



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪252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已发行的“游族网络股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为**AA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月九日

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

| | | | |
|--------|-------------------|----|---------|
| 发行主体 | 游族网络股份有限公司 | | |
| 发行规模 | 人民币 4 亿元 | | |
| 存续期限 | 2017/4/7-2020/4/7 | | |
| 上次评级时间 | 2017/3/22 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 | AA | 评级展望 稳定 |
| | 主体级别 | AA | |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 | AA | 评级展望 稳定 |
| | 主体级别 | AA | |

基本观点

2016 年游戏行业继续保持高速增长，游族网络股份有限公司（以下简称“游族网络”或“公司”）在网页游戏和移动游戏中推出的“少年三国志”、“大皇帝”、“女神联盟”等游戏获得了玩家广泛的认可，持续取得较高的关注度。2016 年公司营业收入和净利润均取得了较大幅度增长。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到，公司目前营业收入主要依赖于几款关注度较高的游戏，考虑到游戏寿命周期较短，未来公司若不能研发出符合市场需求的新游戏，或将会对公司未来的营业收入产生不利影响，同时公司存在商誉减值风险和盈利能力下降风险。

综上，中诚信证评维持游族网络股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“游族网络股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA。

概况数据

| 游族网络 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|----------------|-------|-------|-------|---------|
| 所有者权益（亿元） | 8.96 | 21.88 | 27.20 | 29.32 |
| 总资产（亿元） | 13.75 | 29.25 | 47.04 | 54.34 |
| 总债务（亿元） | 0.00 | 5.06 | 13.85 | 17.00 |
| 营业总收入（亿元） | 8.44 | 15.35 | 25.30 | 8.88 |
| 营业毛利率（%） | 69.63 | 58.02 | 47.62 | 44.52 |
| EBITDA（亿元） | 4.23 | 5.63 | 7.24 | - |
| 所有者权益收益率（%） | 45.50 | 23.09 | 21.95 | 27.95* |
| 资产负债率（%） | 34.86 | 25.19 | 42.17 | 46.04 |
| 总债务/EBITDA（X） | 0.00 | 0.90 | 1.91 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | - | 29.21 | 20.17 | - |

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、带*指标经过年化处理。

正 面

- 游戏行业发展空间广阔。历经十余年的发展，我国的网络游戏行业逐渐发展成为一个具有很大市场潜力的新兴行业；2016 年，中国游戏市场实际销售收入达到 1,655.7 亿元，同比增长 17.7%。其中移动游戏市场实际销售收入为 819.2 亿元，同比增长 59.2%，首次超过客户端游戏和网页游戏成为游戏行业收入占比最高子行业。
- 公司产品在市场上认可度较高。2016 年公司主打产品“少年三国志”、“大皇帝”、“女神联盟”、“女神联盟 2”得到了玩家的广泛认可，2016 年均为公司带来了超过 3 亿元收入。同时公司 2016 年新开发的“狂暴之翼”、“盗墓笔记”等游戏市场认可度也较高，为公司未来收入的增长点。
- 公司收入逐年增长，盈利良好。2016 年公司实现营业总收入 25.30 亿元，净利润 5.97 亿

分 析 师

胡辉 1 hlu@ccxr.com.cn

牛魁 2 kniu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 9 日

元，分别同比增长 64.86% 和 18.20%。公司营业收入和净利润均保持较快增长。

关 注

- 游戏产品开发风险。由于网络游戏生命周期较短，若公司无法及时开发出符合预期盈利水平的新游戏，或者在研发过程中对新技术发展方向及玩家需求偏好理解出现偏差，均会对公司经营业绩的提升产生不利影响。
- 商誉减值风险。经过多次并购，公司拥有较大规模的商誉，截至 2016 年 12 月末和 2017 年 3 月末，公司商誉规模分别为 9.53 亿元和 9.57 亿元，分别占总资产的 20.26% 和 17.61%，未来一旦被并购公司的经营状况弱于交易评估时预期状态，公司大规模的商誉资产或将面临减值风险。
- 盈利能力持续下降风险。游戏行业毛利率普遍较高，但竞争也极为激烈。近年来公司广告费等成本支出增长较快，导致公司毛利率持续下降。2016 年公司网页游戏和移动游戏毛利率分别为 42.36% 和 52.74%，较 2015 年分别下降 15.41 个百分点和 5.69 个百分点。

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。

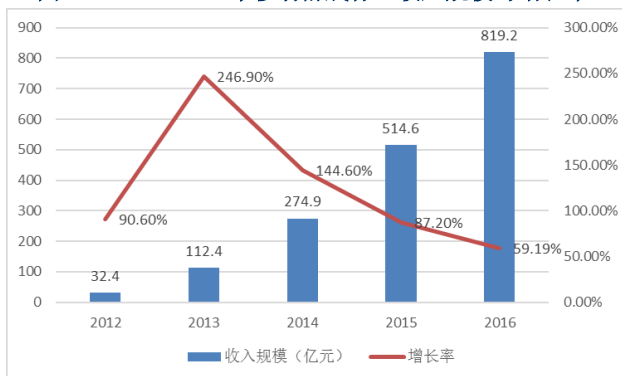
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

移动游戏持续呈高速增长态势，2016年已成为游戏行业占比最高子行业，预计未来将继续保持良好增长态势

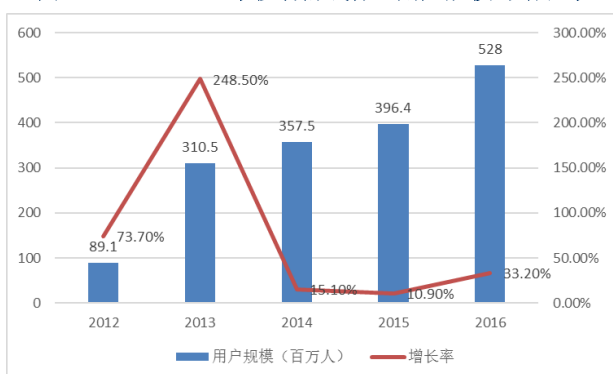
2016年，中国游戏市场销售收入达到1,655.7亿元，同比增长17.7%，增长率相对上年有所放缓，但销售收入增量保持稳定。移动游戏市场实际销售收入为819.2亿元，同比增长59.2%，首次超过客户端游戏和网页游戏成为游戏行业收入占比最高子行业。移动游戏高速增长的主要原因在于移动端支付的便捷性以及手机的大规模普及，移动游戏玩家群体数量的扩张，让厂商在游戏类型上也有更多元化的选择。移动游戏增速2015年之后回落到两位数，但考虑到前几年移动游戏的高速发展，增速回落属于市场正常发展态势。

图1：2012~2016年移动游戏行业收入规模与增长率



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

图2：2012~2016年移动游戏行业用户规模与增长率



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

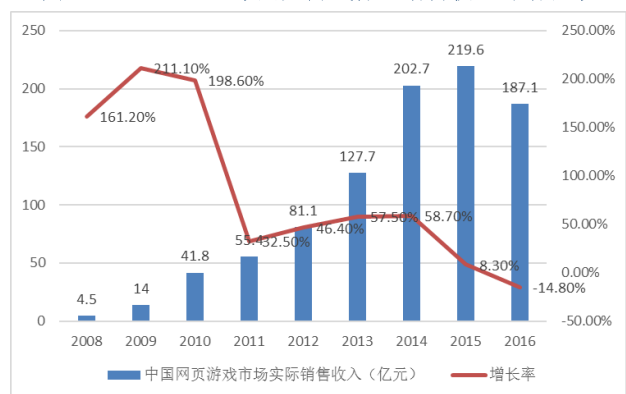
2016年移动游戏市场增长率放缓，主要是因为国家政策的严格把控，导致中小PC产品上线率下降；同时因政策规范化之后，市场逐渐淘汰了一批质量较弱，受关注较低的产品，玩家慢慢的集中在

一些优质产品上，从而降低了产品的增长率，但是玩家群体的日益增大以及付费增加，整体市场的收入规模也逐渐递增。预计未来移动游戏行业依然会保持良好的增长态势。

网页游戏行业受移动游戏兴起影响，近几年增长低迷，2016年出现负增长；未来网页游戏或可通过对外出口创造新的增长点

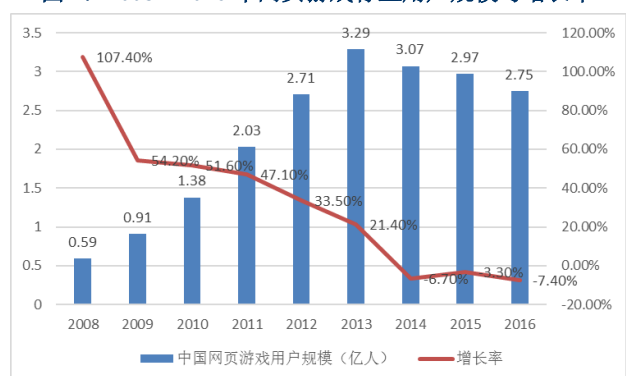
中国网页游戏（以下简称“页游”）市场繁荣起步于2008年，2008-2014年持续保持中高速发展态势，年复合增速达到88.6%。2015年页游市场受到移动游戏（以下简称“手游”）冲击，增速开始放缓，2016年首次出现负增长。2016年页游市场销售收入为187.1亿元，同比下降14.8%。另一方面，页游用户规模亦开始流失，2016年页游用户规模为2.75亿人，同比下降7.4%。

图3：2008~2016年网页游戏行业销售收入与增长率



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

图4：2008~2016年网页游戏行业用户规模与增长率



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从页游产品数量上看，2013年起页游产品数量持续下降。2015年页游数量达到2,180个，同比下降6.4%，相比2013年下降10%（2,420个）。相反，页游开服数量却保持两位数增长。2016年国内页游

开服共计 30.63 万组，同比增长 19.8%，但开服量增速已大幅放缓。

另一方面，目前中国已成为全球页游市场最大的产品输出国。2014 年网络游戏出口细分中，网页游戏占比达到 31%。根据 GPC,CNG&IDC 发布的《2015 年中国游戏产业报告》，2015 年自研页游海外收入规模已达 15.9 亿美元，同比增长 67.7%，与当年国内页游市场 8.3% 的增速形成鲜明对比，海外页游市场收入规模也接近国内市场规模的 1/2。港澳台、东南亚、日韩依然是主要的出口地区，进入欧洲、北美和南美市场的页游厂商及产品数量相对较少，欧美页游出口市场未来增长潜力较大。

业务运营

公司主要从事网页游戏和移动终端游戏的研发与运营，通过自主平台运营和联运平台运营相结合的方式，已发展成为国内领先的集研发和运营于一体的网络游戏厂商之一。2016 年公司实现营业收入 25.30 亿元，较 2015 年末增长 64.86%。其中软

件和信息技术服务业实现营业收入 25.22 亿元，较 2015 年末增长 64.63%，此外，公司另有租金收入等其他收入，占比规模较小。按产品划分，2016 年公司网页游戏和移动游戏分别实现收入 12.31 亿元和 12.82 亿元，较上年末分别增长 57.72% 和 77.87%，公司推出的“少年三国志”、“大皇帝”、“女神联盟 2”等游戏均受到玩家的认可，为公司收入带来了稳定的增长。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.88 亿元。

公司移动游戏产品和页面游戏产品均表现出强劲增长态势，营业收入大幅提升

公司游戏产品分网页游戏和移动游戏两种。2016 年，公司网页游戏实现营业收入 12.31 亿元，占营业收入 48.66%，占比较上年末下降 4.21 个百分点；随着移动游戏市场整体的高速发展，公司移动游戏实现营业收入 12.82 亿元，占营业收入比重达 50.65%，较上年末增长 3.70 个百分点，占比首次超越页游。

表 1：2015~2016 年公司分产品收入构成情况

| 产品 | 2015 年 | | 2016 年 | |
|-------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 营业收入 | 占比 | 营业收入 | 占比 |
| 网页游戏 | 8.11 | 52.87 | 12.31 | 48.66 |
| 移动游戏 | 7.21 | 46.95 | 12.82 | 50.65 |
| 其他 | 0.03 | 0.18 | 0.17 | 0.69 |
| 营业收入 | 15.35 | 100.00 | 25.30 | 100.00 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从 2016 年公司主要游戏产品运营情况来看，除“大皇帝手游”外，其余产品开服数量均超 1,000 组，更有三款游戏开服数量超过 10,000 组，2013 年上线的“女神联盟页游”累计开服总数超过 20,000 组。从月流水峰值来看，公司推出的页游产品取得了较好的月流水量，2016 年月流水量峰值排名前三的分别为“女神联盟”、“盗墓笔记”和“女神联盟 2”，其中“女神联盟”流水峰值超过 1 亿元；2016 年手游月流水峰值排名前三的分别为“少年三国志”、“少年西游记”和“狂暴之翼”，其中“少年三国志”流水峰值超过 1 亿元，“少年西游记”流水峰值也接近 1 亿元。营业收入方面，页游实现营业收入最多的三款游戏是“大皇帝”、“女神联盟 2”和“女神联盟”，其中“大

皇帝”和“女神联盟 2”收入均超过 3 亿元；手游实现营业收入最多的三款游戏是“少年三国志”、“狂暴之翼”和“少年西游记”，其中“少年三国志”收入超过 6 亿元，为公司收入贡献最大的游戏。

分产品来看，“少年三国志手游”自 2014 年末推出后创下了 20 天流水过亿，单月最高营收达到 1.2 亿元人民币的成绩，并在随后的 18 个月内占据苹果 App Store 畅销榜前列，2016 年继 2015 年荣获多项大奖外又获得“2016 年度十大最受海外欢迎游戏”、“2016 年度咪咕“金叹号奖”之“年度最经典移动网络游戏奖”等多项国内外大奖。大皇帝系列是公司推出的首款三国题材 RSLG 游戏，该游戏公测首日跻身 IOS 免费榜第三，并保持营收稳步上升的

态势，2016年继续为公司带来较大的营业收入。“女神联盟 2”是公司继“女神联盟”之后推出的全新 3D 回合制魔幻 RPG 页游，是公司女神联盟系列游戏 2016 年的主打游戏，荣获“2016 年度十大人气 PC 游戏奖”、Facebook“2016 年度最佳网页游戏”等奖项。

“狂暴之翼手游”是公司 2016 年推出的重要的 ARPG 手游，游戏自推出之后，先后获得苹果、Google 多次全球推荐，并被评为“MMOsite 2016 年度最佳动作手游”，为公司今后一两年内的重点产品之一。此外，公司 2016 年新推出的“少年西游记手游”、“盗墓笔记页游”也均取得了市场广泛的关注，为公司带来了较高的收入。公司未来 1~2 年的盈利能力很大程度上将取决于几款新游戏今后的表现。

总体来看，由于公司拥有一批质量较高、市场认可度较高的游戏产品，2016 年公司网页游戏收入和移动游戏收入均取得较大幅度增长。但鉴于游戏行业的特殊性，游戏寿命周期较短，且游戏研发较依赖优秀的研发团队，公司仍然面临一定的人员流失风险及产品研发风险。

公司实行自主运营和联合运营的双重经营策略，形成国内市场与国外市场并重的格局，游戏运营情况良好

2016 年，公司运营模式依然维持自主平台运营和联合运营平台运营两种模式。两种运营模式收入情况来看，2016 年公司自主运营模式收入持续增长，占比也较 2015 年增长 7.08 个百分点；联合运营收入占比较 2015 年下降 7.71 个百分点，但依然为公司最主要的运营模式。

联合运营模式下，公司 2016 年的合作商主要为苹果、谷歌、Facebook、腾讯、小米等，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，2016 年公司与各运营商分成比例情况与去年基本保持不变。

表 2：2016 年公司前五大联运商情况

单位：万元，%

| 序号 | 客户名称 | 销售金额 | 占营收比例 |
|----|--------|-----------|-------|
| 1 | 第一大联运商 | 53,158.98 | 21.01 |
| 2 | 第二大联运商 | 9,972.65 | 3.94 |
| 3 | 第三大联运商 | 9,511.56 | 3.76 |
| 4 | 第四大联运商 | 8,963.52 | 3.54 |
| 5 | 第五大联运商 | 6,760.43 | 2.67 |
| 合计 | - | 88,367.15 | 34.92 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3：2014~2016 年公司两种运营方式收入情况

单位：亿元，%

| 项目 | 2014 年 | | 2015 年 | | 2016 年 | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 自主运营 | 4.15 | 49.17 | 4.75 | 30.95 | 9.63 | 38.03 |
| 联合运营 | 4.28 | 50.71 | 10.57 | 68.87 | 15.48 | 61.16 |
| 其他 | 0.01 | 0.12 | 0.03 | 0.18 | 0.20 | 0.81 |
| 合计 | 8.44 | 100.00 | 15.35 | 100.00 | 25.30 | 100.00 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从用户区域分布来看，近年公司收入结构从以国内市场为主逐步演变为国内与国外市场均衡的局面，2016 年公司来自国内营业收入和国外营业收入比例与 2015 年末相比基本保持不变。近年来国内游戏市场日趋竞争激烈，未来公司或可继续通过扩张海外市场维持快速发展。

2016 年初，公司自研页游“女神联盟 2”在全球发行，并荣获 Facebook“2016 年度最佳网页游戏”。

ARPG 手游“狂暴之翼”不仅先后获得苹果、Google 多次全球推荐，更是被评为“MMOsite 2016 年度最佳动作手游”。公司手游代表作“少年三国志”自上线以来，不仅国内市场表现长期内保持稳定，凭借过硬的产品质量及三国题材的文化优势，在港澳台及东南亚地区也均有强劲的表现。

同时，公司也通过海外并购促进海外收入的增长。2016 年，公司成功完成收购德国知名游戏厂商

Bigpoint, 共享研发经验, 加强了核心研发实力, 为公司注入全球化基因; 双方共同在海外运营公司自研精品页游“女神联盟 2”, 为游戏在欧洲地区“量

身定制”本地化发行策略, 进一步增加精品游戏在全球市场的渗透率, 继续践行全球化战略目标, 未来海外市场收入有望进一步增加。

表 4: 2014~2016 年公司分区域收入情况

单位: 亿元, %

| 项目 | 2014 年 | | 2015 年 | | 2016 年 | |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 国内 | 5.19 | 61.47 | 7.64 | 49.79 | 12.62 | 49.89 |
| 国外 | 3.25 | 38.53 | 7.71 | 50.21 | 12.68 | 50.11 |
| 合计 | 8.44 | 100.00 | 15.35 | 100.00 | 25.30 | 100.00 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

整体来看, 公司实行自主运营和联合运营的双重经营策略, 形成国内市场与国外市场并重的格局。在联合运营模式及海外市场地位不断攀升的趋势下, 公司需加强同联合运营商的合作关系, 且海外市场的维护经营情况值得关注。

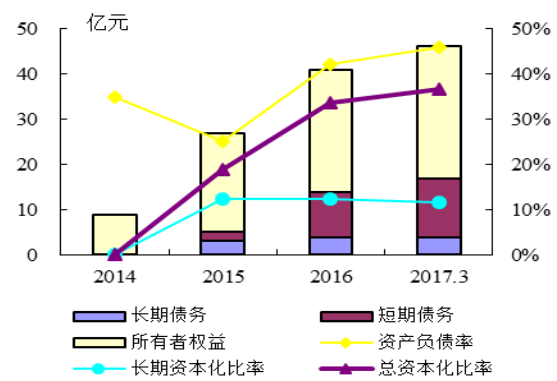
财务分析

以下分析基于经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具的标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表。

资本结构

2016 年公司因为对外并购以及业务快速发展, 总资产、总负债及所有者权益大幅增长。2016 年末, 公司总资产为 47.04 亿元, 同比增长 60.83%; 总负债为 19.83 亿元, 同比增长 169.23%; 所有者权益为 27.20 亿元, 同比增长 24.34%。财务杠杆方面, 2016 年公司资产负债率和总资本化比率分别为 42.17% 和 33.73%, 呈上升态势, 但总体仍保持在较低水平。截至 2017 年 3 月末, 公司总资产为 54.34 亿元, 总负债 25.02 亿元, 所有者权益 29.32 亿元; 资产负债率和总资本化分别为 46.04% 和 36.70%。

图 5: 2014~2017 年一季度公司资本结构



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

资产构成方面, 2016 年末公司流动资产为 16.41 亿元, 较 2015 年末增长 67.61%。2016 年末, 公司流动资产主要由应收账款、货币资金和预付款项组成, 其中应收账款余额为 6.58 亿元, 占流动资产 40.11%, 账龄一年以内的占比 79.98%, 公司共计提坏账准备 0.48 亿元, 应收账款风险整体可控; 货币资金余额为 6.50 亿元, 主要为 3.46 亿元的银行存款和 3.04 亿元的其他货币资金, 其中使用权限受限的资金为 2.67 亿元, 为保函保证金; 预付款项余额为 1.75 亿元, 92.31% 的预付款项账龄在一年以内。2017 年 3 月末公司流动资产增长至 21.52 亿元, 流动资产结构变化不大。

2016 年末公司非流动资产为 30.63 亿元, 较上年末增长 57.42%, 主要由商誉、固定资产、可供出售金融资产、长期股权投资等构成。其中商誉为 9.53 亿元, 较上年末增加 4.23 亿元, 为公司并购 Bigpoint HoldCo GmbH 所形成; 剩余 5.30 亿元商誉为公司之前年度并购广州掌淘网络科技有限公司形成; 目

前公司商誉未计提减值准备，考虑到商誉在公司资产中占比较大，未来如并购公司经营状况弱于交易评估时预期状态，可能导致商誉减值；固定资产为 7.09 亿元，主要由 5.70 亿元的房屋及建筑物构成；可供出售金融资产为 5.58 亿元，其中 5.47 亿元按成本计量，为公司投资的西藏晨麟投资中心（有限合伙）、北京风灵创景科技有限公司等 28 家企业，0.11 亿元按公允价值计量；长期股权投资为 3.10 亿元，为上海佩沃投资管理合伙企业、上海光雅投资中心、Outrigger Limited 等 24 家公司合营联营企业。2017 年 3 月末，公司非流动资产增至 32.82 亿元，非流动资产结构变化不大。

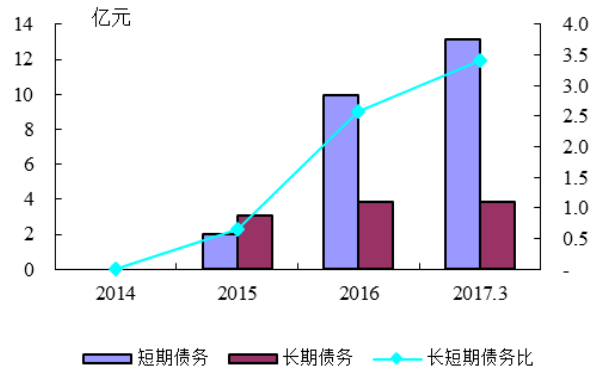
负债方面，2016 年末，公司流动负债为 14.92 亿元，主要由短期借款、一年内到期非流动负债和应付账款组成。其中短期借款余额为 5.50 亿元，由 2.5 亿元抵押借款和 3 亿元保证借款构成；一年内到期非流动负债余额为 4.47 亿元，绝大部分为一年内到期的长期借款；应付账款余额为 2.27 亿元，应付账款主要为 1.50 亿元应付广告费和 0.65 亿元应付分成款，所有应付账款账龄均在一年以内。2017 年 3 月末，公司流动负债增至 20.08 亿元，流动负债结构变化不大。

非流动负债方面，2016 年公司非流动负债为 4.91 亿元，占负债总额的比例为 24.76%，主要由长期借款、其他非流动负债等构成。其中长期借款余额为 3.87 亿元，占非流动负债的 78.82%，为抵押借款和保证借款；其他非流动负债余额为 0.50 亿元，主要 0.49 亿元的购买日预计成本为并购德国 Bigpoint HoldCo GmbH 事项中因会计准则差异而形成。2017 年 3 月末，公司非流动负债增至 0.94 亿元，非流动负债结构变化不大。

截至 2016 年末，公司总债务为 13.85 亿元，较 2015 年末增长 169.23%；其中短期债务 9.97 亿元，较上年末增长 7.94 亿元；长期债务 3.87 亿元，较上年末增长 0.81 亿元；长短期债务比由 2015 年末的 0.65 倍增至 2016 年末的 2.58 倍。2017 年 3 月末，公司总债务增长至 17.00 亿元，长期债务 3.85 亿元，短期债务 13.14 亿元，长短期债务比进一步增长至 3.41 倍。总体来看，随着公司的发展，公司债务水

平也同时扩张。并且 2016 年和 2017 年一季度公司新增短期债务过高，使得公司短期债务占比大幅上升，短期偿债压力增加。

图 6：2014~2017 年一季度公司长短期债务情况



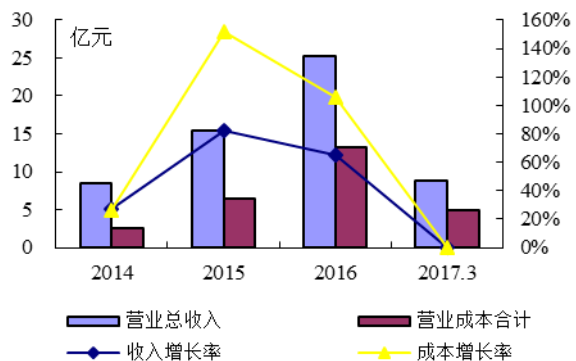
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总的看来，2016 年来随着公司业务发展以及对外并购，公司资产规模大幅上升，财务杠杆水平上升，但仍处于合理水平。同时，中诚信证评也注意到公司债务规模增加较快，且以短期债务增长为主，短期偿债压力加大。

盈利能力

2016 年公司实现营业总收入 25.30 亿元，同比增长 64.86%。分板块来看，公司 99.68% 的收入来自于软件和信息技术服务业板块，该板块 2016 年实现营业收入 25.22 亿元，较上年末增长 64.63%，其中网页游戏收入 12.31 亿元，同比增长 51.72%；移动游戏收入 12.82 亿元，同比增长 77.87%。公司营业收入大幅增长的原因主要是公司运营的“大皇帝”、“少年三国志”、“女神联盟 2”、“狂暴之翼”等游戏获得了较高的市场评价。2017 年 1~3 月公司实现营业收入 8.88 亿元。

图 7：2014~2017 年一季度公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2016年，公司软件和信息技术服务业毛利率为47.58%，较2015年末下降10.49个百分点，较2014年末下降22.01个百分点。公司毛利率连续两年下降的主要原因是游戏行业竞争激烈，公司在游戏推广费上的支出持续大幅增加，导致营业成本大幅增加。但总体来看，公司毛利率依然处在较高的水平。就不同产品而言，2016年公司网页游戏毛利率为42.36%，较上年末下降15.41个百分点；移动游戏毛利率为52.74%，较上年末下降5.69个百分点。

表 5：2014~2016 年公司业务收入构成情况

单位：亿元

| | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------|-------------|--------------|--------------|
| 软件和信息技术服务业 | 8.42 | 15.32 | 25.22 |
| 租金收入 | 0.01 | 0.03 | 0.06 |
| 其他 | 0 | 0 | 0.02 |
| 营业收入合计 | 8.44 | 15.35 | 25.30 |
| 网页游戏 | 7.43 | 8.11 | 12.31 |
| 移动游戏 | 1.00 | 7.21 | 12.82 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2014~2016 年公司主要板块毛利率情况

单位：%

| | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| 软件和信息技术服务业 | 69.59 | 58.07 | 47.58 |
| 其中：网页游戏 | 70.89 | 57.77 | 42.36 |
| 移动游戏 | 59.89 | 58.43 | 52.74 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016年，公司期间费用为6.57亿元，同比增加47.19%，主要是由于公司运营规模扩大，促使三费同时增加。公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成，2016年公司管理费用为4.41亿元，销售费用为1.83亿元，较上年末分别增长35.75%和66.98%，分别占期间费用67.09%和27.87%。公司管理费用主要由研究开发经费、中介服务费和职工薪酬等构成，销售费用主要由职工薪酬、宣传及会务费等构成。2016年公司三费收入占比为25.98%，同比下降3.11个百分点，公司对期间费用的控制能力尚可。2017年一季度，公司三费合计为2.05亿元，三费收入占比为23.08%，期间费用控制能力继续增强。

表 7：2014~2017 年一季度公司三费占比情况

单位：亿元

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 销售费用 | 0.56 | 1.10 | 1.83 | 0.61 |
| 管理费用 | 1.74 | 3.25 | 4.41 | 1.27 |
| 财务费用 | -0.06 | 0.12 | 0.33 | 0.17 |
| 三费合计 | 2.24 | 4.47 | 6.57 | 2.05 |
| 营业总收入 | 8.44 | 15.35 | 25.30 | 8.88 |
| 三费收入占比 | 26.58% | 29.09% | 25.98% | 23.08% |

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016年公司利润总额为5.85亿元，同比增长18.40%，主要是由于经营性业务利润增加所致。2016年公司经营性业务利润为5.31亿元，同比增长22.30%；实现净利润5.97亿元，同比增长18.20%，主要是由于公司营业收入大幅提高所致。此外，2016年公司通过政府补助等实现营业外收益0.57亿元。2017年1~3月，公司经营性业务利润为1.85亿元，实现净利润2.05亿元，盈利能力维持稳定。

整体来看，2016年因公司所开发游戏广受市场欢迎，公司营业收入大幅度增长，进而经营性业务利润也同时快速增长。同时由于公司为保持游戏竞争力，推广费也大幅上升，导致公司毛利率呈持续下滑趋势，但总体而言，毛利率依然保持在较高水平。需关注的是，由于游戏产品寿命周期较短，如公司未来不能持续推出广受欢迎的游戏，公司营业收入有可能面临下滑的风险。

偿债能力

从EBITDA获现能力看，利润总额为公司EBITDA主要构成。2016年公司利润总额为5.85亿元，增加0.91亿元；摊销0.58亿元，增加0.47亿元；得益于利润总额和摊销的增加，公司EBITDA增至7.24亿元，同比增长28.50%。

从具体偿债指标看，2016年公司总债务大幅增长173.64%，总债务/EBITDA上升至1.91倍，EBITDA利息保障倍数下降至20.17倍。同期，公司经营活动净现金流对总债务本息的覆盖能力下降至0.41倍和15.64倍。随着公司债务规模的扩大，公司各偿债能力指标均有所下降，但总体依然保持在很高的水平。

表 8: 2014~2017 年一季度公司偿债能力分析

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|---------------------|-------|-------|-------|---------|
| 总债务 (亿元) | 0 | 5.06 | 13.85 | 17.00 |
| EBITDA (亿元) | 4.23 | 5.63 | 7.24 | - |
| 经营性净现金流 (亿元) | 2.44 | 3.28 | 5.61 | 0.62 |
| 资产负债率 (%) | 34.86 | 25.19 | 42.17 | 46.04 |
| 总资本化比率 (%) | 0 | 18.78 | 33.73 | 36.70 |
| EBITDA 利息倍数 (X) | - | 29.21 | 20.17 | - |
| 总债务 / EBITDA (X) | - | 0.90 | 1.91 | - |
| 经营活动净现金流 / 总债务 (X) | - | 0.65 | 0.41 | 0.15* |
| 经营活动净现金流 / 利息支出 (X) | - | 17.03 | 15.64 | - |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

注: 带*指标经过年化处理

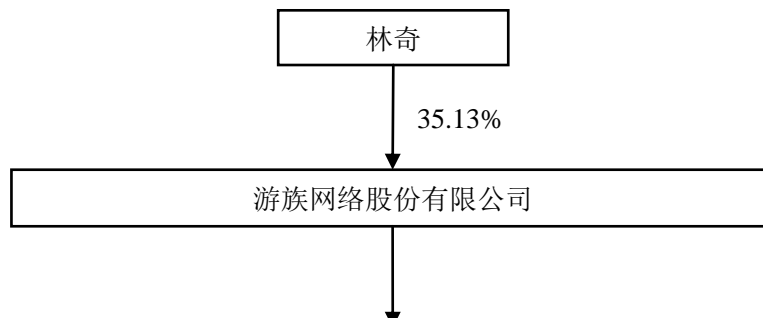
财务弹性方面, 公司一直与金融机构保持良好合作关系。截至 2017 年 3 月末, 公司共获银行授信额度 19.51 亿元, 已使用 16.98 亿元, 未使用额度 2.53 亿元。担保方面, 截至 2017 年 3 月末, 公司无对外担保及重大未决诉讼情况。受限资产方面, 截至 2017 年 3 月末, 公司受限资产合计为 9.41 亿元, 主要为 2.77 亿元的保函保证金、6.64 亿元用于银行抵押借款的固定资产和投资性房地产。

整体来看, 随着公司业务的发展, 其资产及债务规模增长较快, 财务杠杆有所上升但依然处于较低水平, 且公司营业收入及净利润均有较大增长, 整体偿债能力仍很强。

结 论

综上, 中诚信证评维持游族网络股份有限公司主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定, 维持“游族网络股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期)”信用等级为 **AA**。

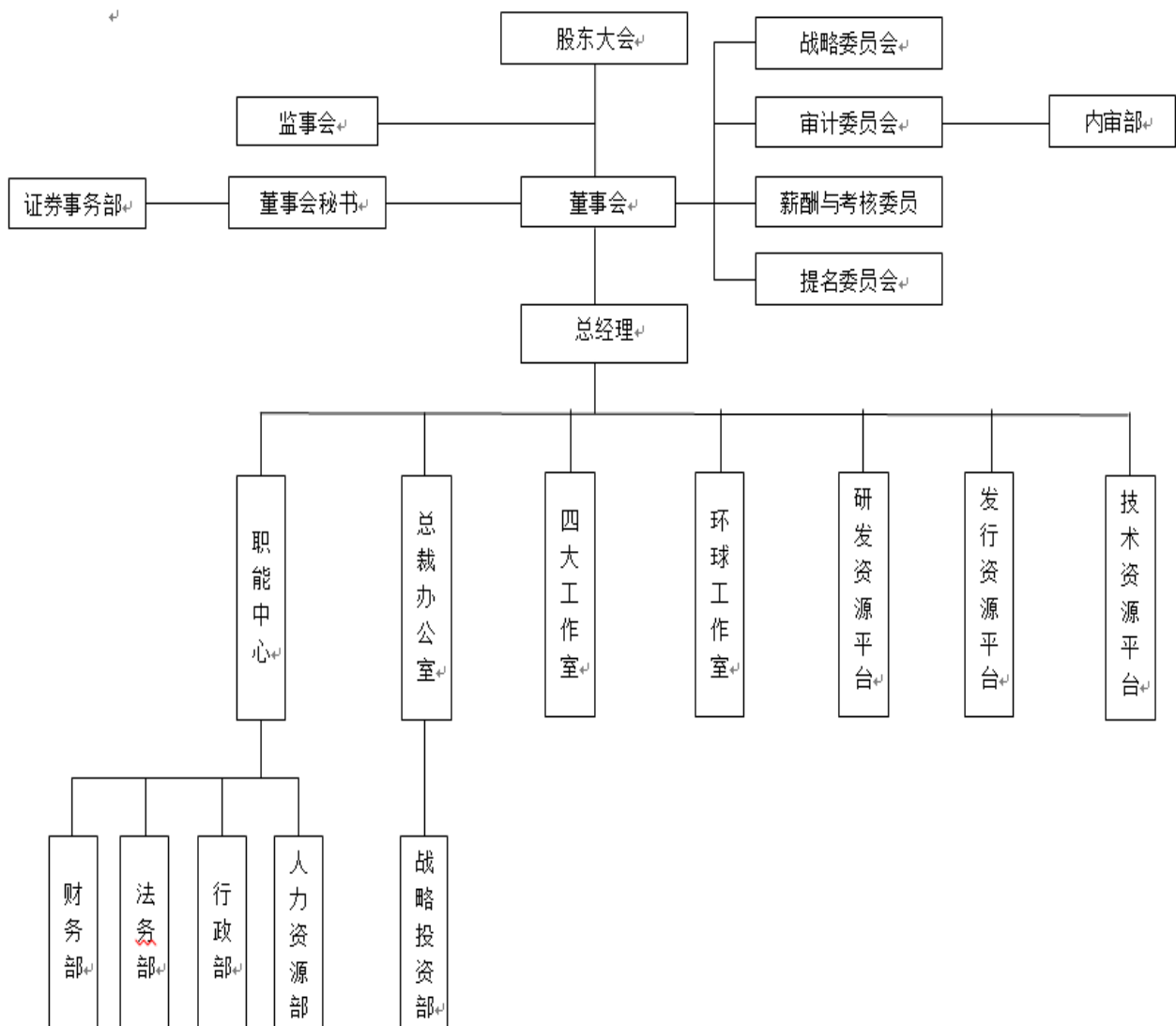
附一：游族网络股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



| 序号 | 子公司名称 | 持股比例 | 序号 | 子公司名称 | 持股比例 |
|----|------------------------------|---------|----|--|---------|
| 1 | 上海游族信息技术有限公司 | 100.00% | 17 | Bigpoint GmbH | 100.00% |
| 2 | 上海游娱信息技术有限公司 | 100.00% | 18 | Bigpoint Inc. | 100.00% |
| 3 | Youzu Games HongKong Limited | 100.00% | 19 | Breaking Even GmbH, | 100.00% |
| 4 | Youzu Games Limited | 100.00% | 20 | Bigpoint Global GmbH | 100.00% |
| 5 | YOUZU(SINGAPORE)PTE.LTD | 100.00% | 21 | Bigpoint Games LLC, | 100.00% |
| 6 | 苏州游族信息技术有限公司 | 100.00% | 22 | Bigpoint Lyon S àrl, | 100.00% |
| 7 | 南京游族信息技术有限公司 | 100.00% | 23 | Bigpoint Interaktif Hizmetler Pazarlama Limited Şirketi, | 100.00% |
| 8 | 南京游族创业投资管理有限公司 | 100.00% | 24 | BIGPOINT S. àr.l., | 100.00% |
| 9 | 上海游家信息技术有限公司 | 80.00% | 25 | BIGPOINT S. àr.l. and Co, SCS, | 100.00% |
| 10 | 上海驰游信息技术有限公司 | 100.00% | 26 | Bigpoint International HoldCo Limited, Gzira | 100.00% |
| 11 | 上海游族互娱网络科技有限公司 | 100.00% | 27 | Bigpoint International Services Limited, Gzira | 100.00% |
| 12 | 上海游素投资管理有限公司 | 100.00% | 28 | 上海游创投资管理有限公司 | 100.00% |
| 13 | 上海游数信息技术有限公司 | 80.00% | 29 | 苏州游族创业投资管理有限公司 | 100.00% |
| 14 | Yousu HongKong Limited | 100.00% | 30 | 广州掌淘网络科技有限公司 | 100.00% |
| 15 | YOUSU GmbH | 100.00% | 31 | 上海游昆信息技术有限公司 | 100.00% |
| 16 | Bigpoint HoldCo GmbH | 100.00% | 32 | 上海东链博数据科技有限公司 | 80.00% |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：游族网络股份有限公司组织架构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：游族网络股份有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元） | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
|------------------|------------|-------------|------------|------------|
| 货币资金 | 15,639.55 | 20,139.96 | 65,048.30 | 77,008.70 |
| 应收账款净额 | 15,214.79 | 38,293.25 | 65,826.53 | 85,370.01 |
| 存货净额 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动资产 | 40,364.87 | 97,920.24 | 164,126.97 | 215,151.51 |
| 长期投资 | 12,550.76 | 46,973.98 | 86,764.59 | 104,335.45 |
| 固定资产合计 | 79,632.80 | 81,410.45 | 80,696.26 | 80,885.57 |
| 总资产 | 137,549.17 | 292,468.38 | 470,386.30 | 543,354.82 |
| 短期债务 | 0.00 | 20,000.00 | 99,746.71 | 131,409.40 |
| 长期债务 | 0.00 | 30,600.00 | 38,713.89 | 38,545.07 |
| 总债务 | 0.00 | 50,600.00 | 138,460.59 | 169,954.46 |
| 总负债 | 47,944.77 | 73,669.74 | 198,341.44 | 250,186.16 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 89,604.40 | 218,798.64 | 272,044.86 | 293,168.66 |
| 营业总收入 | 84,353.57 | 153,468.75 | 253,011.44 | 88,778.25 |
| 三费前利润 | 57,169.68 | 88,048.74 | 118,798.44 | 38,987.11 |
| 投资收益 | -268.76 | 984.66 | 3,237.83 | 152.86 |
| 净利润 | 40,770.27 | 50,512.94 | 59,707.55 | 20,487.03 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 42,293.40 | 56,348.90 | 72,406.22 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 24,383.36 | 32,846.57 | 56,138.51 | 6,183.43 |
| 投资活动产生现金净流量 | -56,507.17 | -125,522.29 | -65,174.61 | -24,578.22 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 23,682.50 | 96,502.52 | 26,888.80 | 29,474.33 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -8,466.80 | 4,500.41 | 18,185.68 | 10,960.40 |
| 财务指标 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 69.63 | 58.02 | 47.62 | 44.52 |
| 所有者权益收益率（%） | 45.50 | 23.09 | 21.95 | 27.95* |
| EBITDA/营业总收入（%） | 50.14 | 36.72 | 28.62 | - |
| 速动比率（X） | 0.84 | 2.33 | 1.10 | 1.07 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | - | 0.65 | 0.41 | 0.15* |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | - | 1.64 | 0.56 | 0.19* |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | - | 17.03 | 15.64 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | - | 29.21 | 20.17 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 0.00 | 0.90 | 1.91 | - |
| 资产负债率（%） | 34.86 | 25.19 | 42.17 | 46.04 |
| 总资本化比率（%） | 0.00 | 18.78 | 33.73 | 36.70 |
| 长期资本化比率（%） | 0.00 | 12.27 | 12.46 | 11.62 |

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、带*指标经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

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

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

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

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

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

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

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

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

主体信用评级等级符号及定义

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

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

评级展望的含义

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

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