



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]G078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拟发行的“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”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；本次债券的信用等级为**AA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一六年二月三日

# 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信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	北京掌趣科技股份有限公司
发行规模	不超过人民币 16 亿元（含 16 亿元）
债券期限	不超过 5 年（含 5 年）
债券利率	固定利率，票面利率将由公司和主承销商发行时通过市场询价协商确定
付息方式	每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付

## 概况数据

掌趣科技	2012	2013	2014	2015.Q3
所有者权益（亿元）	8.82	15.24	40.31	43.35
总资产（亿元）	9.14	19.27	50.23	48.51
总债务（亿元）	0.00	0.00	1.35	1.40
营业总收入（亿元）	2.25	3.81	7.75	7.25
营业毛利率（%）	53.38	54.44	61.75	62.23
EBITDA（亿元）	1.00	1.93	4.39	-
所有者权益收益率（%）	9.33	10.08	8.69	9.00
资产负债率（%）	3.49	20.91	19.76	10.63
总债务/EBITDA（X）	0.00	0.00	0.31	-
EBITDA 利息倍数（X）	-	-	2163.58	-

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、2015 年前三季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

## 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“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”信用等级为 **AA**，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。

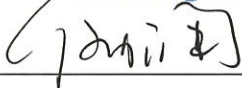
中诚信证评评定北京掌趣科技股份有限公司（以下简称“掌趣科技”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，该级别反映了掌趣科技偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了网络游戏行业广阔的前景、公司领先的行业地位、公司产业链横纵延伸以及集团协同效应显著等正面因素对公司及本次债券信用水平的支撑作用。同时中诚信证评也关注到公司游戏产品开发风险和核心人员流失等因素可能对公司及本次债券信用状况造成的影响。

## 正面

- 行业前景广阔。随着社会现代化、电子化程度的不断推进，人们对于精神娱乐层面的需求不断提高，网络游戏基于其故事性、社会性和交流特性，已经成为当代人群休闲娱乐的主要方式，市场规模不断扩大，行业发展前景广阔。
- 领先的行业地位。公司在 2015 年第一季度易观国际的移动游戏研发商市场份额排行榜上，高居第二，仅次于腾讯游戏；在 App Annie 2015 年 6 月的移动游戏收入排行榜上，位居第三，仅次于腾讯和网易。
- 产业链横纵延伸，集团协同效应显著。公司一方面通过并购多家优秀游戏研发商向产业链纵向挖掘、提升自身研发能力、实现游戏产品品类的几乎全覆盖，打造综合型研运企业；另一方面也投资多家优秀发行商、影视制作公司与互联网投资机构，横向延伸覆盖产业链各链条，不仅有利于未来 IP 的取得，也为公司的泛娱乐化转型奠定基础。

## 分析师

伍力澜 marswill@ccxr.com.cn



张晨葵 cyzhang@ccxr.com.cn



徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年2月3日

- 财务结构较稳健。公司资本实力强，财务结构稳健，盈利能力及获现能力较强，能够为债务的偿还和公司的稳定发展提供支持。

## 关注

- 游戏产品开发风险。游戏产品具有更新快、可模仿性高、玩家喜好转换快等特点，若公司无法持续推出受玩家认可的成功游戏产品，或由于游戏研发周期、推广时间延长等原因造成游戏无法按计划推出，老游戏盈利能力的下滑将无法通过新游戏弥补，不利于公司经营业绩的提升。
- 核心人员流失风险。高素质、充足的游戏开发人才队伍是公司保持领先优势的保障，随着公司业务规模的发展、扩大，若不能通过有效措施稳定优秀技术、业务人员，将会给公司经营运作带来较大负面影响。

## 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对象构成委托关系外，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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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，并及时对外公布。

## 概 况

### 发债主体概况

北京掌趣科技股份有限公司（以下简称“掌趣科技”或“公司”）成立于 2004 年 8 月，原名北京智通华网科技有限公司，由北京东方卓越通讯有限公司和北京金诚信投资有限公司共同出资设立，初始注册资本 1,000 万元。2010 年 11 月，公司整体变更为股份有限公司，并更为现名，注册资本 11,700 万元。2012 年 4 月，经证监会核准（证监发行字【2012】381 号），公司于 2012 年 5 月 2 日向 society 公开发行人民币普通股（A 股）4,091.50 万股，并于 2012 年 5 月 11 日在深圳证券交易所挂牌上市交易，股票简称“掌趣科技”，证券代码 300315，发行后公司股本为 16,366 万元。后经多次增资扩股，截至评级报告出具日，公司总股本为 2,773,850,880 股。公司上市以来，公司控股股东及实际控制人前期为姚文彬先生和叶颖涛先生，二者原为一致行动人。2016 年 2 月 3 日，姚文彬先生和叶颖涛先生一致行动关系解除，公司控股股东和实际控制人变更为姚文彬，姚文彬直接持有公司 555,650,409 股 A 股股份，约占总股本的 20.03%。

公司主要从事游戏的开发、运营和维护，主要业务包括移动终端游戏、互联网页面游戏及其周边产品的产品开发、发行推广和运营维护，系国内领先的移动终端游戏开发商、发行商和运营商。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 50.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 40.31 亿元，资产负债率为 19.76%；2014 年公司实现营业收入 7.75 亿元，净利润 3.50 亿元，经营活动净现金流 4.09 亿元。

截至 2015 年 9 月 30 日，公司总资产为 48.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 43.35 亿元，资产负债率为 10.63%；2015 年 1~9 月公司实现营业收入 7.25 亿元，净利润 2.93 亿元，经营活动净现金流 2.61 亿元。

## 本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	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
发行总额	不超过人民币 16 亿元（含 16 亿元）
债券期限	不超过 5 年（含 5 年）
票面金额和发行价格	本次债券面值为 100 元，按面值平价发行
债券利率	固定利率，在债券存续期内固定不变。本次债券票面利率由公司和主承销商发行时通过市场询价协商确定
偿还方式	每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本次债券募集资金扣除发行费用后用于收购资产和补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 行业概述

根据中国音像与数字出版协会游戏工委（GPC）、CNG 中新游戏研究（CNG）、国际数据公司（IDC）联合发布的《2014 年中国游戏产业报告》，网络游戏（Online Games），也称为“在线游戏”，通常是指以个人电脑（PC）、平板电脑、智能手机等载体为游戏平台，以游戏运营商服务器为处理器，以互联网为数据传输媒介，必须通过广域网网络传输方式（Internet、移动互联网、广电网等）实现多个用户同时参与的游戏产品，以通过对于游戏中人物角色或者场景的操作实现娱乐、交流为目的的游戏方式，具有可持续性的个体性多人在线游戏。

随着社会现代化、电子化程度的不断推进，在物质层面日益得到满足的基础上，人们对于精神娱乐层面的需求不断提高，网络游戏基于其故事性、社会性和交流特性，已经成为当代人群休闲娱乐的主要方式，市场规模不断扩大。

按照游戏运行的载体不同，网络游戏主要分为客户端游戏、网页游戏、移动终端游戏（或“手游”、“手机游戏”）和主机游戏四个大类。客户端游戏，指以个人电脑为载体，通过光盘或下载方式在个人电脑上安装游戏客户端，并在网络连接状态下进入客户端进行的网络游戏；按照游戏内容的不同，客

户端游戏主要分为大型角色扮演类游戏（英文名 Massive Multiplayer Online Role Play Game，简称 MMORPG）和大型休闲竞技类游戏。网页游戏是基于网页开发技术，以标准协议为基础传输形式的，无客户端或基于浏览器内核的微客户端网络游戏，游戏用户可以直接通过互联网浏览器玩网页游戏。移动终端游戏是指运行于手机或其他移动终端上，通过移动网络下载或依靠移动网络进行的网络游戏。主机游戏也称电视游戏，是指通过游戏主机（如索尼公司 PlayStation 系列、微软公司 Xbox 系列等）与电视机相连，或通过接入电视游戏机顶盒等方式在电视上进行的游戏品种。主机游戏最早以单机游戏为主，随着网络技术的不断发展，越来越多的主机游戏增加了局域网对战及网络化运营的方式，主机网络游戏也随之出现。

从产业链方面来看，网络游戏产业链由上而下主要由研发商（CP）、发行商（运营商）、渠道商三部分组成，其中研发商向上游版权商购买版权或在自有版权的基础上完成游戏的开发，完成后交给发行商进行代理发行；发行商负责游戏的宣传并与各类渠道进行对接，提供各平台测试结果并要求开发商根据测试结果对游戏进行改进和版本更新；渠道通过用户下载实现流量的导入并从用户处获得支付，分成给产业链上游。随着产业的发展，目前网络游戏企业研运一体的趋势日趋明显，这类企业大多成立时间长、同时拥有游戏开发和游戏运营能力、拥有行业内知名的游戏产品、拥有核心企业文化和管理方式等多项特点，能够通过自身的核心竞争优势推动行业发展。

## 行业政策

最近几年，为了促进互联网及移动互联网在我国更好更快的发展，中央政府密集推出了各项行业产业政策。从《十二五规划纲要》提出要全面普及宽带，到后续的工信部出台多项涉及行业发展的规划纲要，包括“十二五”信息产业发展规划、互联网“十二五”发展规划，以及宽带网络发展规划，这些政策基本都有利于加快发展下一代移动互联网。新一届政府履新之后，更加重视信息产业对促进经济结构转型，产业结构升级的作用，李克强总理在多

个场合强调“重视信息消费，用信息消费拉动内需和经济增长”，信息化建设已成为加快经济发展方式转变、促进经济结构战略性调整的关键要素和重要驱动力。

表 2：近年来网络游戏行业主要政策

序号	发布时间	部门/领导	相关政策
1	2011.3	工信部	《十二规划纲要》：提出宽带全面普及目标
2	2012.1	国务院	加快发展我国下一代互联网产业
3	2012.6	苗圩	加快实施“宽带中国”工程
4	2012.7	国务院	《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》
5	2012.7	国务院	《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》
6	2012.8	苗圩	加快推进 TD-LTE 产业发展
7	2012.9	苗圩	加快宽带中国步伐加强网络基础设施建设
8	2013.2	工信部	部署宽带中国行动计划今年增 1 亿 3G 用户
9	2013.4	工信部	推动实施宽带中国专项推进 TD-LTE 扩大规模试验
10	2013.5	李克强	发展电子商务、扩大信息消费
11	2013.7	国务院	国务院常务会议研究促进信息消费
12	2013.8	国务院	《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》
13	2014.10	李克强	国务院会议中指出重点推进移动互联网等 6 大领域消费
14	2015.3	李克强	第十二届人大三次会议政府工作报告中指出着重支持移动互联网行业发展

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

当前，游戏产业作为互联网信息产业中的重要组成部分，在建设互联网强国战略目标下，已经成为政策鼓励的重要方向。2014 年，《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》《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》等文件提出加快实现由“中国制造”向“中国创造”转变，提升国家文化软实力和产业竞争力，推动文化产品和服务的生产、传播、消费的数字、网络化进程；强化互联网思维，坚持先进技术为支撑，内容建设为根本，形成立体多样、融合发展的现代传播体系，更多媒体集团进军网游行业，坚定了转型融合信心，给游戏企业带来新的发展机遇。国家新闻出版广电总局作为出版行业主管部门和

网络游戏出版前置审批管理部门，着眼于增强服务发展能力、提高审批管理效率，继续扩大国产网络游戏出版属地管理试点，简化审批环节，提高行政效率，以上海市国产网络游戏出版属地管理试点为探索，强化属地管理职责，大大缩短了游戏审批周期，夯实游戏出版产业发展基础。

### 行业现状

随着网络基础设施建设的完善以及移动互联网的快速发展，我国互联网用户的规模和互联网普及率稳步提升。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）的统计，截至 2014 年 12 月，我国互联网用户规模达 6.49 亿，全年共计新增互联网用户 3117 万人；互联网普及率为 47.9%，较 2013 年底提升 2.1 个百分点。

图 1：中国网民规模及互联网普及率情况



资料来源：中国互联网络信息中心，中诚信证评整理

近年来，我国国内生产总值一直保持较高的增长速度。我国城镇家庭人均可支配收入近十年来实现 3 倍以上增长，农村居民人均纯收入扣除价格因素后以 10% 的增速逐年递增。同时，根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的第 34 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，我国互联网用户规模 2014 年超过六亿人，互联网普及率接近 47%，居民日益坚实的物质基础和提升生活质量的需求释放出巨大的文化产品购买欲望和消费能力，互联网用户对网络游戏的消费需求和消费能力的逐步提升，以及电子计算机和智能手机等电子产品快速普及，带动网络游戏产业的发展。

根据《2014 年中国游戏市场产业报告》，我国游戏市场 2014 年实现销售收入 1,114.8 亿元，比 2013 年增长 37.7%；用户数量达到 5.17 亿人，比 2013 年增长 4.6%，行业保持高速增长，远远超过

传统的三大娱乐内容产业——电影票房、电视娱乐节目和音像制品发行。

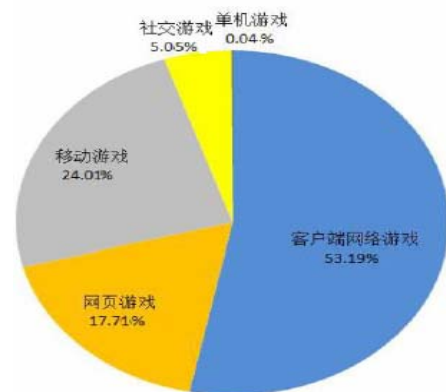
图 2：2008~2014 年我国游戏用户规模及游戏市场实际销售收入情况



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

2014 年，在我国游戏市场实际销售收入中，客户端网络游戏市场占有率达到 53.19%，网页游戏市场占有率为 17.71%，移动游戏市场为 24.01%，社交游戏市场为 5.05%，单机游戏为 0.04%。自 2008 年开始，客户端游戏市场规模均占据我国游戏市场规模的 50% 以上，但从增长速度上看，客户端游戏 2011 年之后逐步下降，随着智能手机和平板电脑的普及，移动游戏市场规模快速增长，且未来几年这一趋势将得到延续。

图 3：2014 年我国游戏市场实际销售收入市场占有率情况



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

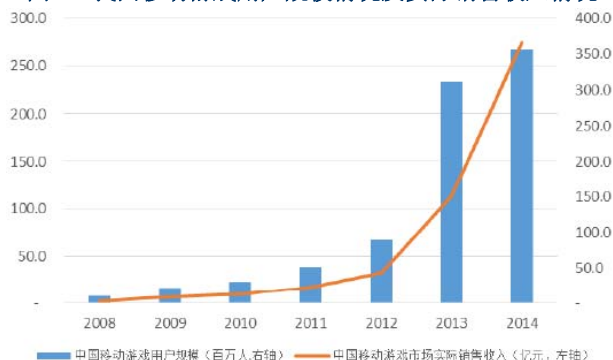
公司主要从事移动终端游戏、互联网页面游戏及其周边产品的产品开发、发行推广和运营维护，以下主要分析国内移动网络游戏和网页游戏近年发展情况。

#### 1、移动网络游戏近年发展规模

在移动游戏方面，2014 年，我国移动游戏用户数量达到 3.58 亿人，比 2013 年增长 15.1%；2014 年我国移动游戏市场实际销售收入达到 274.9 亿

元，比 2013 年增长 144.6%。在市场占有率方面，移动游戏市场占有率达到 24%，比 2013 年上升 10.5 个百分点。

图 4：我国移动游戏用户规模情况及实际销售收入情况



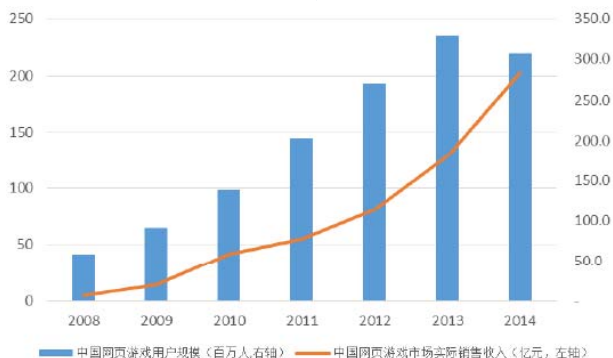
资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

2014 年移动游戏行业依然处于快速上升阶段。移动游戏市场尽管起步较晚，但增长较快。移动游戏由于具有移动便携、操作简单、适合碎片化时间等特点，其用户规模增长较快。由于移动游戏公司多为轻资产公司，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。大量资金的涌入，是移动游戏市场得以在短期内快速发展的重要原因之一。

## 2、网页游戏近年发展规模

在网页游戏方面，2014 年，我国网页游戏用户数量达到 3.07 亿人，比 2013 年下降 6.5%；2014 年我国网页游戏市场实际销售收入 202.7 亿元，比 2013 年增长 58.8%。在市场占有率方面，2014 年网页游戏市场占有率为 17.7%，比 2013 年上升 2.3 个百分点。

图 5：我国网页游戏用户规模情况及实际销售收入情况



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

随着互联网的普及、通信技术的革新、电子设备的丰富、支付方式的便捷以及人们娱乐消费观念的转变，网页游戏行业从快速发展进入平衡扩展的

阶段。2014 年网页游戏市场依旧保持较强的增长势头，获得资本支持的网页游戏企业纷纷开始新一轮的业务扩张和升级。另一方面，网页游戏市场竞争日趋激烈，游戏品质的要求不断提升，游戏内容需求增强也导致 IP (Intellectual property, 即智慧财产，包括商标、著作权、注册或未注册的设计等) 争夺愈发激烈，自造 IP 情况也越来越多。优胜劣汰导致行业的集中度提升。

## 行业竞争

2014 年，我国网络游戏市场继续保持较好的发展势头，行业经营环境明显改善，企业经营状况总体良好，新产品层出不穷，市场规模继续扩大。根据文化部发布的《2014 中国网络游戏市场年度报告》，当前我国网络游戏行业整体发展环境良好，特别是移动游戏较低的创业门槛，推动网络游戏经营主体数量的增加。2014 年全国新增具有网络游戏运营资质的企业 1183 家，截至 2014 年底，具备网络游戏运营资质的企业累计达到 4661 家。

### 1、移动网络游戏研发市场竞争格局

2014 年移动游戏爆发式增长，移动游戏行业出现竞争者过度参与、产品生命周期短，产品研发周期压缩，厂商试错机会有限、产品同质化现象严重等问题，行业门槛不断提高。目前移动游戏渠道格局逐渐确立，移动游戏市场即将由渠道为王进入到内容为王的时代，内容提供商的竞争日趋激烈，要求移动游戏研发商必须回归游戏产品自身的创意性和可玩性。部分客户端游戏研发企业也加入到内容提供商的竞争中，中小企业举步维艰。目前移动游戏呈现出重度化趋势，将抢夺一部分原有客户端用户。

未来随着智能手机渗透率大幅提升、移动互联网用户数快速上升、玩家付费意愿增强和收入的上升、移动网络带宽的提升、渠道的创新及盈利模式更加多样化五大因素共同驱动，移动网络游戏将持续快速发展，未来只有紧密跟踪市场发展趋势，不断加强自主研发能力、提升运营服务质量的企业才能巩固和提升自身的市场竞争地位。

根据易观智库发布的《中国移动游戏市场季度监测报告 2014 年第四季度》数据显示，随着智能

手机出货量日渐缩小、人口红利的消失，我国移动游戏市场在 2014 年下半年起由高速增长向稳定增长转型，但由于第四季度新产品集中上线，导致市场迎来一波小爆发，总体规模达到 95.66 亿元人民币，环比增长 31.7%。目前，移动网络游戏整体市场增长已经由人口红利驱动向精品大作推动转变。2014 年四季度，我国移动游戏研发企业市场份额仍旧呈现腾讯一家领跑的现象，腾讯系占有 32.6% 市场份额，莉莉丝占有 6.4%，网易、完美各占 3.7% 和 3.2%。

## 2、网页游戏研发市场竞争格局

根据易观智库数据，2014 年我国网页游戏运营平台竞争格局较为稳定，流量逐渐向互联网巨头的页游平台聚集，市场集中度进一步提高。其中，腾讯凭借长年累积的用户群占据约三分之一的市场份额；37 游戏依靠强大的产品运营能力，市场份额稳中有增；360 游戏和百度游戏则凭借庞大的自有流量和用户基础，竞争优势日益明显。2014 年，我国网页游戏研发商市场集中度依然不高，目前尚无一家厂商的市场份额超过 10%。其中，墨麟集团、游族网络、第七大道分别以 8.6%、8.4% 和 8.2% 的市场份额排名前三，组成页游研发商第一梯队。

随着网页游戏市场进入成熟期，页游产品逐步精品化，网页游戏运营平台加大对精品游戏的推广力度，虽然页游产品数量有所下滑，但平台开服量保持增长态势。未来随着精细化运营和数据挖掘技术的进一步提升，页游运营平台在整体页游市场中的分成比例将继续提升，各大平台对用户和产品的竞争也将愈加激烈。

## 行业关注

### 网络游戏同质化严重，创新性不足

目前，网页网络游戏和移动网络游戏行业内的游戏公司主要集中于战争策略类和角色扮演类的研发和推广，主要游戏类型的数量较少导致在某一游戏类型内的游戏数量较多，生存压力明显。比如，我国以战争为题材的“三国”系列游戏产品超过 100 款。近年来，随着网络游戏的快速发展，许多小型游戏开发企业为追求短期利益，密集推出大量同质化游戏产品，造成行业内游戏开发企业的淘汰率过

高。产品同质化导致我国网络游戏市场产品数量繁多但精品数量较少，影响游戏用户的体验感，同时打击其他游戏开发者的创新意愿，不利于我国游戏行业整体自主开发能力的提升。产品同质化已成为影响我国网络游戏行业健康发展的首要不利因素。

### 部分网络游戏研发企业资金短缺

由于行业发展速度较快，竞争激烈，游戏研发企业对各类人才需求旺盛，使从业员工工资水平持续增长，研发成本不断上升。另一方面，随着玩家对游戏产品品质的要求提升，研发一款游戏需要的程序、美工、音乐音效等人才的数量以及游戏研发时间都在不断增加，上述因素导致游戏研发总成本不断上涨。同时新研发的游戏需要依靠大量推广才能获得市场，目前网络游戏的推广费用，包括网络广告的点击费用以及其他各类媒体的投放费用，与前几年相比已有显著上涨。

受行业发展时间较短的限制，目前网页网络游戏和移动网络游戏研发公司与传统客户端网络游戏研发企业相比，资金实力普遍较弱。随着行业竞争加剧，开发和运营成本持续升高，业内公司需要通过多种渠道筹措资金，以发展新技术、开发新产品，从而在竞争中获得优势，资金短缺在一定程度上阻碍网页游戏和移动网络游戏市场的发展。

### 网络游戏行业综合型人才相对缺乏

游戏行业作为文化创意产业，是否拥有足够的人才是一家公司是否具备核心竞争力的重要标志。游戏的研发流程需要制作人、策划、程序、美工、音乐音效等各方面人才的通力协作；在游戏运营方面，则需要商务、运营、市场、客服、运维等方面的人才。我国网络游戏起步时间较晚，随着行业的快速增长，上述人才总体呈现供不应求的趋势。与此同时，随着行业和消费者的成熟，游戏产品的精品化成为趋势，对游戏运营质量的要求也越来越高，这意味着研发商对每一款游戏需要投入更有经验、更高素质的各类人才才有可能成功。

当前国内熟悉游戏产品策划、设计开发与市场运作的综合性人员数量较少，游戏相关专业的培训和教育市场也尚未成熟。国内网络游戏市场的快速发展，对综合性人才的需求日趋突出。若行业内不

能建立起有效的人才培养机制，行业的持续性发展将受到一定影响。

## 竞争实力

### 产业链横纵延伸，集团协同效应显著

公司自上市以来紧跟游戏行业潮流，通过多次并购与投资在产业链横纵两个方向延伸自身业务，

一方面公司通过并购多家优秀游戏研发商向产业链纵向挖掘、提升自身研发能力、实现游戏产品品类的几乎全覆盖，打造综合型研运企业；另一方面，公司也投资多家优秀发行商、影视制作公司与互联网投资机构，横向延伸覆盖产业链各链条，不仅有利于未来 IP 的取得，也为公司的泛娱乐化转型奠定基础。

表 3：公司研发类子公司及泛娱乐类投资情况

收购时间	公司名称	股权比例	公司性质	主要自营及代理产品
2013.05	海南动网先锋网络科技有限公司	100%	游戏开发商	《商业大亨》、《寻侠》、《石器时代》、《战龙三国》
2014.08	北京玩蟹科技有限公司	100%	游戏开发商	《大掌门》、《拳皇 98 终极之战 OL》、《魔法门》
2014.08 2015.12	上游信息科技（上海）有限公司	70% 30%	游戏开发商 游戏运营商	《塔防三国志》、《回到三国志》、《众神殿》、《Hero Dedense》、《冰火传奇》、《暗黑之神》、《刀塔战神》
2015.12	北京天马时空网络技术有限公司	100%	游戏开发商	《全民奇迹 MU》、《MU：起源》、《怒斩》
投资时间	公司名称	股权比例	公司性质	主营业务
2014	欢瑞世纪影视传媒股份有限公司	4.67%	影视	主营电视剧及电影业务、艺人经纪业务等
2014	北京筑巢新游网络技术有限公司	32.67%	游戏发行	手机游戏发行业务，优势在于 IOS 系统游戏发行
2014	NOX MOBILE INC.	26.00%	游戏发行	海外游戏发行业务
2014	北京华泰瑞联并购基金中心	10.00%	股权投资	-
2014	上海冠润创业投资合伙企业	24.39%	股权投资	-
2014	深圳前海掌趣创享股份投资企业	10.00%	股权投资	-
2015	南山蓝月资产管理（天津）合伙企业	31.75%	股权投资	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司先后并购动网先锋、玩蟹科技、上游信息、天马时空等优质游戏制造商，覆盖卡牌、重度 ARPG、休闲、竞速、射击、体育、策略、塔防等主流游戏类型，成为行业产品门类最全的游戏研运商。同时公司投资参股欢瑞世纪，间接获取优质 IP，参与投资华泰瑞联产业并购基金、冠润基金以及专注于 TMT 行业早期投资的掌趣创想、南山资本，为公司储备更多的项目资源和并购标的。另外，在围绕游戏行业产业链所进行的外延式发展中，公司也通过投资参股 iOS 发行商筑巢新游及海外发行商 NOX MOBILE 进一步布局发行段，提升自身发行、尤其是海外发行实力与产品研发能力相适应。

### 领先的行业地位

公司在 2015 年第一季度易观国际的移动游戏研发商市场份额排行榜上，高居第二，仅次于腾讯游戏；在 App Annie 2015 年 6 月的移动游戏收入排行榜上，位居第三名，仅次于腾讯和网易。

近年公司通过并购知名游戏研发商，已实现手

游全品类覆盖，其旗下多款游戏产品长期占据 App Store 畅销榜突出位置，其中《拳皇 98 终极之战 OL》目前稳居畅销榜前三名，《全民奇迹 MU》基本保持前十名，在国内网络游戏行业处于领先地位。

### 较强的研运实力

截至 2014 年末公司研发人员达 1076 人，占公司总人数的 64.20%，人员构成逐步从以游戏运营发行为主转型为研发、运营、发行并重。在研发成果方面，依托较强的研发实力及大力的研发投入，公司的研发成果显著，截至 2015 年 9 月末，公司及下属子公司累计取得 183 项软件著作权。

公司通过不断吸纳市场上具有成功经验的手游研发发行企业，逐渐充实自身的研发发行团队、扩大游戏研发发行人才储备；同时，公司也充分发挥协同效应，在内部形成有效的沟通机制，帮助各优秀团队互相交流学习，形成公司整体在研运方面的核心竞争力。

在产品开发方面，公司关注细节、注重品质，

在概念、情节、玩法、美术、音效等各方面追求卓越、力争精品。运营方面，公司提前两个月布局，在传统的宣传打法上加入一系列创新引爆市场：网络视频、coser大赛、短片推广、手游发布会等手段开展前期预热工作。目前公司已成功将多个二流IP打造成一流手游产品，在移动游戏产业链中的被认可度进一步上升，话语权提高，也使得公司在手游玩家心目中的地位逐渐提升，形成品牌效应，更利于日后产品发行与推广。

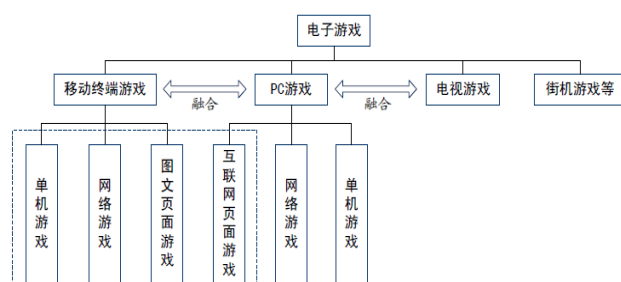
总体看，凭借显著的集团协同效应及较强的研运实力，公司取得快速增长，在网游行业保持着稳固的行业领先地位。

## 业务运营

公司的主营业务为游戏的开发、发行与运营，目前主要包括移动终端游戏、互联网页面游戏及其周边产品的产品开发、发行推广和运营维护等。经过多年的业务拓展和并购重组，公司目前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，2014年实现营业总收入7.75亿元，同比增长103.62%，2015年前三季度实现营业总收入7.25亿元，同比增长29.29%。

2010年之前，公司的业务主要集中于移动终端单机游戏和图文页面游戏，随着互联网和移动互联网的相互促进与融合，以及游戏产品跨平台运营的市场需求不断提出，公司借助自身明显的竞争优势和丰富的业务经验，于2010年开始从事互联网页面游戏的开发与运营，并由此切入跨平台游戏业务领域，2011年公司逐步开展移动终端网络游戏业务。因此，目前公司业务涉及的游戏类别包括移动终端游戏和互联网页面游戏。

图 6：公司主要产品和服务分类情况



公司现有主要产品和服务覆盖的游戏类型

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 业务流程

公司的移动终端游戏业务和互联网页面游戏业务流程较为相似，均包括游戏产品的开发、发行推广和运营分析三个环节，具体流程基本如下：

### 产品开发流程

1、根据市场需求、社会热点等信息形成产品规划，并结合公司自身游戏开发引擎的特点决定所要开发的游戏类型以及开发周期；

2、项目立项，由策划人员提出游戏策划案，确定游戏玩法、游戏亮点以及计费方式等并组织讨论。美术及程序开发人员从各自的角度出发，对策划案提出修改建议，并将最终通过的优化建议添加到策划案中；

3、形成项目工单，游戏策划、美术、程序各团队的相关工作开始启动。美术人员根据策划案绘制游戏中的场景、人物、动画、封面、界面、特效等一系列图片，并通过动作编辑器进行编辑，将制作出来的图片分别发给程序和游戏策划人员；程序团队根据游戏策划案将美术人员提供的图片放入游戏开发引擎中，并作出适当的修改和调整，最终生成游戏产品；

4、初始游戏产品提交给测试人员进行测试，将所得结果反馈给程序开发团队。之后由策划、美术或程序相关人员根据测试反馈报告做出相应调整。经过反复多次测试，直至确认无误之后，形成正式的游戏产品。

### 发行推广流程

1、组织游戏开发团队与运营人员形成产品的发行推广方案，对于版权类游戏产品，根据需要与内容资源版权提供商商谈合作发行推广方案（如结合社会热点，与同名电影、电视剧首映日同时发布游戏产品等）；

2、根据产品营销计划对游戏产品进行市场宣传，并根据游戏发布渠道特点对产品进行设计调整；

3、对于手机游戏产品，若需通过电信运营商游戏相关业务平台进行产品发行与营销推广，需向电信运营商申报产品发行推广方案；对于互联网页面游戏产品，在游戏正式上线运营前，需于新闻出

版总署办理前置审批手续并取得游戏出版号；

4、在游戏平台上发布游戏产品，根据初期的市场反应对游戏产品进行优化，之后在全渠道进行产品的发行与推广；

5、对发行推广方案进行分析总结。

### 运营分析流程

游戏产品上线后，公司根据数据分析系统对产品上线以后的各项运营指标进行严密监控并及时有效的数据分析。公司根据运营分析结果针对性的加大市场宣传力度，开展专题营销活动，并根据用户的使用习惯、付费意愿和程序运行情况等不断进行产品优化与完善，由此提升游戏产品的收益水平。

### 业务模式

#### 采购模式——游戏产品与内容版权的引进以及游戏推广服务的采购

##### 1、游戏产品的引进

公司发行运营的游戏产品除自主开发之外，主要从国内外游戏开发商引进（包括委托游戏开发商进行产品开发）。公司通常会结合自研产品及业务运营的具体情况、市场需求发展动向以及各游戏开发商游戏产品的题材、品质、价格与收入预期等进行综合评估，有针对性地引进游戏产品，在此基础上结合游戏开发商提供的后续服务、产品授权的范围、期限及排他性等因素，与游戏开发商磋商确定保底费用以及收益分配技术与具体分配比例。

公司与游戏开发商的合作模式主要可分为以收入分成方式取得联合运营权授权（以下简称“联合运营”）与一次性买断运营权授权（以下简称“一次性买断”）两种。一般来说，国外游戏开发商通常与公司采用联合运营模式。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；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。两种合作模式的具体情况如下：

**A、联合运营模式：**公司与游戏开发商联合运营游戏产品，其中由游戏开发商提供游戏产品相关授权或技术支持，由公司提供产品发布渠道与运营

维护支持。公司根据游戏产品在合作协议约定的结算期内的收入情况以及对收入分成的具体约定，向游戏开发商结算收益。

**B、一次性买断模式：**公司从游戏开发商处以固定的价格取得游戏产品在合作协议约定范围内的授权或技术支持，游戏产品在授权范围内产生的收益不再向游戏开发商进行结算。

##### 2、内容版权的引进

公司主要针对社会热点（如热门影视或游戏等）引进相应的内容版权，以相应版权改编的游戏产品收入保底加分成（保底费用及分成比例由双方结合该内容版权的公众关注程度、版权授权范围、期限及排他性、改编产品的收入预期以及双方的后续合作情况等因素进行综合考虑，最终磋商确定）的方式从内容资源提供商获得内容授权，根据双方签订的合作协议对收入分成的具体约定，向内容资源提供商结算收益。随着各家游戏发行商对IP争夺程度的加剧以及知识产权保护意识的加强，国内IP资源，特别是质量较好，能够得到市场认可的IP资源整体呈现供不应求的局面，IP资源取得的成本相应呈上升趋势。公司在内容版权的引进成本未来加大或对其单一游戏的盈利产生一定压力。

##### 3、游戏推广服务的采购

为让更多的移动互联网用户、手机用户和互联网用户能够通过多种渠道便利地解公司的游戏产品，从而进行自主消费，公司在游戏开发商或游戏运营商授权范围内，向游戏渠道商采购游戏推广服务。游戏渠道商主要包括电信运营商、移动终端厂商、WAP/Web 门户、游戏专业网站和游戏运营平台等。对于电信运营商和游戏运营平台提供商，其提供游戏推广服务的收益包含在其收取的游戏业务信息费分成之中；对于移动终端厂商，公司主要采取在移动终端中预装游戏产品或下载链接，根据用户通过该厂商的移动终端自主消费游戏产生的收益情况以及双方关于收益分配的约定，向移动终端厂商支付游戏推广服务费用；对于WAP/Web 门户或游戏专业网站，公司主要依靠该等网站上的门户位置或具备宣传优势的专区/栏目进行业务推广，根据该推广渠道中业务的实际有效订购量、产品链

接实际点击量结合结算单价，或根据该推广渠道上产生的游戏收入情况结合双方关于收益分配的约定，向其支付游戏推广服务费用。

### 生产模式——游戏产品的开发和移植

公司自主开发移动终端游戏和互联网页面游戏产品均涉及策划、绘图、开发、调试和评测等多个环节。因公司从游戏开发商获取的游戏程序可能只适配于特定的操作系统或特定尺寸的屏幕，为使游戏产品能够运行于多种移动终端取得更好的运营收益，公司在取得对手机游戏产品的二次开发授权后，需要对该手机游戏产品进行移植开发。因移动终端的操作系统、屏幕尺寸和屏幕类型不同，对该手机游戏产品的移植需参照原产品进行重新的绘图、在源代码基础上进行开发、调试和评测，除策划环节之外，其流程与游戏产品开发流程相同。

### 营销及盈利模式——游戏产品的发行、推广运营与收益结算

公司主要通过应用平台开发商（iOS、豌豆荚等）及互联网公司（腾讯等）销售移动终端游戏产品，此外还通过电信运营商渠道（G+游戏平台等）、自有游戏运营平台、合作伙伴的WAP/Web站点和手机终端厂商来进行游戏产品的发布与推广；公司的互联网页面游戏产品主要通过自有游戏运营平台，或采取与腾讯游戏、百度游戏频道、360游戏中心等游戏运营平台联合运营的模式进行发布推广，产品正式上线运营前均需通过新闻出版总署的前置审批。

游戏产品发布上线后，公司借助 WAP/Web 门户广告、平面媒体等进行市场宣传，通过引入多类推广渠道、举办游戏主题营销活动等方式，提高游戏产品的推广页面点击率、下载定制量和付费率；通过对后期游戏运营数据进行分析和挖掘，以及扩展适配机型、优化游戏产品设计等方式，在扩大用户群体、提升产品体验质量的同时提高用户的 ARPU（指 Average Revenue Per User，即每用户平均收入，系用于衡量运营商业收入利润的指标）值，提升游戏产品的整体收益水平。

公司游戏产品的盈利模式均为行业内普遍采用的盈利模式。移动终端游戏领域内，手机单机游

戏业务的盈利模式主要包括游戏套餐收费、游戏下载收费、试玩转激活收费和虚拟道具收费等；手机网络游戏业务的盈利模式主要包括按游戏在线时间计点收费或套餐收费、虚拟道具收费和游戏内置广告收入等。互联网页面游戏业务的盈利模式主要包括虚拟商品收费、套餐收费、页面展示广告收费或游戏内置广告收费等。

公司根据其在游戏业务中的市场定位（包括游戏开发商、游戏运营商或游戏渠道商等）与具体分工，按照与合作各方的协议约定获取相应的业务收益。

### 运营现状

表 4：2012~2015.Q3 公司各类业务收入情况

单位：亿元				
产品类型	2012	2013	2014	2015.Q3
移动终端游戏	1.62	1.92	4.18	4.13
互联网页面游戏	0.51	1.45	3.03	2.82
其他	0.12	0.44	0.54	0.30
<b>合计</b>	<b>2.25</b>	<b>3.81</b>	<b>7.75</b>	<b>7.25</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2014年，公司实现营业收入7.75亿元，同比增长103.62%；其中移动终端游戏收入4.18亿元，同比增长118.50%，互联网页面游戏收入3.03亿元，同比增长109.04%。2014年5月1日起，玩蟹科技、上游信息纳入公司合并报告，同时公司积极整合产品研发、渠道推广等业务资源，其整体收入规模同比大幅提升。

公司具有代表性的包括移动终端游戏产品《大掌门》、《石器时代 2》、《不良人》、《塔防三国志》等，互联网页面游戏《足球经理世界》、《战龙三国》与《百战》等，以及跨平台游戏产品《冠军足球》、《热血成吉思汗》等；公司凭借自主研发的移动终端游戏渠道分发等技术，建立自有游戏平台，与数十家游戏推广渠道建立合作关系。

IP 储备方面，公司在充分评估 IP 在移动游戏方面的价值认定其能够带来超额收益后，才订立合约储备相关 IP。目前公司拥有的高质量 IP 有《画江湖之灵主》、《龙珠》、《魔法门之英雄无敌》、《英雄 HERO》等。

出口方面，公司将海外市场作为经营布局的重

点，其出口游戏的“多点带面”策略初步成效，出口收入增长较快，2015年1-9月取得收入1.01亿元，占当期收入规模的13.93%。公司在台湾已成功发行《石器时代OL》和《玩具战场》两款产品；在韩国，继《崩坏学园2》获得成功后，又发行《全民奇迹MU》，取得不菲成绩；在北美，公司投资总部在旧金山的手游发行公司NOX MOBILE INC.以布局北美和欧洲市场；在东南亚和俄罗斯，公司旗下的《坦克争霸》也获得不错的反响。

公司坚持“内生+外延”发展战略，经过近几年的积累和发展，产业链布局日趋完善，主营业务收入结构不断改善，经营业绩快速增长，盈利能力不断加强。

## 公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》等法律和《公司章程》的规定，设立股东大会、董事会、监事会和经营层，并建立规范的公司治理结构。

公司董事会由9名董事组成，设董事长1名，独立董事3名，对股东大会负责；公司监事会由3名监事组成，负责对公司运营实施监督，其中职工监事1人，董事、总经理、其他高级管理人员不得兼任监事；公司经营层负责公司的日常经营管理，作为决策的执行，共设15个职能部门：研发中心、运营发行中心、商务拓展部、渠道部、集团市场部、运营商务中心、技术中心、集团业务整合部、董事会秘书办公室（证券部）、公共事务部、人力行政部、财务部、企业发展部、法律部和内部审计部。

公司根据产业布局 and 经营特点，制定健全有效的内部控制体系，涵盖开发经营、财务和预算管理、对外担保、重大投资管理、信息披露、人力资源管理等各方面。同时公司建立有效的考核和激励机制，以确保内部控制制度的有效实施。按照证监会的要求，公司每年定期对内部控制进行自我评价，不断完善、落实内部控制制度。

重大投资管理方面，为规范公司的对外投资行为，降低投资风险，提高投资效益，公司制定《重大投资管理制度》，明确对外投资须符合公司发展战略、合理配置企业资源、促进要素优化组合，创

造良好经济效益的基本原则。公司各全资子公司和控股子公司及其控股、控制的所有企业的对外投资行为均遵照该制度执行。

在信息披露管理方面，公司按照中国证监会有关上市公司信息披露的要求和《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》的规定，结合公司实际情况，制定《信息披露管理制度》。其中，重大信息是指对公司股票及其衍生品种交易价格可能或已经产生较大影响的信息。公司董事会秘书是公司信息披露的具体执行人和联络人，负责协调和组织公司的信息披露事项，包括健全和完善信息披露制度，确保公司真实、准确、完整、及时地进行信息披露。

对外担保管理方面，公司根据《公司法》和《公司章程》制定《对外担保管理制度》，其中，对外担保是指公司根据《物权法》、《担保法》及其他法律、法规和规范性文件的规定，为他人提供担保，不包括公司为公司自身债务提供的担保，也不包括因其他方为公司提供担保而由公司对方提供反担保。公司为直接或间接控股子公司、子公司为公司提供担保或子公司之间提供担保等情形均参照该制度执行。未经公司董事会或股东大会批准，公司不得提供对外担保。

总体来看，公司法人治理结构完善，内控制度健全且执行严格，能够对资金使用、对外担保、投资管理关键环节进行有效控制，为公司的持续稳定发展奠定良好的基础。

## 发展规划

作为国内领先的游戏研发商和发行商，近年来公司集结各游戏品类排头兵，目前已经打造较为丰富的产品群，初步显现集团优势。

公司的总体发展战略是：以“品牌渠道为本、服务内容为王”为宗旨，自主研发跨平台的移动终端游戏和互联网页面游戏，结合热点娱乐、影视版权营销资源，联合国内外精品游戏开发商，通过多层次、多方位的发行渠道，提升精细化运营水平和服务，打造卓越管理团队，发展成为领先的、跨平台的移动终端游戏、互联网页面游戏的开发商、发行商和运营商。

未来公司将以“精品化、平台化、国际化、娱乐化”为经营策略，在保持游戏行业领先地位的同时，通过外延式发展不断扩充游戏的外延领域，以精品游戏为核心，进一步完善游戏产业链，在泛互联网领域加大投资和布局，尤其是有用户属性和入口流量属性的平台，加强用户互动，整合各类优质IP资源，充分发挥文化娱乐行业与公司主营业务之间的协同效应，补充公司移动互联生态。

同时在管理体系上，公司将保持集团各成员企业独立运作，后台支撑部门开展SI计划（support improvement），人力资源、市场公关、法务和财务等方面提供平台化服务；业务方面在研发工作室、开发引擎和发行资源上，将加强集团内部资源共享、优势互补，进一步深化协同和整合。

整体看，公司未来发展重心明确，发展规划较稳健，其发展战略有望逐步实现。

## 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2012~2014年审计报告以及未经审计的2015年三季度财务报表。

### 资本结构

随着业务的拓展以及并购重组，近年来公司资产规模增长较快。2012~2014年，公司总资产规模分别为9.14亿元、19.27亿元和50.23亿元。同期，公司负债总额分别为0.32亿元、4.03亿元和9.92亿元；所有者权益分别为8.82亿元、15.24亿元和40.31亿元，自有资本实力快速提升。财务杠杆比率方面，由于公司资本实力较强，财务杠杆比率维持在较低水平。2012~2014年，公司资产负债率分别为3.49%、20.91%和19.76%；总资本化比率分别为0.00%、0.00%和3.23%。

截至2015年9月末，公司资产总额48.51亿元，负债合计5.16亿元，资产负债率和总资本化比率为10.63%和3.13%。

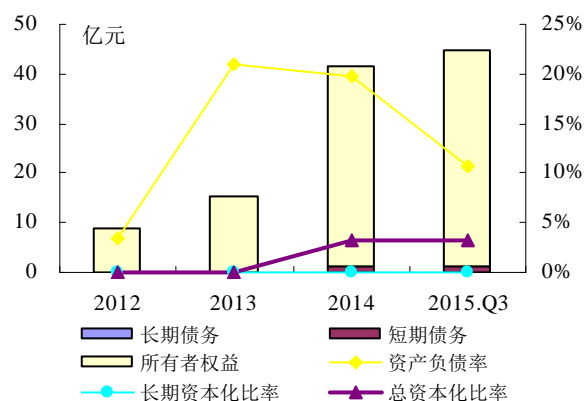
表5：A股游戏上市公司2014年末财务指标对比

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比 率(%)
掌趣科技	50.23	19.76	3.23
昆仑万维	14.70	31.08	0.00
游族网络	13.80	34.86	0.00
顺荣三七	34.20	16.81	0.35
游久游戏	44.80	40.32	22.24

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产主要为非流动资产。截至2014年末，公司非流动资产为38.16亿元，占总资产的比重为75.98%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、无形资产、开发支出、商誉和其他非流动资产构成，占非流动资产的比重分别为9.70%、1.70%、2.79%、3.42%、2.59%、78.35%和1.20%。其中可供出售金融资产为公司按成本法计量的8家参股子公司的股权；长期股权投资为公司6家联营企业的权益投资；固定资产主要为房屋建筑、运输工具和办公及电子设备等；无形资产主要为版权及著作权；开发支出主要为游戏开发投入；商誉系股权收购所形成的；其他非流动资产主要为预付游戏购置款。公司流动资产为12.07亿元，占总资产的比重为24.02%，主要由货币资金、应收账款和预付款项构成，占流动资产的比重分别为89.73%、6.40%和2.44%。公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其中货币资金1.42亿元系质押的银行定期存单；应收账款主要系应收销售款，账龄基本为一年以内，回收风险较小；预付款项主要系尚未结算的预付分成款。

图7：2012~2015.Q3公司资本结构



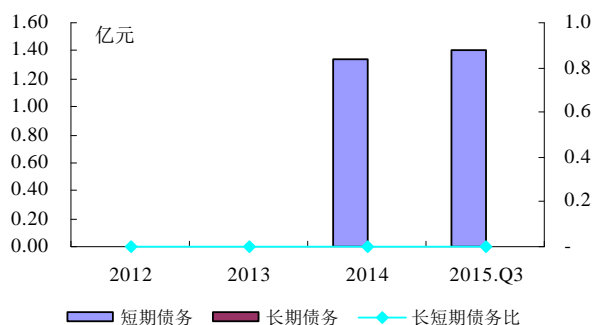
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从负债结构来看，公司负债主要由短期借款、

其他流动负债及长期应付款构成,2014 年末上述三项占同期末负债总额的比重分别为 13.56%、46.33% 和 25.69%。公司其他流动负债和长期应付款主要为公司收购动网先锋、上游信息、玩蟹科技尚未支付的交易对价;有息刚性负债为公司向汇丰银行(中国)香港分行取得的 2000 万美元保证借款,期限为一年。

债务期限结构方面,截至 2014 年末,公司总债务为 1.35 亿元,均为短期债务。截至 2015 年 9 月末,公司总债务约为 1.40 亿元,均为短期债务。考虑到公司自有资本实力强且货币资金充裕,其债务偿付压力小。

图 8: 2012~2015.Q3 公司长短期债务情况



资料来源:公司审计报告,中诚信证评整理

总体来看,公司近年来资产负债规模总体呈上升态势,但负债水平低,刚性偿付压力小,财务结构较为稳健。

## 盈利能力

接连并购重组后,公司近三年业务规模快速增长,2012~2014 年分别实现营业收入 2.25 亿元、3.81 亿元和 7.75 亿元,年复合增长率为 85.59%。进入 2015 年,公司收入稳定增长,尤其是新上线的《不良人》、《拳皇 98 终极之战 OL》运营状况良好,成为公司业绩新的增长点。截至 2015 年 9 月末,公司累计实现营业收入 7.25 亿元,较上年同期增长 29.29%。

从毛利水平来看,2012~2014 年公司营业毛利率分别为 53.38%、54.44%和 61.75%,毛利率水平高且逐年提升。

表 6: A 股游戏上市公司 2014 年收入及盈利指标对比

公司	收入(亿元)	营业毛利率(%)	净资产收益率(%)
掌趣科技	7.75	61.75	11.15
昆仑万维	19.30	69.07	35.80
游族网络	8.44	69.63	67.07
顺荣三七	5.98	42.61	4.21
游久游戏	16.80	25.72	-12.79

资料来源:上市公司定期报告,中诚信证评整理

期间费用方面,近年来公司期间费用有所波动,2012~2014 年三费合计金额分别为 0.23 亿元、0.34 亿元和 1.44 亿元,占营业收入的比例分别为 10.04%、8.84%和 18.59%。公司销售费用主要为职工薪酬、差旅及招待费和股权激励等;管理费用主要包括研发支出、职工薪酬个股权激励;财务费用为负数,一方面在于公司付息债务规模小;另一方面货币资金余额较大,每年可获得一定规模的利息收入。2014 年公司根据股权激励计划计提股权激励费用,同时报表合并范围增加子公司玩蟹科技和上游信息,使得相关费用支出大幅增加。2015 年 1~9 月公司三费收入占比为 17.59%。

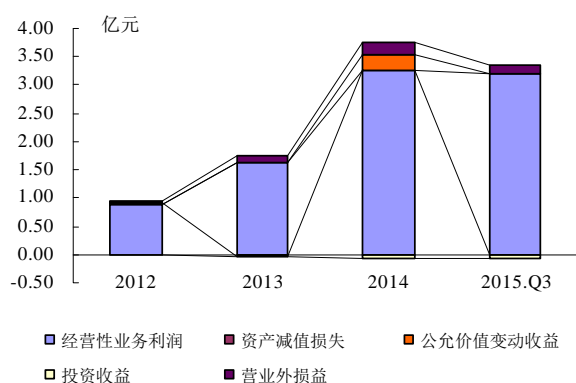
表 7: 2012~2015.Q3 公司期间费用分析

项目	单位:亿元			
	2012	2013	2014	2015.Q3
销售费用	0.04	0.08	0.26	0.23
管理费用	0.33	0.49	1.41	1.15
财务费用	-0.15	-0.24	-0.23	-0.11
三费合计	0.23	0.34	1.44	1.27
营业收入	2.25	3.81	7.75	7.25
三费收入占比	10.04%	8.84%	18.59%	17.59%

资料来源:公司审计报告,中诚信证评整理

利润总额方面,经营性业务利润为公司主要利润来源。近年随着公司业务规模的增长,经营性业务利润规模逐年增大。2012~2014 年公司分别实现经营性业务利润 0.90 亿元、1.62 亿元和 3.25 亿元,分别占当期利润总额的 94.26%、93.66%和 88.27%。2012~2014 年公司净利润分别为 0.82 亿元、1.54 亿元和 3.50 亿元。

图 9: 2012~2015.Q3 公司利润总额构成

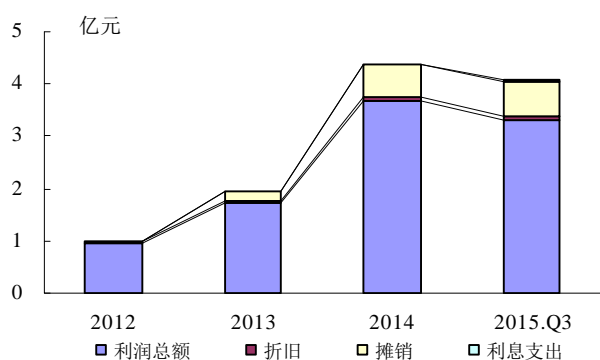


资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司近年收入规模逐年增大, 毛利率水平高, 盈利能力较强。

## 偿债能力

图 10: 2012~2015.Q3 公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

2012~2014年, 公司 EBITDA 分别为 1.00 亿元、1.93 亿元和 4.39 亿元, 主要由利润总额和无形资产摊销构成。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看, 公司 2012 年~2013 年无利息支出, 且 2014 年债务规模小, 当年总债务/EBITDA 为 0.31 倍, EBITDA 利息倍数为 2,163.58 倍, EBITDA 对债务本息的保障程度很强。

经营活动现金流方面, 2012~2014 年, 公司经营活动净现金流分别为 0.52 亿元、1.40 亿元和 4.09 亿元; 2015 年前三季度, 公司经营活动净现金流为 2.61 亿元, 获现能力较强, 对其债务偿还提供较好保障。

表 8: 2012~2015.Q3 公司主要偿债指标

指标	2012	2013	2014	2015.Q3
总资产 (亿元)	9.14	19.27	50.23	48.51
总债务 (亿元)	0.00	0.00	1.35	1.40
资产负债率 (%)	3.49	20.91	19.76	10.63
总资本化比率 (%)	0.00	0.00	3.23	3.13
经营活动净现金流 (亿元)	0.52	1.40	4.09	2.61
经营活动净现金/总债务 (X)	-	-	3.04	2.49
经营活动净现金/利息支出 (X)	-3.52	-5.88	2,015.88	198.39
EBITDA (亿元)	1.00	1.93	4.39	-
总债务/EBITDA (X)	0.00	0.00	0.31	-
EBITDA 利息倍数 (X)	-	-	2,163.58	-

注: 2015 年前三季度经营活动净现金/总债务和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 截至评级报告出具日, 公司获得北京银行综合授信额度 3 亿元, 未使用额度 2 亿元。同时作为 A 股上市公司, 公司直接融资渠道畅通, 可通过增发、配售股票等方式进行股权融资, 同时也可通过发行中期票据、公司债等债务融资工具进行债务融资。整体来看, 公司融资渠道畅通, 备用流动性较充足, 具有较强的财务弹性。

截至 2015 年 9 月末, 公司未清担保余额 1.35 亿元, 系对内担保 1.35 亿元, 担保对象为子公司指尖娱乐 (香港) 有限公司, 截至评级报告出具日, 该担保事项已到期结束, 目前公司无对外担保。其他或有事项方面, 截至 2015 年 9 月末, 公司尚有 2 件未决诉讼, 但整体涉及金额不大, 对公司影响有限。

整体来看, 公司资本实力强, 财务结构稳健, 盈利能力及获现能力较强, 能够为债务的偿还和公司的稳定发展提供支持。

## 结论

综上, 中诚信证评评定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; 评定“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”信用级别为 **AA**。

## 关于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的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

**附一：北京掌趣科技股份有限公司主要股东持股情况（截至评级报告出具日）**

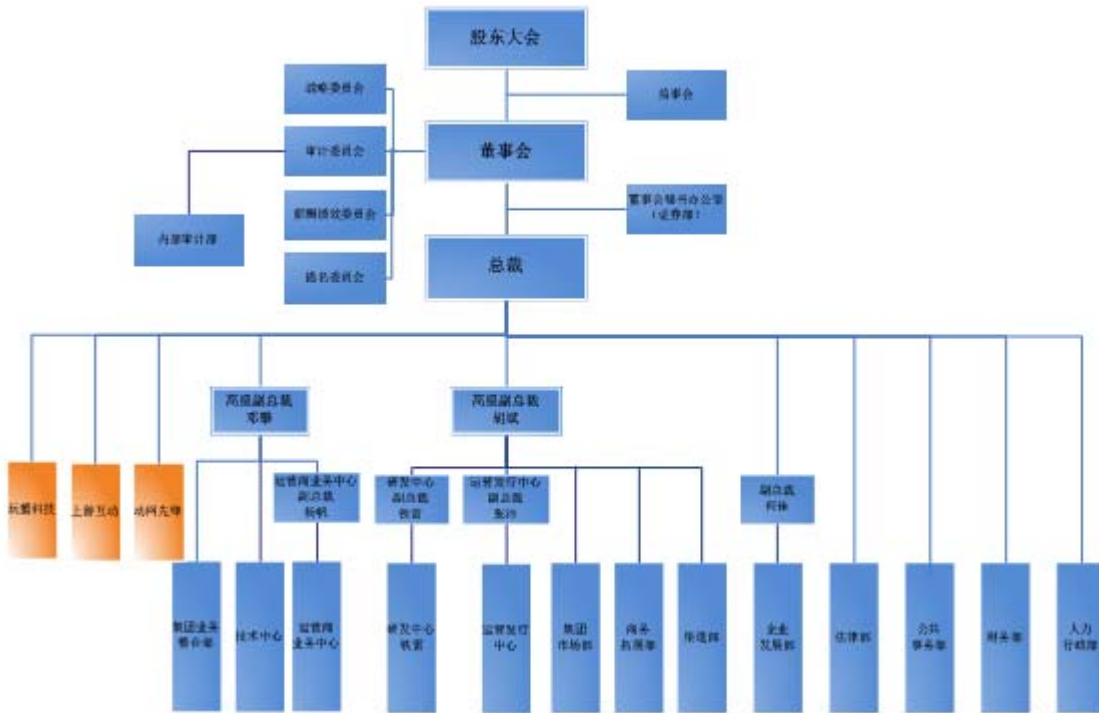
股东名称	直接持股比例（%）	持股总数（股）	股份性质
姚文彬	20.03	555,650,409	限售流通 A 股，A 股流通股
华谊兄弟传媒股份有限公司	6.11	169,470,576	A 股流通股
叶颖涛	5.62	155,832,832	限售流通 A 股
刘惠城	2.71	75,114,417	限售流通 A 股
刘智君	2.30	63,846,624	限售流通 A 股
宋海波	2.14	59,464,679	限售流通 A 股，A 股流通股
邓攀	1.96	54,410,309	限售流通 A 股，A 股流通股
邱祖光	1.69	46,904,255	限售流通 A 股
叶凯	1.02	28,392,666	限售流通 A 股，A 股流通股
中央汇金资产管理有限责任公司	0.88	24,541,900	A 股流通股

注：叶颖涛除直接持股发行人股权外，其还通过资产管理计划间接持有公司3,332,772股，截至评级报告出具日，叶颖涛共持股比例为5.74%。

## 附二：北京掌趣科技股份有限公司合并报表范围子企业基本情况（截至 2015 年 9 月 30 日）

子公司名称	注册地	注册资本 (万元)	经营范围	合计持股 比例 (%)	合计享有表 决权 (%)	公司 层级
北京丰尚佳诚科技发展有限公司	北京市	1000	技术开发, 服务	100	100	二级
北京华娱聚友兴业科技有限公司	北京市	300	技术开发, 服务	100	100	二级
广州市好运通讯科技有限公司	广州市	1000	技术开发, 服务	100	100	二级
大连卧龙科技有限公司	大连市	400	技术开发, 服务	100	100	二级
北京富姆乐信息技术有限公司	北京市	100	技术开发, 服务	100	100	二级
天津星娱科技有限公司	天津市	100	技术开发, 服务	100	100	二级
天津泛游科技有限公司	天津市	100	技术开发, 服务	100	100	二级
天津文渊科技有限公司	天津市	100	技术开发, 服务	100	100	二级
北京华娱聚友科技发展有限公司	北京市	1100	技术开发, 服务	100	100	二级
北京聚游掌联科技有限公司	北京市	100	技术开发, 服务	100	100	二级
北京九号科技发展有限公司	北京市	100	技术开发, 服务	100	100	二级
指尖娱乐(香港)有限公司	香港	10 万港币	技术开发, 服务	100	100	二级
海南动网先锋网络科技有限公司	海南省澄迈县	3888.89	电脑网络策划, 开发	100	100	二级
北京玩蟹科技有限公司	北京市	1100	信息网络经营游戏产品	100	100	二级
上游信息科技(上海)有限公司	上海市	1000	技术开发, 服务	70	70	二级
掌上趣游(香港)有限公司	香港	10 万港币	软件及游戏开发设计	100	100	三级
掌中新游(香港)有限公司	香港	10 万港币	软件及游戏开发设计	100	100	三级
(株)指尖娱乐股份有限公司	首尔	100 万韩币	软件及游戏开发设计	100	100	三级
广州网创网络科技有限公司	广州市	100	计算机网络技术, 研究等	100	100	三级
动网先锋(香港)有限公司	香港	1 万美元	运营游戏	100	100	三级
广州亚游网络科技有限公司	广州市	110	技术开发, 咨询	100	100	三级
海南火极网络科技有限公司	海南省澄迈县	500	网络游戏开发与经营	100	100	三级
海南战天网络科技有限公司	海南省澄迈县	500	网络游戏开发与经营	100	100	三级
海南动景创世网络科技有限公司	海南省澄迈县	500	网络游戏开发与经营	100	100	三级
海南玲珑网络科技有限公司	海南省澄迈县	500	网络游戏开发与经营	100	100	三级
海南蚂蚁兄弟网络科技有限公司	海南省澄迈县	500	网络游戏开发与经营	100	100	三级
广州涵游网络科技有限公司	广州市	10	研究和试验发展	100	100	三级
Playcrab Limited	香港	1 万港币	技术开发, 服务	100	100	三级
天津益趣科技有限公司	天津市	1000	技术开发, 咨询	100	100	三级
北京上游互动信息科技有限公司	北京市	20	技术开发, 咨询	70	70	三级
上游信息技术(天津)有限公司	天津市	10	技术开发, 咨询	70	70	三级
北京盛天上游网络技术有限公司	北京市	1000	技术开发, 咨询	70	70	三级
上游网络有限公司	香港	1 万港币	网络游戏开发与经营	70	70	三级

附三：北京掌趣科技股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 9 月 30 日）



**附四：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）	2012	2013	2014	2015.Q3
货币资金	70,609.36	84,223.20	108,272.23	50,869.45
应收账款净额	4,502.38	6,017.89	7,722.53	13,636.59
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	76,942.93	92,715.52	120,661.08	72,601.48
长期投资	50.00	1,724.86	43,495.03	64,512.31
固定资产合计	7,898.12	8,566.90	10,640.04	10,841.80
总资产	91,376.41	192,740.78	502,308.92	485,064.86
短期债务	0.00	0.00	13,461.80	13,994.86
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	0.00	0.00	13,461.80	13,994.86
总负债	3,186.45	40,309.44	99,241.05	51,566.16
所有者权益（含少数股东权益）	88,189.96	152,431.33	403,067.87	433,498.70
营业总收入	22,536.30	38,050.41	77,476.42	72,489.58
三费前利润	11,250.25	19,520.18	46,927.70	44,843.63
投资收益	178.34	-48.47	-712.31	-467.75
净利润	8,230.00	15,361.94	35,045.27	29,262.68
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	10,048.82	19,316.64	43,860.43	-
经营活动产生现金净流量	5,228.39	14,045.85	40,866.18	26,118.49
投资活动产生现金净流量	-2,358.35	-24,186.39	-109,770.31	-80,337.42
筹资活动产生现金净流量	57,655.87	23,782.90	78,790.43	-3,293.74
现金及现金等价物净增加额	60,524.59	13,613.84	9,888.73	-57,402.78
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q3
营业毛利率（%）	53.38	54.44	61.75	62.23
所有者权益收益率（%）	9.33	10.08	8.69	9.00
EBITDA/营业总收入（%）	44.59	50.77	56.61	-
速动比率（X）	25.11	3.58	1.68	1.57
经营活动净现金/总债务（X）	-	-	3.04	2.49
经营活动净现金/短期债务（X）	-	-	3.04	2.49
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.52	-5.88	2,015.88	198.39
EBITDA 利息倍数（X）	-	-	2,163.58	-
总债务/EBITDA（X）	0.00	0.00	0.31	-
资产负债率（%）	3.49	20.91	19.76	10.63
总资本化比率（%）	0.00	0.00	3.23	3.13
长期资本化比率（%）	-	-	-	-

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、2015年前三季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务经年化处理。

**附五：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）

## 附六：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。



# 税务登记证

国 税 沪 字 310229134618359 号  
地

纳税人名称：中诚信证券评估有限公司

法定代表人(负责人)：关敬如

地 址：上海市青浦区新业路599号1幢968室

登记注册类型：其他有限责任公司

证券市场资信评级，贷款企业资信等级评估，企业资信评价服务，实业投资，资产管理，金融咨询，企业形象策划，企业咨询服务，电子高科技产品开发经营，附一支。 (涉及行政许可的，凭许可证经营)。

经营范围：

批准设立机关：工商行政管理局

扣 缴 义 务： 依 法 确 定





# 营业执照

注册号 310229000312932

证照编号 29000000201405140429

名称	中诚信证券评估有限公司
类型	一人有限责任公司（法人独资）
住所	青浦区新业路599号1幢968室
法定代表人	关敬如
注册资本	人民币5000.0000万元整
成立日期	1997年8月20日
营业期限	1997年8月20日至2017年8月19日
经营范围	证券市场资信评级，贷款企业资信等级评估，企业资信评价服务，实业投资，资产管理，金融咨询，企业形象策划，企业咨询服务，电子高科技产品开发经营，附一分支。 【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2014

年 05 月 14 日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:中诚信证券评估有限公司  
业务许可种类:证券市场资信评级  
法定代表人:关敬如  
注册地址:上海市青浦区新业路99号1幢968室  
编号:ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日

# 中华人民共和国 组织机构代码证

代 码: 13461835-9



机 构 名 称: 中城信证券评估有限公司

机 构 类 型: 企业法人

地 址: 上海市青浦区新业路599号1幢968室

有 效 期: 自二〇一二年四月二十五日到二〇一六年四月二十四日截止

颁 发 单 位: 上海市质量技术监督局

登 记 号: 组代管3101180351177



## 说 明

1. 中华人民共和国组织机构代码是组织机构在中华人民共和国境内唯一的、始终不变的法定代码标识,《中华人民共和国组织机构代码证》是组织机构法定代码标识的凭证,分正本和副本。
2. 《中华人民共和国组织机构代码证》不得出租、出借、冒用、转让、伪造、变造、非法买卖。
3. 《中华人民共和国组织机构代码证》登记项目发生变化时,应向发证机关申请变更登记。
4. 各组织机构应当按照有关规定,接受发证机关的年度检验。
5. 组织机构依法注销、撤销时,应向原发证机关办理注销登记,并交回全部代码证。

中 华 人 民 共 和 国

国家质量监督检验检疫总局



## 年 检 记 录

年 月 日	年 月 日	年 月 日	年 月 日

NO.2011 4415994