

大连天神娱乐股份有限公司

2017 年面向合格投资者公开发行公司
债券(第一期)2018 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【443】02号

债券简称：17天神01
债券剩余规模：10亿元
债券到期日期：2022年
01月19日
债券偿还方式：按年付
息，到期一次还本，附
第3年末公司调整票面
利率选择权及投资者回
售选择权

分析师

姓名：
汪永乐 梁璇

电话：
0755-82879719

邮箱：
wangyl@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

大连天神娱乐股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	负面	稳定
评级日期	2018年06月07日	2017年05月25日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对大连天神娱乐股份有限公司（以下简称“天神娱乐”或“公司”，股票代码：002354.SZ）及其2017年1月19日面向合格投资者公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2018年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望调整为负面。该评级结果是考虑到公司拓宽业务范围，在研及拟代理游戏有望带来一定游戏收入，2017年营业收入和利润规模大幅增长，经营性现金流表现较好；同时鹏元也关注到，公司收入增长来源于外延式并购，内生动力不足，业务扩张带来整合风险，相关业务面临政策及知识产权风险，公司商誉规模大，存在较大的减值风险，有息债务持续增加，面临较大资金压力以及公司实际控制人、董事长兼总经理朱晔先生被中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）立案调查，且存在股权质押风险等风险因素。

正面：

- 公司逐步完善游戏产业链，拓宽业务范围。2017年公司先后收购了北京幻想悦游网络科技有限公司（以下简称“幻想悦游”）、北京合润德堂文化传媒有限责任公司（以下简称“合润传媒”）和嘉兴乐玩网络科技有限公司（以下简称“嘉兴乐玩”），逐步实现公司在游戏研发、发行、渠道的产业链布局，丰富移动手游各细分品类，并拓宽公司业务范围，延伸至广告和影视内容。
- 公司研发实力不断增强，在研及拟代理的游戏有望为公司后续带来一定的游戏收入。公司通过打造自主游戏引擎并不断完善开发流程，提升产品开发效率，近年来公司游戏业务毛利率始终高于行业平均水平。截至2018年3月，公司在研游戏

12 款，2018 年将上线 11 款，此外，幻想悦游拟代理运营的游戏共计 21 款，若相关游戏产品成功发行且得到市场认可，将为公司游戏业务带来一定收入。

- **公司营业收入、利润大幅增长，经营性现金流表现较好。**随着公司合并范围扩大，2017 年公司实现营业收入 310,137.50 万元，同比增长 85.17%，净利润为 124,032.30 万元，同比增长 127.34%；公司经营性现金流持续净流入，2017 年净流入 89,425.92 万元。

关注：

- **公司收入增长来源于外延式并购，内生动力不足。**2017 年公司新上线游戏较少，主要线上游戏由于上线时间较长，流水和活跃用户数量均呈下滑趋势，导致公司原主要涉及游戏业务的子公司北京天神互动科技有限公司（以下简称“天神互动”）、雷尚（北京）科技有限公司（以下简称“雷尚科技”）和北京妙趣横生网络科技有限公司（以下简称“妙趣横生”）贡献的收入为 3.05 亿元，同比下滑 32.98%。2017 年度公司收入主要来源于外延式并购，并购的幻想悦游、合润传媒和嘉兴乐玩合计贡献收入 16.13 亿元，占公司同期营业收入的 52.02%。由于游戏行业具有产品更新换代快、用户偏好转换快等特点，公司研发中的产品存在因市场偏好变化而不能推出市场的风险，并且后续运营能否达到预期收益存在一定不确定性。
- **公司业务规模持续扩大，存在管理及整合风险。**公司通过并购不断扩大业务范围，若管理能力无法满足业务发展需求，将降低公司运营效率，从而削弱公司的市场竞争力。
- **公司业务存在一定的政策风险和知识产权风险。**公司业务主要为互联网业务，目前监管措施尚不完善。游戏业务方面，由于涉及虚拟资产的交易，尚未有法律规定其产权，若未来政策变动或将对公司业绩产生不利影响；公司之子公司深圳市一花科技有限公司（以下简称“一花科技”）运营的德州扑克类手游当前受监管环境影响导致 2018 年一季度以来收入下滑明显，未来若公司棋牌类移动游戏不能持续规范运营可能存在较大监管风险和法律风险。平台收入方面，“爱思助手”开发与运营依靠苹果公司 iOS 平台，却未获得授权，且与苹果 App Store 存在竞争关系，存在侵权风险。
- **公司商誉规模大，受被收购公司后续经营影响，存在较大减值风险。**2017 年公司完成对幻想悦游、合润传媒、嘉兴乐玩的收购，溢价购买导致公司商誉规模进一

步扩大。截至 2018 年 3 月末，公司商誉账面价值高达 65.41 亿元，占当期末净资产 68.39%。2017 年公司对妙趣横生商誉计提减值准备 3,037.89 万元。此外，公司于 2015 年 10 月以 207,000 万元收购 Avazu Inc.（以下简称“Avazu”）100% 股权，2017 年 6 月以 Avazu 100% 股权作价 221,500 万元出资 DotC United Inc（以下简称“DotC”），取得 DotC30.58% 股权，公司因处置 Avazu 股权，减少商誉 188,515.95 万元。未来若被收购公司经营不善将造成公司商誉进一步减值。

- **公司有息债务持续增加，面临较大的资金压力。**截至 2018 年 3 月末，公司有息债务规模达到 18.62 亿元，是 2016 年末的 11.57 倍，占负债总额的 45.48%，其中短期借款规模 6.68 亿元。此外，公司待支付幻想悦游、合润传媒股权收购款 6.76 亿元，面临较大资金压力。
- **关注公司实际控制人朱晔先生被中国证监会立案调查，以及股权质押风险。**公司实际控制人、董事长兼总经理朱晔先生因涉嫌违反证券法律法规于 2018 年 5 月 9 日收到中国证监会的《调查通知书》，被中国证监会立案调查。截至本报告披露日，暂未有结论性的意见或决定；截至 2018 年 6 月 5 日，朱晔累计质押其所持有的公司股份 12,757.03 万股，占公司总股本 13.62%，占其持有公司股份总数的 97.68%，若因质押股权被强行平仓，公司存在控制权发生变动的风险。

主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,365,979.80	1,440,043.85	739,026.02	730,584.49
归属于母公司所有者权益（万元）	933,287.13	918,670.94	568,438.58	494,774.27
有息债务（万元）	186,245.06	171,924.24	16,092.14	31,780.00
资产负债率	29.98%	33.71%	23.10%	32.34%
流动比率	1.06	1.02	1.20	1.40
营业收入（万元）	74,187.08	310,137.50	167,486.06	94,084.76
营业利润（万元）	25,399.98	135,792.89	56,168.45	36,692.87
净利润（万元）	24,839.60	124,032.30	54,557.81	35,642.30
综合毛利率	68.87%	65.38%	59.28%	68.69%
总资产回报率	-	13.29%	8.03%	10.33%
EBITDA（万元）	-	150,831.27	60,769.01	42,237.27
EBITDA 利息保障倍数	-	13.00	28.93	7.73
经营活动现金流净额（万元）	-9,393.98	89,425.92	50,216.17	31,981.55

注：2015-2016 年数据为经公司会计差错更正调整后的数据。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金情况

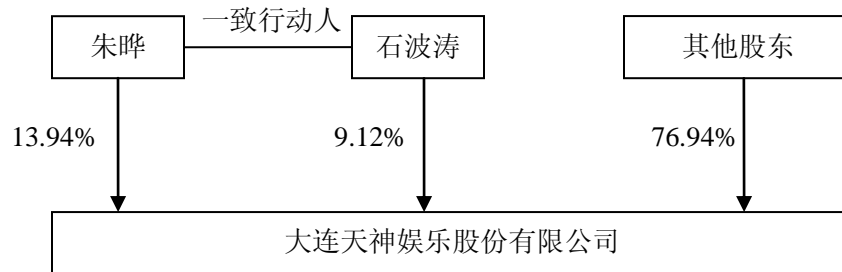
公司于2017年1月19日面向合格投资者公开发行5年期10亿元公司债券，募集资金用于调整公司债务结构和补充流动资金。截至2018年3月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2016年12月，公司收到中国证券监督管理委员会《关于核准大连天神娱乐股份有限公司向王玉辉等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可【2016】3080号），公司通过发行股份和支付现金方式以总对价341,651.71万元购买幻想悦游93.54%的股份，其中现金对价171,125.83万元，股份对价170,525.87万元，以总对价74,200.00万元购买合润传媒96.36%的股权，其中现金对价35,875.04万元，股份对价38,324.96万元，本次收购公司向交易对方购买资产共计发行股份2,956.97万股，新增股份于2017年4月18日上市，募集配套资金共计发行股份4,498.06万股，新增股份于2017年12月12日上市。公司于2017年5月12日实施完成2016年度权益分派方案，以资本公积金向全体股东每10股转增18股。

截至2018年3月31日，公司总股本为93,684.69万元，朱晔、石波涛共同持有公司23.06%的股份，二人签署了《一致行动协议》，仍为公司的控股股东和实际控制人，公司股东及持股比例情况如图1所示。

图1 截至2018年3月末公司股东及持股比例情况



资料来源：公司提供

值得关注的是，截至2018年6月5日，公司实际控制人、董事长兼总经理朱晔先生累计质押其所持有的公司股份12,757.03万股，占公司总股本13.62%，占其持有的公司股份总数的97.68%；石波涛先生累计质押其所持有的公司股份3,367.32万股，占公司总股本3.59%，占其持有的公司股份总数的39.40%。若因质押股权被强行平仓，公司存在控制权发生变动的风险。此外，朱晔先生因涉嫌违反证券法律法规于2018年5月9日收到中国证监会的《调

查通知书》，被中国证监会立案调查。截至本报告披露日，暂未有结论性的意见或决定。

公司主营业务为网络游戏、移动互联网广告、互联网分发平台和影视广告等业务。公司 2017 年新纳入合并范围的子公司有 4 家，主要涉及网络游戏和广告业务；不再纳入合并范围的子公司有 1 家，具体如下表 1 所示。

表 1 2017 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	纳入方式
北京幻想悦游网络科技有限公司	120.00	93.54%	软件和信息技术服务业	非同一控制下合并
北京合润德堂文化传媒有限责任公司	6,000.00	96.36%	广告业	非同一控制下合并
嘉兴乐玩网络科技有限公司	1,000.00	42.00%	软件和信息技术服务业	非同一控制下合并
北京华喜创科科技有限公司	1,250.00	65.00%	软件和信息技术服务业	投资设立
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	剩余股权比例	业务性质	不再纳入合并报表的原因	
Avazu Inc.	0.00%	文化传媒	股权置换	

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为1,440,043.85万元，归属于母公司的所有者权益为918,670.94万元，资产负债率为33.71%。2017年度，公司实现营业收入310,137.50万元，净利润124,032.30万元，经营活动现金净流入89,425.92万元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为1,365,979.80万元，归属于母公司的所有者权益为933,287.13万元，资产负债率为29.98%；2018年1-3月，公司实现营业收入74,187.08万元，净利润24,839.60万元，经营活动现金净流出9,393.98万元。

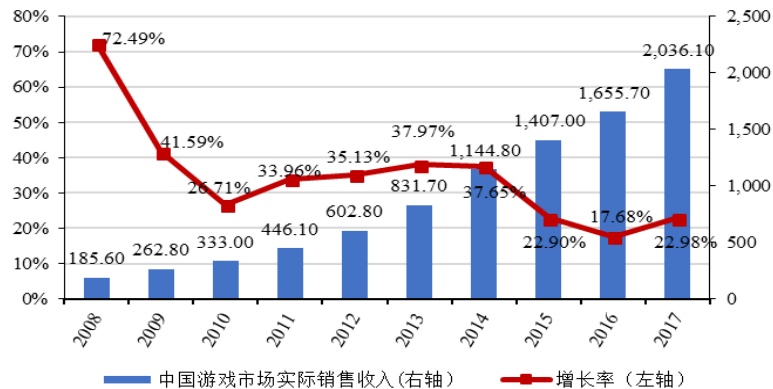
三、运营环境

游戏市场规模持续增长，其中移动游戏占比逐步提高，用户规模趋于稳定，每用户平均收入（ARPU）的提升为未来游戏行业收入增长提供动力

2017年中国游戏市场收入达2,036.10亿元，同比上升22.98%。其中，移动游戏市场规模为1,161.2亿元，同比增长41.75%；客户端游戏市场规模为648.6亿元，同比增长11.3%；网页游戏受移动游戏、客户端游戏市场挤压及自身运营成本上升等因素影响，2017年网页游戏市场实际销售收入为156亿元，同比减少16.6%。市场份额方面，2017年移动游戏市场占有率继续大幅走高，占中国游戏市场总收入的57.41%；而客户端游戏收入份额连续6年

下滑至32.06%；网页游戏份额连续3年下滑，2017年收入占中国游戏市场总收入的比例仅为7.71%。

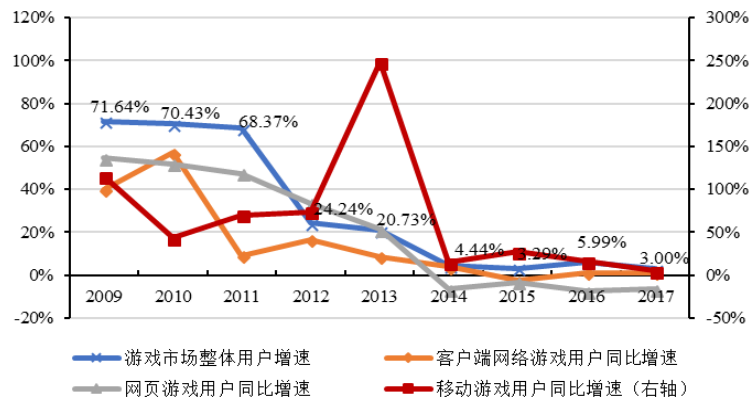
图2 中国游戏市场销售收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，鹏元整理

用户规模方面，2017年中国游戏市场用户规模为5.83亿人，同比小幅增长3.00%，游戏市场用户规模增速持续下降。细分来看，伴随着智能手机的大范围普及与通信网络升级而快速兴起，移动游戏用户数量在2013年出现了爆发式的增长，而后在2014年增速大幅回落至15.48%，2016年国内移动游戏用户量突破5亿人，同比增速为16.04%，2017年用户同比增速较2016年下滑了11.12个百分点，仅为4.92%。客户端游戏和网页游戏均从2014年开始用户规模增长缓慢，甚至出现客户流失情况。随着用户规模增速减缓，整体用户数量将趋于稳定，中国游戏市场进入存量时代。

图3 中国游戏市场用户规模同比增速

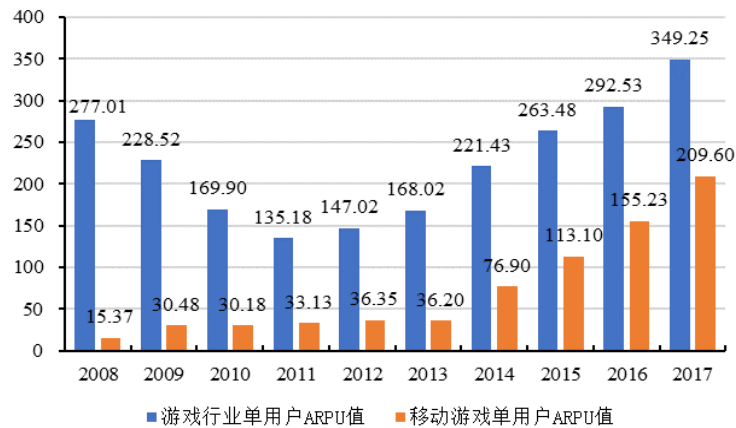


资料来源：Wind，鹏元整理

游戏用户规模扩张放缓，市场增量来源于存量用户消费能力的提高，国内游戏单用户ARPU值提升较为明显。游戏行业单用户ARPU值自2012年以来，持续提升，2017年达到

349.25元，较上年同期提升19.39%。分拆来看，ARPU值的提升主要来自于移动游戏的贡献，2017年移动游戏用户ARPU值为209.60元，同比增长35.1%。

图4 2008-2017年中国游戏行业单用户ARPU值（单位：元）



资料来源：Wind，鹏元整理

游戏行业市场竞争程度加剧，两极化趋势严重，产品精细化、高品质化成为拓宽市场格局的重要推动力

2017年随着网络游戏行业进入存量市场，行业格局初显。一方面，整个游戏行业内，游戏企业市场份额占比两极分化趋势严重。腾讯游戏和网易游戏两大游戏行业巨头市场份额合计超65%，用户向行业巨头企业产品集中，导致行业中小企业用户持续流失，市场竞争程度加剧。另一方面，随着新用户增速下降，线上流量成本不断提升，有效用户转化难度加大，游戏企业获取单个用户的成本从几元钱迅速攀升到几十甚至上百元以上，网络游戏营销成本越来越高。为了拓宽市场格局，游戏开发者对细分市场的定位和选择更加重要，游戏行业进入精细化、高品质化的发展阶段。根据Newzoo的数据，在游戏细分类型中，大型多人在线（MMO）游戏的总营业收入预计将达到全球游戏营业收入的23%，而国内角色扮演（RPG）类游戏已占主导地位，2017年收入达489.4亿元，市场占比达50.7%。随着对市场、用户的分析逐渐深入，游戏厂商在题材选择、风格定位、渠道及市场筛选上也日趋精细、多元化。

游戏行业政策不断完善，监管趋严，规范行业健康发展

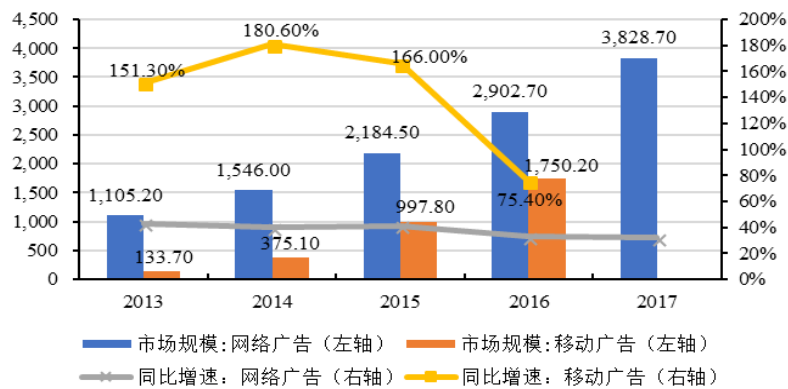
我国游戏行业处于快速发展的过程中，伴随着技术的持续创新、游戏内容和形式的不断升级，我国互联网和网络游戏行业的法律监管体系也正处于不断发展和完善的过程中。一方面，网络游戏行业面临工业和信息化部、国家新闻出版广电总局、文化部及国家版权局等多个部门的监管，监管政策在不断调整、变化；另一方面，有关网络游戏的行业规范、

业务资质、游戏内容、网络信息安全、知识产权保护等相关法律实践和监管要求也在不断发展。文化部于2017年5月1日起正式施行《文化部关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知》（文市发〔2016〕32号），明确网络游戏运营范围，规范网络游戏虚拟道具发行服务，加强网络游戏用户权益保护，加强网络游戏运营事中事后监管，并严肃查处违法违规运营行为。

我国移动互联网广告快速发展，持续从严的政策治理促进网络广告市场规范运营

依托于不断进步的互联网技术，我国网络广告行业保持快速发展，2017年我国网络广告市场规模达到3,828.7亿元，同比增长31.9%。根据QuestMobile发布的《2017年中国移动互联网年度报告》，2017年中国移动互联网月度活跃设备总数稳定在10亿部以上，但增长缓慢，同比增长率呈逐月递减趋势。中国移动互联网已步入存量时代，但受益于移动互联网的高速发展和移动设备使用方便等优势，为移动广告的发展提供了巨大空间，移动广告整体市场增速远高于网络广告市场增速。

图5 近年我国网络广告和移动广告收入及增速情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，鹏元整理

从行业政策方面来看，2018年2月工商总局下发《关于开展互联网广告专项整治工作的通知》，重点整治虚假违法互联网广告，强化了互联网广告的监察和管理措施，持续从严的政策治理将促进互联网广告市场秩序日趋规范。

四、经营与竞争

2017年随着公司先后完成对幻想悦游、合润传媒和嘉兴乐玩的收购，公司主营业务涵盖网络游戏、移动应用分发平台、互联网广告及影视广告等领域。2017年度公司实现营业收入31.01亿元，同比大幅增长85.17%。其中，游戏业务共实现收入14.30亿元，占公司营业收入的46.12%，仍是公司收入的主要来源。2017年公司综合毛利率为65.38%，同比上升

6.10个百分点，主要系公司的收入结构变化，高毛利的游戏业务收入占比大幅提高和技术及咨询服务业务毛利率大幅提升所致。同时，公司游戏业务毛利率同比下降13.58个百分点，主要系幻想悦游纳入公司合并范围，游戏发行业务毛利率相对较低所致，但公司游戏业务毛利率仍处于行业较高水平。

表 2 2016-2018 年 3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
游戏	35,872.26	82.92%	143,026.13	77.14%	49,485.13	90.72%
其中：移动游戏	-	-	134,113.30	76.59%	38,770.60	92.50%
网页游戏	-	-	8,912.83	72.77%	10,714.53	84.26%
平台收入	10,273.72	65.26%	51,018.65	64.67%	55,456.90	64.60%
互联网	17,248.78	64.52%	89,550.23	51.67%	62,544.03	29.70%
其中：移动互联网	-	-	32,254.67	22.47%	60,500.23	30.68%
技术及咨询服务	-	-	57,295.56	68.11%	2,043.80	0.78%
影视广告	10,792.32	32.57%	26,542.49	49.67%	-	-
合计	74,187.08	68.87%	310,137.50	65.38%	167,486.06	59.28%

资料来源：公司 2017 年年度报告、公司提供，鹏元整理

2017年公司继续通过并购丰富了游戏产品类别，且逐步完善游戏产业链，提升了游戏业务收入，但需关注游戏行业政策变动风险以及地方棋牌游戏潜在的监管和法律风险

游戏业务是公司传统业务，2017年公司先后完成对幻想悦游、嘉兴乐玩的收购，继续完善游戏产业链，丰富游戏产品类型。目前公司游戏业务主要由天神互动、雷尚科技、妙趣横生、幻想悦游、一花科技和嘉兴乐玩6家子公司经营，其中天神互动主要负责网页游戏研发和发行，雷尚科技和妙趣横生主要负责移动游戏的开发，幻想悦游旗下香港绿洲游戏网络科技有限公司（以下简称“绿洲游戏”）主要负责海外游戏发行和运营，一花科技主要负责以德州扑克为主的休闲棋牌网络游戏的设计、开发和运营，嘉兴乐玩主要负责地方特色休闲棋牌游戏研发和运营。

近年来，中国游戏市场竞争日益激烈，移动游戏和网页游戏行业均具有更新换代快、平均生命周期较短等特点。根据艾瑞咨询的数据，网页游戏的生命周期平均在3-6个月，移动游戏的生命周期平均在3-12个月。公司依托各子公司运营各自擅长的游戏类型，保持多款游戏长周期线上运营。截至2018年3月末，公司自主研发的线上游戏主要有移动游戏13款，网页游戏6款，但跟踪期内公司新上线游戏较少，2017年度仅新上线1款移动游戏《神魔齐天》以及2018年第一季度新上线1款移动游戏《极品大官人》和1款网页游戏《武动乾坤3D》。此外，公司拥有由嘉兴乐玩自主制作、发行、运营的地市级棋牌产品共计39款。

游戏运营方面，从公司主要线上游戏运营情况来看（附录六），2017年公司上线时间较长的《苍穹变》、《傲剑》、《飞升》等网页游戏和《全民破坏神》、《坦克风云》、《超级舰队》等移动游戏，流水和活跃用户数量均呈现下滑趋势。2017年公司原主要涉及游戏业务的子公司天神互动、雷尚科技和妙趣横生贡献的收入为3.05亿元，同比下滑32.98%。网页游戏方面，随着移动游戏的冲击叠加跟踪期内公司无新开发网页游戏上线，导致公司网页游戏收入持续下降，2017年公司网页游戏实现收入8,912.83万元，同比下降16.82%。目前公司研发重心已转向移动游戏，未来网页游戏收入占比将进一步下降。移动游戏方面，公司不断覆盖移动手游各细分品类，布局流水稳定、生命周期较长的棋牌游戏，公司于2017年3月收购完成嘉兴乐玩，成为公司在移动游戏领域的重要增长动力，2017年嘉兴乐玩收入贡献前三的游戏为《皮皮（湖南）跑胡子》、《贵州麻将》和《福建麻将》，分别实现收入26,187.43万元、6,681.54万元和4,966.64万元。2017年公司移动游戏实现收入134,113.30万元，同比大幅上升245.91%，主要系嘉兴乐玩和幻想悦游并表所致。

表 3 2016-2017 年公司游戏业务收入情况（单位：万元）

游戏分类	子公司	2017 年		2016 年	
		收入	占比	收入	占比
移动游戏	嘉兴乐玩	52,025.16	36.37%	-	-
	幻想悦游	48,934.88	34.21%	-	-
	雷尚科技	15,340.27	10.73%	18,562.34	37.51%
	一花科技	11,389.94	7.96%	3,995.06	8.07%
	妙趣横生	6,423.04	4.49%	8,359.71	16.89%
网页游戏	天神互动	8,725.87	6.10%	18,568.03	37.52%
	幻想悦游	186.96	0.13%	-	-
合计		143,026.13	100.00%	49,485.13	100.00%

注：2016年公司之子公司天神互动实现收入18,568.03万元，该收入包括网页游戏和移动游戏。因此，2016年公司网页游戏收入为10,714.53万元，移动游戏收入为38,770.60万元。

资料来源：公司提供，鹏元整理

游戏研发方面，公司游戏业务以自主研发为主并具备较强的研发实力，通过自主打造的游戏引擎和游戏框架等核心技术，公司可以在同一底层技术的基础上发展出更多的产品，并不断完善开发流程和工具，有效控制成本，缩短产品研发周期，使得公司游戏业务毛利率得以保持高于行业平均水平。

表 4 2016-2017 年游戏行业可比上市公司毛利率情况

上市公司	2017 年		2016 年	
	移动游戏	网页游戏	移动游戏	网页游戏
三七互娱	76.49%	66.86%	61.85%	70.26%

游族网络	49.72%	58.23%	52.74%	42.36%
完美世界	59.13%	-	56.18%	-
恺英网络	69.63%	69.09%	60.81%	73.66%
掌趣科技	59.16%	68.93%	56.57%	55.51%
中青宝	54.14%	76.27%	44.59%	43.34%
巨人网络	83.25%	-	80.94%	-
平均	64.50%	67.88%	59.10%	57.03%
天神娱乐	76.59%	72.77%	92.50%	84.26%

资料来源：各上市公司2016-2017年年度报告，鹏元整理

游戏发行方面，幻想悦游旗下绿洲游戏在中东、南美、欧洲地区拥有自己的发行渠道，通过自主运营及联合运营模式发行游戏，与多家海外支付渠道和游戏发行平台建立了合作关系。截至2018年3月末绿洲游戏已代理了总计逾90款网页游戏、移动游戏及主机游戏，将其本土化为多种语言版本并面向40多个国家和地区提供运营服务，绿洲游戏平台代理并且上线运营的游戏产品总注册用户超过1.35亿人。2017年度绿洲游戏平台月均活跃用户数超过373万人，月均付费用户数超过11.9万人，游戏产品累计流水超过3.56亿美元。截至2018年3月末，公司拟代理运营的游戏共计21款，其中包括储备的《一拳超人》、《大航海之路》等优秀移动游戏产品，并与索尼互动娱乐联合出品热门IP《西游记之大圣归来》主机游戏。2017年公司移动游戏业务通过绿洲游戏平台共实现收入4.89亿元，占公司当年营业收入的15.84%，幻想悦游丰富的游戏发行与运营经验，为公司业绩提供一定保障。

值得关注的是，由于目前游戏行业竞争激烈，若公司不能及时对游戏产品进行升级改良以保持对玩家的吸引力，或不能及时推出符合市场期待的新产品，未来或将对公司的经营业绩产生负面影响。此外，一方面，由于互联网游戏行业目前监管措施尚不完善，公司游戏业务大部分收入来自于虚拟物品销售，但我国尚未有法律法规监管虚拟资产的产权，故无法确定网络游戏运营商就虚拟资产可能承担的责任，若政策发生变动，限制虚拟货币和资产业务，公司经营业绩及业务前景或将承受重大不利影响。另一方面，棋牌类移动游戏的不规范运营可能存在一定监管风险，若涉赌、涉传销更将面临法律风险，目前子公司一花科技运营的德州扑克类手游受监管环境影响导致2018年一季度以来收入下滑明显，未来公司若无法持续规范棋牌类游戏的运营，经营业绩将面临较大损失。

公司在研移动游戏种类不断丰富，但后续运营收益能否达预期尚待观察

截至2018年3月末，公司已立项在研游戏共有12款，均为移动游戏，预计在2018年第三季度至2019年第一季度上线，其中有7款游戏上线时间集中在2018年第四季度。从在研游戏产品类型来看，天神互动及其旗下星空智胜共有9款游戏，游戏类型涵盖MMORPG、动作冒险、射击对战、H5-RPG、卡牌等多个类型，预计上线时间大多在2018年第四季度。

妙趣横生专注移动游戏开发，在研2款大型多人在线角色扮演（MMORPG）类型游戏。雷尚科技专注军事模拟策略（SLG）类游戏开发，2018年将继续开发优势产品《坦克风云》系列，预计在2018年7月上线1款游戏《坦克风云2》。

公司游戏产品在研发阶段需多次进行设计、修正、测试和评审，研发周期一般在10-14个月。从研发投入来看，公司2017年研发投入金额4.00亿元，占当年营业收入的12.91%，研发费用较2016年大幅增长147.78%，2017年公司研发人员共890人，占公司总人数近50%，较上年增长68.88%，公司持续的研发投入有望提升游戏业务竞争力。随着公司移动游戏种类不断丰富，若未来成功发行及运营将为公司游戏业务的可持续发展提供较好的保障。公司主要在研游戏项目预计总投资约2.43-2.83亿元，截至2018年3月末公司已投资1.25亿元，尚需投资1.18-1.58亿元。值得关注的是，游戏行业具有产品更新换代快、用户偏好转换快等特点，公司研发中的产品存在因市场偏好变化而不能推出市场的风险，并且后续运营能否达到预期收益存在一定不确定性。

表 5 截至 2018 年 3 月末公司主要处在研发阶段的游戏产品（单位：万元）

游戏名称	游戏类型	立项时间	孵化进度	预计上线时间	市场定位	计划总投资	已投资	盈利模式
项目 1	射击对战	2017 年 1 月	60%	2018 年 12 月	全球、全平台	1,000.00	600.00	卖游戏拷贝+微氪金+DLC
项目 2	动作冒险	2018 年 2 月	10%	2019 年 3 月	全球、全平台	600.00	100.00	卖游戏拷贝+微氪金+DLC
项目 3	MMO RPG	2016 年 1 月	1 日版内容	2018 年 12 月	面向西方魔幻、探索类用户	8,000.00-10,000.00	5,000.00	内购虚拟道具付费/虚拟游戏币
项目 4	MMO RPG	2016 年 3 月	1 日版内容	2018 年 11 月	面向泛二次元、仙侠迷群	6,000.00-8,000.00	4,000.00	内购虚拟道具付费/虚拟游戏币
项目 5	放置卡牌手游	2017 年 12 月	核心玩法开发	2018 年 12 月	面向国内、亚洲的营收类	1,438.00	127.80	免费下载，内购
项目 6	H5-RPG	2017 年 12 月	1 日版本开发	2018 年 11 月	面向国内、亚洲的营收类	1,309.80	87.10	免费下载，内购
项目 7	H5-RPG	2018 年 3 月	封测版本开发	2018 年 8 月	面向国内、亚洲的营收类	467.00	20.60	免费下载，内购
项目 8	模拟经营手游	2017 年 12 月	核心玩法开发	2018 年 12 月	面向海外的 DAU 类产品	879.00	100.80	免费下载，内购，广告变现

项目 9	TPS 手游	2017 年 12 月	技术性 DEMO	2018 年 10 月	全球化 DAU 类产品	1,074.30	104.60	免费下载，内购
项目 10	MMO RPG 手游	2017 年 8 月	封测版开发	2018 年 7 月	画江湖系列粉丝量身打造	1,500.00	1,223.29	免费下载，内购
项目 11	MMO RPG	2017 年 1 月	研发	2018 年 6 月	女性方向	1,000.00	659.33	充值
项目 12	策略回合制手游	2017 年 12 月	测试版本开发	2018 年 7 月	3D 军事策略对战游戏	1,000.00	488.10	虚拟道具收费

资料来源：公司提供

公司移动应用分发平台业务平稳发展，但仍存在侵权风险

公司移动互联网平台业务主要由深圳市为爱普信息技术有限公司（以下简称“为爱普”）运营，2017年公司移动互联网平台业务平稳发展，“爱思助手”移动应用分发平台全年新增用户超3,100万人，活跃用户数超6,000万人，日均分发量达到814万，同比增长13.88%，截至2018年3月末爱思助手总用户超过1.49亿人。

表 6 2016-2018 年 3 月爱思助手运营情况

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
有效下载量（万人）	30,966.53	297,030.96	260,822.92
新增用户数（万人）	934.49	3,102.79	4,221.16
活跃用户数（万人）	3,246.76	6,033.57	5,824.41
总用户数（万人）	14,941.30	13,377.41	10,261.63
平台新上线的应用总数量（款）	711	3,120	18,405
日均分发量（次）	3,479,385	8,137,835	7,145,833

资料来源：公司提供

“爱思助手”的盈利模式主要有三种：Cost Per Action（以下简称“CPA”），即根据经确认的“爱思助手”有效安装激活量为基准，向开发商收取推广服务费；Cost Per Time（以下简称“CPT”），即按照应用投放展示位和时间向发行商收取推广服务费；Cost Per Sales（以下简称“CPS”），即与开发商或发行商签署协议，对用户中的应用中的充值进行分成获取推广服务费，近年来CPS为公司主要的盈利模式。2017年“爱思助手”实现收入5.10亿元，同比下降8.00%，毛利率水平与2016年相当。由于为爱普拟拓展新业务，在研产品包括“爱思提醒”及“爱思浏览器”，2017年12月公司为充分调动为爱普管理团队的积极性，以19,216.54万元的价格将持有的为爱普30.31%股权转让给共青城为爱普投资合伙企业（有限合伙）。

表 7 2016-2018 年 3 月末“爱思助手”收入情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
CPA	2,784.36	12,752.38	11,856.57
CPT	1,526.55	6,165.74	6,596.46
CPS	5,962.80	32,100.53	37,003.87
合计	10,273.71	51,018.65	55,456.90

资料来源：公司提供

值得关注的是，“爱思助手”平台所从事的移动应用分发平台的开发和运营业务是以苹果公司的iOS平台为支撑，但未获得苹果公司的授权，且与苹果公司的App Store存在竞争关系，未来存在被苹果公司认定为侵权的风险。同时，“爱思助手”向用户推送的应用产品中，部分未与产品开发商签订合作协议，未来存在被应用开发商认定为侵权的风险。虽然目前公司收入结构有所调整，移动应用分发平台业务收入比重有所降低，但若被认定为侵权，仍将对公司经营产生较大不利影响。

2017年公司处置Avazu，移动互联网广告业务收入大幅下降，技术及咨询服务收入大幅增长，公司互联网业务整体毛利率有所提升

公司移动互联网业务收入主要来自于Avazu。Avazu系公司于2015年10月收购，交易价格为207,000万元，2017年6月公司以Avazu 100%股权作价人民币221,500万元出资DotC，取得DotC30.58%股权¹。DotC的业务涉及海外市场移动应用的开发、运营及商业化变现，主要包括输入法类、系统安全类、网络安全类以及互动娱乐类产品。目前已经在海外市场上线了Swift Wifi、Flash Keyboard、SUPO Security等手机APP产品，截至2017年3月31日，DotC主要运营的APP安装用户累计超过3.5亿人。

表 8 2016-2017 年 DotC 主要财务指标（单位：万元）

项目	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
资产总额	239,866.90	11,605.54
负债总额	12,792.36	36,603.81
所有者权益	227,074.54	-24,998.27
项目	2017 年度	2016 年度
营业收入	49,603.95	12,493.06
净利润	16,759.18	-20,353.95

资料来源：公司2017年年度报告、《大连天神娱乐股份有限公司关于公司以全资子公司股权对外投资暨关联交易的公告》，鹏元整理

2017年Avazu贡献收入3.23亿元，占公司营业收入10.40%，贡献净利润0.60亿元，随着公司对Avazu 股权的处置，未来将对公司业绩产生一定影响。

¹ 公司 2015 年收购自然人石一实际控制的 Avazu，同时石一为 DotC 实际控制人。

2017年公司互联网技术及咨询服务实现收入57,295.56万元，主要来自于幻想悦游子公司北京初聚科技有限公司（以下简称“初聚科技”）、霍尔果斯华喜创科信息科技有限公司（以下简称“霍尔果斯华喜创科”）、北京华喜创科科技有限公司（以下简称“北京华喜创科”）和上海麦橙网络科技有限公司（以下简称“上海麦橙”），分别实现收入33,593.39万元、16,863.88万元、5,277.40万元和1,560.88万元。

目前，初聚科技主要运营移动互联网广告平台业务，是幻想悦游旗下精准化移动互联网广告业务的品牌公司，移动广告投放区域主要为北美市场。初聚科技已在移动互联网广告领域拥有自主开发的智能流量采买、变现系统、需求方平台DSP和数据管理平台DMP等。初聚科技向媒体资源方支付广告投放费用或流量费用，并根据广告效果，即新增下载、安装或用户注册数等（以下简称“CPA”）向广告主收取推广服务费。2017年初聚科技日均广告投放量23.56亿次，日均点击量2,827.09万次，日均广告转化数为22.62万个，营销资源较为丰富。初聚科技主要客户为游戏研发商和发行商，合作关系已包括北美、亚太的广告公司、游戏客户和应用开发客户。服务客户包括北京踏浪者科技有限公司（Tidebuy）、永杨安风（北京）科技股份有限公司（LBE）和Uber Technologies, Inc.（Uber）等众多知名机构。初聚科技凭借在移动互联网广告领域的技术算法和海外市场运营能力，亦将有望助力公司游戏产品的海外发展。

霍尔果斯华喜创科主要业务为技术及咨询服务，通过其开发的App贷款产品为安庆市银谷小额贷款有限公司（以下简称“银谷小贷”）提供技术及渠道支持，并由银谷小贷向借款人发放贷款，霍尔果斯华喜创科向借款人按每笔借贷金额的一定比例收取借贷服务费和贷款利息，银谷小贷则对霍尔果斯华喜创科收取相关的通道服务费用。2017年霍尔果斯华喜创科贡献收入1.69亿元，后续业绩的可持续性尚待观察。

2017年公司新增影视广告收入，对公司收入和利润形成一定补充

2017年公司新增影视广告收入，共实现收入26,542.49万元，主要来自于合润传媒。合润传媒主要业务为品牌内容整合营销，是广告营销与影视剧产业的交叉细分产业。合润传媒业务开始于植入广告模式，逐步发展到电视剧/电影植入及授权、综艺节目冠名及植入等多种推广模式通过代理上游影视节目，并接受下游客户委托为其提供品牌植入广告营销。合润传媒拥有较为丰富的影视领域上下游资源，在品牌植入市场内容资源覆盖方面具有一定市场竞争力，其代理的影视作品包括《复仇者联盟》、《变形金刚》、《老炮儿》等电影，《欢乐喜剧人》、《爸爸去哪儿3》等综艺栏目以及《甄嬛传》、《何以笙箫默》、《三生三世十里桃花》等电视剧，服务的品牌包括中国人寿、工商银行、东风汽车等众多知名品牌。依托合润传媒丰富的营销经验，未来该业务仍将对公司收入和利润形成一定补

充。

公司近年持续对外并购，合并产生的商誉规模大，存在一定管理整合风险以及较大的商誉减值风险

近年公司持续对外并购，2017年末公司商誉账面价值达到65.41亿元，同比增长43.68%，2017年公司并购的幻想悦游、合润传媒、嘉兴乐玩形成的商誉分别为29.28亿元、5.20亿元和4.36亿元。其中，幻想悦游业绩承诺为2016-2018年经审计的扣除非经常性损益后的净利润不低于25,000万元、32,500万元、40,625万元，三年累计不少于98,125万元；幻想悦游2017年度扣除非经常性损益后的净利润为33,163.15万元，达到业绩承诺。合润传媒业绩承诺为2016-2018年经审计的扣除非经常性损益后的净利润不低于5,500.00万元、6,875万元和8,594万元；合润传媒2017年度扣除非经常性损益后的净利润为6,984.4万元，达成业绩承诺。未来合润传媒的业务重点在电影全场景营销，包括票务、映前、贴片、授权等，但业务推进效果尚存在较大不确定性，若业务推进效果不及预期，存在无法达成业绩承诺风险。

表 9 2016-2017 年幻想悦游、合润传媒和嘉兴乐玩主要财务指标（单位：万元）

项目	幻想悦游		合润传媒		嘉兴乐玩	
	2017年	2016年	2017年	2016年	2017年	2016年
总资产	143,643.76	109,760.36	53,582.58	41,286.68	27,682.94	18,463.57
净资产	130,970.40	101,016.86	27,868.29	20,902.38	18,793.10	-4,232.26
营业收入	90,717.03	71,292.63	28,236.22	41,083.57	64,677.43	34,541.27
营业利润	33,185.31	25,526.85	8,329.62	6,287.53	37,200.22	28,529.41
净利润	33,172.29	25,622.80	6,964.79	5,358.77	37,311.82	28,529.26

资料来源：幻想悦游、合润传媒和嘉兴乐玩2017年审计报告，鹏元整理

公司于2015年10月完成对Avazu和上海麦橙100%股权的收购，形成商誉188,515.95万元。同时，Avazu和上海麦橙业绩承诺2015-2017年度实现的扣除非经常性损益后的净利润合计不低于13,000万元、17,680万元和23,426万元，其中，Avazu2015-2017年度实现的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于12,899.21万元、17,574.51万元、23,315.74万元，上海麦橙2015-2017年度实现的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于100.79万元、105.49万元、110.26万元。2016年度Avazu实际业绩为13,731.75万元，上海麦橙实际业绩为-254.90万元，2016年度Avazu和上海麦橙实际业绩合计为13,476.85万元，未达到业绩承诺。2017年度Avazu实际业绩为26,820.83万元，上海麦橙实际业绩为61.32万元，2017年度Avazu和上海麦橙实际业绩合计为26,889.17万元，达到业绩承诺。因2016年度Avazu和上海麦橙未达业绩承诺，公司对Avazu计提商誉减值准备1,364.96万元。同时，2017年公司因处置Avazu

股权，商誉减少188,515.95万元。

此外，由于妙趣横生业绩承诺在2014-2016年经审计的合并报表扣非净利润分别不低于4,150万元、5,475万元和6,768.75万元，计算各年度实际盈利情况时，前面年度超额完成的利润可累积到后面年度；妙趣横生于2014-2016年度扣除非经常性损益后的净利润分别为4150.56万元、5,787.09万元和6,524.33万元，累积达到业绩承诺，但2016年业绩未达预期，因此公司根据北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）的评估结果，对妙趣横生2017年度商誉计提减值准备3,037.89万元。

总体来看，公司深入整合游戏产业链各环节，涵盖游戏研发、发行和渠道，并拓展公司在广告、影视娱乐内容、渠道、营销上的布局。但需要关注的是，近年来公司主要通过外延式并购拓宽业务范围，但对被收购公司进行治理结构、财务管理、人力资源管理、业务运营等方面的融合与协同对公司管理能力和资源整合能力提出更高要求，若公司管理能力无法满足业务发展需求或不能对被收购公司实施有效的整合利用、不能发挥协同效应，将降低公司运营效率，从而削弱公司的市场竞争力。同时，若被并购公司经营出现不利变化，公司则存在较大的商誉减值风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告及未经审计的2018年第一季度财务报表，其中2016年数据采用公司会计差错更正调整后的数据，即2017年审计报告期初数或上期发生数，财务报表均采用新会计准则编制。2017年公司新纳入合并范围的子公司4家，不再纳入合并范围的子公司1家，明细如表1所示。

资产结构与质量

公司资产规模有所增加，但商誉占比较大，资产质量一般

随着公司先后完成对幻想悦游、合润传媒和嘉兴乐玩的收购，2017年末公司资产规模达到1,440,043.85万元，同比大幅增长94.86%。2018年3月末公司资产规模小幅下降至1,365,979.80万元，主要系2017年底发行股份募集的收购合润传媒和幻想悦游的配套资金使用完毕所致。从资产结构来看，公司以非流动资产为主。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	87,106.04	6.38%	182,193.52	12.65%	55,738.92	7.54%
应收账款	84,593.50	6.19%	64,348.04	4.47%	40,815.25	5.52%
其他应收款	39,490.97	2.89%	35,308.94	2.45%	9,616.25	1.30%
流动资产合计	257,591.36	18.86%	329,620.70	22.89%	114,402.50	15.48%
可供出售金融资产	154,740.86	11.33%	157,531.13	10.94%	146,316.33	19.80%
长期股权投资	238,060.33	17.43%	231,970.25	16.11%	6,765.38	0.92%
商誉	654,143.28	47.89%	654,143.28	45.43%	455,277.46	61.61%
非流动资产合计	1,108,388.44	81.14%	1,110,423.16	77.11%	624,623.52	84.52%
资产总计	1,365,979.80	100.00%	1,440,043.85	100.00%	739,026.02	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和其他应收款构成。截至2017年末，公司货币资金规模为182,193.52万元，同比增长226.87%，主要系公司于2017年12月发行股份募集资金10.44亿元所致，其中5.21万元使用受限，为合润传媒履约保证金。随着募集资金使用完毕，2018年3月末公司货币资金较2017年末减少52.19%。公司应收账款主要为应收影视广告款及应收游戏运营商的收入分成，截至2017年末账面价值为64,348.04万元，同比2016年末增长57.66%，主要系公司合并范围扩大所致，其中账龄在一年以内的应收账款所占比重为77.64%。截至2017年末，公司其他应收款账面价值35,308.94万元，同比大幅增长267.18%，主要系合并范围增加以及新增为爱普股权转让款所致。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期股权投资和商誉。公司可供出售金融资产主要为持有的上市公司浙江世纪华通集团股份有限公司（以下简称“世纪华通”，证券代码：002602）的股权，以及对上海凯裔投资中心（有限合伙）、北京光大富达投资管理中心（有限合伙）等43家公司的投资，其中2017年末世纪华通股权公允价值为34,567.02万元，由于上市公司股价易波动，未来股权价值存在一定的不确定性。2018年5月25日，公司发布《关于授权处置部分可供出售金融资产的公告》，拟在2018年5月25日起一年内择机通过大宗交易方式处置不超过300万股世纪华通股票。2017年末公司长期股权投资规模为231,970.25万元，是2016年末的34.29倍，主要系公司以子公司Avazu100%股权作价221,500万元，出资收购DotC30.58%股权，DotC成为公司参股公司所致。截至2018年3月末，公司商誉账面价值为654,143.28万元，占资产总额的47.89%，商誉占比较高，主要系溢价收购幻想悦游、一花科技、雷尚科技、合润德堂、妙趣横生和嘉兴乐玩等公司股权所形成的商誉。随着公司处置Avazu股权，公司减少商誉188,515.95万元，同时由于Avazu未完成

2016年度业绩承诺，公司计提商誉减值准备1,364.96万元；此外，由于妙趣横生2016年业绩未达预期，公司根据北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）的评估结果，对妙趣横生商誉计提减值准备3,037.89万元。

总体来看，公司资产规模有所扩大，但商誉占比仍然较高，资产质量一般。

盈利能力

公司通过外延式并购，收入规模和利润水平快速增长，但未来业绩能否持续仍待观察

2017年随着公司先后完成对幻想悦游、合润传媒、嘉兴乐玩的收购，公司业务规模不断扩大，丰富了公司收入来源，2017年公司实现营业收入31.01亿元，同比增长85.17%，但由于公司主要线上游戏上线时间较长，且网页游戏行业整体景气度下降，相关游戏产品业绩表现均呈下滑趋势，公司内生增长动力不足。若公司在研游戏无法及时推出或后续运营未达预期，将影响公司游戏业务的持续性。2017年公司实现投资收益4.36亿元，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益2.87亿元以及收到Avazu和上海麦橙业绩承诺补偿1.60亿元所致。

公司iOS平台收入有所下降，未来为爱普若无新产品推出，公司iOS平台收入或将进一步下降。此外，公司互联网平台业务主要为以初聚科技为主的移动互联网广告业务以及以霍尔果斯华喜创科和北京华喜创科为主的技术服务收入，2017年该部分收入规模有所扩大，但相关业务的持续性仍待观察。

2017年公司综合毛利率为65.38%，同比上升6.10个百分点。由于公司合并范围的扩大，期间费用率为32.16%，同比上升6.22个百分点，公司期间费用主要为研发费用，共投入4.00亿元。

盈利水平方面，随着公司营业收入快速增长，2017年公司实现营业利润135,792.89万元，同比增长141.76%，同期实现利润总额133,238.54万元，同比增长134.23%。

整体来看，公司通过外延式并购，营业收入及盈利水平快速增长，但未来业绩能否持续仍待观察。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	74,187.08	310,137.50	167,486.06
投资收益	4,133.14	43,617.20	3,837.90
营业利润	25,399.98	135,792.89	56,168.45
利润总额	25,529.14	133,238.54	56,884.08

净利润	24,839.60	124,032.30	54,557.81
综合毛利率	68.87%	65.38%	59.28%
期间费用率	38.81%	32.16%	25.94%
营业利润率	34.24%	43.78%	33.54%
总资产回报率	-	13.29%	8.03%
净资产收益率	-	16.29%	10.27%
营业收入增长率	-	85.17%	78.02%
净利润增长率	-	127.34%	53.07%

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

现金流

业务规模扩大提高了公司现金生成能力，公司经营性现金流表现较好，但公司尚需支付收购款规模较大，存在较大资金压力

随着公司应收账款、预付款项等经营性应收项目增加，2017年公司营运资本对公司资金占用加大。整体来看，公司业务回款较好，合并范围增加及业务规模扩大提高了现金生成能力，推动公司经营性现金持续净流入，2017年实现经营活动现金净流入89,425.92万元。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入主要为公司出售部分世纪华通股权收回的投资款，投资活动现金流出主要为支付幻想悦游、嘉兴乐玩、一花科技和北京华喜创科的投资款，2017年投资活动现金净流出177,566.76万元。近年来公司持续的对外并购，面临较大资金压力，截至2018年3月末，公司已支付幻想悦游、合润传媒股权收购款13.94亿元，仍待支付6.76亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为通过发行股份、借款和发行债券收到的现金，2017年规模为294,866.40万元，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金，2017年筹资活动现金净流入217,781.61万元。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
净利润	124,032.30	54,557.81
营运资本变化	-21,802.64	-10,704.42
其中：存货减少（减：增加）	-2,091.00	-
经营性应收项目的减少（减：增加）	-22,576.74	-844.56
经营性应付项目的增加（减：减少）	2,865.09	-9,859.86
经营活动产生的现金流量净额	89,425.92	50,216.17
投资活动产生的现金流量净额	-177,566.76	92,794.84
筹资活动产生的现金流量净额	217,781.61	-161,331.92

现金及现金等价物净增加额	126,449.38	-16,615.96
--------------	------------	------------

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅增长，面临较大的资金压力

随着公司收购范围的扩大以及银行借款、公开发行本期债券等，截至2017年末公司负债总额规模为485,384.87万元，同比大幅上升184.33%；所有者权益规模为954,658.98万元，同比增长67.98%，公司产权比率较2016年末上升20.80个百分点，所有者权益对负债的保障程度大幅降低。随着公司完成对幻想悦游、合润传媒收购款项的支付，2018年3月末公司负债规模较2017年末减少15.64%，产权比率较2017年末下降8.03个百分点至42.81%。公司负债结构仍以流动负债为主。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	409,494.44	485,384.87	170,711.09
所有者权益	956,485.36	954,658.98	568,314.93
产权比率	42.81%	50.84%	30.04%

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要为短期借款、应付账款和其他应付款。2017年末，公司短期借款规模为72,625.00万元，是2016年末的11.91倍，其中10,800.00万元为公司之子公司天神互动以持有的世纪华通股票取得的质押借款，61,825.00万元为保证借款。公司应付账款主要为应付广告栏目植入购买相关款项以及应付游戏分成，截至2017年末，公司应付账款规模为31,646.77万元，同比大幅增长252.98%，主要系合并范围扩大所致，其中账龄在一年以内的占比为78.35%。2018年3月末应付账款规模为37,323.99万元，较2017年末增长17.94%。2017年末公司其他应付款规模为183,211.17万元，同比增长156.11%，主要系新增待支付幻想悦游、合润传媒股权转让对价所致，其中公司以发行股份方式支付208,850.83万元，以现金方式支付207,000.87万元；随着相关股权转让款的支付，2018年3月末公司其他应付款较2017年末下降45.66%，其中截至2018年3月末，公司已支付幻想悦游、合润传媒股权收购款13.94亿元，仍待支付6.76亿元。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券、长期应付款及递延所得税负债。2018年3月末公司长期借款余额20,000.00万元。公司应付债券为应付本期债券，2018年3月末余额为99,564.16万元。公司长期应付款主要为应付一花科技原股东的股权收购款。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	66,825.00	16.32%	72,625.00	14.96%	6,100.00	3.63%
应付账款	37,323.99	9.11%	31,646.77	6.52%	8,965.63	5.33%
其他应付款	99,564.16	24.31%	183,211.17	37.75%	71,535.28	42.55%
流动负债合计	242,278.95	59.17%	323,470.23	66.64%	95,523.26	55.96%
长期借款	20,000.00	4.88%	0.00	0.00%	9,992.14	5.94%
应付债券	99,420.06	24.28%	99,299.24	20.46%	0.00	0.00%
长期应付款	34,074.54	8.32%	49,071.60	10.11%	49,071.60	29.19%
递延所得税负债	10,967.97	2.68%	11,100.75	2.29%	15,266.74	9.08%
非流动负债合计	167,215.49	40.83%	161,914.64	33.36%	75,187.84	44.72%
负债合计	409,494.44	100.00%	485,384.87	100.00%	170,711.09	100.00%
其中：有息债务	186,245.06	45.48%	171,924.24	35.42%	16,092.14	9.43%

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

截至2018年3月末，公司有息债务包括短期借款、长期借款和应付债券，规模为186,245.06万元，占负债总额的45.48%，有息债务规模持续攀升，面临一定的债务压力。

偿债能力指标方面，2017年公司新增尚未支付幻想悦游、合润传媒收购款以及银行贷款和发行本期债券，导致2017年末公司负债规模快速增加，资产负债率较2016年末增长10.61个百分点至33.71%，同期末流动比率下降至1.02，短期偿债压力有所增大。公司业务规模扩大带来盈利水平提升，2017年公司EBITDA为150,831.27万元，同比大幅增长148.20%，同时随着公司有息债务规模扩大，利息支出大幅增加，EBITDA对有息债务本息的保障程度下滑明显。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	29.98%	33.71%	23.10%
流动比率	1.06	1.02	1.20
速动比率	1.04	1.00	1.20
EBITDA（万元）	-	150,831.27	60,769.01
EBITDA 利息保障倍数	-	13.00	28.93
有息债务/EBITDA	-	1.14	0.26
债务总额/EBITDA	-	3.22	2.81
经营性净现金流/流动负债	-	0.28	0.53
经营性净现金流/负债总额	-	0.18	0.29

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

八、评级结论

2017年公司深入整合游戏产业链各环节，涵盖游戏研发、发行和渠道，并拓展公司在广告、影视娱乐内容、营销上的布局。2017年度公司收入和利润水平大幅增长，经营性现金流表现较好。公司依托其研发实力使得其游戏业务毛利率近年来均高于行业平均水平，在研及拟代理游戏有望为公司带来一定游戏收入。

值得注意的是，公司收入增长来源于外延式并购，内生动力不足，若公司无法实施有效的整合，将削弱公司的市场竞争力。公司相关业务存在一定政策及知识产权风险，且公司商誉规模大，存在较大减值风险。公司有息债务持续增加，面临较大资金压力。此外，公司实际控制人、董事长兼总经理朱晔先生因涉嫌违反证券法律法规被中国证监会立案调查，截至本报告披露日，暂未有结论性的意见或决定；同时，截至2018年6月5日朱晔已累计质押其持有公司股份总数的97.68%，若因质押股权被强行平仓，公司存在控制权发生变动的风险。

基于以上分析，鹏元对公司及本期债券的2018年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望调整为负面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
流动资产：				
货币资金	87,106.04	182,193.52	55,738.92	72,354.87
应收票据	300.00	100.00	0.00	0.00
应收账款	84,593.50	64,348.04	40,815.25	41,632.36
预付款项	26,459.86	14,531.70	2,339.14	8,096.88
应收利息	88.23	78.01	0.00	5.99
其他应收款	39,490.97	35,308.94	9,616.25	2,190.85
存货	5,584.35	4,863.18	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	170.08	404.85
其他流动资产	13,866.68	28,095.59	5,722.86	15,447.77
流动资产合计	257,591.36	329,620.70	114,402.50	140,133.58
非流动资产：				
可供出售金融资产	154,740.86	157,531.13	146,316.33	73,912.85
长期股权投资	238,060.33	231,970.25	6,765.38	139,523.11
固定资产	2,971.31	2,837.49	1,179.69	1,149.14
无形资产	13,561.74	14,168.79	4,125.38	1,522.74
商誉	654,143.28	654,143.28	455,277.46	366,446.67
长期待摊费用	6,326.26	5,993.11	898.43	411.92
递延所得税资产	3,192.69	2,555.79	3,347.07	1,755.42
其他非流动资产	35,391.97	41,223.32	6,713.77	5,729.06
非流动资产合计	1,108,388.44	1,110,423.16	624,623.52	590,450.91
资产总计	1,365,979.80	1,440,043.85	739,026.02	730,584.49
流动负债：				
短期借款	66,825.00	72,625.00	6,100.00	31,780.00
应付账款	37,323.99	31,646.77	8,965.63	9,043.11
预收款项	6,119.20	8,121.90	1,486.41	2,350.83
应付职工薪酬	3,794.45	6,478.23	2,623.95	3,481.44
应交税费	5,821.62	6,364.03	4,455.55	4,938.45
应付利息	2,491.37	7,739.28	31.20	77.39
应付股利	800.39	800.39	0.00	0.00
其他应付款	99,564.16	183,211.17	71,535.28	47,344.16
一年内到期的非流动负债	14,997.06	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	4,541.70	6,483.46	325.25	989.69
流动负债合计	242,278.95	323,470.23	95,523.26	100,005.06

非流动负债：				
长期借款	20,000.00	0.00	9,992.14	0.00
应付债券	99,420.06	99,299.24	0.00	0.00
长期应付款	34,074.54	49,071.60	49,071.60	125,289.10
递延收益	1,025.22	715.36	857.36	619.32
递延所得税负债	10,967.97	11,100.75	15,266.74	10,347.08
非流动负债合计	167,215.49	161,914.64	75,187.84	136,255.50
负债合计	409,494.44	485,384.87	170,711.09	236,260.56
所有者权益：				
股本	93,684.69	93,684.69	29,208.65	29,208.65
资本公积	595,948.87	595,917.93	355,724.06	363,197.95
减：库存股	8,206.80	8,206.80	15,479.20	26,867.50
其他综合收益	595,948.87	20,165.80	70,701.73	48,381.85
盈余公积	4,908.86	4,908.86	1,640.80	1,640.80
未分配利润	229,986.96	212,200.46	126,642.54	79,212.53
归属于母公司所有者权益小计	933,287.13	918,670.94	568,438.58	494,774.27
少数股东权益	23,198.23	35,988.04	-123.65	-450.33
所有者权益合计	956,485.36	954,658.98	568,314.93	494,323.94
负债和所有者权益总计	1,365,979.80	1,440,043.85	739,026.02	730,584.49

注：2015-2016 年数据为经公司会计差错更正调整后的数据。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	74,187.08	310,137.50	167,486.06	94,084.76
其中：营业收入	74,187.08	310,137.50	167,486.06	94,084.76
二、营业总成本	52,964.74	218,041.11	115,136.97	61,620.29
其中：营业成本	23,094.96	107,354.96	68,195.39	29,453.46
营业税金及附加	224.84	1,476.29	533.44	397.36
销售费用	7,346.50	23,503.94	7,614.35	1,481.46
管理费用	17,537.12	64,530.21	34,375.19	22,625.57
财务费用	3,911.97	11,720.35	1,449.39	5,122.09
资产减值损失	849.35	9,455.36	2,969.20	2,540.34
加：公允价值变动损益（损失以“-”号填列）	0.00	-465.68	0.00	0.00
投资收益（损失以“-”号填列）	4,133.14	43,617.20	3,837.90	4,228.39
其中：对联营企业与合营企业的投资收益	-97.61	4,240.24	-1,282.32	3,738.80
资产处置收益		0.45	-18.54	
其他收益	44.50	544.53		
三、营业利润（损失以“-”号填列）	25,399.98	135,792.89	56,168.45	36,692.87
加：营业外收入	131.18	315.50	801.06	51.12
减：营业外支出	2.02	2,869.85	85.43	650.43
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	25,529.14	133,238.54	56,884.08	36,093.56
减：所得税费用	689.54	9,206.24	2,326.28	451.27
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	24,839.60	124,032.30	54,557.81	35,642.30
归属于母公司所有者的净利润	17,786.49	101,967.62	54,673.41	36,210.31
少数股东损益	7,053.10	22,064.68	-115.61	-568.01
六、其他综合收益的税后净额	-3,380.90	-50,719.98	22,319.88	32,609.24
七、综合收益	21,458.70	73,312.32	76,877.69	68,251.53

注：2015-2016年数据为经公司会计差错更正调整后的数据。

资料来源：公司2015-2017年审计报告及2018年1-3月未经审计的财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	51,767.96	292,588.00	177,839.62	92,881.39
收到的税费返还	22.90	452.53	478.56	6.85
收到其他与经营活动有关的现金	8,275.89	32,562.60	4,998.29	1,038.92
经营活动现金流入小计	60,066.75	325,603.14	183,316.47	93,927.16
购买商品、接受劳务支付的现金	12,869.59	100,783.71	73,114.02	28,524.80
支付给职工以及为职工支付的现金	14,876.93	39,752.87	18,997.48	13,449.39
支付的各项税费	3,819.10	11,937.06	8,734.55	5,539.47
支付其他与经营活动有关的现金	37,895.11	83,703.57	32,254.25	14,431.95
经营活动现金流出小计	69,460.74	236,177.21	133,100.30	61,945.61
经营活动产生的现金流量净额	-9,393.98	89,425.92	50,216.17	31,981.55
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	40,169.33	58,309.98	174,374.09	1,600.00
取得投资收益收到的现金	4,143.06	1,321.47	1,526.08	522.61
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收益	0.00	96.57	34.74	0.00
投资活动现金流入小计	46,312.38	59,728.02	175,934.90	2,122.61
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	348.70	2,071.01	1,077.38	1,887.94
投资支付的现金	32,245.49	156,190.42	43,915.68	150,406.34
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	26,936.68	38,147.00	96,549.43
投资活动现金流出小计	119,629.71	237,294.78	83,140.06	248,843.71
投资活动产生的现金流量净额	-73,317.33	-177,566.76	92,794.84	-246,721.10
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	100,208.00	0.00	115,742.96
取得借款收到的现金	25,600.00	95,825.00	31,689.51	35,980.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	5,500.00	132,000.00
发行债券收到的现金	8,700.00	98,833.40	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	34,300.00	294,866.40	37,189.51	283,722.96
偿还债务支付的现金	11,400.00	40,292.14	47,380.00	4,200.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	28,328.50	31,242.65	12,514.01	4,978.40
支付其他与筹资活动有关的现金	5,204.60	5,550.00	138,627.42	10,714.42
筹资活动现金流出小计	44,933.10	77,084.79	198,521.43	19,892.81

筹资活动产生的现金流量净额	-10,633.10	217,781.61	-161,331.92	263,830.15
汇率变动对现金的影响	-1,743.06	-3,191.39	1,704.95	427.79
现金及现金等价物净增加额	-95,087.47	126,449.38	-16,615.96	49,518.38
期初现金及现金等价物余额	182,188.30	55,738.92	72,354.87	22,836.50
期末现金及现金等价物余额	87,100.83	182,188.30	55,738.92	72,354.87

注：2015-2016 年数据为经公司会计差错更正调整后的数据。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	124,032.30	54,557.81	35,642.30
加：资产减值准备	9,455.36	2,969.20	2,540.34
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,010.69	439.34	435.59
无形资产摊销	2,596.02	921.41	53.46
长期待摊费用摊销	2,387.45	423.53	188.58
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-0.45	18.54	0.00
公允价值变动损失	465.68	0.00	0.00
财务费用	11,598.56	2,100.65	5,083.49
投资损失	-43,617.20	-3,837.90	-4,228.39
递延所得税资产减少	791.28	-1,591.65	-588.13
递延所得税负债增加	2,508.86	4,919.67	118.17
存货的减少	-2,091.00	0.00	0.00
经营性应收项目的减少	-22,576.74	-844.56	-43,894.60
经营性应付项目的增加	2,865.09	-9,859.86	36,630.74
经营活动产生的现金流量净额	89,425.92	50,216.17	31,981.55
现金的期末余额	182,188.30	55,738.92	72,354.87
减：现金的期初余额	55,738.92	72,354.87	22,836.50
现金及现金等价物净增加额	126,449.38	-16,615.96	49,518.38

注：2015-2016年数据为经公司会计差错更正调整后的数据。

资料来源：公司2015-2017年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	186,245.06	171,924.24	16,092.14	31,780.00
资产负债率	29.98%	33.71%	23.10%	32.34%
流动比率	1.06	1.02	1.20	1.40
速动比率	1.04	1.00	1.20	1.40
综合毛利率	68.87%	65.38%	59.28%	68.69%
EBITDA（万元）	-	150,831.27	60,769.01	42,237.27
EBITDA 利息保障倍数	-	13.00	28.93	7.73
有息债务/EBITDA	-	1.14	0.26	0.75
期间费用率	38.81%	65.38%	25.94%	31.07%
总资产回报率	-	13.29%	8.03%	10.33%
营运资本变化（万元）	-	-21,802.64	-10,704.42	-7,263.86
产权比率	42.81%	50.84%	30.04%	47.79%

注：2015-2016年数据为经公司会计差错更正调整后的数据。

资料来源：公司2015-2017年审计报告及2018年1-3月未经审计的财务报表，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	持股比例		业务性质
	直接	间接	
北京天神互动科技有限公司	100.00%		软件和信息技术服务业
上海绚游网络科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
上海足影网络科技游戏公司		100.00%	软件和信息技术服务业
北京水工日辰科技有限公司		70.00%	软件和信息技术服务业
北京新芮瞬间科技有限公司		70.00%	软件和信息技术服务业
北京格斗侠科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
北京银河艺动科技有限公司		70.00%	软件和信息技术服务业
天神互动（北京）娱乐科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
网游天地（天津）科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
Corona Technology Limited		100.00%	软件和信息技术服务业
Archon Technology Limited		100.00%	软件和信息技术服务业
北京财富创想数码科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
嘉兴长天有道十一号投资管理合伙企业（有限合伙）		39.38%	投资管理、投资咨询、项目投资
天神剑（上海）网络科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
深圳市一花科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
深圳市为爱普信息技术有限公司		69.69%	软件和信息技术服务业
上海为爱普信息技术有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
霍尔果斯娱乐天承网络科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
北京星空智盛科技发展有限公司		50.71%	软件和信息技术服务业
北京乾坤翰海资本投资管理有限公司	100.00%		投资管理、投资咨询、项目投资、资产管理
上海晗明投资中心（有限合伙）	80.00%	20.00%	投资管理、投资咨询、项目投资、资产管理
上海掌正网络科技有限公司	100.00%		软件和信息技术服务业
北京妙趣横生网络科技有限公司	100.00%		软件和信息技术服务业
霍尔果斯洛亚网络科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
雷尚（北京）科技有限公司	100.00%		软件和信息技术服务业
雷尚（天津）科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
雷尚（香港）股份有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
Rayjoy Holdings Limited		100.00%	软件和信息技术服务业
大圣互动（天津）科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
喀什火力网络科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业

北京幻想悦游网络科技有限公司	93.54%		软件和信息技术服务业
FANTASY NETWORK LIMITED		100.00%	不适用
OASIS GAMES LIMITED		100.00%	游戏海外发行
OASIS SANQI NETWORK TECHNOLOGY LIMITED		100.00%	移动互联网广告
BIDSTALK LIMITED		100.00%	移动互联网广告
北京初聚科技有限公司		100.00%	技术开发、技术服务
CHU TECHNOLOGY LIMITED		100.00%	移动互联网广告
霍尔果斯时义网络科技有限公司		100.00%	游戏业务
霍尔果斯初聚网络科技有限公司		100.00%	广告业务
嘉兴乐玩网络科技有限公司	42.00%		软件和信息技术服务业
北京诚誉天下科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
嘉兴乐潮网络科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
嘉兴乐动网络科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
嘉兴乐豆网络科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
嘉兴乐微网络科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
霍尔果斯烽火网络科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业
北京华喜创科科技有限公司	65.00%		软件和信息技术服务业
霍尔果斯华喜创科有限公司	65.00%		软件和信息技术服务业
北京合润德堂文化传媒有限责任公司	96.36%		广告业
上海朗脉投资有限公司		100.00%	投资管理
上海泛明广告有限公司		100.00%	广告业
合润新视野国际传媒广告（北京）有限公司		100.00%	广告业
北京合润指点文化传媒有限公司		100.00%	广告业
北京合动力广告传媒有限责任公司		70.00%	广告业
霍尔果斯合润德堂文化传媒有限责任公司		100.00%	广告业
合动力广告传媒（天津）有限责任公司		70.00%	广告业
上海麦橙网络科技有限公司	100.00%		软件和信息技术服务业
西安麦橙信息科技有限公司		100.00%	软件和信息技术服务业

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 近年公司主要游戏产品运营情况

游戏名称	项目	2018 1-3 月	2017 年	2016 年
苍穹变手游	当期流水合计 (万元)	594	6,187	26,884
	月均付费用户数 (万人)	0.3	0.8	3.0
	当期日均活跃用户数 (万人)	0.5	1.6	8.9
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	634	632	766
傲剑	当期流水合计 (万元)	1,017	5,098	7,371
	月均付费用户数 (万人)	0.7	0.9	1.9
	当期日均活跃用户数 (万人)	3.7	5.5	9.6
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	505	457	346
傲剑 2	当期流水合计 (万元)	75	677	1,536
	月均付费用户数 (万人)	0.05	0.1	0.3
	当期日均活跃用户数 (万人)	0.1	0.4	1.4
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	591	641	439
苍穹变	当期流水合计 (万元)	649	4,759	10,074
	月均付费用户数 (万人)	0.3	0.6	1.8
	当期日均活跃用户数 (万人)	0.9	1.7	3.7
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	578	599	477
飞升	当期流水合计 (万元)	904	4,610	7,737
	月均付费用户数 (万人)	0.3	0.4	1.0
	当期日均活跃用户数 (万人)	1	1.5	2.8
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	954	787	685
天神传奇	当期流水合计 (万元)	146	734	1,882
	月均付费用户数 (万人)	0.09	0.1	0.2
	当期日均活跃用户数 (万人)	0.1	0.1	0.4
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	524	490	566
全民破坏神	当期流水合计 (万元)	41	433	1,154
	月均付费用户数 (万人)	0.03	0.07	0.2
	当期日均活跃用户数 (万人)	0.1	0.2	0.9
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	318	533	572
神魔齐天	当期流水合计 (万元)	732	86	
	月均付费用户数 (万人)	1.2	0.1	
	当期日均活跃用户数 (万人)	0.7	0.06	
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	202	127	
坦克风云	当期流水合计 (万元)	3,321.88	16,161	31,065
	月均付费用户数 (万人)	1.66	2.5	5.8

	当期日均活跃用户数 (万人)	13	17.18	30.2
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	609	548	527
	累计充值消费比	98.70%	98.50%	98.20%
超级舰队	当期流水合计 (万元)	6,404.93	36,772	47,996
	月均付费用户数 (万人)	1.95	3.7	8.2
	当期日均活跃用户数 (万人)	13.79	21.32	29.4
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	1087	826	510
	累计充值消费比	97.50%	98.80%	97.80%
帝国争霸	当期流水合计 (万元)	280.79	2,956	4,185
	月均付费用户数 (万人)	0.13	0.4	1.1
	当期日均活跃用户数 (万人)	0.92	-	3.5
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	600	627	447
	累计充值消费比	97.90%	98.70%	98.10%
开炮吧坦克	当期流水合计 (万元)	78.85	1,133	5,307
	月均付费用户数 (万人)	0.07	0.2	0.88
	当期日均活跃用户数 (万人)	1.13	1.93	3.8
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	378	564	910
	累计充值消费比	99%	98.50%	98%
极品大官人	当期流水合计 (万元)	2,455.58		
	月均付费用户数 (万人)	3.78		
	当期日均活跃用户数 (万人)	10.81		
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	228		
	累计充值消费比	98.80%		
十万个冷笑话	当期流水合计 (万元)	48.93	2,056.45	11,265.73
	月均付费用户数 (万人)	1.06	1.06	3.27
	当期日均活跃用户数 (万人)	0.67	2.38	9.78
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	65	74	266
封神英雄榜	当期流水合计 (万元)	868.36	8,664.59	8539.51
	月均付费用户数 (万人)	1.69	1.71	13.31
	当期日均活跃用户数 (万人)	1.44	3.72	19.7
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	358.8	406	258.18
火影忍者	当期流水合计 (万元)	3,889.58	17,797.09	
	月均付费用户数 (万人)	1.86	2.12	
	当期日均活跃用户数 (万人)	17.89	23.36	
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	695.79	698.09	
	截至 2018 年 3 月末累计充值消费比	95%	99%	
神曲	当期流水合计 (万元)	2,203.84	13,570.29	
	月均付费用户数 (万人)	1.85	2.37	

	当期日均活跃用户数 (万人)	6.81	10.36	
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	397.58	477.28	
	截至 2018 年 3 月末累计充值消费比	98%	99%	
口袋妖怪	当期流水合计 (万元)	3,777.31	13,701.91	
	月均付费用户数 (万人)	5.84	10.35	
	当期日均活跃用户数 (万人)	1.26	2.39	
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	215.46	110.29	
无敌舰队	当期流水合计 (万元)	2,813.68	13,552.48	
	月均付费用户数 (万人)	2.94	3.73	
	当期日均活跃用户数 (万人)	2.07	1.50	
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	318.69	302.76	
攻城三国	当期流水合计 (万元)	1,428.52	100.95	
	月均付费用户数 (万人)	0.44	0.17	
	当期日均活跃用户数 (万人)	1.28	0.50	
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	1,079.27	578.50	
皮皮湖南跑胡子	当期流水合计 (万元)	4,589.89	26,187.43	
	月均付费用户数 (万人)	-	0.07	
	当期日均活跃用户数 (万人)	31.79	31.59	
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	23.81	22.92	
	截至 2018 年 3 月末累计充值消费比	0.91	1.04	
贵州麻将	当期流水合计 (万元)	584.76	6,681.54	
	月均付费用户数 (万人)	0.62	1.5	
	当期日均活跃用户数 (万人)	3.37	10.56	
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	26.2	12.57	
	截至 2018 年 3 月末累计充值消费比	1.14	0.92	
福建麻将	当期流水合计 (万元)	687.61	4,966.64	
	月均付费用户数 (万人)	0.82	0.31	
	当期日均活跃用户数 (万人)	2.28	4.81	
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	37.41	24.13	
	截至 2018 年 3 月末累计充值消费比	1.43	1.05	
内蒙麻将	当期流水合计 (万元)	864.37	3,290.66	
	月均付费用户数 (万人)	0.28	0.05	
	当期日均活跃用户数 (万人)	4.26	4.16	
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	18.56	22.89	
	截至 2018 年 3 月末累计充值消费比	1.05	1.45	

注：1、ARPPU 指自每个付费游戏用户获得的平均收入；

2、《火影忍者》、《神曲》、《口袋妖怪》、《无敌舰队》和《攻城三国》为绿洲游戏平台代理的游戏。

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

附录八 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。