

信用等级公告

联合[2018]321 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北京昆仑万维科技股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2018 年创新创业公司债券（第二期）进行综合分析和评估，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拟面向合格投资者公开发行的 2018 年创新创业公司债券（第二期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年四月二 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 2018 年面向合格投资者 公开发行创新创业公司债券（第二期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：基础发行规模 1.00 亿元，可超额配售不超过 1.10 亿元

本期债券期限：不超过 5 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 4 月 2 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额（亿元）	14.68	38.88	63.06	76.68
所有者权益（亿元）	10.12	26.80	31.81	42.22
长期债务（亿元）	0.00	0.00	7.20	11.62
全部债务（亿元）	0.00	2.48	20.56	22.84
营业收入（亿元）	19.34	17.89	24.25	26.73
净利润（亿元）	3.26	4.05	5.45	8.67
EBITDA（亿元）	4.03	5.00	7.36	--
经营性净现金流（亿元）	3.97	1.92	3.57	7.49
营业利润率（%）	68.87	60.68	52.82	79.92
净资产收益率（%）	34.99	21.96	18.61	23.43
资产负债率（%）	31.08	31.08	49.56	44.94
全部债务资本化比率（%）	0.00	8.46	39.26	35.10
流动比率（倍）	2.49	1.57	0.87	1.07
EBITDA 全部债务比（倍）	--	2.02	0.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	146.70	12.15	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.92	2.38	3.50	--

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、2017 年三季报财务数据未经审计、相关指标未年化。4、公司其他应付款和长期应付款中债务部分分别调整入短期债务和长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京昆仑万维科技股份有限公司（以下简称“公司”或“昆仑万维”）的评级反映了其作为一家全球互联网平台公司，在技术实力、海外游戏市场开拓能力等方面有较强的优势。近年来随着移动网络游戏行业的迅速发展，公司营业收入规模波动增长。公司债务负担较轻。同时，联合评级也关注到网络游戏行业竞争激烈，公司主营业务获利能力有所下降，境外业务存在运营管理和汇率风险，公司利润依赖投资收益，存在短期偿付压力、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。

中国网络游戏产业目前处于快速发展阶段，互联网用户数量的迅速增长为中国网络游戏行业持续发展提供了基础保证，受益于良好的行业前景，公司未来营业收入有望持续增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来，网络游戏行业处于快速发展期，随着互联网用户数量增长，行业发展前景广阔，为公司提供了良好的外部环境。

2. 公司技术实力较强，其多项核心游戏技术处于行业领先水平，为公司推出优质网络游戏新产品提供了有力支持。

3. 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。

4. 近年来，随着移动网络游戏行业的迅速发展，公司手机游戏业务收入增加，带动营业收入波动增长；公司债务负担较轻。

关注

1. 由于游戏行业竞争激烈，公司代理游戏分成比例大幅增长，公司主营业务毛利率近三年呈现逐步下滑态势，主营业务获利能力逐年下降。

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

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；公司尚有一笔未决诉讼，有一定或有负债风险；公司债务以短期为主，存在一定短期偿付压力。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

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

分析师：




联合信用评级有限公司

一、主体概况

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

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

2017 年 2 月，经中国证券监督管理委员会《关于核准北京昆仑万维科技股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]3081 号）批准，公司非公开发行人民币普通股股票 3,225.81 万股，截至 2017 年 9 月底，公司股本 115,882.58 万股。周亚辉个人直接加间接共控制股权比例为 33.56%，为公司实际控制人。截至 2018 年 3 月 22 日，周亚辉个人直接持有公司股份 18,855.05 万股中，已累计质押 17,314.00 万股，占其直接所持有公司股份的 91.83%，占本公司总股本的 15.03%。

表 1 截至 2017 年 9 月底公司前十大股东（单位：万股、%）

股东名称	持股数量	持股比例
李琼	20,739.11	17.90
北京盈瑞世纪软件研发中心（有限合伙）	20,040.81	17.29
周亚辉	18,855.05	16.27
王立伟	5,840.88	5.04
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	1,388.00	1.20
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	1,238.97	1.07
陈芳	981.12	0.85
香港中央结算有限公司	976.54	0.84
东方富海(芜湖)股权投资基金(有限合伙)	800.72	0.69
深圳天风天成资产管理有限公司—天富 13 号资产管理计划	645.16	0.56

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：互联网信息服务业务（除新闻、教育、医疗保健、药品、医疗器械以外的内容）；利用互联网经营游戏产品（含互联网游戏虚拟币发行）；互联网游戏出版；技术开发、技术转让；设计制作、代理、发布广告；货物进出口，技术进出口，代理进出口（涉及许可经营的凭许可经营）。

截至 2017 年 9 月底，公司本部设有总裁办、证券投资部、内控部、法务部、渠道部等 12 个职能部门，设有商务中心、软件商店、平台中心、运维中心等 6 个业务部门（详见附件 1），拥有子公司 24 家，共拥有在职员工 1,471 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 63.06 亿元，负债合计 31.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 31.81 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 31.52 亿元。2016 年，公司实现营业收

入 24.25 亿元，净利润（含少数股东损益）5.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.57 亿元，现金及现金等价物增加额 0.62 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 76.68 亿元，负债合计 34.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 42.22 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 41.41 亿元。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 26.73 亿元，净利润（含少数股东损益）8.67 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.49 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.02 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“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）”，本期债券基础发行规模为 1.00 亿元，可超额配售不超过 1.10 亿元；可根据申购情况，在发行本金总额不超过证监会核准的发行规模范围内实施超额配售选择权。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行，期限不超过 5 年，附第 2 个和第 4 个计息年度末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利；本期债券利率将不超过国务院限定的利率水平，票面年利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券面向《公司债券发行与交易管理办法》规定且在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司开立合格 A 股证券账户的合格投资者公开发行。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集的资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务、补充营运资金。

三、行业分析

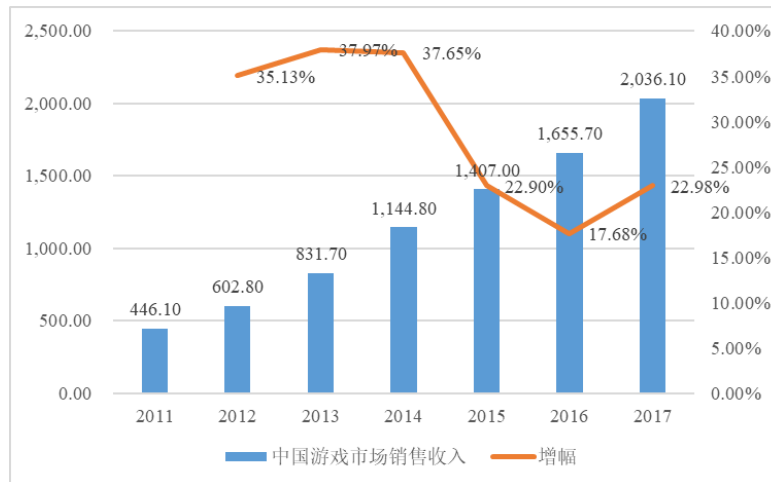
公司收入和利润主要来源于网络游戏业务，即互联网游戏业务，因此其所处行业系互联网游戏行业。

1. 行业概况

互联网游戏是指以互联网为传输媒介，以游戏运营商服务器和用户计算机、手机等为处理终端，以游戏的客户端软件或互联网浏览器为信息交互窗口的个体性多人在线游戏，旨在实现娱乐、休闲、交流和取得虚拟成就的目标。随着智能手机 CPU 处理能力、内存容量、显示屏尺寸等硬件性能大幅提高，世界观宏大、游戏策略复杂、多人交互、画面精美的网络游戏应用于移动端得以实现。

从市场规模看，2011~2017 年，我国游戏市场销售收入持续增长，主要系移动游戏市场爆发增长所致。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。

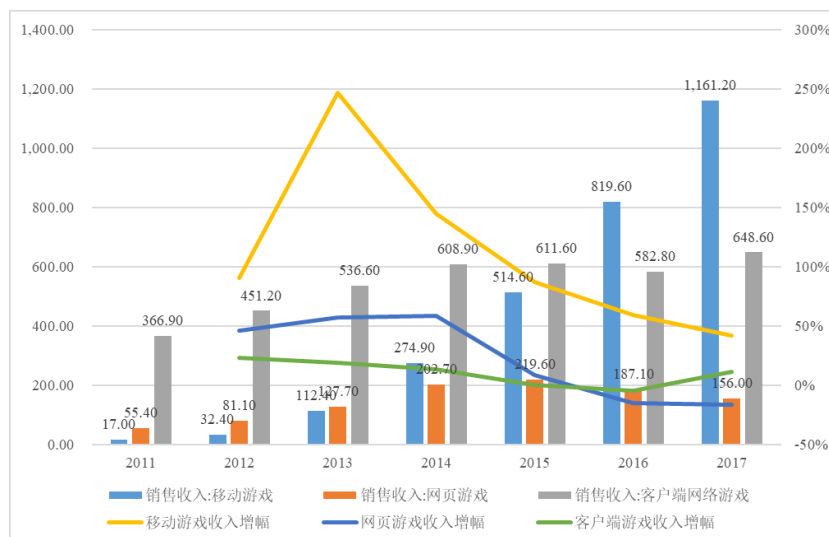
图 1 2011~2017 年网络游戏市场收入规模（单位：亿元、%）



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；2013 年被称为中国移动游戏“元年”，移动游戏市场呈现爆发式的增长，当期移动游戏市场增幅达 246.91%，技术的积累为移动游戏市场的发展带来可能，大量游戏用户从客户端游戏和网页游戏向移动游戏市场渗透；2013 年开始，移动游戏行业保持高速增长，但增速呈下降态势，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。同期，客户端游戏呈现波动增长态势，自 2014 年后市场波动不大，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。2011~2015 年，网页游戏保持着增长态势，但从 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

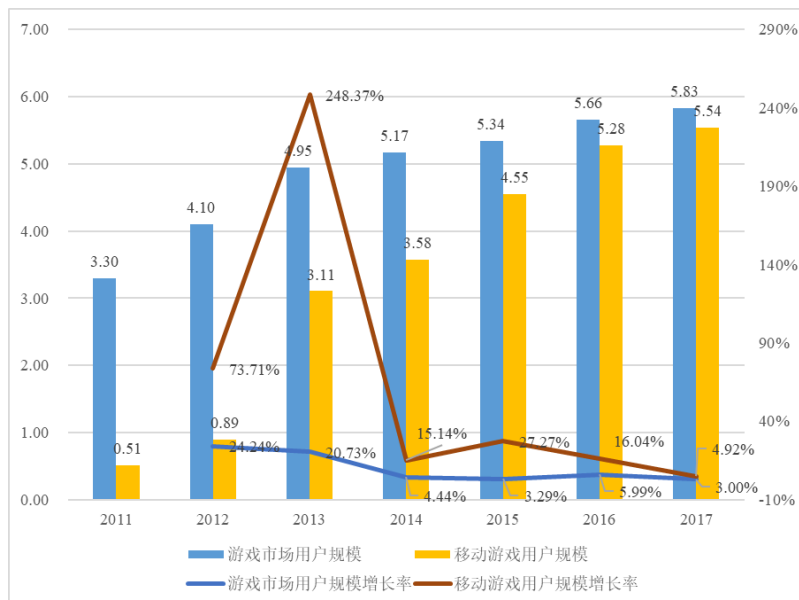
总体看，中国互联网游戏市场主要由移动游戏、客户端游戏和网页游戏构成；经历了数年爆发式快速增长之后，移动游戏市场增速持续下降，2017 年客户端游戏有所回温；网页游戏市场规模持续下降。

2. 互联网游戏用户

根据中国互联网络信息中心统计，2010 年以来，公司网民数量呈现持续增长态势，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，2013 年以来移动游戏用户大幅增长，且增幅超过游戏用户总量，移动游戏用户主要来自 PC 游戏用户的迁移。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

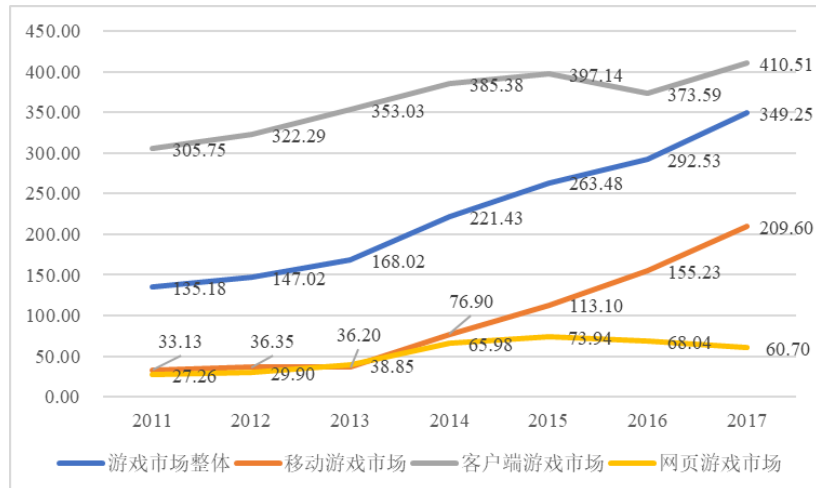
总体看，移动游戏用户数量大幅增长是近年来推动游戏市场增长的主要因素之一，手机网民、移动游戏用户渗透率已经达到了一个很高的水平，传统游戏领域向移动游戏领域转化的红利期基本结束，流量红利将尽，未来手游用户规模大幅增长的潜力较小。

3. 用户付费倾向

从游戏市场平均用户创收水平来看，2011~2017 年，我国游戏市场平均用户创收水平持续呈现波动上升的态势，其中 2016 年有所下降，主要系网页游戏市场用户消费倾向下降所致，2016 年平均用户创收水平为 410.51 元/人。客户端游戏和移动游戏的平均用户创收水平均呈现持续上升的态势，2017 年分别为 349.25 元/人和 209.60 元/人；网页游戏平均用户创收水平呈波动 2015 年及之前为上升，2016 年开始下降，与网页游戏用户数量变动趋势一致，2017 年为 60.70 元/人。客户端游戏平均用户创收水平持续升高跟客户端游戏品质不断提升、游戏重度化和电竞化的趋势有关；伴随移

动游戏市场大幅增长，移动游戏质量的提高以及用户的迁移，移动游戏的平均用户创收水平持续上升；由于中轻度游戏用户向更为便捷的移动游戏领域迁移，2016 年开始网页游戏的用户数量和平均用户创收水平开始下降。

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

可以看出，游戏行业的主要组成部分客户端游戏和移动游戏的平均用户创收水平均呈现持续上升的态势，未来可能成为推动游戏市场发展的主要因素之一。

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。

3. 行业竞争格局

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

网络游戏行业头部集中。从 2015~2016 年收入前十名游戏公司收入情况看，腾讯游戏和网易游戏二者收入合计占到收入前十名游戏公司合计收入的 75%以上，为第一梯队，其余公司为第二梯队。腾讯游戏具有庞大的用户量，并且利用资本优势，以收购或者合作进一步丰富自己的产品和技术储备；网易游戏深度开发研究梦幻西游、倩女幽魂和大话西游等 IP 价值，并且推动与国外大厂的合作以代理引进优秀游戏产品等。第一梯队内，在体量上腾讯游戏具有压倒性优势。

从细分行业看，移动游戏领域，根据艾瑞咨询数据，腾讯游戏和网易游戏占了市场份额的 55%，但移动游戏短频快的更新换代节奏、成熟的产业分工给了很多中小企业生存空间；网页游戏目前发展到了稳定阶段，较高的推广成本提高了行业准入门槛，市场集中于大中型企业；客户端游戏市场由于发展时间较长，行业成熟度高等特点，导致行业集中度最高，头部企业（TOP5）占据了约 75%

的市场份额。

表 2 2015~2016 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	2015 年		游戏公司	2016 年	
	收入	占比		收入	占比
腾讯游戏	565.9	56.72	腾讯游戏	708.4	57.27
网易游戏	182.9	18.33	网易游戏	296.1	23.94
三七互娱	42.1	4.22	三七互娱	45.9	3.71
搜狐畅游	39.5	3.96	完美世界	42.3	3.42
完美世界	37.8	3.79	游族网络	26	2.10
奇虎 360	31.7	3.18	搜狐畅游	25.8	2.09
盛大游戏	29.5	2.96	金山网络	25.7	2.08
百度游戏	24.9	2.50	恺英网络	25.4	2.05
恺英网络	23.3	2.34	巨人网络	21.7	1.75
巨人网络	20.1	2.01	昆仑万维	19.7	1.59

资料来源：艾瑞咨询

总体看，网络游戏行业参与者较多，但行业收入集中于头部，整体行业集中度较高。

4. 行业政策

我国政府对互联网游戏行业的监督管理采用法律约束、行政管理和行业自律相结合的模式，行业行政主管部门是工业和信息化部、文化部、国家新闻出版总署和国家版权局。

2013 年 6 月，工信部审议通过了《电信和互联网用户个人信息保护规定》，进一步完善了用户个人信息保护法律制度，规范了电信经营者、互联网信息服务商在电信服务与互联网信息服务过程中需要获取的个人信息及网络使用活动信息。同时，该规定也进一步明确了电信业务经营者、互联网信息服务商收集、使用用户个人信息的规则和信息安全保障措施。

2014 年 2 月，国务院发布《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》。意见要求，大力推动传统文化单位发展互联网新媒体，推动传统媒体和新兴媒体融合发展，提升先进文化互联网传播吸引力。深入挖掘优秀文化资源，推动动漫游戏等产业优化升级，打造民族品牌。推动动漫游戏与虚拟仿真技术在设计、制造等产业领域中的集成应用。

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，国家体育总局发布《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。

这些政策主要体现对新兴产业的扶持和对游戏市场的规范两个方面。扶持方面，从鼓励发展电子竞技行业，到教育部在高校增设电竞专业、扶持本土精品游戏出版，不仅在国家层面上充分肯定游戏行业的地位，而且从行业标准、从业人员、题材内容等方面，对电竞、VR、移动游戏的纵深发展提供有利的产业发展环境。规范层面主要体现在移动游戏新产品上线审核的趋严，对版号的要求，加强对游戏企业资质的考察等方面，引导游戏行业走向精品化和健康化。

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

5. 行业关注

移动游戏产品呈现重度化趋势

国内移动游戏玩家渗透率已达较高水平。随着移动游戏经验愈加丰富，玩家对于游戏产品的玩法和品质要求逐渐提高，中重度和竞技手游满足了部分 PC 核心玩家在碎片化时间下的移动端游戏需求。在市场整体产品类型趋于重度的现状下，中重度手游一般生命周期较长，对于发行商的长期和精细运营能力要求较高。

网页游戏与手机游戏生命周期较短，研发风险较高

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

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%。

移动游戏监管趋严，市场将进一步集中

2016 年 6 月 2 日，国家新闻出版广电总局发布《关于移动游戏出版服务管理的通知》（以下简称《通知》），对移动游戏进行前置审批，实行初期会影响游戏上线进度，延长游戏的变现周期，短期内对移动游戏行业有一定影响。

6. 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，中国网络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质。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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司技术储备丰富，自主创新能力强

公司致力于以自主研发的方式建立核心竞争优势，在网络游戏领域积累了多项核心技术储备。在公司研发的众多网络游戏核心技术中，Kunlun Mobile3D、Kunlun WebX 和 Kunlun Flame 是三款最具代表性的研发技术。Kunlun Mobile3D 是基于移动平台的原生 3D 引擎，是高效研发基于 OpenGL ES 标准的大型 3D 移动网络游戏的核心组件；Kunlun WebX 是基于 ActiveX 和 P2P 流下载技术的跨浏览器的移植中间件，无需经过大幅度修改，就可以把大型客户端游戏转化为在浏览器内运行的网页游戏产品，提升游戏研发效率，降低网页游戏用户的下载和安装门槛；Kunlun Flame 是基于 Flash 平台的高效网页游戏研发中间件，实现了独立于 Flash 底层的快速界面开发框架，有效提高了界面开

发效率。此外，公司网络游戏业务的核心技术还包括：基于 Hadoop 的超大规模网游运营数据分析支持系统 Kunlun SuperData，基于 C++ 和 Lua 实现的大规模 MMORPG 服务器 Kunlun LAGS，基于 C++ 和 PHP 实现的页游 SLG 服务器 Kunlun PSGS，基于 Tokyo Tyrant 技术的高性能社交游戏服务器 Kunlun SSGS。2014 年，公司在北京动漫游戏博览会获“2014 年度十佳游戏研发公司”奖项。

强大的海外网络游戏市场开拓能力，较早实现移动网络游戏板块战略布局

公司于 2009 年开始组建海外游戏业务团队，在海外市场开拓过程中，通过建立深度本地化技术处理的研发体系，构建“总部游戏发行中心+海外子公司”的运营架构，形成了独特的网络游戏海外发行业务模式。公司现已在十余个语种的海外市场从事网络游戏发行及运营业务，出口网络游戏产品覆盖数十个国家和地区，在海外市场发展及运营数十款游戏产品，初步建立起了全球性的游戏业务网络。

公司于 2011 年开始逐步向移动网络游戏领域拓展，凭借公司在网页游戏研发和全球发行方面积累的经验和资源，在移动网络游戏领域的开拓取得了较好成绩。在游戏研发方面，公司基于 C++ 开发了适合安卓、iOS、WindowsPhone 等多种移动平台、拥有完全自主知识产权的移动网络游戏 3D 引擎 Kunlun Mobile3D，该引擎包括场景编辑器、粒子编辑器、动作编辑器、界面编辑器、渲染引擎等部分，为开发移动端 3D 大型多人在线动作角色扮演类游戏提供了有力的技术支持；在游戏发行方面，截至 2017 年 9 月底，公司通过自主运营和代理运营相结合的模式，已将《海岛奇兵》、《部落冲突》、《皇室战争》、《愤怒的小鸟 2》、《师父有妖气》、《无双剑姬》、《艾尔战记》、《武侠 Q 传》、《剑魂之刃》、《神魔圣域》和《希望》等多款移动网络游戏产品推向海内外市场，取得了良好的经营业绩。

凭借较早的战略布局和准确的市场判断，公司在几个重要的移动网络市场已建立了竞争优势，在国内、韩国等多个区域均处于市场第一梯队。2014 年，公司在北京动漫游戏博览会获“2014 年度十佳游戏发行平台”奖项；2015 年在中国游戏产业年会“中国游戏十强”评比中获“2014 年度中国十大移动游戏发行渠道”和“2014 年度中国十大海外拓展游戏企业”奖项；2016 年在中国游戏产业年会评比中，公司子公司北京昆仑在线网络科技有限公司（以下简称“昆仑在线”）获得“2016 年度中国十大海外拓展游戏企业”奖项；在 2016 年移动游戏年度评选中，公司获“金狗奖-2016 最具影响力游戏运营企业”奖项；公司运营的《皇室战争》获阿里游戏评选的“2017 十佳影响力奖”；公司获中华人民共和国商务部、财政部、文化部、国家新闻出版广电总局；中国共产党中央委员会宣传部评选的“2015~2016 年度国家文化出口重点企业”；子公司昆仑在线获中国音像与数字出版协会评选的“2016 年度中国十大海外拓展游戏企业奖”。

成熟的数据分析系统、精细化的市场营销和运营体系

公司在网络游戏研发和运营过程中，开发了实时高效的游戏数据统计系统 GDSS（Game Data Statistic System）和 GM Tool（Game Master Tools）数据分析平台，以对运营游戏进行实时监控，及时收集相关运营数据，并对数据进行严密的分析，客观评估游戏运营状况并据此选择最佳运营活动。借助高效准确的数据统计和分析，公司可以为运营及营销决策提供数据支持，实时调整市场推广工作，优化广告投放渠道、投放时段和投放创意，实现精准的市场投放。公司还可以通过及时的数据分析和产品分析，对市场变化做出迅速准确的判断，形成以数据结论为主要参考标准的科学化的产品运营决策，较好提升运营效率。

总体看，公司长期致力于游戏领域的技术研发，技术储备丰富；公司已基本完成移动网络游戏板块战略布局，在游戏发行方面具有一定渠道优势；公司成熟的市场分析系统能有效支持公司科学化产品运营，提升运营效率。

2. 人员素质

公司拥有董事、监事和高层管理人员共 12 人，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

周亚辉，公司董事长兼总经理，硕士学历，曾任北京火神互动网络科技有限公司经理、千橡世纪科技发展（北京）有限公司总监、北京基耐特互联科技发展有限公司经理、公司执行董事等职，现任公司董事长、总经理。

截至 2017 年 9 月底，公司共拥有在职员工 1,471 人。从岗位分布来看，技术人员占 58.53%，销售人员占 19.85%，财务人员占 2.86%，行政管理人员占 18.76%；从学历构成上看，硕士及以上学历占 8.50%，本科学历占 62.68%，大专及以下学历占 28.82%；从年龄结构看，30 岁以下占 56.02%，30~40 岁占 40.38%，40 岁以上占 3.60%。

总体看，公司高层管理人员具有较丰富管理经验，其人员构成能基本满足目前公司发展需要。

3. 技术实力

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 2017 年 9 月底，公司拥有的主要核心技术如下表所示：

表 3 截至 2017 年 9 月底公司拥有核心技术情况表

核心技术名称	特点	来源
Kunlun Mobile3D	基于 C++ 的自主知识产权移动网络游戏的 3D 引擎，该引擎基于 C++ 开发，适合安卓、iOS、WindowsPhone 等多种移动平台，拥有完全自主知识产权，包括场景编辑器、粒子编辑器、动作编辑器、界面编辑器、渲染引擎等部分	自主研发
Kunlun Flame	基于 Flash 网页平台的中间件，实现了独立于 Flash 底层的快速界面开发框架，有效提高了界面开发效率，大大降低了繁琐的界面定位、切图、事件编写的写作量，有效提高了网页游戏界面的开发效率	自主研发
Kunlun WebX	客户端移植网页游戏中间件，基于 ActiveX 和 P2P 流下载技术的跨浏览器的移植中间件，无需经过大幅度修改，就可以把大型客户端游戏转化为在浏览器内运行的网页游戏产品，提升了游戏研发效率	自主研发
Kunlun F3D	基于 Flash11 的自主知识产权 3D 引擎。该引起基于 Adobe 2011 年下半年发布的 Flash11，同 Adobe 公司紧密合作，自主研发，是拥有完全自主知识产权的全新网页 3D 引擎，可支持跨操作系统、跨浏览器的 3D 技术，包括基于 Flash/XML 的地形编辑器、人物编辑器、粒子编辑器与流水线渲染引擎等部分	基于 Flash11 技术开发
Kunlun SSGS	社交游戏服务器端引起，基于 Tokyo Tyrant 技术的超高性能社交游戏服务器实现，实现了单台物理服务器并发在线两万人的负载记录，也是腾讯平台上效率最高的社交游戏服务器之一	基于 Tokyo Tyrant 技术开发
Kunlun PSGS	SLG 类产品服务器引擎，基于 C++ 和 PHP 实现的网页游戏 SLG 服务器，开发速度快，扩充容易，建设性好	自主研发
Kunlun LAGS	MMO 类产品服务器引擎，基于 C++ 和 Lua 实现的大规模 MMORPG 服务器，实现了单台 PC 服务器并发超万人，持续在线时间超一年的国内一流技术指标，可以同时支持 2D/3D 客户端、2D/3D 页游等多种游戏类型	自主研发
Kunlun SuperData	基于 Hadoop+Hive 的社交游戏后台分析及数据挖掘工具，大规模网络游戏运营数据分析支持系统，在普通 PC 服务器硬件拆解下，实现了日处理 1.2PB 原始数据和完成 40 万分析查询作业的高性能指标	基于 Hadoop 技术开发
Kunlun OpenLua	Kunlun OpenLua 开发框架，是基于开源项目 Openresty 技术，使用 Lua 语言开发一套基于 HTTP 协议的互联网应用开发框架，并具有使用 linux 脚本完成的具有安装、维护和管理功能的运维管理工具。	基于开源项目 Openresty 技术

资料来源：公司提供

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。此外，公司共有游戏研发人员 800 余人。公司每年保持一定规模的研发投入，使公司自主研发游戏保持一定规模。2014~2016 年，公司研发投入分别为 1.12 亿元、0.93 亿元和 1.01 亿元，呈波动下降态势；研发投入占营业收入比重呈持续下降态势，三年分别为 5.78%、5.20%和 4.16%，主要系其他业务收入规模增长以及授权游戏规模下降所致。

表 4 2014~2016 年公司研发投入情况（单位：万元、%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
研发投入	11,180.23	9,305.95	10,096.61
占营业收入比重	5.78	5.20	4.16

资料来源：公司提供

总体看，受益于长期坚持产品研发，公司拥有一定的技术实力竞争优势。

4. 外部环境

根据（财税〔2013〕37 号）号文件《财政部、国家税务总局关于在全国开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点税收政策的通知》的规定，公司、子公司广州昆仑在线信息科技有限公司、北京昆仑乐享网络技术有限公司对于在 2016 年度从事的技术转让，技术开发业务收入在办理完毕相应的备案手续后免征增值税。

昆仑在线为高新技术企业，自 2014 年 12 月 12 日至 2017 年 12 月 12 日按 15%征收企业所得税。

根据（财税〔2011〕58 号）文件《财政部、海关总署、国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》国家关于西部大开发税收优惠政策，并按照<西藏自治区人民政府关于印发《西藏自治区企业所得税政策实施办法》的通知>（藏政发[2014]51 号）的规定，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，根据“西藏自治区的企业统一执行西部大开发战略中企业所得税 15% 的税率”，“自 2015 年 1 月 1 日起至 2017 年 12 月 31 日止，暂免征收我区企业应缴纳的企业所得税中属于地方分享的部分”，即子公司西藏昆诺赢展创业投资有限责任公司（以下简称“西藏昆诺”）按照实际 9%的企业所得税税率缴纳企业所得税。

子公司霍尔果斯昆仑点金科技网络有限公司、霍尔果斯昆诺天勤创业投资有限公司：根据《财政部国家税务总局关于新疆喀什霍尔果斯两个特殊经济开发区企业所得税优惠政策的通知》（财税[2011]112 号），自 2010 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对在新疆喀什、霍尔果斯两个特殊经济开发区内新办的属于《新疆困难地区重点鼓励发展产业企业所得税优惠目录》范围内的企业，自取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，五年内免征企业所得税。

子公司北京闲徕互娱网络科技有限公司（以下简称“闲徕互娱”）：经北京市科学技术委员会、北京市财政局、北京市国家税务局、北京市地方税务局认定取得的《高新技术企业证书》，证书编号 GR201711000188 号，发证时间 2017 年 8 月 10 日，有效期三年，按照财税【2011】47 号《财政部、国家税务总局关于高新技术企业境外所得适用税率及税收抵免问题的通知》在有效期内减按 15%税率征收企业所得税。

此外，公司享有国家海外开拓项目文创基金补助、北京市中关村科技园区石景山园管理委员会企业技术改造和创新资金等多项政府补助，2014~2016 年，公司获得政府补助分别为 423.76 万元、1,188.95 万元和 1,123.57 万元。

总体看，公司享有一定税收优惠和政府补助，外部环境较好。

五、公司管理

1. 公司治理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》等法律法规和中国证监会有关法律、法规的

要求，不断完善自身法人治理结构，建立健全公司内部管理和控制制度，促进公司规范运作。

公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会的报告等职权。董事会是公司常设决策机构，对股东会负责，公司董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 人，设董事长 1 人，由董事会全体董事过半数选举产生，董事任期为 3 年，董事会行使召集股东大会，并向股东大会报告工作，决定公司的经营计划和投资方案等职权。监事会由 3 名监事组成，每届任期 3 年，其中职工监事 1 人，设监事会主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会行使对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务等职权。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

目前，公司高层管理团队 4 人，其中总经理 1 人，副总经理 3 人。

总体看，目前公司治理结构健全，基本适应公司发展现状。

2. 管理体制

截至 2017 年 9 月底，公司本部设有总裁办、证券投资部、内控部、法务部、渠道部等 12 个职能部门，设有商务中心、软件商店、平台中心、运维中心等 6 个业务部门，拥有子公司 24 家，并结合公司内部控制规定，建立健全了符合公司经营特点和管理要求的内部控制制度并组织实施。

财务管理方面，公司对资金、财务核算实行集中管理，由公司本部统一执行；公司财务管理目前只实现核算、记录职能，公司业务部门预算、费用控制、大额资金支出等事项主要由公司领导批示，财务部门执行，公司财务管理制度有待进一步健全。

对外担保、融资方面，公司对对外担保事项和融资统一管理，由公司本部根据资金情况安排融资计划，并严禁下属子公司对外担保。

投资项目管理方面，公司投资的项目由公司董事会和股东大会按照各自的权限，分级审批。董事会建立严格的审查和决策程序，超过董事会决策权限的事项必须报股东大会批准；对于重大投资项目，组织有关专家、专业人员进行评审。同时公司指定专门机构，负责对公司重大投资项目的可行性、投资风险、投资回报等事宜进行专门研究和评估，监督重大投资项目的执行进展。

在子公司管理方面，公司对子公司实行集中管理，子公司负责按照公司本部制定的战略及工作目标进行具体的工作执行，子公司财务、投资、融资等均由公司本部统一管理。

总体看，公司已建立了基本的管理制度，目前各职能部门运作正常，但财务管理制度仍有待规范。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括网络游戏的开发和全球发行、软件应用商店的运行等业务。公司自成立始，主要从事网页游戏的开发及运营，2011 年以来，顺应市场形势发展，公司逐渐向手机游戏领域扩展。近年来，手机游戏领域呈快速发展模式，带动公司收入规模波动增加。2014~2016 年，公司分别实现营业收入 19.34 亿元、17.89 亿元和 24.25 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 11.96%；2015 年同比下降 7.50%，主要系网页游戏收入下降所致；2016 年，营业收入同比增长 35.52%，主要系手机游戏收入增加及合并范围增加 Grindr LLC（以下简称“Grindr”）所致。2014~2016 年，公司分别实

现净利润 3.26 亿元、4.05 亿元和 5.45 亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长 29.25%，主要系公司处置长期股权投资和可供出售金融资产获得的投资收益大幅增加所致。

从收入结构来看，公司收入主要来自于手机游戏、网页游戏、客户端游戏和软件应用商店。从手机游戏来看，公司自 2011 年开始布局手机游戏，借助 2013 年以来手机游戏行业爆发的机遇，公司手机游戏收入呈爆发式增长，2014~2016 年分别实现收入 13.44 亿元、14.66 亿元和 18.10 亿元，占营业收入比分别为 69.49%、81.94%和 74.63%，是公司最主要的收入来源；2016 年占比较上年下降 7.31 个百分点，主要系软件应用商店和其他收入占比大幅提升所致。从网页游戏来看，随着手机游戏的发展，网页游戏市场受到较大影响，公司逐渐控制在网页游戏业务的投入，2014~2016 年分别实现收入 4.60 亿元、2.26 亿元和 1.40 亿元，呈持续下降趋势；在营业收入中占比分别为 23.77%、12.66%和 5.77%，占比持续下降。从软件应用商店来看，2014~2016 年，软件应用商店收入分别为 0.31 亿元、0.22 亿元和 1.59 亿元，2015 年有所下降主要系公司的软件应用商店 Brothersoft 以传统 PC 端互联网为主，PC 软件市场萎缩所致；得益于移动端软件平台 1Mobile 与 Facebook、Google 等超过 20 国家内外广告联盟进行合作，以及对自身广告系统进行优化，2016 年软件应用商店收入大幅上升。从客户端游戏来看，2014~2016 年分别实现收入 0.98 亿元、0.52 亿元和 0.06 亿元，整体占公司营业收入的比例不大且呈下降趋势；根据行业市场发展趋势，目前，公司严格控制客户端游戏的新增投入。从其他收入来看，2014~2016 年，实现收入分别为 0.02 亿元、0.22 亿元和 3.10 亿元，2016 年较上年大幅增长 12.84 倍，主要系 Grindr 纳入合并范围，其营业收入计入其他收入中所致。

表 5 2014~2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
网页游戏	4.60	23.77	78.20	2.26	12.66	73.52	1.40	5.77	73.78
客户端游戏	0.98	5.05	43.88	0.52	2.92	42.24	0.06	0.26	-480.62
手机游戏	13.44	69.49	68.40	14.66	81.94	60.16	18.10	74.63	48.90
软件应用商店	0.31	1.59	42.82	0.22	1.23	69.54	1.59	6.54	83.96
其他收入	0.02	0.10	62.41	0.22	1.25	21.17	3.10	12.80	62.56
合计	19.34	100.00	69.07	17.89	100.00	60.95	24.25	100.00	52.99

资料来源：公司提供

从毛利率情况来看，公司自研游戏运营毛利率水平较高，代理游戏运营因涉及到支付授权金、收入分成等条款要求，毛利率水平低于自研游戏。公司游戏业务毛利率水平变化有以下趋势：代理移动网络游戏支付授权商分成比例较高，但由于代理运营通常会采用阶梯式分成方式，游戏产品的持续良好表现带来移动网络授权商分成比例的下降，有利于提高游戏产品的毛利率水平；公司对于代理运营游戏的收入按照用户生命周期确认，分成成本以双方对账的游戏币兑换金额乘以分成比例来确认，收入确认相对成本确认有所延后，随着公司代理运营产品的逐年增加，会导致整体毛利率水平有所降低。2014~2016 年，网页游戏毛利率分别为 78.20%、73.52%和 73.78%，变化不大；客户端游戏毛利率分别为 43.88%、42.24%和-480.62%，2016 年大幅下降主要系游戏提前下线，将剩余授权金摊销成本一次性计入成本所致；手机游戏毛利率分别为 68.40%、60.16%和 48.90%，逐年下降，主要系公司与优质的研发商合作，加大精品手机游戏的代理力度，支付给研发商的分成比例较高所致；软件应用商店分别为 42.82%、69.54%和 83.96%，逐年增长，主要系 1Mobile 产品受到市场认可，毛利率较高的广告收入增长所致；其他收入毛利率分别为 62.41%、21.17%和 62.56%，2016 年较上年大幅上升 41.39 个百分点，主要系 Grindr 收入成本数据分产品口径统计时计入其他收入所致。受

上述影响，2014~2016 年，公司整体毛利率分别为 69.07%、60.95%和 52.99%，呈逐年下降趋势。

从收入实现区域来看，公司自 2009 年起开始布局海外市场。受益于自身较强的海外游戏市场开拓能力，公司收入主要来自于海外（含港、澳、台）。2014~2016 年，公司来自于海外（含港澳台）的收入占比分别为 74.65%、73.98%和 64.61%，呈逐年下降态势，但仍维持较高水平；来自于境内的收入占比逐年增加，分别为 25.35%、26.02%和 35.39%，2016 年较上年上升 9.36 个百分点，主要系公司自主研发的《神魔圣域》大陆版上线运营以及代理游戏《皇室战争》、《部落冲突》收入增加所致。从毛利率看，2014~2016 年，境内业务毛利率分别为 62.53%、51.00%和 23.65%，逐年下降，主要系境内代理游戏分成比例逐年增加所致；境外业务毛利率三年分别为 71.30%、64.45%和 69.05%，呈波动下降趋势，主要系 2015 年境外代理游戏分成比例增加及 2016 年自研游戏出口增加所致。

表 6 2014~2016 年公司营业收入区域构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
境内	4.90	25.35	62.53	4.65	26.02	51.00	8.58	35.39	23.65
境外	14.44	74.65	71.30	13.24	73.98	64.45	15.67	64.61	69.05
合计	19.34	100.00	69.07	17.89	100.00	60.95	24.25	100.00	52.99

资料来源：公司提供

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 26.73 亿元，同比增长 44.89%，主要系闲徕互娱纳入合并范围所致；其中，手机游戏实现收入 22.50 亿元，毛利率提升至 81.00%；受 1Mobile 移动应用商店收入下降影响，软件应用商店实现收入 0.26 万元，同比下降 79.65%，毛利率下降至 73.38%。

总体看，受益于 2013 年以来手机游戏爆发的市场机遇，公司收入规模呈波动上升趋势；随着代理运营成本增加，公司整体毛利率水平呈下降态势；受益于公司较强的海外游戏市场开拓能力，公司海外市场收入占比较大。

2. 公司采购

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 机房等业务。

公司游戏发行中心和软件应用商店定期对游戏新产品上线运营情况和软件业务商店的运营情况进行预估或评估，并结合公司实际情况提出采购计划。采购部根据各部门提供信息，分别从质量、效率、成本等方面进行评估。服务器的使用需求一般通过购买和租赁解决，带宽的使用需求一般采用租赁途径选择。对于服务器的购买，公司会选择市场信誉高且价格合理的服务器厂商进行洽谈以确定购买价格和服务条款，对于服务器和带宽的租赁，采购部会选择地域位置合理且品牌知名度较高的 IDC 机房作为租赁对象。

从代理游戏采购选择来看，公司通过与网络游戏授权商保持频繁、良好沟通，积极参与各类产业会议，及时监测专业网络游戏媒体的资讯动态等，确保及时获得行业最新发展动态及新游戏产品信息。公司对市场上具有市场潜力及游戏授权商、游戏开发商推荐的新游戏产品设置了严格筛选标准，至少符合其中一条标准的游戏产品方能通过初步筛选：当前运营平台所欠缺的产品类型；在某一代表区域已取得优秀运营业绩的产品；该产品开发团队拥有成功的产品经验及稳定的核心成员。对于通过初步筛选的游戏产品，公司将进行两轮专项评估：模拟用户体验评估，由公司客服、非运营和评测人员组成，对新手操作体验进行评估；产品技术评估，由评测部工程师从游戏系统结构、

收费、数值设定等角度对游戏品质进行评估，评测部工程师提供体验报告，并结合研发中心（本地化时需要）、发行中心专业意见上报公司管理层进行综合评估。

公司 2014 年开始布局 IP 储备，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司用于采购 IP 所支付的授权金及分成分别为 61.56 万元、3,560.95 万元、3,701.60 万元和 1,170.14 万元。截至 2017 年 9 月底，公司 IP 储备主要包含《轩辕剑系列》、《终结者之审判日》、《BLEACH 境界》、《Mabinogi》和《偷星九月天》等；应用领域包含手游、页游、应收和软件商店；应用范围基本都为全球。

表 7 截至 2017 年 9 月底公司重要在手 IP

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	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	日本动漫代表之一，单行本累计销量超过 8,700 万部
Mabinogi	移动端游戏	欧陆幻想 MMORPG，日本、北美等网游排名前五
Shaiya	移动端游戏	魔幻类史诗级对抗 MMORPG，06 年上线至今
Seal Online	移动端游戏	3D 卡通 RPG 代表作，运营超过十年
偷星九月天	移动端游戏	国产漫画代表之一，单行本累计销量超过 5,000 万部

资料来源：公司提供

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

表 8 公司 2016 年采购前五大供应商（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

在代理游戏采购中，公司在确定代理游戏项目后，支付一部分授权金，并计入预付款项，若后续对该代理游戏无继续合作计划或公司认为市场前景不好，公司将支付授权金全额计提为管理费用；若后续将该代理游戏推出市场，继续按合同约定支付剩余授权金，各代理游戏授权金金额按照合同约定有所不同。同时，在游戏运营过程中，公司按照收取的储值金额计提分成款，计入应付账款，按月或者按合同约定周期向开发商支付款分成款项。

总体看，采购主要系购买代理游戏而对外支付授权金及后续分成款项，受与优质供应商合作力度加大的影响，采购集中度较高；公司 IP 储备情况较好，能够满足未来一段时间的研发需要。

3. 游戏研发

2014~2016 年，公司加大自研力度，游戏研发数量逐年增长，三年分别为 10 个、11 个和 12 个；当年开发完成游戏数量均在 7 个及以上。2017 年 1~9 月，公司新增研发游戏 6 个，完成研发游戏 1

个；截至 2017 年 9 月底，在研游戏 6 个。

表 9 2014~2017 年 9 月公司游戏研发情况（单位：个）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
新增研发游戏	10	11	12	6
本年度完成研发游戏	7	11	12	1
期末在研游戏	3	3	3	6

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 2017 年 9 月底，公司在研游戏 6 款，全部计划 2018 年上线。公司在研游戏全部为 3D 动作角色扮演类手游。截至 2017 年 9 月底，公司在研游戏预计未来尚需投入 0.93 亿元，公司面临一定开发资金压力。

表 10 截至 2017 年 9 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
全民死神	3D 动作角色扮演类手游	2018 年 5 月	研发中	2,000
轩辕剑之汉之云	3D 多人在线类手游	2018 年 4 月	研发中	1,000
终结者	3D 策略类手游	2018 年 5 月	正在删档测试	300
偷星九月天	3D 动作角色扮演类手游	2018 年 7 月	研发中	2,000
洛奇	3D 动作角色扮演类手游	2018 年 7 月	研发中	2,000
手游项目	3D 多人在线类手游	2018 年 5 月	研发中	2,000
合计	--	--	--	9,300

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司加大自研游戏力度，游戏研发数量逐年稳定增长；公司游戏研发资金需求较大，未来存在一定融资压力。

4. 运营模式

公司网络游戏的运营模式主要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。

自主运营模式

自主运营模式是指公司独立进行产品研发，负责游戏服务器的架设和维护，独立进行市场推广和开展运营活动，游戏玩家直接通过公司官方网站完成注册和进行游戏，自主运营模式能使公司更好的控制游戏的运营和服务。在该模式下，公司的充值系统、计费系统、玩家账户数据库由公司自行管理，公司独立进行游戏产品的研发与运营，按照道具消耗金额确认收入。

授权运营模式

在授权运营模式下，公司通过与其他游戏平台运营商合作，授权运营商在其平台上运营公司自主研发或有权代理的网络游戏产品。目前，公司与腾讯、人人、开心网、摩利等网络游戏平台保持良好合作关系，授权运营平台负责提供游戏的充值服务，充值系统由授权运营平台管理，虚拟货币兑换为游戏币等虚拟物品的过程由运营平台负责完成，运营平台和公司各自监理计费系统并定期对

账，玩家账户数据库由公司管理，公司向授权运营平台提供消费借款，以实现授权运营平台虚拟货币或其他虚拟物品的兑换。

在授权运营模式下，公司不承担运营责任，公司按照净额法即合作运营方支付的分成款项确认收入。

代理运营模式

在代理运营模式下，公司与游戏授权商合作，在自身游戏平台代理运营其他授权商的网络游戏产品，公司具体负责运营工作，承担运营成本，同时向游戏授权商支付游戏代理授权金和一定比例的分成款。

在代理运营模式下，公司负责游戏服务器的架设和维护，负责维护充值系统，并记录消费过程，公司和授权方各自监理计费系统并定期对账，玩家账户数据库通常由授权方管理。按照协议约定，公司承担主要运营责任，按照总额法确认收入，即采用基于用户生命周期的收入确认模型，将用户兑换游戏币的金额按照用户生命周期分摊确认收入。

总体看，公司运营模式较为齐备，公司能根据市场情况、产品性质等因素合理采用适当的运营模式，有助于公司获得最大运营收益。

5. 游戏运营

公司自成立以来，主要集中于网页游戏的研发和运营，陆续推出了《三国风云》、《武侠风云》、《千军破》等网页游戏，在市场广受欢迎，逐步建立了在中国网页游戏市场及中国网页游戏出口市场的领先地位和竞争优势；为了进一步丰富产品线，迅速打开海外市场，2010年开始，公司开始代理其他厂商研发的优质游戏。2011年，公司顺应市场发展需求，开始进入移动网络游戏领域和客户端游戏领域。

公司的自研与代理游戏均集中于中重度游戏领域，潜在客户定位主要系20~30岁的男性玩家。对于自营游戏的市场推广，公司主要分为线上或线下市场推广。其中，线上市场推广主要涉及专业网游媒体、社交类平台、搜索引擎营销、视频分享网站等渠道，线下市场推广主要涉及电视广告、平面广告等渠道。在公司自营游戏为主的情况下，公司有条件的与其他游戏平台运营商合作，授权运营商在其平台上运营公司自主研发或代理运营的网络游戏产品，目前，公司与腾讯、人人、开心网、摩利数位等其他平台合作开展授权运营。

公司主要通过游戏统计数据系统GDSS和游戏管理工具GM Tool系统对所运营游戏进行实时监控和管理，并收集相关运营数据，包括用户消费水平、活跃用户数、登陆用户数、付费账号数等，并以此进行数据分析，评估游戏产品的运营状况。公司的运营控制主要涉及对充值系统、计费系统和玩家账户数据库的管理，在自主运营模式下，公司的充值系统、计费系统和玩家账户数据库由公司自行管理，在授权运营模式下，由授权运营平台负责提供游戏的充值服务。

从游戏运营模式占比情况看，2014~2016年，公司代理运营收入分别为17.01亿元、14.73亿元和15.67亿元，呈波动下降趋势，是公司目前主要收入来源；在公司游戏收入中占比分别为89.36%、84.43%和80.14%，占比逐年下降，主要系公司自主运营收入增加所致。近三年，公司自主运营游戏收入分别为1.32亿元、2.53亿元和3.83亿元，呈逐年增长态势，在游戏收入中占比分别为6.95%、14.49%和19.59%，逐年增长；公司授权运营收入规模分别为0.70亿元、0.19亿元和0.05亿元，授权运营游戏收入呈大幅下降态势。2017年1~9月，公司自主运营实现收入16.59亿元，代理运营收入6.27亿元，授权运营收入0.24亿元；从占比情况来看，自主运营占比大幅上升至71.56%，主要系公司自主运营的《神魔圣域》上线所致。

表 11 近三年一期公司游戏收入运营模式情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
自主运营	1.32	6.95	2.53	14.49	3.83	19.59	16.53	71.56
代理运营	17.01	89.36	14.73	84.43	15.67	80.14	6.27	27.13
授权运营	0.70	3.69	0.19	1.08	0.05	0.27	0.30	1.31
合计	19.03	100.00	17.45	100.00	19.56	100.00	23.10	100.00

资料来源：公司提供

公司是国内率先采用直接运营的方式开展海外网络游戏发行及运营业务的公司之一，在港澳台、日本、韩国、东南亚、欧美等地都建立了发行网络。公司通过组建强大的本地化技术团队，在游戏类型、画面风格、玩法、题材等多个维度对游戏产品进行全面而深度的本地化调整，进行针对性的底层程序修改、细节调整、场景重置等技术处理，同时在游戏中融入了符合海外游戏用户偏好的元素，以迎合海外用户的娱乐需求。公司在选择代理内地游戏海外发行及代理海外游戏内地发行的过程中，主要目标为精品游戏，多款游戏均已在我国内区域获得了良好的成绩。在海外运营架构上，公司采用了双轨结合的海外运营管理模式，一方面，公司在主要运营所在地设立子公司，实现运营所在地分支机构本土化；另一方面，北京总部设立对应的运营和管理部门，实现业务的垂直化管理。近年来，公司成功向海外市场发行《三国风云》、《千军破》、《傲视天地》、《傲剑》等网页游戏以及《英雄战魂》、《忘仙》、《时空猎人》、《君王 2》、《武侠 Q 传》《神魔圣域》、《皇室战争》、《部落冲突》、《全民奇迹》等移动网络游戏，海外市场发行规模迅速增长。2014~2016 年，公司来自于海外（含港澳台）的收入占比分别为 74.65%、73.98%和 64.61%，呈逐年下降态势，但维持较高占比。为了更好的规避汇率风险，公司通过实时汇率变化对外汇风险敞口保持持续关注，并取得汇丰授信和衍生品交易资格，通过远期、期权、NDF 等衍生品对冲外汇风险敞口。同时，公司选择美国上市券商 Interactive Broker 公司作为经纪人，可接入芝加哥交易所和香港交易所通过人民币期货等外汇期货合约对冲风险敞口。联合评级同时也关注到，公司收入主要来自于海外（含港澳台），外汇管制等因素使公司在资金管理上受到较大限制；虽然公司采取了有效的汇率套期保值方式，但仍面临较大的汇率波动风险；同时，公司对海外子公司的实际控制能力值得持续关注。

2014 年，公司自营网页游戏《三国风云 2》、《绝代双骄》等网页游戏，产生收入 1.39 亿元，占网页游戏收入的 30.17%；代理《神曲》、《傲视天地》等网页游戏，产生收入 3.21 亿元，占网页游戏收入的 69.83%；2014 年，公司代理移动网络游戏《武侠 Q 传》、《啪啪三国》等，产生收入 13.12 亿元，占移动网络游戏的收入比达 97.64%，自研产品产生收入 0.32 亿元，占比仅 2.36%；公司客户端游戏收入主要来自于代理游戏收入，公司当年实现客户端游戏收入 0.97 亿元。

2015 年，公司自营网页游戏《三国风云 2》、《绝代双骄》等网页游戏，产生收入 0.13 亿元，占网页游戏收入的 24.26%；代理《神曲》等网页游戏，产生收入 0.40 亿元，占网页游戏收入的 75.74%，代理网页游戏收入占比有所增长；2015 年，公司代理移动网络游戏《剑魂之刃》、《奇迹 MU》等，产生收入 12.26 亿元，占移动网络游戏的收入比达 83.61%，自研产品产生收入 2.40 亿元，占比为 16.39%，受自营移动网络游戏收入的增长影响，移动网络游戏产生收入小幅增长；公司客户端游戏收入全部来自于代理游戏收入，公司当年实现客户端游戏收入 2.26 亿元。

2016 年，公司自营网页游戏《千军破》等，产生收入 0.15 亿元，占网页游戏收入的 10.48%；代理《神曲》等网页游戏，产生收入 1.25 亿元，占网页游戏收入的 89.52%，代理网页游戏收入占比有所增长。2016 年，公司代理移动网络游戏《全民奇迹》、《皇室战争》、《部落冲突》等，产生收入 14.39 亿元，占移动网络游戏的收入比达 79.52%；公司加强游戏研发力度，当年新推出自研游戏有

《神魔圣域》，自研产品产生收入 3.71 亿元，较上年增长 54.58%，占比为 20.48%，占比提高 4.09 个百分点；受自营和代理移动网络游戏收入的增长影响，移动网络游戏产生收入有所增长；公司客户端游戏已退出运营，当年实现客户端游戏收入 0.06 亿元，主要系 2015 年运营游戏在 2016 年确认的收入。若公司不能及时对现有游戏进行更新升级，或者后续研发、代理的新的游戏产品不能获得市场的认可，将对公司收入及利润实现造成重大影响。

表 12 2014~2016 年公司游戏收入分类情况（单位：亿元、%）

游戏类型	取得模式	2014 年			2015 年			2016 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	自营	1.39	30.17	绝代双骄、三国风云 2	0.13	24.26	绝代双骄、三国风云 2	0.15	10.48	千军破
	代理	3.21	69.83	神曲、傲视天地	0.40	75.74	神曲	1.25	89.52	神曲
网页小计		6.55	100.00	--	0.53	100.00	--	1.40	100.00	--
移动网络	自营	0.32	2.36	武侠外传、风云三国	2.40	16.39	无双剑姬、艾尔战记	3.71	20.48	无双剑姬、神魔圣域
	代理	13.12	97.64	武侠 Q 传、啪啪三国	12.26	83.61	剑魂之刃、奇迹 MU	14.39	79.52	全民奇迹、皇室战争、部落冲突
手机小计		7.08	100.00	--	14.66	100.00	--	18.09	100.00	--
客户端	自营	0.01	1.93	血战	--	--	--	--	--	--
	代理	0.96	98.07	TERA、Sea Online	2.26	100.00	Tera	0.06	100.00	Tera
客户端小计		0.97	100.00	--	2.26	100.00	--	0.06	100.00	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司游戏运营主要以代理运营为主；移动网络游戏运营取得突破，移动网络游戏收入呈持续上升态势；公司目前运营游戏较少，若不能及时对现有游戏进行更新升级或后续研发、代理的游戏不能获得市场的认可，将对公司收入及利润实现造成重大影响。

6. 软件应用商店

公司软件应用商店包含 Brothersoft.com 和 1Mobile 两个平台。

Brothersoft.com 是公司开发海外市场的战略手段之一，主要针对 PC 端用户，在东南亚和北美等地区建立了较好的品牌优势。目前网站面向全球用户，提供英语、日语、德语、法语、西班牙语、俄语六种语言服务，其提供下载产品按功能细分为应用软件、驱动程序、游戏等类型，为超过 200 个国家的用户提供下载服务。

1Mobile 是主要针对安卓系统手机用户和手机应用开发者推出的手机应用发布与下载服务平台，目前在平台上发布软件的主要是软件开发和游戏开发商，主要用户分布在北美、东南亚、中东等地区，提供超过 120 万款软件和游戏应用下载，支持英语、繁体中文、韩语、日语、德语、法语等 19 种语言版本，月均分发超过 1.2 亿次。

软件应用商店目前有以下 4 种运营模式：1）合作分成业务：软件应用商店以营销推广联盟的形式，作为营销推广联盟的合作内容发布商或者合作推广渠道，分享营销推广模式联盟的客户支付的影响推广费用；2）软件应用商店通过直接向软件开发等客户销售网站广告位的直销方式获得的广告收入；3）与软件开发直接合作，按软件下载效果付费；4）通过提供广告代码链接，获取软件销售代理业务费用。

2014~2016 年，公司软件应用商店分别实现业务收入 0.31 亿元、0.22 亿元和 1.59 亿元，呈波动

增长趋势，2015 年有所下降主要系 1Mobile 刚进入运营初期，Brothersoft.com 主要针对 PC 端用户，PC 软件市场环境萎缩所致；2016 年有所上升主要系移动端软件平台 1Mobile 与 Facebook、Google 等超过 20 国家内外广告联盟进行合作，以及对自身广告系统进行优化所致。2017 年 1~9 月，公司软件应用商店营业收入为 0.26 亿元，同比下降 79.65%，主要系 1Mobile 移动应用商店收入下降所致。

总体看，受益于移动端软件平台 1Mobile 与广告联盟合作，公司软件应用商店营业收入有所增加，市场竞争力有所提高。

7. 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。

近年来，公司对外投资规模较大，陆续投资了北京信达天下科技有限公司、Dada Nexus Limited、Lendinvest、Yinker Inc.、米投科技（香港）有限公司等企业。除此之外，公司对在线途游（北京）科技有限公司、宁波辰海灵璧股权投资合伙企业（有限合伙）、Source Code Fund I L.P.（大成基金）等企业的投资计入可供出售金融资产。2016 年，公司陆续投资了 Opera Software AS（以下简称“Opera”）、上海峰瑞投资中心（有限合伙）、广州酷麦信息科技有限公司、北京快乐时代科技发展有限公司（以下简称“快乐时代”）、北京蜜莱坞网络科技有限公司等。被投资企业涉及软件开发、应用软件服务、计算机技术研发推广转让、计算机软硬件开发、计算机系统集成、文化交流策划、产品设计、电脑动画设计、企业形象策划、投资咨询、实业投资等领域。未来，公司还将继续聚焦互联网软件与服务领域，以大数据、人工智能、新兴娱乐、社交媒体等方向为核心，围绕公司现有产品矩阵，继续在内容端以及社交领域进行投资布局。

2016 年 7 月，公司以全资子公司 KunlunTech Limited（以下简称“香港万维”）为投资主体，与 Future Holding L.P.（以下简称“FH”）、KFH、Qifei International Development Co.Limited（以下简称“奇虎香港”）、Golden Brick Capital Private Equity Fund I L.P.（以下简称“金砖开曼”）成立买方团，向 Opera Software ASA 持有的 Opera 进行 100%股权收购。买方团已于 2016 年 7 月 15 日签署了《买方团协议》，并于 2016 年 7 月 17 日和 Opera AS 签署了《股份购买协议》。根据《买方团协议》以及《股份购买协议》，买方团以 5.75 亿美元的交易对价（受限于《股份购买协议》项下的价格调整），购买 Opera 100%的股份。其中香港万维出资 1.92 亿美金，占标的公司 33.33%股份，出资全部为自有资金。因公司董事长、实际控制人周亚辉担任 KFH 的唯一股东及董事，同时周亚辉为 BrightHolding Limited 的唯一董事及股东，该公司持有 FH 1 美元的出资份额，并担任 FH 的普通合伙人，因此本次交易为昆仑万维与周亚辉控制的公司共同对外投资，构成关联交易。该收购 2016 年 11 月 3 日完成了股权转让交割。2018 年 3 月公司对 Opera 持有股权比例增加至 48%。

表 13 截至 2017 年 9 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	1.92	1.92	美元	33.33	12.83	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
艾普拉斯投资顾问 (北京)有限公司	2015 年 11 月	0.75	0.75	人民币	9.95	0.75	投资咨询、贸易咨 询
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、应用软件开发
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	1.00	股权投资及咨询 服务、投资管理
gx music limited	2016 年 10 月	0.20	0.20	美元	80.00	1.33	--
北京福瑞车美信息 技术有限公司	2016 年 7 月	0.11	0.11	美元	14.60	0.94	--
		0.30	0.25	人民币			--
qudian inc	2016 年 12 月	0.75	0.75	美元	19.21	4.86	--

资料来源：公司提供

目前，公司投资收益主要来自财务投资。2015~2016 年公司处置股权投资获得收益分别为 1.61 亿元和 4.87 亿元。其中，2016 年主要包括处置北京蜜莱坞网络科技有限公司 3%的股权获得收益 1.95 亿元、处置广州汇量网络科技有限公司 1.71%的股权获得收益 0.49 亿元、处置 yinker inc 5%的股权获得收益 1.34 亿元、处置通过 source code ssj linkage l.p 间接持有的深圳市随手科技有限公司（以下简称“随手科技”）6%的股份获得投资获得收益 0.64 亿元等。公司剩余北京蜜莱坞网络科技有限公司 10.23%股权，主要系其他投资者进入，公司股份稀释所致。

表 14 2016 年公司处置投资收益情况（单位：%、万元）

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

资料来源：公司提供

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。

8. 重大事项

收购 Grindr 全部股权

2016 年 1 月 8 日，公司以 Kunlun Group Limited 为投资主体购买 Grindr 61.53%的股权，总投资金额约 6.02 亿元，形成商誉 5.79 亿元，本次交易无业绩承诺。Grindr 是全球最大的同性恋社交网站，总部在美国洛杉矶，在 196 个国家拥有超过 1,050 万的注册用户，日活跃用户超过 200 万，超过 30% 以上用户为美国用户，平均每日用户时长达到 54 分钟以上。从 2016 年第二季度开始，Grindr 纳入公司合并范围。2018 年 1 月 5 日，Grindr 38.47%的股权完成交割，本次收购完成后，公司持有 Grindr 100%的股权。

收购闲徕互娱部分股权

2016 年 12 月 14 日，公司以全资子公司西藏昆诺为投资主体，收购闲徕互娱 51%股份，总投资金额 10.20 亿元，形成商誉 9.84 亿元，本次交易无业绩承诺。闲徕互娱主要开拓的产品细分市场为地方特色休闲竞技类产品，通过收购闲徕互娱，公司原有的中重度游戏产品与休闲游戏细分领域形成互补，优化了公司游戏产品结构，丰富了游戏产品线，进一步扩大了公司的市场规模和用户规模。闲徕互娱于 2017 年 2 月纳入合并报表范围。

非公开发行股票

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

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

9. 经营效率

2014~2016 年，公司无存货；由于公司扩大账期较长的移动网络游戏规模以及应收股权转让款大幅增长，公司应收账款周转率呈持续下降态势，分别为 7.53 次、6.21 次和 5.20 次；随着公司对外投资规模扩大，总资产逐年大幅增加，公司总资产周转率呈持续下降态势，分别为 1.42 次、0.67 次和 0.48 次；公司流动资产周转率分别为 1.75 次、1.20 次和 1.24 次，2015 年有所下降主要系公司扩大筹资规模货币资金大幅增加所致，2016 年有所上升主要系手机收入规模扩大及 Grindr 纳入合并范围所致。从公司与同行业上市公司经营效率比较来看，公司应收账款周转率、流动资产周转率和总资产周转率处于一般水平，整体经营效率一般。

表 15 2016 年网络游戏行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	股票代码	应收账款周转率	流动资产周转率	总资产周转率
掌趣科技	300315.SZ	6.47	1.35	0.20
三七互娱	002555.SZ	8.18	2.30	0.95
吉比特	603444.SH	10.86	0.98	0.80

恺英网络	002517.SZ	6.04	1.24	1.01
完美世界	002624.SZ	4.72	0.90	0.64
巨人网络	002558.SZ	13.86	0.60	0.50
昆仑万维	300418.SZ	5.20	1.24	0.48

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，本表上市公司相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司整体经营效率一般。

10. 经营关注

境外运营管理风险以及汇率风险

近三年，公司来自于境外收入占收入比重分别为 74.65%、73.98%和 64.61%，占比较大。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，公司对资金调度受到限制，同时，公司与境外支付渠道的结算涉及美元、港币等货币，公司面临一定汇率波动风险。

现有运营游戏盈利能力下降风险

公司运营模式仍主要为代理模式，受游戏行业竞争激烈影响，公司选择与优质研发商合作，加大精品手机游戏的代理力度，但精品游戏的分成比例较高导致公司主营业务获利能力大幅下降。且公司目前运营游戏较少，未来若公司现有游戏进入生命周期后期，或者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。

对外投资规模较大

2015 年以来，公司对外投资涉及较多领域，若未来投资企业经营不善，将对公司产生一定的不利影响。同时，公司对外投资规模较大，存在一定的融资压力。

11. 未来发展

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

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

棋牌游戏业务方面，公司通过收购闲徕互娱，迅速切入休闲游戏细分领域，与昆仑游戏的中重度游戏产品形成互补，优化公司原有的游戏产品结构，丰富游戏产品线，且与公司储备的网络游戏发行资源形成明显的协同效应，未来进一步扩大公司的市场规模和用户规模，加强公司持续盈利的能力。

亚文化社交媒体方面，公司将继续巩固男同社区 Grindr 全球第一的市场地位，扩大在全球市场

的覆盖范围，同时对产品功能不断优化，提升用户体验。

社交媒体方面，公司在原 Opera 浏览器产品上新增新闻资讯的精准推送功能，使其成为拥有搜索、导航、内容分发、社交等内容的综合应用平台，商业模式从原来的导航、搜索引擎分成、软件预装等，延伸至广告变现。搭载新闻资讯精准推送功能，可以增加浏览器用户的使用频次和粘性。随着用户打开次数、搜索频次、阅读数量、在线时长等数据的提升，会为 Opera 浏览器激发新的活力，将与公司其他业务板块产生协同效应。

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2014~2016 年财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2017 年三季报未经审计。为进一步规范增值税会计处理，2016 年，公司会计政策进行了变更，增值税相关会计处理按照财政部 2016 年 12 月 3 日发布的《增值税会计处理规定》（财会[2016]22 号）执行，其他部分未进行修改。2014 年和 2015 年合并范围未发生变化，2016 年，公司通过非同一控制下企业合并新增 1 家子公司，新设 6 家子公司，公司财务数据的可比性尚可。

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

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 76.68 亿元，负债合计 34.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 42.22 亿元，归属于母公司的所有者权益 41.41 亿元。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 26.73 亿元，净利润（含少数股东损益）8.67 亿元，归属于母公司所有者的净利润 5.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.49 亿元，现金及现金等价物增加额 2.02 亿元。

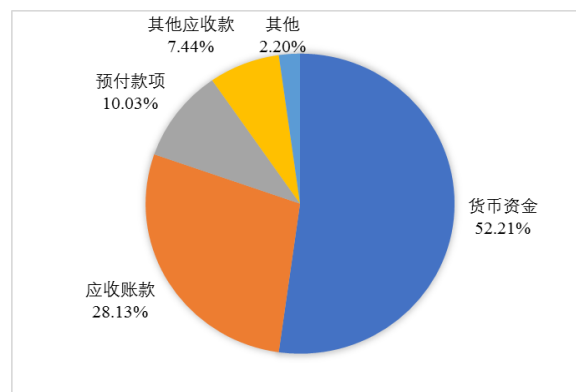
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长 107.24%，主要系非流动资产持续增长所致。截至 2016 年底，公司合并资产总额 63.06 亿元，较年初增长 62.17%，主要系非流动资产增长所致，其中流动资产占 32.70%，非流动资产占 67.30%，资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 35.16%，主要系货币资金和应收账款增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产 20.62 亿元，较年初增长 10.86%，主要系应收账款大幅增长所致；主要由货币资金（占 52.21%）、应收账款（占 28.13%）、预付款项（占 10.03%）和其他应收款（占 7.44%）构成。

图 5 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 23.58%，主要系公司筹资规模扩大所致。截至 2016 年底，公司货币资金余额 10.76 亿元，较年初增长 2.73%，主要系公司对外融资增加所致；公司货币资金以银行存款为主，占 98.20%；公司存放在境外的款项共 2.64 亿元，占 24.55%。公司受限货币资金占 1.79%，全部为租房保证金，受限比率低。

2014~2016 年，公司应收账款规模持续增长，年均复合增长 51.02%。截至 2015 年底，应收账款合计 2.89 亿元，较年初增长 13.45%，主要系由于公司开始大力发展移动网络游戏，来自移动网络游戏充值渠道的应收账款占比大幅增加，而移动网络游戏充值渠道账期相对较长所致。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 5.80 亿元，较年初增长 101.02%，主要系经营规模扩大以及公司因转让通过 source code ssj linkage l.p 间接持有的随手科技股权而产生应收陈建军的股权转让款所致，其中，账龄 1 年以内的应收账款余额占 90.19%；前五大应收账款占余额的 51.87%，存在一定集中度风险。公司计提坏账准备比例为 7.36%，考虑到公司应收账款账龄较短，计提比例尚可。

表 16 截至 2016 年底公司应收账款前五大客户情况（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占比
陈建军	1.51	24.06
摩利数位行销股份有限公司	0.74	11.80
Apple store	0.44	6.98
Google play	0.29	4.70
Keeneyes future holding inc	0.27	4.34
合计	3.24	51.87

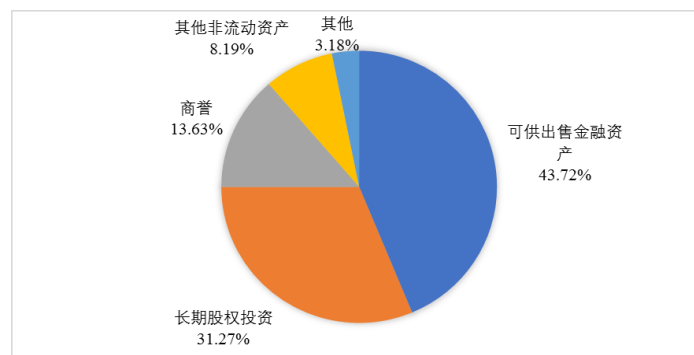
资料来源：公司年报

预付款项主要为公司代理游戏预付的分成款，包括保底分成款和预付合作商的美术外包、广告商款项。公司根据市场情况对各游戏前景进行预判，若认为个别游戏运营前景不如预期，将与部分游戏授权商签署终止协议，并将无法收回的预付授权金及分成款确认为管理费用；对于超过两年、双方无明确后续运营计划的游戏，公司对其预付授权金全额计提减值。2014~2016 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 27.25%。截至 2015 年底，公司预付款项合计 2.11 亿元，较年初增长 65.67%，主要系给研发商支付的预付分成款增加以及预付的广告费增加所导致。截至 2016 年底，公司预付款项合计 2.07 亿元，较年初下降 2.25%，主要系伴随游戏运营，预付分成款等项转入营业成本所致，变化较小。从账龄看，截至 2016 年底，公司预付款项 1 年内占 49.09%，1~2 年占 46.36%，2 年以上占 4.55%，预付款项集中于 2 年之内，符合业务特点。

公司其他应收款主要是处置投资款、投资保证金、房屋租赁的押金及应收游戏授权商应退还的游戏分成款及授权金。2014~2016 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 114.78%。截至 2015 年底，公司其他应收款合计 2.41 亿元，较年初增长 623.85%，主要系公司处置 Source Code QFQ Linkage kunlunkemilimited 股权所形成的应收股权回购款。截至 2016 年底，公司其他应收款 1.53 亿元，较年初减少 36.27%，主要系上述股权回购款结算所致。公司其他应收款账龄集中于 1 年之内，占 95.69%，账龄较短。其他应收款前五名共占 79.98%，集中度较高。

2014~2016 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 253.52%，主要系可供出售金融资产和长期股权投资增长所致。截至 2016 年底，公司非流动资产 42.44 亿元，较年初增长 109.21%，主要由可供出售金融资产（占 43.72%）、长期股权投资（占 31.27%）、商誉（占 13.63%）和其他非流动资产（占 8.19%）构成。

图 6 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均大幅增长 239.95%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产合计 18.56 亿元，较年初增长 64.45%，主要系公司加大对外投资所致；公司可供出售金融资产全部为可供出售权益工具，按成本计量的占 98.05%。截至 2016 年底，公司对可供出售金融资产及长期股权投资均未计提减值，若未来投资企业经营不善，公司面临资产减值风险。

表 17 截至 2016 年底公司可供出售金融资产主要被投资单位情况（单位：亿元、%）

被投资单位	期末账面余额	在被投资单位持股比例
艾普拉斯投资顾问（北京）有限公司	0.75	9.95
宁波辰海灵璧股权投资合伙企业（有限合伙）	0.64	27.75
qudian inc	4.86	19.21
北京快乐时代科技发展有限公司	1.80	19.21
北京蜜莱坞网络科技有限公司	0.53	10.23
dada nexus limited	1.12	1.38
北京福瑞车美信息技术有限公司	0.69	16.49
yinker inc	1.99	15.00
杭州如涵控股股份有限公司	0.50	5.78
gx music limited	1.33	80.00

资料来源：公司年报

2015 年前公司无长期股权投资，2015 年新增长期股权投资 5.82 亿元，截至 2016 年底，公司

长期股权投资 13.27 亿元，较年初增长 128.24%，主要系公司对外投资增加以及参股 Kunhoo Software LLC 所致。2015~2016 年，公司权益法核算的长期股权投资收益分别为-0.07 亿元和-0.05 亿元；处置长期股权投资产生的投资收益分别为 0 和 1.19 亿元。

表 18 截至 2016 年底公司长期股权投资情况（单位：亿元）

被投资单位	期末余额
北京信达天下科技有限公司	0.13
广州酷麦信息科技有限公司	0.09
北京艺动网络科技有限公司	0.06
Kunhoo Software LLC	12.86
知春畅想（北京）科技有限公司	0.14
合计	13.27

资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司商誉为 5.79 亿元，主要系本期并购 Grindr 所致，在此次交易中，被收购公司无业绩承诺，若未来 Grindr 经营不善，公司将面临商誉减值风险。

公司其他非流动资产主要系投资款和预付游戏授权金。2014~2016 年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 433.01%。截至 2015 年底，公司其他非流动资产合计 1.42 亿元，较年初增长 1,060.02%，主要系游戏授权金的增加所致。截至 2016 年底，公司其他非流动资产合计 3.48 亿元，较年初增长 144.91%，主要系预付的投资款增加所致；公司其他非流动资产为预付投资款（占 85.48%）和预付游戏授权金（14.52%）。

截至 2016 年底，公司受限资产 0.19 亿元，为租房保证金（计入货币资金），占总资产比例为 0.31%，受限比率低。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 76.68 亿元，较年初增长 21.59%，主要系公司收购的闲徕互娱 2017 年 2 月纳入合并范围并导致商誉增长所致。其中，流动资产占 29.09%，非流动资产占 70.91%，资产结构变化不大。截至 2017 年 9 月底，公司商誉 15.71 亿元，主要系收购闲徕互娱产生商誉 9.84 亿元所致。

总体看，近三年，公司资产规模大幅增长，资产构成以非流动资产为主；公司流动资产以货币资金为主，流动性较好；非流动资产中长期股权投资、可供出售金融资产和商誉规模较大；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；整体看，资产质量一般。

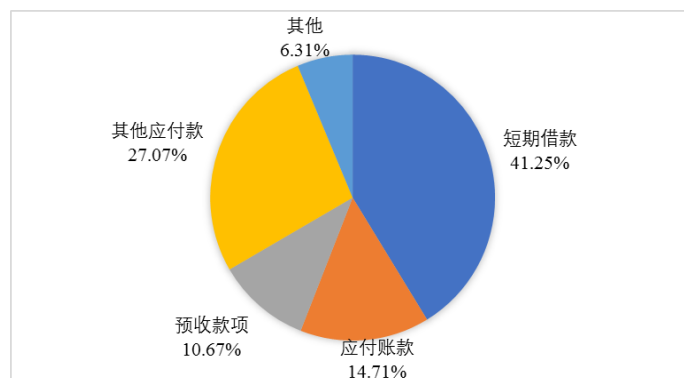
3. 负债及所有者权益

负债

受公司业务规模大幅增长影响，2014~2016 年，公司负债大幅增长，年均复合增长 161.69%。截至 2016 年底，公司负债合计 31.25 亿元，较年初增长 158.59%，主要系流动负债大幅增长所致；其中，流动负债占 76.26%，非流动负债占 23.74%，以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 129.31%，主要系短期借款和其他应付款增长所致。截至 2016 年底，公司流动负债 23.83 亿元，较年初增长 101.37%，主要系短期借款增加所致；主要由短期借款（占 41.25%）、应付账款（占 14.71%）、预收款项（占 10.67%）和其他应付款（占 27.07%）构成。

图 7 截至 2016 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司无短期借款。截至 2016 年底，公司短期借款余额为 9.83 亿元，较年初大幅增长 296.61%，主要系公司加大投资力度，增加银行借款所致；构成以信用借款（占 19.33%）和保证借款（占 80.67%）为主。

2014~2016 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 25.62%。截至 2016 年底，公司应付账款为 3.50 亿元，较年初增长 7.15%，主要系公司应付游戏授权金及分成款增加所致；主要由游戏授权金及分成款（占 75.29%）、市场推广款项（占 13.59%）和宽带、外包等款项（占 12.12%）构成。

公司预收款项主要系预收游戏值币款、点卡和互联网产品款等，2014~2016 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 22.29%。截至 2016 年底，公司预收款项 2.54 亿元，较年初增长 60.77%，主要系预收游戏储值币款、广告款和会员费增加所致。公司预收款项中，预售游戏储值币款项占 80.69%，互联网产品款占 17.77%。

2014~2016 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 1,115.70%，主要系公司非金融机构借款规模增长所致。截至 2016 年底，公司其他应付款为 6.45 亿元，较年初增长 72.04%，主要系新增北京快乐时代科技发展有限公司借款 1.80 亿元、子公司昆仑集团有限公司向 siyanli holdings limited 借款 0.69 亿元（借款年利率 10%）、子公司信用卡借款 0.04 亿元所致¹。

2014~2016 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 1,431.63%。截至 2016 年底，公司非流动负债 7.42 亿元，较年初增长 2,858.25%，主要系应付债券的增加所致；公司非流动负债主要由应付债券（占 96.99%）构成。截至 2016 年底，公司应付债券为 7.20 亿元，主要系公司于 2016 年 5 月发行“16 万维 01”所致。“16 万维 01”票面利率为 6.5%，期限为 3 年。

截至 2014 年底，公司无债务，截至 2016 年底，公司全部债务合计 20.56 亿元，较年初增长 7.30 倍，主要系公司对外投资增加使得融资需求增加所致，其中短期债务占 65.00%，长期债务占 35.00%，以短期债务为主。伴随公司融资规模扩大，公司债务指标大幅上升，2014~2016 年，公司资产负债率分别为 31.08%、31.08%和 49.56%；2015~2016 年，全部债务资本化比率分别为 8.46%和 39.26%；2016 年，公司长期债务资本化比率为 18.45%。公司债务负担有所增加，但整体仍处于较低水平。

截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 34.46 亿元，较年初增长 10.27%，主要系公司发行债券和新增融资租赁业务所致。其中流动负债占 60.71%，非流动负债占 39.29%，非流动负债占比有所上升。截至 2017 年 9 月，公司全部债务 22.84 亿元，较年初增长 11.07%，其中短期债务和长期债务

¹ 公司其他应付款中借款已计入短期债务。

分别占 49.11%和 50.89%，长期债务占比超过了短期债务，债务结构有所改善。资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.94%、35.10%和 21.58%，资产负债率和全部债务资本化比率有所下降，长期债务资本化比率略有上升，债务压力较小。

总体看，公司负债规模持续上升，负债结构以流动负债为主；公司整体债务压力较小，债务结构有所改善，但有一定集中偿付压力。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 77.30%，主要系上市发行股票及未分配利润大幅增加所致；截至 2016 年底，公司所有者权益合计 31.81 亿元，较年初增长 18.69%。2014~2016 年，公司股本波动增长，年均复合增长 131.65%，截至 2015 年底，公司股本 11.27 亿元，较年初增长 426.78%，主要系资本公积转股所致；截至 2016 年底，公司股本 11.27 亿元，较年初下降 0.03%，系对限制性股票激励进行回购注销所致。2014~2016 年，公司资本公积持续增长，年均复合增长 141.40%，截至 2015 年底，公司资本公积 8.73 亿元，较年初增长 434.54%，主要系公司上市发行股票资本溢价所致；截至 2016 年底，公司资本公积 9.52 亿元，较年初增长 9.01%，主要系股票期权与限制性股票激励计划费用在本期的分摊增加所致。2014~2016 年，公司未分配利润持续增长，年均复合增长 50.53%。截至 2016 年底，公司归属于母公司的所有者权益合计 31.52 亿元，占比为 99.09%；在归属于母公司的所有者权益中，股本占 35.75%，资本公积占 30.20%，盈余公积占 2.88%，未分配利润占 41.36%，公司未分配利润占比较高，权益结构的稳定性一般。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 42.22 亿元，较年初增长 32.72%，主要系利润积累及限制性股票的定向增发所致。其中，归属于母公司所有者权益占 98.08%，少数股东权益占 1.92%，归属于母公司所有者权益中，股本占 27.99%，资本公积占 35.35%，未分配利润占 42.46%，资本公积和未分配利润占比略有上升。

总体看，受公司上市发行股票及未分配利润增加的影响，公司所有者权益有所增加，权益结构的稳定性一般。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 11.96%。2015 年营业收入 17.89 亿元，同比下降 7.50%，主要系市场环境变动，游戏市场移动化，公司网页游戏业务规模下降所致。2016 年，公司实现营业收入 24.25 亿元，同比增长 35.52%，主要系游戏收入增长、软件应用商店收入增长及合并范围新增 Grindr 所致。公司营业成本持续增长，年均复合增长 38.05%，增幅超过营业收入，系代理游戏的占比上升及支付给游戏研发商的游戏分成比例上升所致。2014~2016 年，公司营业利润持续增长，年均复合增长 31.26%，2016 年，营业利润 5.57 亿元，较上年增长 38.46%，主要系投资收益大幅增加所致。2014~2016 年，公司净利润持续增长，年均复合增长 29.25%；2016 年，公司净利润 5.45 亿元，较上年增长 34.53%。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 7.20%。2016 年，公司费用总额 11.37 亿元，较上年增长 35.79%，主要系管理费用及财务费用增长所致；其中销售费用占 56.17%、管理费用占 38.99%、财务费用占 4.84%。2014~2016 年，公司销售费用持续下降，年均复合下降 5.46%；2016 年，公司销售费用 6.39 亿元，同比下降 6.36%，主要系公司市场及推广费用减少所致。2014~2016 年，公司管理费用波动增长，年均复合增长 29.56%；2016 年，公司管理费用 4.44 亿元，同比增长 92.18%，主要系项目开发费用和人工成本增长所致。2014~2016 年，公司财务费用分别为 0.11 亿元、-0.75 亿元和 0.55 亿元，呈波动增长态势，其中 2015 年财务费用

为负，系汇率波动所致；公司 2016 年财务费用增长，主要系借款规模增加、发行公司债的利息支出增加所致。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 51.17%、46.82%和 46.91%，波动下降，公司期间费用控制能力有待提高。

2015 年开始，公司投资规模快速增长，2015~2016 年，公司投资收益分别为 1.59 亿元和 4.93 亿元，2016 年同比增长 2.10 倍，主要系公司处置长期股权投资和可供出售金融资产获得的投资收益，包括公司持有的 Yinker inc 5%股权、北京蜜莱坞网络科技有限公司 3%的股权等；2015~2016 年，公司投资收益占营业利润的 39.45%和 88.38%，公司营业利润对投资收益依赖程度很高，公司投资收益主要来源于出售可供出售金融资产和长期股权投资，可持续性不强。2014~2016 年，公司实现营业外收入分别为 0.07 亿元、0.14 亿元和 0.13 亿元，分别占当期利润总额的 2.11%、3.47%和 2.35%，公司营业外收入对利润总额的影响小。

从盈利指标来看，受代理游戏的占比上升及支付给游戏研发商的游戏分成比例上升的影响，2014~2016 年，公司营业利润率持续下降，分别为 68.87%、60.68%和 52.82%。此外，公司融资规模扩大，非公开发行股票所有者权益规模扩大，公司总资本收益率、公司总资产报酬率和净资产收益率均呈下降态势。2014~2016 年，公司总资本收益率分别为 34.99%、20.75%和 14.84%；总资产报酬率分别为 28.52%、15.66%和 12.36%；净资产收益率分别为 34.99%、21.96%和 18.61%。公司盈利能力持续下降，但仍处于较高水平。

从同行业上市公司盈利能力比较来看，公司销售毛利率、净资产收益率和总资产报酬率均略低于行业平均水平，这与公司主要经营游戏代理的业务特点有关。整体看公司盈利能力指标尚可。

表19 2016年网络游戏行业上市公司盈利能力指标情况（单位：次）

企业名称	股票代码	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
掌趣科技	300315.SZ	56.15	6.87	6.49
三七互娱	002555.SZ	63.01	26.47	24.04
吉比特	603444.SH	95.99	48.60	49.13
恺英网络	002517.SZ	63.52	32.78	24.81
完美世界	002624.SZ	60.96	28.31	14.51
巨人网络	002558.SZ	82.24	26.27	24.70
昆仑万维	300418.SZ	52.99	18.23	12.18

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，本表上市公司相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 26.73 亿元，同比增长 44.89%，主要系闲徕互娱纳入合并范围所致；实现净利润 8.67 亿元，同比增长 72.94%，主要系公司毛利较高的自研产品规模增长以及闲徕互娱纳入合并范围所致。

总体看，受毛利率较低的代理游戏业务增加影响，公司盈利能力指标持续下降，但公司盈利能力仍处于较高水平；公司期间费用控制能力有待提高；投资收益波动较大，公司利润对投资收益的依赖程度高；公司海外业务占比较高，汇率波动对公司利润有一定影响；公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动来看，伴随公司业务规模扩大，公司经营活动现金流入和流出均持续扩大。2014~2016 年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 22.79%，主要系游戏收入、软件商店收入增加及 Grindr 纳入合并报表范围所致；2016 年，公司实现经营活动现金流入 24.23 亿元，

同比增长 45.35%。2014~2016 年，公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长率为 30.66%，增幅超过经营活动现金流入；2016 年，公司经营活动现金流出 20.66 亿元，同比增长 40.08%，主要系游戏分成、税金增加及 Grindr 纳入合并报表范围所致。2014~2016 年，公司经营活动现金流量净额分别为 3.97 亿元、1.92 亿元和 3.57 亿元，其中 2015 年规模较小，主要系当期游戏宣传销售费用规模较大所致。2014~2016 年，公司现金收入比率分别为 80.13%、82.22%和 84.41%，公司收入实现质量略有提升，但仍属一般。

从投资活动来看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 32.21 万元、9.51 亿元和 14.84 亿元，年均复合增长 6,686.49%，公司 2014 年开始进行股权投资，当期收回投资规模较小；2016 年，公司投资活动现金流入 14.84 亿元，同比增长 56.06%，主要系公司收到股权转让款增加及收到投资保证金所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流出持续增长，年均复合增长 324.74%，公司对外投资规模持续增长，2016 年投资活动现金流出 34.40 亿元，同比增长 32.57%，主要投向于快乐时代、gx music limited、杭州如涵控股股份有限公司等互联网公司、科技公司及投资控股公司。2014~2016 年，公司投资活动均表现为净流出，净流出金额分别为 1.90 亿元、16.44 亿元和 19.57 亿元，呈持续扩大态势。

从筹资活动来看，2014 年，公司无筹资活动现金流入，2015~2016 年，公司筹资活动现金流入分别为 18.45 亿元和 29.54 亿元，2015 年主要来自发行股票募集资金；2016 年同比增长 60.07%，主要系借款增加及发行债券所致；2014~2016 年，公司筹资活动现金流出分别为 1.67 亿元、1.26 亿元和 13.06 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 179.94%；其中，2016 年同比增长 9.37 倍，主要系偿还债务支付现金规模较大所致。2014~2016 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-1.67 亿元、17.19 亿元和 16.48 亿元，由净流出转为净流入。

2017 年 1~9 月，公司实现经营活动现金净流入 7.49 亿元；投资活动现金净流出 6.55 亿元；筹资活动现金净流入 1.18 亿元。

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

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，受公司加大短期借款规模与其他应付款快速增长的影响，2014~2016 年，公司流动比率呈持续下降态势，分别为 2.49 倍、1.57 倍和 0.87 倍。2014 年底，公司无短期债务，截至 2016 年底，现金短期债务比从 2015 年底的 4.23 倍下降至 0.81 倍，主要系短期债务大幅增加所致，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般；2014~2016 年，公司经营现金流动负债比率分别为 87.56%、16.24%和 14.99%，持续下降，但经营现金对流动负债的覆盖程度尚可。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2014~2016 年，公司 EBITDA 持续增长，年均复合增长 35.19%，，主要系利润总额的增长所致。2016 年，公司 EBITDA 为 7.36 亿元，较上年增长 47.30%；其中折旧占 1.38%，摊销占 13.02%，利润总额占 77.38%，计入财务费用的利息支出占 8.23%，以利润总额为主。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数从 2015 年的 146.70 倍下降至 12.15 倍，主要系公司债务规模扩大导致利息支出增加所致，EBITDA 对利息的保障程度高；EBITDA 全部债务比从 2015 年的 2.02 倍下降至 0.36 倍，主要系公司发行公司债以及借款规模增加所致，但 EBITDA 对全部债务的保障程度仍然较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年 9 月底，公司合并口径获得的金融机构授信额度 20.49 亿元，其中尚未使用的额

度为 10.22 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 1 月 29 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。

2015 年 12 月，公司将持有的 Source Code QFQ Linkage L.P. 的 60% 股权以 3,018.68 万美元（约合 1.96 亿元人民币）转让给 kunlunkemilimited，取得投资收益 1.13 亿元人民币，上述投资收益占公司 2014 年度经审计净利润的比例为 34.72%。公司对上述事项未履行临时报告信息披露义务，仅在 2015 年度报告中予以披露。深圳交易所于 2016 年 10 月 10 日发布《关于对北京昆仑万维科技股份有限公司及相关当事人给予通报批评处分的决定》，对公司予以通报批评处分，对公司董事长、总经理兼时任董事会秘书周亚辉予以通报批评处分，并记入上市公司诚信档案，向社会公布。

截至 2017 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 9 月底，公司未决诉讼一笔，具体情况如下：2014 年 6 月 19 日公司收到北京市第一中级人民法院的（2014）一中民初字第 5146 号《民事应诉通知书》及明河社出版有限公司、完美世界（北京）软件有限公司（以下合称“原告”）起诉北京火谷网络科技有限公司、昆仑万维、昆仑在线及昆仑乐享（以下合称“被告”）的《民事起诉状》，原告称被告所运营的网络游戏《武侠 Q 传》侵犯其著作权及不正当竞争，要求被告立即停止侵权原告著作权及不正当竞争行为，并向原告赔偿损失共计 1,449.92 万元及赔偿合理支出 31.97 万元，2015 年 9 月，原告将赔偿损失金额调整为人民币 1 亿元，本案于 2015 年 8 月 27 日、2015 年 10 月 14 日和 2016 年 3 月 9 日进行了公开审理，原告、被告双方进行了法庭调查和法庭辩论。2017 年 9 月公司收到北京市第一中级人民法院的一审《民事判决书》【（2014）一中民初字第 5146 号】，并于 2017 年 9 月 29 日提起上诉，该案尚无最终审判结果。为充分保护公司及公众股东的合法权益，公司控股东、实际控制人周亚辉已经出具承诺：“若昆仑万维因上述诉讼遭受损失，且昆仑万维就此向北京火谷网络科技有限公司进行全额追偿后，北京火谷网络科技有限公司拒不履行相关责任时，本人将在北京火谷网络科技有限公司拒绝履行后的 30 个工作日内承担昆仑万维因上述诉讼遭受的全部损失，且在承担后不向昆仑万维追偿。”除上述案件外，公司无其他未决重大诉讼事件。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、本期债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务为 22.84 亿元，本期拟发行公司债额度为不超过 2.10 亿元，相对于公司负债及债务规模而言，本期发债额度不大。

以 2017 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 2.10 亿元，在其他因素不变的情况下，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 46.41%、37.13% 和 24.53%，公司的负债水平有所上升，债务负担有所增加。考虑到募集资金将部分用于偿还公司债务，公司相关债务比率将低于上述预测值，总体债务负担仍处于合理水平。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 7.36 亿元，为本期公司债券发行额

度 2.10 亿元的 3.50 倍, EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好; 2016 年经营活动产生的现金流入 24.23 亿元, 为本期公司债券发行额度 2.10 亿元的 11.54 倍, 对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析, 并考虑到公司技术实力较强、具备发行渠道优势、经营规模持续增长、债务负担较轻等因素, 联合评级认为, 公司对本期债券的偿还能力很强。

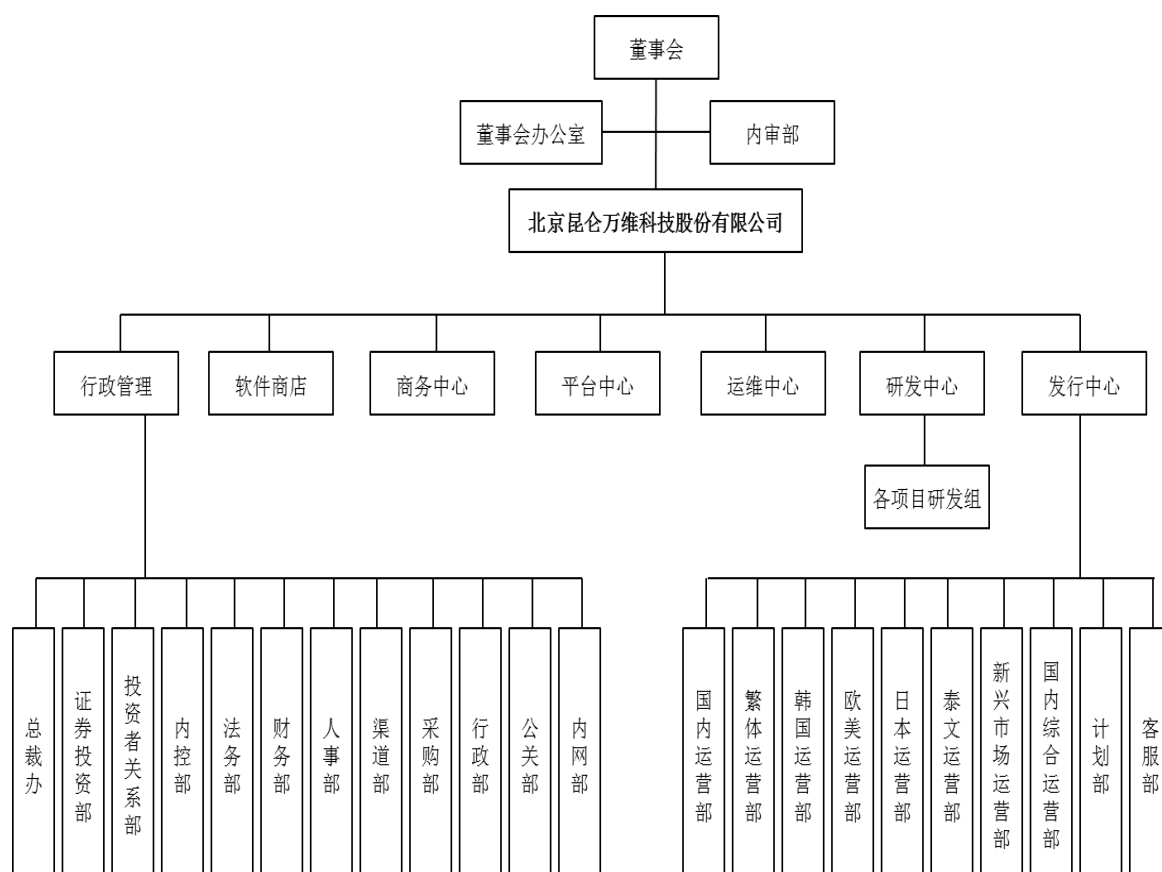
九、综合评价

公司作为一家全球互联网平台公司, 在技术实力、海外游戏市场开拓能力等方面有较强的优势。近年来随着移动网络游戏行业的迅速发展, 公司营业收入规模波动增长。公司债务负担较轻。同时, 联合评级也关注到网络游戏行业竞争激烈, 公司主营业务获利能力有所下降, 境外业务存在运营管理和汇率风险, 公司利润依赖投资收益, 存在短期偿付压力、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。

中国网络游戏产业目前处于快速发展阶段, 互联网用户数量的迅速增长为中国网络游戏行业持续发展提供了基础保证, 受益于良好的行业前景, 公司未来营业收入有望持续增长, 联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 北京昆仑万维科技股份有限公司 组织结构图



附件 2 北京昆仑万维科技股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额（亿元）	14.68	38.88	63.06	76.68
所有者权益（亿元）	10.12	26.80	31.81	42.22
短期债务（亿元）	0.00	2.48	13.36	11.22
长期债务（亿元）	0.00	0.00	7.20	11.62
全部债务（亿元）	0.00	2.48	20.56	22.84
营业收入（亿元）	19.34	17.89	24.25	26.73
净利润（亿元）	3.26	4.05	5.45	8.67
EBITDA（亿元）	4.03	5.00	7.36	--
经营性净现金流（亿元）	3.97	1.92	3.57	7.49
应收账款周转次数（次）	7.53	6.21	5.20	--
流动资产转次数（次）	1.75	1.20	1.24	--
总资产周转次数（次）	1.42	0.67	0.48	--
现金收入比率（%）	80.13	82.22	84.41	93.35
总资本收益率（%）	34.99	20.75	14.84	--
总资产报酬率（%）	24.26	15.66	12.36	--
净资产收益率（%）	34.99	21.96	18.61	--
营业利润率（%）	68.87	60.68	52.82	79.92
费用收入比（%）	51.17	46.82	46.91	43.26
资产负债率（%）	31.08	31.08	49.56	44.94
全部债务资本化比率（%）	--	8.46	39.26	35.10
长期债务资本化比率（%）	--	0.00	18.45	21.58
EBITDA 利息倍数（倍）	--	146.70	12.15	--
EBITDA 全部债务比（倍）	--	2.02	0.36	--
流动比率（倍）	2.49	1.57	0.87	1.07
速动比率（倍）	2.49	1.57	0.87	1.07
现金短期债务比（倍）	--	4.23	0.81	1.13
经营现金流流动负债比率（%）	87.56	16.24	14.99	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.92	2.38	3.50	--

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、2017 年三季度财务数据未经审计、相关指标未年化。3、公司其他应付款和长期应付款中债务部分分别调整入短期债务和长期债务。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
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+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/ [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/ [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 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）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年北京昆仑万维科技股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京昆仑万维科技股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京昆仑万维科技股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京昆仑万维科技股份有限公司的相关状况，如发现北京昆仑万维科技股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如北京昆仑万维科技股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京昆仑万维科技股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送北京昆仑万维科技股份有限公司、监管部门等。


联合信用评级有限公司

二零一八年四月二日