



游族网络股份有限公司公开发行 可转换公司债券 2023 年度跟踪 评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0605 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果 游族网络股份有限公司 AA /列入信用评级观察名单

本次跟踪债项及评级结果 “游族转债” AA/列入信用评级观察名单

评级观点

本次跟踪维持主体及债项级别为 AA，并将主体及债项信用等级列入信用评级观察名单，主要基于游族网络股份有限公司（以下简称“游族网络”或“公司”）受战略影响，叠加游戏产品具有开发风险，2022 年收入及经营活动净现金流进一步下降，净利润亏损，盈利能力下降；同时，公司无控股股东及实际控制人，需关注游戏上线进度及业绩恢复情况、第一大股东及管理层变更后公司经营及战略执行情况、控制权稳定性及资本运作规划等。同时中诚信国际也肯定了公司海外发行及运营优势、优质 IP 储备和原创优势及债务规模相对较低、杠杆水平维持低位对公司整体信用实力的支持。

评级观察

中诚信国际认为，由于游戏上线进度及业绩恢复情况具有不确定性，且第一大股东及管理层变更后，公司经营及战略执行情况、第一大股东控制权稳定性及资本运作规划等有待关注，游族网络股份有限公司信用评级在未来 3-6 个月内调整方向不明。

正面

- 拥有成熟的海外发行及运营经验，具有海外发行及运营优势
- 优质 IP 储备及原创优势
- 债务规模相对较低，杠杆水平维持低位

关注

- 受公司战略影响，叠加游戏产品具有开发风险，2022 年收入及经营活动净现金流进一步下降，需对游戏上线进度及业绩恢复情况保持关注
- 净利润亏损，盈利能力弱化
- 公司无控股股东和实际控制人，需对第一大股东及管理层变更后公司经营及战略执行情况、控制权稳定性及资本运作规划保持关注

项目负责人：陈田田 ttchen@ccxi.com.cn

项目组成员：黄雨昕 yxhuang01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

游族网络（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	85.93	69.42	62.79	64.31
所有者权益合计（亿元）	50.60	51.31	45.40	45.26
负债合计（亿元）	35.33	18.11	17.39	19.04
总债务（亿元）	23.77	9.59	8.48	10.66
营业总收入（亿元）	47.03	32.04	19.81	4.74
净利润（亿元）	-1.87	1.65	-6.30	0.43
EBIT（亿元）	0.76	2.43	-4.79	--
EBITDA（亿元）	3.44	6.01	-1.42	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	8.33	3.27	1.58	-0.91
营业毛利率(%)	31.25	39.25	40.07	39.75
总资产收益率(%)	0.89	3.13	-7.24	--
EBIT 利润率(%)	1.62	7.59	-24.17	--
资产负债率(%)	41.12	26.09	27.69	29.62
总资本化比率(%)	31.96	15.75	15.74	19.06
总债务/EBITDA(X)	6.90	1.60	-5.97	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.59	10.91	-3.57	--
FFO/总债务(X)	0.13	0.49	0.30	--

注：1、中诚信国际根据游族网络提供的其经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的带强调事项段的无保留意见的 2020 年财务报告、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2021~2022 年财务报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年财务报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年财务报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

本次跟踪债项情况

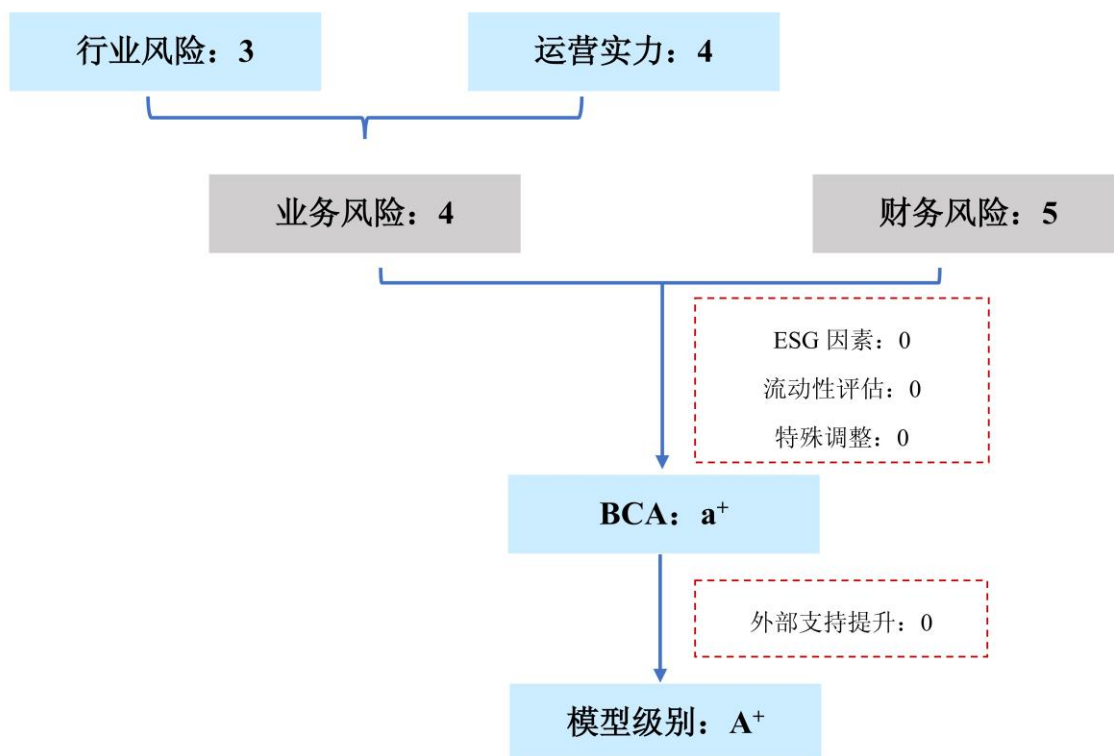
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
游族转债	AA/列入信用评级观察名单	AA	2022/06/27	11.50	6.82	2019/09/23~2025/09/23	回售条款、赎回条款、转股价格向下修正条款

注：债项余额为 2023 年 3 月末数据。

¹ 截至 2020 年末，公司应收实际控制人非经营性资金占用余额 801,659,402.50 元，截至财务报告日，实际控制人已全额偿还上述占用款项。此外，截至 2020 年末，公司应收账款原值 240,722,188.05 元、其他权益工具投资 40,348,360.62 元和其他非流动金融资产 80,621,000.00 元涉及未决诉讼，涉诉结果存在不确定性。

评级模型

游族网络股份有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2022_03

■ 业务风险：

游族网络属于游戏行业，因游戏行业易受政策等因素影响，中国游戏行业风险评估为中等；游族网络收入受战略及游戏上线进度影响很大，游戏储备可为公司后续发展提供支撑，但仍面临一定开发风险，业务风险评估为中等。

■ 财务风险：

游族网络收入规模大幅下降，受期间费用高企及非经常性损益影响，2022 年利润大幅亏损；经营获现水平随业务规模的下降而趋弱，整体偿债能力随之弱化，但受益于公司债务规模较小，杠杆比率维持低位，财务风险评估为较低。

■ 模型级别：

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对游族网络个体基础信用等级无影响，游族网络具有 a+ 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

公司能够享受税收减免等优惠政策；公司系第一大股东名下核心资产，其对公司的支持意愿很强，但支持能力较为有限。外部支持子级未调升。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

公司于 2019 年 9 月 23 日发行“游族转债”，发行金额为 11.50 亿元，债券期限为 6 年，到期日为 2025 年 9 月 23 日，截至 2023 年 3 月末，“游族转债”剩余金额为 6.82 亿元。募集资金用途方面，公司实际募集资金净额为 11.30 亿元，募集资金项目投资情况如下：

表 1：公司募集资金使用情况（万元）

项目	募集资金投资总额	截至 2023 年 3 月末累计使用募集资金金额
网络游戏开发及运营	65,332.00	8,351.27
网络游戏运营平台升级建设项目	15,168.00	11,406.83
补充流动资金	32,509.19	32,509.19
合计	113,009.19	52,267.29

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

2022 年 6 月 13 日，公司审议通过了《关于使用部分闲置募集资金进行现金管理的议案》，同意公司及全资子公司使用总额不超过人民币 5 亿元的闲置募集资金进行现金管理，用于购买满足安全性高、流动性好、风险低、有保本约定、期限不超过 12 个月要求的投资产品。2023 年 4 月 27 日，公司审议通过《关于调整闲置募集资金现金管理额度及使用闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意公司将闲置募集资金现金管理额度由不超过 5 亿元调整为不超过 7,050 万元，使用期限维持不变，同时使用不超过 5.5 亿元闲置募集资金暂时补充流动资金，使用期限自审议通过之日起不超过 12 个月，到期之前将归还至募集资金专户。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社

会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

2022 年以来，游戏市场人口红利逐渐减退，叠加多重因素影响，中国游戏市场发展不及预期；游戏“走出去”仍面临机遇与挑战并存的格局，同时需对监管政策及版号审批保持关注。

2022 年，受新产品减少等因素影响，中国游戏用户规模为 6.64 亿人，同比下降 0.33%；叠加诸多不利因素影响，中国游戏市场发展不及预期，当期实际销售收入 2,658.84 亿元，同比下降 10.33%。从内部结构来看，2022 年国内移动游戏市场实际销售收入为 1,930.58 亿元，占中国游戏市场实际销售收入的 72.61%，移动游戏仍是中国游戏市场收入的主要来源，但占比有所下降。从用户数来看，2022 年中国移动游戏用户规模约 6.54 亿人，同比下降 0.23%，标志着移动游戏用户规模已经饱和，游戏市场的人口红利已逐渐减退，在进入存量市场竞争的背景下，推动高质量精品游戏研发、深耕细分赛道、谨慎开发新产品或将能够增强企业抗风险能力。

海外拓展方面，目前游戏企业逐步将游戏出海作为公司的重点发展战略，但受地缘政治、汇率波动等因素影响，2022 年自主研发游戏海外市场实际收入为 173.46 亿美元，同比下降 3.70%。产品类型方面，策略、角色扮演、射击仍是游戏出海的主要类型；出海区域方面，美国、日本和韩国仍为中国游戏企业出海的主要目标市场，同时，自主研发游戏在美日韩欧之外地区的收入占比不断增加，我国游戏产业海外市场渗透范围进一步扩大。整体来看，我国游戏出海市场覆盖区域将继续扩大，越来越多的海外玩家将深刻感受中国文化的魅力，但随着国际形势的变化，中国企业游戏出海也受到来自各方面的不确定因素影响，游戏“走出去”仍面临机遇与挑战并存的格局。

政策方面，近年来主管部门不断加强未成年人保护力度，各地政府也积极推出相应政策鼓励与支持游戏行业在发展中，5G 技术、云计算、元宇宙、人工智能等前沿技术在游戏中的应用将加速游戏业态变革，或将推动游戏行业高质量发展。版号方面，2022 年，国家新闻出版署共下发 512 个游戏版号，同比进一步减少 33.94%，游戏审批标准愈发细致和严格，监管力度进一步加强，大量规模较小的公司以及独立的游戏开发者受到较大影响。整体来看，“版号寒冬”引导企业研发更长生命周期的游戏，一定程度上推动“游戏精品化”的趋势，同时令游戏出海的步伐加快，需持续关注监管政策及游戏版号审批对游戏行业带来的影响。

中诚信国际认为，2022 年，移动游戏仍为公司主要收入来源，且游戏主要发行区域仍聚焦海外，但受公司继

续执行聚焦策略和精实增长策略叠加游戏上线进度不及预期影响，公司营业总收入同比大幅下降，需关注游戏研发、上线进度、国外发行政策、汇率等因素对业绩的影响。

游戏储备能为业务发展提供一定支撑，但 2022 年，受公司执行聚焦策略和精实增长策略影响，叠加游戏上线进度不及预期，当期营业收入同比大幅下降；需对上线进度及对营业收入产生的影响保持关注。

公司主要从事移动游戏和网页游戏的研发、发行与运营，已发展成为集研发和运营于一体的网络游戏厂商之一。2022 年，公司继续执行聚焦策略和精实增长策略，产品上线和广告投放更加注重精准化和效率，叠加主要游戏在四季度上线影响，当期移动游戏及网页游戏收入均下滑，共同令营业总收入同比下降 38.19%，但移动游戏收入占比仍很高。2023 年一季度，公司营业总收入同比下降 13.00%。此外，2022 年国外收入占比提升至 64.06%，需关注海外发行政策、汇率等因素对公司业绩的影响。

表 2：公司分产品收入占比情况(%)

占比	2020	2021	2022
移动游戏	79.92	78.62	74.84
网页游戏	18.99	20.57	24.31
其他	1.09	0.81	0.85
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：公司分地区收入占比情况(%)

占比	2020	2021	2022
国内	44.89	37.30	35.94
国外	55.11	62.70	64.06
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

游戏种类方面，2022 年延续“全球化卡牌+”战略，继续深耕卡牌和 SLG 赛道，推进旗下《少年三国志》《少年三国志 2》《少年三国志：零》《少年西游记》《战火与永恒》《权力的游戏：凛冬将至》等游戏的精细化运营，通过不断的版本更新和活动打造长生命周期产品。同期，公司在日本及东南亚市场推出的《绯红神约》上线后多日取得日本地区 App Store 和 Google Play 双平台免费 Top1，并进入多国 App Store 畅销榜前十，公司游戏产品进一步丰富。整体来看，公司在卡牌赛道具有领先优势，且凭借其战略布局的成效和新品全球发行的成绩，公司入选 2022 年全球移动游戏市场中国企业竞争力 TOP25。

此外，公司储备有《代号行者》《战火与永恒》《代号 G》和《山海镜花（重启）》等多款自研产品，以及《十万个冷笑话》《塔防精灵》等多款代理产品，将陆续于 2023 年及以后上线。同时，公司已储备《权力的游戏》《盗墓笔记》《山海镜花》和《三体》等经典 IP 资源，目前公司正在推进《三体》系列 IP 游戏开发，预计将于未来 5 年内陆续推向市场，能够为公司业务发展提供一定支撑，但需对游戏上线进度及对营业收入带来的影响保持关注。

表 4：近年来公司主要网络游戏产品情况

游戏名称	类型	来源	游戏类型	上线时间
少年三国志	手游	自研	卡牌	2015.02

少年西游记	手游	自研	卡牌	2016.07
西游女儿国	手游	自研	卡牌	2017.08
华武战国	手游	代理	模拟经营	2019.01
圣斗士星矢	手游	代理	卡牌	2019.02
权力的游戏	页游	自研	SLG	2019.03
少年三国志 2	手游	自研	卡牌	2019.12
少年三国志零	手游	自研	卡牌	2020.11
战火与永恒	手游	自研	SLG	2021.01
新盗墓笔记	手游	自研	MMO	2021.09
女神联盟：混沌	手游	代理	MMO	2022.04
绯红神约	手游	自研	卡牌	2022.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，公司继续实行自主运营和联合运营的双重经营策略，仍以联合运营为主；自研游戏收入占比提升，游戏产品开发风险对公司后续业务发展的影响有待关注。

公司游戏产品均采用按虚拟道具收费的盈利模式；运营模式主要分为自营模式和联营模式，以联营模式为主。2022 年，受益于公司官网持续运营和玩家召回活动等，自主运营收入占比提升至 27.76%。

表 5：公司两种运营方式收入占比情况(%)

占比	2020	2021	2022
联合运营	81.84	79.72	71.96
自主运营	17.90	19.94	27.76
其他	0.26	0.34	0.28
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

游戏来源方面，2022 年公司继续实行研发与代理并行策略，在坚持自主研发的同时，通过代理运营优质游戏产品提升自身品牌影响力。2022 年，公司关注前沿技术在游戏研发中的应用，致力于打造工业化生产线，但受游戏开发及上线进度影响，当期研发投入同比有所下降；同期，营业总收入下降幅度较大，研发投入占比大幅提升。此外，研发人员受聚焦策略影响有所减少，但占公司总人数的比重较上年变化不大。

表 6：近年来公司研发投入情况（人、%、亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
研发投入	5.69	6.22	5.55	0.94
占当年销售收入比重	12.10	19.41	28.02	19.80
研发人员数量	1,485	1,210	1,097	1,032
研发人员数量占比	69.59	70.10	69.47	67.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年公司共上线自研游戏 3 款，代理游戏 1 款，2023 年 3 月末代理游戏数量占总数量的比重为 35%，自研游戏占比进一步提升；从营业收入贡献度来看，当期自研游戏收入进一步提升至 80%。

跟踪期内，公司第一大股东及部分高管发生变动，需对公司经营、战略执行情况及后续资本运作情况保持关注。

2023 年 3 月 18 日，公司发布《游族网络股份有限公司关于股东协议转让股份过户完成暨公司第

一大股东发生变更的公告》称，公司原控股股东、实际控制人林奇先生的继承人林小溪、林芮璟、林漓（以下简称“转让方”）及其法定监护人 XU FENFEN（中文名：许芬芬）女士（以下简称“许芬芬”或“转让方代表”）与上海加游企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“上海加游”）签署了《股份转让协议》，转让方及转让方代表以协议转让的方式向上海加游转让其持有的公司无限售流通股 107,331,792 股股份。截至 2023 年 3 月 15 日，上述股份已完成过户登记手续，上海加游持有公司 11.72% 的股份，为公司第一大股东，上述股份无质押或冻结情况，公司无控股股东及实际控制人；此外，林芮璟仍持有公司 0.62% 股份²。受公司第一大股东变化影响，公司董事长由许芬芬变更为宛正；公司财务总监及两位非独立董事亦有所变动，其余董监高未发生变化，需对第一大股东及高管变动后公司经营及战略执行情况保持关注。

此外，根据公司披露的《游族网络股份有限公司详式权益变动报告书》，上海加游承诺，游族网络股份自登记至其名下之日起 18 个月内不通过任何形式转让，包括但不限于集合竞价、大宗交易以及协议转让等各种形式。同时，上海加游不排除在上述权益变动完成后的 12 个月内进一步通过直接或间接的方式增持其在游族网络中拥有权益股份的可能性，若未来上海加游进一步增持公司股份，第一大股东控制力将增强，公司资本实力或将进一步提升，需对上述可能的股份变动情况保持关注。

财务风险

中诚信国际认为，受公司战略影响且主要新游戏于四季度上线，2022 年营业总收入大幅下降；期间费用及非经常性损益对利润产生较大影响，当期利润总额亏损，盈利能力下降，偿债能力指标亦随之弱化；公司债务规模较小，财务杠杆比率维持较低水平。

2022 年，受公司战略影响，营业总收入大幅下降；期间费用及非经常性损益对利润产生较大影响，当期利润总额亏损，盈利能力趋弱。

2022 年，受公司执行聚焦战略和精实增长战略，叠加新游戏于四季度上线，营业总收入同比大幅下降。毛利率方面，受益于公司在广告投放上更加注重精准化和投资回报率，当期营业毛利率同比小幅提升，其中，受获客成本略有上升影响，网页游戏毛利率同比有所下降。2023 年一季度，公司继续执行上述战略，营业总收入同比下降 13.00%；同期，新网页游戏上线推升广告费用，网页游戏毛利率进一步下滑，带动当期营业毛利率亦有所下降。

期间费用方面，2022 年公司新产品上线数量同比减少，宣传投入有所下降，同期职工薪酬及研发费用均有所下降，上述因素共同使得期间费用规模同比大幅下降，期间费用率处于较高水平，需关注期间费用控制情况及其对利润产生的影响。同期，公司经营性业务利润亏损，且减值损失³、基金投资产生的公允价值变动损失及停止部分未通过阶段性测试的在研游戏项目产生的资产处置损失对利润产生较大侵蚀，2022 年利润总额亏损，盈利指标亦随之弱化。2023 年一季度，公司经营性业务利润仍较小，受益于非经常性损益的补充，利润总额实现扭亏，但由于非经常性

² 转让方及转让方代表同意，自目标股份交割日起 18 个月，转让方及转让方代表自愿且不可撤销地放弃截至目标股份交割日所持有的上市公司 5,711,041 股股份对应的表决权。根据《游族网络股份有限公司关于股东股份解除冻结的公告》，截至 2023 年 3 月 30 日，林芮璟名下的股份已解除司法再冻结。

³ 因公司投资的亚联公务机有限公司经营情况不及预期，公司计提长期股权减值损失 1.15 亿元。

收益稳定性一般，长期盈利能力仍然承压。

表 7：近年来公司主要板块收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
移动游戏	37.59	28.92	25.19	33.44	14.83	36.26	3.56	40.55
网页游戏	8.93	42.55	6.59	60.42	4.81	51.08	1.15	36.59
其他	0.51	4.92	0.26	65.30	0.17	61.28	0.03	61.23
营业总收入/营业毛利率	47.03	31.25	32.04	39.25	19.81	40.07	4.74	39.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用合计	13.97	11.94	8.70	1.86
期间费用率(%)	29.71	37.27	43.94	39.23
经营性业务利润	1.41	1.06	-0.50	0.10
资产减值损失	-0.30	-2.91	-1.86	--
信用减值损失	-2.31	-0.50	-0.14	0.02
公允价值变动收益	0.70	2.69	-3.30	0.13
投资收益	0.31	1.53	0.62	0.19
资产处置收益	0.02	0.01	-1.06	--
利润总额	-0.24	1.82	-6.36	0.44
EBIT	0.76	2.43	-4.79	0.44
EBITDA	3.44	6.01	-1.42	--
EBIT 利润率(%)	1.62	7.59	-24.17	9.26

注：损失用“-”列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受公司业务规模缩小叠加计提减值准备、公允价值变动等因素影响，2022 年年末资产及负债总额同比均有所下降；经营亏损使得公司资本实力有所弱化，但财务杠杆比率仍处于较低水平。

2022 年末总资产同比进一步下降，公司资产以非流动资产为主，其中，计提减值准备令期末长期股权投资规模有所下降；公允价值变动导致以债务工具投资和权益工具投资为主的其他非流动金融资产规模同比下降。同期末，摊销及计提减值导致无形资产规模同比下降。此外，商誉主要为溢价收购 Bigpoint HoldCo GmbH（以下简称“Bigpoint”）产生，或将面临一定的减值风险，需对 Bigpoint 经营情况保持关注。流动资产方面，货币资金同比有所增长，其中涉诉案件冻结的受限货币资金为 0.39 亿元，受限比例很低；以应收联合运营商销售款为主的应收账款随公司业务规模的下降而下降。

公司负债主要由应付账款及有息债务构成。其中，应付账款主要为游戏分成款、版权金和广宣费等，受新游戏主要于年底上线影响，广告和宣传投放增长推升 2022 年末应付账款规模。公司偿还部分短期借款使得总债务规模亦有所下降且处于较低水平，以长期债务为主的债务结构较优。2023 年以来，公司新增借款以支付合作方分成款及广告费，3 月末短期债务及总债务规模较上年末均有所上升。

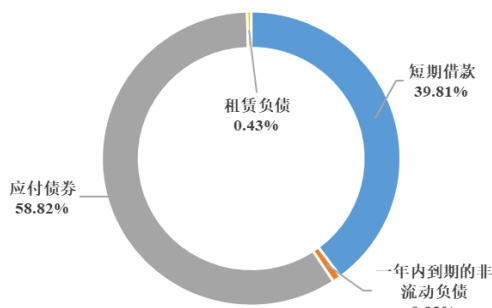
权益方面，受公司亏损影响，未分配利润的下降使得所有者权益规模有所下降，资本实力有所弱化，因债务规模亦有所下降，2022 年末杠杆比率同比变化不大，跟踪期内公司杠杆比率仍处于较低水平。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	16.05	14.28	15.45	17.16
应收账款	7.02	4.06	3.00	3.47
其他流动资产	4.79	4.66	4.54	4.25
流动资产合计	42.21	24.17	25.22	27.23
长期股权投资	7.64	7.66	5.90	5.97
其他非流动金融资产	12.94	17.41	14.94	14.96
固定资产	7.19	6.66	6.29	6.20
无形资产	4.10	4.47	2.93	2.81
开发支出	2.22	1.63	2.47	2.82
商誉	4.72	1.95	2.00	2.02
总资产	85.93	69.42	62.79	64.31
应付账款	6.17	3.49	4.62	4.85
总负债	35.33	18.11	17.39	19.04
总债务	23.77	9.59	8.48	10.66
短期债务/总债务(%)	75.35	30.71	26.06	40.74
股本	9.16	9.16	9.16	9.16
未分配利润	31.24	32.92	26.57	27.00
所有者权益	50.60	51.31	45.40	45.26
资产负债率(%)	41.12	26.09	27.69	29.62
总资本化比率(%)	31.96	15.75	15.74	19.06

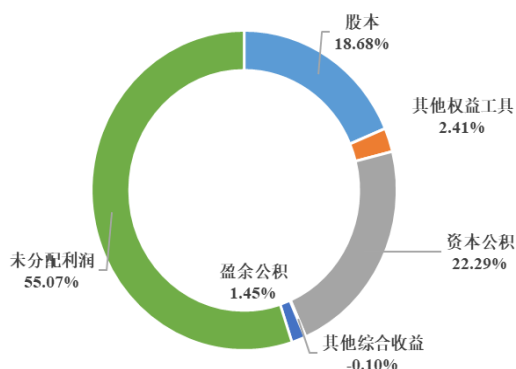
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营获现能力弱化，FFO 对总债务的覆盖能力趋弱；受公司亏损影响，EBITDA 相关偿债指标亦大幅弱化。

2023 年，受收入规模下降影响，公司经营获现水平有所弱化。投资活动方面，2021 年公司收到关联方非经营性资金归还而当期无此事项，投资活动现金净流入规模大幅下降。筹资活动方面，公司净偿还银行借款规模下降使得当期筹资活动现金净流出规模收窄。2023 年一季度，受当期收入回款减少且支付 2022 年部分广告、分成等款项影响，经营活动净现金流为净流出态势。

偿债能力方面，2022 年经营活动净现金流对债务利息的覆盖能力下降，FFO 对总债务的保障程度亦有所弱化。同期，公司经营亏损，EBITDA 对债务本息的保障能力均有所弱化。

表 10: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	8.33	3.27	1.58	-0.91
投资活动产生的现金流量净额	-3.82	8.38	0.90	0.65
筹资活动产生的现金流量净额	-3.59	-10.52	-1.53	0.13
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	8.69	5.93	3.95	--
EBITDA 利息保障倍数	3.59	10.91	-3.57	--
FFO/总债务	0.13	0.49	0.30	--
总债务/EBITDA	6.90	1.60	-5.97	--

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末, 公司受限资产账面价值合计 4.66 亿元, 占期末总资产的 7.25%, 其中, 受限货币资金为 0.43 亿元, 为涉诉冻结款项。同期末, 公司无影响正常经营的重大未决诉讼及对外担保。股权质押方面, 截至 2023 年 3 月末, 公司前十名股东中, 林奇持有的 14,989,977 股股份被质押, 另有 22,222,223 股股份被冻结, 分别占其持股比例的 21.08%和 31.26%, 合计占公司总股本的 4.06%。

过往债务履约情况: 根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料, 2020~2023 年 4 月, 公司所有借款均到期还本、按期付息, 未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料, 截至本评级报告出具日, 公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁴

假设

- 2023 年, 游族网络按照预期进度上线游戏, 经营有所恢复。
- 2023 年, 游族网络固定资产投资规模很小。
- 2023 年, 游族网络无较大规模资金需求, 债务规模维持稳定。

预测

表 11: 预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	15.75	15.74	15.80~16.10
总债务/EBITDA(X)	1.60	-5.97	1.55~1.63

调整项

流动性评估

中诚信国际认为, 游族网络合并口径现金及等价物储备尚可, 对有息债务的覆盖程度较高, 未来一年流动性来源能够对流动性需求形成一定覆盖。

截至 2023 年 3 月末, 公司非受限货币资金为 16.73 亿元, 易变现的交易性金融资产为 0.94 亿元,

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时, 中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设, 可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素, 该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响, 因此, 前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

合并口径现金及等价物储备尚可，对总债务的覆盖程度较高。同期末，公司共获得综合授信额度 8.32 亿元，其中未使用额度 3.82 亿元，备用流动性一般。此外，公司为 A 股上市公司，直接融资渠道较为畅通，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于债务的还本付息、新游戏的研发及购买理财产品等。近年来公司固定资本开支保持较低水平，未来一年内暂无此类大额投资支出计划，理财投资支出亦保持较低水平。近年来公司研发投入在 5~7 亿元左右，公司自有资金可平衡上述投资需求，但 2023 年以来，公司新增银行借款，资金保有量有所上升，需关注公司资金使用效率情况。此外，公司总债务规模不大，经营活动现金回流能够覆盖债务利息，且银行借款能够实现到期接续。综上所述，公司资金平衡状况较好，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成一定覆盖。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	2023.4-12	2024	2025	2026 年及以后
合并口径				
银行融资	2.20	2.04	--	--
租赁负债	0.15	0.08	0.01	--
应付债券	--	--	6.27	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司作为游戏企业，社会责任较强；公司治理结构较优，内控制度亦较为完善，目前 ESG 表现较好，潜在 ESG 风险较小。

环境方面，公司作为游戏企业，不涉及资源利用、碳排放等事项，无突发污染事件，各类环保政策变化对公司的持续经营和生产成本无影响。

社会方面，在《综合防控儿童青少年近视实施方案》《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》《中华人民共和国未成年人保护法》等政策管理趋严和完善的趋势影响下，公司积极构筑未成年人网络保护体系，持续助力未成年人健康成长。同时，公司积极承担社会责任，2022 年为新加坡儿童癌症基金会定制开发一款益智游戏，并发起“点亮希望”的主题公益活动。此外，公司在产品研发和运营中融合传统文化特性，持续传播中华优秀传统文化。

公司治理方面，内控方面，公司不断完善管理体制，2022 年对基本控制、经营管理、信息系统、业务控制等方面制度进行更新及完善。资金管理方面，公司各级子公司内部资金调拨实行收支两条线原则，子公司的资金收支均由公司本部统一管理。战略方面，公司将围绕“研运一体”和“自主经营”来进行工作室的改造和赋能，并将现有的创新院升级为“AI 创新院”，下设“智子实验室”和“红岸实验室”，分别围绕“AIGC”和“AI 赋能游戏全球化”两个方向进行聚焦和突破。

外部支持

公司能够享受税收减免等优惠政策；公司系第一大股东名下核心资产，其对公司支持能力较为有限，但支持意愿很强。

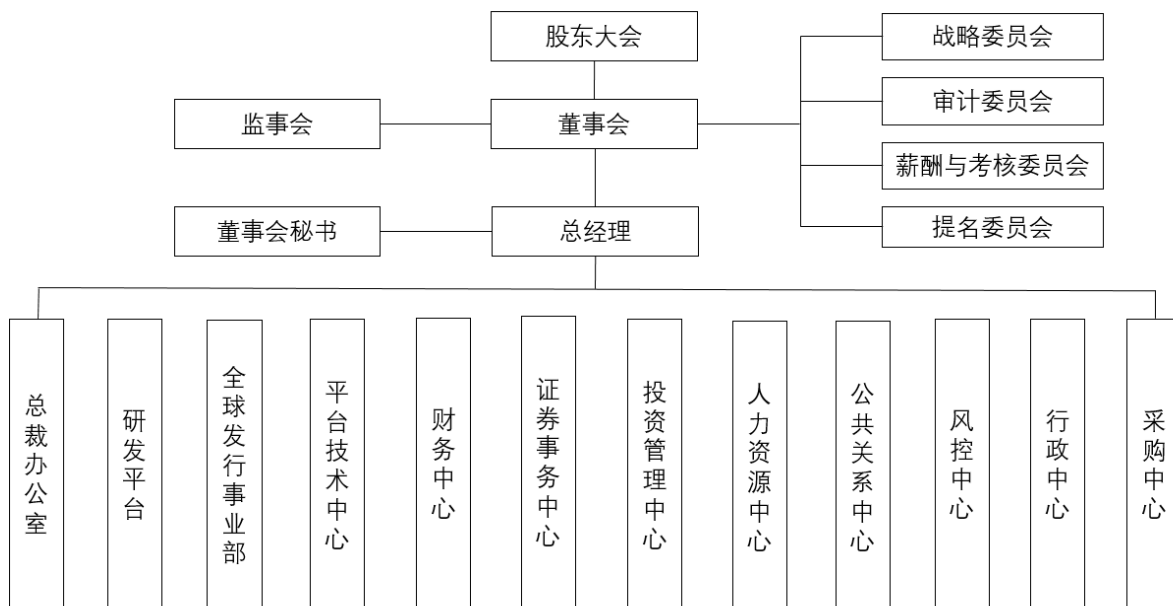
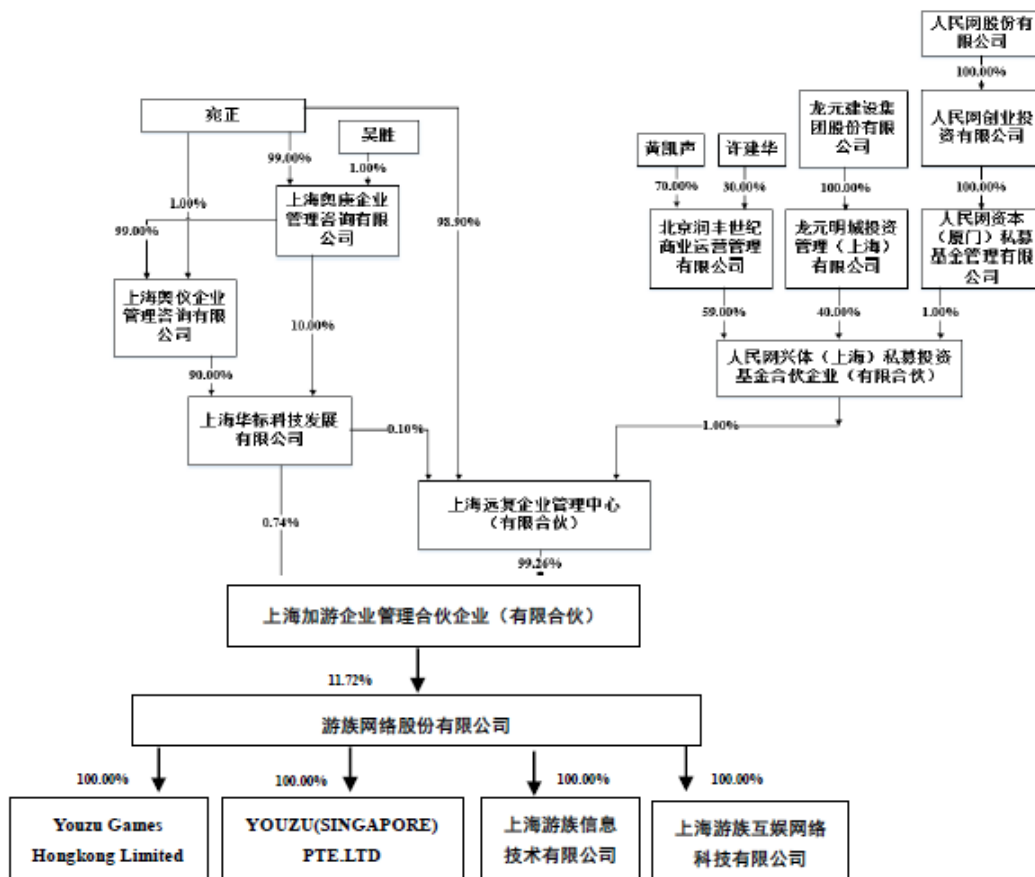
⁵中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

随着文化产业各类支持政策的陆续出台和完善,公司能够享受一定的政府补助和增值税即征即退政策,2020~2022 年,公司确认的政府补助收益分别为 0.29 亿元、0.18 亿元和 0.16 亿元。截至 2023 年 3 月末,公司第一大股东为上海加游企业管理合伙企业(有限合伙),持有公司 11.72%股权,公司无控股股东及实际控制人。第一大股东持股比例较低,且对当地政府和金融机构等资源的协调能力较为有限,但公司系第一大股东名下核心资产,公司信用恶化对其影响很大,第一大股东对公司的支持意愿很强。同期末,第一大股东所持公司股票无质押或冻结情况。

评级结论

综上所述,中诚信国际维持游族网络股份有限公司的主体信用等级为 **AA**,维持“游族转债”的信用等级为 **AA**,并将上述主体及债项信用等级列入信用评级观察名单。

附一：游族网络股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：游族网络股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	160,477.03	142,774.20	154,483.99	171,567.80
应收账款净额	70,182.38	40,608.05	30,032.78	34,738.71
其他应收款	115,590.37	6,015.59	6,890.63	7,055.62
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	230,107.01	276,561.77	219,082.17	212,879.19
固定资产	71,944.40	66,580.62	62,868.68	61,957.81
在建工程	1,100.85	0.00	0.00	0.00
无形资产	41,017.69	44,721.14	29,324.86	28,103.10
总资产	859,271.20	694,220.01	627,870.39	643,057.28
其他应付款	4,150.59	3,823.37	4,225.08	2,904.27
短期债务	179,112.87	29,454.42	22,111.67	43,432.11
长期债务	58,596.02	66,458.21	62,722.78	63,163.05
总债务	237,708.89	95,912.63	84,834.44	106,595.17
净债务	105,312.77	-44,404.81	-65,781.11	-60,665.96
总负债	353,308.84	181,128.89	173,867.60	190,443.35
所有者权益合计	505,962.36	513,091.12	454,002.79	452,613.93
利息支出	9,584.08	5,509.80	3,986.81	--
营业总收入	470,313.77	320,438.28	198,055.19	47,387.12
经营性业务利润	14,090.78	10,648.31	-4,965.58	1,031.27
投资收益	3,054.14	15,308.91	6,206.43	1,861.19
净利润	-18,693.56	16,545.59	-62,993.40	4,284.98
EBIT	7,607.25	24,308.68	-47,864.45	--
EBITDA	34,432.11	60,105.74	-14,214.99	--
经营活动产生的现金流量净额	83,258.88	32,651.75	15,751.68	-9,142.16
投资活动产生的现金流量净额	-38,166.70	83,813.13	8,966.11	6,490.55
筹资活动产生的现金流量净额	-35,897.59	-105,228.55	-15,348.09	1,290.46
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	31.25	39.25	40.07	39.75
期间费用率(%)	29.71	37.27	43.94	39.23
EBIT 利润率(%)	1.62	7.59	-24.17	--
总资产收益率(%)	0.89	3.13	-7.24	--
流动比率(X)	1.49	2.30	2.37	2.22
速动比率(X)	1.49	2.30	2.37	2.22
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	6.70	5.78	5.61	5.85*
资产负债率(%)	41.12	26.09	27.69	29.62
总资本化比率(%)	31.96	15.75	15.74	19.06
短期债务/总债务(%)	75.35	30.71	26.06	40.74
经调整的经营活动净现金流/总债务(X)	0.31	0.31	0.15	--
经调整的经营活动净现金流/短期债务(X)	0.41	1.01	0.59	--
经调整的经营活动净现金流/利息支出(X)	8.69	5.93	3.95	--
总债务/EBITDA(X)	6.90	1.60	-5.97	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	2.04	-0.64	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.59	10.91	-3.57	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.79	4.41	-12.01	--
FFO/总债务(X)	0.13	0.49	0.30	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款+应收款项融资调整项)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款+应收款项融资调整项)×收款项天/营业收入+存货平均净额×货平均天/营业成本+合同资产平均净额×同资产天/营业收入-应付账款平均净额×付账款天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn