

上海姚记科技股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.
联合资信评估股份有限公司

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3999号

联合资信评估股份有限公司通过对上海姚记科技股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持上海姚记科技股份有限公司主体长期信用等级为 A^+ ，维持“姚记转债”信用等级为 A^+ ，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月二十八日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受上海姚记科技股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



上海姚记科技股份有限公司

向不特定对象发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
上海姚记科技股份有限公司	A+/稳定	A+/稳定	2024/06/28
姚记转债	A+/稳定	A+/稳定	

评级观点

跟踪期内，上海姚记科技股份有限公司（以下简称“公司”）作为中国知名扑克牌生产商，保持了较突出的行业地位和品牌知名度，并持续拓展游戏业务和创新营销业务，2021—2023 年底，公司资产规模持续增长，以流动资产为主；所有者权益中未分配利润占比高，权益结构稳定性一般；公司负债构成以流动负债为主，债务规模持续下降，主要由短期借款和应付票据构成，债务负担可控。2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，期间费用总额持续下降，但规模仍较大，对利润总额有一定侵蚀；资产减值损失对利润总额有一定影响。公司收入实现质量较好，经营活动现金净流入量可以覆盖投资支出。公司长短期债务偿债能力指标表现好。截至 2024 年 3 月底，“姚记转债”募集资金到账，考虑到在建项目资金来源主要为募投资金，公司筹资压力可控。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到游戏行业竞争激烈且面临政策监管、应收账款和存货对营运资金形成占用且存在一定跌价和减值风险、商誉规模较大且存在减值风险、供应商集中度高、新增产能消化风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

2023 年，公司经营活动产生的现金流入对待偿债券余额的保障程度高。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能，公司对待偿债券余额保障程度或将提升。

个体调整：其他不利因素-1。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着募投项目的投产，公司将进一步扩大扑克牌产能，并持续拓展游戏业务和创新营销业务，公司综合竞争实力有望进一步加强。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司在保持财务状况的基础上，市场拓展取得重大进展，销量和市场占有率显著提升，拉动公司收入和利润大幅增长；公司资本市场表现较好，在其他能力保持稳定情况下，通过增资扩股等方式实现资本实力的显著提升；其他带动业绩大幅增长的有利因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：由于竞争加剧、政策监管趋严、下游偏好改变等因素导致公司产品销量持续大幅下降，影响公司偿债现金流和整体盈利能力，并产生商誉大规模减值；公司成本控制压力显著加大，且公司长期无法通过经济管理进行调整改变这一趋势；被重要媒体流量供应商取消平台合作资质从而对公司业务经营产生不利影响；公司债务负担明显加重，债务结构与资金使用期限严重错配，偿债能力大幅下降，出现流动性紧张情况；公司控股股东、实际控制人及核心管理层发生重大变动或违法违规情况，对公司经营造成重大不利影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **公司在扑克牌行业地位突出，综合竞争实力强。**在扑克牌制造业务方面，公司保持了较为先进的生产技术水平、产品质量和品牌优势。
- **公司资产规模和营业总收入持续增长；经营活动现金流情况良好。**2021—2023 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 8.84%。2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 6.36%；经营活动现金净额分别为 5.41 亿元、5.82 亿元和 4.50 亿元。

关注

- **游戏行业竞争激烈且面临政策监管。**网络游戏市场竞争激烈，游戏迭代快，若公司未能把握市场需求，或将对经营业绩造成不利影响。随着监管部门对网络游戏监管力度加强，若行业监管政策收紧，公司存在游戏未能获批或受到行政处罚影响经营业绩的风险。2023 年，受宏观环境影响叠加竞品市场竞争激烈，老用户有所流失，叠加投放预算减少导致新增的注册用户数下降，公司主要游戏期末累计注册用户数、当期月均付费用户数、当期月均活跃用户数同比均有所下降。

- **存货和应收账款对营运资金形成占用且存在跌价和减值风险。**截至2023年底,公司存货和应收账款规模大,合计占流动资产的56.83%,对营运资金形成占用。以扑克牌业务为主的存货存在产能消化不利造成的跌价风险;应收账款集中度较高,随着公司数字业务扩张,若客户经营出现重大不利变化,应收账款回收存在不确定性。
- **商誉规模较大且存在减值风险。**公司主要通过收购方式进入移动游戏和互联网营销业务形成商誉,截至2023年底,公司商誉11.15亿元,计提商誉减值准备1.35亿元。2022年和2023年,公司资产减值损失分别为0.95亿元和0.77亿元,主要系确认商誉减值损失所致。若被并购企业业绩不达预期,公司将面临进一步商誉减值的风险。
- **供应商集中度高。**公司扑克牌业务采购集中度高,公司面临原材料价格波动风险和单一供应商依赖风险;数字营销业务中,公司对单一媒体流量供应商存在较大依赖。
- **在建项目产能规模大,存在产能消化风险。**随着募投项目新产能的逐步释放,公司也将同时面临一定销售压力。2023年,公司扑克牌产品产销率同比下降。如果公司相关产品的市场需求量不能保持快速增长或公司的销售能力未能得到有效提升,公司将面临由于市场需求变化、产业政策导向变化以及竞争企业产能扩张等原因而导致的产能消化风险。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		1
		指示评级		
个体调整因素：商誉规模较大且存在减值风险；应收账款对营运资金形成占用且存在减值风险。				-1
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				A ⁺

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

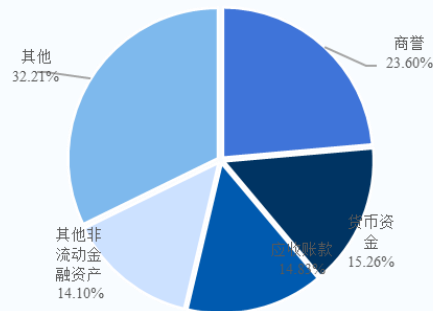
合并口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	5.98	7.63	7.29	12.27
资产总额（亿元）	39.88	44.05	47.23	52.56
所有者权益（亿元）	24.54	27.29	32.54	34.82
短期债务（亿元）	9.18	9.28	7.56	6.72
长期债务（亿元）	0.92	0.20	0.09	5.21
全部债务（亿元）	10.10	9.48	7.66	11.93
营业总收入（亿元）	38.07	39.15	43.07	9.82
利润总额（亿元）	6.29	4.34	7.12	1.87
EBITDA（亿元）	7.23	5.28	8.02	--
经营性净现金流（亿元）	5.41	5.82	4.50	0.36
营业利润率（%）	40.26	38.31	37.21	37.39
净资产收益率（%）	23.12	13.12	18.26	--
资产负债率（%）	38.46	38.05	31.11	33.75
全部债务资本化比率（%）	29.15	25.78	19.05	25.52
流动比率（%）	103.23	113.06	148.39	220.94
经营现金流动负债比（%）	41.32	38.17	33.97	--
现金短期债务比（倍）	0.65	0.82	0.96	1.82
EBITDA 利息倍数（倍）	27.49	27.08	53.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.40	1.80	0.95	--

公司本部口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	39.67	41.40	42.81	/
所有者权益（亿元）	29.96	30.05	33.05	/
全部债务（亿元）	6.04	5.79	2.83	/
营业总收入（亿元）	8.34	11.01	8.06	/
利润总额（亿元）	6.65	1.05	3.44	/
资产负债率（%）	24.48	27.43	22.78	/
全部债务资本化比率（%）	16.78	16.16	7.89	/
流动比率（%）	20.69	30.71	42.27	/
经营现金流动负债比（%）	0.75	13.93	1.53	/

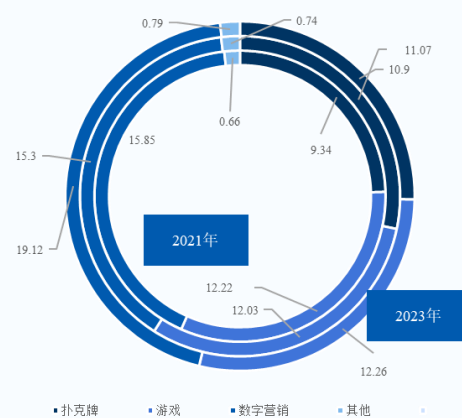
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，公司本部 2024 年一季度财务报表未披露；2. 本报告中 2021 年和 2022 年所列示财务数据采用追溯调整后数据；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

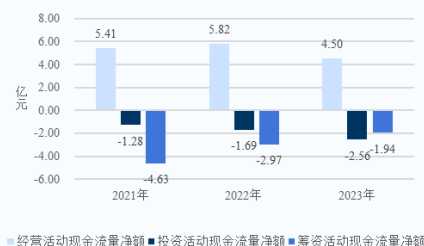
2023 年底公司资产构成



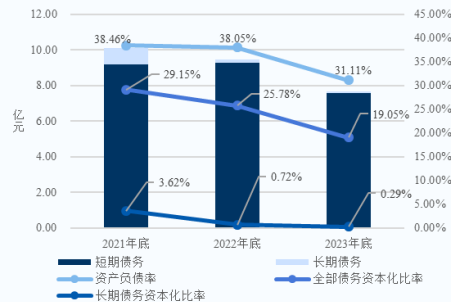
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
姚记转债	5.8313 亿元	5.8313 亿元	2030/01/25	回售条款；赎回条款

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
姚记转债	A+/稳定	A+/稳定	2022/03/22	华艾嘉 孙菁	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李敬云 lijingyun@lhratings.com

项目组成员：王煜彤 wangyt@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于上海姚记科技股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身是上海人民印刷十厂黄渡分厂，1994 年，姚文琛成为实际投资人。历经改制与更名，2008 年 5 月，公司整体变更为上海姚记扑克股份有限公司（以下简称“姚记扑克”）。2011 年 8 月 5 日，公司在深圳证券交易所上市，证券简称“姚记扑克”，证券代码“002605.SZ”。2019 年 8 月，姚记扑克变更为现名，证券简称变更为“姚记科技”，证券代码不变。后经多次定增、股权转让，截至 2024 年 3 月底，公司总股本 41210.08 万股，姚文琛先生及配偶邱金兰女士、长子姚朔斌先生、次子姚硕榆先生、女儿姚晓丽女士为公司控股股东暨实际控制人，与玄元私募基金投资管理（广东）有限公司—玄元科新 241 号私募证券投资基金、珠海阿巴马资产管理有限公司—阿巴马悦享红利 28 号私募证券投资基金互为一致行动人关系，合计持有公司 50.29% 的股份（无质押）。

截至 2024 年 3 月底，公司主营业务未变化，仍主要从事移动游戏的研发、发行、运营业务和各类扑克牌的设计、生产、销售业务，以及互联网创新营销业务；按照联合资信行业分类标准划分为软件和信息技术服务业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2024 年 3 月底，公司本部组织架构有所调整（组织架构图见附件 1-2），合并范围内子公司合计 80 家；截至 2023 年底，公司在职工 1725 人，员工构成类别符合行业特性。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 47.23 亿元，所有者权益 32.54 亿元（含少数股东权益 0.32 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 43.07 亿元，利润总额 7.12 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 52.56 亿元，所有者权益 34.82 亿元（含少数股东权益 0.41 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.82 亿元，利润总额 1.87 亿元。

公司注册地址：上海市嘉定区黄渡镇曹安路 4218 号；法定代表人：姚朔斌。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券为“姚记转债”（债券概况见下表），“姚记转债”尚未到第一个付息日。“姚记转债”初始转股价格为 21.53 元/股。

“姚记转债”募集资金用途为年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目（以下简称“募投项目”）。根据公司发布公告，截至 2024 年 2 月 23 日，公司拟以募投资金置换之前以自筹资金预先投入募投项目的 1.37 亿元。截至 2023 年底，募投项目工程进度达 21.84%，回收期（含建设期，税后）为 8.42 年，内部收益率（税后）为 11.33%。募投项目计划总投资额为 5.8313 亿元，资金来源全部为“姚记转债”募投资金。截至 2024 年 3 月底，募投项目已投资 1.48 亿元，2024 年内待投资余额为 0.70 亿元，2025 年待投资金额为 1.00 亿元；2026 年及以后投资剩余部分。随着公司募投项目的逐步建成，公司扑克产能将得到大幅提高。但随着新产能的逐步释放，公司也将同时面临一定销售压力。如果公司相关产品的市场需求量不能保持快速增长或公司的销售渠道未能有效拓展，公司将面临由于市场需求变化、产业政策导向变化以及竞争企业产能扩张等原因而导致的产能消化风险，以及固定资产折旧摊销影响公司经营业绩的风险。

图表 1 • 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
姚记转债	5.8313	5.8313	2024/01/25	6 年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落

地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024年一季度报）](#)》。

五、行业分析

1 扑克牌行业

扑克牌作为文教体育用品行业常见的快速消费品，拥有广泛的受众群体。我国扑克行业市场需求量相对稳定，竞争激烈，消费者对高端品牌偏好程度提升。

中国是扑克牌生产大国，也是扑克牌消费大国。2023年，全球扑克牌市场价值超过30亿美元，市场规模有望保持稳健增长。国内扑克牌市场需求量相对稳定。我国作为全球扑克牌重要的出口国之一，出口数量明显大于进口数量。近年来，大众娱乐方式趋向多样化，但扑克牌作为一种传统的休闲娱乐工具，具有较强的社交属性，目前仍然拥有广泛的受众群体。

行业发展方面，扑克牌属于消费品中的低值易耗品，主题扑克牌不仅具有收藏价值，是常见的文创产品，更是传承历史文化的载体。科技进步为扑克牌行业带来了新的增长机遇，扑克牌的形式也从传统的纸质扑克牌向更为智能化、高品质的扑克牌方向转型，如电子扑克、线上扑克牌游戏和高品质复制印刷等。随着消费者需求多样化，扑克牌企业在产品定位上需要针对不同消费者需求进行细分。随着人均可支配收入带来消费水平的上升与居民休闲娱乐支出不断提升，消费者对扑克牌及相关游戏产品的需求主要包括高品质的扑克牌、丰富的游戏内容、便捷的游戏体验等，扑克牌品牌化竞争日益激烈，品牌化竞争成为主要趋势，企业需要不断提升产品品质、创新研发、加强品牌建设等以应对挑战。同时也需关注，如“清风 2023”打击整治赌博违法犯罪专项行动等政府对赌博活动的监管政策，对扑克牌行业造成不利影响的可能性。

2 移动游戏行业

2023年，移动游戏行业呈现出稳健的增长趋势。随着技术进步和市场扩大，移动游戏行业仍有一定发展空间，同时移动游戏行业竞争激烈，监管政策趋严，行业内企业面临机遇和挑战。

从移动游戏市场规模看，根据中国音像与数字出版协会游戏工委（GPC）（以下简称“游戏工委”）和中国游戏产业研究院联合发布的《2023年中国游戏产业报告》显示，2023年，中国游戏用户规模为6.68亿人，同比增长0.61%，为历史新高点；中国游戏市场实际销售收入为3029.64亿元，同比增长13.95%，首次突破3000亿关口。在细分市场中，移动游戏实际销售收入增幅明显，占比高达74.88%，继续占据主导地位；客户端游戏实际销售收入持续升高，占比21.88%；网页游戏继续萎缩，占比仅为1.57%。2023年，我国移动游戏市场实际销售收入2268.60亿元，同比增长17.51%。2023年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为163.66亿美元，同比下降5.65%，美日仍是我国移动游戏主要海外市场，占比分别为32.51%和18.87%；韩国位于第三，为8.18%。此外，德国、英国、加拿大合计占比9.45%。中东、拉美等海外新兴市场则未见显著提升。国际局势动荡、市场竞争剧烈以及隐私政策变动等因素，增加了中国游戏企业的出海难度和经营成本。

从监管政策方面看，2023年，游戏版号恢复常态化发放，供给侧压制因素改善，为游戏行业的发展提供了支持；同时，政策对游戏内容的监管和审查力度加强，要求游戏企业更加注重游戏的品质和社会责任。

从未来发展看，中国网络游戏用户规模大，显示出庞大的受众基础。游戏行业人均消费支出快速增长，表明中国游戏用户的付费习惯已经逐步养成。随着技术的革新和市场的发展，移动游戏行业将继续保持增长态势。IP产业已成为具有活力和潜力的文化产业，游戏作为其中的重要组成部分，将持续受益于IP产业的发展。此外，技术创新也成为全球性游戏产品竞争力的关键。2023年，一系列AI工具的涌现对游戏开发效率、内容生成质量等方面发挥越来越重要的作用，同时也推动游戏领域进行更多的创新应用，带来更多的变革和机会。游戏行业竞争激烈，更新迭代快，具有创新研发优势和能精准把握玩家偏好并通过升级优化游戏持续巩固玩家忠诚度的企业具有竞争优势。

3 互联网创新营销行业

2023年，中国互联网营销市场规模保持增长趋势，短视频行业发展迅速。随着监管措施不断完善，行业将进入有序发展阶段。

互联网营销，是指借助于互联网络、电脑通信技术和数字交互式媒体来实现营销目标的一种营销方式。伴随着互联网的普及和网络经济规模的持续增长，近年来广告主在互联网领域的广告投放热情不断提高。

根据中关村互动营销实验室和北京师范大学共同发布的《2023 中国互联网广告数据报告》显示，2023 年，中国互联网营销市场规模约为 6750 亿人民币，同比增长 9.76%，广告与营销市场规模合计约为 12482 亿元，同比增长 11.07%。从媒体平台类型收入结构看，电商平台广告收入规模达 2070.06 亿元，仍占据互联网广告市场渠道类型收入首位，但视频与短视频平台合计广告收入已达 1433.08 亿元，成为互联网广告主投放的第二大渠道类型，并依然保持高速增长；其中短视频平台的广告收入同比大幅增长 23.28%至 1058.40 亿元，其与电商渠道是唯二的收入规模突破千亿的渠道类型，合计市场规模占互联网广告收入的比例超过 54%（电商平台占 36.10%，短视频平台占 18.50%）。

随着互联网广告领域的快速发展与变革，国家市场监督管理总局于 2023 年 2 月 25 日发布了《互联网广告管理办法》，并于 2023 年 5 月 1 日实施，旨在对互联网广告行业的规范和监督提出更加明确和细化的要求，不仅回应了社会对健康网络环境的期待，也标志着互联网广告行业进入更加规范和有序的新阶段，推动互联网广告产业健康、可持续发展。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司作为中国知名扑克牌生产商，保持了较突出的行业地位和品牌知名度；在移动游戏和创新营销业务也保持了一定竞争优势。

跟踪期内，公司实际控制人和控股股东未发生变化，持股情况及股权质押情况见本报告“二、企业基本情况”。公司拥有多名实控人，股权较分散，存在一定的控制权变更风险。

“姚记”扑克牌是全国知名扑克品牌，在扑克牌制造业务方面，公司保持了较为先进的生产技术水平、产品质量和品牌优势。在生产方面，公司使用高端扑克牌专用纸张、专业上光技术和环保油墨，采用全自动生产线结合自主研发的部分核心设备，现已经全面实现了扑克牌机械自动化生产。在销售方面，扑克牌销售主要采用传统的经销商分销模式，通过各级经销商实现产品的快速销售。结合公司移动互联网游戏业务，充分发挥协同效应，形成线上客户和线下客户相互导向的良性发展，拓宽了扑克牌产品的销售渠道。公司产品“姚记”扑克牌先后荣获“中国驰名商标”、“上海名牌产品”“中国轻工质量信得过产品”“中国轻工业联合会科学技术进步奖”“上海市区级技术中心”等荣誉称号。“姚记”品牌具有较高的市场地位和知名度，是中国文教体育用品协会向社会公布的“中国扑克牌行业知名品牌”的六大品牌之一。

移动游戏业务方面，公司致力于在线休闲游戏的研发、发行和运营，拥有一支经验丰富、高执行力的游戏团队，研发人员对游戏的设计架构和发行、运营、推广等具备丰富的实践经验，掌握游戏研发相关核心技术，且具有业务所需的创意基因，有利于产品的生命线延展能力及游戏内容的持续生产能力，在细分行业内有一定的影响力。

创新营销业务方面，公司拥有多支视频产出团队，能够针对不同品牌生产多样独特的创意内容，通过技术赋能运营，开发智能化系统后台对接媒体平台 Marketing API，提高产出效率；营销业务的核心成员来自 4A 广告公司和主流短视频媒体平台，熟悉媒体投放逻辑和投放算法，对用户增长和品牌曝光拥有实操经验，有针对性地针对广告物料、投放时段、目标人群、投放媒体、投放地域、人群拓展等方面进行优化，为客户提供整体优化方案；公司覆盖了较为全面的主流短视频媒体平台，为客户提供整合营销服务，培养了一批行业头部矩阵客户。公司在运营、技术等方面具有较强的市场竞争优势，拥有“巨量引擎广告代理商”“巨量引擎 KOL 采买合作机构”“巨量千川服务商”“巨量金牌认证服务商”等资质。

研发投入方面，2021—2023 年，公司研发投入合计分别为 2.19 亿元、2.65 亿元和 2.43 亿元，分别占公司当期营业总收入的 5.74%、6.76%和 5.63%。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（中征码：3101130000085597），截至 2024 年 5 月 23 日，公司无已结清和未结清不良和关注类信贷记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不利记录。

(二) 管理水平

2021—2023 年和 2024 年 1—3 月，公司董事、监事和高级管理人员变动情况如下表。截至 2024 年 3 月底，公司董事 7 人，监事 3 人，高级管理人员 3 人（均为董事），符合章程规定。公司管理制度连续，经营决策正常。

图表 2 • 2021—2023 年和 2024 年 1—3 月公司董事、监事、高级管理人员变动情况

变更前		变更后		变化原因
姓名	职务	姓名	职务	
唐霞芝	董事	梁美锋	董事	2023 年 05 月 11 日，公司董事会换届选举
唐松莲	独立董事	江英	独立董事	2023 年 05 月 11 日，公司董事会换届选举
卞大云	董事、副总经理、董事会秘书	卢聪	董事、副总经理、董事会秘书	2023 年 05 月 11 日，公司董事会换届选举
姚硕榆	副董事长、副总经理	姚硕榆	副董事长	2023 年 05 月 11 日，公司董事会换届选举后，不再担任公司副总经理职务，仍担任董事及相关董事会专门委员会职务

(三) 经营方面

1 业务经营分析

2021—2023 年，公司主营业务无变化；营业总收入持续增长，利润总额波动增长。经营效率指标表现有所下降。

2021—2023 年，公司主营业务未发生变化，仍主要从事移动游戏的研发、发行、运营业务和各类扑克牌的设计、生产、销售业务，以及互联网创新营销业务。公司主营业务收入占营业总收入的比重超过 98%，主营业务非常突出；其他业务主要包括材料处置、废料处置、租赁及水电费收入，规模很小。2021—2023 年，随着经营业务规模扩大，公司营业总收入和营业成本均持续增长，年均复合增长率分别为 6.36%和 9.06%，其中 2023 年营业总收入增幅较大，主要系游戏版号恢复常态发放，广告投放需求随着新游戏上线增加，数字营销业务收入增长所致；营业利润率分别为 40.26%、38.31%和 37.21%，持续下降。2021—2023 年，公司利润总额分别为 6.29 亿元、4.34 亿元、7.12 亿元，波动增长。2022 年，公司利润总额同比下降，主要系游戏业务和数字营销业务毛利率同比下降，叠加计提商誉减值损失所致；2023 年，公司利润总额同比增长，主要系收入规模扩大叠加销售费用规模下降所致。

收入构成方面，2021—2023 年，扑克牌业务收入规模和占比波动增长；游戏业务收入变化不大，占比持续下降；数字营销业务收入规模和占比波动增长，是公司收入最大的构成部分。毛利率方面，扑克牌业务毛利率持续上升，游戏业务毛利率保持在高水平且较稳定，数字营销业务基于行业属性原因，毛利主要来源于广告客户收入与媒体流量采买成本差，毛利率保持在较低水平，其中 2022 年毛利率同比下降主要系行业竞争激烈、公司给予客户返点增加所致。2021—2023 年，公司境内收入占比超过 97%。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.82 亿元，同比下降 17.38%；营业利润率为 37.39%，同比增长 3.58 个百分点。2024 年 1—3 月，实现利润总额 1.87 亿元，同比下降 22.15%。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月			2023 年同比变动		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入（%）	占比（个百分点）	毛利率（个百分点）
扑克牌	9.34	24.54	22.67	11.07	28.29	23.16	10.90	25.31	26.56	2.42	24.66	29.93	-1.54	-2.98	3.40
游戏	12.22	32.11	97.55	12.03	30.73	96.16	12.26	28.47	96.01	2.79	28.39	96.44	1.91	-2.26	-0.15
数字营销	15.85	41.63	6.92	15.30	39.09	4.74	19.12	44.38	5.45	4.52	46.04	5.06	24.97	5.29	0.71
其他	0.66	1.72	53.19	0.74	1.89	39.41	0.79	1.84	62.86	0.09	0.91	77.78	6.76	-0.05	23.45
合计	38.07	100.00	40.68	39.15	100.00	38.70	43.07	100.00	37.63	9.82	100.00	37.80	10.01	--	-1.07

注：尾差系四舍五入及计算单位不同所致
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（1）扑克牌业务

跟踪期内，公司扑克牌业务采购、生产、销售模式未发生重大变化。公司扑克牌业务采购集中度高，公司面临原材料价格波动风险和单一供应商依赖风险。扑克牌产能利用率维持在高水平，销售均价持续提升；扑克牌通过经销商实现销售，客户集中度一般。

原材料成本占扑克牌业务生产成本的比重约为 75%。采购方面，公司扑克牌业务生产原料主要是扑克牌专用纸。为提高扑克牌的质量（包括透光性、耐折度、弹性等），公司和山东晨鸣纸业集团股份有限公司及下属公司（以下简称“晨鸣纸业”）共同研发了 100% 原木浆紫芯扑克牌专用纸，在品质方面位于市场前列。公司与晨鸣纸业签订的购销合同中具有排他性条款，约定晨鸣纸业生产的扑克牌卡纸产品在合同期内不得销售给其他用户。定价方面，由于纸浆价格受国内外市场共同影响导致纸张价格波动较大，公司纸张采购价格根据实际采购时市场价格由双方议定，结算方式以电汇和票据为主。2021 年—2023 年和 2024 年 1—3 月，纸张采购均价分别为 6114.19 元/吨、5830.12 元/吨、5522.36 元/吨和 5382.93 元/吨，持续下降。生产所需其他辅料（如印刷油墨、浆料树脂、PS 版等）向合格的物料供应商进行采购。每个品类的辅料一般有 2 家左右的供应商，以保证及时供应和应对特殊情况。2021 年—2023 年和 2024 年 1—3 月，扑克牌业务前五大供应商采购额占该板块采购总额的比重均超过 80%，其中对晨鸣纸业的采购额占比均超过 70%，采购集中度高，对单一供应商的采购依赖度高。如原材料价格波动或供应商无法及时按需供应原材料，公司将面临成本控制风险和经营业绩不确定性风险。

扑克牌业务生产按预计销量进行排产和采购。公司扑克牌生产由全资子公司启东姚记扑克实业有限公司负责，生产基地位于江苏省启东市，现已经全面实现了扑克牌机械自动化生产。扑克牌销售主要采用传统的经销商分销模式，通过各级经销商实现销售。公司对于一级经销商一般采用“款到发货”的方式进行销售，以保障货款安全，仅根据经销商信用以及营销策略需要采用少量账账方式。销售回款主要以银行转账形式收取。2021 年—2023 年，扑克牌产量持续增长，销量波动增长，产能利用率维持在高水平，销售均价持续提升。2023 年，受宏观因素影响，扑克牌销量同比小幅下降，叠加产能提升带动产量增长，产销率同比下降。2021 年—2023 年和 2024 年 1—3 月，扑克牌业务前五大客户销售额占该板块销售总额的比重分别为 30.72%、26.19%、28.33%和 29.37%，集中度一般。

图表 4 · 扑克牌产品生产销售情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
产能（单位：万副/年）	75600.00	75600.00	86800.00	21700.00
产量（单位：万副）	97403.89	104256.89	116079.08	24674.30
产能利用率（%）	128.84	137.91	133.73	113.71
销量（单位：万副）	94892.22	103731.14	98598.46	21102.32
产销率（%）	97.42	99.50	84.94	85.52
销售均价（单位：元/副）	0.98	1.07	1.11	1.15

注：产能指公司达到可使用状态的产线每年运行 250 个自然日，每日运转 24 小时，可达到的产量
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）游戏业务

跟踪期内，公司游戏业务收入波动增长，美工成本增加导致毛利率持续下降，但仍保持在较高水平；主要游戏产品运营情况良好，给公司带来良好现金流，同时也需关注监管政策和市场竞争风险。

2021—2023 年，公司移动游戏业务运营模式无重大变化，主要为移动游戏的研发与运营，深耕休闲益智类细分市场，以用户为中心优化产品和服务，致力于打造精品原创网络游戏，对现有产品进行迭代更新。游戏业务分国内游戏事业和海外游戏事业两大板块，分别由全资子公司上海成蹊信息科技有限公司（以下简称“成蹊科技”）和大鱼竞技（北京）网络科技有限公司（以下简称“大鱼竞技”）运营。国外游戏业务规模很小，2021—2023 年，公司移动游戏板块收入规模波动增长；公司顺应市场趋势升级画面精度导致美工成本增加，毛利率持续下降，但仍保持在高水平。

公司移动游戏业务运营模式包括自主运营和联合运营。在自主运营模式下，公司全面负责游戏的运营、推广与维护，提供在线客服及充值收款的统一管理。游戏玩家直接在平台上注册并进入游戏，通过对游戏充值获得游戏内的虚拟游戏币，使用虚拟游戏币参加游戏，公司在游戏玩家虚拟游戏币被消耗时，根据虚拟游戏币消耗比，将游戏玩家实际充值并已消耗的金额确认为营业收入，将游戏玩家实际充值但未消耗的金额确认为其他流动负债。联合运营模式是指公司与游戏平台运营商签订合作运营游戏协议，玩家通过平台的宣传了解公司产品，直接通过平台提供的游戏链接下载游戏客户端，注册后进入游戏。游戏用户通过平台充值到账户中兑换成虚拟货币，在游戏中使用虚拟游戏币参加游戏。公司负责游戏版本的维护、更新、技术支持和客户服务，游戏平台运营商负责用户推广、充值服务以及计费系统管理，游戏玩家充值的款项进入平台的账户。游戏平台将其在合作运营游戏中取得的金额按协议约定的比例分成给公司，公司根据技术后台统计的相关数据与游戏平台运营商提供相关数据核对无误后确认营业收入。

公司拥有较为丰富的产品矩阵，国内游戏产品主要有《捕鱼炸翻天》《指尖捕鱼》《姚记捕鱼 3D 版》《捕鱼新纪元》《大神捕鱼》《小美斗地主》《鱼丸捕鱼大作战》等休闲类游戏，其中《指尖捕鱼》和《捕鱼炸翻天》已运营多年，具有很强的玩家粘性。海外游戏产品主要有《Bingo Party》《Bingo Journey》《Bingo Wild》《Bingo Home Design》《黄金捕鱼场》《fish box》《Fishing New Era》《捕鱼派对》等。2022 年，受宏观因素影响，公司主要游戏期末累计注册用户数、当期月均付费用户数、当期月均活跃用户数同比均有所增长；2023 年有所回落，主要系投放预算减少导致新增的注册用户数下降，同时受宏观环境影响叠加竞品市场竞争激烈，老用户有所流失所致。2021—2023 年，公司当期流水规模波动增长，付费用户月均消费值 ARPPU 持续增长。公司主要游戏运营情况良好。同时也需关注，随着监管部门对网络游戏监管力度加强，若行业监管政策收紧，公司存在游戏未能获批或受到行政处罚影响经营业绩的风险。此外，网络游戏市场竞争激烈，游戏迭代快，若公司未能把握市场需求，或将对经营业绩造成不利影响。

图表 5 公司主要游戏运营情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年
当期流水合计（亿元）	23.09	22.80	21.48
期末累计注册用户数（万人）	4382.43	4905.19	4576.95
当期月均付费用户数（万人）	32.25	32.97	23.36
当期月均活跃用户数（万人）	277.07	279.09	183.67
付费用户月均消费值 ARPPU（元）	3104.96	4011.89	5318.54

资料来源：公司提供，联合资信整理

（3）数字营销业务

跟踪期内，公司数字营销业务以信息流广告为主，盈利模式没有重大变化。数字营销业务供应商集中度很高，公司对单一媒体流量供应商存在较大依赖；销售集中度一般。

公司数字营销业务以信息流广告为主，构建了覆盖数据分析、效果营销、效果优化、短视频内容生产的互联网营销全链条，为品牌客户提供在线营销解决方案。信息流广告业务以短视频效果广告为核心，以技术和数据驱动流量运营。公司数字营销业务运营主体为全资子公司上海芦鸣网络科技有限公司（以下简称“芦鸣科技”）。2021—2023 年，数字营销业务收入持续增长，其中 2023 年收入同比增幅较大，主要系游戏版号恢复常态发放，广告投放需求随着新游戏上线增加所致；毛利率维持在低水平，其中 2022 年毛利率同比下降，主要系行业竞争激烈，公司给予客户返点增加所致。

公司开展信息流广告业务的模式包括获取用户流量、广告素材制作及广告效果优化，达到在短视频媒体上的精准投放。数字营销业务采购内容包括互联网用户流量、服务器和技术服务等，公司向媒体流量供应商获取用户流量用于在线投放广告，并主要根据相同机制支付流量购买成本。数字营销业务的客户主要为网络服务、游戏、互联网金融、电商、快消等行业头部公司。信息流广告的盈利来源于广告客户收入与媒体流量采购成本差，行业利差较小。公司与客户（广告主）之间的结算模式分为预付和垫付两种模式。预付模式下，由客户预先支付部分广告费，由公司代其将该等广告费全部充值进入互联网广告投放平台账户。垫付模式下，先由公司代客户向相应互联网广告投放平台账户预充值并安排广告投放。公司和客户之间按照每个自然月（不同客户的结算周期从 30 日到 60 日不等）结算一次，双方对每个自然月实际充值金额确认无误后签订《结算确认单》，公司根据《结算确认单》金额向客户开具广告发布费的发票。客户在收到发票和《结算确认单》后支付费用。公司结合 CPC（每次点击成本）、CPM（每千次展示成本）计量结算方式向广告客户收取费用。数字营销业务经营模式导致公司面临一定应收款项等信用风险。

2021—2023 年，数字营销业务前五大供应商采购额占该板块采购总额的比例分别为 94.36%、93.65%和 96.11%，供应商主要包括字节跳动、广点通等，其中字节跳动是最主要媒体流量供应商，占比超过 65%，公司采购集中度高，对字节跳动存在一定依赖。需关注，公司与字节跳动签署的合作协议中存在字节跳动终止合作的相关条款，若被字节跳动取消平台合作资质，或字节跳动经营情况发生较大变动，或对公司业绩产生不利影响。此外，主流视频媒体平台合作代理商较多，公司作为代理商之一面临激烈市场竞争。2021—2023 年，数字营销业务前五大客户销售额占该板块销售总额的比例为 26.57%、30.89%和 26.61%，集中度一般。

经营效率方面，2021—2023 年，公司销售债权周转次数分别为 12.31 次、9.94 次和 7.44 次，持续下降，主要系随着数字营销业务扩张应收账款规模增长所致；存货周转次数分别为 7.67 次、6.87 次和 6.73 次，持续下降。总资产周转次数分别为 0.97 次、0.93 次和 0.94 次，波动下降。

2 未来发展

公司基于现有业务规模与经营情况制定了符合自身定位的发展计划。

2024 年，公司将继续坚持“大娱乐”发展战略。在移动游戏业务板块上，公司将对现有的移动游戏产品继续开发新版本，提升游戏表现力和体验，延长产品的生命周期，并通过游戏的实时用户行为数据跟踪游戏的运营情况，发现问题，提高运营效率。在新产品研发上，公司将结合运营情况，以工作室形式集中力量验证和调整，开发具备创新性玩法的精品手机游戏，提升公司市场竞争力。此外，公司在巩固升级现有海外游戏产品的基础上，进一步推进海外市场布局，寻求新的利润增长点。在扑克牌业务板块上，公司将扩大公司扑克牌业务的生产规模，升级改造生产设备，并加强销售团队建设，优化产业结构布局，实现降本增效，打造长期竞争优势。在互联网创新营销业务板块上，公司将继续深耕数字营销赛道，以提效增量为目标，携手巨量引擎输出更多优质营销案例，为营销开辟增长空间。

公司重大在建项目为“姚记转债”募投项目，具体情况见“三、债券概况及募集资金使用情况”。

（四）财务方面

公司提供了 2021—2023 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。2021 年，公司合并范围内子公司新增 13 家，均为新设，减少 2 家，其中处置 1 家，注销 1 家。2022 年，公司合并范围内子公司新增 9 家，其中新设 6 家，非同一控制下收购 3 家，减少 3 家，均为股权处置。2023 年，公司合并范围内子公司新增 18 家，其中新设 17 家，非同一控制下收购 1 家，减少 2 家，均为注销；2024 年 1—3 月，公司合并范围内子公司新增 6 家，均为新设，减少 2 家，均为注销。截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 80 家。公司主营业务未发生重大变化，会计政策变更影响不大，财务数据可比性强。2021 年和 2022 年，公司财务数据采用期初数。

1 主要财务数据变化

2021—2023 年底，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，流动资产占比上升较快，主要系货币资金和应收账款增加所致；应收账款和存货规模较大，对营运资金形成占用。以扑克牌业务为主的存货存在产能消化不利造成的跌价风险；应收账款集中度较高，存在一定回收风险。公司商誉规模大，2022 年和 2023 年均计提商誉减值准备，且存在进一步减值风险。公司所有者权益中未分配利润占比高，权益结构稳定性一般。公司负债构成以流动负债为主，债务规模持续下降，主要由短期借款和应付票据构成，债务负担可控。2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，期间费用总额持续下降，但规模较大，对利润总额有一定侵蚀；资产减值损失对利润总额有一定影响。公司收入实现质量较好，经营活动现金净流入量可以覆盖投资支出。截至 2024 年 3 月底，“姚记转债”募集资金到账，考虑到在建项目资金来源主要为募投资金，公司筹资压力可控。

2021—2023 年底，公司资产规模持续增长。截至 2023 年底，公司流动资产占 41.64%，非流动资产占 58.36%。公司资产结构以流动资产为主，流动资产占比上升较快。

2021—2023 年底，流动资产规模持续增长。截至 2023 年底，流动资产 19.67 亿元，较年初增长 14.03%，主要系货币资金和应收账款增加所致。

2021—2023 年底，公司货币资金波动增长。截至 2023 年底，公司货币资金 7.21 亿元，主要由银行存款（6.22 亿元）构成。货币资金中有 1.02 亿元受限资金，受限比例为 14.29%，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金、定期存款等。

2021—2023 年底，公司应收账款持续增长。截至 2023 年底，公司应收账款较年初增长，主要系数字营销业务扩张所致。应收账款账龄以 1 年以内的（7.12 亿元）为主，累计计提坏账准备 0.20 亿元；应收账款前五大欠款方为北京爱奇艺科技有限公司、北京优捷信息科技有限公司、腾讯科技（深圳）有限公司、互爱互动（北京）科技有限公司和重庆市锦鹏信息科技有限公司，合计欠款占比为 29.70%，集中度较高。随着公司数字营销业务扩张，应收账款规模增长，若客户经营出现重大不利变化，应收账款回收存在不确定性，可能对公司营运资金和经营业绩造成不利影响。

2021—2023 年底，随着扑克牌业务扩大，公司存货持续增长。截至 2023 年底，公司存货主要由原材料（22.56%）和库存商品（67.69%）构成，累计计提跌价准备比例为 0.07%。公司存货主要来自扑克牌业务，若产能消化不利造成库存积压，对公司经营业绩将造成不利影响。

2021—2023 年底，公司非流动资产持续增长。2021—2023 年底，公司其他非流动金融资产持续增长，主要为对上海细胞治疗集团有限公司（以下简称“细胞公司”）的以公允价值计量的权益工具类投资。若细胞公司估值变化，将对当期经营业绩产生影响。

2021—2023 年底，公司固定资产持续增长。截至 2023 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 68.11%）和专用设备（占 25.28%）构成，累计计提折旧 4.74 亿元，计提减值准备 75.69 万元；固定资产成新率 46.71%，成新率低。

2021—2023 年底，公司商誉持续下降。公司主要通过收购方式进入移动游戏和互联网营销业务形成商誉，截至 2023 年底，公司商誉主要由浙江万盛达扑克有限公司、成蹊科技、大鱼竞技和芦鸣科技构成。2022 年底和 2023 年底，公司分别计提商誉减值准备 0.85 亿元和 1.35 亿元，主要系全资子公司大鱼竞技（北京）网络科技有限公司营业收入波动下降，且持续加大海外游戏研发投入，利润总额下降至 2023 年经营亏损所致，对公司经营业绩有一定影响。公司商誉规模较大，若被投资单位经营产生重大不利变化、业绩受限于行业监管政策、研发投入未及时转化等因素未达到预期，公司存在进一步计提商誉减值的风险。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底		三年复合 变动率	2023 年底较 年初变动率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
流动资产	13.51	33.87	17.25	39.15	19.67	41.64	24.72	47.04	20.67	14.03
货币资金	5.82	43.10	7.57	43.90	7.21	36.65	12.14	49.09	11.27	-4.79
应收账款	3.23	23.89	4.43	25.67	7.00	35.61	7.16	28.98	47.31	58.19
存货	3.18	23.51	3.81	22.11	4.17	21.22	4.17	16.88	14.66	9.45
非流动资产	26.37	66.13	26.81	60.85	27.57	58.36	27.83	52.96	2.24	2.83
其他非流动金融资产	6.61	25.08	6.62	24.68	6.66	24.15	6.66	23.92	0.34	0.64
固定资产	3.90	14.78	3.95	14.73	4.01	14.56	3.97	14.27	1.48	1.68
商誉	12.47	47.28	11.64	43.44	11.15	40.44	11.15	40.05	-5.44	-4.26
资产总额	39.88	100.00	44.05	100.00	47.23	100.00	52.56	100.00	8.84	7.22

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 52.56 亿元，较年初增长 11.27%，主要系“姚记转债”募集资金到账，流动资产增加所致。其中，流动资产占 47.04%，非流动资产占 52.96%。公司资产结构相对均衡，流动资产较年初占比上升较快。

截至 2024 年 3 月底，公司受限资产合计 0.98 亿元，受限比例为 1.86%，全部为货币资金，受限原因系银行承兑汇票保证金（0.92 亿元）、定期存款及计提利息、ETC 保证金及其他等。

资本结构方面，2021—2023 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 15.15%，主要系未分配利润累积所致。截至 2023 年底，公司所有者权益 32.54 亿元。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.01%，少数股东权益占比为 0.99%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 12.66%、3.98%、-0.01%和 76.62%。所有者权益中未分配利润占比高，权益结构稳定性一般。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较年初变化不大。

2021—2023 年底，公司负债规模波动下降，负债构成以流动负债为主。

2021—2023 年底，公司流动负债波动增长，主要系短期借款、应付票据和应付账款波动所致。截至 2023 年底，公司短期借款主要由保证借款（2.10 亿元）、信用借款（0.59 亿元）和贴现（1.30 亿元）构成；应付票据全部为银行承兑汇票，主要系公司支付的纸张等原材料货款；应付账款主要系扑克牌业务产生的原材料采购款，以及随着游戏市场、短剧市场、短视频市场的增长，互联网营销板块的客户对于广告推广的需求增长，公司向媒体供应商的买量增加所致。

2021—2023 年底，公司非流动负债持续下降。非流动负债主要由递延所得税负债构成。公司递延所得税负债主要来源于对细胞公司的投资公允价值变动产生的应纳税暂时性差异。

图表 7 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

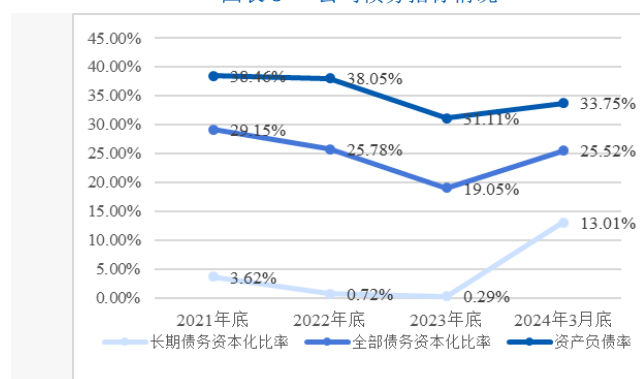
项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底		三年复合 变动率	2023 年底较 年初变 动率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
流动负债	13.09	85.33	15.26	91.00	13.25	90.20	11.19	63.08	0.65	-13.12
短期借款	4.08	31.19	5.06	33.18	3.99	30.11	3.59	32.11	-1.11	-21.14
应付票据	2.58	19.70	4.07	26.67	3.44	25.95	3.01	26.90	15.51	-15.45
应付账款	1.08	8.24	2.26	14.78	2.07	15.60	2.37	21.20	38.46	-8.31
合同负债	0.55	4.20	0.81	5.33	1.45	10.90	0.49	4.35	62.19	77.67

非流动负债	2.25	14.67	1.51	9.00	1.44	9.80	6.55	36.92	-19.99	-4.53
递延所得税负债	1.33	59.08	1.31	86.84	1.30	90.05	1.29	19.72	-1.23	-1.01
负债总额	15.34	100.00	16.76	100.00	14.70	100.00	17.74	100.00	-2.11	-12.34

资料来源：联合资信根据公司年报整理

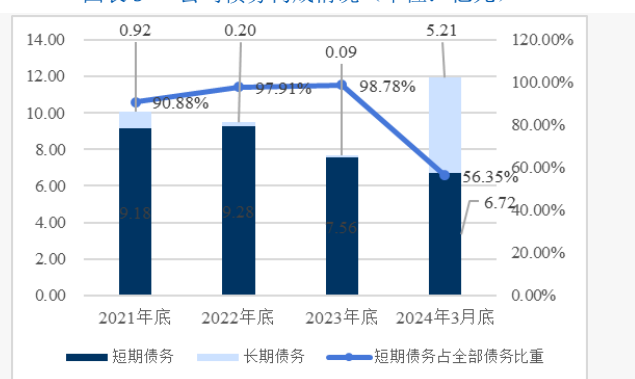
有息债务方面，2021—2023 年，公司全部债务持续下降，年均复合下降 12.92%。截至 2023 年底，公司全部债务 7.66 亿元。其中，短期债务较年初下降 18.50%，主要系短期借款和应付票据减少所致，短期债务主要由短期借款和应付票据构成；长期债务 0.09 亿元，全部为租赁负债。从债务指标来看，2021—2023 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降。截至 2024 年 3 月底，“姚记转债”募集资金到账，公司全部债务较年初增长 55.86%至 11.93 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 33.75%、25.52%和 13.01%，较年初分别提高 2.64 个百分点、6.48 个百分点和 12.73 个百分点。

图表 8 · 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 · 公司债务构成情况（单位：亿元）



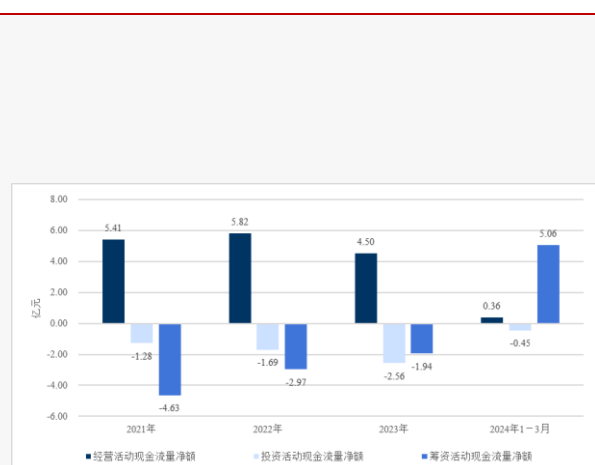
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利方面，2021—2023 年，公司营业总收入与营业成本均持续增长，分析详见本报告“业务经营分析”章节；从期间费用看，2021—2023 年，公司费用总额持续下降，期间费用占营业总收入的比例分别为 25.76%、24.91%和 20.03%，持续下降。2023 年，公司费用总额为 8.63 亿元，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 36.95%、33.37%、28.13%和 1.56%。其中，销售费用为 3.19 亿元，同比下降 32.99%，主要系公司优化游戏投放推广策略、宣传费减少所致；管理费用为 2.88 亿元，同比增长 26.30%，主要系公司移动游戏业务、互联网营销业务扩张带动职工薪酬等费用增加所致；研发费用为 2.43 亿元，同比下降 8.30%。公司费用规模较大，对整体利润有所侵蚀。2022 年和 2023 年，公司资产减值损失分别为 0.95 亿元和 0.77 亿元，主要系大鱼竞技确认商誉减值损失所致。2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.82 亿元，同比下降 17.38%；营业利润率为 37.39%，同比增长 3.58 个百分点。2024 年 1—3 月，实现利润总额 1.87 亿元，同比下降 22.15%。

图表 10 · 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月	年均复合增长率（%、个百分点）	2023 年同比增长率（%、个百分点）
营业总收入	38.07	39.15	43.07	9.82	6.36	10.01
营业成本	22.58	24.00	26.86	6.11	9.06	11.93
费用总额	9.81	9.75	8.63	1.86	-6.20	-11.53
其中：销售费用	5.23	4.76	3.19	0.72	-21.95	-32.99
管理费用	2.12	2.28	2.88	0.58	16.67	26.30
研发费用	2.19	2.65	2.43	0.51	5.35	-8.30
财务费用	0.27	0.07	0.13	0.06	-29.59	93.93
投资收益	0.08	-0.14	0.18	0.02	45.29	-227.30
利润总额	6.29	4.34	7.12	1.87	6.37	64.12

图表 11 · 公司现金流情况（单位：亿元）



营业利润率	40.26	38.31	37.21	37.39	--	-1.10
总资产收益率	17.14	10.27	15.15	--	--	4.88
净资产收益率	23.12	13.12	18.26	--	--	5.14

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021—2023 年，公司经营活动现金流入量和流出量均波动增长，经营活动现金净额波动下降，主要系应收应付项目变化所致。2021—2023 年，公司现金收入比持续下降，收入实现质量尚可。2021—2023 年，公司投资活动现金流入量波动下降，投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长 5.33%。2021—2023 年，公司投资活动现金净流出规模持续扩大，主要系公司购买及赎回理财产品、对外投资及收购、长期资产的购建及处置活动所致。2021—2023 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 4.13 亿元、4.13 亿元和 1.94 亿元，经营活动现金净流入量可以覆盖投资需求。从筹资活动来看，2021—2023 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，筹资活动现金流出量波动下降，筹资活动现金净流出规模持续收窄。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入，投资活动现金净流出，受益于“姚记转债”募集资金到账，筹资活动现金实现大规模净流入。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司长短期偿债指标表现好。公司具备直接融资渠道；可使用授信额度可以满足营运需求。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	103.23	113.06	148.39	220.94
	速动比率（%）	78.96	88.06	116.89	183.63
	经营现金/流动负债（%）	41.32	38.17	33.97	3.23
	经营现金/短期债务（倍）	0.59	0.63	0.60	0.05
	现金类资产/短期债务（倍）	0.65	0.82	0.96	1.82
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	7.23	5.28	8.02	--
	全部债务/EBITDA（倍）	1.40	1.80	0.95	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.54	0.61	0.59	0.03
	EBITDA/利息支出（倍）	27.49	27.08	53.88	--
	经营现金/利息支出（倍）	20.56	29.89	30.23	3.78

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理

2021—2023 年，公司流动比率和速动比率均持续增长。公司流动资产对流动负债的保障程度高；公司经营现金对短期债务和流动负债的保障程度保持在高水平。2021—2023 年，公司现金短期债务比持续增长。

2021—2023 年，公司 EBITDA 和 EBITDA 利息倍数均波动增长，EBITDA 对利息的覆盖程度高。2021—2023 年，公司全部债务/EBITDA 波动下降，经营现金/全部债务波动增长，EBITDA 和经营现金对全部债务的保障程度高；经营现金/利息支出持续增长。

截至 2024 年 3 月底，公司无对外担保和重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 11.95 亿元，尚未使用额度 6.36 亿元。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

截至 2023 年底，母公司承担控股职能，利润主要来自投资收益。母公司资产以非流动资产为主，债务负担较轻，货币资金可以覆盖全部债务，对外融资压力不大。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 42.81 亿元，较年初增长 3.39%。其中，流动资产 3.57 亿元（占 8.35%），非流动资产 39.23 亿元（占 91.65%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 82.55%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 16.77%）和长期股权投资（占 79.02%）构成。截至 2023 年底，公司本部货币资金为 2.95 亿元。截至 2023 年底，公司本部负债总额 9.75 亿元，较年初下降 14.14%。其中，流动负债 8.46 亿元（占 86.69%），非流动负债 1.30 亿元（占 13.31%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 11.84%）、

应付票据（占 20.82%）、应付账款（占 5.25%）和其他应付款（合计）（占 56.76%）构成；非流动负债主要由递延所得税负债（占 97.81%）构成。截至 2023 年底，公司本部资产负债率为 22.78%，较年初下降 4.65 个百分点。截至 2023 年底，公司本部全部债务 2.83 亿元。其中，短期债务占 99.00%、长期债务占 1.00%。截至 2023 年底，公司本部全部债务资本化比率 7.89%。截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 33.05 亿元，较年初增长 10.01%。在所有者权益中，实收资本为 4.12 亿元（占 12.47%）、资本公积合计 6.94 亿元（占 21.01%）、未分配利润合计 19.17 亿元（占 57.99%）、盈余公积合计 3.11 亿元（占 9.42%）。2023 年，公司本部营业总收入为 8.06 亿元，利润总额为 3.44 亿元。同期，公司本部投资收益为 3.73 亿元。现金流方面，截至 2023 年底，公司本部经营活动现金流净额为 0.13 亿元，投资活动现金流净额 1.52 亿元，筹资活动现金流净额-0.14 亿元。

截至 2023 年底，公司本部资产占合并口径的 90.63%；公司本部负债占合并口径的 66.37%；公司本部所有者权益占合并口径的 101.58%；公司本部营业总收入占合并口径的 18.72%；公司本部利润总额占合并口径的 48.25%；公司本部全部债务占合并口径的 36.97%。

（五）ESG 方面

公司注重环境保护、绿色发展，积极履行上市公司社会责任，治理结构和内控制度较为完善。

环境责任方面，公司及子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位，2021—2023 年，公司未发生重大环保事故，亦不存在因违法违规而受到重大行政处罚的情形。公司重视环境保护工作，严格按项目环境影响报告中的环保要求建设。

社会责任方面，公司注重投资者权益保护、员工权益保护，参与公益事业；2021—2023 年，公司计入营业外支出的对外捐赠、公益项目分别投入 255.50 万元、316.67 万元和 106.00 万元。

公司治理方面，公司治理结构和内控制度较为完善，可以满足公司日常经营管理需要。

七、债券偿还能力分析

公司经营活动产生的现金流入对待偿债券余额的保障程度高，考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能，公司对待偿债券余额保障程度或将提升。

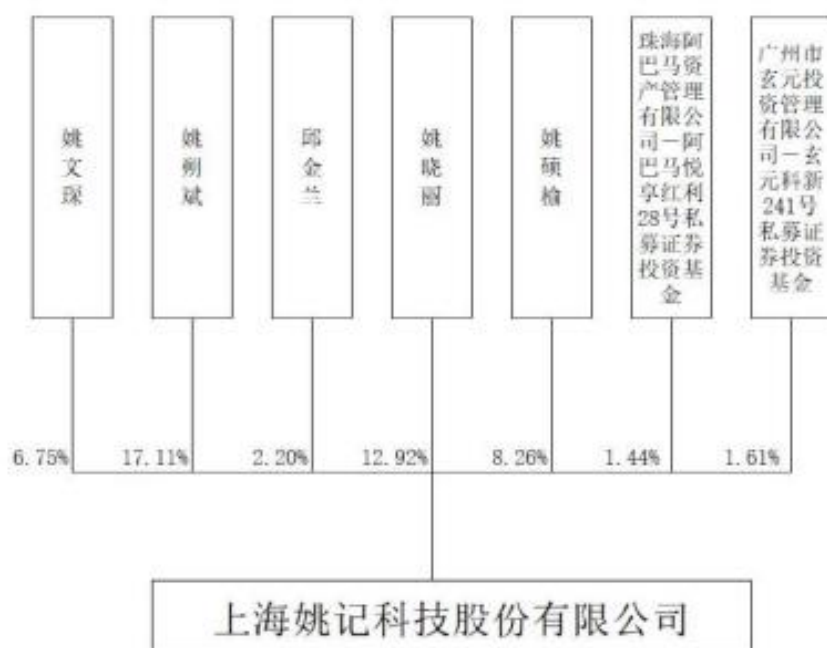
2023 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 46.71 亿元、4.50 亿元、8.02 亿元，分别为“姚记转债”待偿余额（5.83 亿元）的 8.01 倍、0.77 倍和 1.38 倍。

从“姚记转债”发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（当公司股票在任意连续 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 85%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），有利于降低转股价；同时制定了有条件赎回条款（公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或可转债未转股余额不足 3000 万元时，公司有权决定按照债券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），有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能，公司对“姚记转债”的保障能力或将提升。

八、跟踪评级结论

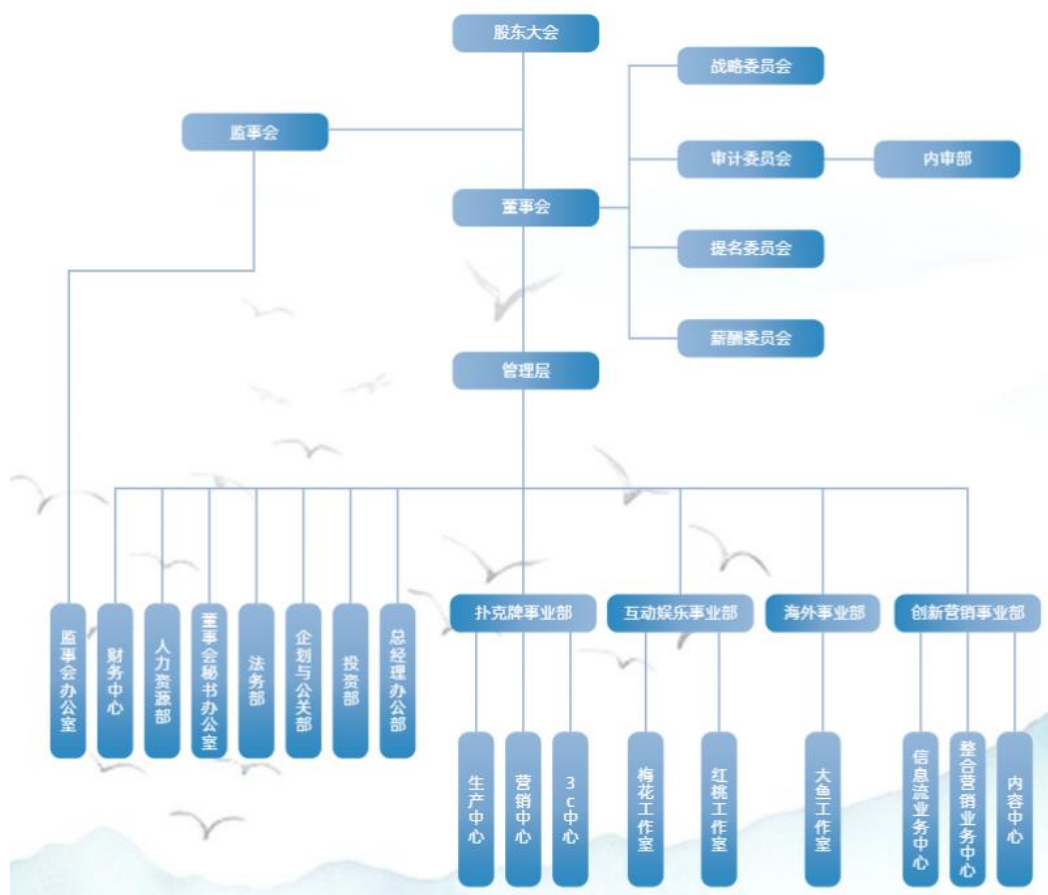
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“姚记转债”的信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

序号	子公司名称	业务性质	主要经营地	持股比例（%）		取得方式
				直接	间接	
1	启东姚记扑克实业有限公司	制造业	江苏省启东市	100.00	--	设立
2	上海姚记优品实业有限公司	商业	上海市	--	100.00	设立
3	启东姚记艺腾文化传媒有限公司	文化活动服务	江苏省启东市	--	80.00	设立
4	上海姚记扑克销售有限公司	商业	上海市	100.00	--	设立
5	上海姚记印务实业有限公司	商业	上海市	100.00	--	设立
6	上海姚记创业投资管理有限公司	资本服务	上海市	100.00	--	设立
7	上海成蹊信息科技有限公司	游戏业	上海市	100.00	--	非同一控制下合并
8	上海姚辉信息科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
9	上海姚际信息科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	非同一控制下合并
10	海南喜游鱼丸网络科技有限公司	游戏业	海南省	--	100.00	设立
11	上海烨傲网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
12	玩游互动有限公司	游戏业	香港	--	100.00	设立
13	上海匠呈智能科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	非同一控制下合并
14	上海愉玩信息科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	非同一控制下合并
15	奇想互动有限公司	游戏业	香港	--	100.00	设立
16	上海愉游网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	非同一控制下合并
17	上海愉趣网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	90.00	设立
18	上海顽游网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
19	乐玩互娱有限公司	游戏业	香港	--	100.00	设立
20	上海德御文化传播有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	非同一控制下合并
21	广东萌奇科技有限公司	游戏业	广东广州市	--	100.00	非同一控制下合并
22	湖南虾游网络科技发展有限公司	游戏业	湖南长沙市	--	100.00	非同一控制下合并
23	上海数渔信息科技有限公司	游戏业	上海市	--	80.00	设立
24	上海飞浔网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
25	上海昕渔信息科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
26	上海派迦信息科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
27	上海乐璞信息科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
28	上海赢渔网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
29	上海桃萄网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
30	上海浔与网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
31	上海哇宝网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
32	上海网鲨网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
33	上海壹嗦信息科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
34	上海魔渔网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
35	上海妙渔信息科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
36	上海玖玖网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
37	上海陆玩网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
38	上海柒丸网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
39	上海玖饼网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立

40	浙江万盛达扑克有限公司	制造业	浙江省兰溪市	100.00	--	非同一控制下合并
41	重庆华盛新通商贸有限公司	商业	重庆市	--	100.00	设立
42	启东万盛达实业有限公司	制造业	江苏省启东市	--	100.00	设立
43	上海万盛达体育用品有限公司	批发和零售业	上海市	--	100.00	设立
44	大鱼竞技（北京）网络科技有限公司	游戏业	北京市	75.00	25.00	同一控制下合并
45	甄乐（上海）网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	同一控制下合并
46	Stormage Co., Limited	游戏业	香港	--	100.00	同一控制下合并
47	ELESTORM(SINGAPORE) PTE.LTD.	游戏业	新加坡	--	100.00	设立
48	上海芦鸣网络科技有限公司	互联网广告代理	上海市	100.00	--	非同一控制下合并
49	上海闲锐网络科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	非同一控制下合并
50	上海云归信息科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	非同一控制下合并
51	上海圣达际网络科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	非同一控制下合并
52	上海芦游网络科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	非同一控制下合并
53	上海智骥网络科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	非同一控制下合并
54	上海芦腾信息科技有限公司	互联网广告代理	香港	--	100.00	非同一控制下合并
55	上海瑞焱信息科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	80.00	设立
56	上海秦雄互动广告有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	设立
57	上海荟知信息科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	设立
58	上海芦众信息科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	设立
59	上海芦焱信息科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	设立
60	上海蜀数信息科技有限公司	互联网广告代理	四川成都	--	70.00	设立
61	成都启鸣星文化传媒有限公司	互联网广告代理	四川成都	--	100.00	设立
62	上海商策信息科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	非同一控制下合并
63	上海佰经信息科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	设立
64	芦冠信息科技有限公司	互联网广告代理	香港	--	100.00	设立
65	上海洽尔网络科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	设立
66	嘉兴芦剧网络科技有限公司	互联网营销	嘉兴	--	51.00	同一控制下合并
67	安徽姚记扑克实业有限公司	制造业	安徽省滁州市	100.00	--	设立
68	安徽宇琛精细化工有限公司	制造业	安徽省滁州市	--	100.00	设立
69	启东宇琛商贸有限公司	商业	江苏省启东市	100.00	--	设立
70	重庆朔通商贸有限公司	商业	重庆市	100.00	--	设立
71	上海索立泰尔网络科技有限公司	游戏业	上海市	61.09	--	设立
72	上海西亭文化传媒有限公司	互联网广告代理	上海市	100.00	--	非同一控制下合并
73	上海翊星能量文化经纪有限公司	互联网广告代理	上海市	--	100.00	非同一控制下合并
74	上海芦韵信息科技有限公司	互联网广告代理	上海市	--	70.00	设立
75	南京芦阅信息科技有限公司	互联网广告代理	南京市	--	70.00	设立
76	成都芦阅信息科技有限公司	互联网广告代理	成都市	--	70.00	设立
77	成都芦裕信息科技有限公司	互联网广告代理	成都市	--	70.00	设立
78	上海欢糖网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
79	上海椰游网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立
80	上海鲸琼网络科技有限公司	游戏业	上海市	--	100.00	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	5.98	7.63	7.29	12.27
应收账款（亿元）	3.23	4.43	7.00	7.16
其他应收款（亿元）	0.30	0.36	0.24	0.32
存货（亿元）	3.18	3.81	4.17	4.17
长期股权投资（亿元）	0.22	1.36	1.24	1.26
固定资产（亿元）	3.90	3.95	4.01	3.97
在建工程（亿元）	0.34	0.30	1.94	2.31
资产总额（亿元）	39.88	44.05	47.23	52.56
实收资本（亿元）	4.04	4.06	4.12	4.12
少数股东权益（亿元）	0.06	0.25	0.32	0.41
所有者权益（亿元）	24.54	27.29	32.54	34.82
短期债务（亿元）	9.18	9.28	7.56	6.72
长期债务（亿元）	0.92	0.20	0.09	5.21
全部债务（亿元）	10.10	9.48	7.66	11.93
营业总收入（亿元）	38.07	39.15	43.07	9.82
营业成本（亿元）	22.58	24.00	26.86	6.11
其他收益（亿元）	0.71	0.38	0.41	0.03
利润总额（亿元）	6.29	4.34	7.12	1.87
EBITDA（亿元）	7.23	5.28	8.02	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	41.50	40.49	43.15	9.42
经营活动现金流入小计（亿元）	45.68	43.89	46.71	10.08
经营活动现金流量净额（亿元）	5.41	5.82	4.50	0.36
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.28	-1.69	-2.56	-0.45
筹资活动现金流量净额（亿元）	-4.63	-2.97	-1.94	5.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.31	9.94	7.44	--
存货周转次数（次）	7.67	6.87	6.73	--
总资产周转次数（次）	0.97	0.93	0.94	--
现金收入比（%）	109.01	103.43	100.19	95.92
营业利润率（%）	40.26	38.31	37.21	37.39
总资本收益率（%）	17.14	10.27	15.15	--
净资产收益率（%）	23.12	13.12	18.26	--
长期债务资本化比率（%）	3.62	0.72	0.29	13.01
全部债务资本化比率（%）	29.15	25.78	19.05	25.52
资产负债率（%）	38.46	38.05	31.11	33.75
流动比率（%）	103.23	113.06	148.39	220.94
速动比率（%）	78.96	88.06	116.89	183.63
经营现金流动负债比（%）	41.32	38.17	33.97	--
现金短期债务比（倍）	0.65	0.82	0.96	1.82
EBITDA 利息倍数（倍）	27.49	27.08	53.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.40	1.80	0.95	--

注：1. 公司2024年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中2021年和2022年所列示财务数据采用追溯调整后数据；3. 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；4. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
现金类资产（亿元）	1.15	1.87	2.95
应收账款（亿元）	0.20	0.15	0.14
其他应收款（亿元）	0.03	0.03	0.26
存货（亿元）	0.01	0.00	0.06
长期股权投资（亿元）	30.42	30.72	31.00
固定资产（亿元）（合计）	0.32	0.30	0.27
在建工程（亿元）（合计）	0.02	0.09	0.80
资产总额（亿元）	39.67	41.40	42.81
实收资本（亿元）	4.04	4.06	4.12
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	29.96	30.05	33.05
短期债务（亿元）	5.38	5.72	2.80
长期债务（亿元）	0.66	0.07	0.03
全部债务（亿元）	6.04	5.79	2.83
营业总收入（亿元）	8.34	11.01	8.06
营业成本（亿元）	7.72	10.22	7.13
其他收益（亿元）	0.06	0.01	0.02
利润总额（亿元）	6.65	1.05	3.44
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	10.30	12.77	8.65
经营活动现金流入小计（亿元）	12.06	14.44	10.40
经营活动现金流量净额（亿元）	0.06	1.40	0.13
投资活动现金流量净额（亿元）	4.82	0.14	1.52
筹资活动现金流量净额（亿元）	-4.56	-1.31	-0.14
财务指标			
销售债权周转次数（次）	24.67	38.10	37.14
存货周转次数（次）	1285.48	1890.14	234.57
总资产周转次数（次）	0.21	0.27	0.19
现金收入比（%）	123.49	115.97	107.32
营业利润率（%）	7.14	6.95	11.24
总资本收益率（%）	18.89	3.29	9.65
净资产收益率（%）	22.11	3.49	10.29
长期债务资本化比率（%）	2.15	0.23	0.09
全部债务资本化比率（%）	16.78	16.16	7.89
资产负债率（%）	24.48	27.43	22.78
流动比率（%）	20.69	30.71	42.27
速动比率（%）	20.59	30.68	41.59
经营现金流动负债比（%）	0.75	13.93	1.53
现金短期债务比（倍）	0.21	0.33	1.05
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 公司本部2024年一季度财务报表未披露，2021年和2022年财务数据取期初数；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. “-”表示指标不适用，“/”表示数据未获取，“*”表示数据无穷大
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
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 / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持