牌。推动动漫游戏与虚拟仿真技术在设计、制造等产业领域中的集成应用。

2014 年 3 月，文化部文化市场司启动“文化市场技术监管与服务平台”的试运营，简化了网络游戏内容审查和备案流程，减轻了企业负担，激发行业活力。

2014 年 3 月 17 日，文化部、中国人民银行、财政部联合发布《关于深入推进文化金融合作的意见》。《意见》提出要鼓励金融机构开发演出院线、动漫游戏、艺术品互联网交易等支付结算系统，鼓励第三方支付机构发挥贴近市场、支付便利的优势，提升文化消费便利水平，完善演艺娱乐、文化旅游、艺术品交易等行业的银行卡刷卡消费环境。探索开展艺术品、工艺品资产托管，鼓励发展文化消费信贷。鼓励文化类电子商务平台与互联网金融相结合，促进文化领域的信息消费。

2015 年 2 月，国家互联网信息办公室发布《互联网用户账号名称管理规定》，《规定》就账号的名称、头像和简介等，对互联网企业、用户的服务和使用行为进行了规范，涉及在博客、微博客、即时通信工具、论坛、贴吧、跟帖评论等互联网信息服务中注册使用的所有账号。“账号管理

按照‘后台实名、前台自愿’的原则，充分尊重用户选择个性化名称的权利，重点解决前台名称乱象问题。国家网信办负责人强调，互联网企业应当落实管理主体责任，配备与服务规模相适应的专业人员，对互联网用户提交的账号名称、头像和简介等注册信息进行审核，对含有违法和不良信息的，不予注册。对存在违法和不良信息的账号，应当采取通知限期改正、暂停使用、注销登记等措施。同时，企业还应保护用户信息及公民个人隐私，建立健全举报受理处置机制，自觉接受社会监督。

总体看，国家大力支持互联网及其相关服务的发展，同时也加大对互联网信息安全以及网络游戏经营的管制。

7. 行业关注

网络游戏市场仍有待规范

网络游戏行业是国家鼓励的新兴互联网行业，我国乃至全球网络游戏行业处于快速发展的过程中。伴随着技术的持续创新、游戏内容和形式的不断升级，我国互联网和网络游戏行业的法律监管体系也正处于不断发展和完善的过程中。但由于市场和用户的成熟度不够，一些盗窃、诈骗行为仍然存在，影响着网络游戏的市场秩序。建立完整的法律体系、监管体系以及有效的技术保障体系需要长期的努力和调整，因此产业环境的制约也成为网络游戏产业发展的主要阻碍之一。

产品同质化现象严重

网络游戏行业在产品服务、市场渠道等方面已经形成激烈的行业竞争格局。随着互联网娱乐产业内容的多样化与精细化，网络游戏用户对产品的要求也日趋提高。而部分网游企业在内容上有急功近利的倾向，部分网络游戏显现出明显的同质化趋势，即使是新出现的游戏模式也会在不久以后被各方厂商以各种形式变相模仿。网络游戏的这种低水平竞争将直接导致玩家的游戏兴趣缩减，在一定程度上阻碍游戏市场的发展。

网络游戏开发人才相对匮乏、管理团队经验欠缺

目前，中国网络游戏产业的人才储备呈金字塔形趋势，底层是运营、支持、服务等人才；中段是游戏设计与开发人才；塔尖是主程序员、美术总监、策划总监等。随着网络游戏市场的增长和行业竞争的加剧，游戏开发及运营人员管理问题也渐渐浮出水面。行业迅速发展下膨胀的游戏人才需求，以及行业本身的多变性所造成的人才流动过快，某种程度上又加剧了业内的人才缺乏。游戏开发人才的培养是中国网络游戏持续发展必须解决的问题，而目前网络游戏的培训和教育市场仍不成熟，虽然社会上也有一些培训机构，但教育内容的不统一、师资的不专业、设施的不规范，还有学员原有基础的差异等各方面问题，都使得培养出的人员很难在一开始就在开发、运营中承担重任。

总体看，我国网络游戏市场还不成熟，仍存在扰乱市场秩序的行为；网络游戏市场行业日益加剧，由此引发出严重的产品同质化问题；专业人才相对缺乏且管理经验欠缺。

8. 行业发展

中国企业竞争实力增强，游戏出口规模扩大

近十年来中国网络游戏企业在国内市场积累的宝贵的研发和运营经验，企业在技术、人才、资金等方面的实力不断增强，已具备了全球化竞争的实力。以畅游、完美时空、昆仑万维等为代表的中国企业不再仅仅满足于中国市场，开始面向全球市场开展网络游戏的运营业务。中国网络游戏出口模式自 2006 年兴起至今，完成了从无到有的积累过程。

拓展网络游戏出口业务可以使中国网络游戏公司减少区域性经营风险，增强品牌知名度与影

响力，分享广阔的海外市场收益。预计未来中国网络游戏出口规模将进一步扩大，出口国家将更加多元化，海外市场业务模式将更加丰富。在这种趋势下，较早进入海外市场的中国网络游戏公司能够凭借已获得的用户积累和运营经验赢得先发优势。

移动网络游戏快速兴起，预计未来将成为网络游戏行业的主要领域

自 2013 年以来，随着智能移动终端的快速普及、3G 网络及 WIFI 的性能提升和普及化，移动互联网得到了飞速发展。在此趋势下，移动网络游戏的用户规模快速提升，移动网络游戏在中国实现了爆发式增长。相较于客户端游戏和网页游戏，移动网络游戏具有更好的操作便利性，能更有效的满足用户碎片化时间的娱乐和社交需求，对游戏用户具有很强的吸引力。未来几年，预计智能移动终端、3G 网络、4G 网络及 WIFI 的普及化和性能将进一步提升，游戏平台、支付渠道将更加便利，移动网络游戏的生态系统更加完备，而在市场高度竞争环境下，移动网络游戏本身的品质也会大幅度提升。在此背景下，预计未来几年移动网络游戏在中国仍会保持快速的增长趋势，最终发展成为网络游戏行业中的主要领域。

行业面临整合趋势，市场集中度将逐渐提高

近年来，中国网络游戏行业的快速发展催生了一大批中小型的网络游戏公司。目前，除位于市场前列的大型网络游戏公司外，中小型企业数量众多，实力参差不齐，部分企业虽然可以研发出几款广受市场欢迎的游戏作品，但是综合运营实力欠佳，可持续发展能力较弱。随着市场竞争的家具，中小型企业由于在资金、用户、产品等方面无法形成规模效应，生存空间将收到较大限制。

目前一些中小型网游企业正在逐步淡出竞争激烈的运营市场，专项研发、外包等领域，以中小型研发企业为标的的兼并收购案例也将不断增多，网络游戏行业将面临整合趋势，市场集中度将进一步提高。大型网络游戏公司的而资金注入、用户基础和运营实力能够为中小型企业带来更多发展空间，而大型网络游戏公司也可以通过收购研发实力突出、拥有优质产品的中小型企业，或代理其所研发的优质游戏产品等方式，获得良好的产品资源。

网络游戏产品向“平台化”发展

随着我国网络游戏市场竞争的加剧以及市场门槛的提高，网络游戏研发企业纷纷建立自己的运营平台，以构建核心竞争力。以腾讯为代表的上市公司，依托用户资源和资金实力，利用强大的平台拓展网络游戏的研发和运营业务。与此同时，部分传统的网络游戏研发企业也开始向研运一体化企业转型，逐步构建运营平台，并将优质产品资源投向自身平台。“平台化”有利于游戏开发商实现用户和渠道的共享，提高用户粘性，避免单一类型产品带来的运营风险。

跨平台、跨终端游戏的发展

随着移动互联网的发展，跨网、跨平台、跨终端的网络应用将有较大的挖掘空间，网络游戏厂商也开始提前布局跨平台的游戏业务。当用户的碎片时间逐渐增多后，如何在特定时间、特定地点选择迎合用户需求的网络游戏成为跨平台网络游戏发展的驱动力，为用户提供随时随地的游戏体验成为网络游戏厂商关注的焦点。伴随互联网及跨平台技术的升级，未来将有更多的游戏中断、游戏平台得到普及，跨平台的游戏业务也将从手机游戏向更多的终端延伸，从而给网络游戏开发商带来更大的发展空间。

总体看，中国网络游戏市场规模以及出口规模均将不断增大，网页游戏、移动网络游戏市场份额将持续提高，且移动网络游戏将在网络游戏中占主导地位。目前由于中小企业生存空间受到极大限制，因此整个行业会面临整合，市场集中度将会有所提高。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司技术储备丰富，自主创新能力强

公司致力于以自主研发的方式建立核心竞争优势，在网络游戏领域积累了多项核心技术储备。在公司研发的众多网络游戏核心技术中，Kunlun Mobile3D、Kunlun WebX 和 Kunlun Flame 是三款最具代表性的研发技术。Kunlun Mobile3D 是基于移动平台的原生 3D 引擎，是高效研发基于 OpenGL ES 标准的大型 3D 移动网络游戏的核心组件；Kunlun WebX 是基于 ActiveX 和 P2P 流下载技术的跨浏览器的移植中间件，无需经过大幅度修改，就可以把大型客户端游戏转化为在浏览器内运行的网页游戏产品，提升游戏研发效率，降低网页游戏用户的下载和安装门槛；Kunlun Flame 是基于 Flash 平台的高效网页游戏研发中间件，实现了独立于 Flash 底层的快速界面开发框架，有效提高了界面开发效率。此外，公司网络游戏业务的核心技术还包括：基于 Hadoop 的超大规模网游运营数据分析支持系统 Kunlun SuperData，基于 C++ 和 Lua 实现的大规模 MMORPG 服务器 Kunlun LAGS，基于 C++ 和 PHP 实现的页游 SLG 服务器 Kunlun PSGS，基于 Tokyo Tyrant 技术的高性能社交游戏服务器 Kunlun SSGS。2014 年，公司在北京动漫游戏博览会获“2014 年度十佳游戏研发公司”奖项。

强大的海外网络游戏市场开拓能力，较早实现移动网络游戏板块战略布局

公司于 2009 年开始组建海外游戏业务团队，在海外市场开拓过程中，通过建立深度本地化技术处理的研发体系，构建“总部游戏发行中心+海外子公司”的运营架构，形成了独特的网络游戏海外发行业务模式。公司现已在十余个语种的海外市场从事网络游戏发行及运营业务，出口网络游戏产品覆盖数十个国家和地区，在海外市场发行及运营数十款游戏产品，初步建立起了全球性的游戏业务网络。

公司于 2011 年开始逐步向移动网络游戏领域拓展，凭借公司在网页游戏研发和全球发行方面积累的经验和资源，在移动网络游戏领域的开拓取得了较好成绩。在游戏研发方面，公司基于 C++ 开发了适合安卓、iOS、WindowsPhone 等多种移动平台、拥有完全自主知识产权的移动网络游戏 3D 引擎 Kunlun Mobile3D，该引擎包括场景编辑器、粒子编辑器、动作编辑器、界面编辑器、渲染引擎等部分，为开发移动端 3D 大型多人在线动作角色扮演类游戏提供了有力的技术支持；在游戏发行方面，截至 2015 年底，公司通过自主运营和代理运营相结合的模式，已将《海岛奇兵》、《糖糖大世界》、《愤怒的小鸟 2》、《师父有妖气》、《无双剑姬》等多款移动网络游戏产品推向海内外市场，取得了良好的经营业绩。

凭借较早的战略布局和准确的市场判断，公司在几个重要的移动网络市场已建立了竞争优势，在国内、韩国等多个区域均处于市场第一梯队。2014 年，公司在北京动漫游戏博览会获“2014 年度十佳游戏发行平台”奖项；2015 年在中国游戏产业年会“中国游戏十强”评比中获“2014 年度中国十大移动游戏发行渠道”和“2014 年度中国十大海外拓展游戏企业”奖项。

成熟的数据分析系统、精细化的市场营销和运营体系

公司在网络游戏研发和运营过程中，开发了实时高效的游戏数据统计系统 GDSS（Game Data Statistic System）和 GM Tool（Game Master Tools）数据分析平台，以对运营游戏进行实时监控，及时收集相关运营数据，并对数据进行严密的分析，客观评估游戏运营状况并据此选择最佳运营活动。借助高效准确的数据统计和分析，公司可以为运营及营销决策提供数据支持，实时调整市场推广工作，优化广告投放渠道、投放时段和投放创意，实现精准的市场投放。公司还可以通过

及时的数据分析和产品分析，对市场变化做出迅速准确的判断，形成以数据结论为主要参考标准的科学化的产品运营决策，较好提升运营效率。

总体看，公司长期致力于游戏领域的技术研发，技术储备丰富；公司已基本完成移动网络游戏板块战略布局，在游戏发行方面具有一定渠道优势；公司成熟的市场分析系统能有效支持公司科学化产品运营，提升运营效率。

2. 人员素质

公司拥有高层管理人员 5 人，其中，总经理 1 人，副总经理 4 人，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作经验多年，行业经验丰富。

周亚辉，公司董事长，硕士学历，曾任北京火神互动网络科技有限公司经理、千橡世纪科技发展（北京）有限公司总监、北京基耐特互联科技发展有限公司经理、公司执行董事等职，现任公司董事长、总经理。

王立伟，公司副总经理、财务负责人，本科学历，曾任北京基耐特互联科技发展有限公司监事，于 2008 年 3 月加入公司，负责互联网事业部的管理工作，现任公司董事、副总经理、财务负责人。

截至 2015 年底，公司共有在职员工 742 人。从岗位分布来看，研发人员 330 人，占比 44.47%；销售人员 338 人，占比 45.55%；财务人员 15 人，占比 2.02%；行政人员 59 人，占比 7.95%。从学历构成上看，硕士以上学历 63 人，占比 8.49%；本科以上学历 462 人，占比 62.26%，大专及以下学历 217 人，占比 29.25%。

总体看，公司高层管理人员具有较丰富管理经验，其人员构成能基本满足目前公司发展需要。

3. 技术实力

公司重视产品研发，致力于通过自主研发的方式建立公司核心竞争能力。截至 2015 年底，公司拥有的主要核心技术如下表所示：

表 3 截至 2015 年底公司拥有核心技术情况表

核心技术名称	特点	来源
Kunlun Mobile3D	基于C++的自主知识产权移动网络游戏的3D引擎，该引擎基于C++开发，适合安卓、iOS、WindowsPhone等多种移动平台，拥有完全自主知识产权，包括场景编辑器、粒子编辑器、动作编辑器、界面编辑器、渲染引擎等部分	自主研发
Kunlun Flame	基于Flash页游平台的中间件，实现了独立于Flash底层的快速界面开发框架，有效提高了界面开发效率，大大降低了繁琐的界面定位、切图、事件编写的写作量，有效提高了网页游戏界面的开发效率	自主研发
Kunlun WebX	客户端移植网页游戏中间件，基于ActiveX和P2P流下载技术的跨浏览器的移植中间件，无需经过大幅度修改，就可以把大型客户端游戏转化为在浏览器内运行的网页游戏产品，提升了游戏研发效率	自主研发
Kunlun F3D	基于Flash11的自主知识产权3D引擎。该引擎引起于Adobe2011年下半年发布的Flash11，同Adobe公司紧密合作，自主研发，是拥有完全自主知识产权的全新页游3D引擎，可支持跨操作系统、跨浏览器的3D技术，包括基于Flash/XML的地形编辑器、人物编辑器、粒子编辑器与流水线渲染引擎等部分	基于Flash11技术开发
Kunlun SSGS	社交游戏服务器端引起，基于Tokyo Tyrant技术的超高性能社交游戏服务器实现，实现了单台物理服务器并发在线两万人的负载记录，也是腾讯平台上效率最高的社交游戏服务器之一	基于Tokyo Tyrant技术开发
Kunlun PSGS	SLG类产品服务器引擎，基于C++和PHP实现的网页游戏SLG服务器，开发书快，扩充容易，建设性好	自主研发

Kunlun LAGS	MMO类产品服务器引擎，基于C++和Lua实现的大规模MMORPG服务器，实现了单台PC服务器并发超万人，持续在线时间超一年的国内一流技术指标，可以同时支持2D/3D客户端、2D/3D页游等多种游戏类型	自主研发
Kunlun SuperData	基于Hadoop+Hive的社交游戏后台分析及数据挖掘工具，大规模网络游戏运营数据分析支持系统，在普通PC服务器硬件调解下，实现了日处理1.2PB原始数据和完成40万分析查询作业的高性能指标	基于Hadoop技术开发

资料来源：公司提供

公司技术专家方汉、陈向阳、于明俭先生均有18年互联网开发经验。此外，公司共有游戏研发人员300人，组成7个团队，其中2个团队负责网页游戏产品的自主研发和代理网页游戏的本土化，5个团队负责移动网络游戏的自主研发和代理移动网络游戏的本土化。公司每年保持一定规模的研发投入，使公司自主研发游戏保持较好水平。2013~2015年，公司研发投入分别为1.03亿元、1.12亿元和0.93亿元，呈波动下降态势；研发投入占营业收入比重呈持续下降态势，三年分别为6.80%、5.78%和5.20%。

表4 2013~2015年公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2013年	2014年	2015年
研发投入	10,267.07	11,180.23	9,305.95
占营业收入比重	6.80%	5.78%	5.20%

资料来源：公司提供

总体看，受益于长期坚持产品研发，公司拥有一定的技术实力竞争优势。

4. 外部环境

按税务总局、各地税务局相关规定，昆仑万维自2013年1月1日起至2016年12月31日止，按15%的税率征收企业所得税；子公司广州昆仑在线信息科技有限公司自2013年1月1日起至2015年12月31日止减半按12.5%的税率征收企业所得税；子公司北京昆仑乐享网络技术有限公司自2015年1月1日起至2017年12月31日止减半按12.5%的税率征收企业所得税。

此外，公司享有国家海外开拓项目文创基金补助、北京市中关村科技园区石景山园管理委员会企业技术改造和创新资金等多项政府补助，2013~2015年，公司获得政府补助分别为642.10万元、423.76万元和1,188.95万元。

总体看，公司享有一定税收优惠，外部环境较好。

五、公司管理

1. 公司治理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》等法律法规和中国证监会有关法律法规的要求，不断完善公司的法人治理结构，建立健全公司内部管理和控制制度，促进公司规范运作。

公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会的报告等职权。董事会是公司常设决策机构，对股东会负责，公司董事会由7名董事组成，其中独立董事3人，设董事长1人，董事任期为3年，董事会行使召集股东大会，并向股东大会报告工作，决定公司的经营计划和投资方案等职权。监事会由3名监事组成，每届任期3年，其中职工监事1人，设监事会

主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会行使对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务等职权。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

目前，公司高层管理团队 5 人，其中设总经理 1 人，副总经理 4 人。

总体看，目前公司治理结构健全，基本适应公司发展现状。

2. 管理体制

截至 2015 年底，公司本部设有总裁办、证券投资部、内控部、法务部、渠道部等 12 个职能部门，设有商务中心、软件商店、平台中心、运维中心等 6 个业务部门，拥有全资子公司 13 家，并结合公司内部控制规定，建立健全了符合公司经营特点和管理要求的内部控制制度并组织实施。

财务管理方面，公司对资金、财务核算实行集中管理，由公司本部统一执行；公司财务管理目前只实现核算、记录职能，公司业务部门预算、费用控制、大额资金支出等事项主要由公司领导批示，财务部门执行，公司财务职能有待进一步健全。

对外担保、融资方面，公司对对外担保事项和融资统一管理，由公司本部根据资金情况安排融资计划，并严禁下属子公司对外担保。

投资方面，公司初期投资主要通过跟随行业内大公司来控制投资风险，公司投资标的主要系公司领导对自身接触项目进行挖掘，通过总经理办公会表决确定投资与否。随着公司投资项目的日益增多，公司目前的投资决策流程将导致公司领导决策依据不足、工作量较大等问题。目前，公司正在推进投资人才的引进工作，以规划公司投资行为。

在子公司管理方面，公司对子公司实行集中管理，子公司负责按照公司本部制定的战略及工作目标进行具体的工作执行，子公司财务、投资、融资等均有公司本部统一管理。

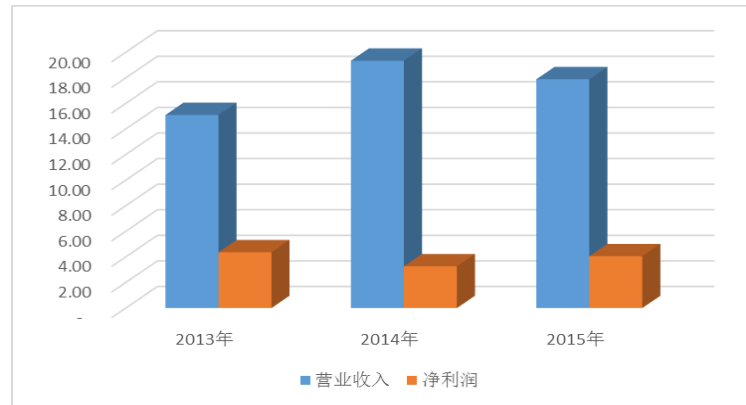
总体看，公司已建立了基本的管理制度，目前各职能部门运作正常，但投资决策流程仍有待规范。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括网络游戏的开发和全球发行、软件应用商店的运行等业务。公司自成立始，主要从事网页游戏的开发及运营，2011 年以来，顺应市场形势发展，公司逐渐向移动游戏领域扩展。近年来，移动游戏领域呈快速发展模式，带动公司收入规模持续快速增长。2013~2015 年，公司分别实现收入 15.10 亿元、19.34 亿元和 17.89 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 8.85%；分别实现净利润 4.36 亿元、3.26 亿元和 4.05 亿元，呈波动下降态势，年均复合下降 3.58%，主要系随着公司代理游戏运营规模持续增长，公司毛利率水平有所下降所致。

图 4 2013~2015 年公司收入与利润实现情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司审计报告

从收入结构来看, 公司收入主要来自于移动网络游戏、网页游戏、客户端游戏和软件应用商店。从移动网络游戏来看, 公司自 2011 年开始布局移动网络游戏, 借助 2013 年以来移动网络游戏行业爆发的机遇, 公司移动网络游戏收入呈爆发式增长, 2013~2015 年分别实现收入 7.08 亿元、13.44 亿元和 14.66 亿元, 占营业收入比分别为 46.88%、69.49% 和 81.94%, 持续提升, 目前已是公司主要的收入来源; 从网页游戏来看, 随着移动网络游戏的发展, 网页游戏市场受到较大影响, 公司逐渐控制在网页游戏业务的投入, 2013~2015 年分别实现收入 6.55 亿元、4.60 亿元和 2.26 亿元, 呈持续下降趋势, 在营业收入中占比分别为 43.38%、23.77% 和 12.66%, 占比持续快速下降, 但仍是公司主要的收入来源之一; 从软件应用商店来看, 随着移动互联网的发展, 移动互联网用户实现爆发性增长, 广告客户更加重视移动端的投入, 但公司的软件应用商店 Brothersoft 仍以传统 PC 端互联网为主, 导致软件商店业务收入持续下降, 三年软件应用商店收入分别为 0.51 亿元、0.31 亿元和 0.22 亿元。公司自 2011 年开始经营客户端游戏, 2013~2015 年分别实现收入 0.96 亿元、0.98 亿元和 0.52 亿元, 整体占公司营业收入的比例不大且呈下降趋势, 根据行业市场发展趋势, 目前, 公司严格控制客户端游戏的新增投入。

表 5 2013~2015 年公司营业收入构成及毛利率情况 (单位: 万元、%)

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
网页游戏	65,493.73	43.38%	80.21%	45,976.29	23.77%	78.20%	22,645.88	12.66%	73.52%
客户端游戏	9,572.10	6.34%	40.18%	9,774.65	5.05%	43.88%	5,215.98	2.92%	42.25%
移动网络游戏	70,794.10	46.88%	68.27%	134,397.14	69.49%	68.40%	146,609.1	81.94%	60.16%
软件应用商店	5,134.06	3.40%	68.21%	3,080.46	1.59%	42.82%	2,200.68	1.23%	69.54%
其他收入	5.29	0.00%	71.33%	186.03	0.10%	62.41%	2,242.43	1.25%	21.17%
合计	150,999.28	100.00%	71.67%	193,414.57	100.00%	69.08%	178,914.06	100.00%	60.95%

资料来源: 公司提供

从毛利率情况来看, 公司自研游戏运营毛利率水平较高, 代理游戏运营因涉及到支付授权金、收入分成等条款要求, 毛利率水平低于自研游戏。公司游戏业务毛利率水平变化有以下趋势: 代理移动网络游戏支付授权商分成比例较高, 但由于代理运营通常会采用阶梯式分成方式, 游戏产品的持续良好表现带来移动网络授权商分成比例的下降, 有利于提高游戏产品的毛利率水平; 公司对于代理运营游戏的收入按照用户生命周期确认, 分成成本以双方对账的游戏币兑换金额乘以

分成比例来确认，收入确认相对成本确认有所延后，随着公司代理运营产品的逐年增加，会导致整体毛利率水平有所降低。近年来，公司扩大了游戏运营规模，各类游戏均加大了代理运营的占比，2013~2015年，公司代理运营收入在游戏收入占比分别为73.42%、89.36%和84.43%，同时，由于2015年公司业务进一步向移动端转移，公司加大投入，毛利率水平整体均呈下降趋势。受此影响，2013~2015年，公司整体毛利率分别为71.67%、69.08%和60.95%，呈快速下降趋势，但整体仍处于较高水平。

从收入实现区域来看，公司自2009年起开始海外市场布局，受益于公司较强的海外游戏市场开拓能力，公司收入主要来自于海外（含港、澳、台）。2013~2015年，来自于海外（含港澳台）的收入占比分别为74.35%、74.65%和73.98%，呈波动下降趋势态势，但仍维持较高水平。

表6 2013~2015年公司营业收入区域构成情况（单位：万元、%）

项目	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
境内	38,735.37	25.65%	71.75%	49,036.93	25.35%	62.53%	46,548.54	26.02%	51.00%
境外(含港、澳、台)	112,263.91	74.35%	71.40%	144,377.64	74.65%	71.30%	132,365.51	73.98%	64.45%
合计	150,999.28	100.00%	71.67%	193,414.57	100.00%	69.08%	178,914.06	100.00%	60.95%

资料来源：公司提供

2015年以来，公司涉足对外投资业务进军互联网金融领域，已陆续投资了信达天下、Dada Nexus Limited、趣分期、随手科技、Lendinvest等企业，已搭建起以趣分期和随手科技为流量入口，银客网和Lendinvest为国内外资产端的生态链，并于下半年组建了公司内部的互联网金融团队。2013~2015年，公司取得投资收益占营业利润比分别为40.60%、0.00%和39.45%，其中2013年投资收益主要系出售Talk Talk Limited的股权所致，2015年投资收益主要系公司转让持有的Source Code QFQ Linkage L.P.股权、处置东方富海（上海）创业投资企业（有限合伙）中18.98%的财产份额及对应的财产权益、处置其持有的和力辰光国际文化传媒（北京）有限公司3.00%的股权所致。

总体看，受益于2013年以来移动网络游戏爆发的市场机遇，公司逐步加大代理运营规模，公司收入规模呈波动上升趋势；随着代理运营规模增长，公司整体毛利率水平呈下降态势；受益于公司较强的海外游戏市场开拓能力，公司海外市场收入占比较大。同时，随着公司进军互联网金融领域，公司对外投资规模持续加大，相关投资风险及公司现金流情况需保持关注。

2. 公司采购

公司的对外采购主要是指为了购买代理游戏而对外支付授权金及后续分成款项，购买游戏研发及运营所需的服务器、游戏开发引擎、带宽，租赁IDC机房等业务。

公司游戏发行中心和软件应用商店定期对游戏新产品上线运营情况和软件业务商店的运营情况进行预估或评估，并结合公司实际情况提出采购计划。采购部根据各部门提供信息，分别从质量、效率、成本等方面进行评估。服务器的使用需求一般通过购买和租赁解决，带宽的使用需求一般采用租赁途径选择。对于服务器的购买，公司会选择市场信誉高且价格合理的服务器厂商进行洽谈以确定购买价格和服务条款，对于服务器和带宽的租赁，采购部会选择地域位置合理且品牌知名度较高的IDC机房作为租赁对象。

从代理游戏采购选择来看，公司通过与网络游戏授权商保持频繁、良好沟通，积极参与各类产业会议，及时监测专业网络游戏媒体的资讯动态等，确保及时获得行业最新发展动态及新游戏产品信息。公司对市场上具有市场潜力及游戏授权商、游戏开发商推荐的新游戏产品设置了严格筛选标准，至少符合其中一条标准的游戏产品方能通过初步筛选：当前运营平台所欠缺的产品类型；在某一代表区域已取得优秀运营业绩的产品；该产品开发团队拥有成功的产品经验及稳定的核心成员。对于通过初步筛选的游戏产品，公司将进行两轮专项评估：模拟用户体验评估，由公司客服、非运营和评测人员组成，对新手操作体检进行评估；产品技术评估，由评测部工程师从游戏系统结构、收费、数值设定等角度对游戏品质进行评估，评测部工程师提供体检报告，并结合研发中心（本地化时需要）、发行中心专业意见上报公司管理层进行综合评估。

表 7 公司 2015 年采购前五大供应商（单位：万元、%）

客户名称	采购类别	采购金额	占比
供应商 1	游戏代理授权	139,535,311.42	19.97
供应商 2	游戏代理授权	126,840,615.91	18.16
供应商 3	游戏代理授权	40,761,168.54	5.83
供应商 4	游戏代理授权	32,403,867.86	4.64
供应商 5	游戏代理授权	26,674,045.58	3.82
合计	--	366,215,009.31	52.42

资料来源：公司提供

从采购集中度情况来看，2015 年，公司向前五大大游戏开发商提供的游戏代理授权金占整体采购金额的比重为 52.42%，公司采购集中度较高。

在代理游戏采购中，公司在确定代理游戏项目后，支付一部分授权金，并计入预付款项，若后续对该代理游戏无继续合作计划或公司认为市场前景不好，公司将支付授权金全额计提为管理费用；若后续将该代理游戏推出市场，继续按合同约定支付剩余授权金，各代理游戏授权金金额按照合同约定有所不同。同时，在游戏运营过程中，公司按照收取的储值金额计提分成款，计入应付账款，按月或者按合同约定周期向开发商支付款分成款项。

总体看，公司采购主要系购买代理游戏而对外支付授权金及后续分成款项，公司代理游戏选择较为审慎，采购集中度较高。

3. 运营模式

公司网络游戏的运营模式主要分为自主运营模式和联合运营模式，其中联合运营模式又可根据公司在联合运营业务中承担角色的不同分为授权运营模式和代理运营模式。授权运营模式即公司授权其他游戏平台运营商运营公司自主研发或有权运营的游戏，代理运营模式即公司代理运营其他游戏开发商研发的游戏。

自主运营模式

自主运营模式是指公司独立进行产品研发，负责游戏服务器的架设和维护，独立进行市场推广和开展运营活动，游戏玩家直接通过公司官方网站完成注册和进行游戏，自主运营模式能使公司更好的控制游戏的运营和服务。在该模式下，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，公司独立进行游戏产品的研发与运营，按照道具消耗金额确认收入。

授权运营模式

在授权运营模式下，公司通过与其他游戏平台运营商合作，授权运营商在其平台上运营公司

自主研发或有权代理的网络游戏产品。目前，公司与腾讯、人人、开心网、摩利等网络游戏平台保持良好合作关系，授权运营平台负责提供游戏的充值服务，充值系统由授权运营平台管理，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监理计费系统并定期对账，玩家账户数据库由公司管理，公司向授权运营平台提供消费借款，以实现授权运营平台虚拟货币或其他虚拟物品的兑换。

在授权运营模式下，公司不承担运营责任，公司按照净额法即合作运营方支付的分成款项确认收入。

代理运营模式

在代理运营模式下，公司与游戏授权商合作，在自身游戏平台代理运营其他授权商的网络游戏产品，公司具体负责运营工作，承担运营成本，同时向游戏授权商支付游戏代理授权金和一定比例的分成款。

在代理运营模式下，公司负责游戏服务器的架设和维护，负责维护充值系统，并记录消费过程，公司和授权方各自监理计费系统并定期对账，玩家账户数据库通常由授权方管理。按照协议约定，公司承担主要运营责任，按照总额法确认收入，即采用基于用户生命周期的收入确认模型，将用户兑换游戏币的金额按照用户生命周期分摊确认收入。

总体来看，公司运营模式较为齐备，公司能根据市场情况、产品性质等因素合理采用适当的运营模式，有助于公司获得最大运营收益。

4. 游戏运营

公司自成立以来，主要集中于网页游戏的研发和运营，陆续推出了《三国风云》、《武侠风云》、《千军破》等网页游戏，在市场广受欢迎，逐步建立了在中国网页游戏市场及中国网页游戏出口市场的领先地位和竞争优势；为了进一步丰富产品线，迅速打开海外市场，2010年开始，公司开始代理其他厂商研发的优质游戏。2011年，公司顺应市场发展需求，开始进入移动网络游戏领域和客户端游戏领域。

公司的自研与代理游戏均集中于中重度游戏领域，潜在客户定位主要系20~30岁的男性玩家。对于自营游戏的市场推广，公司主要分为线上或线下市场推广。其中，线上市场推广主要涉及专业网游媒体、社交类平台、搜索引擎营销、视频分享网站等渠道，线下市场推广主要涉及电视广告、平面广告等渠道。在公司自营游戏为主的情况下，公司有条件的与其他游戏平台运营商合作，授权运营商在其平台上运营公司自主研发或代理运营的网络游戏产品，目前，公司与腾讯、人人、开心网、摩利数位等其他平台合作开展授权运营。

公司主要通过游戏统计数据系统GDSS和游戏管理工具GM Tool系统对所运营游戏进行实时监控和管理，并收集相关运营数据，包括用户消费水平、活跃用户数、登陆用户数、付费账号数等，并以此进行数据分析，评估游戏产品的运营状况。公司的运营控制主要涉及对充值系统、计费系统和玩家账户数据库的管理，在自主运营模式下，公司的充值系统、计费系统和玩家账户数据库由公司自行管理，在授权运营模式下，由授权运营平台负责提供游戏的充值服务。

从游戏运营模式占比情况看，公司来自于代理运营和授权运营的收入规模波动增长，特别是代理运营收入规模波动明显，2013~2015年，公司代理运营收入分别为10.71亿元、17.01亿元和14.73亿元，呈波动增长趋势，在公司游戏收入中占比分别为73.42%、89.36%和84.43%，占比波动上升，是公司目前主要收入来源；公司自主运营游戏收入分别为2.51亿元、1.32亿元和2.53亿元，呈波动增长态势，在游戏收入中占比分别为17.22%、6.95%和14.49%，占比波动下降；公

司授权运营收入规模分别为 1.37 亿元、0.70 亿元和 0.19 亿元，受授权运营游戏呈大幅下降态势。

表 8 2013~2015 年公司游戏收入运营模式情况（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
自主运营	25,116.02	17.22	13,235.60	6.95	25,292.69	14.49
代理运营	107,087.32	73.42	170,080.96	89.36	147,301.37	84.43
授权运营	13,656.58	9.36	7,017.55	3.69	1,876.90	1.08
合计	145,859.93	100.00	190,334.11	100.00	174,470.95	100.00

资料来源：公司提供

公司是国内率先采用直接运营的方式开展海外网络游戏发行及运营业务的公司之一，在港澳台、日本、韩国、东南亚、欧美等地都建立了发行网络。公司通过组建强大的本地化技术团队，在游戏类型、画面风格、玩法、题材等多个维度对游戏产品进行全面而深度的本地化调整，进行针对性的底层程序修改、细节调整、场景重置等技术处理，同时在游戏中融入了符合海外游戏用户偏好的元素，以迎合海外用户的娱乐需求。公司在选择代理内地游戏海外发行及代理海外游戏内地发行的过程中，主要目标为精品游戏，多款游戏均已在我国内区域获得了良好的成绩。在海外运营架构上，公司采用了双轨结合的海外运营管理模式，一方面，公司在主要运营所在地设立子公司，实现运营所在地分支机构本土化；另一方面，北京总部设立对应的运营和管理部门，实现业务的垂直化管理。近年来，公司成功向海外市场发行《三国风云》、《千军破》、《傲视天地》、《傲剑》等网页游戏以及《英雄战魂》、《忘仙》、《时空猎人》、《君王 2》、《武侠 Q 传》等移动网络游戏，海外市场发行规模迅速增长。2013~2015 年，公司来自于海外（含港澳台）的收入占比分别为 74.35%、74.65%和 73.98%，呈波动下降态势，但维持较高占比。为了更好的规避汇率风险，公司通过实时汇率变化对外汇风险敞口保持持续关注，并取得汇丰授信和衍生品交易资格，通过远期、期权、NDF 等衍生品对冲外汇风险敞口。同时，公司选择美国上市券商 Interactive Broker 公司作为经纪人，可接入芝加哥交易所和香港交易所通过人民币期货等外汇期货合约对冲风险敞口。联合评级同时也关注到，公司收入主要来自于海外（含港澳台），外汇管制等因素使公司在资金管理上收到较大限制，同时，公司对海外子公司的实际控制能力值得持续关注。

2013 年，公司自营网页游戏《三国风云 2》、《千军破》等网页游戏，产生收入 31,034.39 万元，占网页游戏收入的 47.39%；代理《神曲》、《龙将》等网页游戏，产生收入 34,459.34 万元，占网页游戏收入的 52.61%；2013 年，公司代理移动网络游戏《战将 OL》、《武侠 Q 传》等，产生收入 67,892.87 万元，占移动网络游戏的收入比达 95.90%；自研产品《风云三国》、《梅林传说》产生收入 2,901.23 万元，占移动网络游戏收入比 4.10%，公司移动网络游戏以代理为主；公司代理的客户端游戏《仙境传说》、《晴空物语》等产生收入 9,554.80 万元，占移动端游戏收入的 99.82%。总体看，公司自营游戏以网页游戏为主。

2014 年，公司自营网页游戏《三国风云 2》、《绝代双骄》等网页游戏，产生收入 13,869.26 万元，占网页游戏收入的 30.17%；代理《神曲》、《龙将》等款网页游戏，产生收入 32,107.03 万元，占网页游戏收入的 69.83%，代理网页游戏收入占比持续上升；2014 年，公司代理移动网络游戏《武侠 Q 传》、《啪啪三国》等，产生收入 131,221.94 万元，占移动网络游戏的收入比达 97.64%，自研产品产生收入 3,175.21 万元，占比仅 2.36%；公司客户端游戏收入主要来自于代理游戏收入，公司当年实现客户端游戏收入 9774.65 万元。

2015年，公司自营网页游戏《三国风云2》、《绝代双骄》等网页游戏，产生收入1,265.64万元，占网页游戏收入的24.26%；代理《神曲》等网页游戏，产生收入3,950.34万元，占网页游戏收入的75.74%，代理网页游戏收入规模大幅下降；2015年，公司代理移动网络游戏《剑魂之刃》、《奇迹MU》等，产生收入122,582.04万元，占移动网络游戏的收入比达83.61%，自研产品产生收入24,027.05万元，占比为16.39%，受自营游戏收入的大幅增长影响，移动网络游戏产生收入小幅增长；公司客户端游戏收入全部来自于代理游戏收入，公司当年实现客户端游戏收入22,645.88万元。

表9 2013~2015年公司游戏收入分类情况（单位：万元、%）

游戏类型	取得模式	2013年			2014年			2015年		
		金额	比重	主要产品	金额	比重	主要产品	金额	比重	主要产品
网页	自营	31,034.39	47.39	千军破、三国风云2	13,869.26	30.17	绝代双骄、三国风云2	1,265.64	24.26	绝代双骄、三国风云2
	代理	34,459.34	52.61	神曲、龙将	32,107.03	69.83	神曲、傲视天地	3,950.34	75.74	神曲
网页小计		65,493.73	100.00	--	45,976.29	100.00	--	5,215.98	100.00	--
移动网络	自营	2,901.23	4.10	风云三国、梅林传说	3,175.21	2.36	武侠外传、风云三国	24,027.05	16.39	无双剑姬、艾尔战记
	代理	67,892.87	95.90	战魂OL、武侠Q传	131,221.94	97.64	武侠Q传、啪啪三国	122,582.04	83.61	剑魂之刃、奇迹MU
手机小计		70,794.10	100.00	--	134,397.14	100.00	--	146,609.09	100.00	--
客户端	自营	17.29	0.18	梦幻昆仑	188.68	1.93	血战	--	--	--
	代理	9,554.80	99.82	仙境传说、晴空物语	9,585.97	98.07	TERA、Sea Online	22,645.88	100.00	Tera
客户端小计		9,572.10	100.00	--	9,774.65	100.00	--	22,645.88	100.00	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司移动网络游戏运营取得突破，移动网络游戏收入呈持续上升态势；公司收入增长主要来自于移动网络游戏收入增长；公司海外市场收入占比较高。

5. 软件应用商店

公司软件应用商店包含 Brothersoft.com 和 1Mobile 两个平台。

Brothersoft.com 是公司开发海外市场的战略手段之一，主要针对 PC 端用户，在东南亚和北美等地区建立了较好的品牌优势。目前网站面向全球用户，提供英语、日语、德语、法语、西班牙语、俄语六种语言服务，其提供下载产品按功能细分为应用软件、驱动程序、游戏等类型，为超过 200 个国家的用户提供下载服务。

1Mobile 是主要针对安卓系统手机用户和手机应用开发者推出的手机应用发布与下载服务平台，目前在该平台上发布软件的主要是软件开发和游戏开发商，主要用户分布在北美、东南亚、中东等地区，提供超过 120 万款软件和游戏应用下载，支持英语、繁体中文、韩语、日语、德语、法语等 19 种语言版本，月均分发超过 1.2 亿次。

软件应用商店目前有以下 4 种运营模式：1) 合作分成业务：软件应用商店以营销推广联盟的形式，作为营销推广联盟的合作内容发布商或者合作推广渠道，分享营销推广模式联盟的客户支付的影响推广费用；2) 软件应用商店通过直接向软件开发商等客户销售网站广告位的直销方式获

得的广告收入；3）与软件开发商直接合作，按软件下载效果付费；4）通过提供广告代码链接，获取软件销售代理业务费用。

2013~2015年，公司软件应用商店分别实现业务收入5,134.06万元、3,080.46万元和2,200.68万元，呈持续快速下降趋势，主要系Brothersoft.com主要针对PC端用户及1Mobile刚进入运营初期等因素影响。

总体来看，近年来，公司软件应用商店业务收入呈持续下降趋势，对公司收入贡献度较小。

6. 投资情况

2015年1月公司在创业板公开发行A股7,000万股，募集资金净额133,037.96万元，经公司董事会批准，此次发行股票募集资金拟投资项目为移动网络游戏新产品研发项目、移动网络游戏代理项目、网页游戏新产品研发项目、网页游戏代理项目、客户端网络游戏代理项目，具体情况如下表所示：

表10 截至2015年底公司募集资金承诺投资项目情况（单位：万元、%）

承诺投资项目资金投向	募集资金投资	已投资	目前投资进度	项目达到预定可使用状态日期
移动网络游戏新产品研发项目	40,816.00	20,641.58	50.57	2019年6月
网页游戏新产品研发项目	19,445.00	19,445.00	100.00	2014年11月
客户端网络游戏代理项目	17,903.00	14,676.40	81.98	2017年2月
移动网络游戏代理项目	19,588.56	19,588.56	100.00	2017年9月
网页游戏代理项目	3,970.96	3,970.96	100.00	2014年12月
互联网金融领域资产收购项目	31,344.44	29,712.87	94.89	--
合计	133,037.96	108,035.37	--	--

资料来源：公司提供

2015年以来，公司对外投资规模较大，陆续投资了信达天下、Dada Nexus Limited、趣分期、随手科技、Lendinvest、银客、洋钱罐等企业，截至2015年底，公司主要长期股权投资情况如下表所示。除此之外，公司对在线途游（北京）科技有限公司、宁波辰海灵璧股权投资合伙企业（有限合伙）、Source Code Fund I L.P.(大成基金)等企业的投资计入可供出售金融资产。公司对外投资规模较大，且被投资企业业务分散，需对公司现金流状况及投资收益实现情况持续关注。

表11 截至2015年底公司主要长期股权投资企业情况

被投资企业名称	投资金额		截至2015年底数据		
	币种	金额	资产规模（亿元）	所有者权益（亿元）	2015年收入（万元）
北京信达天下科技有限公司	人民币	15,000,000.00	0.27	0.16	469.76
深圳玩贝科技有限公司	人民币	1,500,000.00	0.01	0.00	64.05
艾普拉斯投资顾问(北京)有限公司	人民币	75,000,000.00	0.94	0.80	2,444.61
Lendinvest limited	英镑	21,999,794.91	21.72	2.55	10,046.16
Yinker Inc	美元	20,000,000.00	1.79	1.10	5,097.54
Free charm investment holding Co.,Inc	美元	4,000,000.00	0.62	0.38	4,172.89
MitouHongkongLimited(米投科技(香港)有限公司)	人民币	93,788,314.50	0.22	0.22	0.09

资料来源：公司提供

2016年1月，公司以 Kunlun Group Limited 为投资主体购买 New Grindr, LLC（以下简称“Grindr”）的现有股东 Grindr Holding Company 持有的 98,448,000 份额，占 Grindr 总股本 60%，总投资金额约玖仟三百万美金（9,300 万美金）。Grindr 是全球最大的同性恋社交网站，总部在美国洛杉矶，在 196 个国家拥有超过 1,050 万的注册用户，日活跃用户超过 200 万，超过 30% 以上用户为美国用户，平均每日用户时长达到 54 分钟以上。2012~2014 年，Grindr 分别实现营业收入 1,740.37 万美元、2,468.87 万美元和 3,174.48 万美元，实现净利润 65.93 万美元、975.49 万美元和 1,374.04 亿美元（以上财务数据未经审计）。公司该对外投资项目涉及投资金额较大，Grindr 的经营情况对公司未来业绩实现有较大影响。

总体看，公司对外投资规模较大，公司对外投资收益实现有待持续关注。同时，大规模的对外投资对公司资金造成了较大占用，需持续关注公司现金流状况。

7. 重大事项

2015 年，公司筹备非公开发行 A 股。本次非公开发行股票的发行人对象不超过 5 名（含），为符合中国证监会规定的证券投资基金投资公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者以及其他境内法人投资者、自然人。本次非公开发行募集资金不超过 25 亿元，扣除发行费用后拟用于海淘金 P2P 平台项目、海外互联网金融 P2P 平台项目、游戏互动 P2P 平台项目，1Mobile 线下手机分发渠道建设项目。本次非公开发行股票数量依据本次非公开发行价格确定。

2016 年 2 月，中国证监会发行审核委员会对公司非公开发行 A 股股票的申请进行了审核，根据会议审核结果，公司本次非公开发行 A 股股票的申请获得无条件审核通过。

总体看，若公司本次成功完成非公开发行 A 股股票，将进一步补充公司资本实力，扩大公司经营规模，促进公司业务进一步发展。

8. 经营效率

2013~2015 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 76.40% 和 77.21%，均呈持续快速增长态势；营业收入和净利润复合增长率分别为 8.85% 和 -3.58%，受代理运营规模大幅增长带来的毛利率水平下降等因素影响，公司净利润增长速度小于营业收入增长速度。

2013~2015 年，公司应收账款持续增长，增幅小于营业收入增幅，公司应收账款周转率分别为 8.94 次、7.53 次和 6.21 次，呈持续下降态势；公司无存货；随着公司经营规模扩大，公司收入规模波动上升，增速小于总资产增速，公司总资产周转率分别为 1.44 次、1.42 次和 0.67 次，呈持续下降态势。从公司与同行业上市公司经营效率比较来看，公司应收账款周转率一般，流动资产周转率和总资产周转率表现较好，整体经营效率较好。

表 12 2015 年网络游戏行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	应收账款周转率	流动资产周转率	总资产周转率
掌趣科技	6.64	1.09	0.17
中青宝	2.33	0.66	0.25
昆仑万维	6.59	1.20	0.67

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，本表上市公司相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体来看，公司整体经营效率较好。

9. 经营关注

境外运营风险以及境外管理风险

近三年，公司来自于境外收入占收入比重分别为 63.26%、74.35% 和 74.65%，占比持续上升。各个国家的文化背景和市场情况、政策环境等因素存在较大差异，若公司对当地市场不能持续较好把握，可能导致前期投入的市场开发资金无法达到预期效果，对公司经营带来不利影响。公司境外收入受外汇管制，公司对资金调度收到限制，同时，公司对境外公司的实际管理掌控能力与境内子公司相比较弱，需持续关注。

现有运营游戏盈利能力下降风险

网络游戏产品本身存在生命周期，属于行业特点，若公司不能及时对现有游戏进行内容更新、版本升级及持续的市场推广，或者游戏玩家的需求发生变化，导致目前公司主要收入与利润来源的主力游戏产品进入生命周期的衰退期，且公司后续研发或代理的游戏产品尚未获得良好的市场表现，将对公司收入及利润实现造成重大影响。

汇率风险

公司境外业务收入占总收入比重较大，且占比呈持续上升态势。一方面，公司与境外支付渠道的结算涉及美元、港币等货币，账期一般在 3 个月以内，期间应收账款中的外币资产会面临一定的汇率风险；另一方面，公司境外子公司的期末报表外币折算时也面临一定的汇率风险。若未来人民币汇率出现的大幅波动，公司面临一定汇率波动风险。

对外投资规模较大

2015 年，公司对外投资规模较大，且涉及较多领域，公司对外投资风险值得关注。同时，公司对外投资占用公司资金较大，公司现金流压力较大。

10. 未来发展

未来，公司将集中力量努力成为全球领先的互联网综合服务提供商，除了持续提供良好的互联网游戏服务，公司还将着力打造满足中国人海外资产配置和投资需求的互联网金融平台。具体而言，公司将从以下几方面着手，以保证持续提供良好互联网服务。

全球化发行

全球范围内移动游戏市场的快速增长，给全球化发行提供了广阔的成长空间。公司将结合当地特色的全球化发行策略，将不断完善在港澳台、日韩、东南亚以及欧美等地的发行运营网络，保持海外多个市场的排行榜前位。

精品化和细分化

移动游戏市场逐渐步入成熟期，告别了爆发期的疯狂增长，玩家对游戏的品质要求越来越高，要求越来越多。在现在多样化的市场上，细分自己的目标消费群，再去研发产品更容易获得成功。不同的消费群体之间有太大的差距，要求更是天差万别，细分化可以把具有较高同质性的聚集在一起，这样产品更容易获得认同。通过用户群体、市场、游戏类别的逐渐细分，深挖移动游戏玩家需求，把产品做精，吸引更多的用户，争取更大的市场，才可能赚取利润，获得立足之地。

重量级 IP 挖掘

以文学、动漫、影视、游戏组成的产业链形成，IP 优势将愈发明显，文化闭环趋势逐渐形成，一鱼多吃的方式将逐渐显现。而且具有极高辨识度的 IP 对于互联网游戏提升玩家付费率具有明显影响。例如 Come-Stay-Pay 模型：在“come”阶段给予用户归属感，从而收获大量流量；在“stay”阶段为用户带来熟悉的情节和内容，获得玩家认同感的同时保持游戏高留存；在“pay”阶段通过

高感召度的人物以及物品增强用户付费率。

总体看，公司战略规划明确具体，符合公司所在行业及自身发展情况，能够指导公司未来几年的发展方向。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2011 年~2014 年 6 月连审合并财务报表、2014 年和 2015 年合并财务报表均已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及其后颁布的各项具体会计准则编制。

2013 年，公司合并范围新增北京昆仑乐享网络技术有限公司和香港昆仑万维股份有限公司 2 家子公司，2014 年和 2015 年合并范围未发生变化，截至 2015 年纳入合并范围的子公司共计 13 家。虽然公司 2013 年度财务报表合并范围有所变化，但由于新纳入合并范围子公司对公司整体影响较小，财务数据的可比性较强。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 38.88 亿元，负债合计 12.08 亿元，所有者权益 26.80 亿元，全部系归属于母公司所有者权益。2015 年，公司实现营业收入 17.89 亿元，净利润 4.05 亿元，全部系归属于母公司所有者净利润；经营活动现金流量净额 1.92 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.90 亿元。

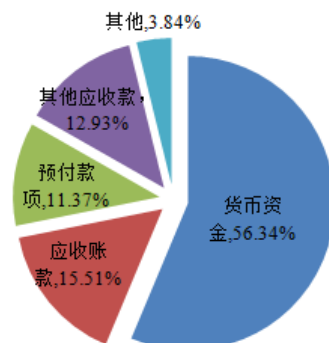
2. 资产质量

2013~2015 年，公司继续稳固现有的网络游戏、软件工具、互联网金融三大业务板块的同时，积极探索互联网领域的投资机会，资产规模年均复合增长 76.40%，主要系货币资金、其他应收款等增长所致。截至 2015 年末，公司资产规模合计 38.88 亿元，其中流动资产占比为 47.83%，较 2014 年底的 76.87% 大幅下降，主要系对外投资增长导致非流动资产中可供出售金融资产的大幅增加所致，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产大幅增长，三年年均增长 31.46%，主要系公司货币资金、应收账款、其他应收款和预付款项的增加所致。截至 2015 年末，公司流动资产合计 18.60 亿元，以货币资金（占 56.34%）、应收账款（占 15.51%）、预付款项（占 11.37%）和其他应收款（占 12.93%）为主。

图 5 截至 2015 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司 2015 年年报

2013~2015年，货币资金持续增长，三年复合增长26.03%，主要系IPO募集资金及公司收入规模稳定增长使得收到的货币资金增长所致。截至2015年末，货币资金金额合计10.48亿元，货币资金以银行存款为主，占比为94.91%，其中包括存放于境外的货币资金3.87亿元。截至2015年末公司包括0.53亿元的受限资金，系向银行申请开具无条件、不可撤销的担保函所存入的保证金存款，货币资金储备较大，符合互联网企业行业资金密集型的特点。

2013~2015年，公司应收账款大幅增长，年均复合增长11.89%，公司应收账款主要系应向渠道商和合作商收取的款项。截至2015年末，应收账款合计2.89亿元，较年初增长13.45%，主要系由于公司开始大力发展移动网络游戏，来自移动网络游戏充值渠道的应收账款占比大幅增加，而移动网络游戏充值渠道账期相对较长所致。从账龄来看，1年以内（含1年）的应收账款占比87.85%，1~3年（含3年）的应收账款占比11.93%，3年以上应收账款占比0.22%。公司已按账龄计提坏账准备合计0.19亿元，由于应收账款主要系从渠道商和合作商收取的充值账款，且约定结算期一般为3个月以内，因此应收账款回收风险较小，同时，公司绝大部分应收账款账龄在一年以内，因此坏账准备较低。截至2015年底，公司应收账款前五大客户应收账款金额合计数1.77亿元，占应收账款合计数的57.75%，占比略高，客户较为集中。

表13 截至2015年末公司应收账款前五大客户情况（单位：万元，%）

单位名称	期末余额	占应收账款合计数比例
摩利数位行銷股份有限公司	6,825.15	22.22
Apple Inc	4,685.32	15.25
Google Inc	3,153.86	10.27
北京世界星辉科技有限责任公司	1,819.08	5.92
HopeSoftwareJointStockCompany	1,256.35	4.09
合计	17,739.78	57.75

资料来源：公司2015年年报

预付款项主要系公司代理游戏预付的授权金或分成款，包括保底分成款和预付合作商的美术外包、广告商款项。公司根据市场情况对各游戏前景进行预判，若认为个别游戏运营前景不如预期，将与部分游戏授权商签署了终止协议，并将无法收回的预付授权金及分成款确认为管理费用；其次对于超过两年、双方无明确后续运营计划的游戏，公司对其预付授权金全额计提减值。2013~2015年，公司预付款项呈现波动上升趋势，年均复合上升19.33%，截至2015年末，公司预付款项合计2.11亿元，较年初增长65.67%，主要是给研发商支付的预付分成款和授权金增加以及预付的广告费增加所导致。从账龄来看，1年以内（含1年）的预付款项占比89.84%，1~3年（含3年）的预付款项占比9.69%，3年以上的预付款项占比0.37%。对于账龄超过两年、双方无明确后续运营计划的游戏预付授权金或分成款，公司全额计提减值，截至2015年，预付款项减值准备占预付款项账面价值的比例为1.14%。预付账款前五名均为代理游戏授权商，预付款情况如下表所示。

表14 截至2015年底公司预付款方情况（单位：万元，%）

单位名称	期末余额	占比
苏州蜗牛数字科技股份有限公司	6,672.95	31.56
香港网易互动娱乐有限公司	4,876.00	23.53
莉莉丝科技（上海）有限公司	1,209.47	5.72
上海心引网络科技有限公司	936.09	4.43
Rivio entertainment Ltd	789.54	3.92
合计	14,584.04	68.97

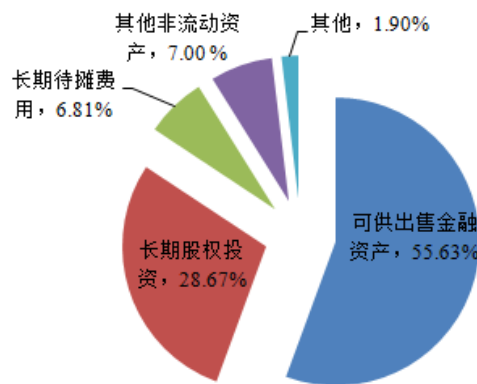
资料来源：公司2015年年报

其他应收款主要是处置投资款、广告费押金、房屋租赁的押金及应收游戏授权商应退还的游戏分成款及授权金。2013~2015年，公司其他应收款年均复合增长153.27%，截至2015年底，公司其他应收款合计2.41亿元，较年初增长623.85%，主要原因为公司处置Source Code QFQ Linkage L.P.公司所形成的处置投资款所形成。公司已按账龄分析法计提坏账准备0.11亿元，由于公司账龄在一年以内的其他应收款，因此坏账准备计提较低。从账龄来看，一年以内的其他应收款占比为96.96%，1~3年的其他应收款占比为2.86%，3年以上的其他应收款占比为0.18%。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产呈大幅增长态势，三年年均增长241.87%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资等增加所致。截至2015年末，公司非流动资产为20.29亿元，以可供出售金融资产（占55.63%）、长期股权投资（占28.67%）、长期待摊费用（占6.81%）和其他非流动资产（占7.00%）为主。

图6 截至2015年末公司非流动资产构成



资料来源：公司2015年年报

2013~2015年，公司可供出售金融资产呈大幅增长趋势，三年年均复合增长872.13%。截至2015年末，公司可供出售金融资产合计11.28亿元，全部系可供出售权益工具，较年初增长602.74%，主要系公司加大对外投资所致。

表15 截至2015年底公司可供出售金融资产主要被投资单位情况（单位：万元、%）

被投资单位	期末账面余额	在被投资单位持股比例
天津真格天峰投资中（有限合伙）	1,800.00	3.28
东方富海（上海）创业投资企业（有限合伙）	656.56	4.99
珠海富海铎创信息技术创业投资基金（有限合伙）	1,000.00	6.37
广州优蜜信息科技有限公司	1,600.00	2.50
北京龙渊天启投资管理中心（有限合伙）	465.42	19.19
在线途游（北京）科技有限公司	3,504.00	3.60
灵趣（北京）网络科技有限公司	225.00	7.50
宁波辰海灵璧股权投资合伙企业（有限合伙）	3,500.00	32.23
北京企额宝资产管理有限公司	100.00	1.00
Source Code Fund I L.P.(大成基金)	1,233.29	10.30
DadaNexus Limited	1,071.50	89.19
BrvAsterFund I, L.P.	1,218.46	2.48

资料来源：公司2015年年报

2015 年公司新增长期股权投资 5.82 亿元，主要系对联营企业的投资，联营企业投资情况如下表所示：

表 16 截至 2015 年底公司长期股权投资情况（单位：万元、%）

被投资单位	期末余额(万元)
北京信达天下科技有限公司	1,283.90
深圳玩贝科技有限公司	137.06
艾普拉斯投资顾问（北京）有限公司	7,491.13
YinkerInc	12,989.13
MitouHoungkonglimited(米投科技（香港）有限公司)	9,378.83
FreeCharmInvestmentHoldingCo.Inc	6,974.12
LendinvestLimited	19,901.32
合计	58,155.50

资料来源：公司 2015 年年报

2013~2015 年，公司长期待摊费用呈现增长态势，年均复合增长 14.16%，长期待摊费用主要系代理游戏授权金、办公室装修费、监管费、游戏形象使用费等，其中游戏授权金占比较高。截至 2015 年末，公司长期待摊费用合计 1.38 亿元，较年初增长 15.75%，主要系待摊游戏授权金的增长所致。

公司其他非流动资产主要系投资款和游戏授权金。2015 年其他非流动资产主要由已支付投资款、尚未完成股权登记的对外投资形成，待完成股权登记后将转入可供出售金融资产和长期股权投资，根据相应会计政策确认投资收益。截至 2015 年末，公司其他应收款合计 1.42 亿元，较年初增长 1,060.02%，主要系游戏授权金的增加所致，其中投资款占比为 43.39%，主要系互联网金融、O2O 服务等，主要为公司出于业务战略布局及财务投资目的进行的对外投资。游戏授权金占比为 56.61%。

总体看，公司资产规模大幅增长，资产构成以非流动资产为主；公司资产负债中，货币资金及可供出售金融资产规模较大，整体流动性较好，资产质量较好。

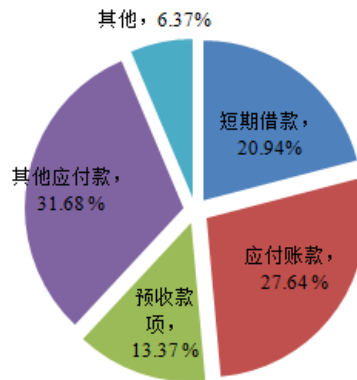
3. 负债及所有者权益

负债

受公司业务规模大幅增长影响，2013~2015 年公司负债逐年大幅增长，年均复合增长 74.64%。截至 2015 年末，公司负债合计 12.08 亿元，较年初增长 164.82%，其中流动负债占比 97.92%，负债构成以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债呈大幅增长态势，年均复合增长 72.82%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款的增加所致。截至 2015 年底，公司流动负债合计 11.83 亿元，较年初增长 161.13%，以短期借款（占 20.94%）、应付账款（占 27.64%）、预收款项（占 13.37%）和其他应付款（占 31.68%）为主。

图 7 截至 2015 年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司 2015 年年报

截至 2015 年底，公司短期借款 2.48 亿元，短期借款以质押借款为主，占比达 83.86%，公司借款期限主要集中在 2016 年，考虑到公司业务发展规划较快，盈利能力增强，短期内无偿债压力。截至 2015 年末无已逾期未偿还的短期借款。

表 17 短期借款明细（单位：万元）

借款银行	金额	期限
北京银行股份有限公司	500.00	2014.6.30~2016.6.29
北京银行股份有限公司	500.00	2015.7.1~2016.7.1
江苏银行股份有限公司	500.00	2015.8.17~2016.8.17
北京银行股份有限公司	500.00	2015.6.30~2016.6.29
江苏银行股份有限公司	1,500.00	2015.8.12~2016.8.12
北京银行股份有限公司	500.00	2015.7.1~2016.7.1
招商银行股份有限公司	3,200.00 美元	2015.6.9~2016.5.23

资料来源：公司 2015 年年报

公司应付账款主要系游戏授权金和分成款、市场推广款项、外宽、外包服务等其他款项。2013~2015 年，公司应付账款呈现大幅增长态势，年均增长 50.68%，主要系代理游戏规模增大，导致应付游戏授权金和分成款大幅增加。截至 2015 年末，应付账款合计 3.27 亿元，较年初增长 47.27%，主要系代理游戏数量增加导致应付代理游戏授权金和分成款增加以及公司为新上线和拟上线的多款游戏进行推广活动导致应付市场推广费增加所致。公司应付账款账龄全部在 1 年以内。

公司预收款项主要系预收游戏值币款、点卡和互联网产品款等，其中预收游戏值币款占比较高，约占 90% 以上。2013~2015 年，公司预收款呈现递减趋势，年均复合减少 13.30%，截至 2015 年末，公司预收款项合计 1.58 亿元，较年初减少 6.98%，公司网页版游戏收到的充值计入预收款项，公司手游产品玩家直接使用人民币购买游戏币，则不计入预收款项，2013~2015 年，公司的游戏业务中心逐渐由页游、端游转向手游，随之收到的预收款减少。

截至 2015 年末，公司非流动负债全部为递延收益，金额合计 0.25 亿元，主要系政府补助和预收游戏授权金，占比分别为 4.82% 和 95.18%。

截至 2015 年末，公司有息债务规模为 2.48 亿元，全部系短期债务，公司债务规模较小，资产负债率为 31.08%，公司负债水平较低。

总体看，公司负债规模持续上升，负债结构以流动负债为主，公司整体债务压力较小。

所有者权益

2013~2015年，受益于公司2015年于创业板上市、资本公积及未分配利润的规模持续增长，公司所有者权益逐年大幅增长，年均复合增长77.21%。截至2015年末，公司所有者权益合计26.80亿元，较年初增长164.85%，全部系归属于母公司的所有者权益，其中实收资本占比为42.06%，资本公积占比32.59%，盈余公积占比2.94%，未分配利润占比33.68%，公司未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

总体看，公司所有者权益增长较快，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

由于公司境外游戏业务扩张迅速，游戏产品收入占比及水平波动上升，2013~2015年，公司收入呈现波动增长趋势，分别实现营业收入15.10亿元、19.34和17.89亿元，年均复合增长8.85%；实现净利润4.36亿元、3.26亿元和4.05亿元，年均复合减少2.99%，主要系计提管理费用的股权激励费用增加所致。

从期间费用来看，2013~2015年，随着公司经营规模增长，公司期间费用总额波动上升，分别为8.02亿元、9.90亿元和8.38亿元，年均复合增长2.17%。从销售费用来看，近三年年均复合增长6.51%，主要系公司游戏运营业务发展较快导致的市场及推广费用、充值渠道手续费增长所致；从管理费用来看，近三年年均复合增长10.81%，主要系已发生的开发支出进行了费用化处理所致；从财务费用来看，公司财务费用主要系确认的汇兑损益，近年来，公司财务费用分别为0.13亿元、0.11亿元和-0.75亿元，2015年为负值，主要系受外币汇率变化导致汇兑损失所致。2013~2015年，公司费用收入比分别为53.14%、51.17%和46.82%，公司期间费用控制能力有所下降。

从利润构成来看，公司利润总额主要来自于公司游戏运营业务、软件应用商店等主营业务。近三年，公司投资收益波动较大，分别为1.70亿元、0.00亿元和1.59亿元，2013年公司投资收益主要系出售Talk Talk Limited的股权所得，2015年公司投资收益大幅增长主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益，其中，处置其持有的东方富海（上海）创业投资企业（有限合伙）中18.98%的财产份额及对应的财产权益而取得的投资收益3,003.56万元；处置其持有的和力辰光国际文化传媒（北京）有限公司3%的股权获得投资收益1,800.00万元；转让持有的Source Code QFQ Linkage L.P.股权取得投资收益11,331.07万元。2013~2015年，公司营业外收入分别为0.23亿元、0.07亿元和0.14亿元，分别占利润总额的5.12%、2.11%和3.47%，公司营业外收入对利润总额的影响较小。

从各项盈利指标来看，受公司业务中毛利润较低的代理游戏业务增加影响，公司营业利润率逐年下降，2013~2015年，营业利润率分别为70.79%、68.87%和60.68%。2013~2015年，公司总资产收益率分别为56.15%、34.99%和20.59%，总资产报酬率分别为42.23%、24.26%和15.54%，净资产收益率分别为56.15%、34.99%和21.96%，各项在2015年较上年大幅下降，主要系公司净资产和总资产规模大幅增长所致。从公司与同行业上市公司盈利能力比较来看，公司盈利能力在行业内处于较好水平。

表18 2015年网络游戏行业上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

企业名称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
中国手游	11.16	7.66	--
中青宝	6.82	4.49	43.08
昆仑万维	21.96	15.54	60.09

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，本表上市公司相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，受毛利润较低的代理游戏业务增加影响，公司营业利润率逐渐降低，但仍处于较高水平，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率水平较高。近年来，公司投资收益波动较大，主要系公司处置持有股权所致。

5. 现金流

从经营情况看，2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为3.70亿元、3.97亿元和1.92亿元，公司经营活动现金流量净额呈现波动递减趋势，三年年均复合减少27.98%，主要由于游戏分成款及市场费增加所致。近三年销售商品、提供劳务收到的现金规模较为稳定，分别为13.34亿元、15.50亿元和14.71亿元，年均复合增长5.02%；购买商品、接受劳务支付的现金分别为5.14亿元、6.39亿元和7.55亿元，年均复合增长21.14%；受公司计提股权激励费用影响，导致公司近三年支付的其他与经营活动有关的现金分别为3.22亿元、3.48亿元和5.03亿元，年均复合增长25.05%。2013~2015年，公司现金收入比分别为88.34%、80.13%和82.22%，呈波动下降态势，公司收入实现质量一般。

从投资情况看，2013~2015年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为1.49亿元、-1.90亿元和-16.44亿元，2013年，公司出售Talk Talk Limited的股权导致投资活动现金流入规模大幅增长，当年投资活动现金净流入1.49亿元。2014年和2015年投资活动现金流均表现为净流出，主要系公司对外投资大幅增加所致。

从筹资情况来看，公司筹资活动现金流量净额分别为-2.82亿元、-1.67亿元和17.19亿元，2013年和2014年均表现为净流出状态，2015年转为净流入状态，主要系公司上市后收到募集资金及取得银行借款所导致。从筹资活动现金流入来看，2013年和2014年，公司未进行任何形式的筹资活动，无筹资活动现金流入，2015年，公司于创业板上市使得募集资金增加；从筹资活动现金流出来看，2013~2015年，公司分配股利分别为2.80亿元、1.65亿元和0.65亿元，年均复合减少51.87%。

总体看，公司经营活动现金回笼能力一般，随着公司对互联网金融行业及O2O行业的投资加大，公司有进一步的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2013~2015年，公司流动比率分别为2.72倍、2.49倍和1.57倍，呈逐渐下降态势，主要系随着公司在创业板上市后，资产规模大幅增长所致；公司无存货，速动比率与流动比率一致；2013~2015年，公司经营现金流动负债比分别为93.48%、87.56%和16.24%，2015年经营性金流动负债比大幅降低，主要系经营活动现金流净额受游戏分成款及市场费用增加而大幅降低，同时新增短期借款及应付账款大幅增加导致流动负债大幅增加所致，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖程度一般；2015年，公司现金短期债务比为4.23倍，处于较高水平。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，公司EBITDA分别为4.99亿元、4.03亿元和4.97亿元，呈波动增长态势，主要系利润总额波动所致；公司EBITDA由利润总额、折旧和摊销构成，其中利润总额在EBITDA中的占比分别为88.56%、81.88%和83.77%。公司2013年和2014年无有息债务情况。截至2015年底，公司全部债务资本化比率、EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别为8.46%、1,458.23倍和2.00倍。2013~2015年，公司资产负债率波动上升，分别为31.71%、31.08%和31.08%，主要系公司新增短期借款及游戏分成款增加导致应付账款增加，使得负债大幅增加所致。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年末，公司不存在对外担保情况。

2014 年 6 月 19 日，发行人收到北京市第一中级人民法院的（2014）一中民初字第 5146 号《民事应诉通知书》及明河社出版有限公司、完美世界（北京）软件有限公司（以下合称“原告”）起诉北京火谷网络科技有限公司、昆仑万维、昆仑在线及昆仑乐享（以下合称“被告”）的《民事起诉状》，原告称被告所运营的网络游戏《武侠 Q 传》侵犯其著作权及不正当竞争，要求被告立即停止侵权原告著作权及不正当竞争行为，并向原告赔偿损失共计 14,499,176.66 元及赔偿合理支出 319,650.80 元，2015 年 9 月，原告将赔偿损失金额调整为人民币 1 亿元，2016 年 3 月 9 日进行了第四次开庭，根据公司委托律师说明，被告诉求得到法院支持并判被告全部承担的几率很小。截至 2015 年末，公司无其他重大诉讼事件。

截至 2015 年末，公司发行人获得江苏银行、北京银行等多家金融机构的授信总额 8.84 亿元，其中已使用授信额度 6.20 亿元。

根据公司提供的查询日期为 2016 年 4 月 13 日的中国人民银行《企业信用报告》，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司整体偿债能力较强。若公司未决诉讼败诉，除赔偿原告经济损失外，公司停止运营《武侠 Q 传》或将对公司收入造成一定影响。

八、本期公司债偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年末，公司负债总额和有息债务总额分别为 12.08 亿元和 2.48 亿元，本期次拟发行公司债额度为不超过 9 亿元，相对于公司负债及债务规模而言，本期发债额度很高。

以 2015 年末财务数据为基础，本期债券 9 亿元全部发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.03%、25.14% 和 25.14%，公司的负债水平大幅上升，债务负担有所加重，但仍处于较低水平。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 4.97 亿元，为本期公司债券发行额度 9 亿元的 0.55 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2015 年经营活动产生的现金流入 16.67 亿元，为本期公司债券发行额度 9 亿元的 1.85 倍，对本期债券覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司技术实力较强、发行渠道优势、经营规模持续增长、债务负担较轻等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力较强。

九、综合评价

北京昆仑万维科技股份有限公司作为一家专业从事网络游戏研发与运营的公司，具备技术实力强、债务负担轻、海外游戏市场开拓能力较强等优势。近年来随着移动网络游戏行业的迅速发展，公司代理运营游戏收入波动增长导致营业收入相应波动增长。同时，联合评级也关注到网络游戏行业竞争激烈、公司资产规模偏小、收入主要来自境外、公司对外投资规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

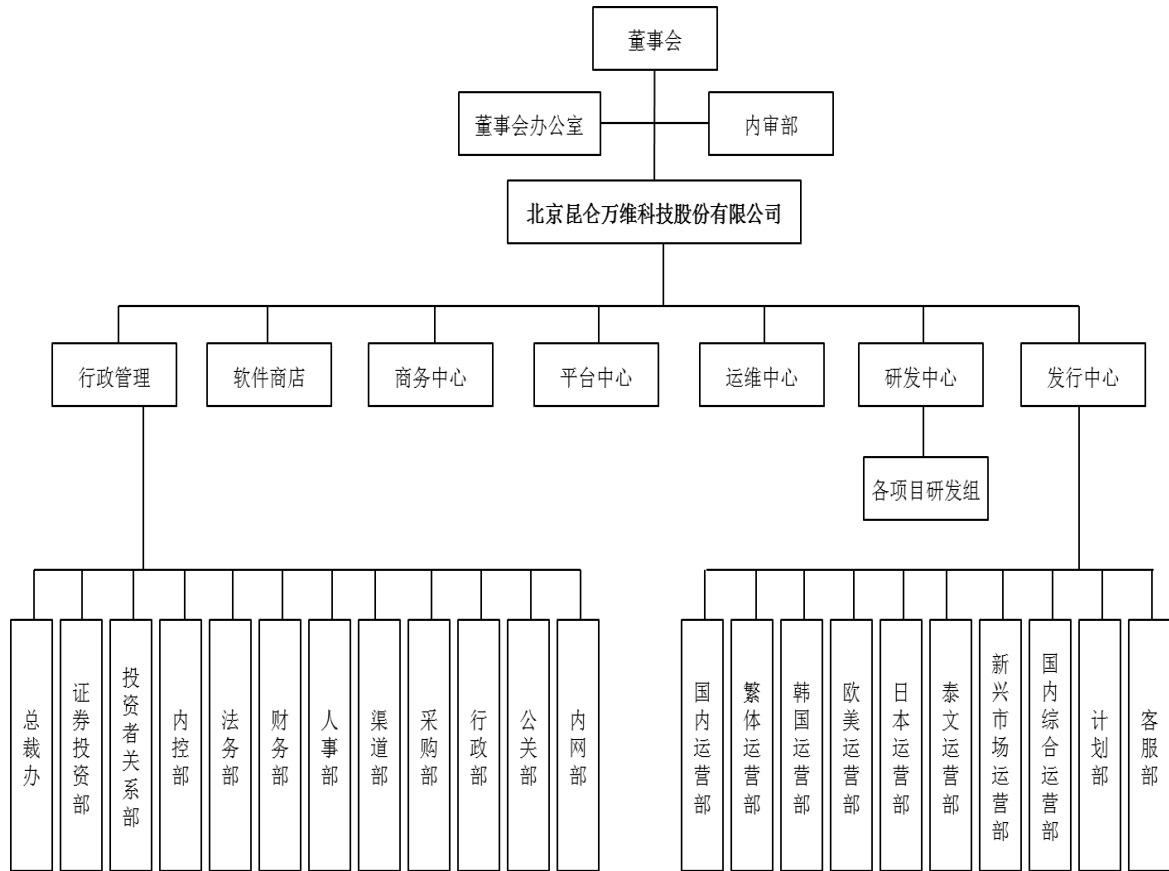
2016 年 2 月，公司非公开发行 A 股股票的申请已获中国证监会审核通过，若公司成功完成非公开发行股票，将进一步补充公司资本实力，促进其业务发展。

中国网络游戏产业是一个年轻的行业，更是一个快速发展的行业，随着互联网用户数量的迅速增长，为中国网络游戏行业持续发展提供了基础保证，行业发展前景广阔，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 北京昆仑万维科技股份有限公司

组织结构图



附件 2 北京昆仑万维科技股份有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	12.50	14.68	38.88
所有者权益 (亿元)	8.53	10.12	26.80
短期债务 (亿元)	0.00	0.00	2.48
全部债务 (亿元)	0.00	0.00	2.48
营业收入 (亿元)	15.10	19.34	17.89
净利润 (亿元)	4.36	3.26	4.05
EBITDA (亿元)	4.99	4.03	4.97
经营性净现金流 (亿元)	3.70	3.97	1.92
应收账款周转次数 (次)	8.94	7.53	6.21
存货周转次数 (次)	--	--	--
总资产周转次数 (次)	1.44	1.42	0.67
现金收入比率 (%)	88.34	80.13	82.22
总资本收益率 (%)	56.15	34.99	20.59
总资产报酬率 (%)	42.23	24.26	15.54
净资产收益率 (%)	56.15	34.99	21.96
营业利润率 (%)	70.90	68.87	60.68
费用收入比 (%)	53.14	51.17	46.82
资产负债率 (%)	31.71	31.08	31.08
全部债务资本化比率 (%)	--	--	8.46
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	1,458.23
EBITDA 全部债务比 (倍)	--	--	2.00
流动比率 (倍)	2.72	2.49	1.57
速动比率 (倍)	2.72	2.49	1.57
现金短期债务比 (倍)	--	--	4.23
经营现金流流动负债比率 (%)	93.48	87.56	16.24
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.55	0.45	0.55

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 北京昆仑万维科技股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年北京昆仑万维科技股份有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京昆仑万维科技股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京昆仑万维科技股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京昆仑万维科技股份有限公司的相关状况，如发现北京昆仑万维科技股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如北京昆仑万维科技股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至北京昆仑万维科技股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送北京昆仑万维科技股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年五月十三日