

上海姚记科技股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4257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：

二〇二五年六月二十四日

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

2025 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	2025/6/24
姚记转债	A+/稳定	A+/稳定	

评级观点

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，跟踪期内保持了较突出的行业地位和品牌知名度。2024 年，公司经营格局保持稳定，其中扑克牌业务经营稳健；移动游戏业务受付费用户减少影响收入下降，毛利率保持稳定；公司调整与部分数字营销业务客户合作方式并减少低效业务投放，收入下降同时毛利率有所提升。受上述板块综合影响，公司营业总收入及利润总额同比均有所下降，利润总额下降幅度相对较小。财务方面，截至 2024 年底，公司现金类资产较充裕，资产质量较好，但应收账款和存货对营运资金形成占用，商誉规模较大，需关注上述资产的减值风险；“姚记转债”成功发行，公司资本实力有所提升，同时非流动负债占比大幅提升，债务负担可控；公司经营获现能力良好，综合偿债能力指标表现好。

2024 年，公司经营活动现金净流入量和 EBITDA 对“姚记转债”的保障程度高。“姚记转债”设置了转股修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司债务负担有下降的可能，公司对“姚记转债”的保障能力或将增强。

个体调整：商誉规模较大且存在减值风险。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着扑克牌生产线智能化水平的提升，以及持续优化升级游戏业务和创新营销业务，公司综合竞争实力有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司产品市场拓展取得重大进展，销量和市场占有率显著提升，拉动公司盈利能力显著提升；公司资本市场表现较好，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；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；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。**跟踪期内，公司在扑克牌制造业务保持了较为先进的生产技术水平、产品质量和品牌优势。
- **跟踪期内，公司现金流情况保持良好。**2024 年，“姚记转债”成功发行，募集资金到账提升公司资本实力；公司经营活动现金净额可对投资支出形成有效覆盖。

关注

- **游戏行业竞争激烈且面临政策监管。**若游戏行业监管政策收紧，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。2024 年，公司主要游戏品类月均付费用户同比下降，当期流水减少。
- **存货和应收账款对营运资金形成占用。**截至 2024 年底，公司存货和应收账款规模大，合计占资产的 17.56%，对营运资金形成占用。2024 年，公司扑克牌产销量同比有所下降，以扑克牌业务为主的存货存在产能消化不力造成的跌价风险；应收账款主要系数字营销业务形成，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 2024 年底，公司商誉 11.07 亿元，累计计提商誉减值准备 1.43 亿元。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。2024 年，公司扑克牌产品产销量同比下降。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，以及固定资产折旧摊销影响公司经营业绩的风险。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

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			-1	
个体信用等级			a ⁺	
外部支持调整因素：--			--	
评级结果			A ⁺	

个体信用状况变动说明：公司的个体信用等级较上次评级未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

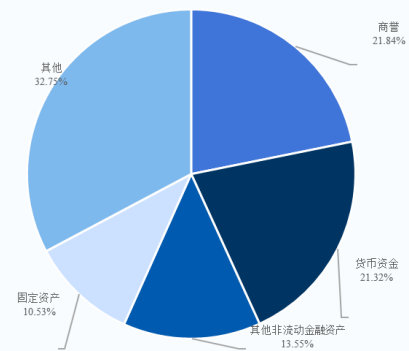
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	7.21	10.81	10.49
资产总额（亿元）	47.23	50.69	51.14
所有者权益（亿元）	32.54	35.47	36.94
短期债务（亿元）	7.56	3.86	3.52
长期债务（亿元）	0.09	5.41	5.47
全部债务（亿元）	7.66	9.27	8.98
营业总收入（亿元）	43.07	32.71	7.79
利润总额（亿元）	7.12	6.81	1.70
EBITDA（亿元）	8.02	7.89	--
经营性净现金流（亿元）	4.50	5.94	0.50
营业利润率（%）	37.21	42.86	43.67
净资产收益率（%）	18.26	15.89	--
资产负债率（%）	31.11	30.01	27.76
全部债务资本化比率（%）	19.05	20.72	19.56
流动比率（%）	148.39	250.63	290.05
经营现金流动负债比（%）	33.97	70.09	--
现金短期债务比（倍）	0.95	2.80	2.98
EBITDA 利息倍数（倍）	53.88	23.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.95	1.18	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	42.81	47.94	--
所有者权益（亿元）	33.05	35.52	--
全部债务（亿元）	2.83	6.93	--
营业总收入（亿元）	8.06	8.28	--
利润总额（亿元）	3.44	5.09	--
资产负债率（%）	22.78	25.90	--
全部债务资本化比率（%）	7.89	16.32	--
流动比率（%）	42.27	139.08	--
经营现金流动负债比（%）	1.53	7.64	--

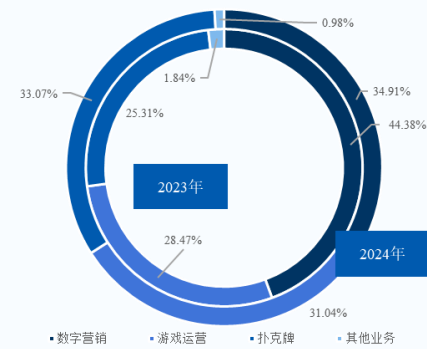
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司未披露 2025 年一季度本部财务报表

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

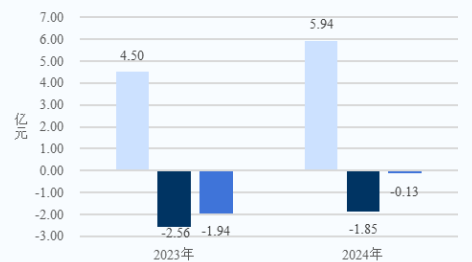
2024 年底公司资产构成



2023—2024 公司收入构成

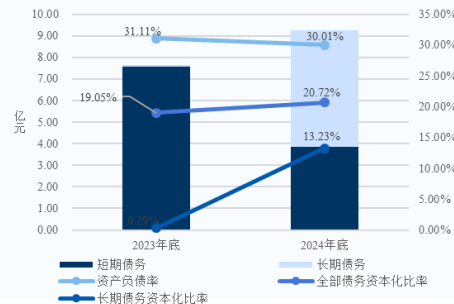


2023—2024 年公司现金流情况



经营活动现金流量净额 投资活动现金流量净额 筹资活动现金流量净额

2023—2024 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	5.8276 亿元	2030/01/25	赎回选择权、回售选择权

注：1. 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；2. 上述债券余额系截至 2025 年 3 月底
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	2024/06/28	李敬云 王煜彤	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
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：刘柏源 liuby@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”或“姚记科技”）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 2025 年 3 月底，公司总股本 4.15 亿股，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 49.95% 的股份（无质押）。

跟踪期内，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 2025 年 3 月底，公司组织架构图见附件 1-2；合并范围内子公司合计 74 家。截至 2024 年底，公司在职员工 1629 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 50.69 亿元，所有者权益 35.47 亿元（含少数股东权益 0.36 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 32.71 亿元，利润总额 6.81 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 51.14 亿元，所有者权益 36.94 亿元（含少数股东权益 0.38 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 7.79 亿元，利润总额 1.70 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 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“姚记转债”募集资金按指定用途使用，并在付息日内正常付息。“姚记转债”初始转股价格为 21.53 元/股，2025 年 6 月 5 日调整为 20.08 元/股。截至 2024 年底，“姚记转债”募集资金累计投入 1.86 亿元。

图表 1 • 截至 2025 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	5.8276	2024/01/25	6 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

1 扑克牌行业

跟踪期内，扑克牌作为文教体育用品行业常见的快速消费品，仍拥有广泛的受众群体，行业市场需求量相对稳定，竞争激烈。

中国是扑克牌生产大国，也是扑克牌消费大国。全球扑克牌市场以北美、欧洲和亚太为主。中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，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。其中，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。随着消费者需求多样化，扑克牌企业在产品定位上逐步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，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

2024 年，移动游戏行业呈现出稳健增长态势，人均消费支出快速增长。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，监管审核效率提升但内容审查趋严，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《2024 年中国游戏产业报告》显示，2024 年，中国游戏用户规模为 6.74 亿人，同比增长 0.94%，为历史新高点；中国游戏市场实际销售收入为 3257.83 亿元，同比增长 7.53%，再创新高。游戏行业收入增幅高于游戏用户增幅，意味着行业增长已从用户扩张驱动转向人均消费提升驱动。在细分市场中，移动游戏实际销售收入占比达 73.12%，继续占据主导地位；客户端游戏实际销售收入占 20.87%；网页游戏占比为 1.42%。由于年内有现象级产品（黑神话·悟空）出现，以上三者占比同比下降，但移动游戏实际销售收入 2382.17 亿元，同比增长 5.01%。在收入排名前 100 的移动游戏产品中，前三名为扮演类、卡牌类、策略/棋牌类，占比分别为 24%、12%和 8%。其中，移动休闲游戏市场实际销售收入 312.74 亿元，同比下降 1.78%，连续三年下降，主要系新品数量减少所致。

分销售区域看，2024 年，中国自主研发游戏国内市场实际销售收入 2607.36 亿元，同比增长 1.70%，增速减缓，主要系市场竞争加剧和研发与获客成本攀升影响所致；中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 185.57 亿美元，同比增长 13.39%，规模已连续 5 年超过千亿元人民币。其中，美国、日本和韩国仍是中国移动游戏主要海外市场，占比分别为 31.06%、17.32%和 8.89%。但同时也需关注，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，自 2023 年以来，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逐步养成。随着技术的革新和市场的发展，移动游戏行业有望保持稳定增长态势。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

2024 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等机构共同发布的《2024 中国互联网广告数据报告》显示，2024 年，中国互联网广告市场规模达到 6508.63 亿元人民币，同比增长 13.55%；互联网营销市场规模达到 7765 亿元人民币，同比增长 15.04%，广告与

营销市场规模合计约 14274 亿元人民币，同比增长 14.35%，显示出较强的市场韧性。从媒体平台类型互联网广告收入占比情况看，综合电商以 19.70% 的占比继续占据主导地位，兴趣电商、短视频和社交类创新广告紧随其后，分别占 19.22%、17.89% 和 9.02%。其中，兴趣电商增长 25%，短视频平台市场增长 18.21%，社交类广告增长 15.27%，是驱动广告投放市场增长的重要来源。综合电商、工具类、新闻资讯与分类广告在市场规模扩大的情况下，绝对值有所增长，但市场份额均有下滑。在计价方式方面，各类型市场基本实现均衡增长，其中效果类广告相对增速较快，同比提升 15.60%，市场份额小幅增至 47.29%，CPM 类和 KOL 采买类广告整体规模也保持平缓增长。

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。2024 年 8 月，市场监管总局关于发布《互联网广告可识别性执法指南》，进一步细化了执法标准，并鼓励平台完善内部规则。政策的细化完善，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；控股股东及实际控制人无变化；历史信用记录良好。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人无变化。公司拥有多名实际控制人，股权较分散，存在一定控制权变更风险。

“姚记”扑克牌是全国知名扑克品牌，跟踪期内公司在扑克牌制造业务方面保持了较为领先的生产技术水平、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，已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，同时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。

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，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。2024 年，公司上海国际短视频中心扩建项目落地，已完成了 200 余个室内场景的建设，包括医院、公安局、地铁站、豪华别墅、上海老洋房、白领公寓、创意公司、现代办公、咖啡厅等，吸引剧组和内容企业拍摄及入驻，成为公司新的盈利增长点。

研发投入方面，2024 年，公司研发投入 1.87 亿元，占公司当期营业总收入的 5.72%。

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》（统一社会信用代码：91310000133616132H），截至 2025 年 6 月 16 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本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司高级管理团队无变化，管理制度连续。公司董事长与总经理为同一人，决策权力集中存在一定内部管控风险。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司经营格局保持稳定，受移动游戏和数字营销业务收入下降影响，营业总收入有所下降，综合毛利率有所提升。其中，数字营销业务调整与部分客户的合作方式并减少低效业务投放，营业收入有所下降，毛利率同比提升；扑克牌业务经营稳健；移动游戏业务受活跃用户减少影响，收入有所下降。

2024 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，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。2024 年，公司主要移动休闲游戏因活跃用户减少而导致收入下降，毛利率维持稳定；数字营销业务调整与部分客户的合作方式并减少低效业务投放，收入同比下降而毛利率有所提升；扑克牌业务收入规模稳定，毛利率同比提升，主要系原材料成本下降所致。综上，公司营业总收入同比下降 24.05%至 32.71 亿元，综合毛利率同比上升 5.81 个百分点至 43.44%。

2025 年 1—3 月，公司数字营销业务收入减少使得营业总收入同比下降 20.67%至 7.79 亿元；利润总额 1.70 亿元，同比下降 8.92%。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2024 年同比变动		
	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	10.90	25.31%	26.56%	10.82	33.07%	30.40%	-0.73%	7.76	3.84
游戏	12.26	28.47%	96.01%	10.15	31.04%	96.15%	-17.21%	2.57	0.14
数字营销	19.12	44.38%	5.45%	11.42	34.91%	7.76%	-40.27%	-9.47	2.31
其他	0.79	1.84%	62.86%	0.32	0.98%	85.65%	-59.49%	-0.86	22.79
合计	43.07	100.00%	37.63%	32.71	100.00%	43.44%	-24.05%	--	5.81

注：尾数差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

（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，需关注原材料价格波动风险和单一供应商依赖风险。扑克牌通过经销商实现销售，客户集中度一般。2024年，扑克牌产销量同比有所下降，随着未来募投项目产能释放，需关注销售渠道开发是否能有效消化新增产能。

跟踪期内，原材料成本仍为扑克牌营业成本的最主要构成部分，占比约为 77%。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。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。2024 年，公司纸张采购均价同比下降 4.48%至 5275.09 元/吨。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。2024 年，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仍很高，占 88.07%，其中对晨鸣纸业的采购额占总额的 69.04%，采购集中度高，对单一供应商的采购依赖度高。公司与晨鸣纸业形成了长期较稳定的合作关系，但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。

跟踪期内，公司扑克牌业务生产模式无变化，按预计销量进行排产和采购。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，已全面实现了扑克牌机械自动化生产，产能无变化。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。2024 年，公司扑克牌产量同比减少，销量降幅不大，销售均价有所提升。公司近年来饱和式生产，随着未来在建产能陆续释放，生产压力有望减轻。但在建产能规模较大，需关注销售渠道开发是否能有效消化新增产能。2024 年，扑克牌业务前五大客户销售额占该板块销售总额的比重为 26.25%，全部为贸易公司。

图表 3 · 扑克牌产品生产销售情况

项目	2023 年	2024 年	2024 年同比变化
产能（单位：万副/年）	86800.00	86800.00	--
产量（单位：万副）	116079.08	97871.97	-15.69%
产能利用率（%）	133.73%	112.76%	-20.97
销量（单位：万副）	98598.46	96070.11	-2.56%
产销率（%）	84.94%	98.16%	13.22
销售均价（单位：元/副）	1.11	1.13	1.45%

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

2024年，公司游戏业务主要游戏产品付费用户减少，但受益于付费用户月均消费值提升，毛利率保持稳定，现金流有所收缩，但仍保持净流入。游戏行业竞争加剧且更迭快，如公司未能及时把握市场需求，或对业绩持续性造成不利影响。

跟踪期内，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，打造精品原创网络游戏以及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，公司仍以国内业务为主。2024 年，成蹊科技营业总收入、利润总额、经营性净现金流同比均有所下降，大鱼竞技收入有所增长，利润总额扭亏为盈，经营活动现金由净流出转为净流入。

图表 4 截至 2024 年底/2024 年游戏业务运营主体情况

公司名称	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	经营活动现金净额
成蹊科技	7.34	6.28	8.81	4.12	3.75
大鱼竞技	0.73	0.47	1.35	0.06	0.17

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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游戏产品，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，具有较强的玩家粘性。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。2024 年，公司主要游戏品类变化不大，月均活跃用户和付费用户数量同比下降，流水同比减少；受益于付费用户月均消费值 ARPPU 同比增长，主要游戏活跃付费用户粘性较强，毛利率同比保持稳定。近年来游戏行业已转型为由人均消费提升驱动发展，公司计划通过深度分析用户需求提升用户体验，保持客户粘性。同时也需关注，若游戏行业监管政策收紧，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。

（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，盈利模式未变化。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。

跟踪期内，公司数字营销业务仍以信息流广告为主，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仍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”）。截至 2024 年底，芦鸣科技资产总额 5.48 亿元，所有者权益 2.63 亿元；2024 年，芦鸣科技营业总收入 12.24 亿元，利润总额 0.44 亿元。

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。截至2024年底，数字营销业务形成应收账款较上年底下降，但规模仍较大。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。

2024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92.39%，集中度仍很高，其中抖音有限公司仍是最主要媒体流量供应商，占采购总额的69.49%，公司采购对单一供应商存在一定依赖。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。2024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同比提升16.10个百分点至42.71%，主要系公司减少低效业务投放所致。

2 经营效率

从经营效率指标看，2024年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数同比均有所下降，分别为5.49次、4.40次和0.67次。具体看，公司扑克牌业务收入稳定，移动游戏和数字营销业务收入下降。存货主要系扑克牌业务形成，应收账款主要系数字营销业务形成，因此存货和应收账款周转效率均随收入减少而下降。

4 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。公司在建项目产能规模大，存在产能消化风险。

2024年，公司将继续坚持“大娱乐”发展战略。在游戏业务上，公司将优化产品矩阵，精细化运营在营游戏，加快储备游戏测试上线，扩大AI工具在研发流程应用。扑克牌业务方面，公司将继续推进6亿副生产基地项目投产准备，渠道方面精细化运营并拓展，强化三四线及海外市场覆盖，招募优质经销商。互联网创新营销业务方面，公司计划提升服务与执行效率，深化与巨量引擎等平台合作，加强专业培训，助力客户优化投放。公司探索商业创新，巩固行业地位，上海国际短视频中心计划新增3000㎡汉唐风内景，提供一站式配套服务，不出园区即可解决短视频、短剧、直播拍摄关于场景、服化道、设备器材、演员经纪、餐饮住宿等全部需求。

公司重大在建项目为年产6亿副扑克牌生产基地建设项目（以下简称“募投项目”），回收期（含建设期，税后）为8.42年，内部收益率（税后）为11.33%，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2025年3月底，募投项目已投资2.32亿元，按建设进度分批投产。随着公司募投项目的逐步建成，公司扑克牌生产线智能化水平有望提升，实现降本增效。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。

（四）财务方面

公司提供了2024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2025年一季度财务报表未经审计。

2024年，公司合并范围内子公司新增6家，均为新设立，减少7家，均为注销；2025年1—3月，公司合并范围内子公司新设1家，减少1家。截至2025年3月底，公司合并范围内子公司合计74家。公司主营业务未发生重大变化，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

截至2024年底，公司资产构成较为均衡，流动资产中应收账款和存货规模较大，对营运资金形成占用，存货跌价准备计提比例低；非流动资产中，商誉规模大，且存在进一步减值风险。受益于“姚记转债”募集资金到账和低效数字营销业务收缩，公司资

产流动性有所提升，现金类资产较充裕，资产质量较好。

资产方面，截至 2024 年底，公司资产总额较上年底有所增长，仍以非流动资产为主，资产流动性一般。受益于“姚记转债”募集资金到账，货币资金较上年底增长，主要为银行存款，以银行承兑汇票保证金为主的受限货币资金 0.64 亿元，占比较低；应收账款较上年底减少，主要系数字营销业务收缩所致，账龄以一年以内的为主（占 95.81%），计提坏账准备比例为 4.38%，应收账款前五大欠款方为马上消费金融股份有限公司、Apple inc.、杭州高能云科技有限公司、腾讯科技（深圳）有限公司、广州舜飞信息科技有限公司，合计欠款占比为 25.10%。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。公司存货主要来自扑克牌业务，期末构成包括原材料（0.98 亿元）和库存商品（2.87 亿元），累计计提跌价准备比例为 0.07%，计提比例低。其他非流动金融资产仍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。公司持有细胞公司 11.163%的股权，经采用收益法估值，其期末余额为 6.63 亿元。固定资产较上年底增长，主要系上海国际短视频中心扩建项目完工转固所致；固定资产累计计提折旧 5.21 亿元，成新率 48.41%，成新率较低。公司商誉主要系历史上通过收购方式进入移动游戏和互联网营销业务形成的商誉，截至 2024 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，公司累计计提商誉减值准备 1.43 亿元，主要系以前年度全资子公司大鱼竞技因海外游戏研发投入未转化经营成果导致利润亏损所致。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。截至 2024 年底，公司受限资产全部为货币资金。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产规模和结构较上年底变化不大。

图表 5 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2024 年底较上年底 变动率	2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	19.67	41.64	21.24	41.91	8.01	21.47	41.99
货币资金	7.21	15.26	10.81	21.32	49.93	10.49	20.52
应收账款	7.00	14.83	4.67	9.22	-33.30	5.17	10.11
存货	4.17	8.84	4.23	8.34	1.30	4.28	8.37
非流动资产	27.57	58.36	29.44	58.09	6.81	29.67	58.01
其他非流动金融资产	6.66	14.10	6.87	13.55	3.18	6.87	13.43
固定资产	4.01	8.50	5.34	10.53	32.98	5.26	10.28
商誉	11.15	23.60	11.07	21.84	-0.70	11.07	21.65
资产总额	47.23	100.00	50.69	100.00	7.31	51.14	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2024 年底，公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。因短期借款和应付票据大幅减少，叠加公司成功发行“姚记转债”，非流动负债占比大幅提升，债务结构有所优化，债务负担可控。

截至 2024 年底，受益于未分配利润累积，公司所有者权益 35.47 亿元，较上年底增长 9.02%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.98%，少数股东权益占比为 1.02%。在所有者权益中，总股本、资本公积和未分配利润分别占 11.69%、5.01%和 74.98%，未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底有所增长，仍以流动负债为主，因短期借款和应付票据大幅减少，叠加公司成功发行“姚记转债”产生应付债券，非流动负债占比大幅提升。其中，短期借款仍主要为保证借款；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；应付账款规模变化不大，但主要构成由上年底的推广服务付费（1.54 亿元）和扑克牌业务原材料采购款（0.33 亿元），变为推广服务付费（0.86 亿元）、原材料采购款（0.38 亿元）和工程设备款（0.76 亿元）。递延所得税负债仍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。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降，主要系应付账款进一步减少所致；负债结构较上年底变化不大。

图表 6 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

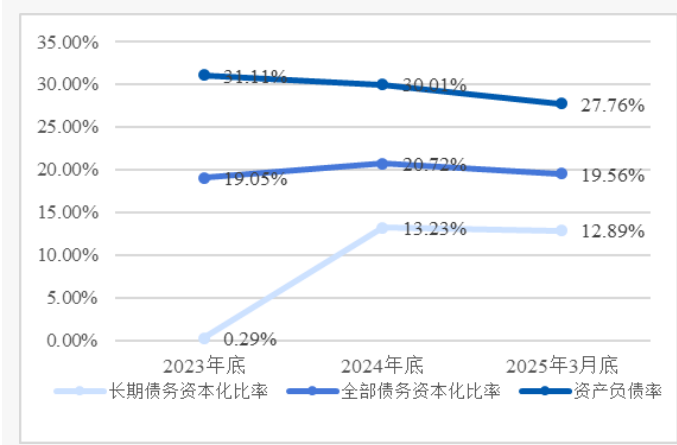
项目	2023 年		2024 年		2024 年底较上年底 变动率	2025 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	13.25	90.20	8.48	55.72	-36.05	7.40	52.15

短期借款	3.99	27.16	1.45	9.54	-63.65	1.45	10.20
应付票据	3.44	23.41	2.27	14.91	-34.07	1.98	13.92
应付账款	2.07	14.07	2.10	13.81	1.59	1.58	11.14
非流动负债	1.44	9.80	6.74	44.28	367.51	6.79	47.85
应付债券	0.00	0.00	5.35	35.14	--	5.41	38.13
递延所得税负债	1.30	8.83	1.28	8.40	-1.53	1.28	8.99
负债总额	14.70	100.00	15.21	100.00	3.51	14.20	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

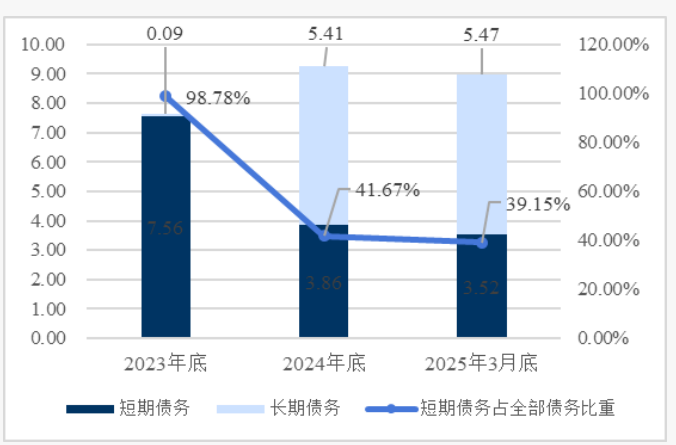
截至 2024 年底，公司全部债务 9.27 亿元，较上年底增长 21.10%，主要系“姚记转债”发行所致。债务结构相对均衡；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 30.01%、20.72%和 13.23%，较上年底分别下降 1.10 个百分点、提高 1.67 个百分点和提高 12.94 个百分点。公司债务负担可控。截至 2025 年 3 月底，公司债务结构变化不大。

图表 7 · 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 8 · 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

2024 年，公司营业总收入及利润总额同比均有所下降，受部分业务成本压降影响，利润总额下降幅度小于营业总收入降幅；盈利指标表现弱化，但仍属较好。

盈利能力方面，2024 年，公司营业总收入同比下降 24.04%，毛利润同比下降 12.31%，营业利润率同比提高 5.65 个百分点；期间费用主要由销售费用、管理费用和研发费用构成，其中销售费用下降 17.51%，主要系游戏板块优化投放策略降低投放费用所致，研发费用同比下降 22.84%，主要系游戏板块研发人员减少所致；但期间费用占营业总收入的比例同比提高 2.92 个百分点至 22.95%，费控能力有待提升。受毛利润下降以及部分业务成本压降综合影响，公司利润总额同比下降 4.41%，小于营业总收入降幅。

盈利指标方面，公司总资本收益率和净资产收益率均同比下降，但仍属较好。

图表 9 · 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	43.07	32.71	7.79
营业成本	26.86	18.50	4.34
费用总额	8.63	7.51	1.74
其中：销售费用	3.19	2.63	0.63
管理费用	2.88	2.73	0.64
研发费用	2.43	1.87	0.40
财务费用	0.13	0.27	0.08
利润总额	7.12	6.81	1.70
营业利润率	37.21%	42.86%	43.67%
总资本收益率	15.15%	13.36%	--
净资产收益率	18.26%	15.89%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司经营获现能力仍处于良好水平，经营活动现金净流入量可以覆盖投资支出，对外融资压力可控。

现金流方面，2024 年，公司现金收入比同比大幅提升，经营活动净流入额同比增长。公司持续进行产能扩建等长期资产投入，2024 年，投资活动现金保持净流出但规模收窄；经营活动现金净流入量可以覆盖投资支出。2024 年，“姚记转债”成功发行，筹资活动现金净流出规模大幅收窄。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金保持净流入，投资活动保持现金净流出态势。

图表 10 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	46.71	59.96	13.52
经营活动现金流出小计	42.21	54.02	13.02
经营活动现金流量净额	4.50	5.94	0.50
投资活动现金流入小计	0.55	0.44	0.01
投资活动现金流出小计	3.11	2.29	0.72
投资活动现金流量净额	-2.56	-1.85	-0.71
筹资活动前现金流量净额	1.94	4.09	-0.21
筹资活动现金流入小计	7.60	9.87	0.73
筹资活动现金流出小计	9.54	10.00	0.70
筹资活动现金流量净额	-1.94	-0.13	0.04
现金收入比	100.19%	180.16%	171.58%
现金及现金等价物净增加额	0.02	3.98	-0.17

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

截至 2024 年底，公司综合偿债能力指标表现佳。

图表 11 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	148.39%	250.63%
	速动比率	116.89%	200.74%
	经营现金/流动负债	33.97%	70.09%
	经营现金/短期债务（倍）	0.60	1.54
	现金短期债务比(倍)	0.95	2.80
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	8.02	7.89
	全部债务/EBITDA(倍)	0.95	1.18
	经营现金/全部债务（倍）	0.59	0.64
	EBITDA/利息支出（倍）	53.88	23.10
	经营现金/利息支出（倍）	30.23	17.40

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司流动比率和速动比率均保持在高水平；随着公司经营现金净流入量同比增长，其对流动负债和短期债务的保障程度大幅提高；剔除“姚记转债”未使用募集资金，现金类资产对短期债务的保障程度仍属高水平。

2024 年，公司 EBITDA 保持稳定，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度有所下降但仍属高水平，经营活动现金流量净额对全部债务的覆盖程度有所提升。

截至 2024 年底，公司无对合并范围外主体的担保事项；无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 7.35 亿元，尚未使用额度 4.01 亿元。公司作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

截至 2024 年底，公司本部承担管理职能，利润主要来自投资收益；本部资产以非流动资产为主，债务负担较轻，货币资金可以覆盖短期债务，对外融资压力不大。

截至 2024 年底，公司本部资产、负债、所有者权益和全部债务分别占合并口径的 94.58%、81.62%、100.14%和 74.75%。2024 年，公司本部营业总收入占合并口径的 25.30%，利润总额占合并口径的 74.86%。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 47.94 亿元，较上年底增长 11.99%，主要系“姚记转债”募集资金到账所致。其中，流动资产 8.06 亿元（16.81%），非流动资产 39.88 亿元（83.19%）。从构成看，资产主要由货币资金（6.28 亿元）和长期股权投资（31.28 亿元）构成。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 12.42 亿元，较上年底增长 27.30%，主要系应付债券增加所致。其中，流动负债 5.79 亿元（占 46.67%），非流动负债 6.62 亿元（占 53.33%）。从构成看，负债主要由应付票据（1.54 亿元）、其他应付款（3.24 亿元）和应付债券（5.35 亿元）构成。截至 2024 年底，公司本部资产负债率为 25.90%，较上年底提高 3.11 个百分点。截至 2024 年底，公司本部全部债务 6.93 亿元。其中，短期债务占 22.87%（2024 年底 1.58 亿元）、长期债务占 77.13%。本部全部债务资本化比率 16.32%。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 35.52 亿元，较上年底增长 7.48%。在所有者权益中，实收资本为 4.15 亿元（占 11.68%）、资本公积合计 7.43 亿元（占 20.91%）、未分配利润合计 20.41 亿元（占 57.44%）、盈余公积合计 3.11 亿元（占 8.76%）。

2024 年，公司本部营业总收入为 8.28 亿元，利润总额为 5.09 亿元，投资收益为 5.11 亿元。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 0.44 亿元，投资活动现金流净额 2.99 亿元，筹资活动现金流净额-0.13 亿元。

（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可以满足公司日常经营管理需要。

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，2024 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；2024 年，公司计入营业外支出的对外捐赠、公益项目分别投入 62.30 万元。

公司治理方面，公司治理结构和内控制度可以满足公司日常经营管理需要。但公司董事长与总经理为同一人，决策权力集中，存在一定内部管控风险。

七、债券偿还能力分析

公司经营活动产生的现金净流入量和 EBITDA 对“姚记转债”的保障程度高，考虑到未来转股因素，预计公司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。

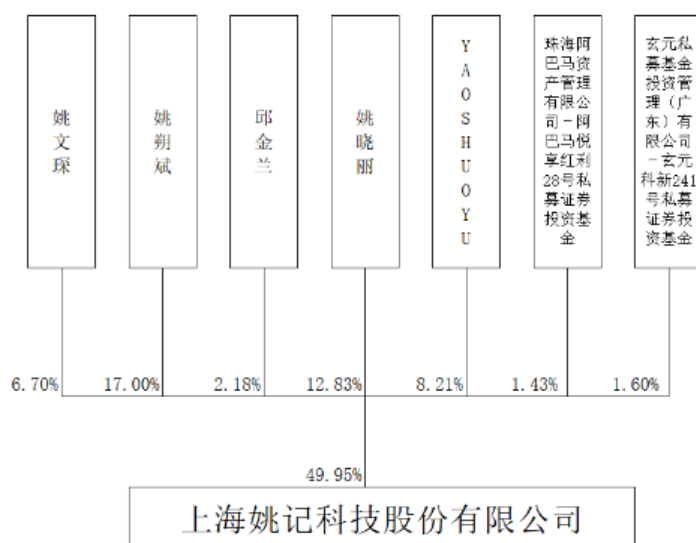
截至 2025 年 3 月底，公司发行的“姚记转债”余额为 5.83 亿元。2024 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 59.96 亿元、5.94 亿元和 7.89 亿元，分别为“姚记转债”待偿余额的 10.28 倍、1.02 倍和 1.35 倍，公司经营活动现金净流入量和 EBITDA 对“姚记转债”的保障程度强。

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

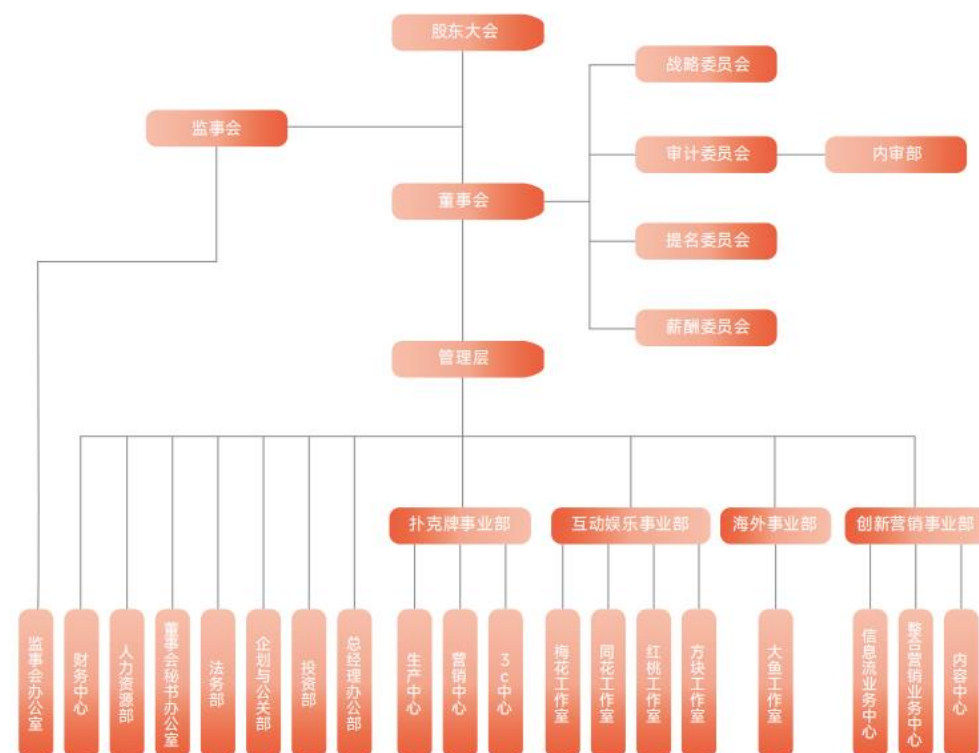
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“姚记转债”的信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 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 2025 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	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
2	上海芦鸣网络科技有限公司	互联网广告服务	上海市	100.00	--	非同一控制下合并
3	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
4	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
5	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

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	7.21	10.81	10.49
应收账款（亿元）	7.00	4.67	5.17
其他应收款（合计）（亿元）	0.24	0.33	0.40
存货（亿元）	4.17	4.23	4.28
长期股权投资（亿元）	1.24	1.24	1.27
固定资产（亿元）	4.01	5.34	5.26
在建工程（亿元）	1.94	2.26	2.60
资产总额（亿元）	47.23	50.69	51.14
实收资本（亿元）	4.12	4.15	4.15
少数股东权益（亿元）	0.32	0.36	0.38
所有者权益（亿元）	32.54	35.47	36.94
短期债务（亿元）	7.56	3.86	3.52
长期债务（亿元）	0.09	5.41	5.47
全部债务（亿元）	7.66	9.27	8.98
营业总收入（亿元）	43.07	32.71	7.79
营业成本（亿元）	26.86	18.50	4.34
其他收益（亿元）	0.41	0.35	0.02
利润总额（亿元）	7.12	6.81	1.70
EBITDA（亿元）	8.02	7.89	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	43.15	58.94	13.36
经营活动现金流入小计（亿元）	46.71	59.96	13.52
经营活动现金流量净额（亿元）	4.50	5.94	0.50
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.56	-1.85	-0.71
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.94	-0.13	0.04
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.44	5.49	--
存货周转次数（次）	6.73	4.40	--
总资产周转次数（次）	0.94	0.67	--
现金收入比（%）	100.19	180.16	171.58
营业利润率（%）	37.21	42.86	43.67
总资本收益率（%）	15.15	13.36	--
净资产收益率（%）	18.26	15.89	--
长期债务资本化比率（%）	0.29	13.23	12.89
全部债务资本化比率（%）	19.05	20.72	19.56
资产负债率（%）	31.11	30.01	27.76
流动比率（%）	148.39	250.63	290.05
速动比率（%）	116.89	200.74	232.25
经营现金流动负债比（%）	33.97	70.09	--
现金短期债务比（倍）	0.95	2.80	2.98
EBITDA 利息倍数（倍）	53.88	23.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.95	1.18	--

注：合并口径 2025 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年
现金类资产（亿元）	2.95	6.28
应收账款（亿元）	0.14	0.07
其他应收款（亿元）	0.26	0.79
存货（亿元）	0.06	2.02 万元
长期股权投资（亿元）	31.00	31.28
固定资产（亿元）（合计）	0.27	1.47
在建工程（亿元）（合计）	0.80	0.01
资产总额（亿元）	42.81	47.94
实收资本（亿元）	4.12	4.15
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	33.05	35.52
短期债务（亿元）	2.80	1.58
长期债务（亿元）	0.03	5.35
全部债务（亿元）	2.83	6.93
营业总收入（亿元）	8.06	8.28
营业成本（亿元）	7.13	7.23
其他收益（亿元）	0.02	0.03
利润总额（亿元）	3.44	5.09
EBITDA（亿元）	3.50	5.38
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8.65	8.86
经营活动现金流入小计（亿元）	10.40	9.17
经营活动现金流量净额（亿元）	0.13	0.44
投资活动现金流量净额（亿元）	1.52	2.99
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.14	-0.13
财务指标		
销售债权周转次数（次）	37.14	44.88
存货周转次数（次）	234.57	250.25
总资产周转次数（次）	0.19	0.18
现金收入比（%）	107.32	107.00
营业利润率（%）	11.24	12.30
净资产收益率（%）	10.29	13.97
长期债务资本化比率（%）	0.09	13.08
全部债务资本化比率（%）	7.89	16.32
资产负债率（%）	22.78	25.90
流动比率（%）	42.27	139.08
速动比率（%）	41.59	139.07
经营现金流动负债比（%）	1.53	7.64
现金短期债务比（倍）	1.05	3.96
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：公司未披露 2025 年一季度本部财务报表

资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理

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	
总资本收益率	(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%
经营现金流动负债比	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