



游族网络股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2025 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[2025]跟踪 0886 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 23 日

本次跟踪发行人及评级结果	游族网络股份有限公司	AA ⁻ /稳定
本次跟踪债项及评级结果	“游族转债”	AA ⁻
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。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，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”）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、多款游戏生命周期长，具备长线运营优势以及债务规模相对较低，杠杆水平维持低位等方面的优势对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到公司盈利及获现能力偏弱、非经常性损益对利润水平影响较大、公司无控股股东及实际控制人等因素可能对公司经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，游族网络股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：游戏开发及上线进度按照计划推进、盈利水平及经营获现水平显著提升，盈利稳定性显著增强等。 可能触发评级下调因素：公司治理结构发生重大变化、高管及核心研发团队持续流失、盈利水平和获现能力持续大幅弱化、债务规模快速增长、流动性压力大幅增加等。	
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 ■ 多款游戏生命周期长，具备长线运营优势，能为公司后续发展提供支撑 ■ 债务规模相对较低，杠杆水平维持低位		
关 注		
■ 盈利能力及经营获现能力偏弱，利润水平有待修复 ■ 对外投资及持有的金融资产规模较大，非经常性损益对利润水平影响较大 ■ 公司无控股股东及实际控制人，第一大股东持股比例偏低，需对公司经营及战略执行情况、治理结构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：李洁鹭 jlli@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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	62.80	60.21	59.60	58.67
所有者权益合计（亿元）	45.40	46.19	41.90	42.26
负债合计（亿元）	17.40	14.02	17.70	16.42
总债务（亿元）	8.48	8.86	12.69	11.80
营业总收入（亿元）	19.81	16.25	14.34	3.59
净利润（亿元）	-6.30	0.91	-3.86	0.25
EBIT（亿元）	-4.79	1.18	-2.66	--
EBITDA（亿元）	-1.42	3.32	-0.50	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.58	-2.30	0.36	-0.18
营业毛利率(%)	40.07	52.01	36.48	36.61
总资产收益率(%)	-7.62	1.92	-4.44	--
EBIT 利润率(%)	-24.17	7.25	-18.54	--
资产负债率(%)	27.71	23.29	29.70	27.98
总资本化比率(%)	15.74	16.10	23.25	21.83
总债务/EBITDA(X)	-5.97	2.67	-25.45	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	-3.57	7.02	-0.97	--
FFO/总债务(X)	0.30	0.40	0.11	--

注：1、中诚信国际根据游族网络提供的其经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年度审计报告、经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2024 年度审计报告和未经审计的 2025 年一季报整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别为 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年数据为当期审计报告期末数；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

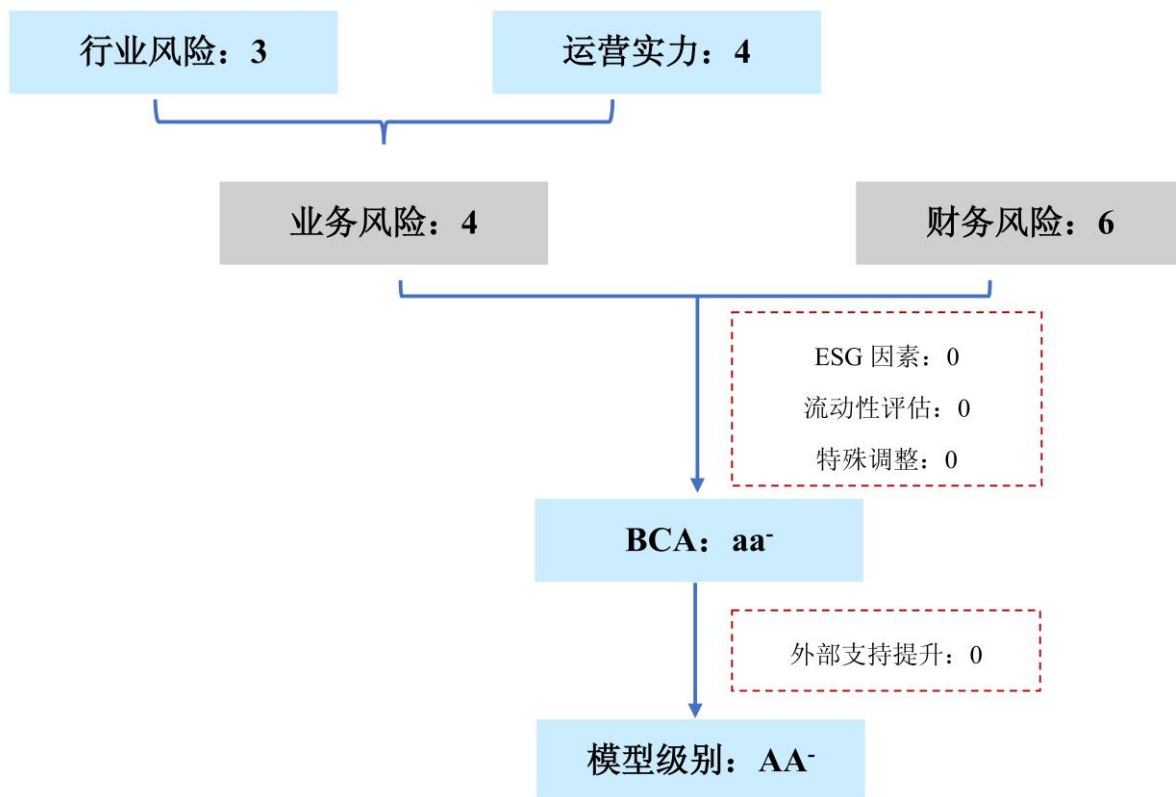
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余 额（亿元）	存续期	特殊条款
游族转债	AA ⁻	AA ⁻	2024/6/20 至 本报告出具日	11.50/5.00	2019/09/23~2025/09/23	回售条款、赎回条款、 转股价格向下修正条款

注：债券余额为 2025 年 6 月 19 日数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
游族网络	AA ⁻ /稳定	AA ⁻ /稳定	2024/6/20 至本报告出具日

● 评级模型

游族网络股份有限公司评级模型打分(TY_2024_04_2025_1)



注：

调整项： 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

方法论： 中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2024_04

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，2024 年，我国游戏市场实际销售收入及用户规模创历史新高，游戏“走出去”仍面临机遇与挑战并存的格局，同时国家各类政策或将推动游戏行业高质量发展。

2024 年，政策支撑令产业生态持续优化，国内游戏市场规模稳中有增，根据《2024 年中国游戏产业报告》，2024 年国内游戏市场实际销售收入同比增长 7.53%至 3,257.83 亿元；同期游戏用户规模为 6.74 亿人，同比增长 0.94%。

从结构来看，移动游戏仍是中国游戏市场收入的主要来源，2024 年我国移动游戏市场实际销售收入为 2,382.17 亿元，同比增长 5.01%，占中国游戏市场实际销售收入的比重为 73.12%；客户端游戏市场实际销售收入占比为 20.87%，网页游戏规模连续九年呈下降态势。值得关注的是，2024 年小游戏表现抢眼，增长势头强劲，在游戏行业市场竞争激烈的背景下，小游戏市场或将成为各游戏企业新的收入增长点；同时，多端发行与云游戏使得用户消费更加便利，为游戏行业后续发展提供支撑。

游戏出海方面，游戏出海力度进一步加大，2024 年我国自研产品海外市场实际收入同比增长 13.39%至 185.57 亿美元，连续五年超过千亿人民币。出海区域方面，美日韩仍为我国游戏出海的主要市场，三国收入合计占比 57.27%，同比略有下降。整体看，游戏出海仍有很大机遇，但随着国际形势与政策的变化，中国企业游戏出海受到来自各方不确定因素影响，游戏“走出去”仍面临机遇与挑战并存的格局。

政策方面，2024 年，全国各省市先后出台 20 余项游戏产业扶持政策，涵盖专项资金支持、减税降费等激励机制，并加大了完善产业配套设施、刺激市场活力、拉动人才引进、完善科技支撑等方向的政策倾斜，且国家层面亦出台政策积极推动游戏产业发展，为游戏企业带来了新的挑战 and 机遇，或将推动游戏行业高质量发展。

中诚信国际认为，2024 年以来，公司治理结构较为稳定且战略方向明确，但受多重因素影响，经营规模进一步下滑；移动游戏仍为公司主要收入来源，且游戏发行区域仍聚焦海外，游戏储备能为公司后续发展提供支撑，但仍需关注游戏研发、上线进度、国外发行政策、汇率等因素对业绩的影响。

2024 年以来，公司股权结构较为稳定，董事、监事及高级管理人员发生变动对公司经营无显著影响。战略方向较为明确，但第一大股东持股比例偏低，仍无控股股东及实际控制人，需对治理结构稳定性及资本运作情况保持关注。

跟踪期内，公司股权结构较为稳定，截至 2025 年 3 月末，上海加游企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“上海加游”）持有公司 11.72% 的股份，为公司第一大股东，其所持股份的 30.20% 处于质押状态。中诚信国际关注到，公司第一大股东持股比例偏低，仍无控股股东及实际控制人，需对后续股权结构稳定性及后续资本运作情况保持关注。

2024 年以来，公司基于业务发展需要，注销并新设多家子公司¹，但对业务结构无重大影响。跟踪期内，公司完成第七届董事会和监事会换届选举，部分董事、监事及高级管理人员发生变动²，但对公司经营无显著影响。

公司战略方向较为明确，不断深化“全球化卡牌+”战略，积极升级 AI 布局，打造“工业化研发体系”，探索通过各种前沿技术夯实多样化发行能力，巩固长线运营优势，以全球化视野研发新品并持续推出长生命周期的精品游戏，聚焦主业并不断推动公司高质量发展。

2024 年，受行业竞争激烈、用户体验要求提升等多重因素影响，公司营业总收入进一步下滑；游戏储备能为后续业务发展提供一定支撑，需对游戏开发风险及对营业收入带来的影响保持关注。

跟踪期内，公司仍主要从事网络游戏的研发、发行及运营。2024 年，公司部分在营游戏产品受生命周期的影响，收入较上年自然回落；同时个别新产品由于行业竞争激烈、用户体验要求提升而导致收入规模未达预期或延期推出，上述因素共同令公司营业总收入同比下降 11.75% 至 14.34 亿元，经营规模进一步下滑。

从产品结构来看，移动游戏仍是公司收入的重要来源，但随着市场变化，小游戏增长势头强劲，公司亦积极布局小游戏产品，未来收入结构或将有所调整。从发行区域来看，在游戏出海的大环境下，公司海外发行收入占比仍较高，需关注海外发行政策、汇率等因素对公司业绩的影响。

表 1：公司分产品收入占比情况(%)

占比	2022	2023	2024
移动游戏	74.84	65.19	66.54
PC 端游戏	24.31	33.81	30.87
其他	0.85	1.00	2.59
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：公司分地区收入占比情况(%)

占比	2022	2023	2024
国内	35.94	36.59	39.84
国外	64.06	63.41	60.16
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，2024 年，公司不断深化“全球化卡牌+”战略，继续深耕卡牌和 SLG 赛道，通过

¹ 2024 年 1 月，公司新设全资子公司上海阡陌通信息技术有限公司，并以公司位于上海市徐汇区宜山路 717 号 1~2 层及 11~19 层的房产以实物资产出资的形式向其增资，评估价值合计 69,636.42 万元，截至 2024 年 4 月 17 日，上述房产过户及增资手续已完成。

² 2024 年 8 月，公司完成董事会及监事会换届选举，第六届董事会非独立董事禹景曦先生、李勇先生，独立董事谭群钊先生，及第六届监事会主席兼职工代表监事傅焜先生因届满离任；傅焜先生被选举为公司第七届董事会非独立董事；2025 年 5 月 23 日，傅焜先生被选举为公司第七届董事会职工代表董事，不再担任公司非独立董事，与公司其他董事共同组成第七届董事会。2025 年 1 月 19 日，卢易女士因个人原因不再担任公司董事会秘书，公司董事会选举徐勇先生为公司董事会秘书。

IP 价值深挖、深度联动传统文化、迭代玩法及精细化运营，实现经典产品用户粘性与商业化表现双线稳定，其中经典卡牌手游《少年三国志》上线十年依然保持很强的生命力³。同期，公司多款游戏出海表现较好⁴，在卡牌赛道具有一定的领先优势，成功入选并获评伽马数据发布的《2024 中国上市/非上市游戏企业竞争力报告》强基领航游戏企业，凭借在 AI 方面的多项举措成功入选《2024 中国游戏产业新质生产力发展报告》新质生产力代表企业。

2024 年以来，公司积极推出多款自研及代理产品，覆盖三国、西游、东方神话及西方奇幻题材。《少年西游记 2》陆续上线中国大陆市场和港台市场；二次元 RPG 卡牌手游《绯色回响》上线韩国市场；东方神话回合制 RPG 手游《山海镜花》-归来上线中国港澳台市场；卡牌小游戏《少年三国志-怀旧版》自主发行上线微信与抖音小程序端；西幻冒险主题放置挂机手游《Ever Chest》上线东南亚市场；以及三国策略卡牌手游《三国云梦录》上线中国大陆市场。此外，公司有多款处于测试阶段及研发阶段的游戏，能为公司后续业务发展提供一定支撑，但受研发进度、市场测试表现、版号情况、市场环境等因素影响，公司储备产品最终是否上线及上线时间、拟发行区域存在一定不确定性，需对游戏开发风险及对营业收入带来的影响保持关注。

表 3：公司已上线运营的主要产品情况

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	代理	MMO	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
绯色回响	手游	自研	卡牌	2022.10
山海镜花-归来	手游	自研	卡牌	2023.09
三国云梦录	手游	代理	卡牌	2024.03
少年西游记 2	手游	自研	卡牌	2024.04
少年三国志-怀旧版	H5 小游戏	自研	卡牌	2024.09
Ever Chest	手游	自研	卡牌	2024.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2024 年，公司继续实行自主运营和联合运营的双重经营模式，自主运营收入占比进一步提升。

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。2024 年，公司持续关注产品的长线运营能力和内部效率，当期自主运营收入占比进一步提升。

表 4：公司运营模式收入占比情况(%)

占比	2022	2023	2024
联合运营	71.96	58.24	57.25
自主运营	27.76	41.49	42.52
其他	0.28	0.27	0.23

³ 2024 年，《少年三国志》游戏新增用户突破 290 万，活跃用户近 500 万。

⁴ 《少年三国志 2》凭借本地化策略及文化融合再次获评中国游戏出海扬帆奖“2024 十佳海外文化输出游戏”；HBO 正版授权的次世代 3D 即时策略游戏《权力的游戏 凛冬将至》PC 依托顶级 IP、卓越的游戏品质以及精细化运营荣获中国游戏出海扬帆奖“2024 十佳海外表现游戏”；《战火与永恒》上线三年凭借创新玩法及本地化深耕策略于报告期内实现流水的逆势上涨，流水同比增长 29%。

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，2024 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。同期，公司为提高研发效能，研发投入及研发投入占比同比有所下降；因对组织架构进行调整，2024 年末研发人员数及研发人员数量占比同比均有所下降，中诚信国际将持续关注核心研发团队稳定性对公司未来发展产生的影响。

表 5：近年来公司研发投入情况（人、%、亿元）

	2022	2023	2024
研发投入	5.55	4.37	3.32
占当年销售收入比重	28.02	26.87	23.16
研发人员数量	1,097	706	475
研发人员数量占比	69.47	68.68	60.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，2024 年，公司营业总收入同比下降，营业毛利率亦大幅下降，经营性业务利润亏损，且非经常性损益对利润总额影响很大，利润总额大幅亏损，公司盈利有待修复。公司债务规模虽有上涨，但货币等价物储备充裕，能对债务偿付起到很好的支撑作用，整体偿债压力不大。

盈利能力

2024 年，受公司部分产品生命周期影响，叠加行业竞争激烈、游戏上线延期等多重因素影响，营业总收入同比进一步下降。毛利率方面，受多款产品在下半年集中上线影响，广告支出增加，且部分产品分成成本增长，叠加多款自研游戏上线后从开发支出转为无形资产核算，摊销费用同比上升，上述因素共同令营业毛利率大幅下降。公司期间费用及期间费用率虽有回落，但仍处于较高水平，当期经营性业务利润亏损。减值损失及基金投资产生的公允价值变动损失对利润侵蚀加剧，且公司处置在研项目产生损失，当期利润总额大幅亏损，盈利指标随之弱化。

2025 年一季度，公司营业总收入同比增长 7.29%，营业毛利率较为稳定，经营性业务利润及利润总额虽然扭亏，但仍在低位徘徊。值得关注的是，公司对外投资规模较大，非经常性收益稳定性一般，长期盈利能力仍然承压，需对公司盈利能力的改善情况保持关注。

表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2022		2023		2024		2025.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
移动游戏	14.83	36.26	10.59	49.91	9.54	28.87	2.28	30.58
网页游戏	4.81	51.08	5.50	56.05	4.43	55.15	1.01	56.02
其他	0.17	61.28	0.16	52.29	0.37	9.57	0.30	16.93
营业总收入/营业毛利率	19.81	40.07	16.25	52.01	14.34	36.48	3.59	36.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产质量

2024 年末，公司总资产规模同比进一步下降，非流动资产占比较高，其中，计提减值准备及处置部分联营公司股权令期末长期股权投资规模有所下降；处置及公允价值变动使得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有所下降。2024 年，部分游戏上线由开发

支出转入无形资产核算，年末开发支出及无形资产规模此消彼长。此外，商誉主要为溢价收购 Bigpoint HoldCo GmbH（以下简称“Bigpoint”）、上海戏法网络科技有限公司（以下简称“上海戏法”）及上海桑喆网络科技有限公司产生。2024 年，公司对上海戏法商誉全额计提减值，令年末商誉规模有所下降。Bigpoint 仍是商誉的重要组成部分，需对未来 Bigpoint 的经营情况保持关注。流动资产方面，公司货币资金保有量较高，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。

2024 年末，以游戏分成款、版权金和广宣费为主的应付账款同比有所增长，且公司为满足资金需求新增银行借款，带动总负债及总债务规模同比上升。公司债务规模仍处于较低水平，且以长期债务为主的债务结构较优。

权益方面，经营亏损令 2024 年末所有者权益规模有所下降，且债务规模上升，杠杆比率较上年末有所升高，但仍处于较低水平。分红方面，因公司 2024 年经营亏损，公司计划 2025 年度不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。

现金流及偿债情况

2024 年，公司支付广告、分成、职工薪酬等成本支出同比减少，经营活动净现金流转为净流入态势，但经营获现能力仍有很大恢复空间。同期，公司收回部分投资，投资活动净现金流保持净流入态势。筹资活动方面，公司新增银行借款，筹资活动现金流转为净流入态势。2025 年一季度，公司支付部分广告款项，令当期经营活动现金呈净流出态势。

偿债能力方面，2024 年公司盈利能力大幅弱化，EBITDA 相关偿债指标随之趋弱；经营获现能力虽有好转，但受债务规模扩大影响，FFO 相关偿债指标亦有弱化。公司货币等价物保有量高且能够覆盖总债务，整体偿债压力不大。

截至 2025 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 5.00 亿元，其中尚未使用额度为 50 万元，备用流动性一般。资金管理方面，公司不归集资金，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。

表 7：近年来公司主要财务状况（亿元，%，X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
期间费用合计	8.70	7.37	5.89	1.17
期间费用率	43.94	45.34	41.08	32.48
经营性业务利润	-0.50	1.20	-0.55	0.14
资产减值损失	-1.86	-0.06	-0.45	--
信用减值损失	-0.14	-0.15	-0.28	-0.005
公允价值变动收益	-3.30	-1.00	-2.20	-0.15
投资收益	0.62	0.72	0.31	0.38
资产处置收益	-1.06	0.06	-0.25	0.0004
利润总额	-6.36	0.84	-3.62	0.26
EBIT 利润率	-24.17	7.25	-18.54	--
货币资金	15.45	14.92	17.72	16.59
应收账款	3.00	2.54	2.30	2.48
其他流动资产	4.54	4.37	4.29	4.26
长期股权投资	5.90	5.48	5.08	5.10
其他非流动金融资产	14.94	15.02	12.90	12.74
固定资产	6.29	5.83	5.41	4.84

无形资产	2.93	2.68	3.39	3.03
开发支出	2.47	3.64	3.00	3.31
商誉	2.00	2.12	2.01	2.09
总资产	62.80	60.21	59.60	58.67
应付账款	4.62	2.79	3.07	2.64
总债务	8.48	8.86	12.69	11.80
短期债务/总债务	8.48	8.86	12.69	11.80
总负债	17.40	14.02	17.70	16.42
未分配利润	26.57	27.39	22.91	23.16
所有者权益	45.40	46.19	41.90	42.26
资产负债率	27.71	23.29	29.70	27.98
总资本化比率	15.74	16.10	23.25	21.83
经营活动净现金流	1.58	-2.30	0.36	-0.18
投资活动净现金流	0.90	1.79	0.05	0.02
筹资活动净现金流	-1.53	-1.99	2.73	0.72
经营活动净现金流利息保障倍数	3.95	-4.87	0.71	--
EBITDA 利息保障倍数	-3.57	7.02	-0.97	--
FFO/总债务	0.30	0.40	0.11	--
总债务/EBITDA	-5.97	2.67	-25.45	--
货币等价物/总债务	1.89	1.44	1.26	--

注：减值损失以“-”列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2025 年 3 月末，公司受限资产合计 5.55 亿元，约占同期末总资产比重的 9.46%；其中受限货币资金为 994.68 万元，主要为涉诉案件冻结款项；其余受限资产为用于贷款抵押的固定资产及投资性房地产，资产受限程度较为可控。同期末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼，亦无对外担保事项。

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，2022~2025 年 5 月末，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。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁵

假设

- 2025 年，游族网络全年无全新产品上线，老游戏经营稳健。
- 2025 年，游族网络固定资产投资规模很小。
- 2025 年，游族网络可转债即将到期，公司自有资金充裕，资金需求较小。

预测

表 8：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率(%)	16.10	23.25	11.50~13.50
总债务/EBITDA(X)	2.67	-25.45	2.30~2.45

⁵ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体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主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测。

调整项

ESG⁶表现方面，游族网络在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方面表现良好；跟踪期内，公司整体治理结构较为稳定，内控制度较为完善，目前 ESG 表现处于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，2024 年，游族网络经营获现能力偏弱，备用流动性一般，但公司货币资金保有量高，能为总债务的偿付提供支撑。同时，公司为 A 股上市公司，具有资本市场直接融资渠道，财务弹性尚可。公司固定资本开支保持较低水平，资金流出主要用于债务的还本付息、支付合作方分成款、新游戏的研发及对外投资等，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

跟踪债券信用分析

“游族转债”募集资金总额 11.50 亿元，实际募集资金净额为 11.30 亿元，其中 6.53 亿元用于“网络游戏开发及运营建设项目”，1.52 亿元用于“网络游戏运营平台升级建设项目”，3.25 亿元用于补充流动资金。2024 年 6 月 8 日，公司发布公告称，基于对当前市场竞争环境以及 AI 技术对游戏行业的深远影响的考虑，结合公司目前经营发展的实际情况以及未来发展战略，经公司审慎考虑，拟终止“网络游戏开发及运营建设项目”及“网络游戏运营平台升级建设项目”，并将剩余募集资金及其之后产生的利息（最终金额以资金转出当日银行结息金额为准）用于永久补充流动资金。2024 年 6 月 28 日，公司股东大会和债券持有人会议审议通过了上述议案。截至 2024 年末，公司募集资金已使用完毕。

“游族转债”设置赎回、回售及转股价格向下修正条款，跟踪期内，游族网络 A 股股票价格未触发有条件赎回条款⁷，于 2024 年 3 月触发有条件回售条款⁸，本次回售申报数量为 0 张；2024 年 11 月再次触发有条件回售条款，回售申报数量为 70 张，回售金额为 7,020.30 元（含息税），公司已于 2024 年 11 月 28 日完成上述回售。此外，游族网络 A 股股票价格分别于 2024 年 2 月、9 月和 12 月触发转股价格向下修正条款⁹，公司均不向下修正“游族转债”转股价格；2025 年 2 月，游族网络 A 股股票再次触发转股价格向下修正条款，公司董事会审议通过将“游族转债”的转股价格由 16.92 元/股下修至 10.10 元/股。“游族转债”将于 2025 年 9 月到期，截至目前未转股比例较高，但近期游族网络 A 股股价在 13 元/股左右波动，高于“游族转债”转股价格，“游族转债”仍有较高的转股可能性。同时，截至 2025 年 3 月末，公司货币资金为 16.59 亿元，且受限比例很低，若未能在到期前实现大额转股，公司货币资金能对“游族转债”的到期偿付起到很好支撑作用，中诚信国际将持续关注公司股价变动对“游族网络”兑付和转股的影响。

⁶ 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。

⁷ 在可转债转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或是可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

⁸ 在可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。2024 年 1 月 29 日至 2024 年 3 月 18 日连续 30 个交易日的收盘价格低于当期“游族转债”转股价格（16.97 元/股）的 70%，且“游族转债”处于最后两个计息年度。

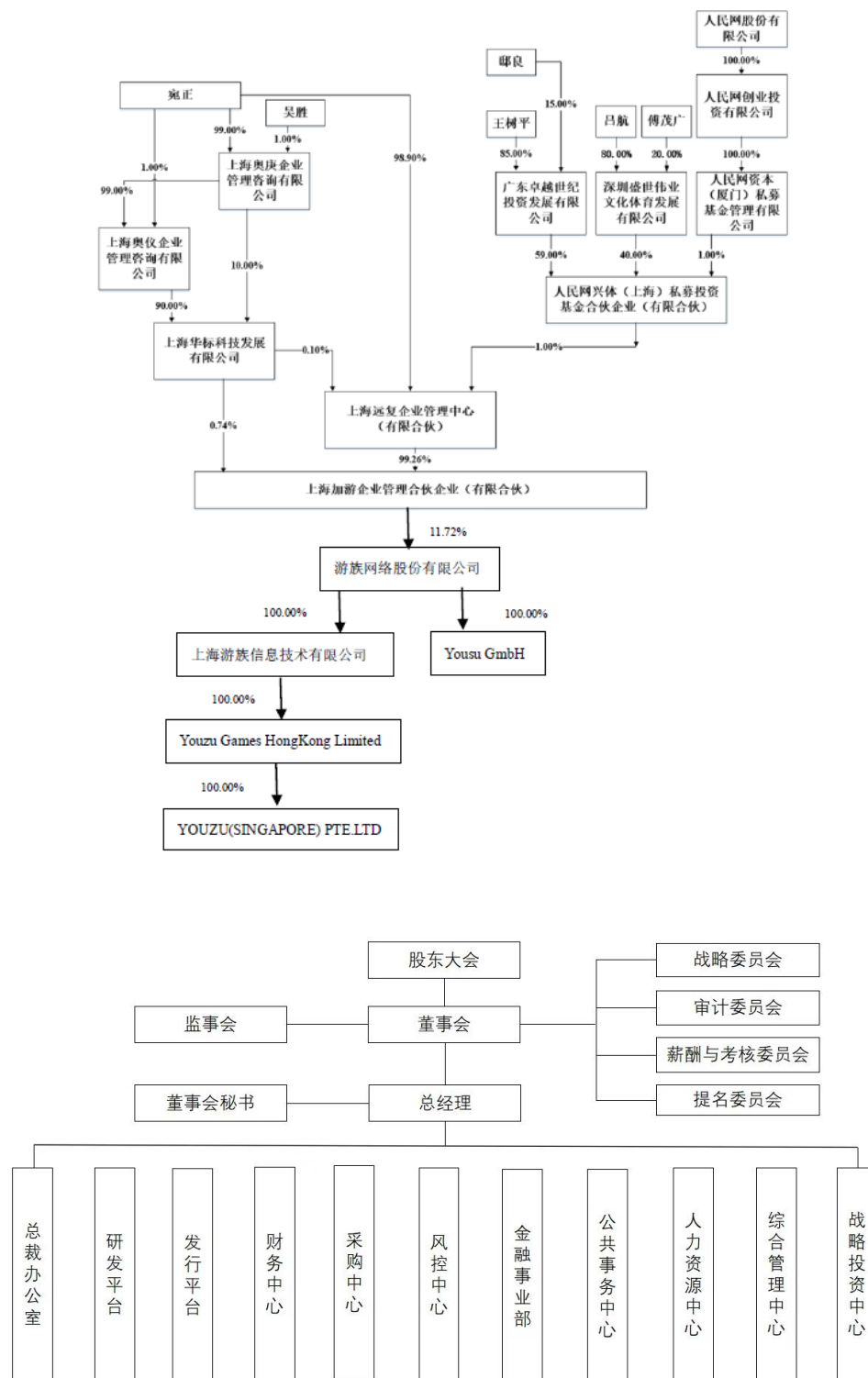
⁹ 在可转债存续期间，公司股票在任意 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

“游族转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。2024 年，公司盈利能力大幅弱化，经营获现能力虽有提升但仍较弱，但公司经营实质未发生变化，且具备一定行业地位，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。

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主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持“游族转债”的信用等级为 **AA⁻**。

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 2025 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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	154,483.99	149,211.57	177,208.48	165,906.39
应收账款	30,032.78	25,367.17	22,953.94	24,801.26
其他应收款	6,890.63	4,601.86	5,163.47	4,493.22
存货	--	--	--	--
长期投资	219,082.17	208,425.71	183,333.85	184,432.80
固定资产	62,868.68	58,262.06	54,097.85	48,449.58
在建工程	--	--	--	--
无形资产	29,324.86	26,840.46	33,933.57	30,271.00
资产总计	628,014.35	602,105.61	596,002.92	586,749.03
其他应付款	4,225.08	2,185.33	2,329.40	2,110.46
短期债务	22,111.67	22,072.32	47,577.57	37,952.56
长期债务	62,722.78	66,557.27	79,370.57	80,031.65
总债务	84,834.44	88,629.59	126,948.14	117,984.21
净债务	-65,781.11	-39,059.82	-32,276.02	-47,922.18
负债合计	174,011.56	140,230.29	176,984.71	164,185.04
所有者权益合计	454,002.79	461,875.32	419,018.21	422,563.99
利息支出	3,986.81	4,724.01	5,160.79	--
营业总收入	198,055.19	162,539.88	143,436.54	35,940.41
经营性业务利润	-4,965.58	11,972.00	-5,539.21	1,424.61
投资收益	6,206.43	7,183.45	3,068.42	3,809.13
净利润	-62,993.40	9,136.52	-38,598.93	2,470.24
EBIT	-47,864.45	11,782.47	-26,599.59	3,711.40
EBITDA	-14,214.99	33,150.38	-4,987.16	3,711.40
经营活动产生的现金流量净额	15,751.68	-23,021.24	3,646.06	-1,803.71
投资活动产生的现金流量净额	8,966.11	17,850.26	482.45	156.20
筹资活动产生的现金流量净额	-15,348.09	-19,852.05	27,262.65	7,176.14
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	40.07	52.01	36.48	36.61
期间费用率(%)	43.94	45.34	41.08	32.48
EBIT 利润率(%)	-24.17	7.25	-18.54	--
总资产收益率(%)	-7.62	1.92	-4.44	--
流动比率(X)	2.37	3.32	2.66	2.95
速动比率(X)	2.37	3.32	2.66	2.95
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	6.59	5.87	5.94	6.02*
资产负债率(%)	27.71	23.29	29.70	27.98
总资本化比率(%)	15.74	16.10	23.25	21.83
短期债务/总债务(%)	26.06	24.90	37.48	32.17
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.15	-0.29	0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.59	-1.15	0.02	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	3.95	-4.87	0.71	--
总债务/EBITDA(X)	-5.97	2.67	-25.45	--
EBITDA/短期债务(X)	-0.64	1.50	-0.10	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	-3.57	7.02	-0.97	--
EBIT 利息保障倍数(X)	-12.01	2.49	-5.15	--
FFO/总债务(X)	0.30	0.40	0.11	--

注：1、2025 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/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
	现金周转天数 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 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