跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]941 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发行的“16 万维 01”、“17 万维 S1”、“18 万维 S1”和“18 万维 S2”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月五日

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 2018 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	2017 年 6 月 23 日
17 万维 S1	2.40 亿元	2+2+1 年	AA	AA	2017 年 6 月 30 日
18 万维 S1	0.50 亿元	2+2+1 年	AA	AA	2018 年 1 月 24 日
18 万维 S2	1.00 亿元	2+2+1 年	AA	AA	2018 年 4 月 2 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 15 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	63.06	120.61	114.72
所有者权益（亿元）	31.81	88.62	77.27
长期债务（亿元）	7.20	11.30	11.81
全部债务（亿元）	20.56	22.75	27.94
营业收入（亿元）	24.25	34.36	8.86
净利润（亿元）	5.45	14.19	3.34
EBITDA（亿元）	7.36	16.41	--
经营性净现金流（亿元）	3.57	10.46	-1.52
营业利润率（%）	52.82	79.48	86.85
净资产收益率（%）	18.61	23.56	--
资产负债率（%）	49.56	26.52	32.65
全部债务资本化比率（%）	39.26	20.43	26.56
流动比率（倍）	0.87	1.46	0.83
EBITDA 全部债务比（倍）	0.36	0.72	--
EBITDA 利息倍数（倍）	12.15	14.41	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.66	1.47	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、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。3、2018 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。5、公司其他应付款中债务部分调整入短期债务，长期应付款中融资租赁款调整入长期债务。

评级观点

2017 年，北京昆仑万维科技股份有限公司（以下简称“昆仑万维”或“公司”）布局休闲娱乐社交平台，完成对北京闲徕互娱网络科技有限公司（以下简称“闲徕互娱”）的收购，公司新增社交棋牌游戏业务，逐步形成移动游戏平台、休闲娱乐社交平台和社交平台三大业务板块，公司资产、收入和净利润规模均大幅增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到网络游戏行业已基本度过用户增长的红利期，行业竞争激烈，公司境外业务存在运营管理和汇率风险，公司利润依赖投资收益，短期债务占比仍较高、存在商誉减值风险及或有负债风险等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

中国网络游戏产业逐步进入成熟阶段，公司合并范围新增闲徕互娱，业务规模大幅增长，利润水平有所提升，公司未来营业收入有望保持稳定。

综上，联合评级维持对公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持对“16万维01”、“17万维S1”、“18万维S1”和“18万维S2”债项“AA”的信用评级。

优势

1．公司技术实力较强，拥有多项核心游戏技术，为公司推出优质网络游戏新产品提供了有力支持。

2．公司具有强大的海外网络游戏市场开拓能力，出口网络游戏产品覆盖数十个国家和地区，已初步建立了全球性的游戏业务网络。

3．公司 2017 年完成对闲徕互娱的收购，新增社交棋牌游戏业务，闲徕互娱收入和现金流水规模较大，公司收入、利润和现金流入规模大幅增长。

4．伴随合并范围扩大，公司资产和所有者

权益规模增长，公司债务负担较轻。

关注

1．网络游戏行业已基本度过用户增长的红利期，逐步进入成熟阶段，市场对游戏产品的内容丰富性等提出更高的要求，游戏行业竞争激烈，公司原有的游戏业务收入规模下降。

2．近年来，公司对外投资规模较大，利润受投资收益影响较大；投资涉及多种类业务，流动性压力和资金运营管理压力不断加大；公司投资业务盈利能力存在较大不确定性，可能造成公司未来业绩的波动。

3．公司境外收入占比较大，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。

4．公司商誉规模较大，且并购企业均无业绩承诺，若被并购企业经营状况和盈利能力出现下滑，将可能对公司整体经营状况造成影响并带来商誉减值风险；公司尚有未决诉讼一笔，有一定或有负债风险；公司债务仍以短期债务为主，债务结构有待调整。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@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 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 2018 年 3 月底，公司股本 115,194.62 万股。周亚辉个人直接加间接共控制股权比例为 33.77%，为公司实际控制人。截至 2018 年 3 月底，周亚辉个人直接持有公司股份 18,855.05 万股中，已累计质押 15,574.00 万股，占其直接所持有公司股份的 82.60%。

表 1　截至 2018 年 3 月底，公司前十大股东情况（单位：%）

股东名称	持股比例
新余盈瑞世纪软件研发中心（有限合伙）	17.40
李琼	17.00
周亚辉	16.37
王立伟	5.07
中国农业银行股份有限公司－中邮信息产业灵活配置混合型证券投资基金	0.76
兴业银行股份有限公司－中邮战略新兴产业混合型证券投资基金	0.76
东方富海（芜湖）股权投资基金（有限合伙）	0.70
陈芳	0.64
广东恒阔投资管理有限公司	0.63
深圳天风天成资产管理有限公司天富 13 号资产管理计划	0.56

资料来源：公司 2018 年一季报

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内的子公司 27 家。2017 年，公司因收购北京闲徕互娱网络科技有限公司（以下简称“闲徕互娱”）经营范围发生一定变化，新增社交棋牌游戏业务，组织结构未发生变化；共拥有在职员工 1,341 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 120.61 亿元，负债合计 31.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 88.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益 87.10 亿元。2017 年，公司实现营业收入 34.36 亿元，净利润（含少数股东损益）14.19 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.99 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.67 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 114.72 亿元，负债合计 37.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 77.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 74.83 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.86 亿元，净利润（含少数股东损益）3.34 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.98 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-1.52 亿元，现金及现金等价物净增加额为-16.41 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）”，发行规模为 7.30 亿元，期限为 3 年，票面利率为 6.5%，于 2016 年 6 月 29 日上市，债券简称为“16 万维 01”，上市代码：112393.SZ。截至 2016 年底，16 万维 01 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。

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2017]1499 号”文件核准，公司获准面向合格投资者公开发行不超过 5 亿元创新创业公司债券，采用分期发行的方式。公司于 2017 年 9 月 22 日发行“北京昆仑万维科技股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行创新创业公司债券（第一期）（品种一）”，发行规模为 2.40 亿元，期限为 2+2+1 年，票面利率为 7.0%，于 2017 年 10 月 23 日上市，债券简称为“17 万维 S1”，上市代码：112588.SZ。公司于 2018 年 2 月 2 日发行“北京昆仑万维科技股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行创新创业公司债券（第一期）”，发行规模为 0.50 亿元，期限为 2+2+1 年，票面利率为 7.50%，于 2018 年 3 月 2 日上市，债券简称为“18 万维 S1”，上市代码：112640.SZ。公司于 2018 年 4 月 25 日发行“北京昆仑万维科技股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行创新创业公司债券（第二期）”，发行规模为 1.00 亿元，期限为 2+2+1 年，票面利率为 7.10%，于 2018 年 5 月 18 日上市，债券代码：112686.SZ，债券简称为“18 万维 S2”。

“16 万维 01”、“17 万维 S1”、“18 万维 S1”和“18 万维 S2”募集资金使用与募集说明书承诺的用途一致。公司已于 2018 年 5 月 23 日支付了“16 万维 01”在 2017 年 5 月 23 日至 2018 年 5 月 22 日期间利息。截至本报告出具日，“17 万维 S1”、“18 万维 S1”和“18 万维 S2”未到第一个付息日。

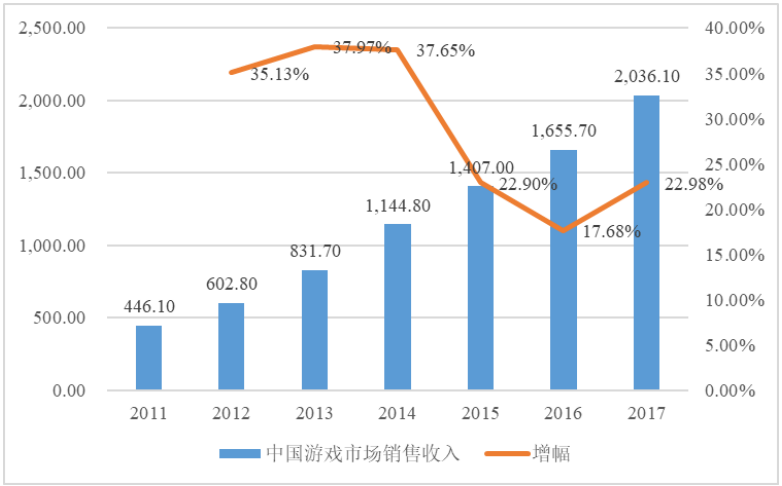
三、行业分析

公司原有游戏业务和新增社交棋牌游戏业务载体主要为网络游戏，因此行业分析部分主要分析互联网游戏行业。

1．行业概况

2017 年游戏市场销售收入为 2,036.10 亿元，同比增长 22.98%，增速高于 2016 年 5.30 个百分点，主要系当期客户端游戏大作上市导致市场回温所致，增速与 2015 基本持平。

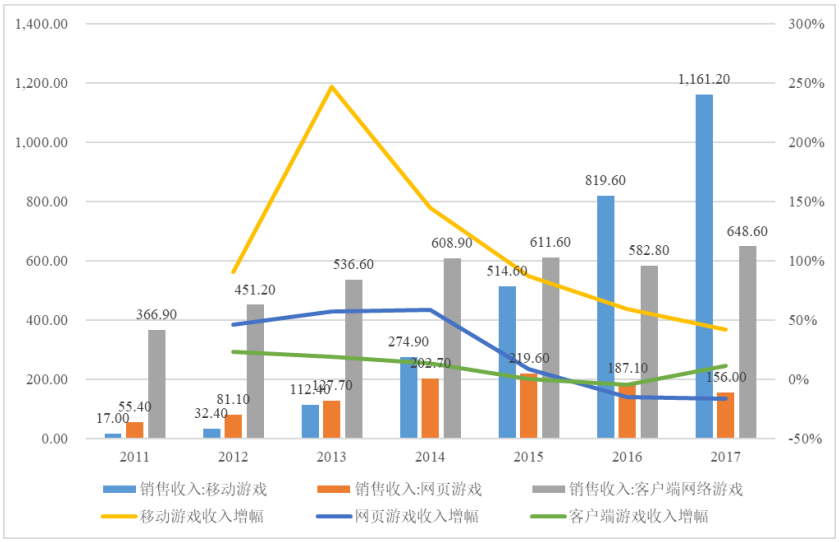
图 1　2011~2017 年网络游戏市场收入规模（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

从游戏市场构成上看，2017 年，移动游戏、客户端游戏和网页游戏分别占当年我国游戏市场收入的 57.00%、31.90%和 7.60%，是我国游戏市场主要构成部分。2011~2017 年，移动游戏市场呈持续增长态势；2017 年移动游戏市场收入为 1,161.20 亿元，增速为 41.68%，增速较 2016 年下降 17.59 个百分点。客户端游戏 2017 年客户端游戏销售收入 648.60 亿元，同比增长 11.29%，主要系 2016 年以来一系列电竞属性高的重度游戏大作上线所致，如守望先锋（2016 年 5 月上线）、CS：GO（国服于 2017 年 4 月上线）和绝地求生（中国区于 2017 年 11 月发布）等游戏上线推动了客户端游戏市场的增长。客户端游戏市场已经发展成为较为专业的游戏细分市场，在中轻度及普通玩家持续向移动平台渗透转移后，客户端游戏市场留存用户的电竞化程度较高。网页游戏保持着增长态势，从 2016 年开始，移动游戏对网页游戏的替代作用逐渐显现，网页游戏销售收入开始下降，2017 年网页游戏销售收入为 156.00 亿元，同比下降 16.62%。

图 2　2011~2017 年游戏行业主要细分市场变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，中国版协游戏工委，联合评级整理

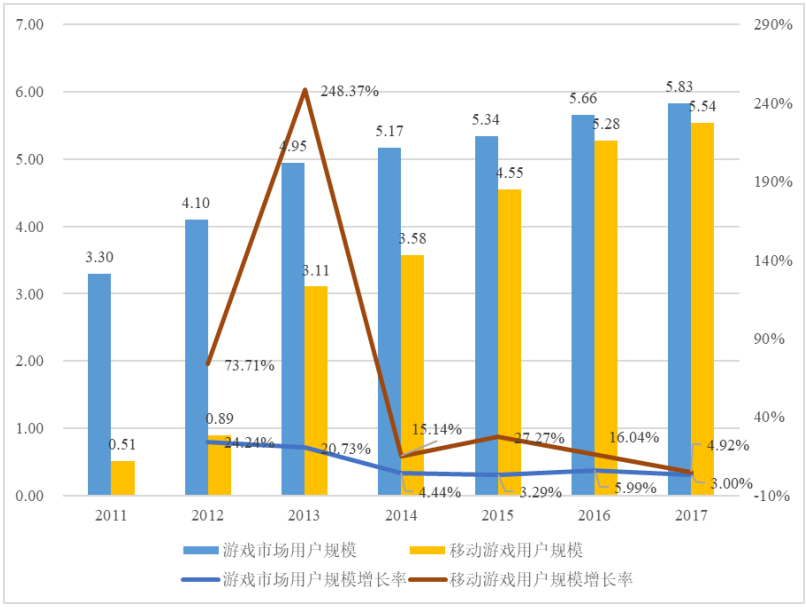
总体看，2017 年移动游戏市场增长但增速继续下降，客户端游戏有所回温；网页游戏市场规模下降。

2．互联网游戏用户

根据中国互联网络信息中心统计，截至 2017 年底，我国网民数量为 7.72 亿元，较年初增长 5.61%。其中手机网民 7.53 亿人，占总体网民的 97.54%，占比较年初上升了 2.44 个百分点。手机网民对整体网民的覆盖程度已经达到了非常高的水平，手机网民增长带来的移动游戏流量红利期基本完成。

从移动游戏用户和游戏用户总量来看 2017 年游戏用户总量和移动游戏用户数量分别为 5.83 亿人和 5.54 亿人，增长率分别为 3.00%和 4.92%，手游用户对游戏用户的渗透率为 95.03%，移动游戏用户和游戏用户总量基本重叠，游戏用户的移动渗透基本完成。

图 3　2011~2017 年游戏市场整体用户规模及移动游戏用户情况（单位：亿人、%）



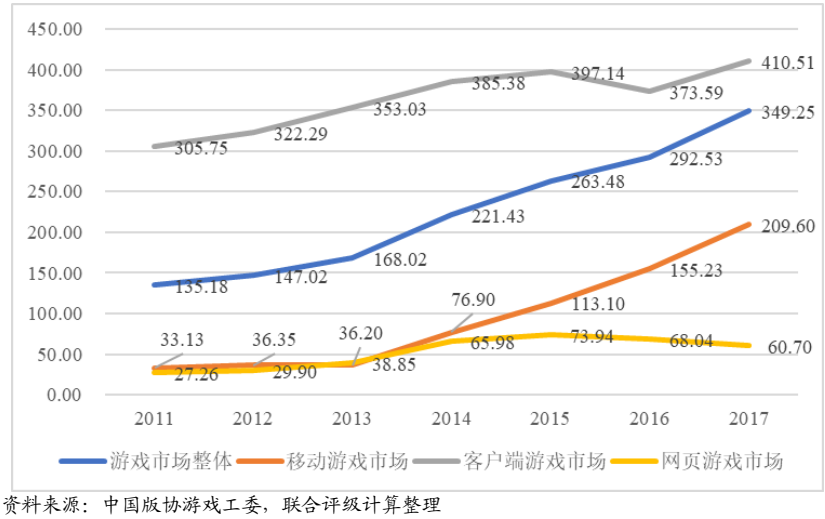
资料来源：Wind 资讯、中国版协游戏工委、中国互联网络信息中心统计，联合评级整理

总体看，移动游戏用户数量大幅增长是近年来推动游戏市场增长的主要因素之一，手机网民、移动游戏用户渗透率已经达到了一个很高的水平，传统游戏领域向移动游戏领域转化的红利期基本结束，流量红利将尽，未来手游用户规模大幅增长的潜力较小。

3．用户付费倾向

2017 年游戏市场平均用户创收为 349.25 元/人，仍保持持续上升的态势。其中由于中轻度游戏用户向更为便捷的移动游戏领域迁移，网页游戏市场平均用户创收从 2016 年开始呈现下降态势，2017 年为 60.70 元/人。移动游戏平均用户创收 2017 年为 209.60 元/人，持续上升。客户端游戏发展较为成熟，由于期更好的游戏体验及偏向重度的属性，平均用户创收水平较高，2017 年客户端游戏平均用户创收上升致 410.51 元/人。在用户数量红利期结束之后，客户端游戏和移动游戏的付费倾向上升可能成为推动游戏市场发展的主要因素之一。

图 4　2011~2017 年国内游戏市场平均用户创收情况（单位：元/人）



资料来源：中国版协游戏工委，联合评级计算整理
注：平均用户创收情况=游戏市场收入/年末游戏用户数量

总体看，推动国内移动游戏高速发展的流量红利期已基本完成，高速增长期过后，国内移动游戏市场将进入沉淀期，玩家对游戏品质的要求将逐步提高。未来移动游戏精品化、游戏付费水平的提高将可能成为推动我国移动游戏市场发展的因素之一。

4．行业竞争格局

网络游戏行业头部集中，其中腾讯和网易分别占到了前十名游戏企业收入总额的 58.29%和和21.58%，其余公司收入占比均为超过 5%。2017 年，网络游戏行业竞争结构与 2016 年一致，行业集中度高。

表 2　2017 年收入前十名游戏公司游戏收入及占比情况（单位：亿元、%）

游戏公司	2017 年	
	收入	占比
腾讯控股	978.83	58.29
网易游戏	362.44	21.58
三七互娱	79.30	4.72
完美世界	61.89	3.69
游族网络	38.78	2.31
搜狐畅游	34.36	2.05
金山网络	32.36	1.93
恺英网络	31.34	1.87
巨人网络	31.01	1.85
昆仑万维	29.07	1.73

资料来源：公开资料，联合评级整理。
注：腾讯控股数据为网络游戏收入部分，网易数据为 55.76 亿美元，按照汇率换算成人民币。

总体看，网络游戏行业集中于头部，整体行业集中度较高。

5．行业政策

2015 年 2 月，国家互联网信息办公室发布《互联网用户账号名称管理规定》，规定就账号的名称、头像和简介等内容，对互联网企业、用户的服务和使用行为进行了规范，涉及在博客、微博客、即时通信工具、论坛、贴吧、跟帖评论等互联网信息服务中注册使用的所有账号。账号管理按照“后台实名、前台自愿”的原则，充分尊重用户选择个性化名称的权利，重点解决前台名称乱象问题。

2016 年 4 月，国家体育局发布《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》，开展电子竞技游戏游艺赛事活动，举办全国性或国际性电子竞技游戏游艺赛事活动。同年 9 月，教育部增设电子竞技专业，教育部增设“电子竞技运动与管理”，归属于体育类。电子竞技的社会影响力逐步扩大。

2016 年 6 月，国家广电总局发布《关于移动游戏出版服务管理的通知》，新上线的移动游戏将先审批，后上线；已经批准出版的移动游戏升级作品及新资料片视为新作品，上线时需重新审批。2016 年 11 月，国家广电总局颁布《关于实施“中国原创游戏精品出版工程”》的政策，将在 2016~2020 年期间，建立健全扶持游戏精品出版工作机制，累计推出 150 款左右精品游戏，扩大精品游戏消费，落实鼓励和扶持措施，支持优秀游戏企业做大做强。

2017 年 12 月 15 日，文化部发布《文化部关于废止和修改部分部门规章的决定》（文化部令第 57 号），对《网络游戏管理暂行办法》进行了修订，系统地对网络游戏的娱乐内容、市场主体、经

营活动、运营行为和法律责任做出明确规定。

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。

6．行业关注

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，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。

移动游戏面临产能过剩与存量竞争的双重压力

近年来资本大潮涌入，带动国内移动游戏的迅速崛起同时也催生大量泡沫。一方面，众多小团队成立，同质化加剧，市场出现产能过剩、供过于求的局面。另一方面，随着新用户增速下降，2017年移动游戏流量红利基本结束，收入向巨头聚集，产品死亡率提升，市场进入存量竞争阶段，用户对游戏品质和内容的要求不断提高，中小公司盈利日益艰难，收入向头部集中，在中国移动游戏市场销售收入中，腾讯、网易两家公司移动游戏收入占比接近七成，其他企业没有一家占比超过5%。

7．行业发展

移动游戏经历高速增长阶段过后，内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素，移动游戏精品化以及付费规模提高将成为推动移动游戏市场发展的因素之一

移动游戏经历高速增长阶段过后，市场将逐步进入成熟期，玩家对游戏品质要求将提高，内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素。移动游戏付费规模提高将成为推动移动游戏市场发展的因素之一。我们认为随着近两年用户付费习惯的逐渐养成，精品游戏的不断推出，玩家付费的意愿将增强，未来用户付费的增长将是推动我国游戏市场发展的最重要因素之一。

行业面临整合趋势，市场集中度将逐渐提高

近年来，中国互联网游戏行业的快速发展催生了一大批中小型的互联网游戏公司。中小型企业由于在资金、用户、产品等方面无法形成规模效应，生存空间将受到较大限制。目前一些中小型网游企业正在逐步淡出竞争激烈的运营市场，专项研发、外包等领域，以中小型研发企业为标的的兼并收购案例也将不断增多，互联网游戏行业将面临整合趋势，市场集中度将进一步提高。但中小企业可通过对小众题材的研发，如影游联动、二次元和粉丝向作品，发挥游戏市场长尾效应。

推动国内游戏市场发展的流量红利期基本完成，国内游戏市场集中于头部，海外拓展将是游戏企业未来发展的方向之一

近十年来中国互联网游戏企业在国内市场积累的宝贵的研发和运营经验，企业在技术、人才、资金等方面的实力不断增强，已具备了全球化竞争的实力。同时国内游戏市场竞争日趋激烈，拓展互联网游戏出口业务可以使中国互联网游戏公司减少区域性经营风险，增强品牌知名度与影响力，分享广阔的海外市场收益。2016年我国企业自主研发网络游戏海外市场实际销售收入73.2亿美元，其中自主研发移动游戏海外市场实际销售收入46.5亿美元，同比增长76.3%，较国内移动游戏行业增速高。预计未来中国互联网游戏出口规模将进一步扩大，出口国家将更加多元化，海外市场业务模式将更加丰富。

互联网游戏产品向“平台化”发展

随着我国互联网游戏市场竞争的加剧以及市场门槛的提高，互联网游戏研发企业纷纷建立自己的运营平台，以构建核心竞争力。与此同时，部分传统的互联网游戏研发企业也开始向研运一体化

企业转型，逐步构建运营平台，并将优质产品资源投向自身平台。“平台化”有利于游戏开发商实现用户和渠道的共享，提高用户粘性，避免单一类型产品带来的运营风险。

PC 客户端游戏电竞化

PC 客户端游戏操作复杂性远高于移动游戏，在社交娱乐游戏大幅向移动端转移的同时，PC 客户端游戏将加强其操作性和配合性，加强电子竞技特征。

技术发展是推动游戏市场发展的核心驱动力

4G 技术的普及是推动移动游戏大幅增长的主要因素之一。未来 5G 技术可提供更高速的数据传输能力，人工智能技术为游戏产品内容提供了新的可能，二者的商用可能为游戏市场发展带来更多可能。

总体看，中国互联网游戏市场游戏将不断精品化，用户付费规模的上升将成为推动游戏行业发展的主要因素之一；游戏行业面临整合趋势，市场集中度将逐渐提高；海外拓展或将是游戏企业未来发展的方向之一；PC 客户端游戏倾向于电竞化、互联网游戏产品向“平台化”发展；技术发展是推动游戏市场发展的核心驱动力。

四、管理分析

2018 年 4 月，董事张霆先生因个人原因申请辞去董事职务，公司第三届董事会第二十二次会议已经提名金天为董事候选人，2017 年年度股东大会已审议通过；2018 年 5 月，公司证券事务代表钱肖凌女士因工作变动原因申请辞去证券事务代表职务，钱肖凌女士仍在公司担任其他职务。公司经历正常的人事调整，相关管理制度延续以往模式。

五、经营分析

1．经营概况

2017 年，公司收入板块做了重新划分，主要业务板块包含游戏板块、社交网络板块和网络广告板块。原有网页游戏、客户端游戏和手机游戏合并为“游戏收入”；将原来计入其他收入的 Grindr LLC（以下简称“Grindr”）会员收入和因收购闲徕互娱新增的社交棋牌游戏业务计入“社交网络收入”；将原软件商店收入和计入其他收入的 Grindr 广告收入，计入“网络广告收入”，并对 2016 年的板块划分进行了追溯。2017 年，公司营业收入 34.36 亿元，同比增长 41.73%，主要系合并范围新增社交棋牌游戏业务所致。2017 年，公司营业成本 6.95 亿元，同比大幅下降 39.07%，主要系原有游戏业务规模有所下降，以及当期游戏板块多为自研游戏，成本相对较低所致。公司 2017 年实现营业利润为 14.63 亿元，同比增长 162.55%，主要系业务范围增长所致。2017 年公司投资收益 4.44 亿元，主要为公司当期处置了 Qudian Inc. 2.84%的股权以及处置 GX Music Limited 80%（公司持有的全部）的股权所致。2017 年，公司投资收益占当期经营利润的 30.34%。2017 年，公司净利润为 14.65 亿，同比增长 157.28%；归属于母公司所有者的净利润为 9.99 亿元，同比增长 87.90%。

从各板块收入看，2017 年，公司游戏收入 15.65 亿元，同比下降 20.00%，主要系网页游戏和代理的移动游戏无新产品推出，相关业务收入下降所致。2017 年，公司社交网络收入 16.43 亿元，同比大幅增长 9 倍以上，主要系公司 2017 年 2 月将闲徕互娱纳入合并范围，新增社交棋牌游戏收入所致。2017 年，公司网络广告收入 2.10 亿元，同比下降 27.62%，主要系公司软件商店的推广力度减弱，流量减少所致。公司其他收入规模占比较小，对公司收入和利润影响较小。

表 3　2016~2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
游戏收入	19.56	80.66	48.96	15.65	45.53	61.50
社交网络收入	1.55	6.39	34.45	16.43	47.83	95.45
网络广告收入	2.90	11.96	86.24	2.10	6.11	92.20
其他收入	0.24	0.99	99.44	0.18	0.54	94.39
合计	**24.25**	**100.00**	**52.99**	**34.36**	**100.00**	**79.79**

资料来源：公司年报及公司提供

从毛利率水平看，公司 2017 年游戏业务毛利率为 61.50%，同比上升 12.54 个百分点，主要系当期毛利率较高的自研游戏收入占比上升所致。社交网络业务毛利率为 95.45%，毛利率水平大幅上升，系闲徕互娱社交棋牌游戏业务毛利率水平较高拉动所致。网络广告毛利率为 92.20%，同比上升 5.96 个百分点，毛利率水平上升。综上，公司综合毛利率水平由 52.99%大幅上升至 79.79%。

从收入实现区域来看，公司自 2009 年开始组建海外游戏业务团队，公司在几个重要的移动网络市场已建立了竞争优势，出口网络游戏产品覆盖数十个国家和地区，在国内、韩国等多个区域均处于市场第一梯队，已初步建立了全球性的游戏业务网络。由于新纳入合并范围的闲徕互娱业务主要集中在境内，2017 年公司境内收入占比从 35.39%上升至 52.73%，境外收入占比下降至 47.27%。

表 4　2016~2017 年公司营业收入区域构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
境内	8.58	35.39	23.65	18.12	52.73	80.96
境外	15.67	64.61	69.05	16.24	47.27	78.48
合计	**24.25**	**100.00**	**52.99**	**34.36**	**100.00**	**79.79**

资料来源：公司提供

2018 年 1~3 月，公司营业收入 8.86 亿元，较上年同期增长 4.00%，变动不大；毛利率为 87.19%，较 2017 年全年水平进一步上升，系毛利率较高的闲徕互娱社交棋牌游戏业务占比进一步上升所致。

总体看，2017 年公司合并范围新增闲徕互娱社交棋牌游戏业务，收入规模较大，毛利率水平较高；公司原有游戏业务收入规模有所下降，其中自研自营游戏占比上升，毛利率有所上升。综上影响，公司 2017 年收入规模和毛利率水平大幅提升。

2．游戏业务

（1）技术储备和研发投入

公司重视产品研发，致力于通过自主研发的方式建立公司核心竞争能力。截至 2018 年 3 月底，公司拥有 Kunlun Mobile3D、Kunlun Flame、Kunlun WebX、Kunlun F3D、Kunlun SSGS 等多项核心技术。

公司技术专家方汉、陈向阳、于明俭先生均有多年的互联网开发经验。截至 2017 年底，公司共有游戏研发人员 854 余人，占公司员工总数的 59.64%。2017 年，公司研发投入 2.86 亿元，同比大幅增长，占当期营业收入的 8.23%。

表 5　2016~2017 年公司研发投入情况（单位：万元、%）

项目	2016 年	2017 年
研发投入	10,096.61	28,264.78
占营业收入比重	4.16	8.23

资料来源：公司提供

总体看，公司 2017 年研发投入大幅增长，技术实力竞争优势有所增强。

（2）IP 储备和游戏研发

截至 2018 年 3 月底，公司 IP 储备主要包含《轩辕剑系列》、《终结者之判日》、《BLEACH 境界》、《Mabinogi》、《Shaiya》、《Seal Online》、《偷星九月天》和《Luna》等；应用领域主要为移动游戏。

公司的对外采购主要是指为了购买代理游戏而对外支付授权金及后续分成款项，购买游戏研发及运营所需的服务器、游戏开发引擎、带宽，租赁 IDC 机房等。从采购集中度情况来看，2017 年，公司向前五大供应商整体采购金额的比重为 67.61%，较上年下降 4.15 个百分点，公司采购集中度仍较高。

2017 年，公司新增研发游戏 3 款，数量下降，年度完成研发游戏 1 款，2018 年 1~3 月，公司游戏研发数据无变化，截至 2018 年 3 月底，公司在研游戏数量为 5 款。

表 6　2016~2018 年 3 月公司游戏研发情况（单位：个）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
新增研发游戏	12	3	0
本年（季）度完成研发游戏	12	1	0
期末在研游戏	3	5	5

资料来源：公司提供
注：新增研发游戏中包括原有游戏进行版本更新的游戏数量

截至 2018 年 3 月底，公司在研游戏 5 款均计划于 2018 年上线，游戏类型为 3D 动作角色扮演类手游和 3D 多人在线类手游，尚需投资 0.87 亿元，开发资金压力一般。

表 7　截至 2018 年 3 月底公司在研游戏（单位：万元）

项目	游戏类型	计划上线时间	研发阶段	预计未来投入金额
BLEACH 境界	3D 动作角色扮演类手游	2018 年 9 月	研发中	2,400
偷星九月天	3D 动作角色扮演类手游	2018 年 5 月	研发中	400
洛奇	3D 动作角色扮演类手游	2018 年 7 月	研发中	1,000
手游项目 P	3D 多人在线类手游	2018 年 9 月	研发中	1,900
手游项目 A	3D 多人在线类手游	2018 年 12 月	研发中	3,000
合计	--	--	--	**8,700**

资料来源：公司提供

总体看，公司 IP 储备情况尚可，采购集中度较高。2017 年，公司自研游戏开发力度大幅减弱；公司游戏研发资金需求一般，在研游戏计划于 2018 年上线，可为公司带来一定收入和利润。

（3）游戏运营

从游戏运营模式情况看，2017 年，自主运营游戏收入 8.00 亿元，同比大幅增长 1.09 倍，主要系《希望 OL》上线等因素影响所致；代理运营游戏收入 7.62 亿元，同比下降 51.37%，主要系移动代理游戏无新游戏推出所致。2017 年公司自有运营和代理运营游戏收入占比分别为 51.15%和

48.71%，自主运营游戏占比大幅增长。2018 年 1~3 月，自有运营游戏和代理运营游戏收入占比分别为 50.72%和 49.20%，较 2017 年变动不大。

表 8　公司游戏收入运营模式情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
自主运营	3.83	19.59	8.00	51.15	1.49	50.72
代理运营	15.67	80.14	7.62	48.71	1.44	49.20
授权运营	0.05	0.27	0.02	0.14	0.00	0.08
合计	**19.56**	**100.00**	**15.65**	**100.00**	**2.94**	**100.00**

资料来源：公司提供

2017 年，公司网页游戏收入大幅下降至 0.72 亿元，以代理游戏《神曲》为主。移动游戏收入由 18.09 亿元下降至 14.92 亿元，同比下降 17.52%，其中因《希望 OL》上线，自营移动游戏收入由上年同期的 3.71 亿元增长 1.15 倍至 7.97 亿元；由于没有新代理游戏上线，代理移动游戏收入下降 51.70%至 6.95 亿元。客户端游戏收入占比极小。

表 9　2016~2017 年公司游戏收入分类情况（单位：亿元、%）

游戏类型	取得模式	2016 年			2017 年		
		金额	比重	主要产品	金额	比重	主要产品
网页	自营	0.15	10.48	千军破	0.05	7.46	千军破
	代理	1.25	89.52	神曲	0.67	92.54	神曲
网页小计		**1.40**	**100.00**	--	**0.72**	**100.00**	--
移动网络	自营	3.71	20.48	无双剑姬、神魔圣域	7.97	53.41	神魔圣域、希望 OL、无双剑姬
	代理	14.39	79.52	全民奇迹、皇室战争、部落冲突	6.95	46.59	全民奇迹、皇室战争、部落冲突
手机小计		**18.09**	**100.00**	--	**14.92**	**100.00**	--
客户端	自营		--	--	--	--	--
	代理	0.06	100.00	Tera	--	--	Seal Online
客户端小计		**0.06**	**100.00**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

从公司主要游戏运营数据看，公司主要运营游戏《神魔圣域》于 2016 年 7 月上线，2017 年用户数量持续增长，但活跃用户数量持续下降；2017 年第一季度~第四季度，神魔圣域玩家付费率变动不大，充值流水波动增长，年充值流水合计 5.35 亿元；ARPU 值持续增长，用户付费程度有所加大，年平均 ARPU 值为 804.79 元/人。神魔圣域游戏运营情况较好，运营仍具有一定持续性。

表 10　公司主要游戏 2017 年运营数据（单位：万人、元/人、万元）

游戏名称	季度	用户数量	活跃用户数量	付费用户数量	ARPU 值	充值流水
神魔圣域	第一季度	996.73	462.38	21.23	541.76	11,500.69
	第二季度	1,311.77	378.57	18.74	791.12	14,823.72
	第三季度	1,564.14	309.86	14.68	972.90	14,279.80
	第四季度	1,769.92	258.80	11.77	1,091.23	12,847.44
	合计	--	--	--	**804.79**	**53,451.65**

资料来源：公司年报

2017 年，公司游戏业务收入整体有所下降，其中自营移动游戏占比提升，游戏毛利率水平有所上升。公司主要游戏《神魔圣域》运营情况较好，运营仍具有一定持续性。

3．社交网络业务

公司社交网络业务主要来自新纳入合并范围的闲徕互娱社交棋牌业务。闲徕互娱成立于 2016 年，社交棋牌业务主要产品为《闲来麻将》，包括广东麻将、熊猫麻将、闲徕游戏、陕西麻将、海南麻将等 28 款产品。

2017 年 2~12 月，闲徕互娱确认营业收入共 13.80 亿元，净利润 8.12 亿元，经营活动现金流量净额为 6.82 亿元。

总体看，2017 年 2 月公司合并范围新增闲徕互娱，闲徕互娱迎合了各地方用户对社交棋牌休闲游戏的需求，2017 年收入和现金流水规模较大，促进公司 2017 年收入和利润的增长。闲徕互娱社交棋牌游戏业务持续运营情况对公司未来的业绩具有很大影响。

4．其他业务

（1）网络广告业务

公司网络广告业务主要包含 Grindr 和软件商店的广告收入，公司软件应用商店包含 Brothersoft.com 和 1Mobile 两个平台。2017 年，公司出资 1.52 亿美元收购 Grindr 剩余 38.47%股权，并在 2018 年一季度完成股权交割，实现了对 Grindr 100%的控股；公司进一步增持了 Opera 14.7%的股权至 48%。

2017 年，公司网络广告收入 2.10 亿元，同比下降 27.62%，主要系公司软件商店的推广力度减弱，流量减少，广告收入下降所致。毛利率为 92.20%，同比上升 5.96 个百分点，毛利率水平略有上升。公司网络广告收入对公司利润有一定补充作用。

总体看，公司网络广告业务规模有所下降，毛利率水平略有上升，对公司利润有一定补充作用。

（2）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。

2017 年公司无新增大额投资，截至 2018 年 3 月底，公司主要投资情况如下表所示。

表 11　截至 2018 年 3 月底公司主要投资情况（单位：亿元、亿美元、%）

项目名称	投资时间	总投资额	已付金额	币种	股权占比	账面价值	被投资单位主要经营领域
北京快乐时代科技发展有限公司	2016 年 1 月	1.80	1.80	人民币	19.21	1.80	技术推广服务、贸易资讯、管理咨询、投资管理
Kunhoo Software LLC	2016 年 11 月	2.85	2.70	美元	48.00	18.13	浏览器
Dada Nexus Limited	2015 年 2 月	0.18	0.18	美元	1.38	1.12	--
yinker inc	2015 年 12 月	0.20	0.20	美元	15.00	1.99	互联网金融
北京蜜莱坞网络科技有限公司	2016 年 5 月	0.68	0.53	人民币	10.23	0.53	技术推广、软件开发、应用软件服务
杭州如涵控股股份有限公司	2016 年 8 月	0.50	0.50	人民币	4.98	0.50	实业投资、投资管理、电商技术、网络信息技术

宁波辰海灵璧股权投资合伙企业（有限合伙）	2015 年 12 月	1.00	1.00	人民币	25.88	0.88	股权投资及咨询服务、投资管理
北京福瑞车美信息技术有限公司	2016 年 7 月	0.11	0.11	美元	14.6	0.94	--
		0.30	0.25	人民币			--
Qudian Inc.	2016 年 12 月	0.75	0.75	美元	--	40.91	--

资料来源：公司提供

目前，公司投资收益主要来自财务投资。2017 年公司处置股权投资获得收益 4.37 亿元，其中处置 Qudian Inc.2.84%的股权获得投资收益 3.34 亿元，处置 GX Music Limited 80%股权获得投资收益 1.60 亿元。

表 12　2017 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
上海峰瑞投资中心（有限合伙）	7.53	0	373.48
北京信达天下科技有限公司	15.00	0	1,740.19
A8 新媒体集团有限公司	--	--	-397.52
Qudian Inc.	19.21	16.86	33,386.92
知春畅想（北京）科技有限公司	20.00	0	-1,355.48
GX Music Limited	80.00	0	15,797.65
株式会社 knetp	14.00	0	-3,900.65
KunlunAi	15.00	0	-1,958.52
合计	--	--	**43,686.08**

资料来源：公司提供
注：其中 A8 新媒体集团有限公司项目为公司购买的股票，持股比例小。

总体看，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，投资收益的持续性有待持续关注。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．经营关注

境外运营风险以及境外管理风险

2017 年，公司来自于境外收入占收入比重为 47.27%，占比有所下降，但仍较高。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

网络游戏特别是移动游戏发展的人口红利期基本完成。未来，若公司不能及时推出新游戏或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。

商誉减值风险

公司2016年以来先后并购Grindr和闲徕互娱，形成较大规模的商誉，公司与被并购企业实现融合与协同发展尚需时日，面临资源整合及协调管理的挑战。此外，被并购企业均无业绩承诺，若未来

被并购企业由于宏观经济、行业政策、市场竞争等各方面因素导致经营状况和盈利能力出现下滑，将可能对公司整体经营状况造成影响并带来商誉减值风险。

投资规模较大

公司进行多板块的行业布局，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。

6．未来发展

公司逐步形成由移动游戏平台（昆仑游戏）、休闲娱乐社交平台（闲徕互娱）、社交平台（Grindr）等三大业务板块组成的社交媒体和内容平台，通过构建大数据系统驱动各板块产生协同效应。

移动游戏业务方面，公司将围绕有 IP 支撑的移动游戏项目进行布局。在代理游戏方面，公司与盛大游戏合作开发的端游 IP 改变《龙之谷 M》已于 2018 年 2 月在繁体区域上线，后续公司还将和盛大游戏共同推动《龙之谷 M》在东南亚及欧美区域的发行。

休闲娱乐社交平台方面，闲徕互娱将继续巩固传统优势市场，逐渐向城市、县级、乡镇、农村层层渗透，同时不断调整和优化运营思路，尝试推出更加迎合用户口味的新娱乐模式，增加用户在线时长和使用粘性。

社交平台方面，Grindr 将通过推出新功能进一步提升用户体验，加快用户数量增长，提高用户粘性；增加更多增值服务以提高付费用户转化率；进一步改善用户广告体验的同时通过产品优化来提高广告变现能力，提升产品的商业价值。

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，能够指导公司未来的发展方向。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2017 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 2018 年一季报未经审计。财政部于 2017 年度发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，公司财务报表相应调整。2017 年，公司通过非同一控制下企业合并新增 2 家子公司，新设 4 家子公司，公司财务数据的可比性一般。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 120.61 亿元，负债合计 31.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 88.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益 87.10 亿元。2017 年，公司实现营业收入 34.36 亿元，净利润（含少数股东损益）14.19 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.99 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.67 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 114.72 亿元，负债合计 37.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 77.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 74.83 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.86 亿元，净利润（含少数股东损益）3.34 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.98 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-1.52 亿元，现金及现金等价物净增加额为-16.41 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 120.61 亿元，较年初大幅增长 91.27%，主要系合并范围扩大

以及可供出售金融资产增长所致。公司资产以非流动资产为主，占 75.06%。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 30.08 亿元，较年初增长 45.92%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产以货币资金（占 67.60%）、应收账款（占 13.62%）、其他应收款（占 6.22%）和其他流动资产（占 8.65%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金 20.34 亿元，较年初增长 88.94%，主要系合并范围扩大以及非公开发行股票所致。截至 2017 年底，公司货币资金以银行存款为主，占 98.52%，公司受限货币资金为子公司 Grindr 的租房保证金 909.64 万元，受限比例小。截至 2017 年底，公司应收账款 4.10 亿元，较年初下降 29.35%，业务回款能力有所提高；其中账款 1 年内部分占 63.15%，1~2 年部分占 32.24%，账龄结构有待改善；公司应收账款累计计提坏账准备 0.42 亿元，计提比例为 9.24%，其中针对预计无法收回的北京多游网络科技有限公司款项 160 万元全部计提坏账准备，公司应收账款回收风险尚可。截至 2017 年底，公司其他应收款 1.87 亿元，较年初增长 22.15%，主要系投资款增长所致，公司其他应收款账龄较短，前五名共占 73.27%，集中度较高，公司其他应收款规模较小，回收风险不大。截至 2017 年底，公司其他流动资产 2.60 亿元，较年初增长 2.15 亿元，主要系过桥贷款[1]及预缴税金增加所致。

截至 2017 年底，公司非流动资产 90.53 亿元，较年初大幅增长 113.30%，主要系可供出售金融资产和商誉增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 63.04%）、长期股权投资（占 14.71%）和商誉（占 16.95%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 57.07 亿元，较年初增长 38.52 亿元，主要系公司 2016 年投资的 Qudian Inc.（股权比例为 19.21%）投资成本 4.86 亿元，原以成本计量，2017 年 Qudian Inc. 市，改为公允价值核算，价值变动 40.90 亿元所致。公司可供出售金融资产中，按公允价值计量的 45.56 亿元、按成本计量的 11.51 亿元。公司对可供出售金融资产及长期股权投资均未计提减值，若未来投资企业出现经营不善情况，公司可能面临资产减值风险。截至 2017 年底，公司长期股权投资 13.32 亿元，较年初增长 0.32%，变动较小。截至 2017 年底，公司商誉 15.43 亿元，较年初增长 9.65 亿元，主要为当期公司收购闲徕互娱和成都杰蛙科技有限公司（以下简称“成都杰蛙”）分别产生商誉 9.56 亿元和 0.08 亿元所致。2017 年底，公司测算，成都杰蛙连续亏损且不再具有可持续经营能力，对应部分商誉全额计提减值准备。截至 2017 年底，公司商誉主要由 Grindr5.79 亿元和闲徕互娱 9.56 亿元构成，经公司测算 Grindr LLC、北京闲徕互娱网络科技有限公司相关资产组可收回金额高于其投资账面价值，不计提减值，若未来 Grindr 和闲徕互娱出现经营不善情况，公司将面临商誉减值风险。

截至 2017 年底，公司受限资产 909.64 万元，为租房保证金（计入货币资金），受限比率低。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 114.72 亿元，较年初下降 4.89%，主要系货币资金下降所致，公司资产中，流动资产占 18.54%，非流动资产占 81.46%，非流动资产占比有所上升。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金 3.92 亿元，较年初大幅下降 80.72%，主要系公司收购 Grindr 剩余股权，支付了股权款所致。

总体看，2017 年，由于公司收购闲徕互娱以及 Qudian Inc.上市改为公允价值计量，公司资产规模大幅增长。公司资产中货币资金、可供出售金融资产、长期股权投资占比较大，流动性较好，商誉规模较大，若被收购企业未来经营不善，公司将面临一定商誉减值风险；公司资产质量一般。

1 公司在项目投资过程的初期，会与被投资公司签署《过桥贷款投资协议》，公司先行向被投资公司支付投资意向金或保证金，被投资单位按《过桥贷款协议》的约定条款支付利息，后续如该项目投资意向达成，则转为投资款，若投资意向未达成，则退回公司。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债 31.99 亿元，较年初增长 2.37%，变化较小。其中流动负债占比下降至 64.22%，公司负债仍然以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 20.54 亿元，较年初下降 13.79%，主要系其他应付款下降所致。公司流动负债主要由短期借款（占 55.71%）、应付账款（占 11.79%）、预收款项（占 18.85%）和其他应付款（占 7.16%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 11.44 亿元，较年初增长 16.43%，对外借款增加。公司短期借款为保证借款和信用借款，分别占 78.78%和 21.22%。截至 2017 年底，公司应付账款 2.42 亿元，较年初下降 30.90%，主要系应付的游戏授权金及分成款减少所致；公司应付账款由游戏授权金及分成款（占 62.53%）、市场推广款项（占 27.90%）以及宽带和外包等款项（占 9.57%）构成。截至 2017 年底，公司预收款项 3.87 亿元，较年初增长 52.25%，主要系预收游戏储值币款增长所致。公司预收款项主要由预收游戏储值币和互联网产品款构成，分别占 87.36%和 10.60%。截至 2017 年底，公司其他应付款 1.47 亿元，较年初下降 77.19%，主要系限制性股票回购义务减少以及企业间借款[2]减少所致；截至 2017 年底，公司其他应付款主要由限制性股票回购义务确认负债构成，占 86.07%。

截至 2017 年底，公司非流动负债 11.45 亿元，较年初增长 54.27%，主要系公司发行债券以及新增融资租赁所致。截至 2017 年底，公司应付债券 9.63 亿元，较年初增长 33.79%，主要系公司发行“17 万维 S1”2.40 亿元所致，“17 万维 S1”债券期限为 2+2+1 年，发行利率为 7.00%。截至 2017 年底，公司新增长期应付款为融资租赁款，为 1.67 亿元，公司长期应付款已调整计入长期债务。

截至 2017 年底，公司全部债务 22.75 亿元，较年初增长 10.67%，其中短期债务和长期债务分别占 50.35%和 49.65%。从债务指标看，截至 2017 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 26.52%、20.43%和 11.31%。由于 Qudian Inc.的计量方式变化，价值增值，公司债务指标明显下降。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 37.46 亿元，较年初增长 17.09%，主要系短期借款增长所致，其中流动负债和非流动负债分别占 68.13%和 31.87%，流动负债占比有所上升。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 27.94 亿元，较年初增长 22.79%，主要系短期借款增长所致，其中短期债务和长期债务分别占 57.74%和 42.26%，短期债务占比有所上升。截至 2018 年 3 月底，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 32.65%、26.56%和 13.26%，较年初均有上升，但仍处在较低的水平。

总体看，公司负债规模上升，负债结构以流动负债为主，但占比有所下降；公司整体债务压力较小，公司债务结构有所改善，但仍有一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 88.62 亿元，较年初大幅增长 178.60%，主要系其他综合收益、未分配利润和资本公积增长所致。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 98.28%，归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 13.23%、16.18%、45.99%和 24.89%。截至 2017 年底，公司股本 11.52 亿元，资本公积 14.09 亿元，分别较年初增长 2.22%和 48.01%，主要系 2017 年 2 月 22 日，公司发行股份 32,258,064.00 股所致。截至 2017 年底，

[2] 公司其他应付款中借款已计入短期债务。

公司其他综合收益 40.05 亿元，较年初大幅增长，主要系 Qudian Inc.计量方式改变为公允价值计量所致。截至 2017 年底，公司未分配利润 21.68 亿元，较年初增长 66.30%，主要系利润累积所致。公司所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比较大，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 77.27 亿元，较年初下降 12.82%，主要系溢价收购 Grindr 剩余少数股东股权冲减了资本公积所致。截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占 96.85%，归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益和和未分配利润分别占 15.39%、6.28%、47.02%和 31.62%。截至 2018 年 3 月底，公司资本公积 4.70 亿元，较年初下降 66.66%，系收购 Grindr 剩余少数股东权益冲减了资本公积所致。公司所有者权益中资本公积占比有所下降，其他综合收益和未分配利润占比较大，公司所有者权益稳定性有所减弱。

总体看，受投资企业计量方式变更、公司发行股份和未分配利润增加的影响，公司所有者权益有所增加，权益结构的稳定性较弱。

4．盈利能力

2017 年，公司营业收入 34.36 亿元，同比增长 41.73%，主要系合并范围扩大所致。2017 年，公司营业成本 6.95 亿元，同比大幅下降 39.07%，主要系原有游戏业务规模有所下降，新纳入合并范围的闲徕互娱业务毛利率水平较高综合影响所致。公司 2017 年实现营业利润和净利润分别为 14.63 亿元和 14.65 亿元，分别同比增长 162.55%和 157.28%，主要系业务范围增长所致。2017 年，归属于母公司所有者的净利润为 9.99 亿元，同比增长 87.90%。

期间费用方面，2017 年公司费用总额 17.17 亿元，同比增长 50.95%，主要系合并范围扩大，销售费用、管理费用增长所致，其中销售费用、管理费用和财务费用分别占 55.56%、38.83%和 5.61%。2017 年，公司费用收入比为 49.97%，上升 3.06 个百分点，公司期间费用控制能力有待提高。

2017 年公司投资收益 4.44 亿元，主要为公司当期处置了 Qudian Inc.部分股权以及处置 GX Music Limited 80%（公司持有的全部）的股权所致。2017 年，公司投资收益占当期营业利润的 30.34%，公司利润对投资收益的依赖程度仍保持在较高的水平。

2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 18.72%、17.19%和 23.56%，分别同比上升 3.88 个百分点、4.83 个百分点和 4.95 个百分点。公司盈利能力指标有所提高，公司盈利能力较好。

2018 年 1~3 月，公司营业收入 8.86 亿元，较上年同期增长 4.00%，变动不大，营业成本 1.13 亿元，同比下降 43.03%；净利润为 3.34 亿元，同比增长 26.10%，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.98 亿元，同比增长 3.39%。

总体看，公司合并范围扩大，收入规模增长，期间费用控制能力有待提高，公司利润对投资收益的依赖程度仍保持在较高的水平。公司盈利能力指标有所提高，公司整体盈利能力尚可。

5．现金流

从经营活动看，公司 2017 年经营活动现金流入 33.47 亿元，同比增长 38.14%，经营活动现金流出 23.01 亿元，同比增长 11.39%，主要系合并范围扩大所致。2017 年，公司经营活动现金流量净额为 10.46 亿元，同比增长 1.93 倍。2017 年，公司现金收入比为 95.08%，同比上升了 10.67 个百分点，公司收入实现质量有所提高，但仍属一般。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金流入 14.45 亿元，同比下降 2.62%，变化不大，投资活动现金流出 13.80 亿元，同比减少 59.89%，主要系上年同期公司支付投资的现金规模较大，当

期投资规模下降所致。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 0.65 亿元，由净流出转为净流入。

从筹资活动看，公司 2017 年筹资活动现金流入 24.11 亿元，同比下降 18.37%，主要为取得借款收到的现金以及吸收投资收到的现金。筹资活动现金流出 25.23 亿元，同比大幅增长 93.22%，主要系当期分配股利、利润或偿付利息支付的现金增长以及偿还债务规模增长所致。2017 年公司筹资活动现金净流出 1.12 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-1.52 亿元；投资活动现金流量净额为-16.89 亿元；筹资活动现金流量净额为 2.35 亿元。

总体看，2017 年，公司合并范围扩大，经营活动现金流入和现金流量净额均有所增长，收入实现质量一般；2017 年公司对外投资规模不大，外部筹资压力有所缓解。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率为 1.46 倍，较年初的 0.87 倍大幅上升，主要系合并范围扩大以及非公开发行股票导致货币资金增长所致。2017 年，公司经营现金流动负债比率大幅增长至 50.91%，截至 2017 年底，现金短期债务比上升至 1.78 倍。公司短期偿债能力有所提高。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 大幅增长 1.23 倍至 16.41 亿元，主要系利润总额增长所致。公司 EBITDA 中，折旧、摊销、计入财务费用的利息支出以及利润总额分别占 0.60%、3.21%、6.94%和 89.26%。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 14.41 倍，EBITDA 全部债务比为 0.72 倍，较 2016 年均有所上升。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司共取得银行授信 23.34 亿元，尚未使用 10.08 亿元，公司间接融资渠道较畅通。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 2018 年 5 月 9 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 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司未决诉讼一笔，为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责任公司、昆仑万维、昆仑万维全资子公司北京昆仑在线网络科技有限公司及昆仑万维全资子北京昆仑乐享网络技术有限公司（以下合称“被告”），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，并向原告赔偿损失约人民币 1 亿元，该案尚无最终审判结果。公司控股股东、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责任公司进行全额追偿后，北京火谷网络科技有限责任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责任公司拒绝履行后的 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。同时，若公司未决诉讼败诉，公司停止运营《武侠 Q 传》或将对公司收入造成一定影响。

总体看，公司整体偿债能力较强，但有一定或有负债风险。

八、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）3.92 亿元，约为待偿本金合计（11.20 亿元）的 0.35 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产 77.27 亿元，约为待偿本金合计（11.20 亿元）的 6.90 倍，公司现金类资产和净资产能够对“16 万维 01”、“17 万维 S1”、“18 万维 S1”和“18 万维 S2”的按期偿付起到一定保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 16.41 亿元，约为待偿本金合计（11.20 亿元）的 1.47 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 33.47 亿元，约为待偿本金合计（11.20 亿元）的 2.99 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，考虑到公司整体经营发展良好，公司对“16 万维 01”、“17 万维 S1”、“18 万维 S1”和“18 万维 S2”的偿还能力依旧很强。

九、综合评价

2017 年，公司完成对闲徕互娱的收购，新增社交棋牌游戏业务，公司逐步形成移动游戏平台休闲娱乐社交平台和社交平台三大业务板块，公司资产、收入和净利润规模均大幅增长。同时，联合评级也关注到网络游戏行业已基本度过用户增长的红利期，行业竞争激烈，公司境外业务存在运营管理和汇率风险，公司利润依赖投资收益，短期债务占比仍较高、存在商誉减值风险及或有负债风险等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

中国网络游戏产业逐步进入成熟阶段，公司合并范围新增闲徕互娱，业务规模大幅增长，利润水平有所提升，公司未来营业收入有望保持稳定。

综上，联合评级维持对公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持对“16 万维01”、“17万维S1”、“18万维S1”和“18万维S2”债项“AA”的信用评级。

附件 1　北京昆仑万维科技股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	63.06	120.61	114.72
所有者权益（亿元）	31.81	88.62	77.27
短期债务（亿元）	13.36	11.46	16.13
长期债务（亿元）	7.20	11.30	11.81
全部债务（亿元）	20.56	22.75	27.94
营业收入（亿元）	24.25	34.36	8.86
净利润（亿元）	5.45	14.19	3.34
EBITDA（亿元）	7.36	16.41	--
经营性净现金流（亿元）	3.57	10.46	-1.52
应收账款周转次数(次)	5.20	6.38	--
流动资产转次数（次）	1.24	1.36	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.37	--
现金收入比率（%）	84.41	95.08	84.54
总资本收益率（%）	14.84	18.72	--
总资产报酬率（%）	12.36	17.19	--
净资产收益率（%）	18.61	23.56	--
营业利润率（%）	52.82	79.48	86.85
费用收入比（%）	46.91	49.97	46.15
资产负债率（%）	49.56	26.52	32.65
全部债务资本化比率（%）	39.26	20.43	26.56
长期债务资本化比率（%）	18.45	11.31	13.26
EBITDA 利息倍数（倍）	12.15	14.41	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.36	0.72	--
流动比率（倍）	0.87	1.46	0.83
速动比率（倍）	0.87	1.46	0.83
现金短期债务比（倍）	0.81	1.78	0.24
经营现金流动负债比率（%）	14.99	50.91	-5.95
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.66	1.47	--

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、2018 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、公司其他应付款中债务部分调整入短期债务，长期应付款中融资租赁款调整入长期债务。

附件 2　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期底应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期底存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期底总资产)/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%
盈利指标	
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+期底所有者权益+期底全部债务）/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+期底总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期底所有者权益）/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%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
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
短期偿债能力指标	
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）
本次公司债券偿债能力	
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+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

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 3　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。