跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1099 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“17 万维 S1”、“18 万维 S1”、“18 万维 S2”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：

二〇一九年 六月十七 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 2019 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
17 万维 S1	2.40 亿元	2+2+1 年	AA	AA	2018/6/15
18 万维 S1	0.50 亿元	2+2+1 年	AA	AA	2018/6/15
18 万维 S2	1.00 亿元	2+2+1 年	AA	AA	2018/6/15

跟踪评级时间：2019 年 6 月 17 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	120.61	88.29	97.59
所有者权益（亿元）	88.62	53.16	60.26
长期债务（亿元）	11.30	4.89	4.89
全部债务（亿元）	22.74	23.14	25.57
营业收入（亿元）	34.36	35.77	8.61
净利润（亿元）	14.19	14.97	4.49
EBITDA（亿元）	16.41	17.11	--
经营性净现金流（亿元）	10.46	14.73	1.70
营业利润率（%）	79.48	82.29	79.65
净资产收益率（%）	23.56	21.12	7.91
资产负债率（%）	26.52	39.79	38.25
全部债务资本化比率（%）	20.42	30.33	29.79
流动比率（倍）	1.46	0.71	1.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.72	0.74	--
EBITDA 利息倍数（倍）	14.41	10.45	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.21	4.39	--

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、公司 2019 年一季度财务数据均未经审计，相关财务指标未年化。

评级观点

2018 年，受“版号”政策影响，国内游戏行业景气度较低，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”）游戏业务收入有所下降，但得益于公司在社交网络平台闲徕互娱和 Grindr 的拓展，公司社交网络业务收入取得较快增长，带动公司收入规模保持增长；得益于稳健的投资收益，公司仍实现了较高的盈利水平；此外，公司盈利能力很强，经营活动现金流状况较佳，整体债务负担仍较轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到国内游戏市场竞争仍然激烈、公司游戏业务收入持续下滑、利润对投资收益依赖较大、短期债务占比持续提高以及商誉规模较大且存在一定减值风险等因素对公司信用状况可能造成的不利影响。

未来，随着公司社交网络平台与游戏业务协同效应的逐步显现，公司整体竞争力有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望维持“稳定”；同时维持“17 万维 S1”、“18 万维 S1”和“18 万维 S2”的债项信用等级为 AA。

优势

1．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，已建立了全球性的游戏业务网络。

2．2018 年，公司社交网络平台闲徕互娱完成了从棋牌游戏厂商向综合娱乐平台的转型，新增用户规模较大；Grindr 在欧美市场以外的地区加大了推广力度，目前注册用户和活跃用户规模均较大。

3．2018年，得益于良好的投资收益，公司仍保持良好的盈利水平；经营活动产生的现金流持续大规模净流入。

关注

1．我国游戏行业已进入存量市场，用户增长乏力，行业竞争激烈，获客成本逐渐提高；2018 年，公司游戏业务收入出现下滑，面临激烈的竞争环境，未来游戏业务仍将面临较大的压力。

2．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，资金压力不断加大；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高，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，若被并购企业经营业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。

分析师

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

刘冰华

电话：010-85172818

邮箱：liubh@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.unitedratings.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。

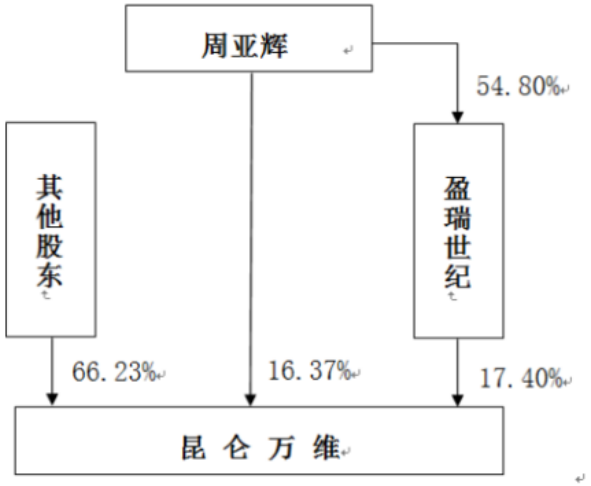
分析师：

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 年底，公司股本 11.51 亿股；周亚辉先生直接和间接合计持有公司股权比例为 33.77%，为公司实际控制人。截至 2019 年 6 月 11 日，周亚辉先生直接持有公司股份 18,829.02 万股中，已累计质押 12,799.00 万股，占其直接所持有公司股份的 67.97%，质押比例较高；盈瑞世纪持有公司股份 19,095.33 万股，已累计质押 7,160.00 万股，占其直接持有公司股份的 37.50%。

图1　截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至2018年底，公司主营业务和组织结构未发生改变，公司纳入合并范围子公司37家；员工人数1,241人。

截至2018年底，公司合并资产总额88.29亿元，负债合计35.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.16亿元，其中归属于母公司的所有者权益51.55亿元。2018年，公司实现营业收入35.77亿元，净利润（含少数股东损益）14.97亿元，其中归属于母公司所有者的净利润10.06亿元；经营活动现金流量净额14.73亿元，现金及现金等价物净增加额-8.49亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额97.59亿元，负债合计37.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.26亿元，其中归属于母公司的所有者权益59.30亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入8.61亿元，净利润（含少数股东损益）4.49亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.79亿元；经营活动现金流量净额1.70亿元，现金及现金等价物净增加额-2.17亿元。

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。

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 2019 年 5 月 23 日兑付了“16 万维 01”最后一期的利息和本金，并摘牌。公司已于 2018 年 9 月 25 日偿付了“17 万维 S1”2017 年 9 月 22 日至 2018 年 9 月 21 日期间的利息。2019 年 2 月 11 日，公司偿付了“18 万维 S1”2018 年 2 月 2 日至 2019 年 2 月 1 日期间的利息；2019 年 4 月 25 日，公司偿付了“18 万维 S2”2018 年 4 月 25 日至 2019 年 4 月 24 日期间的利息。

三、行业分析

从市场销售收入看，2018 年，受游戏版号暂停审批政策影响，我国游戏市场销售收入为 2,144.4 亿元，同比增长 5.3%，增速较上年同期下降 17.66 个百分点，增速为近 10 年来最低。2018 年，中国游戏用户规模 6.26 亿人，同比增长 7.3%，上年同期增速为 3.1%。

从细分市场看，2018 年，中国移动游戏市场销售收入 1,339.6 亿元，占游戏市场整体销售收入的 62.5%，份额继续上升；客户端游戏市场实际销售收入 619.6 亿元，占游戏市场整体销售收入的 28.9%，同比份额减少；网页游戏市场实际销售收入 126.5 亿元，同比份额大幅减少，占比为 5.9%；家庭游戏机游戏市场实际销售收入 10.5 亿元，占比 0.5%。

2018 年，我国移动游戏市场实际销售收入 1,339.6 亿元，同比增长 15.4%，2017 年增速为 41.7%，增速大幅放缓；截至 2018 年底，移动游戏用户规模 6.05 亿人，同比增长 9.2%，较上年的 4.9%的增速提高 4.3 个百分点，主要得益于 2018 年小游戏市场有所爆发，移动游戏用户规模增长率出现了一定幅度的提升，但对整体增长趋势影响不大，中国移动游戏仍处于存量时代，未来用户规模增长空间有限。

2018 年，我国客户端网络游戏市场实际销售收入 619.6 亿元，同比下降了 4.5%，结束了 2017 年客户端网络游戏市场销售收入反弹的局面；截至 2018 年底，客户端游戏用户规模 1.5 亿人，同比下降 5.0%。

2018 年，我国网页游戏市场实际销售收入 126.5 亿元，同比大幅下降 18.9%，已连续三年以

10%以上的降速下降；用户规模方面，截至 2018 年底，网页游戏用户规模 2.23 亿人，同比下降 13.0%，用户规模亦呈大幅下降态势。

行业竞争方面，根据中国音数协游戏工委（GPC）&CNG 中新游戏研究（伽马数据）发布的《2018 年中国游戏产业报告》，2018 年移动游戏收入前 50 新产品中，腾讯和网易研发的游戏产品合计收入占比达 44.4%，腾讯和网易研发产品数量合计占据 18 款，占比 36.0%；2018 年移动游戏收入前 50 新产品中，腾讯和网易发行的产品收入占比合计达到 80.6%（其中腾讯游戏收入占比为 65.2%）；2018 年收入前 50 新上线移动游戏中，腾讯和网易发行的产品数量合计 34 款，占比超过一半。2018 年收入前 10 移动游戏中，腾讯和网易合计占有 8 款，其中前五名均为腾讯或者网易的游戏产品。我国游戏市场集中度较高，腾讯和网易的市场占有率较高，腾讯更是凭借其强大的流量优势，成为行业龙头。

行业政策方面，2018 年以来，相关部门对游戏版号审批停发，3 月末至 9 月，暂无游戏获得版号。2018 年 8 月 30 日，教育部等八部门联合发布了《综合防控儿童青少年近视实施方案》，明确八个部门防控近视的职责和任务，包括实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。2018 年 12 月 21 日，在中国游戏产业年会大会上，中宣部出版局副局长冯士新在演讲之后宣布首批部分游戏已经完成版号审核，目前正在抓紧核发版号。该发言也标志着困扰市场 9 个月之久的“版号暂停审批”事件成为历史，目前游戏版号已经能够正常审批。

行业关注方面，腾讯和网易在游戏发行和渠道方面具有较为强势的地位，造成游戏发行的渠道成本和获客成本较高，不利于一些规模较小的游戏企业的发展。

未来，在存量市场下，我国游戏企业获客成本将逐步提高，竞争将更加激烈，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，精品化产品策略将是未来游戏企业竞争的重要方式，ARPU 值的提升将是行业增长的主要潜力。同时，在游戏总量控制的政策背景下，游戏公司业绩波动压力加大；游戏大厂可能面临更好的发展环境，而规模较小、研发实力弱的游戏公司将面临被淘汰的风险，行业集中度有望进一步提高。国内游戏市场中，腾讯控股和网易占据半壁江山，存量市场下，获客成本进一步提高，并且国内游戏政策监管趋严，部分游戏企业将不得不进行海外市场的拓展。

总体看，2018 年，受游戏版号暂停审批政策影响，我国游戏市场整体销售收入增速大幅放缓，细分市场来看，移动游戏仍实现了一定增速的增长，但是增速大幅下降，客户端游戏和网页游戏均实现了负增长，移动游戏占整体游戏市场的份额进一步提升。在存量市场下，我国游戏市场整体竞争愈发激烈，目前腾讯和网易市场占有率较高，游戏市场整体集中度较高。未来，在游戏总量控制的政策背景下，游戏公司业绩波动压力加大，游戏大厂可能面临更好的发展环境，而规模较小、研发实力弱的游戏公司将面临被淘汰的风险，行业集中度有望进一步提高，部分企业不得不进行海外市场的拓展。

四、管理分析

2018 年，张霆先生因个人原因离任公司董事职务；周亚辉先生因拟任其所控制的公司 Opera Limited 的 CEO，根据公司独立性要求，其将不再担任公司总经理，仍担任公司董事长，总经理由王立伟先生担任；陈芳先生因个人原因离任公司副总经理职务。

王立伟先生，1979 年 2 月出生，中国国籍，无永久境外居留权，天津理工大学计算机科学与工程专业毕业，本科学历。2002 年 7 月至 2007 年 3 月为自由职业者；2007 年 3 月至 2008 年 3

月任北京基耐特互联科技发展有限公司监事职务，负责行政人事管理；2008 年 3 月加入北京昆仑万维科技有限公司，负责互联网事业部的管理工作。现任公司董事、总经理、财务负责人。

总体看，2018年，公司总经理发生变更，但公司相关管理架构、管理制度延续以往模式，核心高管团队无变动，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司形成了移动游戏平台（GameArk）、休闲娱乐社交平台（闲徕互娱）、社交平台（Grindr）和投资等四大业务。其中移动游戏平台业务主要聚焦移动游戏的研发和发行；休闲娱乐平台业务主要由闲徕互娱运营，以棋牌游戏为切入口，拟打造泛娱乐产品矩阵；社交平台主要是 Grindr，Grindr 于 2009 年 3 月正式上线，是成立最早的同性社交平台，收入主要来自于会员费和广告；另外，公司还通过对互联网前沿科技与商业模式的公司进行投资以实现投资收益。

2018 年，得益于社交平台业务收入的增长，公司实现营业收入 35.77 亿元，同比增长 4.10%。实现净利润 14.97 亿元，同比增长 5.55%。

从业务构成来看，2018 年，公司游戏收入为 14.58 亿元，同比下降 6.80%，主要系自主运营游戏收入下降所致，占营业收入比重为 40.76%，较上年下降 4.77 个百分点。2018 年，社交网络收入 19.07 亿元，同比增长 16.04%，主要系 2018 年 Grindr 会员订阅收入和闲徕互娱的棋牌类收入增加所致，占营业收入比重 53.31%，较上年上升 5.48 个百分点。2018 年，网络广告收入同比下降 26.88%至 1.53 亿元，主要系 Grindr 的广告收入减少和 1Mobile 线下手机分发渠道建设项目终止所致。

从毛利率情况来看，2018 年，公司游戏业务毛利率为 64.74%，较上年上升 3.24 个百分点；社交网络业务毛利率较上年变动不大，仍然维持在很高水平，为 95.27%；网络广告业务毛利率为 89.43%，较上年小幅下降，但仍然处于较高水平。综上，2018 年，公司综合毛利率水平为 82.61%，较上年上升 2.82 个百分点。

表 1　近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	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	14.58	40.76	64.74
社交网络收入	1.55	6.39	34.45	16.43	47.83	95.45	19.07	53.31	95.27
网络广告收入	2.90	11.96	86.24	2.10	6.11	92.20	1.53	4.29	89.43
其他收入	0.24	0.99	99.44	0.18	0.54	94.39	0.58	1.63	97.24
合计	**24.25**	**100.00**	**52.99**	**34.36**	**100.00**	**79.79**	**35.77**	**100.00**	**82.61**

资料来源：公司年报

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.61 亿元，同比下降 2.84%；实现净利润 4.49 亿元，同比增长 34.51%，主要系 2019 年一季度公司投资收益 2.14 亿元，较上年同期大幅增长所致。

总体看，2018 年，得益于社交网络平台业务收入规模的增长，公司整体营业收入规模有所增长；公司综合毛利率水平同比小幅上升，仍维持在较高水平。

2. 游戏业务

公司以页游的研发与发行起家，为第一批拓展海外游戏市场的中国企业，随后对移动游戏进

行了及时布局，现已全面聚焦移动游戏的研发与发行。公司于 2018 年 8 月正式启动全新独立品牌“GameArk”，旨在进一步扩大游戏业务范围，在涵盖传统移动游戏的同时，尝试孵化 H5 小游戏、休闲类小游戏、女性阅读互动平台等新品类，并尝试与公司其他平台类业务进行游戏联合运营和导流等方向的协同发展。

公司游戏业务主要聚焦移动游戏的研发和发行，主要运营模式分为自主运营模式和联合运营模式，其中联合运营模式又可根据公司在联合运营业务中承担角色的不同分为授权运营模式和代理运营模式。授权运营模式即公司授权其他游戏平台运营商运营公司自主研发或有权运营的游戏，代理运营模式即公司代理运营其他游戏开发商研发的游戏。2018 年，公司游戏业务的运营模式没有发生重大变化。

从公司目前游戏业务的细分运营模式来看，2018 年代理运营模式收入 9.08 亿元，同比增长 19.15%，主要系 2018 年公司代理运营的《龙之谷 M》、《部落冲突》、《传奇来了》、《全民奇迹》和《皇室战争》等取得收入规模较大所致，代理运营收入占比较上年上升 13.56 个百分点。2018 年，自营运营收入 5.49 亿元，同比下降 31.32%，主要系自研游戏如神魔圣域、希望 OL 等受生命周期影响，收入有所下降所致。2018 年，授权运营收入规模仍然很小。

表 2　近年来公司游戏收入运营模式情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
自主运营	3.83	19.59	8.00	51.15	5.49	37.68	1.77	46.81
代理运营	15.67	80.14	7.62	48.71	9.08	62.27	2.01	53.18
授权运营	0.05	0.27	0.02	0.14	0.01	0.05	0.00	0.01
合计	**19.56**	**100.00**	**15.65**	**100.00**	**14.58**	**100.00**	**3.79**	**100.00**

资料来源：公司提供

从具体运营游戏产品来看，2018 年，随着公司聚焦移动游戏，网页游戏收入进一步下降，为 0.33 亿元；客户端游戏仅为公司代理运营的 Seal Online，收入规模很小。公司的游戏收入主要来自于移动游戏，2018 年移动游戏收入占比达 97.65%，其中自营产品收入 5.46 亿元，主要产品为《神魔圣域》、《希望 OL》和《无双剑姬》；代理产品收入为 8.77 亿元，主要来自于代理的《龙之谷》、《部落冲突》、《传奇来了》、《全民奇迹》和《皇室战争》。2018 年，公司自营的游戏产品较上年无变化，但收入同比下降 31.43%，主要系受游戏产品生命周期影响其收入自然下降所致；代理游戏产品收入同比增长 26.20%，主要系代理的游戏产品增加所致。

表 3　近年来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			2018 年		
		金额	比重	主要产品	金额	比重	主要产品	金额	比重	主要产品
网页游戏	自营	1,466.65	0.75	千军破	537.29	0.34	千军破	363.94	0.25	千军破
	代理	12,530.69	6.41	神曲	6,665.48	4.26	神曲	2,961.41	2.03	神曲
小计		**13,997.34**	**7.16**	--	**7,202.77**	**4.60**	--	**3,325.35**	**2.28**	--
移动游戏	自营	37,057.13	18.95	无双剑姬、神魔圣域	79,698.76	50.94	神魔圣域、希望 OL、无双剑姬	54,647.32	37.48	全民魔狱手机版（神魔圣域）、希望 OL、无双剑姬
	代	143,890.21	73.57	全民奇迹、	69,524.06	44.44	全民奇	87,742.53	60.17	龙之谷、部

	理			皇室战争、部落冲突			迹、皇室战争、部落冲突			落冲突、传奇来了、全民奇迹、皇室战争
小计		**180,947.34**	**92.52**	--	**149,222.82**	**95.38**	--	**142,389.85**	**97.65**	--
客户端游戏	自营	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	代理	634.83	0.32	Tera	31.75	0.02	Seal Online	99.30	0.07	Seal Online
小计		**634.83**	**0.32**	--	**31.75**	**0.02**	--	**99.30**	**0.07**	--
合计		**195,579.51**	**100.00**	--	**156,457.35**	**100.00**	--	**145,814.51**	**100.00**	--

资料来源：公司提供

从 IP 储备来看，截至 2019 年 3 月底，公司重要在手 IP 情况如下表所示，全部为移动端游戏，主要有《轩辕剑系列》、《终结者之判日》、《BLEACH 境界》、《Mabinogi》、《Seal Online》、《偷星九月天》、《仙剑系列》和《Alita：Battle Angle》，其中《轩辕剑系列》和《仙剑系列》为我国知名 IP，具有较强的知名度。

表 4　截至 2019 年 3 月底公司重要在手 IP 情况

版权名称	授权类型	IP 介绍
轩辕剑系列	移动端游戏	玄幻类，与“仙剑”“古剑”并称华人三剑
终结者之审判日	移动端游戏	好莱坞 IP，诞生至今超过 30 年，横扫全球票房的科幻电影系列
Bleach 境界	移动端游戏	日本动漫代表作之一，单行本累积销 8700 万部
Mabinogi	移动端游戏	欧陆幻想 MMO，日本、北美等网游排名前五
Seal online	移动端游戏	3D RPG 代表作，运营超过十年
偷星九月天	移动端游戏	国漫精品，单行本销量超过 5000 万部。
仙剑系列	移动端游戏	中国古代的仙妖神鬼传说为背景、以武侠和仙侠为题材。华人三剑之一
Alita：Battle Angle	移动端游戏	好莱坞 IP，19 年新上电影

资料来源：公司提供

从研发情况来看，2018 年，公司新增研发游戏 5 款，数量较上年增加 2 款，年度完成研发游戏 4 款，期末在研游戏 2 款。截至 2019 年 3 月底，公司在研游戏如下表所示，在研游戏预计投资金额合计 4,000 万元，投资规模不大。

表 5　截至 2019 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
仙剑奇侠传移动版	3D 动作角色扮演类手游	2019 年 7 月	研发中	1,000
手游项目	3D 动作角色扮演类手游	2020 年	研发中	3,000
合计	--	--	--	**4,000**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司部分自主运营游戏收入出现下降，尽管公司加大了代理游戏的数量，但公司整体游戏业务收入仍有所下降，公司目前在手 IP 尚属充足，部分 IP 知名度较高，目前在研游戏数量较少，投资规模不大，游戏产品尤其移动游戏产品生命周期较短，若公司不能持续推出新的具有吸引力的游戏产品，未来游戏业务收入可能继续下降。

3．社交网络业务

公司社交网络业务主要是闲徕互娱和 Grindr 社交平台业务。2018 年，公司实现社交网络收入 19.07 亿元，较上年增长 16.04%，主要系 2018 年 Grindr 会员订阅收入和闲徕互娱的棋牌类收入增加所致。

（1）闲徕互娱

闲徕互娱成立于 2016 年，成立初期主要业务为社交棋牌业务，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。闲徕互娱主要客户群体定位于 3-6 线城镇中青年用户，以棋牌游戏为切入口，拟打造泛娱乐产品矩阵，为同一类人群提供不同类型的服务需求。

2018 年，闲徕互娱在游戏联运、网络文学、广告等增值服务领域进行业务延伸，完成了从棋牌游戏厂商向综合娱乐平台的转型。截至 2018 年末，闲徕互娱平台累计注册用户 5,000 余万人次，2018 年新增用户 1,000 余万人次，实现总收入 16.08 亿元，净利润 11.54 亿元。

棋牌游戏方面，闲徕互娱首创房卡模式产品，深度还原当地特色，成立以来累计发布 253 款产品，已覆盖全国 30 个省份地区，在四川、海南等棋牌大省市场占有率稳居第一。

增值服务方面，自 2018 年 3 月开始，闲徕互娱在原有的棋牌游戏平台上增设游戏联运业务，主要涉及传奇类游戏、休闲益智类游戏等，并新增网络文学内容。满足了用户多方面的在线娱乐需求，进一步挖掘了闲徕互娱用户的商业价值、提升了用户在线时长，同时也成为闲徕互娱重要的新增收入来源。

（2）Grindr

Grindr 于 2009 年 3 月正式上线，是成立最早的同性社交平台。公司于 2016 年 3 月以 9,300 万美金收购 Grindr61.53%的股权，于 2018 年 1 月以 1.52 亿美金收购剩余 38.47%股权，截至 2018 年底，Grindr 为公司全资子公司。

2018 年，Grindr 加大了欧美市场以外的推广力度，如东南亚、俄罗斯等市场，各地区用户均有不同幅度的增长。截至 2018 年底，Grindr 在 196 个国家拥有超过 8,000 万的注册用户，月活跃用户达到 1,000 万，日活跃用户达到 400 万，活跃用户主要分布在欧美等发达国家和地区。产品基于利用 GPS 定位获得潜在社交对象的基本信息，并提供聊天、发送照片、Gaymoji 表情以及地理位置等功能。

Grindr 的收入主要来自于会员费和广告。其中付费用户可以获得更多增值服务，如匹配更多社交对象、一次传输多张图片、过滤广告等等。广告模式包括弹出广告、条幅广告、奖励视频广告等。

总体看，2018 年得益于闲徕互娱在游戏联运、网络文学、广告等增值服务领域的延伸以及 Grindr 在欧美市场以外市场的推广，公司社交网络业务收入有所增长，整体运营情况良好。

4．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。

2018 年，公司网络广告业务收入 1.53 亿元，同比下降 26.88%，主要系 Grindr 的广告收入减少和 1Mobile 线下手机分发渠道建设项目终止所致。

总体看，2018 年，受 Grindr 广告收入减少以及 1Mobile 线下手机分发渠道建设项目终止影响，公司网络广告业务收入有所下降。

5．投资业务

2018 年，公司实现投资收益 6.84 亿元，同比增长 54.15%，主要系出售 Qudian inc 的股权获得收益规模较大所致。投资业务已成为公司重要的利润来源，也是公司捕捉优质项目、追踪互联网前沿科技与商业模式的重要手段。

2018 年，公司以 6.36 亿美元的估值购买 Opera 14.7%的股份，交易金额 9,345 万美元，本次投资完成后，公司共计持有 Opera 48%股权。2018 年 7 月 27 日，Opera 于美国纳斯达克证券交易所成功上市，公司持有 Opera 9,600 万股股份，截至 2018 年 12 月 31 日，公司持有 Opera 43.9%股权。

Opera 2018 年实现营业收入 1.72 亿美元，同比增长 33.66%。其中搜索收入 8,020 万美金，同比增长 17.6%；广告收入 5,990 万美金，同比增长 45.9%；技术许可收入 2,290 万美金，同比增长 16.5%；2018 下半年新增增值服务 930 万美金。调整后净利润 4,610 万美金，同比增长 244.4%。

用户数据方面，2018 年四季度，Opera 智能机平均 MAU 达到 2.08 亿，台式机平均 MAU 达到 6,090 万，双双达到历史最高点。

独立新闻客户端 Opera News 于 2018 年 12 月新上线了短视频功能，有超过 50%的 Opera News 用户选择观看短视频，平均时长达到每天 13 分钟。截至 2019 年 3 月，Opera News 整体 MAU 达到 1.5 亿，其独立新闻客户端 MAU 突破 3,000 万，季度环比超过 50%。

此外，公司投资了 enid co.,ltd、 narvii,inc.、北京世相科技文化有限公司、商助科技（北京）有限公司、杭州瑞彼加医疗科技有限公司等，涉及移动社交平台、新媒体、精准营销、医疗器械等领域。

表 6　2018 年公司主要处置投资收益情况（单位：%、万元）

项目名称	处置前持股比	处置后持股比	投资收益
昆仑韩国株式会社	100.00	0.00	5,000.00
qudian inc	--	--	51,083.28
TAL	--	--	842.31
杭州捕翼网络科技有限公司	5.29	4.06	566.68
合计	--	--	**57,492.28**

总体看，投资业务已经成为公司重要的业务板块之一，2018 年公司投资板块获得的收益规模同比大幅增长，对公司利润形成了良好补充。

6．经营关注

（1）境外运营风险以及境外管理风险

2018 年，公司仍有较大规模的收入来自于境外，境外收入占比 44.69%，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。

（2）游戏业务收入有所下降

2018 年，公司游戏业务收入较上年有小幅下降，从在运营游戏产品的情况来看，贡献主要收入的产品主要集中于几款移动游戏产品；目前国内移动游戏市场竞争激烈，且移动游戏产品生命周期相对较短，若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，公司游戏业务收入可能进一步下滑。

（3）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，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。

（4）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，若未来被投资企业经营不善，将对公司产生一定的不利影响。

7．未来发展

2019 年，公司将更加强调“创新”和“互动”，公司通过 GameArk、闲徕互娱和 Grindr 的产品积累了海量数据，且每时每刻都在产生新的数据。在人工智能的推动下，公司产品将更加强调用户之间的在线“互动”，从而使这些数据被大量激活并实时反馈，进而催生出大量增值服务，为公司的产品“创新”提供了源动力，大大提高了产品价值和竞争门槛。

2019 年，移动游戏业务方面，关于自研游戏，公司将继续推进《BLEACH 境 • 界-魂之觉醒: 死神》、《洛奇》和《阿丽塔：战斗天使》海外版本的发行；增加《Moments：Choose your story》的互动阅读作品数量以及剧本更新；通过精细化运营，不断延长《神魔圣域》的游戏生命周期；继续某中国古典风格大型 MMORPG 移动网络游戏的研发工作；内部尝试孵化各类社交游戏、H5 小游戏、休闲类小游戏等产品。关于代理游戏，继续代理《龙之谷 M》海外版，以及《部落冲突：皇室战争》、《部落冲突》和《海岛奇兵》国内 Android 版等优质游戏，同时也在全球范围内寻找其他优质游戏项目。

针对社交平台闲徕互娱，公司将通过持续对棋牌游戏的精细化运营，打造闲徕互娱的棋牌赛事品牌，推动地方棋牌行业的发展的方式扩大用户规模；通过丰富游戏玩法，提高用户在线时长，增加道具消耗种类，丰富联运产品的种类和数量，扩大覆盖范围，提高付费用户转化率的方式提升用户 ARPU 值。针对 Grindr，公司将增加除欧美等传统优势地区以外市场的推广力度，尤其是人口基数较高的东亚、东南亚、东欧等国，增加用户覆盖以及用户活跃度；增加更多增值服务以继续提高付费用户转化率，进而提高会员费收入；合理增设广告位，持续优化用户广告体验，提升产品商业价值。

总体看，公司的发展规划制定较为详细清晰，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。

六、财务分析

公司提供的 2018 年财务报表已由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。财政部于 2017 年 3 月 31 日财政部修订发布了《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号——套期会计》及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》，公司于 2019 年起执行上述新金融工具准则，将原通过可供出售金融资产科目核算的权益工具投资改为通过交易性金融资产科目核算。

合并范围方面，2018 年，公司合并范围新增加子公司 8 家处置子公司 1 家，截至 2018 年底，合并范围子公司 37 家。公司合并范围新增及处置子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

截至2018年底，公司合并资产总额88.29亿元，负债合计35.13亿元，所有者权益（含少数股东

权益）53.16亿元，其中归属于母公司的所有者权益51.55亿元。2018年，公司实现营业收入35.77亿元，净利润（含少数股东损益）14.97亿元，其中归属于母公司所有者的净利润10.06亿元；经营活动现金流量净额14.73亿元，现金及现金等价物净增加额-8.49亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额97.59亿元，负债合计37.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.26亿元，其中归属于母公司的所有者权益59.30亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入8.61亿元，净利润（含少数股东损益）4.49亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.79亿元；经营活动现金流量净额1.70亿元，现金及现金等价物净增加额-2.17亿元。

1．资产质量

截至2018年底，公司资产总额88.29亿元，较年初下降26.80%，主要系非流动资产较少所致；其中，流动资产占比24.40%，非流动资产占比75.60%，公司资产结构以非流动资产为主。

截至2018年底，公司流动资产21.54亿元，较年初下降28.39%，主要系货币资金下降所致；流动资产主要由货币资金（占比70.40%）、应收账款（占比16.83%）和其他应收款（占比6.78%）构成。

截至2018年底，公司货币资金15.17亿元，较年初减少25.42%，主要系公司支付收购子公司闲徕互娱、Grindr少数股东股权款所致，公司货币资金主要由银行存款（占比73.31%）和其他货币资金（占比26.66%）构成，其中受限货币资金占比22.49%，主要用于租房保证金和短期借款质押保证金，受限比例较高。

截至2018年底，公司应收账款3.63亿元，较年初减少11.48%；从账龄看，1年以内应收账款余额2.64亿元（占比64.85%，计提比例5%），1~2年余额0.46亿元（占比11.43%，计提比例10%），2~3年余额0.88亿元（占比21.63%，计提比例20%），3年以上余额850.56万元（占比2.09%，计提比例100%）；公司应收账款合计计提坏账准备0.44亿元，计提比例10.80%，计提比较充分；从集中度看，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款余额合计2.26亿元，占比55.68%，集中度较高。

截至2018年底，公司其他应收款1.46亿元，较年初减少21.95%，公司其他应收款主要为向欧亚全球科技有限公司转让子公司昆仑韩国株式会社全部股权产生的应收股权转让款1.24亿元。

截至2018年底，公司非流动资产66.75亿元，较年初减少26.27%，主要系可供出售金融资产大幅减少所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占比40.48%）、长期股权投资（占比33.79%）和商誉（占比23.00%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产27.02亿元，较年初大幅减少52.66%，主要系出售Qudian股票及股票公允价值变动所致；公司可供出售金融资产中按成本计量的12.76亿元，按公允价值计量的14.26亿元。按公允价值计量的可供出售金融资产账面价值易受相关公司股票价格的波动影响。

截至2018年底，公司长期股权投资22.55亿元，较年初增长69.37%，主要系2018年公司追加对Opera 的投资以及新增对大唐互娱科技有限公司的投资所致。

截至2018年底，公司商誉15.35亿元，较年初无变动，商誉主要由Grindr LLC 5.79亿元和闲徕互娱9.56亿元构成，经公司测算Grindr LLC、闲徕互娱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和闲徕互娱的经营业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。

截至2018年底，公司所有权或使用权受限的资金仅为受限货币资金3.41亿元，占总资产比重为3.86%，受限资产占比很小。

截至2019年3月底，公司资产规模97.59亿元，较年初增长10.53%，主要系货币资金增长以及

其他非流动资产增长所致；其中流动资产和非流动资产占比分别为49.66%和50.34%，流动资产占比大幅上升，主要系2019年起公司执行新金融工具准则调整核算科目所致。

总体看，截至2018年底，公司资产规模出现较大幅度的下降；公司资产构成中可供出售金融资产和长期股权投资占比较高，可供出售金融资产易受相关公司股票价格波动影响，公司商誉规模较大，面临一定减值风险，整体看，公司资产质量一般。

2．负债及所有者权益

负债

截至2018年底，公司负债合计35.13亿元，较年初增长9.82%，主要系应付账款增加所致；其中流动负债占比85.85%，非流动负债占比14.15%，流动负债占比大幅上升。

截至2018年底，公司流动负债30.16亿元，较年初增长46.82%，主要系部分长期借款重分类所致；主要由短期借款（占比36.39%）、应付账款（占比16.25%）、预收款项（占比12.91%）和一年内到期的非流动负债（占比24.14%）构成。

截至2018年底，公司短期借款10.98亿元，较年初小幅减少4.09%，其中保证借款7.52亿元（占比68.50%）、信用借款3.46亿元（占比31.50%）。

截至2018年底，公司应付账款4.90亿元，较年初大幅增长102.31%，主要系应付闲徕互娱少数股东收购款增加所致。

截至2018年底，公司预收款项3.89亿元，较年初基本无变动，构成主要是预收游戏储值币款（3.31亿元，占比85.06%）。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债7.28亿元，为“16万维01”债券，截至本报告出具日，公司已完成对“16万维01”债券的偿付。

截至2018年底，公司非流动负债4.97亿元，主要是应付债券（3.88亿元）和长期应付款（1.00亿元）。

截至2018年底，公司应付债券主要是“17万维S1”、“18万维S1”和“18万维S2”。

截至2018年底，公司长期应付款1.00亿元，全部为应付融资租赁款。

截至2018年底，公司全部债务23.14亿元，较年初增长1.77%，其中短期债务占比78.88%、长期债务占比21.12%，以短期债务为主；公司资产负债率较年初上升13.27个百分点至39.79%，主要系资产规模下降幅度较大所致；全部债务资本化比率上升9.90个百分点至30.33%，主要系出售Qudian股票以及股票公允价值变动导致其他综合收益大幅下降所致；长期债务资本化比率较年初下降2.89个百分点至8.42%。

截至2019年3月底，公司负债37.33亿元，较年初增长6.26%，主要系短期借款增长所致。其中流动负债和非流动负债占比分别为86.57%和13.43%，负债结构较年初变动不大。截至2019年3月底，公司全部债务25.57亿元，较年初增长10.48%，主要系短期借款增长所致；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38.25%、28.96%和6.06%，较年初分别下降1.54个百分点、1.37个百分点和2.36个百分点。

总体看，截至2018年底，公司负债规模有所增长，有息债务规模变动不大，整体债务负担仍较轻，但债务结构中短期债务占比大幅上升，债务结构有待调整。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）53.16 亿元，较年初下降 40.01%，主要系其他综合收益大幅下降所致，其中归属于母公司所有者权益 51.55 亿元（占比 96.98%）。截至

2018 年底，归属于母公司所有者权益中，股本占比 22.33%、资本公积占比 3.51%、其他综合收益占比 17.56%、盈余公积占比 2.67%、未分配利润占比 58.97%。

截至 2018 年底，公司股本 11.51 亿元，较年初变动不大。

截至 2018 年底，公司资本公积 1.81 亿元，较年初大幅下降 87.15%，主要系 2018 年公司收购子公司闲徕、Grindr 少数股东股权所致。

截至 2018 年底，公司其他综合收益 9.05 亿元，较年初大幅下降 77.40%，主要系公司出售 Qudian 股票以及股票公允价值变动所致。

截至 2018 年底，公司未分配利润 30.40 亿元，较年初增长 40.20%，主要系利润累积所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 60.26 亿元，较年初增长 13.36%，主要系利润累积所致。

总体看，截至 2018 年底，受其他综合收益大幅下降影响，公司所有者权益大幅下降，所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益的结构稳定性较弱。

3．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 35.77 亿元，同比增长 4.10%，实现净利润 14.97 亿元，同比增长 5.55%。

从期间费用上看，2018年，公司费用总额20.28亿元，同比增长18.10%，主要系管理费用和财务费用增长所致。从构成看，2018年，公司销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占比分别为44.04%、27.93%、8.87%和19.16%。2018年，公司销售费用8.93亿元，同比减少6.39%，主要系2018年市场和推广费减少所致；公司管理费用5.66亿元，同比增长71.73%，主要系职工薪酬大幅增长所致；公司财务费用1.80亿元，同比增长86.54%，主要系利息支出增长以及汇兑损失所致；公司研发费用3.89亿元，同比增长15.34%。2018年，公司费用收入比为45.82%，较上年上升5.66个百分点。

从利润构成看，2018年，公司投资收益6.84亿元，同比增长54.15%，主要系长期股权投资收益增长、处置子公司昆仑韩国株式会社以及处置持有的Qudian 部分股票所得收益共同影响所致。2018年，公司投资收益占营业利润的比重为45.33%，投资收益对当期利润影响很大。

从盈利指标看，2018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17.70%、15.97%和21.12%，同比分别下降1.02个百分点、1.23个百分点和2.44个百分点，整体盈利能力略有下降。

2019年1~3月，公司实现营业收入8.61亿元，同比下降2.84%；实现净利润4.49亿元，同比增长34.51%，主要系投资收益同比大幅增长所致。

总体看，2018年，公司整体收入规模和盈利水平略有提升，利润对投资收益依赖较大，整体盈利能力仍很强。

4．现金流

经营活动方面，2018年，公司经营活动流入现金35.00亿元，同比增长4.57%，主要系收到往来款、代垫款、预缴税费返还款增长所致；公司经营活动流出现金20.27亿元，同比下降11.92%。综上，2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为14.73亿元，同比增长40.85%。2018年，公司现金收入比为88.66%（上年为95.08%），公司收入实现质量有待提高。

投资活动方面，2018年，公司投资活动流入现金10.57亿元，同比大幅下降26.82%，主要系收回投资收到现金减少所致；投资活动流出现金12.72亿元，同比下降7.80%。综上，2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.15亿元，由上年的净流入0.65亿元转为净流出状态。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动流入现金规模为19.45亿元，较上年下降19.33%，主要仍为取得银行借款流入；筹资活动流出现金41.17亿元，同比增长63.16%，主要系2018年收购闲徕互娱、Grindr等少数股东股权支付现金规模较大所致。综上，2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-21.72亿元，净流出规模较上年大幅增长。

2019年1~3月，公司经营活动现金流量净额1.70亿元，投资活动现金流量净额3.97亿元，筹资活动现金流量净额为-7.63亿元。

总体看，2018年，公司经营活动产生的现金仍保持净流入状态；投资活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出状态；受收购子公司少数股东股权支付股权款影响，公司筹资活动现金呈现大额净流出状态。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.71 倍和 0.71 倍，较上年的 1.46 倍和 1.46 倍均有所下降，流动资产对流动负债不能全部覆盖。截至 2018 年底，公司现金短期债务比 0.83 倍（年初为 1.78 倍），现金类资产对短期债务的覆盖能力大幅下降。整体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 17.11 亿元，同比增长 4.27%；EBITDA 主要由利润总额（占比 87.87%）和计入财务费用的利息支出（占比 9.57%）构成。2018 年，EBITDA 全部债务比由上年的 0.72 倍升至 0.74 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 14.41 倍下降至 10.45 倍，EBITDA 对全部债务及利息支出的保障能力均较强。公司长期偿债能力强。

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G1011010806956920B），截至 2019 年 4 月 19 日，公司无未结清不良贷款，已结清贷款无不良或关注类信贷记录，但有一笔欠息记录，主要系未收到银行付息通知所致，目前已偿还。

截至 2018 年底，公司无对外担保事项。

截至 2018 年底，公司有一笔未决诉讼，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。联合评级将持续关注该事项进展情况。

截至 2018 年底，公司获得银行总授信额度 27.03 亿元，尚未使用授信额度 16.06 亿元，间接融资渠道畅通；公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

总体看，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019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）达40.90亿元，约为债券本金合计（3.90亿元）的10.49倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度

高；净资产达60.26亿元，约为债券本金合计（3.90亿元）的15.45倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对债券的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司 EBITDA 为17.11亿元，约为债券本金合计（3.90亿元）的4.39倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入为35.00亿元，约为债券本金合计（3.90亿元）的8.97倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度高。

综合以上分析，联合评级认为，公司对“17 万维 S1”、“18 万维 S1”和“18 万维 S2”的偿还能力很强。

八、综合评价

2018 年，受“版号”政策影响，国内游戏行业景气度较低，公司游戏业务收入有所下降，但得益于公司在社交网络平台闲徕互娱和 Grindr 的拓展，公司社交网络业务收入取得较快增长，带动公司收入规模保持增长；得益于稳健的投资收益，公司仍实现了较高的盈利水平；此外，公司盈利能力很强，经营活动现金流状况较佳，整体债务负担仍较轻。同时，联合评级也关注到国内游戏市场竞争仍然激烈、公司游戏业务收入持续下滑、利润对投资收益依赖较大、短期债务占比持续提高以及商誉规模较大且存在一定减值风险等因素对公司信用状况可能造成的不利影响。

未来，随着公司社交网络平台与游戏业务协同效应的逐步显现，公司整体竞争力有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望维持“稳定”；同时维持“17 万维 S1”、“18 万维 S1”和“18 万维 S2”的债项信用等级为 AA。

附件1 北京昆仑万维科技股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	120.61	88.29	97.59
所有者权益（亿元）	88.62	53.16	60.26
短期债务（亿元）	11.44	18.26	20.68
长期债务（亿元）	11.30	4.89	4.89
全部债务（亿元）	22.74	23.14	25.57
营业收入（亿元）	34.36	35.77	8.61
净利润（亿元）	14.19	14.97	4.49
EBITDA（亿元）	16.41	17.11	--
经营性净现金流（亿元）	10.46	14.73	1.70
应收账款周转次数（次）	6.38	8.34	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.34	0.09
现金收入比率（%）	95.08	88.66	87.82
总资本收益率（%）	18.72	17.70	--
总资产报酬率（%）	17.19	15.97	--
净资产收益率（%）	23.56	21.12	7.91
营业利润率（%）	79.48	82.29	79.65
费用收入比（%）	40.16	45.82	49.38
资产负债率（%）	26.52	39.79	38.25
全部债务资本化比率（%）	20.42	30.33	29.79
长期债务资本化比率（%）	11.31	8.42	7.50
EBITDA 利息倍数（倍）	14.41	10.45	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.72	0.74	--
流动比率（倍）	1.46	0.71	1.50
速动比率（倍）	1.46	0.71	1.50
现金短期债务比（倍）	1.78	0.83	1.98
经营现金流动负债比率（%）	50.91	48.84	5.27
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.21	4.39	--

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、公司 2019 年一季度财务数据均未经审计，相关财务指标未年化。

附件 2　有关计算指标的计算公式

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	
应收账款周转率	营业收入/ [（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
存货周转率	营业成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2]
总资产周转率	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%
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%
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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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+拆入资金

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。