



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪391号

北京掌趣科技股份有限公司：

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“北京掌趣科技股份有限公司2016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，本次跟踪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
二零一七年六月二十二日

北京掌趣科技股份有限公司 2016 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	北京掌趣科技股份有限公司		
发行规模	人民币 8 亿元		
存续期限	2016/5/25~2021/5/25		
上次评级时间	2016/6/20		
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	

概况数据

掌趣科技	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	40.31	64.23	84.78	86.42
总资产（亿元）	50.23	78.78	104.01	104.94
总债务（亿元）	1.35	1.00	7.96	7.97
营业总收入（亿元）	7.75	11.24	18.55	4.57
营业毛利率（%）	61.75	61.43	56.15	62.24
EBITDA（亿元）	4.39	6.42	8.23	-
所有者权益收益率（%）	8.69	7.80	6.57	7.80
资产负债率（%）	19.76	18.48	18.49	17.65
总债务/EBITDA（X）	0.31	0.16	0.97	-
EBITDA 利息倍数（X）	2,163.58	324.35	20.65	-

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、2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2016 年，北京掌趣科技股份有限公司（以下简称“掌趣科技”或“公司”）围绕游戏主业加大泛娱乐投资布局，产业链进一步延伸；同时依托较强的自研实力，积极拓展国内外市场，推动业务规模大幅上升。此外，公司自有资本实力稳步增强，财务结构稳健。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注公司核心人员流失风险、游戏产品开发风险及资产减值风险等因素对公司经营和信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持掌趣科技主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“北京掌趣科技股份有限公司 2016 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。

正面

- 产业链进一步延伸，综合竞争力提升。2016 年公司继续围绕游戏主业，加大泛娱乐投资布局，参股投资了 Webzen、掌上纵横信息技术（北京）股份有限公司等，并在 VR 方面进行了一系列投资布局，产业链逐步向文学、动漫、影视、体育等文化产业领域延伸，综合竞争力提升。
- 具备较强的自研实力，IP 储备资源较丰富。公司作为国内领先的游戏开发商和发行商，具有较强的自主研发实力，2016 年推出了《画江湖之灵主》等新产品，截至 2016 年末，累计取得 427 项软件著作权。同时公司依托较强的自研实力，积极拓展国内外市场，当年营业收入规模同比增长 65.04%。此外，截至 2017 年 3 月末，公司拥有 IP 储备资源共十余项，IP 储备资源较丰富。
- 财务结构稳健。公司自有资本规模能够为日常运营流动资金形成良好支撑，且负债水平低，加之债务期限结构合理，财务结构稳健。

分析师

鄂敬军 mjwu@ccxr.com.cn

时小宁 xnshi@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 22 日



关 注

- 核心人员流失风险及产品特性引起多重经营风险。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。同时，游戏产品具有更新快、可模仿性较高、玩家喜好转换快等特点，受游戏市场快速发展及玩家体验升级影响，公司经营面临持续资金投入压力、市场同质化竞争及产品生命周期短等风险。
- 资产减值风险。公司相继并购上游信息科技有限公司（上海）有限公司、北京天马时空网络技术有限公司等游戏企业，形成了大量商誉，截至2017年3月末商誉规模为56.09亿元，占资产总额的53.45%，在当前游戏行业竞争加剧的背景下，中诚信证评关注公司商誉减值风险。

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。

募集资金专项说明

经中国证券监督管理委员会《关于核准北京掌趣科技股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可[2016]790号）核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过16亿元（含16亿元）的公司债券。2016年5月26日，公司成功发行北京掌趣科技股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期），发行规模8亿元，本期债券票面利率为6.28%，期限5年，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；本期债券简称“16掌趣01”，债券代码为112392。本期债券募集资金总额8亿元，扣除本期承销费用400万元，实际募集资金净额7.96亿元，已于2016年5月26日全部到位，资金用于潜在股权投资，截至2017年3月31日，已全部使用完毕。

经中国证券监督管理委员会《关于核准北京掌趣科技股份有限公司向刘惠城等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监会许可[2015]2762号）核准，公司于2016年1月5日向特定投资者非公开发行人民币普通股（A股）115,473,441股，每股面值人民币1.00元，每股发行认购价格为人民币12.99元。截至2016年1月6日，公司共计募集货币资金人民币1,499,999,998.59元，扣除与发行有关的费用12,115,473.44元，实际发行募集资金净额为1,487,884,525.15元，募集资金全部到位。截至2017年3月31日，公司累计使用募集资金1,301,954,089.49元。其中，公司于募集资金到位之前利用自有资金先期投入募集资金项目人民币123,360,000.00元；募集资金余额为195,876,432.23元，与尚未使用募集资金余额差异9,945,996.57元，系募集资金专户累计利息收入扣除手续费后的净额10,485,689.75元，部分项目募集资金使用完毕，结余资金转出539,693.18元。

重大事项说明

公司原控股股东、实际控制人姚文彬和叶颖涛于2016年2月3日签署《解除协议》，自解除协议签署生效之日起，姚文彬、叶颖涛解除一致行动关

系，协议双方在掌趣科技重大事宜决策方面不再保持一致行动关系，各自按照法律、法规、规范性文件及掌趣科技公司章程的规定依照自己的意愿独立发表意见和行使投票权，行使各项权利，履行相关义务；公司控股股东及实际控制人变更为姚文彬，截至2017年6月20日，其持股比例为15.99%。此外，为引入重要战略合作伙伴腾讯，公司实际控制人姚文彬拟通过大宗交易转让55,417,497股，具体受让方为林芝腾讯科技有限公司（以下简称“林芝腾讯”，为深圳市腾讯产业投资基金有限公司的全资子公司），本次交易完成后，林芝腾讯将持有掌趣科技55,417,497股，占公司总股本的2.00%。中诚信证评对公司较为分散的股权结构以及实际控制人的控制权风险保持关注。

重大资产重组方面，2017年1月，公司拟在泛娱乐行业范围内进行以支付现金和发行股份购买资产的重大资产重组事项，本次发行股份购买资产的标的资产为南京分布文化发展有限公司、北京豪腾嘉科科技有限公司，公司与标的企业及其实际控制人就本次交易签署了《框架协议》。但经过多次沟通与磋商，交易各方未能就交易方案的重要条款达成一致意见。目前，公司已与标的企业及其实际控制人就终止本次交易事项进行沟通并协商一致，且签署了框架协议之终止协议，交易各方均不因该等终止负违约责任，各方亦不存在因框架协议项下其他事项应负违约责任的情形。

行业分析

随着互联网普及率不断提高，国内游戏市场发展迅速，同时在行业运行逐步规范以及业内企业技术研发实力提升，国内游戏市场日渐成熟

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，据中国互联网信息中心发布的《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至2016年末，我国网民规模达7.31亿，全年共计新增网民4,299万人；互联网普及率为53.2%，较2015

年底提升 2.9 个百分点。同期我国手机网民规模达 6.95 亿，较 2015 年底增加 7,550 万人，占比由 2015 年的 90.1% 提升至 95.1%，手机网民规模及占比不断提高。

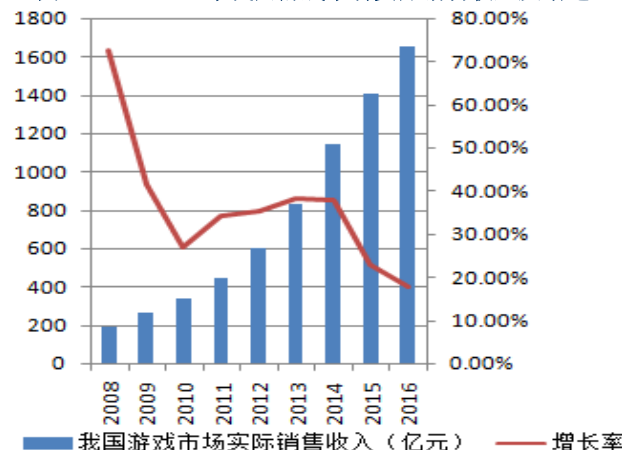
图 1：我国网民和互联网普及率



数据来源：中国互联网络发展状况统计报告，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、伽马数据、国际数据公司（IDC）共同编写的《2016 年中国游戏产业报告》，2016 年我国游戏用户规模达到 5.66 亿人，同比增长 5.9%，实际销售收入规模为 1,655.7 亿元，同比增长 17.7%；其中自主研发的网络游戏收入达 1,182.5 亿元，同比增长 19.9%。

图 2：2008~2016 年我国游戏市场实际销售收入及增速



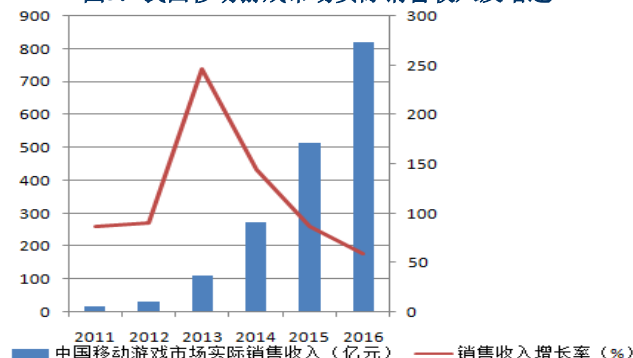
资料来源：《2016 年中国游戏产业报告》，中诚信证评整理

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，越来越多的企业将目光转向海外，立足国内、放眼国际已经成为国内游戏企业的共同选择。2016 年我国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入为 72.3 亿美元，同比增长 36.2%。

国内移动游戏行业在快速发展的同时承受着产能过剩与存量竞争双重压力，且腾讯和网易占据着绝大多数的市场份额，余下企业竞争加剧。同时，网页游戏市场不断受到移动游戏市场的挤压，加之创新度不高、同质化现象严重等问题，收入规模呈现下滑

移动游戏方面，移动游戏公司多采取轻资产运营，较高的投入产出比使得移动游戏行业受到资本市场的青睐，大量资本的涌入推动移动游戏行业快速发展。根据《2016 年中国游戏产业报告》，2016 年我国移动游戏用户规模达 5.28 亿，同比增加 15.9%。2016 年和 2017 年 1~3 月，移动游戏市场实际销售收入分别为 819.2 亿元和 275.1 亿元，同比分别增长 59.2% 和 55.95%，移动游戏市场成为整体游戏市场的主要增长动力。

图 3：我国移动游戏市场实际销售收入及增速



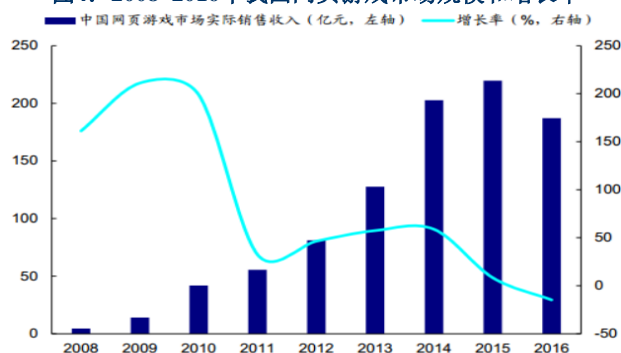
资料来源：《2016 年中国游戏产业报告》，中诚信证评整理

但大量资本的涌入在带动国内移动游戏迅速崛起的同时也催生大量泡沫。一方面，众多小团队成立，产品同质化加剧，市场出现产能过剩、供过于求的局面。另一方面，新增用户减少，有效用户转化难度加大，营销成本越来越高；且市场集中度高，中小企业盈利日益困难，产品死亡率提升，市场进入存量竞争阶段。根据《2016 游戏产业报告》，2016 年我国游戏企业移动游戏研发榜中，腾讯以 46% 的市场份额居首；网易排名第二，市场份额为 20%；掌趣科技的市场份额为 3.7%，与腾讯和网易仍存在着较大的差距。

网页游戏方面，网页游戏与客户端游戏同属 PC 端，相对于客户端游戏而言，网页游戏无需下载与安装、启动浏览器即可进行游戏的特性符合游戏用户碎片化娱乐的需求，2015 年前 5 年网页游戏市场

规模复合增长率达31.7%，其用户规模约是客户端游戏用户的一倍。但受限于成本投入、运营模式等因素，网页游戏经营创新程度不高、同质化现象严重，新产品的市场效果在不断减弱；同时随着手机游戏市场的快速发展，网页游戏市场逐渐被挤压。2016年我国网页游戏市场实际销售收入为187.1亿元，同比下滑14.8%，首次出现负增长；用户数为2.75亿，连续三年出现下降。

图4：2008~2016年我国网页游戏市场规模和增长率



资料来源：中国产业信息网，中诚信证评整理

目前我国网页游戏市场处于成熟期，厂商的竞争格局已相对固化，PC端流量成本的增加及行业增速的下滑使得网页游戏行业的准入门槛不断提高。目前，网页游戏市场前十名研发商的相对排名较为固定，2016年国内网页游戏研发商前三列分别为上海三七互娱、广州创思和浙江盛和。

业务运营

经过多年的业务扩张及并购重组，公司已发展成为国内领先的移动终端游戏开发商、发行商和运营商。目前公司主营业务为游戏的开发、发行与运营，产品包括移动终端游戏、互联网页面游戏及其他周边产品的开发、发行、推广及运营维护等。

表 1：2016 年公司营业收入构成情况

业务名称	收入 (万元)	收入占比	较上年增减
移动终端游戏	157,823.89	85.09%	126.25%
互联网页面游戏	24,636.61	13.28%	-35.74%
其他	3,008.28	1.63%	-29.78%
合计	185,468.78	100.00%	65.04%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016年公司通过并购重组，并积极布局泛娱乐投资，产业链得到延伸。同时，得益于国内外销售渠道的拓宽，公司精品游戏收入持续增加，弥补了网页游戏业务下滑的影响，整体业务规模仍实现大幅增长

2016年，公司继续围绕游戏主业，加大泛娱乐投资布局，参股投资了Webzen、掌上纵横信息技术（北京）股份有限公司（IP运营及游戏发行）、成都明堂互动科技有限公司（体育游戏研发）、广州黑糖网络科技有限公司（走舞类游戏研发）、杭州玄机科技信息技术有限公司（动漫影视制作）和运动保信息技术（北京）有限公司等，并加大对Unity Software Inc.和北京大神圈文化科技有限公司等企业的投资力度。同时，公司在VR方面进行了一系列投资布局，参股投资了北京乐客灵境科技有限公司（虚拟现实线下体验平台）、北京橙子维阿科技有限公司（VR视频分发平台）、幸福互动（北京）网络科技有限公司（虚拟现实媒体平台服务及游戏分发），产业链逐步向文学、动漫、影视、体育等文化产业领域延伸，综合竞争力进一步提升。目前该部分业务收入规模较小，对公司整体收入规模的贡献度不大。

表 2：2016 年公司主要游戏收入情况

游戏名称	收入(万元)	收入占比	较上年增减
拳皇 98 终极之战 OL	94,997.26	51.22%	451.52%
其他	53,586.50	28.89%	-
合计	148,583.76	80.11%	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

移动终端游戏方面，2016年公司持续巩固营销及研发团队，并不断加大国内外市场的业务拓展力度，加强在营游戏产品的推广以及用户群体的开发，使得精品游戏《拳皇98终极之战OL》（2015年7月上线）收入持续增长；同时2015年12月，公司并购北京天马时空网络技术有限公司（以下简称“天马时空”）80%股权，并于2016年1月1日起其收入实现并表，进而推动移动终端游戏业务增长。当年公司移动终端游戏收入15.78亿元，同比增长126.25%。2016年，公司精品游戏《拳皇98终极之战OL》实现收入9.50亿元，占营业收入的比重为51.22%，目前该产品系公司的主要收入来源。值得关注的是，公

司《拳皇98终极之战OL》及其他游戏均已上线多年，其中《拳皇98终极之战OL》在2016年四季度的新增用户数和活跃用户数存在缩减，较三季度分别同比减少32.98%和19.21%，游戏热度或存在消退风险；同时随着新推出的同类型游戏产品不断增多，同业竞争进一步加剧，公司面临的经营压力加大。

互联网页面游戏方面，受网页游戏同质化严重及移动游戏市场快速发展等因素影响，网页游戏市场竞争激烈，且市场份额逐步被挤压，2016年公司互联网页面游戏收入2.46亿元，同比减少35.74%。

此外，公司依托自身较强的自主研发实力，已与海外知名游戏企业建立IP授权、联合研发、代理发行等业务合作关系，并获得较高认可。2016年公司在加强与海外知名游戏公司合作的同时，加大对Unity、Webzen等全球知名游戏公司的投资，进一步增强公司在海外优质资产的渗透和协作。当年公司大力发展海外市场，通过海外代理运营游戏产品获取海外销售收入，取得海外市场收入8.24亿元，较上年增加323.35%，占营业收入的比重为44.43%。

整体来看，受益于精品游戏收入的增加及国内外市场的拓展，2016年公司实现营业收入18.55亿元，同比增长65.04%。但是公司部分运营时间较长或市场热度不高的游戏产品收入不断下滑，且由于部分新游戏产品的上线时间推迟，2017年1~3月公司实现营业收入4.57亿元，同比下降10.23%。此外，在游戏市场竞争激烈及同质化现象严重的背景下，加之游戏产品具有更新快、玩家喜好转换快等特点，中诚信证评对公司精品游戏后续收入以及新游戏产品推出情况保持关注。

公司具备较强的研发实力，IP储备资源较丰富，且游戏推广渠道日渐成熟，能为业务持续开展提供较好保障

研发方面，公司作为国内领先的移动终端游戏开发商和发行商，拥有一批稳定的核心研发团队，具有较强的自主研发实力。截至2016年末，公司拥有研发人员1,152人，团队规模不断扩大，累计取得427项软件著作权。目前公司已自主研发了多款游戏产品，主要包括《拳皇98终极之战OL》、《穿越吧！主公》和《三国Q传》等，其中《拳皇98终极之战

OL》系公司的热门产品，近年对公司营业收入提供较大贡献。2016年公司持续加大产品研发投入，当年内部研发投入3.79亿元，同比增长53.51%，并推出了《大圣顶住》、《画江湖之灵主》、《塔防-手游》等新产品，但由于上线时间不长且市场竞争激烈，新上线产品对收入贡献尚小。

表3：2014~2016年公司研发人员及研发投入情况

	2014	2015	2016
研发人员数量(人)	1,076	1,149	1,152
研发人员数量占比	64.00%	65.81%	70.50%
研发投入金额(亿元)	1.74	2.47	3.79

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

游戏产品引进方面，公司与游戏开发商的合作模式主要有两种，一种是以收入分成方式取得联合运营权授权（以下简称“联合运营”），另一种是一次性买断运营权授权（以下简称“一次性买断”）。对于收入预期较低或收入预期具有较大不确定性的游戏产品，公司倾向于采用联合运营模式；仅对于收入预期较高或收入预期较为确定的游戏产品，公司倾向于采用一次性买断模式。目前公司主要从国内游戏开发商引进游戏，2016年公司新引进的游戏产品主要包括《九阴绝学》、《狂野飙车（极速版）》和《红警风暴》等，上述三款游戏分别取得收入112.13万元、26.41万元和15.78万元，收入规模尚小。

表4：2016年公司主要引进游戏产品情况

引进游戏名称	游戏开发商	实现收入
九阴绝学	北京智远时空网络技术有限公司	112.13
狂野飙车（极速版）	智乐软件（北京）有限公司	26.41
红警风暴	常州口袋魔力科技有限公司	15.78
都市飙车	Miniclip SA	6.63
将星诀	广州睿浪网络科技有限公司	0.07

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

版权引进方面，游戏产品具有更新快、可模仿性较高、玩家喜好转换快等特点，受游戏市场快速发展及玩家体验升级影响，公司需持续推出受玩家认可的新游戏产品，否则将对公司的业务发展产生不利影响。随着游戏市场竞争的加剧，内容版权的引进对游戏企业的发展起至关重要作用。2016年公司通过购买版权方式取得《初音未来》、《Assassin's

Creed II》和《ONE PUNCH MAN》等IP的游戏改编权，进一步丰富了公司在二次元、网络文学、动漫等领域的IP储备。截至2017年3月末，公司拥有IP储备资源共十余项，主要包括《魔法门之英雄无敌》、《斗罗大陆》、《九州缥缈录》和《龙族》等；其中，《斗罗大陆》、《九州缥缈录》等9项系2016年新增IP储备资源，IP储备资源较为丰富。同时，中诚信证评对公司IP质量及取得的成本对其盈利能力的影响保持关注。

游戏推广方面，经过多年经营，公司游戏推广渠道日渐成熟，目前移动终端游戏产品的主要推广平台仍为自有游戏运营平台、电信运营商渠道（G+游戏平台等）、合作伙伴的WAP/Web站点、应用平台开发商（iOS、豌豆荚等）及互联网公司；互联网页面游戏产品则主要是通过自有游戏运营平台以及与腾讯游戏、百度游戏及360游戏中心等联合运营游戏平台进行发布与推广。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014~2016年审计报告以及未经审计的2017年一季度财务报表。

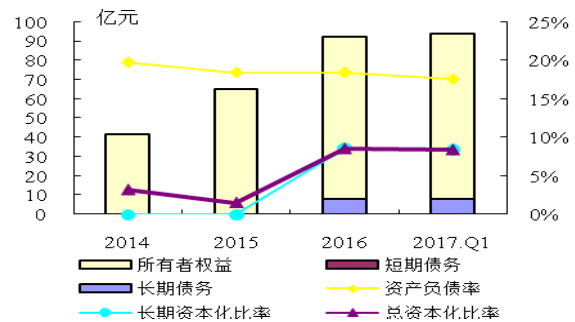
资本结构

随着业务拓展、并购重组及项目投资的增加，近年公司资产及负债规模大幅增长。截至2016年末，公司资产总额104.01亿元，同比增长32.03%；负债合计19.23亿元，同比增长32.11%。2016年公司非公开发行股票115,473,441股，同时收购上游信息科技（上海）有限公司（以下简称“上游信息”）30%股权和天马时空80%股权形成的股本溢价使得资本公积增加，进而推动净资产大幅提升。截至2016年末，公司所有者权益合计84.78亿元，同比增长32.01%。截至2017年3月末，公司资产总额104.94亿元，负债合计18.52亿元，所有者权益合计86.42亿元。

财务杠杆比率方面，近年来，公司自有资本规模能够为日常运营流动资金提供良好支持，负债规模相对较小。2016年末和2017年3月末，公司资

产负债率分别为18.49%和17.65%，总资本化比率分别为8.59%和8.44%，财务杠杆比率低。

图5：2014~2017.Q1公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产以非流动资产为主，截至2016年末，公司非流动资产85.07亿元，占总资产的81.79%，主要包括可供出售金融资产12.49亿元、长期股权投资11.87亿元、固定资产1.08亿元、无形资产1.16亿元、开发支出1.77亿元和商誉56.09亿元，分别占非流动资产的14.68%、13.95%、1.28%、1.36%、2.08%和65.93%。其中可供出售金融资产较上年增加46.36%，主要系对北京大神圈文化科技有限公司、掌上纵横信息技术（北京）股份有限公司和深圳国金天吉创业投资企业（有限合伙）等企业的投资增加，当年取得可供出售金融资产在持有期间的投资收益525.36万元，并通过处置可供出售金融资产取得投资收益370.64万元；长期股权投资对象主要为游戏企业，较上年增加11.21亿元，主要系新增对Webzen Inc.的投资，基于财务谨慎性原则，公司聘请北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）对Webzen Inc.投资的可回收金额进行了评估，当年计提长期股权投资减值损失1.53亿元，在当前网络游戏行业竞争不断加剧环境下，中诚信证评仍将持续关注公司可能面临的长期股权投资减值损失风险及其对资产质量产生的影响；无形资产系软件及开发工具、版权及著作权，较上年减少50.41%，摊销期限为1~3年；当年公司加大游戏研发投入，开发支出同比增长85.23%；2016年末公司聘请专业资产评估机构对商誉减值测试，未发现减值迹象，但由于商誉规模较大，在当前游戏行业竞争加剧的背景下，被收购对象未来经营的实际情况仍可能因多种因素难达预期。此外，公司商誉资产绝对规模和相对规模均较

大，一旦发生减值将对公司的盈利产生重大影响，因此，中诚信证评将持续关注其商誉减值风险；公司流动资产合计 18.94 亿元，占总资产的 18.21%，主要包括货币资金 13.73 亿元、应收账款 3.12 亿元、预付款项 1.42 亿元和其他应收款 0.53 亿元，分别占流动资产的 72.45%、16.47%、7.52% 和 2.78%，其中货币资金较上年增加 8.83 亿元，且主要系银行存款，流动性强；随着业务规模的扩大，公司应收账款主要为应收的游戏产品销售款，较上年增加 19.49%，且回款速度趋缓，截至 2016 年末坏账准备余额为 499.51 万元，中诚信证评关注其回收风险及对运营资金流动性产生的负面影响；预付款项同比增长 120.98%，主要是公司购置 IP，相应预付分成款增加；其他应收款较上年增加 231.10%，主要系应收往来款、投资款及补偿款增加。

从负债构成看，2016 年末，公司流动负债合计 6.34 亿元，占负债总额的 32.96%，主要包括应付账款 1.84 亿元、应缴税费 1.61 亿元和其他流动负债 1.71 亿元，分别占流动负债的 29.06%、25.33% 和 26.94%。因应付分成款增加，应付账款较上年增长 138.95%；当年公司代扣股权转让个人所得税增加使得应缴税费同比增长 296.85%；其他流动负债较上年减少 77.22%，主要是因为游戏授权金按照授权期转入营业收入及支付一年内到期的子公司收购款。公司非流动负债合计 12.89 亿元，占负债总额的 67.04%，主要包括应付债券 7.96 亿元、长期应付款 1.78 亿元和其他非流动负债 3.11 亿元，分别占非流动负债的 61.76%、13.84% 和 24.15%。2016 年公司发行公司债券致使应付债券较上年增加 100.00%；部分收购款偿还使得长期应付款同比下降 54.00%；其他非流动负债较上年增加 2.99 亿元，主要是向实际控制人姚文彬的借款增加。

从债务期限结构来看，2014 年和 2015 年，公司债务均为短期债务，分别为 1.35 亿元和 1.00 亿元；2016 年公司发行债券，且偿还短期债务，2016 年末和 2017 年 3 月末，公司债务均为长期债务，分别为 7.96 亿元和 7.97 亿元，债务期限结构合理。

综合而言，公司自有资本规模能够为日常运营流动资金形成良好支撑，且负债水平低，加之债务

期限结构合理，财务结构仍稳健。

盈利能力

公司通过并购重组与加大泛娱乐投资布局，实现产业多元化发展。同时，公司持续巩固营销及研发团队，并积极拓展国内外市场，促进精品游戏收入持续增长，全年实现营业收入 18.55 亿元，同比增长 65.04%。2017 年 1~3 月，因部分运营多年的游戏产品收入下滑，且部分新游戏产品的上线时间推迟，公司实现营业收入 4.57 亿元，同比减少 10.23%。

营业毛利率方面，近年公司收入主要依赖于精品游戏，新游戏产品的推出相对滞后，加之游戏市场竞争加剧，导致移动终端游戏及互联网页面游戏的获利空间均有所收窄，但仍维持在较高水平。2016 年公司营业毛利率为 56.15%，较上年减少 5.28 个百分点；其中移动终端游戏业务毛利率为 56.57%，较上年减少 8.46 个百分点；互联网页面游戏业务毛利率为 55.51%，较上年减少 5.21 个百分点。2017 年 1~3 月，公司营业毛利率为 62.24%，较上年同期增加 1.66 个百分点。

期间费用方面，近年来，公司不断加大研发投入，导致管理费用逐年增加；2016 年公司发行公司债券，使得财务费用利息支出增加。2016 年和 2017 年 1~3 月，公司期间费用分别为 3.80 亿元和 1.00 亿元，三费收入占比分别为 20.51% 和 21.99%，吞噬经营所得，期间费用控制能力有待提升。

表 5：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

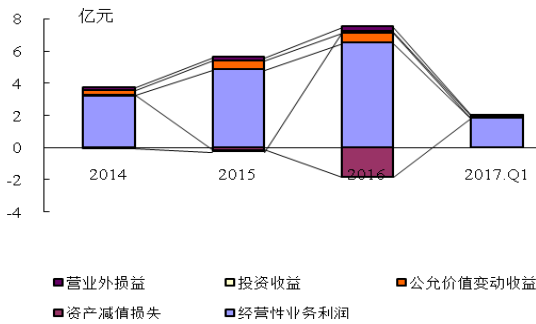
单位：亿元				
项目	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	0.26	0.29	0.28	0.07
管理费用	1.41	1.84	3.43	0.80
财务费用	-0.23	-0.12	0.10	0.14
三费合计	1.44	2.01	3.80	1.00
营业总收入	7.75	11.24	18.55	4.57
三费收入占比	18.59%	17.90%	20.51%	21.99%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润。得益于业务规模的扩大，公司经营性业务利润逐年增长。2016 年公司经营性业务利润为 6.51 亿元，同比增长 34.38%。同时，由于计提长期股权投资减值准备增加，当年资产减值损失为 1.83

亿元。当年公司实现利润总额 5.69 亿元，同比增长 6.29%；最终取得净利润 5.57 亿元，同比增长 11.17%，所有者权益收益率为 6.57%，资产盈利能力一般。2017 年一季度，公司实现利润总额 2.01 亿元，取得净利润 1.62 亿元，所有者权益收益率为 7.80%。

图 6：2014~2017.Q1 公司利润总额构成

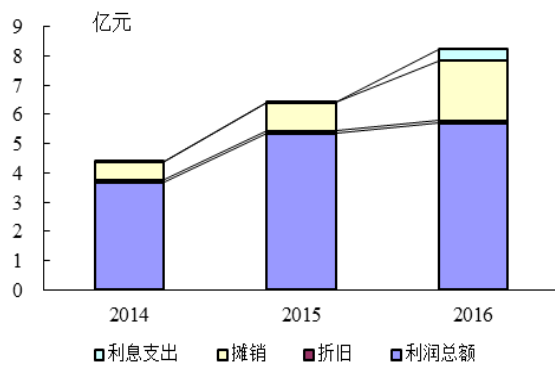


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于销售渠道的拓展及并购重组等，近年公司收入规模大幅增长，初始获利空间虽有所收窄，但仍维持在较高水平。

偿债能力

图 7：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 构成来看，折旧、摊销、利息支出和利润总额系公司 EBITDA 的主要来源。随着业务规模的增长，2016 年公司 EBITDA 为 8.23 亿元，同比增长 28.24%。从偿债能力指标来看，2016 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.97 倍和 20.65 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度较高。

经营活动现金流方面，2016 年公司经营活动净现金流为 8.76 亿元，较上年增加 3.91 亿元，主要系业务规模上升带来现金流入增加。当年公司经营

活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 1.10 倍和 21.97 倍，经营性现金流对债务本息的保障能力较强。2017 年一季度公司经营活动现金流净额为 1.68 亿元。

表 6：2014~2017.Q1 公司主要偿债指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总资产 (亿元)	50.23	78.78	104.01	104.94
总债务 (亿元)	1.35	1.00	7.96	7.97
资产负债率 (%)	19.76	18.48	18.49	17.65
总资本化比率 (%)	3.23	1.53	8.59	8.44
经营活动净现金流 (亿元)	4.09	4.85	8.76	1.68
经营活动净现金/总债务 (X)	3.04	4.85	1.10	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	2,015.88	244.86	21.97	-
EBITDA (亿元)	4.39	6.42	8.23	-
总债务/EBITDA (X)	0.31	0.16	0.97	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2,163.58	324.35	20.65	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2017 年 3 月末，公司获得北京银行授信额度 3 亿元，未使用授信余额 3 亿元。另外，公司还可通过发行公司债券、短期融资券和定向增发等多种渠道筹集资金。整体来看，公司外部融资渠道较为顺畅。

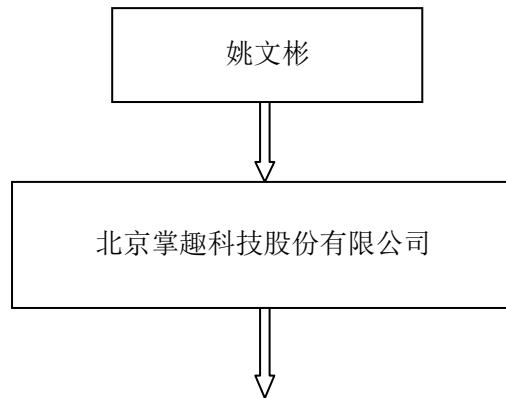
或有事项方面，截至 2016 年末，公司无未清对外担保，且不存在重大诉讼、仲裁事项。

总体来看，公司自有资本实力较强，负债水平低，债务期限结构合理，财务结构稳健，同时 EBITDA 和经营性现金流对现有债务的保障程度较高，整体偿债能力很强。

结论

综上，中诚信证评维持北京掌趣科技股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“北京掌趣科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AA**。

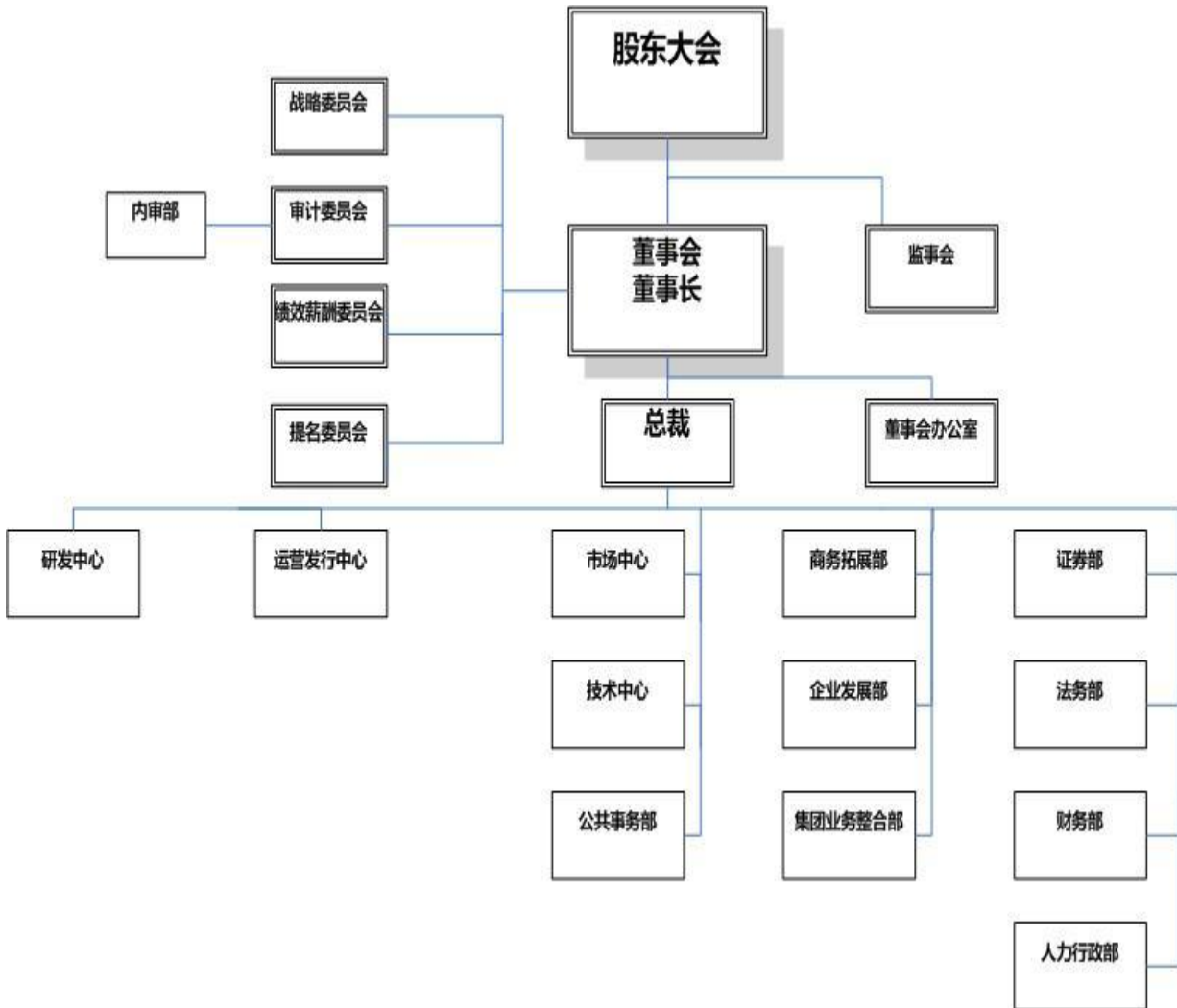
附一：北京掌趣科技股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



序号	主要子公司名称	持股比例
1	华娱聚友科技发展有限公司	100.00%
2	北京丰尚佳诚科技发展有限公司	100.00%
3	北京华娱聚友兴业科技有限公司	100.00%
4	北京聚游掌联科技有限公司	100.00%
5	北京九号科技发展有限公司	100.00%
6	广州市好运通讯科技有限公司	100.00%
7	大连卧龙科技有限公司	100.00%
8	指尖娱乐（香港）有限公司	100.00%
9	天津星娱科技有限公司	100.00%
10	天津泛游科技有限公司	100.00%
11	天津文渊科技有限公司	100.00%
12	天津掌趣投资管理有限公司	100.00%
13	南京触手文化发展有限公司	100.00%
14	海南动网先锋网络科技有限公司	100.00%
15	北京玩蟹科技有限公司	100.00%
16	上游信息科技（上海）有限公司	100.00%
17	北京天马时空网络技术有限公司	80.00%

资料来源：公司提供

附二：北京掌趣科技股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：北京掌趣科技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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	108,272.23	48,921.77	137,250.72	136,225.33
应收账款净额	7,722.53	26,108.76	31,198.58	37,159.00
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	120,661.08	84,787.52	189,444.67	197,277.62
长期投资	43,495.03	91,898.86	243,545.67	243,814.90
固定资产合计	10,640.04	10,918.19	10,781.31	10,577.77
总资产	502,308.92	787,824.93	1,040,141.63	1,049,391.97
短期债务	13,461.80	10,000.00	0.00	0.00
长期债务	0.00	0.00	79,630.02	79,650.31
总债务（短期债务+长期债务）	13,461.80	10,000.00	79,630.02	79,650.31
总负债	99,241.05	145,572.18	192,319.67	185,180.50
所有者权益（含少数股东权益）	403,067.87	642,252.75	847,821.96	864,211.48
营业总收入	77,476.42	112,377.86	185,468.78	45,653.60
三费前利润	46,927.70	68,568.82	103,161.82	28,314.17
投资收益	-712.31	-881.94	973.17	1,563.03
净利润	35,045.27	50,119.40	55,719.62	16,848.60
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	43,860.43	64,201.39	82,334.83	-
经营活动产生现金净流量	40,866.18	48,467.31	87,591.32	16,841.36
投资活动产生现金净流量	-109,770.31	-100,204.39	-226,698.64	-17,686.84
筹资活动产生现金净流量	78,790.43	6,421.87	223,999.83	100.00
现金及现金等价物净增加额	9,888.73	-45,190.16	88,328.96	-1,025.40
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	61.75	61.43	56.15	62.24
所有者权益收益率（%）	8.69	7.80	6.57	7.80
EBITDA/营业总收入（%）	56.61	57.13	44.39	-
速动比率（X）	1.68	0.81	2.99	3.49
经营活动净现金/总债务（X）	3.04	4.85	1.10	-
经营活动净现金/短期债务（X）	3.04	4.85	-	-
经营活动净现金/利息支出（X）	2,015.88	244.86	21.97	-
EBITDA 利息倍数（X）	2,163.58	324.35	20.65	-
总债务/EBITDA（X）	0.31	0.16	0.97	-
资产负债率（%）	19.76	18.48	18.49	17.65
总资本化比率（%）	3.23	1.53	8.59	8.44
长期资本化比率（%）	-	-	8.59	-

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

2、公司三年一期一年内到期的非流动负债为未支付的交易对价，进行相关财务指标计算时计入其他流动负债。

3、2017年一季度所有者权益收益率经年化处理。

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

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。