信 用 等 级 通 知 书

东方金诚债跟踪评字 [2018]301 号

星辉互动娱乐股份有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“15 星辉债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“15 星辉债”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年六月二十七日

信 用 等 级 公 告

东方金诚债跟踪评字 [2018]301 号

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对星辉互动娱乐股份有限公司及其发行的“15 星辉债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持星辉互动娱乐股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时维持“15 星辉债”信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年六月二十七日

跟踪评级报告声明

——除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与星辉互动娱乐股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与星辉互动娱乐股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

——东方金诚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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

——本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚工商企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 http://www.dfratings.com。

——本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由星辉互动娱乐股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。

——本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受星辉互动娱乐股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。

——本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

——星辉互动娱乐股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

——本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 6 月 27 日

星辉互动娱乐股份有限公司
主体及“15星辉债”2018年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2018】301号

跟踪评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债项信用等级：AA
评级时间：2018 年 6 月 27 日

上次评级结果

主体信用等级:AA
评级展望：稳定
债项信用等级：AA
评级时间：2017 年 4 月 26 日

债项概况

债项简称：“15 星辉债”
发行金额：7.50 亿元
存续期：2015 年 11 月 25 至 2020 年 11 月 25 日，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式：单利按年付息，到期一次还本

评级小组负责人

刘涛

评级小组成员

朱经纬 曹洋洋

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn
电话：010-62299800
传真：010-65660988
地址：北京市西城区德胜门外大街83号德胜国际中心B座7层 100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对星辉互动娱乐股份有限公司（以下简称“星辉娱乐”或“公司”）经营环境、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为跟踪期内，伴随着游戏及体育业务的快速增长，公司营业收入和毛利润增幅较大；2017 年，公司数款游戏产品均获得较好的市场表现，游戏业务收入和毛利润均增长较快，毛利率有所提升；公司依托正版授权、高品质的产品成为国内玩具制造行业的龙头企业之一，在国内外车模产品市场继续保持较强的市场竞争力；公司体育业务增长较快，毛利率水平较高，成为公司收入和利润的重要补充。

同时，东方金诚也关注到，公司商誉规模较大，跟踪期内受并购公司业绩不及预期的影响，存在资产减值风险；跟踪期内，公司流动比率和速动比率较低，流动性较为紧张；公司期间费用大幅上升，对利润有所挤压，利润对投资收益依赖较大，跟踪期内整体盈利能力有所削弱；公司债务结构以长期有息债务为主，跟踪期内债务规模大幅上升，债务负担有所提升；若“15 星辉债”提前回售，将存在集中兑付压力。

综合考虑，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 星辉债”债项信用等级为 AA。

跟踪评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

债项信用等级：AA

评级时间：2018 年 6 月 27 日

上次评级结果

主体信用等级:AA

评级展望：稳定

债项信用等级：AA

评级时间：2017 年 4 月 26 日

债项概况

债项简称：“15 星辉债”

发行金额：7.50 亿元

存续期：2015 年 11 月 25 至 2020 年 11 月 25 日，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：单利按年付息，到期一次还本

评级小组负责人

刘涛

评级小组成员

朱经纬 曹洋洋

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层 100088

主要数据和指标

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
资产总额（亿元）	33.01	51.22	59.80	59.87
所有者权益（亿元）	20.92	24.08	26.15	26.48
全部债务（亿元）	8.66	18.96	26.98	26.46
营业收入（亿元）	16.73	23.93	27.55	6.52
利润总额（亿元）	4.65	4.53	2.55	0.33
EBITDA（亿元）	5.90	6.89	5.71	-
营业利润率（%）	42.40	33.13	31.17	-1.97
净资产收益率（%）	19.22	18.92	9.46	-
资产负债率（%）	36.62	52.99	56.27	55.77
全部债务资本化比率（%）	29.28	44.06	50.79	49.98
流动比率（%）	291.37	92.08	71.38	72.76
全部债务/EBITDA（倍）	1.47	2.75	4.73	-
EBITDA 利息倍数（倍）	13.11	6.66	5.47	-
EBITDA/本期发债额度（倍）[1]	0.79	0.92	0.76	-

注：表中数据来源于公司 2015 年～2017 年经审计的合并财务报告及 2018 年 1～3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 跟踪期内，伴随着游戏及体育业务的快速增长，公司营业收入和毛利润增幅较大；
- 2017 年，公司数款游戏产品均获得较好的市场表现，游戏业务收入和毛利润均增长较快，毛利率有所提升；
- 公司依托正版授权、高品质的产品成为国内玩具制造行业的龙头企业之一，在国内外车模产品市场继续保持较强的市场竞争力；
- 公司体育业务增长较快，毛利率水平较高，成为公司收入和利润的重要补充。

关注

- 公司商誉规模较大，跟踪期内受并购公司业绩不及预期的影响，存在资产减值风险；
- 跟踪期内，公司流动比率和速动比率较低，流动性较为紧张；
- 公司期间费用大幅上升，对利润有所挤压，利润对投资收益依赖较大，跟踪期内整体盈利能力有所削弱；
- 公司债务结构以长期有息债务为主，跟踪期内债务规模大幅上升，债务负担有所提升；
- 若“15 星辉债”提前回售，将存在集中兑付压力。

[1] 本期债券额度按 7.5 亿元计算。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及星辉互动娱乐股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于星辉互动娱乐股份有限公司（以下简称“星辉娱乐”或“公司”）提供的 2017 年度审计报告、2018 年 1～3 月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

星辉互动娱乐股份有限公司（以下简称“星辉娱乐”或“公司”）的主营业务包括游戏、玩具及衍生品、体育等，实际控制人为自然人陈雁升和陈冬琼。

星辉娱乐前身为广东星辉塑胶实业有限公司，由自然人陈雁升和自然人陈冬琼共同出资组建，于 2000 年 5 月 31 日在澄海市工商行政管理局注册，注册资本为 100 万元。其中，陈雁升与陈冬琼各以货币出资 50 万元。2008 年 5 月 28 日，广东星辉塑胶实业有限公司完成股份制改革，更名为广东星辉车模股份有限公司。2009 年 12 月 25 日，公司经中国证券监督管理委员会“证监许可[2009]1459 号文”核准，向社会公开发行 1320 万股人民币普通股，并于 2010 年 1 月 20 日在深圳证券交易所创业板上市交易，股票代码 300043，证券简称“星辉车模”，发行后的总股本 5280.00 万股。截至 2018 年 3 月末，

娱乐总股本为 124419.84 万股，其中陈雁升持股 32.77%，陈冬琼持股 13.06%，两人合计持有 45.83%的股份。公司实际控制人为陈雁升和陈冬琼夫妇。

跟踪期内，公司继续巩固玩具及衍生品业务，自主开发了多款玩具产品，获得了较好的市场表现，同时，公司于 2018 年 1 月与德国宝马汽车公司正式签订为期 6 年的全球独占性授权合同，成为宝马公司动态车模、儿童自行车系列产品的全球唯一授权商，巩固了公司在车模领域的龙头地位。同时，公司继续加强游戏业务的开发和合作，公司研发、腾讯代理发行的《三国群英传-霸王之业》以及 2018 年公司自研并发行运营的《苍之纪元》等游戏屡受行业好评，推动公司游戏业务收入和毛利率水平继续增长。

截至 2017 年末，公司（合并）资产总额为 59.80 亿元，所有者权益为 26.15 亿元，资产负债率为 56.27%。2017 年，公司实现营业收入 27.55 亿元，利润总额 2.55 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司（合并）资产总额 59.87 亿元，所有者权益为 26.48 亿元，资产负债率为 55.77%。2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 6.52 亿元；利润总额 0.33 亿元。

本期债券概况及募集资金用途

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2584 号文核准，公司于 2015 年 11 月发行 7.5 亿元公司债券，债券简称“15 星辉债”，票面利率为 6.3%，起息日为 2015 年 11 月 25 日，到期日为 2020 年 11 月 25 日，到期一次性还本付息，附 2018 年 11 月 25 日发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

截至本报告出具日，本期债券募集资金扣除发行费用后均已用于偿还银行贷款和补充公司流动资金。

截至本报告出具日，公司利息均支付正常，跟踪期内尚未发生本金偿付。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2018 年一季度宏观经济开局稳健，工业生产总体稳定，房地产投资超预期，消费拉动力增强有效抵消了净出口下滑对经济增长的影响

一季度宏观经济运行稳健。据初步核算，一季度国内生产总值 198783 亿元，同比增长 6.8%，增速与前两个季度持平，较上年同期下滑 0.1 个百分点。

工业生产总体平稳，利润增速有所回落。1～3 月全国规模以上工业增加值累计同比增长 6.8%，增速较上年全年加快 0.2 个百分点，与上年同期持平。其中，3 月工业增加值同比增长 6.0%，低于上年同期的 7.6%，主因今年春节较晚、企业复工较迟。1～2 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 16.1%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点，与同期 PPI 增速回落态势相一致。受高基数拖累，一季度 PPI 累计同比上涨 3.7%，涨幅较上年全年收窄 3.7 个百分点。

房地产投资超预期，拉动固定资产投资增速小幅走高。1～3 月全国固定资产投资累计同比增长 7.5%，增速较上年全年提高 0.3 个百分点。其中房地产投资同比增长 10.4%，增速较上年全年提高 3.4 个百分点，主因是前期土地购置高位运行带动当期土地购置费和房屋新开工面积增速上扬。基建投资（不含电力）同比增长 13.0%，增速较上年全年下滑 6.0 个百分点，主要受地方政府债务监管及 PPP 规范不断加码影响。制造业投资延续底部钝化，同比增长 3.8%，增速较上年全年下滑 1.0 个百分点，或与企业面临去杠杆压力及社融低增速有关。

消费对经济增长的拉动力增强，居民消费出现边际回暖迹象。一季度消费拉动 GDP 增长 5.3 个百分点，较上季度提高 1.2 个百分点，主因政府消费支出加快。1～3 月社会消费品零售总额累计同比增长 9.8%，增速较上年全年下滑 0.2 个百分点。不过，3 月当月社会消费品零售总额同比增速反弹至 10.1%，特别是金银珠宝、化妆品、家电等可选消费品零售增速回升态势明显，显示季末消费出现边际回暖迹象。受食品价格低基数影响，一季度 CPI 累计同比上涨 2.1%，涨幅较上年全年扩大 0.5 个百分点，但仍处温和区间。

净出口对经济增长的拉动由正转负。以美元计价，1～3 月我国出口额累计同

比增长 14.1%，进口额同比增长 18.9%，外贸表现总体强劲。但由于同期货物贸易顺差同比收窄 19.7%，一季度净出口对经济增长的拉动由正转负，拖累当季 GDP 同比增速下降 0.6 个百分点。

东方金诚预计，二季度 GDP 增速仍将继续稳定在 6.8%。其中，投资增速预计稳中趋缓，净出口对经济增长的负向拉动有望减弱。由此，2018 年上半年 GDP 增速也有望达到 6.8%。下半年中美贸易摩擦升级的风险需持续关注，其已成为当前我国宏观经济面临的重要不确定性因素。

政策环境

金融监管力度不减，M2 增速保持低位，社融“回表”趋势明显；央行降准意在优化流动性结构，货币政策仍将保持稳健中性

货币供应量增速保持低位。3 月末，广义货币(M2)余额同比增长 8.2%，增速较上年末提高 0.1 个百分点，但较上年同期低 1.9 个百分点，处历史低位附近，表明在严监管继续稳步推进背景下，金融去杆杠效果不断体现。3 月末，狭义货币(M1)余额同比增长 7.1%，为 2015 年 7 月以来最低，这主要受房地产市场持续降温影响。

社融回表趋势显著，存量增速创历史新低。一季度，社会融资规模增量为 55800 亿，同比少增 13468 亿；截至 3 月底，社融存量同比仅增长 10.5%，创有历史记录以来新低。主要原因是在严监管整治通道业务和资管嵌套背景下，表外融资受到强力约束。一季度新增人民币贷款保持坚挺，占当季新增社融比重超过八成，反映社融回表趋势显著。此外，受益于市场利率下行，一季度债市融资功能有明显恢复，同比多增 6843 亿元。

一季度央行稳健中性货币政策未变，但边际上略有放松，市场流动性整体较为宽松，货币市场利率中枢下行。展望二季度，央行自 4 月 25 日起下调部分金融机构存款准备金率，释放 4000 亿增量资金，对税期扰动形成对冲，市场流动性将保持总量平稳。总体上看，此次降准意在优化流动性结构，央行仍将保持稳健中性的货币政策。

一季度税收收入高增，财政支出增速明显回落，财政政策取向保持积极

财政收入保持高增长，财政支出增速显著下行。一季度财政收入累计同比增长 13.6%，增速较上年同期小幅下滑 0.5 个百分点。主要原因是“降费”政策下，非税收入累计同比下降 7.5%。税收收入同比增长 17.2%，增速较上年同期加快 2.6 个百分点，主要源于宏观经济延续稳中向好态势，以及工业品价格处于相对较高水平。一季度财政支出累计同比增长 10.9%，增速较上年同期下滑 10.1 个百分点。与上年相比，今年 3 月财政支出并未明显加码发力，显示在宏观经济开局良好以及经济发展由重速度转向重质量背景下，财政托底意愿不强。

财政政策取向保持积极。2018 年我国财政赤字率下调至 2.6%，较上年降低 0.4 个百分点，但财政政策取向保持积极，主要体现在两个方面：一是 2018 年减税降费政策力度将进一步加大，预计全年减轻企业税费负担 1.1 万亿元。二是综合考虑专项债规模扩大等因素，今年财政支出对实体经济的支持力度不会减弱，并正在向精准扶贫和节能环保等领域倾斜。今年减税效应将在 5 月份以后逐步体现，预计二

季度财政收入增速或将回落至个位数；受今年支出进度进一步加快影响，二季度财政支出增速仍将保持较高强度。

综合来看，货币政策和财政政策在二季度将继续为宏观经济结构优化提供适宜的政策环境。

行业及区域经济环境

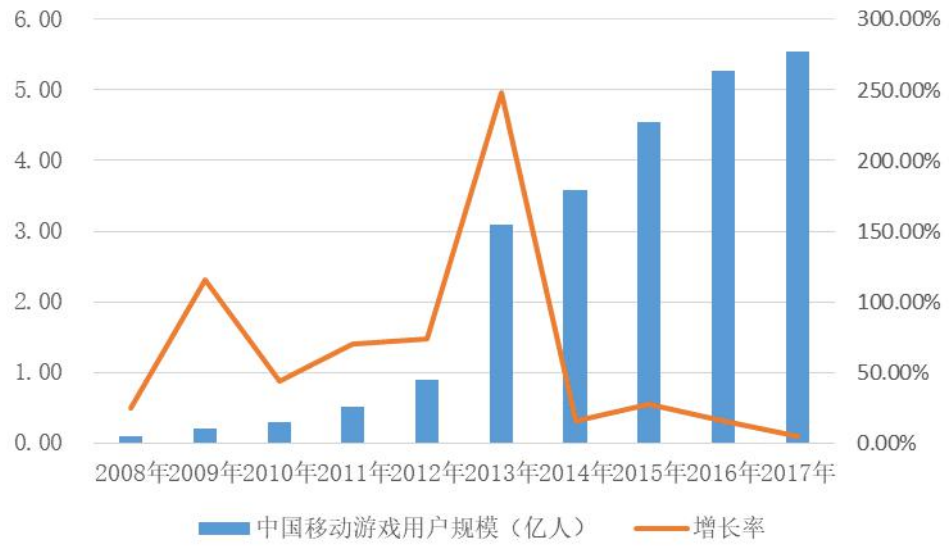
跟踪期内，星辉娱乐收入和利润仍主要来源于游戏和玩具及衍生品业务，分别属于游戏行业及玩具制造业。

游戏行业

2017 年，我国游戏市场用户规模及销售收入继续增长，移动游戏为行业增长的主要动力

中国游戏行业是我国娱乐产业的重要组成部分。近年来我国游戏用户规模持续上升。一方面，随着人民生活水平的快速提升，人们对娱乐的需求越来越重视；另一方面，我国光纤网络和移动 4G 网络的全面普及为网络游戏的发展提供了良好的硬件设施。2017 年手游玩家规模为 5.54 亿人，同比增长 5%。

图 1：2008 年～2017 年国内手游玩家人数



资料来源：中国音数协游戏工委《2016 年中国游戏产业报告》，东方金诚整理

中国游戏收入主要由移动游戏、客户端游戏、网页游戏及其他构成，占比分别为 50%、35%、11%及 4%。网络游戏主要包括移动游戏、客户端游戏及网页游戏。2017 年，移动游戏多个细分市场发力，移动游戏用户潜力较大。

图 2：2008 年～2017 年中国移动游戏市场规模

资料来源：中国音数协游戏工委《2016 年中国游戏产业报告》，东方金诚整理

近年来，中国游戏市场销售收入逐年增长，增速有所下降。《2017 年中国游戏产业报告》数据显示，2017 年国内移动游戏市场规模突破千亿大关，达到 1161.2 亿元，同比增长 41.7%，相对之前增速放缓，不过仍然是游戏行业规模增速最高的细分领域。

移动互联网高度覆盖，手游渗透率超四分之三，手游玩家基础已然形成。以手游玩家数/移动网民数计算手游渗透率，2015 年渗透率 73.39%，2016 年达 75.97%，2017 年为 73.57%，移动网民转化手游玩家的过程仍在进行中，而且进程已经较为充分，高渗透率显示手游玩家基础已经形成。

我国网络游戏市场竞争激烈，新增用户减少，同时面临的政府监管日益严格

由于中国的网络游戏市场相对较新，并在不断演变中，竞争非常激烈。游戏企业除了需面对众多现有游戏公司的竞争外，未来行业的新进入者也可能提供游戏效果更佳、价格更具吸引力、故事发展更为完整、游戏体验更为丰富或有其他方面改善的游戏。

日趋激烈的竞争使企业面临较大的经营压力。产品同质化，吸引用户付费的方法高度相似，导致用户付费越来越难。此外新增用户减少，有效用户转化难度加大，销售成本逐年增加，收入向巨头聚集，产品死亡率提升，其中移动游戏市场腾讯、网易两家公司移动收入占比接近 70%，其他企业没有一家超过 5%。

同时，游戏行业在快速发展的同时也带来了一定的社会问题，部分学生沉迷游戏而影响学习成绩，游戏行业被质疑影响缺乏自制能力的未成年人的身心健康。因此，政府不断加强对游戏行业的监管和立法，对游戏运营的资质、游戏的内容、游戏时间、游戏经营场所等多方面进行了更严格的限制，从而给游戏行业的外部经营环境带来一定的不确定性。

玩具制造业

2017 年，我国玩具出口交货总额继续增长，玩具行业主营业务收入及利润总额保持增长

中国玩具产量占全球玩具产量的 75%，玩具产业是出口导向型产业，出口外销占比较大。近年来，国内玩具出口交货额持续增长，增速有所波动。2017 年，中国玩具行业出口交货总额为 239.42 亿美元，同比增长 30.22%，增速上升 12.84 个百分点。

图 3：2005 年～2017 年国内玩具出口交货情况

资料来源：工信部，东方金诚整理

玩具行业市场需求量主要取决于儿童人数和儿童人均消费额两个因素。随着我国经济水平的提高，人均可支配收入正在逐步提高，此外，新生代“80 后”父母大多受过高等教育，较为重视孩子的早期教育和娱乐问题，对于玩具的消费意愿较高，以及我国二孩政策的全面放开，均将为玩具的消费增长提供动力。

我国玩具行业已发展形成了较为完整的产业链，但与国际领先企业相比仍有较大的差距

在全球玩具行业的产业价值链中，美泰、孩之宝、乐高、万代等玩具品牌生产企业处于价值链高端。我国玩具行业产业集群效应明显，具有显著的区域分布特征，主要集中在广东、山东、江苏、浙江等沿海地区。广东是我国最大的玩具生产和出口基地，而汕头是广东玩具生产企业最为集中、科技创新能力和产品科技含量最高的地区之一，产业集群效应明显。虽然我国玩具行业以广东地区为核心，已经发展形成了完整的产业链，但由于起步较晚，产业链上游和中游的国内领先企业，无论是技术水平，还是市场竞争能力方面，均与上述国际领先企业有较大的差距。

业务运营

跟踪期内，伴随着游戏及体育业务的快速增长，公司营业收入增幅较大，毛利率略有下降但依然维持较高水平

星辉娱乐业务收入及毛利润主要来自游戏业务、玩具及衍生品业务和体育业

务。2017 年，受游戏及体育业务快速增长的影响，公司营业收入 27.55 亿元，同比增长 15.13%，其中游戏业务同比增长 22.00%，体育业务同比增长 24.14%。从收入构成看，公司收入主要来源于游戏业务、玩具及衍生品业务和体育业务，分别占比 50.02%、24.55%和 21.66%。其他业务为原材料收入及租金收入。

表 1：2015 年～2017 年及 2018 年 1～3 月公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1～3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
游戏业务	**5.07**	**30.31**	**11.30**	**47.21**	**13.78**	**50.02**	**3.84**	**58.93**
广告业务	0.46	2.78	-	-	-	-	-	-
游戏业务	4.60	27.53	11.30	47.21	13.78	50.02	3.84	58.93
玩具及衍生品业务	**7.55**	**45.14**	**7.01**	**29.28**	**6.76**	**24.55**	**1.02**	**15.63**
车模	5.84	34.88	5.18	21.66	4.58	16.62	0.67	10.32
婴童用品	1.71	10.26	1.83	7.62	2.18	7.93	0.35	5.31
影视业务	**3.91**	**23.39**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
影视摄制	0.92	5.49	-	-	-	-	-	-
影视发行	3.00	17.90	-	-	-	-	-	-
体育业务	**-**	**-**	**4.81**	**20.09**	**5.96**	**21.67**	**1.51**	**23.30**
电视转播权	-	-	2.98	12.45	3.80	13.79	0.98	15.04
赞助及广告	-	-	0.56	2.34	0.59	2.15	0.10	1.61
票务、会员	-	-	0.59	2.44	0.68	2.48	0.23	3.50
球员转会	-	-	0.49	2.07	0.66	2.40	0.15	2.31
足球衍生品	-	-	0.19	0.79	0.23	0.85	0.05	0.83
其他业务	**0.19**	**1.16**	**0.82**	**3.42**	**1.04**	**3.76**	**0.14**	**2.14**
合计	**16.73**	**100.00**	**23.93**	**100.00**	**27.55**	**100.00**	**6.51**	**100.00**

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年，公司毛利润为 8.77 亿元，同比增加 8.79%；毛利率 31.81%，同比下降 1.86 个百分点，但依然维持较高水平。

表 2：2015 年～2017 年及 2018 年 1～3 月公司主要业务毛利润及毛利率情况

单位：亿元、%

业务类别	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1～3 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
游戏业务	**2.78**	**54.88**	**3.69**	**32.67**	**4.78**	**34.64**	**1.80**	**46.82**
广告业务	0.17	36.45	-	-	-	-	-	-
游戏业务	2.61	56.75	3.69	32.67	4.78	34.64	1.80	46.82
玩具及衍生品业务	**2.69**	**35.62**	**2.49**	**35.58**	**2.49**	**36.85**	**0.37**	**36.40**
车模	2.10	35.98	1.86	35.88	1.72	37.51	0.25	37.15
婴童用品	0.59	34.50	0.63	34.43	0.77	35.47	0.12	34.94
影视业务	**1.72**	**43.79**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
影视摄制	0.19	20.48	-	-	-	-	-	-
影视发行	1.53	50.93	-	-	-	-	-	-
体育业务	**-**	**-**	**1.74**	**36.19**	**1.31**	**21.98**	**0.33**	**21.78**
电视转播权	-	-	0.83	27.83	0.43	11.26	0.13	13.74
赞助及广告	-	-	0.19	33.48	0.1	17.66	0.02	17.30
票务、会员	-	-	0.18	30.81	0.12	17.76	0.04	17.02
球员转会	-	-	0.39	79.51	0.48	73.10	0.10	66.78
足球衍生品	-	-	0.15	79.41	0.18	75.13	0.04	70.54
其他业务	**0.03**	**17.22**	**0.13**	**16.16**	**0.19**	**17.87**	**0.02**	**16.98**
合计	**7.22**	**43.16**	**8.05**	**33.67**	**8.77**	**31.81**	**2.52**	**38.72**

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年 1～3 月，公司营业收入 6.51 亿元，毛利润 2.52 亿元，毛利率 38.72%。公司于 2017 年末投入的游戏产品已经处于产品成长期，受此影响，公司游戏业务毛利率较 2017 年提升较大。

游戏业务

公司专注于网页网络游戏、移动网络游戏的研发和运营。其中，子公司广东星辉天拓互动娱乐有限公司主要负责页游和手游产品的运营，畅娱天下和谷果软件[2]主要负责手游产品的运营。同时，公司还通过子公司珠海星辉投资管理有限公司（以下简称“珠海星辉”）对一些页游、手游的研发平台进行投资，以及时发现业内优秀开发团队和有潜力的产品，拓展公司的业务空间。

公司形成“研发+发行+运行”的一体化经营能力，依托优质渠道关系，跟踪期内，数款游戏产品均获得较好的市场表现，游戏业务收入和毛利润均增长较快，毛利率有所提升

公司游戏业务已经形成“研发+发行+运行”的一体化全流程运行模式。公司建立了较强的团队，通过国际化、系列化、品牌化的产品开发策略专注于精品网络游戏的研发和发行。“星辉游戏”品牌多年来连续获得“金翎奖”、“天府奖”、“金

[2] 2015 年 6 月，广州市谷果软件技术有限公司改制为股份有限公司并更名为“广东易简广告股份有限公司”，同时易简广告进行增资扩股，星辉娱乐持股比例降为 40%，易简广告不再纳入星辉娱乐合并范围。

钻奖”、“金苹果奖”等数个游戏行业主要奖项。目前，公司已有较为充分的 IP 储备，拥有包括《三国群英传》、《盛唐幻夜》、《热血传奇》等 20 多款 IP 授权。

销售渠道方面，公司凭借与腾讯开放平台、今日头条、硬核联盟等优质渠道的长期合作关系，形成了优秀的独家代理发行能力，也获得了多款游戏产品在腾讯平台的独家代理权，能够进行全球化的流量投放和大数据分析。

跟踪期内，公司研发、腾讯代理发行的《三国群英传-霸王之业》以及 2018 年公司自研并发行运营的《苍之纪元》等游戏屡受行业好评，其中《苍之纪元》已于 2018 年 3 月在国内全平台正式首发，在多个主流平台均为下载前列。截至出报告日，《苍之纪元》的峰值日流水实现近千万元人民币，成为国内二次元手机游戏产品中有力的竞争者之一。

2017 年，公司游戏业务实现收入 13.78 亿元，同比增长 22.00%，毛利润 4.78 亿元，同比增长 29.36%；毛利率 34.64%，同比增长 1.97 个百分点。2018 年 1～3 月，公司游戏业务实现收入 3.84 亿元，毛利润 1.80 亿元，毛利率 46.82%。

跟踪期内，手游已替代页游成为公司游戏业务收入和利润的主要来源，公司与影视、动画公司合作，共同进行 IP 孵化，未来前景较好

截至 2017 年末，公司共开发运营页游产品 24 款，其中 9 款已下线，无正处于研发阶段的产品。2017 年，公司页游产品次日留存率大部分保持在 12.34%以上，位于行业平均水平 12%之上。受手游市场的影响，行业平均留存率水平呈快速下行趋势，2017 年公司留存率较 2016 年同比下降 5 个百分点。同期，付费率和付费 ARPU 值因产品战略差异和处于生命周期的阶段不同[3]而具有一定参差。2017 年公司页游总流水[4]为 3.44 亿元，主要页游产品实现收益分成金额为 1.20 亿元，较 2016 年分别下降 10.88%和 4.76%。截至 2018 年 3 月末，公司无页游产品的研发计划，未来在该领域的投入主要是对现有页游产品的维护支出。

表3：截至2017年末公司主要页游产品情况[5]

单位：%、元/人

游戏名称	投入市场时间	次日留存率	付费率	付费 ARPU 值
游戏一	2012/5/4	9.82%	11.34%	136.52
游戏二	2013/12/27	9.64%	1.09%	76.11
游戏三	2017/5/23	17.56%	0.5%	34.01
游戏四	2016/7/4	24.06%	4.14%	34.60

资料来源：公司提供，东方金诚整理

为应对页游市场萎缩的负面影响，公司积极切入手游市场。跟踪期内，公司手游业务收 12.59 亿元，同比增长 25.40%。2017 年总流水 26.72 亿元，同比增长 7.01%。产品质量方面，公司手游产品次日留存率、付费率和付费 ARPU 值多高于行业平均水平，详见下表。

[3] 页游具有一定生命周期，通常与月流水峰值呈正相关性。页游产品的平均生命周期为 3 年，半年至一年时间内到达月流水峰值。
[4] 某款游戏中的游戏玩家在一段时间中累计充值金额。
[5] 代理的没有前期制作成本。

表 4：截至 2017 年末公司主要手游产品情况[6]

单位：%、万元、元/人

游戏名称	投入市场时间	渠道商	参与模式	次日留存率	付费率	付费 ARPU 值
游戏一	2016/7	腾讯+多渠道	研发	27.48	15.38	178.79
游戏二	2016/12	腾讯+多渠道	代理	29.07	7.22	138.06
游戏三	2016/8	腾讯+多渠道	代理	24.48	13.52	154.40
游戏四	2015/9	腾讯+多渠道	代理	30.03	4.81	127.72
游戏五	2017/7	腾讯+官网	代理	19.34	11.90	82.61
游戏六	2015/6	多渠道	自研	14.21	1.00	155.40
游戏七	2015/11	多渠道	独代	19.84	4.51	118.03
游戏八	2017/6	多渠道	自研	24.68	5.00	116.09
游戏九	2015/4	多渠道	自研	20.91	5.28	130.40
游戏十	2017/4	多渠道	独代	30.45	2.49	43.13
游戏十一	2015/8	多渠道	代理	22.00	17.00	129.00
游戏十二	2017/1	多渠道	代理	34.00	80.00	107.00
游戏十三	2017/1	多渠道	代理	23.00	31.00	775.00
游戏十四	2017/5	多渠道	代理	32.00	14.00	109.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

回款方式方面，公司手游的收入由运营商后台统计后按比例逐月返还，账期约为两个月。公司的主要合作运营商为苹果、安卓等大型运营平台，不存在拖欠款情况。2018 年公司新研发并计划投入市场的手游产品详见下表。

表5：2018年公司新研发并计划投入市场的手游产品情况

单位：万元

项目	预计分成比例	前期投入金额	预计月流水额峰值
游戏一	35%	53.00	200
游戏二	15%	75.42	1500
游戏三	26%	320.74	400
游戏四	35%	855.03	1000
游戏五	35%	908.04	300
游戏六	35%	417.54	200
合计		**2629.77**	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司已经建立充足、丰富、完整的 IP 资源储备，涵盖文学、漫画、动画、影视、游戏等多样化的 IP 矩阵。跟踪期内，公司与超神影业共同打造的原创动画剧集《雄兵连》于 2017 年 6 月在腾讯视频开播，截至目前累计播放量达 13.3 亿；公司与华策影视共同孵化的影视 IP《盛唐幻夜》即将在 2018 年上映；公司与天工艺彩联合打造的原创动画剧集《末世觉醒-入侵》于 2018 年上半年开播。与游戏深度结合的影视、动漫跨界超级 IP 孵化有望成为公司游戏业务新的增长点。

[6] 代理的没有前期制作成本。

玩具及衍生品业务

公司依托正版授权、高品质的产品成为国内玩具制造行业的龙头企业之一，在国内外车模产品市场继续保持较高的市场竞争力

公司玩具与衍生品业务主要专注于动态车模、静态车模、收藏型车模和婴童产品的生产、研发及销售。作为国内玩具制造行业的龙头企业之一，公司具有较强的品牌优势和技术实力。目前，公司已经实现了星辉车模、星辉婴童、自有品牌的多品牌战略，涵盖动态、静态车模、儿童三轮车、自行车、电动童车、滑板车、手推车等多元化产品线，总计超过400款优质玩具产品，覆盖所有年龄段。跟踪期内，公司在玩具及衍生品板块共申请专利78项，包括发明7项、实用新型专利35项、外观专利36项。

正版授权、高品质的产品是星辉娱乐玩具及衍生品业务的核心竞争力之一。跟踪期内，公司持续丰富IP储备，并于2018年1月与德国宝马汽车公司正式签订为期6年的全球独占性授权合同，成为宝马公司动态车模、儿童自行车系列产品的全球唯一授权商，巩固了公司在车模领域的龙头地位。截至2018年3月末，公司已经获得宝马、奔驰、奥迪等20多个知名汽车品牌的超过300款车模生产的品牌授权。

跟踪期内，受低端产品过度价格竞争的影响，公司玩具及衍生品业务的国内外市场收入均有所下降，新产品的不断上市使公司保持了较高的毛利率水平

2017年，受低端产品过度价格竞争的影响，公司玩具及衍生品业务实现收入6.76亿元，同比下降3.47%；毛利润2.49亿元；毛利率36.85%，同比增长1.27个百分点。跟踪期内，公司先后研制了法拉利LaFerrari开门款童车、合金变形帕加尼战警、太空1号机器人、宝马S1000XR摩托车、智能特犬等重点新产品，凭借创新的产品形态、出色的仿真设计、精良的制作工艺获得较好的销售表现。同时，公司依托“品牌授权+规模化生产”的经营模式，使公司在原材料价格波动较大的行业趋势下仍然有较高的毛利率水平。

公司的玩具及衍生品以国外销售为主，2017年国外销售占比为67.91%，较上年上升1.45个百分点。在国外市场，公司目前已经与世界上多个国家的玩具代理商建立了长期稳定的合作关系[7]，这些知名玩具代理商在当地具有较强的市场推广能力和覆盖能力，有利于公司将来继续深耕欧盟、亚洲、美国、非洲、澳洲、拉美市场。目前，公司的产品已销往世界190多个国家和地区。跟踪期内，受欧洲市场需求相对疲软以及人民币汇率相对较高影响，公司国外市场有所下降，2017年公司实现国外收入4.59亿元，同比下降1.36%。

受国内电商渠道过度价格竞争的影响，公司国内市场销售推广较弱，2017年公司实现收入2.17亿元，同比下降7.66%。公司未来将重点开发商超和网购渠道，继续拓展国内业务。

[7] 主要的代理商包括意大利的MONDO、英国的TESCO和Argos、德国的Jamara、美国的Big Toys USA和Sams、西班牙的Color baby s.l、俄罗斯的TNG、南非的HO'S TEAM、南美的LA NOVIA DE VILLA等。

表6：2015年～2017年及2018年1～3月公司国内、国外市场渠道销售额情况

单位：亿元

区域		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
国内销售	静态车模	0.05	0.10	0.12	0.06
	动态车模	1.61	1.57	1.40	0.30
	婴童用品	0.64	0.68	0.64	0.10
	小计	**2.30**	**2.35**	**2.17**	**0.46**
国外销售	静态车模	0.12	0.16	0.14	0.03
	动态车模	4.06	3.35	2.93	0.28
	婴童用品	1.07	1.14	1.53	0.25
	小计	**5.25**	**4.66**	**4.59**	**0.56**
合计		**7.55**	**7.01**	**6.76**	**1.02**

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司采取以销定产的生产模式，2017 年，静态车模产量及销量增幅较大，销量 203.29 万具，同比增长 15.94%，产销率 86.72%，同比下降 8.31 个百分点；动态车模、婴童用品及其他玩具的产销量均有所下降，其中婴童用品和其他玩具降幅较大，主要系出口市场需求下降及婴童产品结构升级的影响。

表7：2015年～2017年及2018年1～3月公司各类产品产销情况

单位：万具、%

产品情况		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
静态车模	产量	119.28	184.50	234.39	55.24
	销量	133.97	175.34	203.29	68.54
	产销率	112.32	95.04	86.73	124.08
动态车模	产量	961.66	746.78	750.11	99.19
	销量	996.87	815.03	753.99	112.05
	产销率	103.66	109.14	100.52	112.97
婴童用品	产量	129.55	130.31	358.72	89.91
	销量	127.21	135.72	346.97	92.42
	产销率	98.19	104.15	96.72	102.79

资料来源：公司提供，东方金诚整理

销售价格方面，2017 年，公司产品销售均价整体保持稳定，受国内婴童用品结构升级的影响，婴童用品产品价格增长较快。

表8：2015年～2017年及2018年1～3月公司国内、国外市场渠道销售均价情况

单位：元/具

区域		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
国内销售	静态车模	23.43	25.61	12.19	13.91
	动态车模	53.91	51.86	53.54	50.49
	婴童用品	132.53	101.78	220.11	118.34
国外销售	静态车模	9.71	11.79	13.07	11.77
	动态车模	58.21	65.45	59.35	53.93
	婴童用品	136.19	165.97	48.22	29.55

资料来源：公司提供，东方金诚整理

体育业务

跟踪期内，公司体育业务增长较快，毛利率水平较高，成为公司收入和利润的重要补充

截至 2018 年 3 月末，公司已获得西班牙足球甲级联赛皇家西班牙人足球俱乐部 99.25%的股份，是首家控股欧洲五大联赛顶级俱乐部的 A 股上市公司。2017 年，公司体育业务实现营业收入 5.97 亿元，同比增长 24.14%，其中电视转播权收入 3.80 亿元，赞助及广告收入等其他收入 2.17 亿元；体育业务毛利润 1.31 亿元，毛利率 21.98%。

2017 年～2018 年赛季，球队继续在阵容上进行补强，截至 2018 年 3 月末，位于联赛积分榜第 16 位。根据 Primetime Sport 的数据报告，截至 2017 年 12 月底，皇家西班牙人俱乐部球员总价值已达 1.05 亿欧元，较上赛季有显著提升。

西班牙人俱乐部拥有欧洲顶尖的球员培养体系，为球队乃至五大联赛源源不断地输送优秀人才，欧洲顶尖联赛现役球员中，有 57 名来自西班牙人的球员培养体系，成熟的培训体系保障了公司体育业务的持续增长。

企业管理

跟踪期内，公司在治理结构和内部管理方面无重大变化。

财务分析

公司提供了 2015 年～2017 年和 2018 年 1～3 月合并财务报告。广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2015 年～2017 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2018 年 1～3 月的财务报表未经审计。

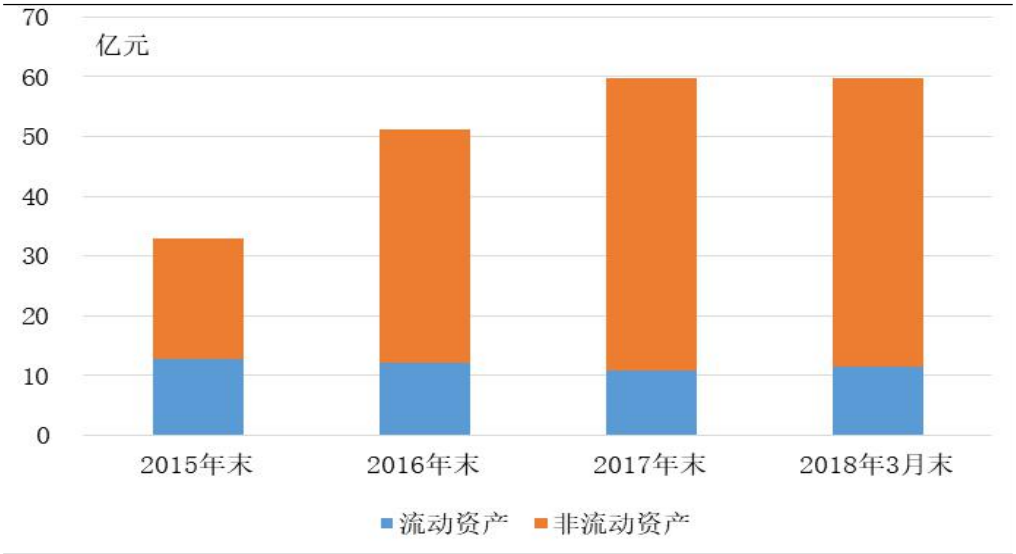
资产构成与资产质量

跟踪期内，公司购买星辉总部大楼使资产规模有所上升，资产结构仍以非流动资产为主，公司商誉规模较大，跟踪期内受并购公司业绩不及预期的影响，存在资产减值风险

2018 年 3 月末，公司资产总额 59.87 亿元，其中流动资产与非流动资产分别为 11.43 亿元和 48.44 亿元，分别占比 19.09%和 80.91%

2017 年末，公司资产总额 59.80 亿元，较 2016 年末增长 16.75%，主要是公司其他非流动资产增幅较大所致，其中非流动资产占比 81.84%。

图 4：2015 年～2017 年末及 2018 年 3 月末公司资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

1.流动资产

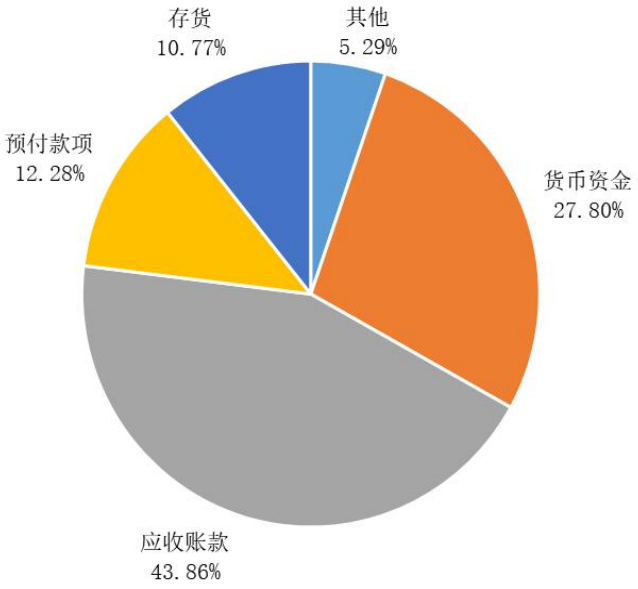
2017 年末，公司流动资产 10.86 亿元，较 2016 年末减少 9.77%，其中应收账款、货币资产、预付款项和存货分别占比 43.86%、27.80%、12.28%和 10.77%。

截至 2017 年末，公司应收账款期末余额为 4.76 亿元，较 2016 年末增长 22.84%，计提坏账比例 5.79%，主要系为促进玩具销售，公司在 2017 年圣诞节及 2018 年春节前对经销商适当延长账期所致。2018 年 3 月末，公司应收账款为 3.99 亿元，较期初减少 16.15%。

公司货币资金主要由银行存款构成，2017 年期末余额为 3.02 亿元，较 2016 年末下降 31.51%，其中受限货币资金 15.09 万元，为被冻结政府补助款项。

2017 年末，公司预付款项 1.33 亿元，账龄一年内的预付款项占比 73.90%。账龄超过一年且金额重大的预付款项主要有：预付 CHUANQI IP CO.,LTD《热血传奇》游戏 IP 版权分成款 0.15 亿元、预付西安火神网络科技有限公司分成款 0.05 亿元、预付北京冰火互动科技有限公司游戏分成款 0.03 亿元。按照合同约定，上述预付分成款均在游戏上线后用以抵扣对应研发商的游戏收入分成。同期，存货 1.17 亿元，较 2016 年末下降 6.99%，主要由原材料、库存商品及在产品构成。

图 5：2017 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2.非流动资产

2017 年末，公司非流动资产为 48.94 亿元，较 2016 年末增长 24.90%，主要由商誉、固定资产、其他非流动资产、无形资产及长期股权投资构成，占比分别为 28.58%、20.59%、19.87%、14.19%及 9.49%。公司商誉和无形资产占比较高且规模较大，受合并子公司业绩不及预期和汇率变动的影响，存在资产减值风险。

2017 年末，公司商誉 13.99 亿元，较 2016 年末增长 1.13%，主要系 REIAL CLUB DEPORTIU ESPANYOL DE BARCELONA S.A.D.汇率变动差异导致商誉增加 0.22 亿元所致。公司商誉主要来自合并的广州星辉趣游信息科技有限公司、REIAL CLUB DEPORTIU ESPANYOL DE BARCELONA S.A.D.、广东星辉天拓互动娱乐有限公司、深圳市畅娱天下科技有限公司及广州趣丸网络科技有限公司等六家公司。近年来移动游戏行业走向游戏产品重度化与精品化趋势明显，为确保游戏产品质量，深圳市畅娱天下科技有限公司（以下简称“畅娱天下”）2017 年度在产品 IP、研发人力、调优时间投入更多，致使发行周期需进一步延长，未能及时推出新品从而影响短期经营业绩表现。畅娱天下 2017 年实现净利润 0.17 亿元，低于 2017 年度的净利润承诺数，差额为 0.21 亿元。根据协议约定，畅娱天下原股东曹毅斌应以现金方式或出售所持公司股票方式向公司补偿 0.36 亿元[8]。受预期人民币汇率走强趋势以及部分并购公司承诺较难完成的影响，公司商誉面临一定的减值风险。同期末，固定资产账面余额 10.08 亿元，较 2016 年末增长 1.09%，主要是公司合并西班牙人俱乐部以欧元定价，跟踪期内受汇率变动所致。

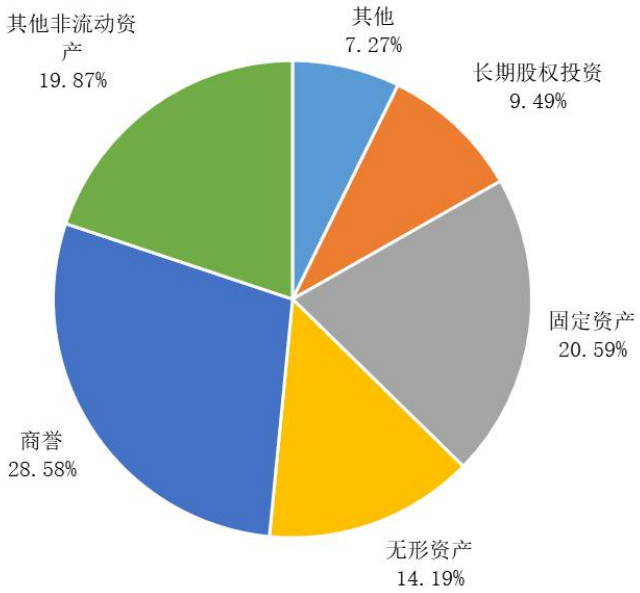
2017 年末，公司其他非流动资产为 9.72 亿元，同比增长 637.43%，主要为预付购房款。同期末，无形资产 6.95 亿元，较 2016 年末增长 7.05%，主要为土地使

[8] 曹毅斌承诺畅娱天下 2015 年度、2016 年度和 2017 年度实现的净利润分别不低于 2500 万元、3125 万元、3750 万元。如未达成利润承诺，曹毅斌当年度需向公司支付补偿的，可以现金补偿；或由曹毅斌出售其持有的已解锁的星辉娱乐股份，将所得收益用于补偿；不足的部分，经公司同意，曹毅斌可出售其持有的尚未解锁的星辉娱乐股份，将所得收益用于补偿。

用权、球员服务合同和游戏软件，受汇率变动的影响，无形资产面临减值风险。同期末，公司长期股权投资 4.65 亿元，较 2016 年末增长 4.60%。

从资产受限情况来看，截至 2017 年末，公司受限资产 12.85 亿元，主要用于为公司借款提供担保，其中预付购房款和受限制固定资产分别为 8.77 亿元和 2.56 亿元。

图 6：2017 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

受益于经营积累，跟踪期内公司所有者权益规模保持增长

截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益为 26.48 亿元，主要为实收资本及未分配利润。2017 年末，公司所有者权益为 26.15 亿元，较 2016 末增长 8.61%，主要由实收资本及未分配利润构成，占比分别为 47.58%及 43.47%。

2017 年末，公司实收资本 12.44 亿元，与 2016 年末持平；资本公积 0.73 亿元，较 2016 年末增长 5.34%，主要系公司按权益法核算长期股权投资被投资单位其他权益变动额，公司按持股比例应享有的部分增加所致；盈余公积 0.47 亿元，较 2016 年末增长 125.50%，公司按母公司净利润的 10%计提法定盈余公积；未分配利润 11.37 亿元，较 2016 年末增长 12.86%；其他综合收益 0.44 亿元，较 2016 年末增长 197.02%，主要是公司外币报表折算差额损失减少所致。

跟踪期内，公司债务规模大幅上升，债务结构以长期有息债务为主，债务负担有所提升，本期债券若提前回售，将存在集中兑付压力

截至 2018 年 3 月末，公司负债总额 33.39 亿元，其中流动负债 15.70 亿元，非流动负债 17.68 亿元，分别占比 47.03%和 52.97%。2017 年末，公司负债总额为 33.65 亿元，较 2016 年末增长了 23.98%。其中，流动负债占比 45.21%，非流动负债占比 54.79%。

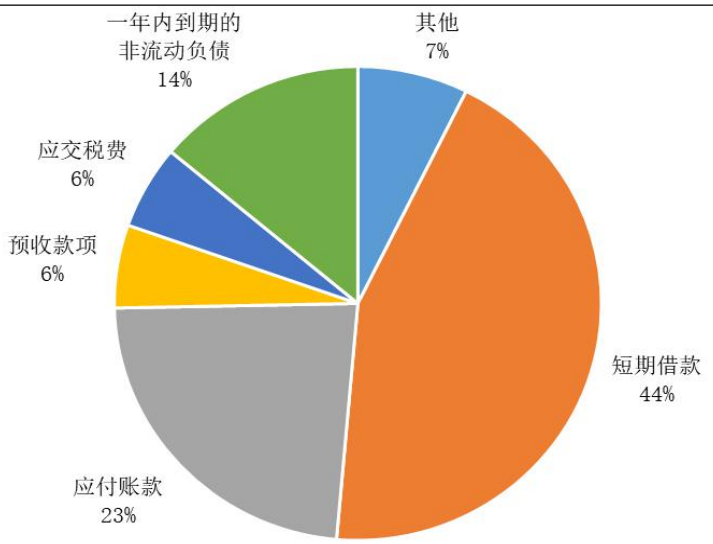
1.流动负债

2017 年末，公司流动负债为 15.21 亿元，较 2016 年末增长了 16.38%，主要是一年内到期非流动负债增加所致，主要由短期借款、应付账款及一年内到期的非流动负债构成，占比分别为 44.06%、23.29%及 13.93%。

2017 年末，公司短期借款 6.70 亿元，较 2016 年末增长 28.16%，主要是公司扩大经营规模增加流动资金借款所致，其中抵押借款 0.50 亿元、保证借款 4.90 亿元及质押、保证借款 1.30 亿元。

同期末，公司应付账款 3.54 亿元，较 2016 年末下降 11.51%，主要是支付的游戏分成款及球员转会费减少所致，其中账龄在一年以内的应付账款 3.02 亿元，占比 85.25%；一年内到期的非流动负债 2.12 亿元，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

图 7： 2017 年末公司流动负债构成



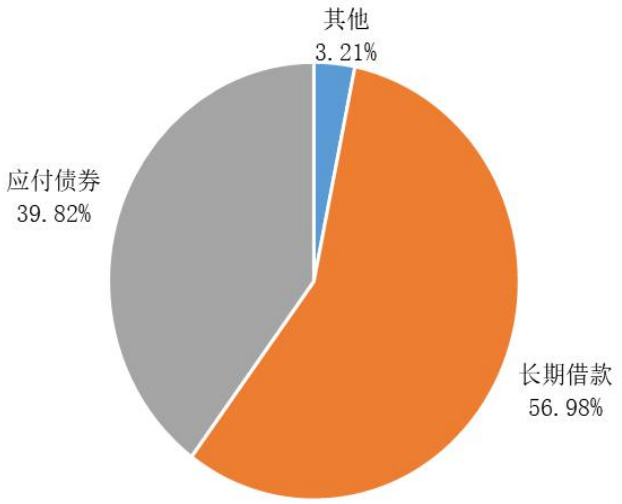
资料来源：公司提供，东方金诚整理

2．非流动负债

2017 年末，公司非流动负债 18.44 亿元，较 2016 年末上升 31.03%，主要是公司长期借款大幅增长所致，长期借款及应付债券分别占非流动负债的比重为 57.99%和 40.52%。

2017 年末，公司长期借款 10.69 亿元，较 2016 年末增长 71.02%，主要是公司为购买星辉中心及扩大经营规模增加资金借款所致，其中抵押、保证、质押借款 10.66 亿元，抵押借款 0.03 亿元，长期借款利率 1.20%～7.50%；同期末，应付债券 7.47 亿元，为公司 2015 年发行的公司债券“15 星辉债”。

图 8：2017 年末公司非流动负债构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

3.债务负担

2017 年末，公司全部债务为 26.98 亿元，较 2016 年末增长 42.29%，增加较多；公司长期有息债务占全部债务比重由 2016 年末的 72.31%下降为 67.31%，短期有息债务占全部债务比重相应上升至 32.69%。2018 年 3 月末，公司全部债务 26.46 亿元，债务结构以长期有息债务为主。

2017 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率分别为 56.27%、40.99%和 50.79%。2018 年 3 月末，公司资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率分别为 55.77%、39.67%及 49.98%。

根据“15 星辉债”条款，本期发行的债券为固定利率债券，期限为 5 年期，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，行权日为 2018 年 11 月 25 日。若本期债券若提前回售，将存在集中兑付压力，短期偿债压力较大。

表 9：公司债务结构情况

单位：亿元、%

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期有息债务	1.17	5.25	8.82	9.04
长期有息债务	7.50	13.71	18.16	17.41
全部债务	8.66	18.96	26.98	26.46
长期债务资本化比率	26.38	36.29	40.99	39.67
全部债务资本化比率	29.28	44.06	50.79	49.98

资料来源：公司提供，东方金诚整理

4．对外担保

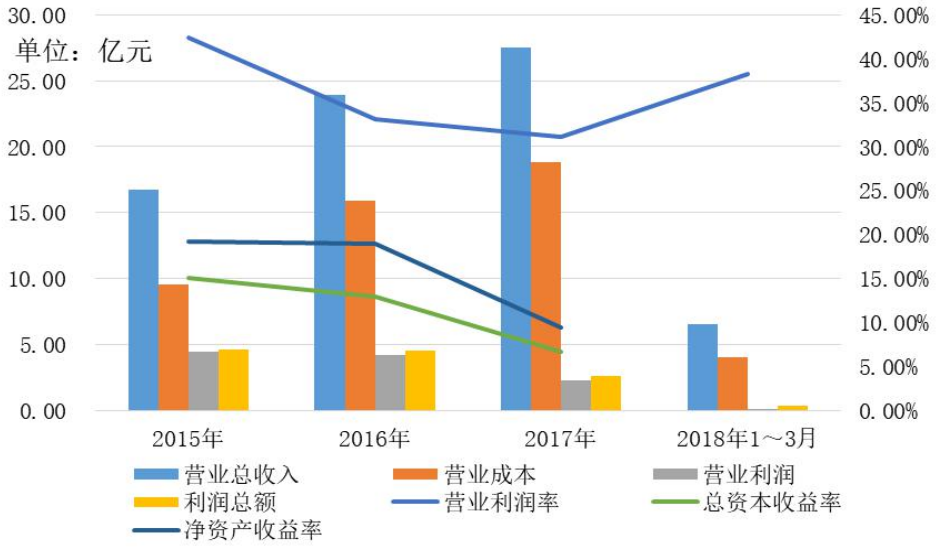
截至 2018 年 3 月末，公司无对外担保。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入持续增长，营业利润率有所下降，期间费用大幅上升对公司利润挤压程度较高，且公司营业利润对投资收益依赖较大，整体盈利能力有所削弱

2017 年，公司营业收入为 27.55 亿元，较 2016 年增长 15.13%，营业利润率为 31.17%，较 2016 年下降了 1.97 个百分点。

图 9：2015 年～2017 年及 2018 年 1～3 月公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司期间费用为 7.62 亿元，同比上升 31.30%，占营业收入的比重为 27.67%，其中销售费用、管理费用及财务费用占比分别为 42.14%、41.88%及 15.98%，公司期间费用控制能力一般。

2017 年，公司计提资产减值损失 0.60 亿元，其中长期股权投资减值损失 0.03 亿元；同期投资收益 1.76 亿元，较上年减少 46.07%，营业外收入 0.27 亿元；利润总额 2.55 亿元，同比下降 43.69%；净利润 2.47 亿元，同比下降 45.68%。

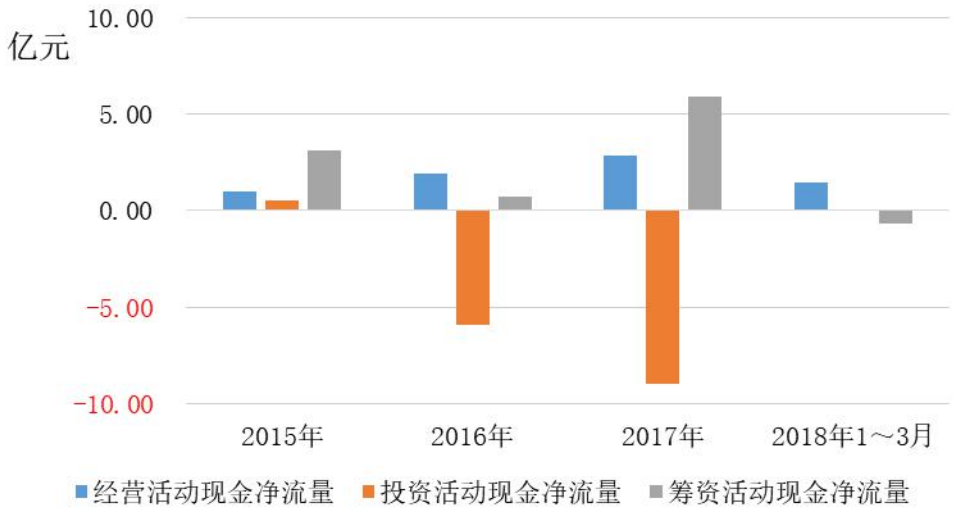
2017 年，公司净资产收益率为 9.46%，总资本收益率为 6.62%，较 2016 年下降了 6.37 个百分点。综合来看，由于公司 2017 年非经常性损益收入下降，导致公司营业利润率有所下降，公司整体盈利能力有所削弱。

现金流

公司经营活动现金流状况有所好转，购置资产导致投资活动现金流净流出规模较大，公司对外融资需求较高

2017 年，公司经营性净现金流为 2.81 亿元，同比增长 45.65%，主要是公司游戏业务经营稳定，销售回款较好所致；投资活动净现金流为-8.97 亿元，投资活动现金流出规模较大主要系 2017 年公司预付广州星辉大厦购房款所致；筹资性净现金流为 5.91 亿元，增长较大，主要是公司购买新总部大楼增加外部借款所致。

图 10：2015 年～2017 年及 2018 年 1～3 月公司现金流情况



数据来源：公司提供资料，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2017 年末公司流动比率、速动比率分别为 71.38%、和 63.69%，均出现较大幅下降，流动性存在较大压力。2017 年经营现金流动负债比 18.47%，同比增长 3.71 个百分点。

表 10：2015 年～2017 年及 2018 年 3 月公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
流动比率	291.37	92.08	71.38	72.76
速动比率	252.91	82.45	63.69	64.40
经营现金流动负债比	22.83	14.76	18.47	-
EBITDA 利息倍数	13.11	6.66	5.47	-
全部债务/EBITDA	1.47	2.75	4.72	-

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

从长期偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 5.71 亿元，EBITDA 利息倍数为 5.47 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 4.72 倍。

过往债务履约情况

根据公司提供由中国人民银行征信中心出具的《企业基本信用信息报告》，截至 2018 年 6 月 14 日，公司不存在不良信用记录。

抗风险能力及结论

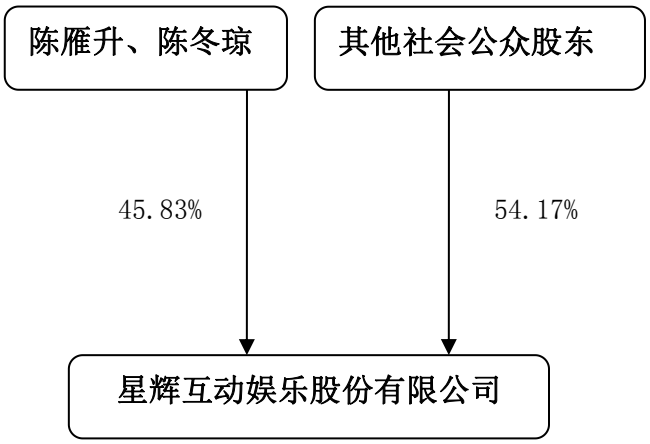
跟踪期内，伴随着游戏及体育业务的快速增长，公司营业收入和毛利润增幅较大；2017 年，公司数款游戏产品均获得较好的市场表现，游戏业务收入和毛利润

均增长较快，毛利率有所提升；公司依托正版授权、高品质的产品成为国内玩具制造行业的龙头企业之一，在国内外车模产品市场继续保持较高的市场竞争力；公司体育业务增长较快，毛利率水平较强，成为公司收入和利润的重要补充。

同时，东方金诚也关注到，公司商誉规模较大，跟踪期内受并购公司业绩不及预期的影响，存在资产减值风险；跟踪期内，公司流动比率和速动比率较低，流动性较为紧张；公司期间费用大幅上升，对利润有所挤压，利润对投资收益依赖较大，跟踪期内整体盈利能力有所削弱；公司债务结构以长期有息债务为主，跟踪期内债务规模大幅上升，债务负担有所提升；若“15 星辉债”提前回售，将存在集中兑付压力。

综合考虑，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 星辉债”债项信用等级为 AA。

附件一：截至 2018 年 3 月末公司股权结构图



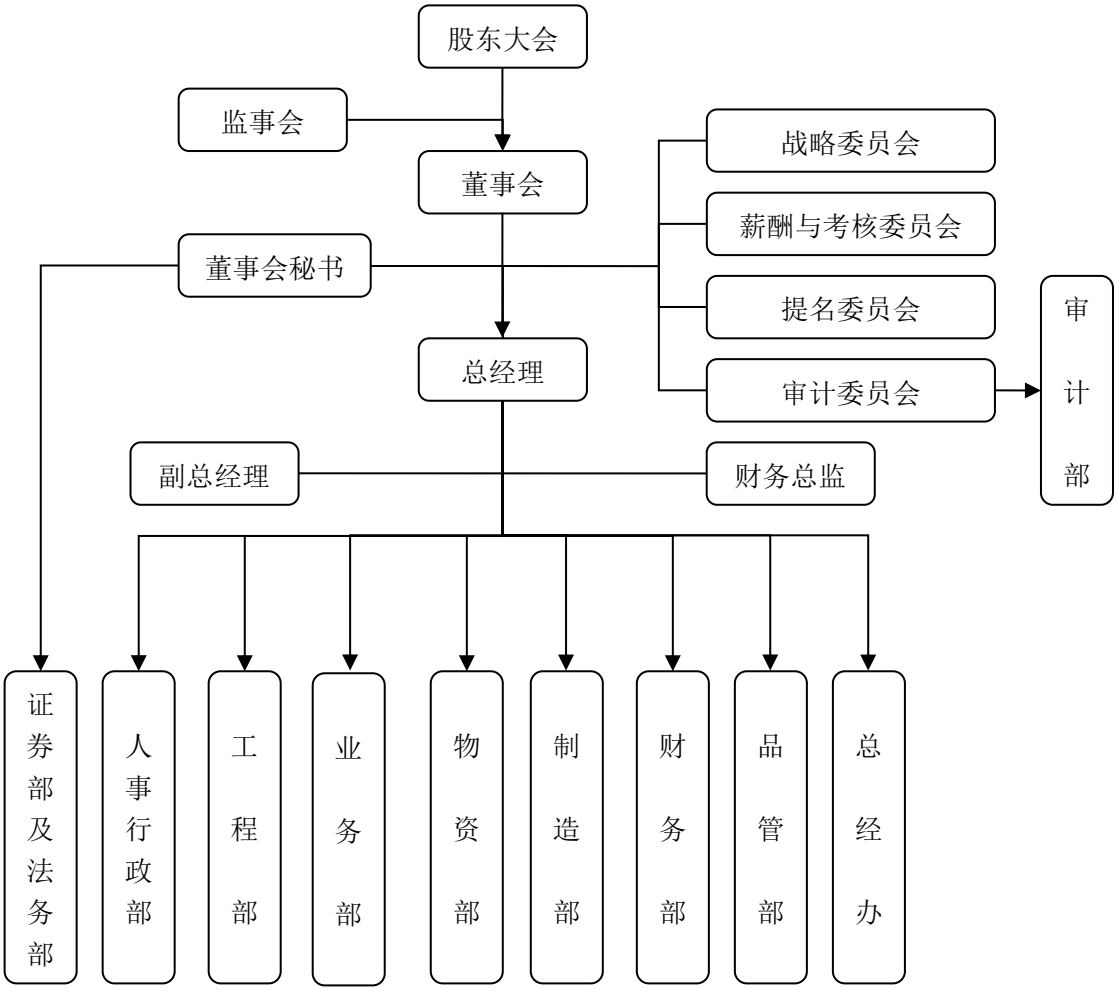
附件二：截至 2018 年 3 月末公司全资和控股子公司情况

单位：%

企业名称	业务性质	持股比例		取得方式
		直接	间接	
雷星（香港）实业有限公司	贸易、零售	100.00	-	同一控制下企业合并
福建星辉婴童用品有限公司	制造业	100.00	-	设立
深圳市星辉车模有限公司	贸易零售	100.00	-	设立
新疆星辉创业投资有限公司	投资管理	100.00	-	设立
广州星辉娱乐有限公司	软件和信息技术服务业	100.00	-	设立
深圳市畅娱天下科技有限公司	软件和信息技术服务业	100.00	-	非同一控制下企业合并
霍尔果斯毅讯电子科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	100.00	设立
广东星辉天拓互动娱乐有限公司	软件和信息技术服务业	100.00	-	非同一控制下企业合并
TEAMTOP ONLINE ADVERTISING CO.,LIMITED	软件和信息技术服务业	-	100.00	设立
上海悠玩网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	100.00	设立
广州伊云网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	100.00	设立
上海掌民信息科技有限公司（原上海元届信息科技有限公司）	软件和信息技术服务业	-	51.00	非同一控制下企业合并
元界网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	51.00	非同一控制下企业合并
上海猫狼网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	70.00	设立
霍尔果斯市星拓网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	100.00	设立
珠海星辉投资管理有限公司	投资管理	100.00	-	设立
珠海星辉智盈投资管理有限公司	投资管理	-	100.00	设立
珠海星辉汇盈投资管理有限公司	投资管理	-	100.00	设立

广州星辉趣游信息科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	79.00	非同一控制下企业合并
上海顽趣信息科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	100.00	非同一控制下企业合并
皇家西班牙人俱乐部（香港）有限公司	足球俱乐部管理	100.00	-	设立
REIAL CLUB REPORTIU ESPANYOL DE BARCELONA, S.A.D.	足球俱乐部管理	-	99.25	非同一控制下企业合并
广州趣丸网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	32.92	非同一控制下企业合并
广州沙巴克网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	32.92	非同一控制下企业合并
广州副本网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	32.92	非同一控制下企业合并
霍尔果斯蓝鲸网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	32.92	非同一控制下企业合并
霍尔果斯幻城人力资源服务有限公司	软件和信息技术服务业	-	32.92	设立
霍尔果斯欢城文化传媒有限公司	软件和信息技术服务业	-	32.92	设立
广州欢城文化传媒有限公司	软件和信息技术服务业	-	32.92	设立
广州百锲商业经营管理有限公司	物业管理	-	100.00	非同一控制下企业合并
霍尔果斯岭南网络科技有限公司	网络技术的研究和开发	-	100.00	设立
霍尔果斯风尚文化传媒有限公司	娱乐/影视	-	32.92	设立
湖北友趣网络科技有限公司	公会	-	32.92	设立

附件三：截至 2018 年 3 月末公司组织结构图



附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末（未经审计）
货币资金	70869.23	44072.91	30187.28	36967.93
交易性金融资产	-	-	44.85	126.79
应收票据	48.62	-	-	-
应收账款	19648.29	38770.42	47624.43	39934.06
预付款项	5211.57	14672.63	13340.05	16815.85
应收利息	334.81	-	-	-
其它应收款	11677.21	8664.74	2864.86	4474.77
存货	16761.85	12576.65	11697.26	13132.50
其他流动资产	2426.77	1590.89	2830.60	2813.01
流动资产合计	126978.35	120348.25	108589.33	114264.91
非流动资产：				
可供出售金融资产	6206.50	11032.24	10331.13	10131.10
长期股权投资	45465.86	44416.63	46461.06	46021.67
投资性房地产	2241.36	2480.55	2627.79	2601.21
固定资产	45974.84	99691.89	100779.66	99348.06
在建工程	2494.00	1766.66	2555.35	2693.67
无形资产	7617.62	64890.67	69465.86	67068.14
开发支出	4071.59	5282.21	7361.58	7503.16
商誉	74513.84	138287.20	139855.73	139654.82
长期待摊费用	3485.90	4327.70	3400.68	2940.86
递延所得税资产	365.79	6458.06	9289.51	9248.04
其他非流动资产	10694.65	13187.16	97245.84	97214.50
非流动资产合计	203131.97	391820.96	489374.19	484425.23
资产总计	330110.31	512169.20	597963.52	598690.14

附件五：公司合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末（未经审计）
流动负债：				
短期借款	11596.73	52296.02	67024.22	62500.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	-	153.67	-	-
应付票据	-	-	-	-
应付账款	6509.32	40043.40	35433.22	39911.67
预收款项	1512.91	3788.30	8612.31	8502.78
应付职工薪酬	1891.44	4561.71	6040.63	4959.27
应交税费	6942.76	20289.60	8689.67	7091.20
应付利息	393.75	4161.76	1772.09	3200.86
应付股利	-	-	-	-
其他应付款	14516.49	3492.10	1199.37	1259.30
一年内到期的非流动负债	53.89	57.82	21195.83	27919.53
其他流动负债	162.24	1859.64	2151.99	1695.93
流动负债合计	43579.52	130704.03	152119.33	157040.54
非流动负债：				
长期借款	429.60	62508.79	106905.30	99411.71
应付债券	74538.12	74620.46	74708.39	74730.28
长期应付款	1503.40	2612.78	1856.29	1822.72
递延收益	832.56	863.61	830.11	802.52
预计负债	-	98.65	54.62	54.16
递延所得税负债	-	-	6.73	19.02
非流动负债合计	77303.69	140704.29	184361.44	176840.42
负债合计	120883.21	271408.31	336480.77	333880.95
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本（或股本）	124419.84	124419.84	124419.84	124419.84
资本公积	3905.76	6929.98	7300.15	7691.82
盈余公积	209.27	2063.24	4652.70	4652.70
未分配利润	80511.98	100705.29	113654.03	117108.74
其他综合收益	374.25	1470.60	4367.95	4086.59
归属母公司所有者权益合计	209421.10	235588.95	254394.67	257959.70
少数股东权益	-194.00	5171.94	7088.08	6849.48
所有者权益合计	209227.10	240760.89	261482.75	264809.18

负债与股东权益合计	330110.31	512169.20	597963.52	598690.14

附件六：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月（未经审计）
一、营业总收入	167266.07	239327.26	275548.93	65181.96
其中：营业收入	167266.07	239327.26	275548.93	65181.96
减：营业成本	95081.33	158753.04	187892.47	39944.22
营业税金及附加	1271.00	1275.01	1774.55	306.93
销售费用	19431.26	25709.81	32126.62	12365.62
管理费用	13389.57	24127.89	31932.59	8873.68
财务费用	4009.76	8229.76	12181.29	4233.40
资产减值损失	4766.97	11488.51	5978.00	45.57
加：公允价值变动收益	91.22	-153.67	198.53	81.94
投资收益	14996.55	32621.07	17594.14	1219.75
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	104.57	5189.77	5116.28	58.67
资产处置收益	-	-139.89	-35.67	-3.59
其他收益	-	-	1468.28	352.67
二、营业利润	44403.94	42070.75	22888.68	1063.30
加：营业外收入	2230.03	3385.32	2717.32	2279.28
减：营业外支出	163.25	131.12	83.24	54.32
三、利润总额	46470.72	45324.95	25522.75	3288.26
减：所得税	6264.83	-230.15	776.70	84.43
四、净利润	40205.89	45555.10	24746.05	3203.83
归属于母公司所有者的净利润	35193.36	45802.77	23003.40	2894.08
少数股东损益	5012.53	-247.67	1742.65	309.75

附件七：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月（未经审计）
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	152795.33	259290.55	300096.85	82202.00
收到税费返还	2397.25	3028.73	5745.89	420.10
收到的其他与经营活动有关的现金	59307.49	2865.74	4929.52	573.18
经营活动现金流入小计	214500.06	265185.02	310772.27	83195.28
购买商品、接受劳务支付的现金	122745.84	129056.28	145121.04	31424.43
支付给职工以及为职工支付的现金	19342.76	59015.10	76457.29	18568.10
支付的各项税费	12002.64	17145.41	15975.24	5389.61
支付的其他与经营活动有关的现金	50461.07	40674.68	45116.83	13272.52
经营活动现金流出小计	204552.30	245891.47	282670.40	68654.65
经营活动产生的现金流量净额	9947.76	19293.55	28101.87	14540.62
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	3748.72	13700.36	20248.91	1645.47
取得投资收益所收到的现金	265.40	715.81	1190.91	102.62
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	727.33	2946.56	2540.97	496.63
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	84807.39	-	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	686.29	5599.38	140.84	14.88
投资活动现金流入小计	90235.13	22962.12	24121.63	2259.59
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	9529.68	36862.18	107537.73	2000.00
投资所支付的现金	29857.20	31718.80	4746.18	-
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	43002.24	13331.69	1503.40	-
支付的其他与投资有关的现金	2445.17	-	-	-
投资活动现金流出小计	84834.30	81912.66	113787.31	2000.00

投资活动产生的现金流量净额	5400.83	-58950.54	-89665.68	259.59
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	-	151.07	-	-
取得借款所收到的现金	106505.23	121446.86	172903.97	15500.00
发行债券收到的现金	74531.25	-	-	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	1200.34	903.56	1600.00	-
筹资活动现金流入小计	182236.82	122501.49	174503.97	15500.00
偿还债务所支付的现金	133409.30	49826.22	88917.39	20230.58
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	10423.89	13952.42	19807.44	1743.05
支付其他与筹资活动有关的现金	6305.24	51527.28	6704.94	512.08
筹资活动现金流出小计	150138.43	115305.93	115429.77	22485.72
筹资活动产生的现金流量净额	32098.39	7195.56	59074.20	-6985.72
四、汇率变动对现金的影响额	352.45	3962.99	-8999.29	-1198.79
五、现金和现金等价物净增加额	47799.43	-28498.44	-11488.90	6615.71

附件八：公司主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
盈利能力				
营业利润率(%)	42.40	33.13	31.17	-1.97
总资本收益率(%)	15.11	12.99	6.62	-
净资产收益率(%)	19.22	18.92	9.46	-
偿债能力				
资产负债率(%)	36.62	52.99	56.27	55.77
长期债务资本化比率(%)	26.38	36.29	40.99	39.67
全部债务资本化比率(%)	29.28	44.06	50.79	49.98
流动比率(%)	291.37	92.08	71.38	72.76
速动比率(%)	252.91	82.45	63.69	64.40
经营现金流动负债比(%)	22.83	14.76	18.47	-
EBITDA 利息倍数(倍)	13.11	6.66	5.47	-
全部债务/EBITDA(倍)	1.47	2.75	4.73	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.18	-0.21	-0.23	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	3.41	-3.83	-5.89	-
经营效率				
销售债权周转次数(次)	-	8.19	6.38	-
存货周转次数(次)	-	10.82	15.48	-
总资产周转次数(次)	-	0.57	0.50	-
现金收入比(%)	91.35	108.34	108.91	126.11
增长指标				
资产总额年平均增长率(%)	-	55.15	34.59	-
净资产年平均增长率(%)	-	15.07	11.79	-
营业收入年平均增长率(%)	-	43.08	28.35	-
利润总额年平均增长率(%)	-	-2.47	-25.89	-

附件九：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×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%
总资本收益率	（净利润+利息费用）/（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%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
偿债能力指标	
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/（长期有息债务+短期有息债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期有息债务/（长期有息债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息倍数=EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
债务保护倍数	（净利润+固定资产折旧+摊销）/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
期内长期债务偿还能力	期内（净利润+固定资产折旧+摊销）/期内应偿还的长期债务本金
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/（当年利息支出+当年应偿还的债务本金）
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
增长指标	
资产总额年平均增长率	（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%
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务
短期有息债务=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+其他有息债务
全部债务=长期有息债务+短期有息债务
EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	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	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	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	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。

注：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。