

游族网络股份有限公司公开发行可转换公司债券 跟踪评级报告（2020）

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn

项目组成员：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年06月28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，中诚信国际与评级对象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评级对象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。

■ 本次评级依据评级对象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、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、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，充分履行了实地调查和诚信义务，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.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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1857 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**，评级展望为稳定；

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

二零二零年六月二十八日

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**，评级展望为稳定；维持“游族转债”的信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了海外发行及运营优势、优质 IP 储备及原创优势对公司整体信用实力的支持。同时，中诚信国际也关注到游戏产品开发风险、利润总额明显下滑、短期偿债压力有所增加、对外投资规模较大以及实控人股权质押比例很高等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

游族网络（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	66.36	73.33	89.26	91.29
所有者权益合计（亿元）	40.68	45.06	49.46	52.23
总负债（亿元）	25.68	28.26	39.80	39.06
总债务（亿元）	20.42	22.89	31.93	29.71
营业总收入（亿元）	32.36	35.81	32.21	12.11
净利润（亿元）	6.64	10.11	2.56	3.63
EBIT（亿元）	7.48	11.45	2.75	--
EBITDA（亿元）	8.92	12.97	4.97	--
经营活动净现金流（亿元）	7.42	2.73	5.50	4.64
营业毛利率(%)	52.17	56.08	30.86	46.19
总资产收益率(%)	13.20	16.39	3.38	--
资产负债率(%)	38.69	38.54	44.59	42.79
总资本化比率(%)	33.41	33.68	39.23	36.26
总债务/EBITDA(X)	2.29	1.76	6.43	--
EBITDA 利息倍数(X)	11.91	14.57	4.53	--

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、因缺少相关数据，公司 2020 年一季度部分指标无法计算。

正面

■ **游戏产业保持增长态势。**2019 年以来，游戏市场规模保持增长态势且未来仍有一定的增长空间，为公司业务发展提供了良好的产业基础。2020 年以来，新冠疫情期间游戏产品需求爆发式增长，或将进一步助推游戏行业规模快速增长。

■ **海外发行及运营优势。**公司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，2019 年公司发行网络已覆盖 13 个国家，同期海外收入同比增长约 5.97%，海外收入占比大幅提升至 63.04%。

■ **优质 IP 储备及原创优势。**2019 年末，公司已经打造出《少年三国志》、《女神联盟》等兼具口碑与影响力的原创 IP 作品；目前公司已先后储备《盗墓笔记》、《权力的游戏》《三体》等经典 IP 资源。

同行业比较

2019 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）
星辉娱乐	57.40	48.65	25.94	2.60
昆仑万维	102.57	54.27	36.88	13.87
三七互娱	101.45	28.11	132.27	24.17
游族网络	89.26	44.59	32.21	2.56

注：“星辉娱乐”为“星辉互动娱乐股份有限公司”简称；“昆仑万维”为“北京昆仑万维科技股份有限公司”简称；“三七互娱”为“芜湖三七互娱网络科技股份有限公司”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	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
游族转债	AA	AA	11.50	10.89	2019/09/23~2025/09/23

注：债券余额为截至本报告出具日债券余额。

关注

■ **游戏产品开发风险。**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。2019 年以来，公司研发人员数量呈减少趋势，对公司技术水平及产品研发能力的影响有待持续关注。

■ **2019 年公司盈利能力明显下滑。**2019 年，主要受老款核心游戏下滑以及新主力游戏上线时间较晚等因素影响，公司经营业务利润大幅下滑且出现亏损；同期，受游戏行业政策收紧等因素影响，公司应收账款及其他应收款坏账准备大幅增加，对公司利润总额产生较大侵蚀。

■ **短期偿债压力有所增加。**截至 2020 年 3 月末，公司短期债务规模持续增加，债务结构有待优化，短期偿债压力有所增加。

■ **对外投资规模较大。**2019 年以来，公司对外投资规模持续增加，投资项目盈利能力存在一定不确定性，跨业态投资亦对公司投融资管理能力提出更大的挑战。

■ **实际控制人股权质押比例很高。**2020 年 3 月末，公司实际控制人林奇共质押公司股份 26,297 万股，占其总持股数的 96.05%，占公司总股本的 29.60%，质押比例很高，后续股权质押释放情况有待持续关注。

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 个月内为稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司游戏业务市场占有率大幅提升，资本实力显著增强，盈利能力持续大幅提升。

■ **可能触发评级下调因素。**公司核心研发人员大量流失、投资出现大幅亏损、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。

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定期与不定期跟踪评级，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”实际募集资金总额 11.50 亿元，拟将 6.53 亿元用于网络游戏开发及运营建设项目，1.52 亿元用于网络游戏运营平台升级建设项目，3.45 亿元用于补充流动资金。截至 2019 年末，该债券已累计使用 4.44 亿元，其中 0.84 亿元已用于网络游戏开发及运营建设项目，0.35 亿元已用于网络游戏运营平台升级建设项目，3.25 亿元已用于补充流动资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨

慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

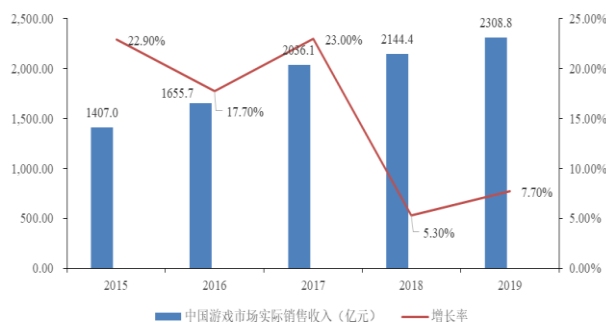
中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，中国游戏产业市场规模保持增长态势，存量用户市场特征逐步显现，移动游戏市场仍是目前核心增长点；国内游戏出海收入增速高于全球游戏市场规模增速，国产游戏影响力稳步提升；网络游戏相关的立法与监管持续加强

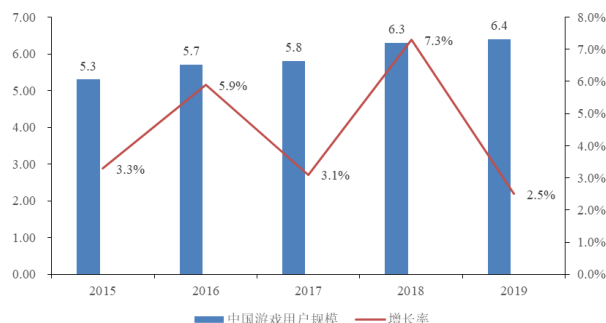
2019 年以来，中国游戏产业市场规模保持增长态势。2019 年，国内游戏市场规模增至 2,308.8 亿元，同比增长 7.7%，受益于移动游戏市场增长的拉动，同比增速较 2018 年提高 2.4 个百分点。用户规模方面，2019 年国内游戏用户规模为 6.4 亿人，同比增长 2.5%，增速较 2018 年减少 4.8 个百分点，增速明显趋缓表现出国内游戏用户数量已趋于饱和，进入存量用户市场。

图 1：2015~2019 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）&国际数据公司（IDC），中诚信国际整理

图 2：2015~2019 年中国游戏市场用户规模及增速



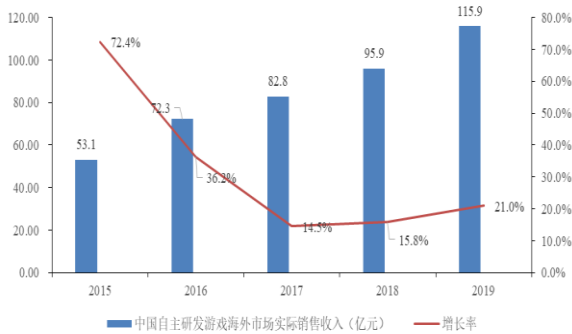
资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）&国际数据公司（IDC），中诚信国际整理

随着硬件技术的提升以及用户游戏习惯的转变，网络游戏内部结构有较大分化。2019 年，国内移动游戏收入占比为 68.5%，较上年提高 6.0 个百分点，市场份额领先且持续增加；端游市场规模占比为 26.6%，同比下降 2.3 个百分点，仍维持第二大品类地位；页游市场规模占比为 4.3%，较上年下降 1.6 个百分点，整体规模持续萎缩。从增长贡献方面来看，2019 年国内游戏市场规模持续增长，其中手游、端游和页游分别增长 241.5 亿元、-4.50 亿元和 -27.8 亿元。未来伴随移动游戏市场的持续增长，移动游戏市场规模占比有望进一步提升。

2019 年，国内游戏市场 ARPU 值约为 255 元，同比增长 14.3%，增速较上年提高 8.7 个百分点，ARPU 值增速较快并逐步成为收入增长的主要驱动力。但相较于日本、美国、韩国等海外成熟游戏市场，国内移动游戏市场 ARPU 值仍将有较大的提升空间。

海外拓展方面，伴随着全球化浪潮和一带一路政策红利，中国出海游戏及厂商呈现出收入与竞争结构优化趋势，海外影响力显著提升。2019年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达115.9亿美元，增长率21.0%，保持稳定增长，国产游戏在海外市场份额稳步提升。从ARPU值来看，美、日、韩、欧等国家和地区的ARPU在100~220美元区间，远高于国内水平。随着国产游戏研发实力、制作水平的提升以及国际市场对中国游戏产品的认可加深，更多具备较强竞争力的国内游戏公司有望持续推出更具国际化视野的游戏，有望打开游戏出海的新一轮增长空间。

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）&国际数据公司（IDC），中诚信国际整理

2019年以来，政府持续加强网络游戏相关的立法与监管，在游戏内容、运营、推广上提出了更严格的要求。国家新闻出版署通过对网络游戏实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，加强游戏出版后监管。据统计，2018年度全国注销、吊销的游戏公司数量为9,705家，2019年达到了18,710家，而游戏版号发放数量缩减到2017年的1/5，游戏行业经历“供给侧改革”洗牌。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。总体来看，政府的有效引导和用户消费的升级，将继续推动有质量、有内容、有创新的精品游戏研发，经营规范的优质公司将受益于游戏行业秩序重塑。

中诚信国际关注到，2019年以来，国内网络游

戏行业发展迅速，市场规模不断扩大，但随着人口红利逐步消退，存量用户市场特征逐步显现，移动游戏市场仍为市场核心增长点，未来提升ARPU值将成为促进市场持续增长的主要方向。此外，2020年以来，受新冠疫情爆发影响，游戏需求呈现阶段性、爆发式增长，或将进一步推动游戏行业规模快速增长。

受老款核心游戏收入下滑以及新主力游戏上线时间较晚等因素影响，2019年公司业务收入有所下滑；2020年一季度，公司新主力游戏市场表现良好叠加新冠疫情期间游戏需求爆发式增长，带动公司业务收入同比大幅增长；中诚信国际将对公司新游戏上线运营情况保持关注

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。2019年，公司继续打造精品游戏，增加游戏品类，同时深化全球化战略布局，拓展海外业务。但受老款核心游戏收入下滑以及新主力游戏上线时间较晚等因素影响，2019年公司营业总收入同比下滑10.07%至32.21亿元；2020年一季度，公司新主力游戏市场表现良好，叠加新冠疫情期间游戏需求拉动，公司营业总收入同比增长45.45%至12.11亿元。

分产品来看，公司游戏产品分为移动游戏和网页游戏两大类，以移动游戏为主。随着用户需求的变动以及公司在移动游戏业务布局的侧重，近年来公司移动游戏收入占比呈波动上升态势。2019年，《少年三国志》和《狂暴之翼》等核心游戏收入下滑，同时《权力的游戏》（手游）、《圣斗士星矢》以及《少年三国志2》等新主力移动游戏集中于2019年三四季度上市，导致公司移动游戏收入规模以及收入占比均有所下滑。网页游戏方面，2019年公司《女神联盟》等成熟系列产品收入下滑，同期仅上线一款网页新游戏《权利游戏》（页游），网页游戏收入规模呈小幅下滑趋势。

表 1: 公司营业收入分产品经营情况 (亿元、%)

收入	2017	2018	2019
移动游戏	23.01	25.68	22.52
网页游戏	9.04	8.94	8.81
其他	0.31	1.2	0.87
合计	32.36	35.81	32.21
占比	2017	2018	2019
移动游戏	71.12	71.7	69.93
网页游戏	27.94	24.96	27.37
其他	0.94	3.34	2.7
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

销售区域方面, 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, 海外业务发展势头向好。2019 年, 公司在保持欧美、港澳台、东南亚等地区市场优势的同时, 结合本地化的产品选择和营销手段, 重点开拓日本、韩国市场, 同期海外收入同比增长约 5.97%, 海外收入占比大幅提升至 63.04%。

表 2: 公司分地区收入及占比情况 (亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
国内	12.68	17.37	11.90
国外	19.68	18.44	20.30
合计	32.36	35.81	32.21
占比	2017	2018	2019
国内	39.17	48.51	36.96
国外	60.83	51.49	63.04
合计	100.00	100.00	100.00

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, 2019 年公司游戏品类进一步多元化, 公司在卡牌、SLG、回合制 RPG、ARPG 等多个品类形成积淀的基础上, 积极拓展二次元和休闲竞技类游戏, 游戏产品数量亦有所增长。2019 年公司上线新游戏 10 款, 较 2018 年上线新游戏数量增加 2 款; 截至 2019 年末公司运营网络游戏合计超过 50 款。目前公司游戏储备数量充足, 2020 年预计将上线运营《山海镜花》、《少年三国志: 零》、《新盗墓笔记》和《Infinity Kingdom》等 15 款新游戏, 能够为公司业务良性发展提供一定支撑。

表 3: 2019 年末公司主要运营网络游戏产品情况

游戏名称	类型	来源	类型	上线时间
女神联盟	手游	自研	ARPG	2014.11
少年三国志	手游	自研	卡牌	2015.02
大皇帝 OL	手游	自研	SLG	2015.12
少年西游记	手游	自研	卡牌	2016.07
狂暴之翼	手游	代理	ARPG	2016.06
刀剑乱舞-ONLINE-	手游	代理	二次元 RPG	2017.02
女神联盟: 天堂岛	手游	自研	ARPG	2017.06
大军师司马懿之军师联盟	手游	代理	ARPG	2017.07
西游女儿国	手游	代理	回合 RPG	2017.08
妖精的尾巴	手游	自研	ARPG	2017.11
天使纪元	手游	自研	ARPG	2018.01
猎龙计划	手游	代理	ACT	2018.06
圣斗士星矢	手游	代理	卡牌	2019.02
拜托了经纪人	手游	代理	女性向	2019.05
权力的游戏 (手游)	手游	自研	SLG	2019.07
少年三国志 2	手游	自研	卡牌	2019.12
女神联盟 1	页游	自研	卡牌	2013.07
大皇帝	页游	自研	SLG	2014.11
女神联盟 2	页游	自研	卡牌	2016.01
盗墓笔记	页游	自研	ARPG	2016.08
刀剑乱舞 ONLINE	页游	代理	二次元 RPG	2017.02
战神三十六计	页游	自研	SLG	2017.04
射雕英雄传	页游	自研	ARPG	2017.08
御龙在天美人版	页游	自研	SLG	2018.03

资料来源：公司提供

2019年，公司继续实行自主运营和联合运营的双重经营策略，研发投入持续增加；但受组织架构和人员调整等影响，公司研发人员数量有所减少，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。2019年，公司联营收入占比较上年变化不大，合作的大型联合运营商仍主要为苹果、谷歌、Facebook和腾讯等。结算方面，2019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，联合运营由联营商统计后按比例逐月返款，账期一般为2~3个月；2019年以来，受宏观经济环境影响，国家外汇收入合规要求趋严，公司海外业务的客户回款周期有所延长，一定程度上将加大公司资金周转压力。

表 4：公司两种运营方式收入情况（亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
联合运营	21.75	27.73	24.79
自主运营	10.29	6.84	6.6
其他	0.32	1.24	0.82
合计	32.36	35.81	32.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

游戏来源方面，2019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，2019年，公司研发投入保持增长；但受组织架构和人员调整等因素影响，研发人员数量有所减少。从数量来看，公司运营游戏中以代理发行游戏为主，2019年公司共上线自研游戏3款，代理游戏7款，2020年3月末公司代理游戏数量占运营游戏总数的占比超58%；但从营业收入贡献度方面来看，公司运营游戏收入以自研游戏收入为主，2019年自研游戏收入占营业总收入的比重超60%。

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。

表 5：公司研发投入情况（人、%、亿元）

	2017	2018	2019	2020.1-3
研发投入	3.21	4.94	5.27	0.96
占当年销售收入比重	9.92	13.80	16.37	7.95
研发人员数量	1,467	1,493	1,350	1282
研发人员数量占比	65.61	76.49	73.13	70.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，游戏产品生命周期较短，目前公司核心游戏数量较少，若未来公司不能持续推出广受欢迎的游戏，或因各种原因造成研发和开发进度的拖延，公司经营收入或将面临下滑风险。同时，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，2019年以来公司研发人员数量呈减少趋势，对公司技术水平及产品研发能力造成的影响有待持续关注。

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2017年财务报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的2018~2019年财务报告以及公司提供的未经审计的2020年一季报。公司财务报表采用新会计准则编制，均为合并口径数据。中诚信国际所分析数据采用公司各期财报期末数据。

2019年，受老款核心游戏收入下滑以及新主力游戏尚处于发展期等因素影响，公司经营性业务利润大幅减少且出现亏损；同期资产减值损失对利润总额造成较大侵蚀；公允价值变动损益及投资收益成为盈利的主要来源

2019年，公司营业毛利率大幅下滑，其中手机游戏毛利率同比减少33.00个百分点，主要系公司老款核心移动游戏收入下滑，同时新主力游戏集中于2019年三四季度上线且上线初期广告投入较大所致；网页游戏毛利率同比减少8.79个百分点，主

要系老款网页游戏收入下滑所致。2020年一季度，受新游戏市场表现良好以及新冠疫情期间需求拉动影响，公司营业毛利率有所提升。

表 6：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
移动游戏	49.72	55.64	22.64	36.56
网页游戏	58.23	59.03	50.25	47.74
其他	-	43.51	47.32	241.2
营业毛利率	52.17	56.08	30.86	46.19

资料来源：公司提供

期间费用方面，2019年，受债务规模增长影响，公司财务费用小幅增加；得益于加强费用管控以及研发支出资本化率提升，公司期间费用合计有所减少；但受营业总收入减少影响，公司期间费用率较上年基本持平。公司期间费用规模较大且期间费用率维持在较高水平，对公司利润总额产生侵蚀。

利润方面，2019年，受营业总收入下滑影响，公司经营性业务利润大幅减少且出现亏损；同期，因对应收账款中联合运商销售款计提坏账准备大幅增加，以及对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，公司资产减值损失明显上升，对当期利润总额造成较大侵蚀。2019年，公司利润总额主要来源于公允价值变动收益以及投资收益，其中，公允价值变动收益主要系其他非流动金融资产中嘉兴优亮投资合伙企业(有限合伙)¹（以下简称“嘉兴优亮”）股权持有期间产生的收益；投资收益主要来源于出售广州掌淘网络科技有限公司（以下简称“掌淘科技”²）股权确认的投资收益。同期，受公司利润总额大幅减少影响，EBITDA利润率和总资产收益率大幅回落。2020年一季度，在营业收入大幅增长的带动下，公司经营性利润同比有所增长。

¹嘉兴优亮对外投资对象为优刻得科技股份有限公司（科创板上市，以下简称“优刻得”），截至2020年3月末，嘉兴优亮持有优刻得4.03%股权。2019年，公司持有嘉兴优亮确认公允价值变动损益1.70亿元。

²2019年3月，公司公告称将全资子公司掌淘科技58%的股权转让给关联自然人陈礼标（公司董事、副总经理），交易价格3.48亿元，同时确认投资收益0.94亿元。2019年8月，陈礼标先生对掌淘科技进行增资7,500万元，增资完成后，陈礼标持有掌淘科技的股权比例从58%升至62.67%，公司持有掌淘科技的股权比例将从42%降至

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	10.64	13.11	11.71	2.64
期间费用率(%)	32.88	36.60	36.36	21.79
经营性业务利润	7.14	8.40	-1.16	3.07
资产减值损失	0.70	0.17	1.12	0.16
公允价值变动收益	--	--	2.57	0.81
投资收益	0.03	2.27	1.37	-0.08
营业外损益	0.27	0.06	-0.01	-0.004
利润总额	6.74	10.56	1.65	3.64
EBITDA 利润率(%)	27.57	36.21	15.42	--
总资产收益率(%)	13.20	16.39	3.38	--

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，损失以正值填列。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年，公司资产及负债规模保持增长趋势；财务杠杆小幅上升，短期债务占比很高，债务结构有待优化；对外投资规模及参股公司数量不断增加，对公司投融资管理能力提出较大挑战，且投资项目盈利能力存在一定不确定性，对公司未来业绩影响有待持续关注

2019年末，公司总资产较年初明显增长，主要系新增对外投资、投资增值以及研发支出资本化所致；同期末非流动资产占总资产的比例提升至61.65%。流动资产方面，2019年末公司货币资金较上年末明显增长，主要系同期发行可转换公司债券资金沉淀所致。2019年末，公司货币资金中受限货币资金3.29亿元；存放境外款项2.57亿元。公司应收账款主要为应收联合运商销售款，2019年受营业收入下滑影响，公司应收账款有所减少。公司预付账款主要为广告费和代理游戏分成费，2019年末预付账款较年初有所减少，主要系新游戏上线后结转相应预付款项所致。

非流动资产方面，公司其他非流动金融资产主要为对外股权投资，2019年末，由于会计准则变化，可供出售金融资产中以公允价值计量且其变动计

37.33%。

2019年12月，公司公告称宿迁京东聚数投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“京东聚数”）、中小企业发展基金（深圳有限合伙）（以下简称“中小基金”）、自然人李永良拟向掌淘科技增资不超过0.90亿元，同时公司分别向魔数科技投资合伙企业（有限合伙）、中小企业发展基金（深圳有限合伙）和李永良进行出售部分股权，出售股权总额合计1.08亿元，公司预计能获得投资收益不超过5,045.21万元。上述交易完成后，公司持有掌淘科技股权比例降至25.37%。

入当期损益的金融资产重分类至其他非流动金融资产，加之同期对外投资项目公允价值上升以及新增对外股权投资，导致公司其他非流动金融资产大幅增加。2019年末，公司商誉为溢价收购 Bigpoint HoldCo GmbH³产生；2019年末公司商誉大幅减少，主要系同期公司出售掌淘科技 58%的股权后丧失对其控制权，将其对应商誉 5.30 亿元全额转出所致；同期末，公司将持有的掌淘科技剩余股权以权益法核算，导致长期股权投资大幅增加。公司其他非流动资产主要为股权投资款以及预付版权金，2019年末其他非流动资产较上年末大幅增加，主要由于加大股权投资力度所致。

受发行可转债以及短期借款增加影响，公司负债总额快速增长，其中有息债务的占比较高，截至2020年3月末总债务占总负债的比例为76.07%。债务结构方面，公司有息债务中短期债务占比很高，截至2020年3月末长短期债务比为2.13倍，公司面临较大的短期偿债压力，债务结构有待优化。

所有者权益方面，2019年末，受未分配利润积累以及同期公司发行可转债影响，公司所有者权益保持增长。随着债务规模增加，资产负债率和总资本化率较上年末小幅上升。

表 8：近年来公司部分资产负债表科目及相关指标情况
(亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	19.38	11.56	15.79	15.30
应收账款	4.74	8.86	7.73	9.88
预付款项	3.60	6.98	4.07	3.65
可供出售金融资产	8.15	11.46	--	--
其他非流动金融资产	--	--	16.48	16.42
长期股权投资	4.43	4.33	7.33	6.96
无形资产	1.67	1.47	3.17	3.06
开发支出	0.97	2.08	4.16	4.49
商誉	9.82	9.84	4.52	4.52
其他非流动资产	0.75	3.12	7.50	8.55
固定资产	6.99	7.15	6.99	7.04
短期借款	12.74	18.90	22.47	19.94
长期借款	--	--	0.10	0.20
应付债券	3.98	3.99	9.18	9.29
股本	8.88	8.88	8.88	8.88

³2016年，公司公告称投资8,000万欧元收购100%股权，产生商誉

资本公积	9.30	8.43	7.44	7.45
未分配利润	21.99	31.41	33.91	37.54
少数股东权益	0.17	-0.03	-0.03	-0.03
资产负债率	38.69	38.54	44.59	42.79
总资本化比率	33.41	33.68	39.23	36.26

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，2019年以来，公司对外投资规模持续增加，参股公司数量不断增加，公司债务压力及杠杆水平有所上升；跨业态投资亦对公司投融资管理能力提出较大挑战。公司对外投资项目盈利能力存在一定不确定性，对公司未来业绩的影响有待持续关注。

跟踪期内，公司对外投资增加导致投资活动现金流持续流出以及筹资活动现金流持续流入；受债务规模增加以及利润总额减少影响，偿债指标整体有所弱化

现金流方面，2019年受预付游戏分成款和推广款项减少影响，公司经营活动净现金流较上年有所增加；投资活动净现金流持续为负且缺口较上年有所扩大，主要系公司加大对外投资规模以及研发投入资本化金额增加所致；对外投资规模增加带动债务融资规模增加，公司筹资活动现金流呈持续净流入态势。

从偿债指标来看，2019年，公司EBITDA随着利润总额大幅下滑而减少，同时债务规模大幅增加，EBITDA对有息债务本息的覆盖能力大幅弱化。得益于经营活动净现金流增长，经营活动净现金流对债务本息覆盖能力小幅提升。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	7.42	2.73	5.50	4.64
投资活动净现金流	-6.64	-5.59	-11.26	-0.87
筹资活动净现金流	8.73	-4.62	12.04	-4.43
总债务	20.42	22.89	31.93	29.71
短期债务	16.43	18.90	22.65	20.22
长短期债务比	4.13	4.74	2.44	2.13
EBITDA	8.92	12.97	4.97	8.92
总债务/EBITDA	2.29	1.76	6.43	--
经营活动净现金流/总债务	0.36	0.12	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数	11.91	14.57	4.53	--

4.52 亿元

经营活动净现金流利息保障系数	9.90	3.07	5.02	9.90
----------------	------	------	------	------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

外部授信以及股权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，后续股权质押释放情况有待持续关注

截至 2019 年末，公司获得主要合作银行的授信总额为 27.51 亿元，其中尚未使用的授信额度为 4.84 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 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 11.80 亿元，包括货币资金 3.82 亿元（主要为保证金）、固定资产及投资性房地产合计 6.16 亿元和债权投资 1.82 亿元等，受限资产账面价值占总资产的比例约为 12.93%。

或有事项方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保情况；同期末，公司及下属子公司无重大未决诉讼事项。

此外，2020 年 3 月末公司控股股东及实际控制人林奇先生直接持有公司股份 27,380 万股，占公司总股本的比例为 30.82%，其中累计质押或冻结的股份数量为 26,297 万股，占公司股份总数的 29.60%，占其直接持有公司股份的 96.05%。2020 年 6 月，公司公告称奇先生已与太平基金管理有限公司（以下简称“太平基金”）签署《股份转让协议书》，太平基金拟以现金形式受让林奇先生持有的公司无限售流通股 4,446 万股股票，占公司股本总额的 5.00%，减持股份所得资金主要用于偿还其个人股票质押借款及相关利息，以进一步降低股票质押风险；上述权益变动完成后，林奇先生将持有公司 21,970 万股，占公司总股本的 24.71%，仍为公司控股股东和实际控制人。中诚信国际关注到，如公司控股股东不能按期偿还以公司股份质押取得的借款或补充质押，则存在控股股东持有的公司股权被冻结、处置的风险，后续权益变动以及股权质押释放情况有待持续关注。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信

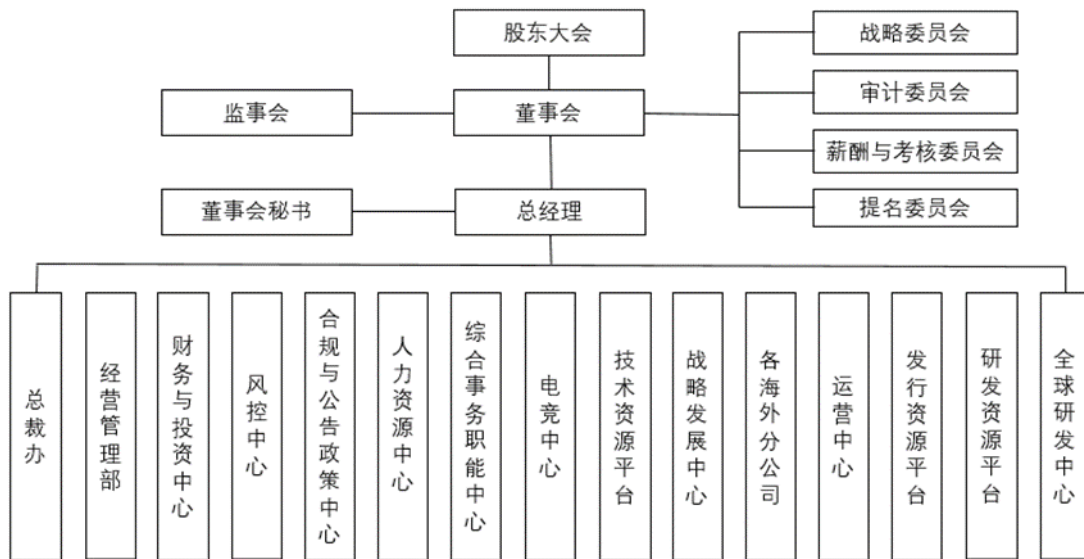
用报告》，2017 年~2020 年 4 月 21 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

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**，评级展望为稳定；维持“游族转债”的信用等级为 **AA**。

附一：游族网络股份有限公司股权结构表及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）

股东名称	总持有数量（股）	持有比例（%）
林奇	273,795,029	30.82
王卿伟	41,177,479	4.63
王卿泳	32,438,319	3.65
香港中央结算有限公司	16,306,712	1.84
张云雷	12,291,100	1.38
游族网络股份有限公司—第一期员工持股计划	11,196,090	1.26
崔荣	9,952,852	1.12
游族网络股份有限公司回购专用证券账户	8,522,393	0.96
中国工商银行—南方绩优成长股票型证券投资基金	6,871,425	0.77
中国农业银行股份有限公司—中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	4,974,251	0.56
其他股东	470,947,919	53.01
合计	888,473,569	100.00



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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	193,776.87	115,606.07	157,900.49	153,005.87
应收账款净额	47,419.68	88,604.71	77,256.59	98,816.39
其他应收款	7,347.89	9,884.39	15,789.33	8,384.44
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	125,836.01	157,879.81	261,173.65	256,907.77
固定资产	69,906.01	71,499.34	69,894.04	70,374.10
在建工程	0.00	--	--	--
无形资产	16,677.43	14,660.77	31,694.62	30,567.12
总资产	663,594.78	733,257.53	892,631.46	912,851.27
其他应付款	2,567.96	4,980.73	12,888.04	15,276.86
短期债务	164,342.15	188,981.97	226,511.67	202,224.87
长期债务	39,816.27	39,895.11	92,740.84	94,883.07
总债务	204,158.42	228,877.07	319,252.51	297,107.95
净债务	10,381.55	113,271.00	161,352.02	144,102.07
总负债	256,751.25	282,631.98	398,021.21	390,597.28
费用化利息支出	7,488.58	8,897.48	10,958.96	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	406,843.53	450,625.55	494,610.25	522,253.99
营业总收入	323,567.55	358,125.39	322,050.19	121,134.06
经营性业务利润	71,391.45	84,008.75	-11,600.51	30,685.60
投资收益	278.17	22,735.12	13,701.05	-765.29
净利润	66,414.69	101,135.93	25,641.59	36,305.63
EBIT	74,839.10	114,505.98	27,456.53	--
EBITDA	89,216.63	129,677.20	49,660.27	--
经营活动产生现金净流量	74,150.88	27,333.85	55,043.73	46,383.96
投资活动产生现金净流量	-66,352.75	-55,862.31	-112,648.07	-8,729.45
筹资活动产生现金净流量	87,310.02	-46,182.09	120,438.09	-44,289.13
资本支出	17,752.31	33,253.75	64,228.98	-34.08
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	52.17	56.08	30.86	46.19
期间费用率(%)	32.88	36.60	36.36	21.79
EBITDA 利润率(%)	27.57	36.21	15.42	--
总资产收益率(%)	13.20	16.39	3.38	--
净资产收益率(%)	19.57	23.59	5.43	28.56*
流动比率(X)	1.47	1.33	1.15	1.23
速动比率(X)	1.47	1.33	1.15	1.23
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	5.71	5.27	3.88	5.50*
资产负债率(%)	38.69	38.54	44.59	42.79
总资本化比率(%)	33.41	33.68	39.23	36.26
短期债务/总债务(%)	80.50	82.57	70.95	68.06
经营活动净现金流/总债务(X)	0.36	0.12	0.17	0.62*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.45	0.14	0.24	0.92*
经营活动净现金流/利息支出(X)	9.90	3.07	5.02	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	30.60	5.11	13.59	60.46*
总债务/EBITDA(X)	2.29	1.76	6.43	--
EBITDA/短期债务(X)	0.54	0.69	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	11.91	14.57	4.53	--
EBIT 利息保障倍数(X)	9.99	12.87	2.51	--

注：1、2020年一季度财务报表未经审计；2、利息支出未包括资本化利息；3、因缺少相关数据，公司2020年一季度部分指标无法计算；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
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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）
偿债能力	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=债权投资+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。