

# 跟踪评级公告

联合[2017]976号

---

北京昆仑万维科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**北京昆仑万维科技股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**北京昆仑万维科技股份有限公司公开发行的“16 万维 01” 的债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年八月二十三日

---

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 北京昆仑万维科技股份有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 万维 01	7.30 亿元	3 年	AA	AA	2016 年 4 月 7 日

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 23 日

主要财务数据:

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	38.88	63.06	73.87
所有者权益 (亿元)	26.80	31.81	41.35
长期债务 (亿元)	0.00	7.20	7.21
全部债务 (亿元)	2.48	20.56	20.16
营业收入 (亿元)	17.89	24.25	8.52
净利润 (亿元)	4.05	5.45	2.65
EBITDA (亿元)	5.00	7.36	--
经营性净现金流 (亿元)	1.92	3.57	0.50
营业利润率 (%)	60.68	52.82	76.33
净资产收益率 (%)	21.96	18.61	--
资产负债率 (%)	31.08	49.56	44.03
全部债务资本化比率 (%)	8.46	39.26	32.78
流动比率 (倍)	1.57	0.87	0.92
EBITDA 全部债务比 (倍)	2.02	0.36	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	146.70	12.15	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.68	1.01	--

注: 1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异,系四舍五入造成;除特别说明外,均指人民币。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、2017 年一季度财务数据未经审计、相关指标未年化。4、公司其他应付款中债务部分调整入短期债务

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对北京昆仑万维科技股份有限公司(以下简称“公司”或“昆仑万维”)的评级反映了其作为一家专业从事网络游戏研发与运营的公司,在技术实力、海外游戏市场开拓能力等方面仍有较强的优势。2016 年,随着公司手机游戏收入增加以及 Grindr LLC(以下简称“Grindr”)纳入合并范围,带动营业收入有所增长,公司债务负担较轻,偿债能力较强。同时,联合评级也关注到网络游戏行业竞争激烈,公司主营业务获利能力有所下降;境外业务存在运营管理和汇率风险;公司对外投资规模较大,融资压力较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

2016 年,公司完成了非公开发行股票,使公司资本实力得到一定增强。未来,随着公司通过大数据促进各板块之间产生协同效应,公司盈利能力有望进一步提升。

综上,联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级,评级展望为“稳定”;同时维持“16 万维 01”债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2016 年,网络游戏行业仍处于快速发展期,随着互联网用户数量增长及质量提高,行业发展前景广阔,为公司提供了良好的外部环境。

2. 2016 年,受益于移动网络游戏收入增长和 Grindr 纳入合并范围,公司营业收入有所增长。

3. 2016 年,公司通过非公开发行股票,资本实力得到提高。

4. 公司债务负担轻,偿债能力较强。

关注

1. 由于游戏行业竞争激烈,2016 年,公

司加大精品游戏代理比例，分成比例大幅增长，导致综合毛利率有所下降，公司主营业务获利能力下降。

2. 2016年，公司收入主要来自于境外运营收入，各地的政治环境、法律、税务等制度存在差异，可能会面临境外运营的产品无法满足当地监管政策要求的风险，同时公司面临一定的汇率波动风险。

3. 2016年，公司利润受投资收益影响较大，需关注投资收益的持续性，同时，公司对外投资规模较大，融资压力较大。

## 分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedrating.com.cn

## 信用评级报告声明

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

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

北京昆仑万维科技股份有限公司（以下简称为“公司”或“昆仑万维”）前身为北京昆仑万维科技有限公司（以下简称“昆仑有限”），成立于2008年3月，初始注册资本为50.00万元。2011年5月，经全体股东一致同意，昆仑有限以截至2011年3月31日经审计净资产为基础整体变更为股份有限公司，同时更为现名，注册资本变更为5,000.00万元。经历次增资、资本公积转增股本，截至2014年底，公司注册资本变更为21,000.00万元。

2015年1月，公司经中国证券监督管理委员会核准首次公开发行股票，在创业板上市并交易，证券简称为“昆仑万维”，证券代码为“300418.SZ”，公司注册资本增至28,000.00万元。后经历次增资、资本公积转增股本，截至2015年底，公司股本变更为112,723.10万股。2016年3月，公司按照相关规定对1名激励对象部分限制性股票合计7.85万股进行回购注销；10月26日，对四名激励对象部分限制性股票合计28.65万股进行回购注销。截至2016年底，公司注册资本为112,686.60万元。

2017年2月，经中国证券监督管理委员会《关于核准北京昆仑万维科技股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]3081号）批准，公司非公开发行人民币普通股股票3,225.81万股，截至2017年3月底，公司股本112,686.60万元。周亚辉个人持股26.48%，为公司实际控制人。

截至2017年3月底，公司经营范围未发生变化，主营业务未发生变更，组织结构亦未发生变化；共拥有在职员工637人。

截至2016年底，公司合并资产总额63.06亿元，负债合计31.25亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计31.81亿元，其中归属于母公司的所有者权益31.52亿元。2016年，公司实现营业收入24.25亿元，净利润（含少数股东损益）5.45亿元，其中归属于母公司所有者的净利润5.31亿元；经营活动产生的现金流量净额3.57亿元，现金及现金等价物增加额0.62亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额73.87亿元，负债合计32.53亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计41.35亿元，归属于母公司的所有者权益39.66亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入8.52亿元，净利润（含少数股东损益）2.65亿元，归属于母公司所有者的净利润1.92亿元；经营活动产生的现金流量净额0.50亿元，现金及现金等价物增加额1.42亿元。

公司注册地址：北京市海淀区知春路118号B座605E；法人代表：周亚辉。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2016]471号”文核准批复，公司于2016年5月23日发行“北京昆仑万维科技股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为7.30亿元，期限为3年，票面利率为6.5%。本期公司债券已于2016年6月29日上市，债券简称为“16万维01”，上市代码：112393.SZ。本期公司债券募集资金7.30亿元主要用于偿还银行贷款。截至2016年底，公司募集资金全部用于补充流动资金，与募集说明书承诺用途一致。公司已于2017年5月23日支付了2016年5月23日至2017年5月22日期间利息。

### 三、行业分析

#### 1. 行业概况

网络游戏，是指以互联网为传输媒介，以游戏运营商服务器和用户计算机、手机、平板电脑等为处理终端，以游戏的客户端软件或互联网浏览器为信息交互窗口的个体性多人在线游戏。根据用户使用端的不同，网络游戏主要可以分为客户端网络游戏、移动网络游戏、网页游戏等类型。

2016年中国游戏市场规模为1,789亿元，同比增长24.60%，增速较去年放缓5.3个百分点。中国网络游戏市场近5年复合增长率为21.70%，网络游戏行业保持稳步增长态势，整体增速趋于平缓。2016年全球游戏市场规模达到6,474亿元，我国占全球游戏市场的27.01%，中国游戏市场规模占全球市场规模比例不断攀升，已成为全球最大的游戏市场。未来中国网络游戏市场的整体规模将继续保持增长。随着用户接入互联网的主要端口从客户端转向移动终端，移动游戏超过客户端游戏市场份额，增长至57.21%，成为最大的细分市场，客户端游戏和网页游戏分别占33.89%和8.91%。

目前网络游戏类型也更加多样化，移动网络游戏产品数量和规模较大。2016年，国家新闻出版广电总局批准出版国产游戏约3,800款，其中移动游戏约占92.01%，网页游戏占约6.0%，客户端游戏约占2.0%，反映出移动游戏市场依然是最具市场活力的领域。

中国游戏企业方面，2016年网络游戏行业整体发展环境良好，推动了游戏企业挂牌上市的热潮。截至2016年末，中国上市游戏企业158家，其中A股上市游戏企业占81.61%，港股上市游戏企业占10.80%，美股上市游戏企业占7.59%。A股上市游戏企业占比持续增加，与国内资本市场认可游戏资产价值等因素有关。中国新三板方面，挂牌游戏企业数量为115家，主营研发占17.42%，主营运营占28.70%，研发与运营均深度涉足的占47.78%，其他占6.10%。除了直接参与游戏运营与研发的企业外，一些专攻游戏产业链上下游的企业也得以挂牌新三板，如游戏媒体、游戏营销推广、游戏支付、游戏教育等。

就分布的区域来看，挂牌上市游戏及出版游戏企业分布地域集中度较高。158家中国上市游戏企业中，北京上市游戏企业占24.10%，上海上市游戏企业占10.10%，广东上市游戏企业占20.20%，其他地区上市游戏企业占45.60%。“北上广”三地上市游戏企业数量超过一半。而3,800款批准出版的国产游戏中，北京出版游戏数量约占25.01%，上海出版游戏数量约占31.00%，广东出版游戏数量约占5.01%，其他地区约占38.99%。一线城市游戏企业和出版资源集中的优势，促使游戏出版地域“集中”的特点在移动游戏时代继续保持。

总体看，2016年我国网络游戏行业发展态势良好，已成为全球最大的游戏市场，市场规模快速扩张；网络游戏类型越发多元化，移动游戏成为最大细分市场；游戏企业上市数量增多，多集中在一线城市。

#### 2. 行业竞争

国内游戏产业近年来发展迅速，竞争日趋激烈，国内游戏产品从内容和质量上来讲已经具备向海外市场进行发行的条件，加之行业空间有限，海外游戏市场的业务拓展以及优质资产的收并购将成为游戏公司拓展新业务的方向。中国网页游戏市场在经历了过去的高速增长期之后，已步入成熟期，已由粗放式发展进入了精细化运作阶段。中国自主研发网页游戏和移动游戏海外市场行业集中度均较低，不存在具有绝对控制力的龙头企业。销售额排名前五的企业分别是广州Proficient City、昆仑万维、北京智明星通科技股份有限公司、R2 GAME CO LIMITED、杭州诺游信息技术有限公司，占比将近五成。同时随着手机游戏的持续爆发和海外市场发行的兴起，移动

游戏行业迎来高速发展态势。在各大游戏厂商纷纷切入移动游戏的背景下，行业集中度在不断提升，总体来看，当前移动游戏产业链的各个环节都呈现集中态势。由于移动游戏渠道主要集中在苹果、腾讯等大厂手中，对于游戏公司来讲，抓住研发和发行两端，走研运一体的路线将能分到更多流水份额。

总体看，当前国内网页游戏市场竞争激烈，集中度不高，而移动游戏行业集中度较高；行业产业空间有限，海外游戏市场的业务拓展以及优质资产的收并购将成为游戏公司拓展新业务的方向。

### 3. 行业政策

2016年，游戏产业相关政策密集出台，从1月到12月，国家先后颁布了《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》、《2016虚拟现实产业发展白皮书》、《关于移动游戏出版服务管理的通知》及《关于实施“中国原创游戏精品出版工程”》等政策，这些政策主要体现对新兴产业的扶持和对游戏市场的规范两个方面。扶持方面，从鼓励发展电子竞技行业、加快制定VR/AR行业关键技术标准，到教育部在高校增设电竞专业、扶持本土精品游戏出版，不仅在国家层面上充分肯定游戏行业的地位，而且从行业标准、从业人员、题材内容等方面，对电竞、VR、移动游戏的纵深发展提供有利的产业发展环境。规范层面主要体现在移动游戏新产品上线审核的趋严，对版号的要求，加强对游戏企业资质的考察等方面，引导游戏行业走向精品化和健康化。

总体看，国家大力支持互联网行业及其子行业网络游戏行业的发展，同时也加大了互联网信息安全以及互联网游戏经营的监管力度。

### 4. 行业关注

#### 产品同质化现象严重

很多网游企业在内容上有急功近利的倾向，部分互联网游戏显现出明显的同质化趋势，即使是新出现的游戏模式也会在不久以后被各方厂商以各种形式变相模仿。互联网游戏的这种低水平竞争将直接导致玩家的游戏兴趣缩减，在一定程度上阻碍游戏市场的发展。

#### 网页游戏与手机游戏生命周期较短，研发风险较高

我国网页游戏与手机游戏生命周期较短通常为1~3年，为企业持续创造现金流的时间较短。游戏公司需要持续投入大量资金进行新游戏的研发，若开发完成的游戏不被游戏玩家所接受，则游戏公司会面临较大的损失。

#### 互联网游戏开发人才相对匮乏、管理团队经验欠缺

行业迅速发展下膨胀的游戏人才需求，以及行业本身的多变性所造成的人才流动过快，对游戏企业的人员管理形成挑战。

### 5. 行业发展

近年来，我国网络游戏行业保持稳步增长态势。伴随着移动互联网的快速发展，移动游戏成必争之地，客户端游戏和网页游戏加速转化为移动游戏产品，移动互联网的快速发展给移动网络游戏带来了良好的市场前景。大多数客户端游戏企业与网页游戏企业均布局移动游戏领域，或已推出移动游戏产品；另外，部分游戏企业基于同一网页游戏还会同时推出客户端网络游戏、网页游戏和移动游戏产品。移动游戏产品将成为网络游戏发展的核心。

影游联动等泛娱乐运作更为流行近年来，以影视、游戏的跨界合作模式为代表的影游联动逐步流行起来。粉丝群庞大的热门影视和游戏作品质量过硬，采用同时上线、互推互动的运营模式，

都成为影游联动的核心要素，并将被更多厂商采用。

随着移动电竞产品的增多、移动电竞玩法的优化、赛事以及直播平台的发展，移动电竞市场将迎来爆发，市场规模将快速扩大。未来，将有更多的移动电竞产品出现，并纳入赛事体系，成为厂商进行市场推广和玩家运营的重要方式。资本和厂商将成为关键主导力量，推动移动电竞市场的快速增长。

2016年以来，大量资金和技术巨头的竞相涌入，推动虚拟现实（Virtual Reality, VR）产业急速升温；VR技术和硬件设备的快速发展为VR游戏的创生提供良好土壤。作为VR技术最重要的商业应用领域，VR游戏市场的爆发被寄予厚望。随着国内VR设备的量产，以及更多VR游戏内容的出现，VR游戏将在未来两年成为游戏行业新的增长点。

总体看，随着移动互联网及电竞市场的发展，移动游戏和移动电竞市场将快速增长，影游联动等泛娱乐运作以及虚拟现实游戏等新模式将为网络游戏带来新增长。

#### 四、管理分析

2016年，公司原监事李振春先生因个人原因申请离职，继续担任研发中心高级总监职务；原监事陈向阳先生因个人原因申请离职，继续担任运维中心高级总监职务；原监事会主席于明俭先生因个人原因申请离职，继续担任公司研发中心首席科学家职务；原副总经理方汉先生因个人原因申请离职，继续担任首席技术顾问；原副总经理花伟先生因个人原因申请离职；原副总经理吴绩伟先生因个人原因申请离职，继续担任产品委员会负责人职务；原独立董事徐珊先生和李凤玲先生，因个人原因申请离职；原董事陈玮先生，因个人原因申请离职。针对上述职务，公司分别聘任赵保卿先生和陈浩先生担任独立董事；毛杭军先生、孙骞先生和由宏伟女士担任公司监事；黄国强先生担任董事；陈芳先生担任公司执行总裁，全面负责昆仑游戏的日常管理和公司运营；金天先生担任公司副总经理职务。

陈芳，男，1979年8月出生，中国国籍，无永久境外居留权。南昌大学汉语言文学专业，本科学历。曾任盛大游戏有限公司市场营销中心总监、副总裁，现任公司CEO，全面负责昆仑游戏的日常管理和公司运营。

除此之外，公司其他管理人员未发生变化，董事会、监事会以及部门设置未发生变化，相关管理亦未发生变化。目前公司董事长仍由周亚辉先生担任。

总体看，公司部分管理人员发生变更，相关管理制度延续以往模式。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

2016年，公司主营业务仍以网络游戏的开发和全球发行、软件应用商店的运行等业务为主。2016年，受益于手机游戏收入增长和Grindr LLC（以下简称“Grindr”）纳入合并范围，公司营业收入较上年增长35.53%，为24.25亿元；实现净利润5.45亿元，主要系公司处置长期股权投资获得的投资收益大幅增加所致。2016年，公司主营业务占比为99.23%，主营业务突出。

表 1 2015~2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
网页游戏	2.26	12.66	73.52	1.40	5.77	73.78
客户端游戏	0.52	2.92	42.24	0.06	0.26	-480.62
手机游戏	14.66	81.94	60.16	18.10	74.63	48.90
软件应用商店	0.22	1.23	69.54	1.59	6.54	83.96
其他收入	0.22	1.25	21.17	3.10	12.80	62.56
<b>合计</b>	<b>17.89</b>	<b>100</b>	<b>60.95</b>	<b>24.25</b>	<b>100.00</b>	<b>52.99</b>

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2016 年，手机游戏业务仍是公司主要收入来源，但其收入占比较上年下降 7.31 个百分点至 74.63%，主要系软件应用商店和其他收入占比大幅提升所致；手机游戏业务实现收入 18.10 亿元，较上年增长 23.42%，主要系公司主要代理的《部落冲突》运营收入较高所致；2016 年，得益于移动端软件平台 I-Mobile 与 Facebook、Google 等超过 20 国家内外广告联盟进行合作，以及对自身广告系统进行优化，公司软件应用商店业务占比上升 5.31 个百分点至 6.54%，实现收入 1.59 亿元，较上年增长 6.20 倍；其他收入占比较上年提升 11.55 个百分点至 12.80%，实现收入 3.10 亿元，较上年增长 12.84 倍，主要系 Grindr 纳入合并范围，其营业收入计入其他收入中所致。网页游戏业务和客户端游戏业务收入占比大幅下降，分别为 5.77% 和 0.26%，主要系公司重点发展手机游戏业务所致。2016 年，网页游戏实现收入 1.40 亿元，较上年下降 38.19%；客户端游戏实现收入 0.06 亿元，较上年下降 87.83%。

从毛利率情况来看，公司游戏运营模式分为自主运营和代理运营，其中，自研游戏运营毛利率水平较高，而代理游戏运营因涉及到支付授权金、收入分成等条款要求，毛利率水平低于自研游戏。2016 年，网页游戏版块毛利率为 73.78%，较 2015 年上升 0.26 个百分点，变化不大；客户端游戏毛利率从 2015 年的 42.24% 大幅下降至 -480.62%，主要系游戏提前下线，将剩余授权金摊销成本一次性计入成本所致；手机游戏毛利率为 48.90%，较 2015 年下降 11.26 个百分点，主要系公司与优质的研发商合作，加大精品手机游戏的代理力度，支付给研发商的分成比例较高所致；软件应用商店毛利率为 83.96%，较上年上升 14.42 个百分点，主要系 I-Mobile 产品受到市场认可，收入较去年大幅增长所致；其他收入毛利率 62.56%，较上年大幅上升 41.39 个百分点，主要系 Grindr 收入成本数据分产品口径统计时计入其他收入所致。综上所述，2016 年，公司综合毛利率为 52.99%，较上年下降 7.96 个百分点。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.52 亿元，同比增长 62.16%，主要系自研游戏收入增加及北京闲徕互娱网络科技有限公司（以下简称“闲徕互娱”）纳入合并范围所致；实现净利润 2.65 亿元，较上年同期大幅增长 1.74 倍，主要系公司成本较低的自研产品规模增长所致。

总体看，2016 年，受益于公司加大代理运营规模和并购 Grindr，收入规模有所增长；随着代理运营成本增加，公司整体毛利率水平有所下降。

## 2. 公司采购

从公司 IP 储备来看，2016 年及 2017 年 1~3 月，公司用于采购 IP 所支付的授权金及分成分别为 3,701.6 万元和 12.97 万元。截至 2017 年 3 月底，公司 IP 储备主要包含《轩辕剑外传汉之云》、《轩辕剑外传云之遥》、《死神》、《终结者 2：审判日》和《脱骨香》等；应用领域包含手游、页游、端游、应收和软件商店；应用范围基本都为全球。

表 2 公司 2016 年采购前五大供应商 (单位: 亿元、%)

客户名称	采购类别	采购金额	占比
供应商 1	游戏代理授权	5.43	47.63
供应商 2	游戏代理授权	1.58	13.90
供应商 3	游戏代理授权	0.46	4.02
供应商 4	游戏代理授权	0.36	3.16
供应商 5	游戏代理授权	0.35	3.05
<b>合计</b>	--	<b>8.18</b>	<b>71.76</b>

资料来源: 公司提供

从采购集中度情况来看, 2016 年, 公司向前五大游戏开发商提供的游戏代理授权金及分成款占整体采购金额的比重为 71.76%, 较上年上升 19.34 个百分点, 公司采购集中度较高, 主要系 2016 年公司加大与优质研发商的合作力度所致。

总体看, 公司 IP 储备情况较好, 采购主要系购买代理游戏而对外支付授权金及后续分成款项, 受加大与优质供应商合作力度影响, 采购集中度较高。

### 3. 游戏运营

从游戏运营模式占比情况看, 2016 年, 公司来自于代理运营和自主运营的收入规模均有所增长。2016 年, 公司代理运营收入为 15.67 亿元, 较上年增长 6.38%, 在公司游戏收入中占比为 80.14%, 较上年下降 4.29 个百分点, 仍为公司目前主要收入来源; 公司自主运营游戏收入为 3.83 亿元, 较上年大幅增长 51.38%, 主要系公司自主运营的《神魔圣域》上线运营所致, 在游戏收入中占比为 19.59%, 占比较上年上升 5.10 个百分点; 公司授权运营收入规模为 0.05 亿元, 占比较小。

表 3 2015~2017 年 3 月公司游戏收入运营模式情况 (单位: 亿元、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
自主运营	2.53	14.49	3.83	19.59	4.66	63.65
代理运营	14.73	84.43	15.67	80.14	2.57	35.11
授权运营	0.19	1.08	0.05	0.27	0.09	1.24
<b>合计</b>	<b>17.45</b>	<b>100.00</b>	<b>19.56</b>	<b>100.00</b>	<b>7.33</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供

从收入实现区域来看, 2016 年, 受益于公司自主研发的《神魔圣域》大陆版上线运营所致, 公司境内业务占比较上年有所增加, 为 35.38%; 受益于自身较强的海外游戏市场开拓能力, 公司来自于海外 (含港澳台) 的收入占比为 64.62%, 占比较上年下降 0.17 个百分点, 仍维持较高水平。从毛利率情况来看, 2016 年, 公司境内业务毛利率为 23.65%, 较上年大幅下降 27.35 个百分点, 主要系公司与优质的研发商合作, 代理的精品游戏分成比例较高所致; 境外业务毛利率 69.05%, 较上年上升 4.60 个百分点, 主要系自研游戏出口增加所致。为了更好的规避汇率风险, 公司通过实时汇率变化对外汇风险敞口保持持续关注, 并取得汇丰授信和衍生品交易资格, 通过远期、期权、NDF 等衍生品对冲外汇风险敞口。同时, 公司选择美国上市券商 Interactive Broker 公司作为经纪人, 可接入芝加哥交易所和香港交易所通过人民币期货等外汇期货合约对冲风险敞口。联合评级同时也关注到, 公司收入主要来自于海外 (含港澳台), 外汇管制等因素使公司在资金管理上受到较大限制; 虽然公司采取了有效的汇率套期保值方式, 但仍面临较大的汇率波动风险; 同时,

公司对海外子公司的实际控制能力值得持续关注。

表4 2015~2016年公司营业收入区域构成情况(单位:万元、%)

项目	2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
境内	4.65	26.02	51.00	8.58	35.38	23.65
境外	13.24	73.98	64.45	15.67	64.62	69.05
合计	<b>17.89</b>	<b>100.00</b>	<b>60.95</b>	<b>24.25</b>	<b>100.00</b>	<b>52.99</b>

资料来源:公司提供

2016年,公司自营网页游戏《千军破》等,产生收入0.15亿元,占网页游戏收入的10.48%;代理《神曲》等网页游戏,产生收入1.25亿元,占网页游戏收入的89.52%,代理网页游戏收入占比有所增长。2016年,公司代理移动网络游戏《全民奇迹》、《皇室战争》、《部落冲突》等,产生收入14.39亿元,占移动网络游戏的收入比达79.52%;公司加强游戏研发力度,当年新推出自研游戏有《神魔圣域》和《艾尔战记》,自研产品产生收入3.71亿元,较上年增长54.58%,占比为20.48%,占比提高4.09个百分点;受自营和代理移动网络游戏收入的增长影响,移动网络游戏产生收入有所增长;公司客户端游戏已退出运营,当年实现客户端游戏收入0.06亿元,主要系2015年运营游戏在2016年确认的收入。网络游戏产品存在一定的生命周期,若公司不能及时对现有游戏进行内容更新升级或后续研发、代理的游戏不能获得市场的认可,将对公司收入及利润实现造成重大影响。

表5 2015~2016年公司游戏收入分类情况(单位:亿元、%)

游戏类型	取得模式	2015年			2016年		
		金额	比重	主要产品	金额	比重	主要产品
网页	自营	0.13	24.26	绝代双骄、三国风云2	0.15	10.48	千军破
	代理	0.40	75.74	神曲	1.25	89.52	神曲
网页小计		<b>0.53</b>	<b>100.00</b>	--	<b>1.40</b>	<b>100.00</b>	--
移动网络	自营	2.40	16.39	无双剑姬、艾尔战记	3.71	20.48	无双剑姬、神魔圣域、艾尔战记
	代理	12.26	83.61	剑魂之刃、奇迹MU	14.39	79.52	全民奇迹、皇室战争、部落冲突
手机小计		<b>14.66</b>	<b>100.00</b>	--	<b>18.09</b>	<b>100.00</b>	--
客户端	自营	--	--	--	--	--	--
	代理	2.26	100.00	Tera	0.06	100.00	Tera
客户端小计		<b>2.26</b>	<b>100.00</b>	--	<b>0.06</b>	<b>100.00</b>	--

资料来源:公司提供

总体看,2016年,公司游戏运营仍以代理运营为主,收入增长主要来自于移动网络游戏收入的增长,需持续关注公司游戏产品生命周期情况给公司收入及利润带来的影响;公司海外市场收入占比较高,需持续关注汇率波动对公司产生的影响以及对海外子公司的实际控制能力。

#### 4. 投资情况

2016年,公司专设了投资业务,2月20日,公司发布了《关于成立投资业务子公司及变更子公司营业范围等事项的公告》。公司为拓展投资业务,成立了宁波昆仑点金股权投资有限公司和北京昆仑点金投资有限公司两家全资子公司,同时变更香港的两家全资子公司游景蓝图(香港)科

技股份有限公司和香港昆仑万维股份有限公司的业务性质为投资。

2016年，公司陆续投资了 Opera Software AS（以下简称“Opera”）、上海峰瑞投资中心（有限合伙）、广州酷麦信息科技有限公司、北京快乐时代科技发展有限公司（以下简称“快乐时代”）、北京蜜莱坞网络科技有限公司等。被投资企业涉及软件开发、应用服务、计算机技术研发推广转让、计算机软硬件开发、计算机系统集成、文化交流策划、产品设计、电脑动画设计、企业形象策划、投资咨询、实业投资等领域。未来，公司还将继续聚焦互联网软件与服务领域，以大数据、人工智能、新兴娱乐、社交媒体等方向为核心，围绕公司现有产品矩阵，继续在内容端以及社交领域进行投资布局。

2016年7月，公司以全资子公司 KunlunTech Limited（以下简称“香港万维”）为投资主体，与 Future Holding L.P.（以下简称“FH”）、KFH、Qifei International Development Co.Limited（以下简称“奇虎香港”）、Golden Brick Capital Private Equity Fund I L.P.（以下简称“金砖开曼”）成立买方团，向 Opera Software ASA 持有的 Opera 进行 100% 股权收购。买方团已于 2016 年 7 月 15 日签署了《买方团协议》，并于 2016 年 7 月 17 日和 Opera AS 签署了《股份购买协议》。根据《买方团协议》以及《股份购买协议》，买方团以 5.75 亿美元的交易对价（受限于《股份购买协议》项下的价格调整），购买 Opera 100% 的股份。其中香港万维出资 1.92 亿美金，占标的公司 33.33% 股份，出资全部为自有资金。因公司董事长、实际控制人周亚辉担任 KFH 的唯一股东及董事，同时周亚辉为 Bright Holding Limited 的唯一董事及股东，该公司持有 FH 1 美元的出资份额，并担任 FH 的普通合伙人，因此本次交易为昆仑万维与周亚辉控制的公司共同对外投资，构成关联交易。该收购 2016 年 11 月 3 日完成了股权转让交割。

表 6 2016 年公司处置投资收益情况（单位：%、万元）

处置项目名称	处置前持股比	处置后持股比	投资收益
yinker inc	20.00	15.00	13,387.75
lendinvest	17.92	0.00	-1,355.60
深圳玩贝科技有限公司	30.00	0.00	-137.06
北京蜜莱坞网络科技有限公司	18.00	10.23	19,458.24
珠海富海铎创信息技术创业投资基金（有限合伙）	6.37	0.00	145.00
东方富海（上海）创业投资企业（有限合伙）	4.99	0.00	968.63
灵趣（北京）网络科技有限公司	7.50	0.00	-225.00
有米科技股份有限公司	2.81	0.12	2,922.78
广州汇量网络科技有限公司	1.71	0.00	4,873.73
北京蚁视科北京蚁视科技有限公司	1.07	0.00	62.00
南京睿悦信息技术有限公司	1.66	0.00	93.00
source code ssj linkage l.p	89.19	24.31	6,448.00
qufenqi inc.	19.45	0.00	673.86
curacloud group limited	20.00	0.00	837.99
股票-SOHU COM INC (NGS)	不适用	不适用	-24.79
YANGQIANGUAN LIMITED	19.90	0.00	5,312.64
move loot inc	16.31	0.00	-4,726.77
合计	--	--	48,714.40

资料来源：公司提供

公司投资收益主要来自财务投资，2016 年公司处置股权投资获得收益 4.87 亿元，主要包括处置北京蜜莱坞网络科技有限公司 3% 的股权获得收益 1.95 亿元、处置广州汇量网络科技有限公司

1.71%的股权获得收益 0.49 亿元、处置 yinker inc5%的股权获得收益 1.34 亿元、处置 source code sj linkage l.p 64.88%的股权获得收益 0.64 亿元等。公司剩余北京蜜莱坞网络科技有限公司 10.23%股权，主要系其他投资者进入，公司股份稀释所致。

总体看，2016 年，公司对外投资规模较大，公司对外投资收益实现主要来自处置投资、收益稳定性较弱，需关注公司投资收益的持续性。同时，大规模的对外投资对公司资金造成了较大占用，需持续关注公司现金流状况。

## 5. 重大事项

2016 年 1 月 8 日，公司以 Kunlun Group Limited 为投资主体购买 Grindr61.53%的股权，总投资金额约 6.02 亿元，形成商誉 5.79 亿元，本次交易无业绩承诺。Grindr 是全球最大的同性恋社交网站，总部在美国洛杉矶，在 196 个国家拥有超过 1,050 万的注册用户，日活跃用户超过 200 万，超过 30%以上用户为美国用户，平均每日用户时长达到 54 分钟以上。从 2016 年第二季度开始，Grindr 纳入公司合并范围。2017 年 5 月 22 日，公司拟以自有资金 1.52 亿美元收购 Grindr Holding Company 持有 Grindr38.47%的股权，本次收购完成后，公司将持有 Grindr100%的股权。

2016 年 12 月 14 日，公司以全资子公司西藏昆诺赢展创业投资有限责任公司（以下简称“西藏昆诺”）为投资主体，收购北京闲徕互娱网络科技有限公司（以下简称“闲徕互娱”）51%股份，总投资金额 10.2 亿元，形成商誉 9.84 亿元，本次交易无业绩承诺。闲徕互娱主要开拓的产品细分市场为地方特色休闲竞技类产品，通过收购闲徕互娱，公司原有的中重度游戏产品与休闲游戏细分领域形成互补，优化了公司游戏产品结构，丰富了游戏产品线，进一步扩大了公司的市场规模和用户规模。闲徕互娱于 2017 年 2 月纳入合并报表范围。

2016 年 12 月 14 日，根据中国证券监督管理委员会出具《关于核准北京昆仑万维科技股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]3081 号），同意公司非公开发行股票不超过 1 亿股，募集资金不超过 6.00 亿元。本次扣除发行费用后拟用于 1Mobile 线下手机分发渠道建设项目。2017 年 2 月 22 日，公司非公开发行人民币普通股股票 3,225.81 万股，每股发行价格为人民币 18.60 元，募集资金总额为人民币 6.00 亿元，扣除承销及保荐费用后，获得募集资金净额 5.82 亿元。

总体看，公司成功完成非公开发行 A 股股票，进一步补充公司资本实力，扩大公司经营规模，促进公司业务进一步发展；收购闲徕互娱以及 Grindr，使公司产品线得到了丰富。未来，随着公司通过大数据促进各板块之间产生协同效应，公司盈利能力有望进一步提升。

## 6. 经营关注

### 境外运营风险以及境外管理风险

2016 年，公司来自于境外收入占收入比重为 64.62%，占比较高。由于各个国家的文化背景和市场情况、政策环境等因素存在较大差异，若公司对当地市场不能持续较好把握，可能导致前期投入的市场开发资金无法达到预期效果，对公司经营带来不利影响。公司境外收入受外汇管制，面临一定的汇率波动风险，同时，公司对境外公司的实际管理掌控能力与境内子公司相比较弱，需持续关注。

### 现有运营游戏盈利能力下降风险

2016 年，公司运营模式仍主要为代理模式，受游戏行业竞争激烈影响，公司选择与优质研发商合作，加大精品手机游戏的代理力度，但精品游戏的分成比例较高导致公司主营业务获利能力大幅下降。未来，若公司不能及时对现有游戏进行内容更新、版本升级及持续的市场推广，或者游戏玩家的需求发生变化，导致公司主要收入与利润来源的主力游戏产品进入生命周期的衰退期，

或公司后续研发或代理的游戏产品尚未获得良好的市场表现，将对公司收入及利润实现造成重大影响。

### 投资规模较大

公司对外投资涉及较多领域，若未来投资企业经营不善，将对公司产生一定的不利影响。同时，公司对外投资规模较大，存在一定的融资压力。

### 7. 未来发展

未来，公司将不断丰富内容端的品类，如游戏、影视、文学、动漫等等，并伴随着公司大众及亚文化社交媒体这两个平台级应用的不断成熟，与内容端产生显著协同效应。

游戏业务方面，公司将基于 PC 客户端游戏的《希望 OL》、《洛奇》、《神泣》项目等，动漫作品的《偷星九月天》、《BLEACH 境·界魂之觉醒》项目等，面对华人玩家的基于仙侠题材单机游戏《轩辕剑》项目等以及面向全球玩家的基于科幻电影《终结者 2》系列的项目等，重点围绕有 IP 支撑的移动端精品游戏项目进行布局。

亚文化社交媒体方面，将继续巩固男同社区 Grindr 全球第一的市场地位，扩大在全球市场的覆盖范围。同时对产品功能不断优化，提升用户体验。

社交媒体方面，公司拟在原 Opera 浏览器产品上新增新闻资讯的精准推送功能，使其成为拥有搜索、导航、内容分发、社交等内容的综合应用平台，商业模式从原来的导航、搜索引擎分成、软件预装等，延伸至广告变现。

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

## 六、财务分析

公司 2016 年财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2017 年一季报未经审计。为进一步规范增值税会计处理，2016 年，公司会计政策进行了变更，增值税相关会计处理按照财政部 2016 年 12 月 3 日发布的《增值税会计处理规定》（财会[2016]22 号）执行，其他部分未进行修改。2016 年，公司通过非同一控制下企业合并新增 1 家子公司，新设 6 家子公司，公司财务数据的可比性尚可。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 63.06 亿元，负债合计 31.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 31.81 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 31.52 亿元。2016 年，公司实现营业收入 24.25 亿元，净利润（含少数股东损益）5.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.57 亿元，现金及现金等价物增加额 0.62 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 73.87 亿元，负债合计 32.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 41.35 亿元，归属于母公司的所有者权益 39.66 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.52 亿元，净利润（含少数股东损益）2.65 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.50 亿元，现金及现金等价物增加额 1.42 亿元。

### 1. 资产及负债结构

#### （1）资产

截至 2016 年底，公司合并资产总额 63.06 亿元，较年初增长 62.17%，主要系非流动资产增加所致；其中流动资产占 32.70%，非流动资产占比较年初增加 15.13 个百分点为 67.30%，资产

结构仍以非流动资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产 20.62 亿元，较年初增长 10.86%，主要系应收账款大幅增长所致；主要由货币资金（占 52.21%）、应收账款（占 28.13%）、预付款项（占 10.03%）和其他应付款（占 7.44%）构成。截至 2016 年底，公司货币资金余额 10.76 亿元，较年初增长 2.73%，主要系公司对外融资增加所致；其中受限货币资金占 1.79%，全部为租房保证金，受限比率低。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 5.80 亿元，较年初增长 101.02%，主要系经营规模扩大所致，其中，账龄 1 年以内的应收账款余额占 90.19%；公司计提坏账准备比例为 7.36%，计提较为充足；前五大应收账款占余额的 51.87%，存在一定集中度风险。截至 2016 年底，公司预付款项合计 2.07 亿元，较年初下降 2.25%，变化较小。截至 2016 年底，公司其他应收款 1.53 亿元，较年初减少 36.27%，主要系股权回购款大幅减少所致。

截至 2016 年底，公司非流动资产 42.44 亿元，较年初增长 109.21%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资和商誉增加所致；主要由可供出售金融资产（占 43.72%）、长期股权投资（占 31.27%）、商誉（占 13.63%）和其他非流动资产（占 8.19%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产合计 18.56 亿元，较年初增长 64.45%，主要系公司加大对外投资所致；全部系可供出售权益工具，大部分按成本计量。截至 2016 年底，公司长期股权投资 13.27 亿元，较年初增长 128.24%，主要系公司对外投资增加以及参股 Kunhoo Software LLC 所致。截至 2016 年底，公司对可供出售金融资产及长期股权投资均未计提减值，若未来投资企业经营不善，公司面临减值风险。截至 2016 年底，公司商誉为 5.79 亿元，主要系本期并购 Grindr 所致，在此次交易中，被收购公司无业绩承诺，若未来 Grindr 经营不善，公司将面临商誉减值风险。截至 2016 年底，公司其他非流动资产合计 3.48 亿元，较年初增长 144.91%，主要系预付的投资款增加所致；公司其他非流动资产主要为预付投资款和预付游戏授权金。截至 2016 年底，公司受限资产 0.19 亿元，占总资产比例为 0.31%，受限比率较低。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 73.87 亿元，较年初增长 17.15%，主要系公司收购的闲徕互娱 2017 年 2 月纳入合并范围所致。其中，流动资产占 31.10%，非流动资产占 68.90%，资产结构变化不大。

总体看，2016 年，公司资产规模大幅增长，资产构成以非流动资产为主；公司流动资产以货币资金为主，流动性较好；非流动资产中长期股权投资和可供出售金融资产规模较大，资产质量一般。

## （2）负债及所有者权益

### 负债

截至 2016 年底，公司负债合计 31.25 亿元，较年初增长 158.59%，主要系流动负债大幅增长所致；其中，流动负债占 76.26%，非流动负债占 23.74%，仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 23.83 亿元，较年初增长 101.37%，主要系短期借款、预收款项和其他应付款增加所致；主要由短期借款（占 41.25%）、应付账款（占 14.71%）、预收款项（占 10.67%）和其他应付款（占 27.07%）构成。截至 2016 年底，公司短期借款余额为 9.83 亿元，较年初大幅增长 296.61%，主要系公司加大投资力度，增加银行借款所致；构成以信用借款和保证借款为主。截至 2016 年底，公司应付账款为 3.50 亿元，较年初增长 7.15%，主要系公司应付游戏授权金及分成款增加所致；主要由游戏授权金及分成款、市场推广款项和带宽、外包等款项构成。截至 2016 年底，公司预收款项 2.54 亿元，较年初增长 60.77%，主要系预收游戏储值币款、广告款和会员费增加所致。截至 2016 年底，公司其他应付款为 6.45 亿元，较年初增

长 72.04%，主要系新增北京快乐时代科技发展有限公司借款 1.80 亿元、子公司向 siyanli holdings limited 借款 0.69 亿元（借款年利率 10%）、子公司信用卡借款 0.04 亿元所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债 7.42 亿元，较年初增长 28.58 倍，主要系应付债券的增加所致；主要由应付债券（占 96.99%）构成。截至 2016 年底，公司应付债券为 7.20 亿元，主要系公司于 2016 年 5 月发行“16 万维 01”所致，期限为 3 年。

截至 2016 年底，公司全部债务合计 20.56 亿元，较年初增长 7.30 倍，主要系公司对外投资增加使得融资需求增加所致，其中短期债务占 65.00%，长期债务占 35.00%，以短期债务为主。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.56%、39.26%和 18.45%，分别较年初提高 18.48 个百分点、30.80 个百分点和 18.45 个百分点，债务负担有所增加，但仍处较低水平。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 32.53 亿元，较年初增长 4.09%，基本保持稳定；其中，流动负债占比为 77.18%，非流动负债占比为 22.82%，较年初变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务合计 20.16 亿元，较年初下降 1.95%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.03%、32.78%和 14.84%，分别较年初减少 5.52 个百分点、6.48 个百分点和 3.61 个百分点，债务负担有所降低。

### 所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 31.81 亿元，较年初增长 18.69%，主要系未分配利润大幅增加以及非公开发行股票所致。截至 2016 年底，公司归属于母公司的所有者权益合计 31.52 亿元，占比为 99.09%；在归属于母公司的所有者权益中，股本占 35.75%，资本公积占 30.20%，盈余公积占 2.88%，未分配利润占 41.36%，权益结构的稳定性一般。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 41.35 亿元，较年初增长 29.97%，主要系未分配利润增加以及限制性股票的定向增发共同影响所致，但所有者权益结构变化不大。

总体看，伴随 2016 年公司对外融资增加，公司债务规模增长，整体债务负担增加，但债务负担仍属较低。受未分配利润增加以及非公开发行股票影响，公司所有者权益有所增加，但权益结构的稳定性一般。

## 2. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 24.25 亿元，同比增长 35.52%，主要系游戏收入增长、软件应用商店收入增长及合并范围新增 Grindr 所致；实现营业利润 5.57 亿元，较上年增长 38.46%，主要系投资收益大幅增加所致；实现净利润 5.45 亿元，较上年增长 34.53%。

从期间费用来看，2016 年，公司费用总额 11.37 亿元，较上年增长 35.79%，其中销售费用占 56.17%、管理费用占 38.99%、财务费用占 4.84%。2016 年，公司销售费用下降 6.36%，主要系公司市场及推广费用减少所致；管理费用增长 92.18%，主要系项目开发费用和人工成本增长所致；财务费用由负转正，为 0.55 亿元，主要系借款规模增加、发行公司债的利息支出增加所致。2016 年，公司费用收入比为 46.91%，变化较小，公司期间费用控制能力有待提高。

2016 年，公司投资收益 4.93 亿元，较上年增长 2.10 倍，主要系公司处置长期股权投资和可供出售金融资产获得的投资收益，包括公司持有的 Yinker inc5%股权、北京蜜莱坞网络科技有限公司 3%的股权、source code ssj linkage l.p64.88%的股权等；公司投资收益占营业利润的 88.38%，公司营业利润对投资收益依赖很高，公司投资收益主要来源于出售可供出售的金融资产和长期股权投资，持续性一般。2016 年，公司实现营业外收入 0.13 亿元，较上年下降 7.30%，营业外

收入占利润总额的 2.35%，公司利润总额对营业外收入不存在依赖。

从盈利指标来看，2016 年，受公司业务中毛利润较低的代理游戏业务增加影响，公司营业利润率有所下降，为 52.82%；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 14.33%、12.36%和 18.61%，较上年分别下降了 6.42 个百分点、3.30 个百分点和 3.35 个百分点，主要系公司净资产和总资产规模大幅增长所致。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.52 亿元，较上年同期增长 62.16%，主要系自研游戏收入增加及闲徕互娱纳入合并范围所致；实现净利润 2.65 亿元，较上年同期大幅增长 1.74 倍，主要系公司毛利较高的自研产品规模增长所致。

总体看，2016 年，游戏收入增长带动公司营业收入增长；受毛利润较低的代理游戏业务增加影响，公司营业利润率有所降低，但仍处于较高水平；公司投资收益规模较大，公司营业利润对投资收益依赖较高；期间费用控制能力有待提高。

### 3. 现金流

从经营活动来看，2016 年，公司实现经营活动现金流入 24.23 亿元，同比增长 45.35%，主要系游戏收入、软件商店收入增加及 Grindr 纳入合并报表范围所致；经营活动现金流出 20.66 亿元，同比增长 40.08%，主要系游戏分成、税金增加及 Grindr 纳入合并报表范围所致。受此影响，2016 年，公司经营活动净流入 3.57 亿元，同比增长 85.85%。2016 年，公司现金收入比率为 84.41%，较上年上升 2.19 个百分点，公司收入实现质量一般。

从投资活动来看，2016 年公司投资活动频繁，2016 年，公司投资活动现金流入 14.84 亿元，同比增长 56.06%，主要系公司收到股权转让款增加所致；投资活动现金流出 34.40 亿元，同比增长 32.57%，主要系公司对外投资增加所致。2016 年，公司投资活动净流出 19.57 亿元，较 2015 年净流出规模增加 3.12 亿元。

从筹资活动来看，2016 年，公司筹资活动现金流入 29.54 亿元，同比增长 60.07%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出 13.06 亿元，同比增长 9.37 倍，主要系发放股利及支付借款利息所致。综上，公司筹资活动净流入 16.48 亿元，同比下降 4.15%。

2017 年 1~3 月，公司实现经营活动现金净流入 0.50 亿元，同比增长 1.28 倍，主要为闲徕互娱纳入合并范围所致；投资活动现金净流出 4.45 亿元，上年同期为净流出 7.72 亿元；筹资活动现金净流入 5.38 亿元，同比下降 6.83%。

总体看，公司经营活动现金回笼能力一般且对外投资规模较大，公司有进一步的融资需求。

### 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2016 年底，受公司加大短期借款规模与预收账款快速增长的影响，公司流动比率、速动比率均从 2015 年底的 1.57 倍下降至 0.87 倍，现金短期债务比从 2015 年底的 4.23 倍下降至 0.66 倍，主要系短期债务大幅增加所致，现金类资产对短期债务的覆盖程度仍尚可；经营现金流动负债比率为 14.99%，较上年下降 1.25 个百分点，但经营现金对流动负债的覆盖程度仍然较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016 年，公司 EBITDA 为 7.36 亿元，较上年增长 47.30%，主要系利润总额的增长所致；其中折旧占 1.38%，摊销占 13.02%，利润总额占 77.38%，计入财务费用的利息支出占 8.23%，仍以利润总额为主。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数从 2015 年的 146.70 倍下降至 12.15 倍，主要系公司债务规模扩大导致利息支出增加所致，EBITDA 对利息的保障程度高；EBITDA 全部债务比从 2015 年的 2.02 倍下降至 0.36 倍，主要系公司发行公司债

以及借款规模增加所致，但 EBITDA 对全部债务的保障程度仍然较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年 3 月底，公司合并口径获得的金融机构授信额度共计 10.70 亿元和 3,800.00 万美元，其中尚未使用的额度 2.80 亿元和 600.00 万美元，公司间接融资渠道畅通。公司作为创业板上市公司，直接融资渠道顺畅。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1011010806956920B），截至 2017 年 6 月 19 日，公司无未结清不良或关注类信贷信息记录；已结清贷信息记录中存在 1 笔欠息，主要系未收到银行付息通知所致，目前已偿还。

截至 2017 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 3 月底，公司未决诉讼一笔，具体情况如下：2014 年 6 月 19 日公司收到北京市第一中级人民法院的（2014）一中民初字第 5146 号《民事应诉通知书》及明河社出版有限公司、完美世界（北京）软件有限公司（以下合称“原告”）起诉北京火谷网络科技有限公司、昆仑万维、昆仑在线及昆仑乐享（以下合称“被告”）的《民事起诉状》，原告称被告所运营的网络游戏《武侠 Q 传》侵犯其著作权及不正当竞争，要求被告立即停止侵权原告著作权及不正当竞争行为，并向原告赔偿损失共计 1,449.92 万元及赔偿合理支出 31.97 万元，2015 年 9 月，原告将赔偿损失金额调整为人民币 1 亿元，2016 年 3 月 9 日进行了第四次开庭，目前尚未收到审判结果。为充分保护公司及公众股东的合法权益，公司控股东、实际控制人周亚辉已经出具承诺：“若昆仑万维因上述诉讼遭受损失，且昆仑万维就此向北京火谷网络科技有限公司进行全额追偿后，北京火谷网络科技有限公司拒不履行相关责任时，本人将在北京火谷网络科技有限公司拒绝履行后的 30 个工作日内承担昆仑万维因上述诉讼遭受的全部损失，且在承担后不向昆仑万维追偿。”除上述案件外，公司无其他未决重大诉讼事件。

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

## 七、本期债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 12.08 亿元，约为“16 万维 01”债券本金（7.30 亿元）的 1.65 倍，公司现金类资产对“16 万维 01”债券本金的覆盖程度较好；净资产达 41.35 亿元，约为“16 万维 01”债券本金（7.30 亿元）的 5.66 倍。公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 万维 01”债券本金的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 7.36 亿元，约为“16 万维 01”债券本金（7.3 亿元）的 1.01 倍，EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2016 年，公司经营性活动产生的现金流入 24.23 亿元，约为“16 万维 01”债券本金（7.3 亿元）的 3.32 倍，公司经营活动现金流入量对“16 万维 01”债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家专业从事网络游戏研发与运营的公司，在技术实力、海外游戏市场开拓能力等方面仍有较强的优势，联合评级认为，公司对“16 万维 01”的偿还能力强。

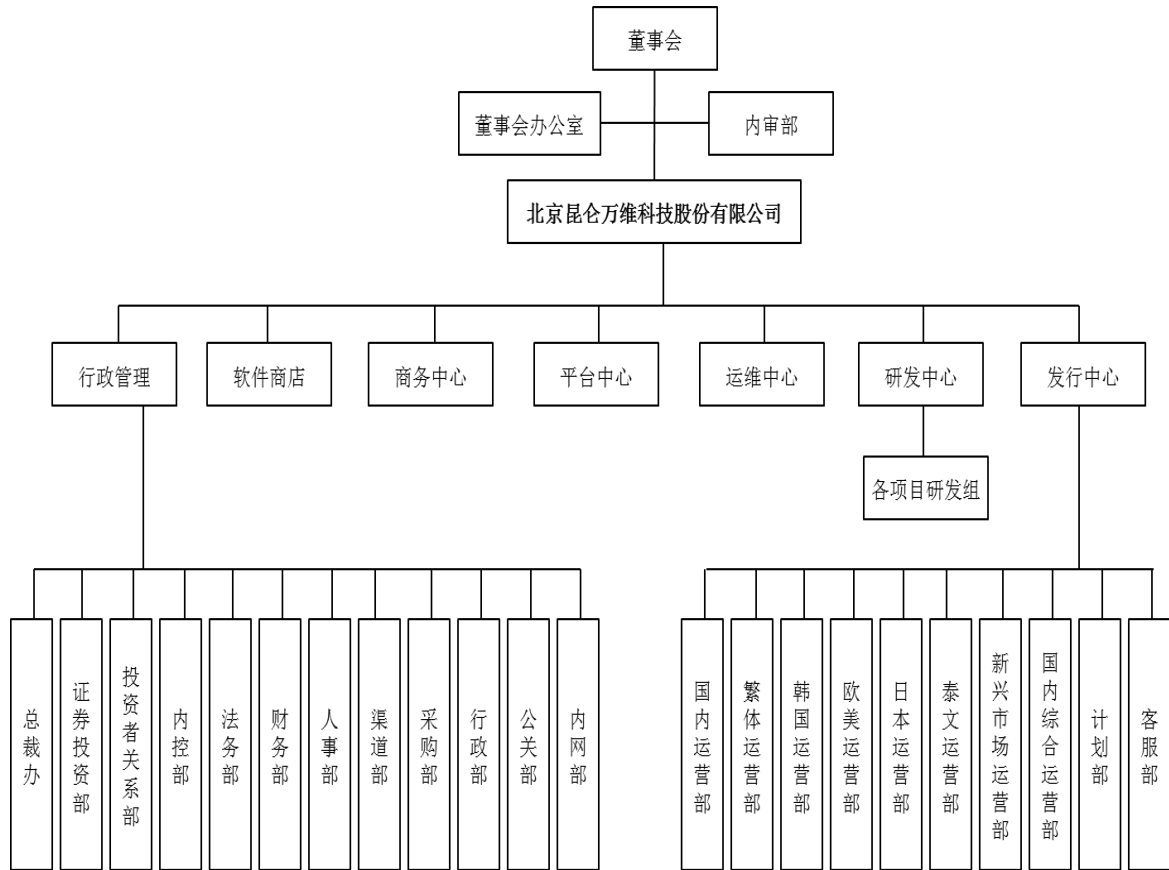
## 八、综合评价

公司作为一家专业从事网络游戏研发与运营的公司，在技术实力、海外游戏市场开拓能力等方面仍有较强的优势。2016年，随着公司手机游戏收入增加以及 Grindr 纳入合并范围，带动营业收入有所增长，公司债务负担较轻，偿债能力较强。同时，联合评级也关注到网络游戏行业竞争激烈，公司主营业务获利能力有所下降；境外业务存在运营管理和汇率风险；公司对外投资规模较大，融资压力较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

2016年，公司完成了非公开发行股票，使公司资本实力得到一定增强。未来，随着公司通过大数据促进各板块之间产生协同效应，公司盈利能力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“16万维01”债项信用等级为“AA”。

### 附件 1 北京昆仑万维科技股份有限公司 组织结构图



## 附件 2 北京昆仑万维科技股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	38.88	63.06	73.87
所有者权益 (亿元)	26.80	31.81	41.35
短期债务 (亿元)	2.48	13.36	12.95
长期债务 (亿元)	0.00	7.20	7.21
全部债务 (亿元)	2.48	20.56	20.16
营业收入 (亿元)	17.89	24.25	8.52
净利润 (亿元)	4.05	5.45	2.65
EBITDA (亿元)	5.00	7.36	--
经营性净现金流 (亿元)	1.92	3.57	0.50
应收账款周转次数 (次)	6.26	5.38	--
存货周转次数 (次)	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.67	0.48	--
现金收入比率 (%)	82.22	84.41	92.58
总资本收益率 (%)	20.75	14.33	--
总资产报酬率 (%)	15.66	12.36	--
净资产收益率 (%)	21.96	18.61	--
营业利润率 (%)	60.68	52.82	76.33
费用收入比 (%)	46.82	46.91	39.30
资产负债率 (%)	31.08	49.56	44.03
全部债务资本化比率 (%)	8.46	39.26	32.78
长期债务资本化比率 (%)	0.00	18.45	14.84
EBITDA 利息倍数 (倍)	146.70	12.15	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	2.02	0.36	--
流动比率 (倍)	1.57	0.87	0.92
速动比率 (倍)	1.57	0.87	0.92
现金短期债务比 (倍)	4.23	0.66	1.18
经营现金流流动负债比率 (%)	16.24	14.99	1.99
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.68	1.01	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、2017 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。4、公司其他应付款中债务部分调整入短期债务。

### 附件3 有关财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。