

上海姚记科技股份有限公司

2026 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〔2026〕3749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：

二〇二六年六月十一日

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。

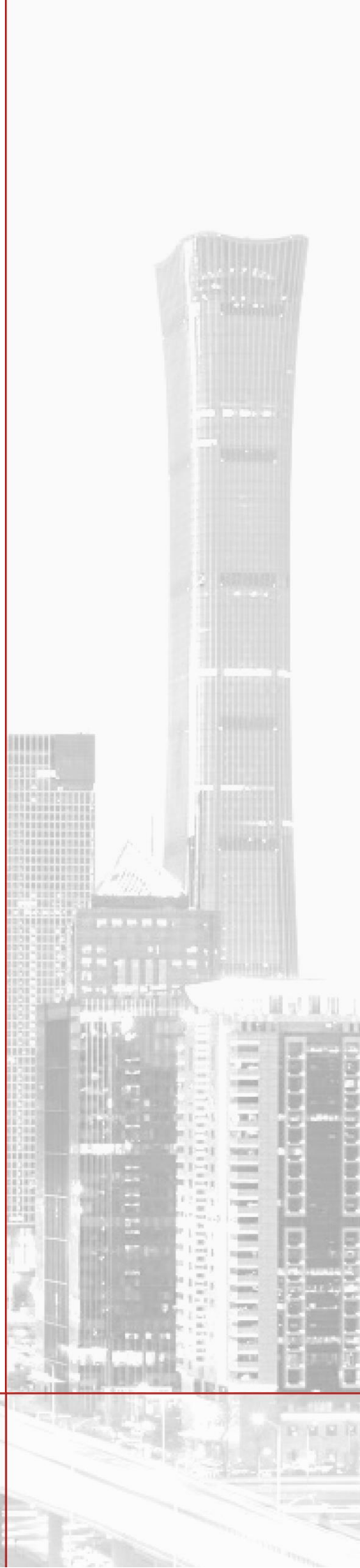
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2026 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 | 2026/6/11 |
| 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，公司管理层保持稳定，核心管理团队及实际控制人未发生重大变化。公司在扑克行业保持了较突出的行业地位和品牌知名度；游戏与互联网营销业务形成一定协同布局，综合竞争力保持稳定。2025 年，公司业务结构保持稳定，在行业流量竞争加剧、市场环境承压的背景下，公司营业总收入及利润总额均同比有所下降。具体业务方面，公司扑克业务及互联网创新营销业务均存在供应商集中及单一供应商依赖的风险；游戏业务用户活跃度及当期流水同比回落。财务方面，截至 2025 年底，公司现金类资产保持充裕，其他非流动金融资产和商誉规模较大，若内外部环境出现不利变动，存在下跌或减值风险；公司资产负债率及全部债务资本化比率保持较低水平，债务负担可控；经营性现金流保持净流入，经营获现水平仍维持高位；综合偿债能力指标表现好。综合评估，公司的信用风险较低。

2025 年，公司经营活动现金流入量和 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，随着扑克牌生产线产能的持续释放和智能化水平的提升，以及持续优化升级游戏业务和互联网创新营销业务，公司综合竞争实力有望保持，评级展望为稳定。

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，公司扑克牌制造业务仍保持了较为先进的生产技术水平、产品质量和品牌优势。
- **公司现金流与获现能力表现良好。**2025 年，公司经营活动现金流净额保持净流入，现金收入比处于高位，经营获现稳健，可覆盖投资支出。
- **现金类资产充裕，债务负担可控。**截至 2025 年底，公司货币资金规模 11.88 亿元，受限货币资金规模很小；全部债务 10.28 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 28.97% 和 21.07%，债务负担可控。

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。2025 年，公司主要游戏品类月均付费用户同比下降，当期流水同比回落。
- **其他非流动金融资产商誉规模较大且存在下跌或减值风险。**公司主要通过收购的方式进入移动游戏和互联网营销业务形成较大规模的商誉，截至 2025 年底，公司商誉 10.78 亿元，累计计提商誉减值准备 1.71 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。截至 2025 年底，公司其他非流动金融资产主要为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 6.64 亿元。细胞公司持续亏损，需关注公司公允价值下跌风险。
- **供应商集中度高。**公司扑克牌业务采购集中度高，面临原材料价格波动及单一供应商依赖风险；数字营销业务对单一媒体流量供应商存在较高依赖，需关注相关业务稳定性风险。
- **在建项目产能规模大，存在产能消纳风险。**2025 年，公司扑克牌产品产销量同比有所下滑。随着募投项目新产能的逐步释放，公司也将面临一定销售压力。若市场需求、销售拓展不及预期，叠加行业竞争与政策变化，公司存在产能消纳风险。同时新增资产对应的折旧摊销也可能对经营业绩形成拖累。

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 | | | | aa ⁻ |
| 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：公司的指示评级和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。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

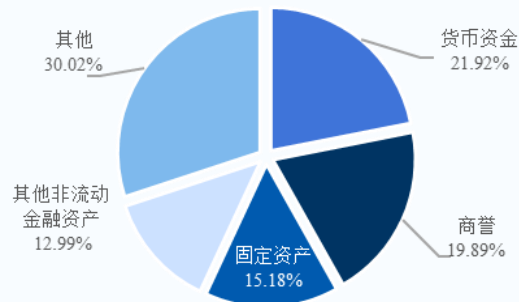
| 合并口径 | | | |
|----------------|--------|--------|---------|
| 项目 | 2024年 | 2025年 | 2026年3月 |
| 现金类资产（亿元） | 10.81 | 11.88 | 12.79 |
| 资产总额（亿元） | 50.69 | 54.21 | 55.72 |
| 所有者权益（亿元） | 35.47 | 38.51 | 39.98 |
| 短期债务（亿元） | 3.86 | 4.17 | 4.49 |
| 长期债务（亿元） | 5.41 | 6.11 | 6.17 |
| 全部债务（亿元） | 9.27 | 10.28 | 10.66 |
| 营业总收入（亿元） | 32.71 | 26.89 | 7.89 |
| 利润总额（亿元） | 6.81 | 5.71 | 1.66 |
| EBITDA（亿元） | 7.89 | 6.91 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 5.94 | 4.95 | 1.45 |
| 营业利润率（%） | 42.86 | 42.83 | 37.15 |
| 净资产收益率（%） | 15.89 | 12.68 | -- |
| 资产负债率（%） | 30.01 | 28.97 | 28.24 |
| 全部债务资本化比率（%） | 20.72 | 21.07 | 21.05 |
| 流动比率（%） | 250.63 | 280.73 | 300.32 |
| 经营现金流流动负债比（%） | 70.09 | 60.08 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 2.80 | 2.85 | 2.85 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 23.10 | 19.43 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 1.18 | 1.49 | -- |

| 公司本部口径 | | | |
|---------------|--------|--------|---------|
| 项目 | 2024年 | 2025年 | 2026年3月 |
| 资产总额（亿元） | 47.94 | 47.87 | -- |
| 所有者权益（亿元） | 35.52 | 37.00 | -- |
| 全部债务（亿元） | 6.93 | 6.92 | -- |
| 营业总收入（亿元） | 8.28 | 6.96 | -- |
| 利润总额（亿元） | 5.09 | 3.11 | -- |
| 资产负债率（%） | 25.90 | 22.72 | -- |
| 全部债务资本化比率（%） | 16.32 | 15.75 | -- |
| 流动比率（%） | 139.08 | 202.45 | -- |
| 经营现金流流动负债比（%） | 7.64 | 0.17 | -- |

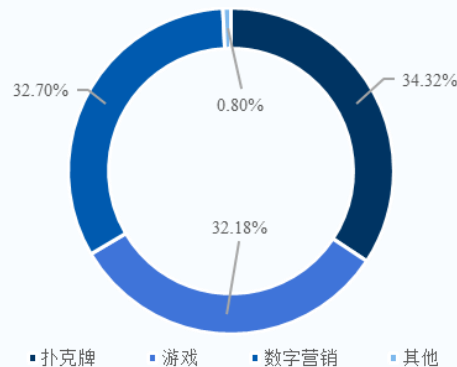
注：1. 公司2026年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司未披露2026年一季度本部财务报表

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

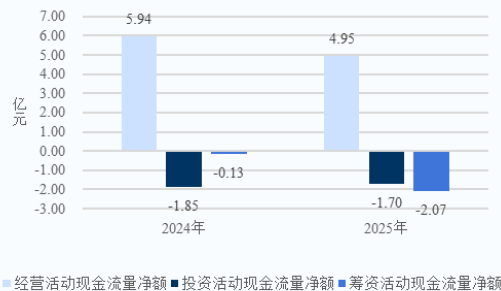
2025年底公司资产构成



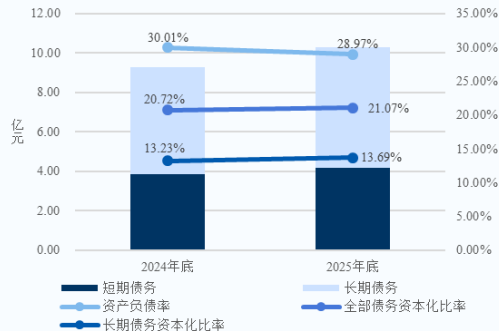
公司营业总收入构成



2024—2025年公司现金流情况



2024—2025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 | 5.82277 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尚处于存续期的债券；2. 上述债券余额系截至 2026 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 | 2025/06/24 | 李敬云 刘柏源 | 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 | 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） | 全文 |

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 旭 lixu@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”，股票代码“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2026年3月底，公司总股本4.18亿股，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一致行动人/实际控制人，与玄元私募基金投资管理（广东）有限公司一玄元科新241号私募证券投资基金、珠海阿巴马资产管理有限公司一阿巴马悦享红利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49.13%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2026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84家。截至2025年底，公司在职工1654人。

截至2025年底，公司合并资产总额54.21亿元，所有者权益38.51亿元（含少数股东权益0.33亿元）；2025年，公司实现营业收入26.89亿元，利润总额5.71亿元。截至2026年3月底，公司合并资产总额55.72亿元，所有者权益39.98亿元（含少数股东权益0.39亿元）；2026年1—3月，公司实现营业收入7.89亿元，利润总额1.66亿元。

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2026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，2026年1月8日调整为20.06元/股。截至2025年底，“姚记转债”募集资金累计投入2.85亿元。

图表1·截至2026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 | 5.82277 | 2024/01/25 | 6年 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“姚记转债”资金投向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5.83亿元，资金来源全部为“姚记转债”募投资金。截至2026年3月底，募投项目已投资3.18¹亿元，募投项目部分产线已进入试运营阶段。

四、宏观经济和政策环境分析

2026年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1月15日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负

¹ 募投项目工程进度和投资进度有差异

转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

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，行业在需求稳健基础上向品质化、文创化、智能化、合规化方向升级，整体呈现平稳发展、结构优化的态势。

中国仍是全球扑克牌生产与消费大国，全球市场格局仍以北美、欧洲、亚太为主，我国作为重要出口国地位稳固。在娱乐方式持续多元化背景下，扑克牌凭借强社交、轻门槛、易普及属性，依然保持广泛受众，线下聚会、家庭娱乐、大众竞技等场景需求稳定，行业整体运行平稳。

行业发展呈现提质升级、合规化、场景细分三大主线。产品端加速从传统纸质向高品质、耐用化、文创化、智能化转型，PVC防水耐折材质普及度提升，高端印刷、IP联名、非遗/文旅主题扑克快速增长，兼具娱乐、收藏与文化传播价值；线上棋牌游戏与实体扑克形成互补，智能交互、定制化生产成为头部企业重要方向。消费端随居民休闲支出提升，需求进一步细分，家庭、赛事、文创礼品、企业定制等场景差异化明显，品牌化、品质化竞争加剧，企业比拼研发设计、供应链效率与品牌运营能力。

政策层面，打击赌博违法犯罪、规范棋牌市场秩序持续推进，监管更趋严格，行业“去赌博化、回归健康娱乐”导向明确，不合规产品与渠道加速出清，利好正规企业集中化发展。同时，环保标准提升推动生产端绿色转型，水性油墨、环保材料应用扩大，行业整体向规范化、高质量方向迈进。整体来看，扑克牌行业需求韧性较强，增长温和，结构优化与合规经营成为行业核心发展逻辑。

2 移动游戏行业

中国移动游戏行业保持存量深耕、出海高增、AI赋能、监管规范的发展态势，市场规模稳步扩大，结构持续优化，整体进入高质量增长阶段。

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）和中国游戏产业研究院联合发布的《2025年中国游戏产业报告》显示，2025年，中国游戏用户规模达6.83亿人，同比增长1.35%，再创历史新高；中国游戏市场实际销售收入3507.89亿元，同比增长7.68%，规模再上新台阶，行业增长仍由用户存量深耕与人均付费提升双轮驱动，付费质量持续优化。细分市场中，移动游戏主导地位稳固，实际销售收入2570.76亿元，同比增长7.92%，占整体游戏市场比重达73.29%；客户端游戏占比提升至22.28%，网页游戏占比进一步回落至1.23%，市场结构持续向精品化、中重度化集中。国内收入前100的移动游戏中，角色扮演、策略类（含SLG）、卡牌类位居前列，其中策略类占比明显提升，小程序游戏快速增长，成为移动市场重要增量；移动休闲游戏整体承压，新品供给不足与流量竞争加剧仍制约板块增长。

分销售区域看，2025年，中国自主研发游戏国内市场实际销售收入2910.95亿元，同比增长11.64%，头部产品稳健运营与优质新品供给共同支撑增长；自主研发游戏海外市场实际销售收入204.55亿美元，同比增长10.23%，已连续六年突破千亿元人民币，其中自研移动游戏海外收入184.78亿美元，同比增长13.16%，出海韧性突出。美国、日本、韩国仍为核心海外市场，收入占比分别为32.31%、16.35%、9.15%，策略类（SLG）继续占据出海收入主导地位。与此同时，全球市场竞争加剧、地缘政治波动、海外数据合规与隐私政策趋严等因素，持续提升游戏企业出海运营成本与合规难度。

从监管政策方面看，2025 年游戏版号保持常态化发放，供给端持续改善，行业准入更趋规范；政策导向聚焦内容精品化、未成年人保护、正向价值引导，对游戏内容审查、防沉迷落实、数据安全与 AI 生成内容合规要求进一步强化，推动行业向健康有序、高质量方向发展。

从未来发展看，中国移动游戏用户基数庞大，用户付费习惯成熟，人均付费提升空间依然广阔。行业将持续受益于 IP 深化运营、跨端融合、小程序生态扩容等趋势；AI 技术在美术生产、智能 NPC、剧情生成、运营投放等环节全面渗透，显著提升研发效率与产品创新力，成为核心竞争力。市场竞争日趋激烈，产品迭代加速，具备精品研发能力、长线运营能力、全球化发行能力、合规与技术创新优势的企业将持续占据有利地位，移动游戏行业整体有望保持稳健增长。

3 互联网创新营销行业

2025 年，互联网创新营销行业规模持续稳步增长，流量格局向内容化、场景化平台集中，行业在效果化、品效协同、AI 赋能与合规监管下进入高质量发展新阶段。

互联网营销是以互联网网络、数字通信技术与交互式媒体为核心载体的营销模式，在数字经济持续深化与流量格局优化背景下，广告主线上投放需求稳步提升，行业保持较强增长韧性。

根据中关村互动营销实验室、北京师范大学等机构发布的《2025 中国互联网广告数据报告》显示，2025 年中国互联网广告市场规模达 7257.00 亿元，同比增长 11.50%；互联网营销市场规模达 8818.00 亿元，同比增长 13.56%；广告与营销市场合计规模约 16075.00 亿元，同比增长 12.62%，延续稳健扩容态势。媒体平台格局方面，综合电商与兴趣电商仍居主导，短视频、社交类广告保持较快增长，成为行业核心增长动力；传统综合电商、工具类、资讯类平台规模稳步增长，但市场份额有所下滑，流量向内容化、场景化平台集中。计价方式上，效果类广告增速领先，市场占比持续提升，CPM 类广告、KOL 合作等模式平稳增长，投放结构更趋均衡与高效。

政策监管层面，《互联网广告管理办法》深入实施，2025 年市场监管总局出台广告法适用执法指南、开展重点领域广告市场秩序整治，重点规范内容可识别性、软文营销、AI 合成广告及民生重点品类宣传，压实平台合规责任，行业标准更清晰、执法更细化，推动互联网营销从规模扩张转向合规化、高质量、可持续发展阶段。

未来，互联网营销将深度融合 AI 技术、私域运营、内容电商与跨屏传播，精准化、品效协同、合规创新成为核心趋势；具备技术研发、数据运营、内容创意与全链路服务能力的营销企业，将在行业竞争中占据优势地位。

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，跟踪期内公司扑克牌制造业务继续保持行业领先的生产工艺、产品品质与品牌地位。生产端，公司坚持采用高端专用纸张、环保油墨及专业上光工艺，依托全自动生产线与自研核心设备，并推进智能化产线建设，生产效率与成本控制能力进一步增强。销售端，扑克牌业务仍以经销商分销为主，渠道覆盖广泛，渠道结构保持稳定。“姚记”品牌长期获评“中国驰名商标”“上海名牌产品”“中国轻工质量信得过产品”等称号，为国内扑克牌行业六大知名品牌之一。

跟踪期内，公司继续专注在线休闲游戏的研发、发行与运营，核心团队保持稳定，在游戏设计、技术研发、发行运营及推广等方面具备持续经验积累。公司持续推进核心产品迭代优化，保障长线产品稳定运营，并积极运用 AIGC 等技术提升研发与内容生产效率，强化用户精细化运营能力。同时，公司优化市场投放策略，控制获客成本，整体业务保持稳健运营，研发与运营能力为业务持续开展提供支撑。

跟踪期内，公司互联网创新营销业务核心竞争力保持稳定。公司拥有专业视频创意团队，可提供多元化内容生产；持续完善智能投放系统，深度对接主流媒体平台 MarketingAPI，投放效率与精准度不断提升。核心团队具备头部短视频平台运营经验，可围绕广告素材、投放策略、人群定向等提供全流程优化方案。公司已覆盖主流短视频与内容媒体平台，服务客户以行业头部企业为主，整合营销服务能力突出。上海国际短视频中心建设与运营持续推进，场景规模持续扩大，200 余个实景场景持续吸引剧组与内容机构入驻，场景利用率稳步提升，有望成为业务稳定的盈利增长点。

研发投入方面，2025 年，公司研发费用 1.61 亿元，占公司当期营业总收入的 5.98%。

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》，截至 2026 年 5 月 11 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 2026 年 6 月 10 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

2025 年 10 月，公司修订了《公司章程》，并取消监事会及监事，由董事会审计委员会行使《公司法》规定的监事会职权。

2025 年 11 月，公司原副总经理、财务总监梁美锋离任，新聘任嵇文君为公司副总经理、财务总监。

2026 年 4 月，公司进行了第七届董事会换届，新聘任嵇文君为公司董事，彭涛、朱颢为公司独立董事。

嵇文君，女，1980 年生，中国国籍，无境外居留权，复旦大学本科学历，管理学学士，中国注册会计师。曾任职于安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）、中国民生投资股份有限公司、上海拿森汽车电子有限公司。现任公司董事、副总经理、财务总监。

彭涛，男，1965 年出生，中国国籍，无境外居留权，中共党员，毕业于武汉科技大学，职称记者。曾任汕头日报任新闻采访部副主任，潮商杂志总编辑。现任汕头市潮商文化研究院院长及公司独立董事。

朱颢，男，1985 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，美国乔治梅森大学电子与计算机工程专业博士学位。曾任美国国家标准技术研究院（NIST）客座研究员，复旦大学微电子学院青年研究员、教授。现任复旦大学集成电路与微纳电子创新学院教授、博士生导师及公司独立董事。

公司其他高级管理团队无变化，管理制度未发生重大变化。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，受行业市场环境承压及公司主动优化业务结构影响，营业总收入有所下降；综合毛利率微幅提升。

2025 年，公司主营业务结构保持稳定，仍聚焦移动游戏研发、发行、运营、扑克牌设计产销及互联网创新营销三大核心业务。跟踪期内，受行业流量竞争加剧、市场环境承压影响，公司三大主营业务收入均同比有所下滑。其中，扑克牌业务收入同比下降 14.69%，受产品结构调整及市场需求影响，毛利率小幅回落 1.18 个百分点；移动游戏业务收入同比下降 14.78%，用户流量及流水规模收缩，毛利率同比下降 4.74 个百分点；互联网创新营销主动缩减低效低毛利订单、优化业务结构，收入同比下降 23.01%，业务盈利质量有所改善，毛利率同比提升 2.75 个百分点。综上，公司营业总收入同比下降 17.80%至 26.89 亿元，综合毛利率同比微升 0.10 个百分点至 43.54%，整体盈利水平保持平稳。

图表 2 · 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 业务板块 | 2024 年 | | | 2025 年 | | | 2025 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 | 10.82 | 33.07% | 30.40% | 9.23 | 34.32% | 29.22% | -14.69% | 1.25 | -1.18 |
| 游戏 | 10.15 | 31.04% | 96.15% | 8.65 | 32.18% | 91.41% | -14.78% | 1.14 | -4.74 |
| 互联网创新营销 | 11.42 | 34.91% | 7.76% | 8.79 | 32.70% | 10.51% | -23.01% | -2.21 | 2.75 |
| 其他 | 0.32 | 0.98% | 85.65% | 0.21 | 0.80% | 82.67% | -33.19% | -0.18 | -2.98 |
| 合计 | 32.71 | 100.00% | 43.44% | 26.89 | 100.00% | 43.54% | -17.80% | -- | 0.10 |

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，公司扑克牌业务的采购、生产及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及单一供应商依赖带来的经营风险。公司扑克牌产品主要通过经销商渠道销售，客户集中度水平一般。2025年，公司扑克牌产销量同比有所下滑；后续随着募投项目产能逐步释放，需关注销售渠道拓展进度是否能有效消纳新增产能。

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，2025年占比为77.49%。采购方面，公司和山东晨鸣纸业集团股份有限公司（以下简称“晨鸣纸业”）及下属公司共同研发了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。2025年，公司纸张采购均价同比增长0.10%至5280.15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。2025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87.44%，其中对晨鸣纸业的采购额占总额的66.64%，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（以下简称“启东扑克”）负责，启东扑克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赊账方式。销售回款主要以银行转账形式收取。2025年受传统扑克市场存量竞争加剧、经销商持续去库存影响，公司扑克牌产销量同比下降，销售均价亦有所回落。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。2025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26.20%，主要为贸易公司。

图表3·扑克牌产品生产销售情况

| 项目 | 2024年 | 2025年 | 2025年同比变化 |
|--------------|----------|----------|-----------|
| 产能（单位：万副/年） | 86800.00 | 86800.00 | -- |
| 产量（单位：万副） | 97871.97 | 94041.25 | -3.91% |
| 产能利用率（%） | 112.76% | 108.34% | -4.42个百分点 |
| 销量（单位：万副） | 96070.11 | 84686.44 | -11.85% |
| 产销率（%） | 98.16% | 90.05% | -8.11个百分点 |
| 销售均价（单位：元/副） | 1.13 | 1.09 | 0.04 |

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的资料整理

(2) 游戏业务

2025年，公司游戏业务主要游戏产品付费用户减少，营收及毛利均有不同程度的下降，现金流小幅收缩，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，国外游戏业务规模相对较小，公司仍以国内业务为主。2025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；大鱼竞技营业总收入同比有所下降，但受益于当期广告宣传费用的大幅降低，大鱼竞技利润总额、经营性净现金流同比均有所增长。

图表4 截至2025年底/2025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 | 7.56 | 6.35 | 7.69 | 3.43 | 3.33 |
| 大鱼竞技 | 0.77 | 0.55 | 0.97 | 0.31 | 0.32 |

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2025年，公司主要在运营游戏品类变化不大，核心游戏产品普遍面临新增用户规模收缩、用户活跃度下降、ARPPU下降的压力。跟踪期内，公司持续推进移动游戏业务精细化运营与研运一体化管理，依托数据分析体系优化用户运营与市场投放，以应对行业竞争与市场

变化。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) 互联网创新营销业务

跟踪期内，公司互联网创新营销业务模式未变化。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，公司互联网创新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。公司互联网创新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 2025 年底，芦鸣科技资产总额 5.46 亿元，所有者权益 2.95 亿元；2025 年，芦鸣科技营业总收入 9.25 亿元，利润总额 0.48 亿元。

2025 年，芦鸣科技与上下游企业结算模式无重大变化，截至 2025 年底，公司互联网创新营销业务形成应收账款较上年末大幅下降，但规模仍较大。2025 年，互联网创新营销业务前五大供应商采购额占该板块采购总额的 90.99%，集中度仍很高，其中字节跳动仍是最主要媒体流量供应商，占采购总额的 72.47%，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。2025 年，互联网创新营销业务前五大客户销售额占该板块销售总额的比例为 37.45%，集中度同比有所下降。

2 经营效率

从经营效率指标看，2025 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分别为 6.22 次、3.25 次和 0.51 次，同比分别提升 0.74 次、下降 1.15 次和下降 0.16 次。

3 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，存在产能消纳风险。

未来，公司扑克牌业务将推进智能化生产升级，优化全域销售渠道，巩固主业市场优势；移动游戏业务将持续迭代核心捕鱼产品、拓展衍生营收，依托内部孵化与外部合作布局精品休闲小游戏，搭建多元变现产品矩阵，并深耕海外多区域市场，扩大全球化份额；互联网营销业务将全域覆盖主流及新兴流量平台，搭建标准化、定制化营销服务体系，完善达人营销矩阵，同时以 AI 技术打通内容、投放、数据迭代全闭环，依托智能化能力夯实核心竞争力，推动公司整体高质量发展。

公司重大在建项目为募投项目，募投项目部分产线已进入试运营阶段，随着公司募投项目的逐步达产，公司扑克业务产能预计将大幅增长。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，以及新增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 2025 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 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年，公司合并范围内子公司新增 9 家，其中非同一控制下合并 4 家，新设立 5 家；减少 2 家，均为注销；2026 年 1—3 月，公司合并范围内子公司新设 3 家。截至 2026 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 84 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 2025 年底，公司资产规模有所增长，资产结构仍以非流动资产为主。截至 2025 年底，公司货币资金、存货及固定资产均同比增长；货币资金受限程度低；受互联网创新营销业务收缩影响，应收账款回落，账龄结构良好。公司持有的非流动金融资产存在一定公允价值下跌风险；存量商誉规模较大，存在进一步减值风险；资产受限情况整体可控。

资产方面，截至 2025 年底，公司资产总额较上年末有所增长，仍以非流动资产为主。截至 2025 年底，公司货币资金较上年末有所增长，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 0.58 亿元，占比较低；应收账款较上年末减少，主要系互联网创新营销业务收缩所致，账龄以一年以内的为主（占 96.66%），计提坏账准备比例为 3.68%，应收账款前五大欠款方为杭州

济采采购有限公司、Apple inc.、杭州高能云科技有限公司、腾讯科技（深圳）有限公司、北京快手科技有限公司，合计欠款占比为 27.86%。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，截至 2025 年底，公司存货较上年底有所增长，主要系 2025 年分销商整体去库存的影响；存货主要包括原材料（账面价值 1.10 亿元）和库存商品（账面价值 3.65 亿元），累计计提跌价准备比例为 0.05%，计提比例低。截至 2025 年底，公司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，采用收益法估值，其期末余额为 6.64 亿元。目前细胞公司处于持续亏损状态，且所有者权益为负，若未来细胞公司经营业绩不及预期，公司持有的金融资产存在公允价值下跌风险。固定资产较上年底增长，主要系募投项目部分转固所致；固定资产累计计提折旧 5.66 亿元，成新率 59.26%，成新率一般。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 2025 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 1.71 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 2025 年底，公司受限资产全部为因银行承兑汇票保证金等受限的货币资金（0.58 亿元）。截至 2026 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 | 2024 年底 | | 2025 年底 | | 2025 年底较上年底 | 2026 年 3 月底 | |
|--------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 变动率 | 金额 | 占比 |
| 流动资产 | 21.24 | 41.91% | 23.12 | 42.64% | 8.81% | 24.66 | 44.25% |
| 货币资金 | 10.81 | 21.32% | 11.88 | 21.92% | 9.94% | 12.79 | 22.95% |
| 应收账款 | 4.67 | 9.22% | 3.79 | 6.98% | -18.95% | 5.08 | 9.12% |
| 存货 | 4.23 | 8.34% | 5.12 | 9.44% | 21.00% | 4.54 | 8.15% |
| 非流动资产 | 29.44 | 58.09% | 31.09 | 57.36% | 5.61% | 31.06 | 55.75% |
| 其他非流动金融资产 | 6.87 | 13.55% | 7.04 | 12.99% | 2.55% | 7.07 | 12.68% |
| 固定资产 | 5.34 | 10.53% | 8.23 | 15.18% | 54.12% | 8.22 | 14.75% |
| 商誉 | 11.07 | 21.84% | 10.78 | 19.89% | -2.61% | 10.78 | 19.35% |
| 资产总额 | 50.69 | 100.00% | 54.21 | 100.00% | 6.96% | 55.72 | 100.00% |

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2025 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。截至 2025 年，公司负债及有息债务较上年底变化不大，债务结构稳定，债务负担可控。

截至 2025 年底，公司所有者权益 38.51 亿元，较上年底增长 8.55%，主要系未分配利润累积所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.15%，少数股东权益占比为 0.85%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 10.85%、5.58% 和 75.80%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。截至 2026 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 2025 年底，公司负债总额较上年底有所增长，负债结构较为均衡，短期借款规模保持稳定，应付票据小幅提升。公司应付票据全部为银行承兑汇票，主要为公司支付的纸张等原材料货款。截至 2025 年底，公司应付账款同比下降幅度较大，主要系应付推广服务费规模下降所致。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 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底变化不大。

图表 6 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

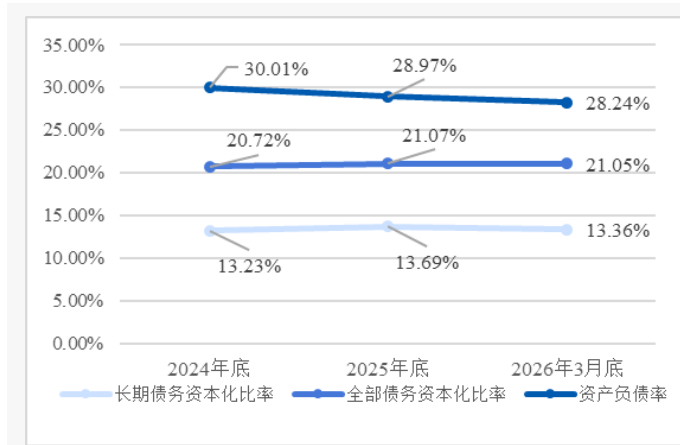
| 项目 | 2024 年 | | 2025 年 | | 2025 年底较上年底 | 2026 年 3 月 | |
|-------------|-------------|---------------|-------------|---------------|---------------|-------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 变动率 | 金额 | 占比 |
| 流动负债 | 8.48 | 55.72% | 8.23 | 52.43% | -2.85% | 8.21 | 52.18% |
| 短期借款 | 1.45 | 9.54% | 1.45 | 9.24% | 0.05% | 1.55 | 9.85% |
| 应付票据 | 2.27 | 14.91% | 2.54 | 16.19% | 12.12% | 2.78 | 17.67% |
| 应付账款 | 2.10 | 13.81% | 1.55 | 9.87% | -26.24% | 1.73 | 11.01% |

| | | | | | | | |
|---------|-------|---------|-------|---------|--------|-------|---------|
| 非流动负债 | 6.74 | 44.28% | 7.47 | 47.57% | 10.92% | 7.53 | 47.82% |
| 应付债券 | 5.35 | 35.14% | 5.62 | 35.78% | 5.11% | 5.68 | 36.11% |
| 递延所得税负债 | 1.28 | 8.40% | 1.31 | 8.36% | 2.83% | 1.31 | 8.33% |
| 负债总额 | 15.21 | 100.00% | 15.71 | 100.00% | 3.24% | 15.74 | 100.00% |

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

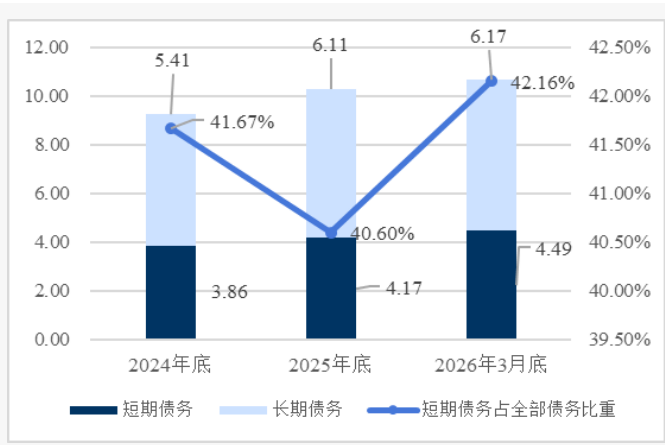
截至 2025 年底，公司全部债务 10.28 亿元，较上年底增长 10.89%。债务结构相对均衡；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 28.97%、21.07%和 13.69%，较上年底分别下降 1.04 个百分点、提高 0.35 个百分点和提高 0.46 个百分点。公司债务负担可控。截至 2026 年 3 月底，公司债务结构变化不大。

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

2025 年，公司营业总收入及利润总额同比均有所下降；盈利指标表现弱化，但仍属较好。

盈利能力方面，2025 年，公司营业总收入同比下降 17.80%，毛利润同比下降 17.62%，营业利润率同比下降 0.04²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 38.14%，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 14.13%，主要系游戏板块研发投入减少所致；期间费用占营业总收入的比例同比下降 0.06 个百分点至 22.89%。受毛利润下降、费用压降综合影响，公司利润总额同比下降 16.15%。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。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入和利润总额同比分别提升 1.31%和下降 2.29%。

图表 9 · 公司盈利能力情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 1—3 月 |
|---------|--------|--------|--------------|
| 营业总收入 | 32.71 | 26.89 | 7.89 |
| 营业成本 | 18.50 | 15.18 | 4.90 |
| 费用总额 | 7.51 | 6.15 | 1.30 |
| 其中：销售费用 | 2.63 | 1.63 | 0.32 |
| 管理费用 | 2.73 | 2.48 | 0.52 |
| 研发费用 | 1.87 | 1.61 | 0.32 |
| 财务费用 | 0.27 | 0.44 | 0.14 |
| 利润总额 | 6.81 | 5.71 | 1.66 |
| 营业利润率 | 42.86% | 42.83% | 37.15% |
| 总资本收益率 | 13.36% | 10.74% | -- |
| 净资产收益率 | 15.89% | 12.68% | -- |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

² 尾差系四舍五入所致

2025 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，2025 年，公司现金收入比继续提升，经营活动净流入额同比有所回落。公司持续进行产能扩建等长期资产投入，2025 年，投资活动现金保持净流出但规模继续收窄；经营活动现金净流入量可以覆盖投资支出。2025 年，筹资活动现金流净流出，主要系支付股利所致。2026 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 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 1—3 月 |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流入小计 | 59.96 | 51.67 | 12.06 |
| 经营活动现金流出小计 | 54.02 | 46.72 | 10.62 |
| 经营活动现金流量净额 | 5.94 | 4.95 | 1.45 |
| 投资活动现金流入小计 | 0.44 | 0.18 | 0.02 |
| 投资活动现金流出小计 | 2.29 | 1.88 | 0.51 |
| 投资活动现金流量净额 | -1.85 | -1.70 | -0.49 |
| 筹资活动前现金流量净额 | 4.09 | 3.25 | 0.96 |
| 筹资活动现金流入小计 | 9.87 | 3.51 | 0.66 |
| 筹资活动现金流出小计 | 10.00 | 5.59 | 0.54 |
| 筹资活动现金流量净额 | -0.13 | -2.07 | 0.12 |
| 现金收入比 | 180.16% | 189.42% | 150.22% |
| 现金及现金等价物净增加额 | 3.98 | 1.14 | 1.05 |

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

公司长短期偿债指标表现好。

图表 11 • 公司偿债指标

| 项目 | 指标 | 2024 年 | 2025 年 |
|--------|----------------|---------|---------|
| 短期偿债指标 | 流动比率 | 250.63% | 280.73% |
| | 速动比率 | 200.74% | 218.59% |
| | 经营现金/流动负债 | 70.09% | 60.08% |
| | 经营现金/短期债务（倍） | 1.54 | 1.19 |
| | 现金短期债务比（倍） | 2.80 | 2.85 |
| 长期偿债指标 | EBITDA（亿元） | 7.89 | 6.91 |
| | 全部债务/EBITDA（倍） | 1.18 | 1.49 |
| | 经营现金/全部债务（倍） | 0.64 | 0.48 |
| | EBITDA/利息支出（倍） | 23.10 | 19.43 |
| | 经营现金/利息支出（倍） | 17.40 | 13.91 |

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 2025 年底，公司流动比率和速动比率均保持在高水平；经营现金净流入量对流动负债和短期债务的保障程度有所弱化；现金类资产对短期债务的保障程度仍属高水平。2025 年，公司 EBITDA 同比小幅下降，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度保持高水平。

截至 2025 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 2026 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度（含票据授信）8.65 亿元，尚未使用额度 4.75 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 2025 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 2025 年底，公司本部资产总额 47.87 亿元，较上年底下降 0.14%，整体变化不大。其中，流动资产 7.67 亿元（16.01%），非流动资产 40.21 亿元（83.99%）。从构成看，资产主要由货币资金（5.37 亿元）、其他非流动金融资产（6.74 亿元）和长期股权投资（31.27 亿元）构成。

截至 2025 年底，公司本部负债总额 10.88 亿元，较上年底下降 12.41%。其中，流动负债 3.79 亿元（占 34.82%），非流动负债 7.09 亿元（占 65.18%）。从构成看，负债主要由应付票据（1.05 亿元）、其他应付款（1.53 亿元）和应付债券（5.62 亿元）构成。截至 2025 年底，公司本部资产负债率为 22.72%，较上年底下降 3.18 个百分点。截至 2025 年底，公司本部全部债务 6.92 亿元。其中，短期债务占 16.14%、长期债务占 83.86%。本部全部债务资本化比率 15.75%，债务负担较轻。

截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 37.00 亿元，较上年底增长 4.14%。在所有者权益中，实收资本为 4.18 亿元（占 11.29%）、资本公积合计 7.78 亿元（占 21.02%）、未分配利润合计 21.42 亿元（占 57.90%）、盈余公积合计 3.11 亿元（占 8.41%）。

2025 年，公司本部营业总收入为 6.96 亿元，利润总额为 3.11 亿元，投资收益为 3.73 亿元。

现金流方面，2025 年，公司本部经营活动现金流净额为 0.01 亿元，投资活动现金流净额 2.46 亿元，筹资活动现金流净额-3.19 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。

2025 年，公司落实环保合规要求，未发生重大环保事故及环保违法违规行政处罚。公司围绕扑克牌生产构建绿色供应链，优先选用 ISO14001 认证供应商，推进绿色生产工艺与节能设备应用，委托第三方开展废气、噪声、废水等常态化环境监测；全年耗电 2947.11 万度、用水 17.66 万吨，温室气体排放总量 24272.74 吨 CO₂e，同步推行无纸化办公、节能降耗等绿色办公举措，持续提升资源利用效率与低碳管理水平。

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。2025 年公司现金分红 2.08 亿元；员工总数 1654 人，培训覆盖率 100%，提供完善薪酬福利、社保及股权激励，保障职业健康与安全。2025 年，公司对外捐赠合计 84.00 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。

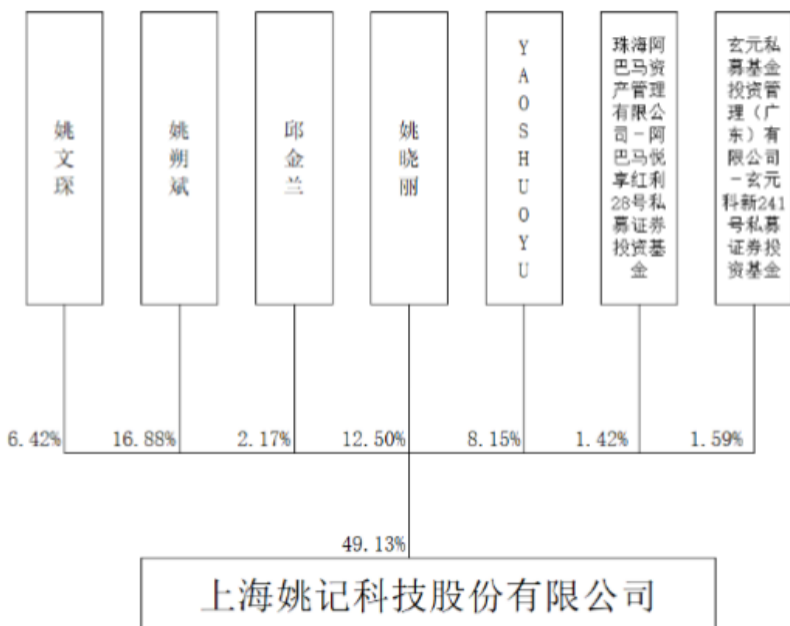
截至 2026 年 3 月底，公司发行的“姚记转债”余额为 5.82 亿元。2025 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 51.67 亿元、4.95 亿元和 6.91 亿元，分别为“姚记转债”待偿余额的 8.87 倍、0.85 倍和 1.19 倍，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“姚记转债”的保障程度强。

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。

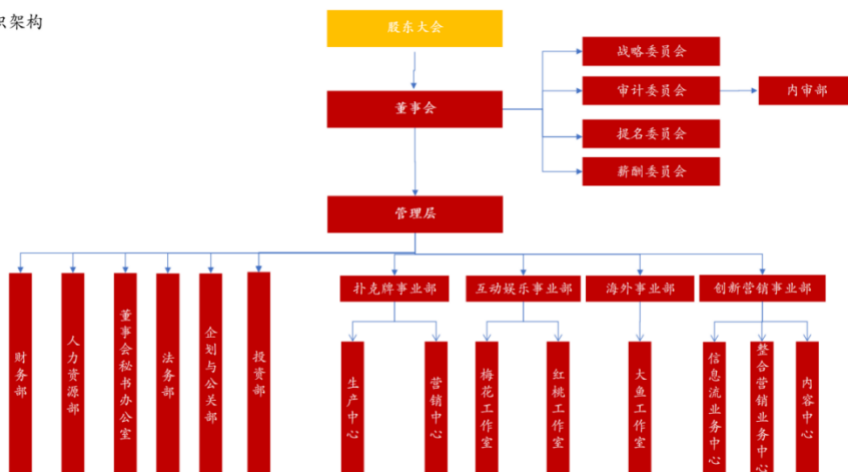
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）

组织架构



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2026 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 | 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 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 3 月 |
|--------------------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | |
| 现金类资产（亿元） | 10.81 | 11.88 | 12.79 |
| 应收账款（亿元） | 4.67 | 3.79 | 5.08 |
| 其他应收款（合计）（亿元） | 0.33 | 0.30 | 0.30 |
| 存货（亿元） | 4.23 | 5.12 | 4.54 |
| 长期股权投资（亿元） | 1.24 | 1.36 | 1.37 |
| 固定资产（亿元） | 5.34 | 8.23 | 8.22 |
| 在建工程（亿元） | 2.26 | 0.36 | 0.30 |
| 资产总额（亿元） | 50.69 | 54.21 | 55.72 |
| 实收资本（亿元） | 4.15 | 4.18 | 4.18 |
| 少数股东权益（亿元） | 0.36 | 0.33 | 0.39 |
| 所有者权益（亿元） | 35.47 | 38.51 | 39.98 |
| 短期债务（亿元） | 3.86 | 4.17 | 4.49 |
| 长期债务（亿元） | 5.41 | 6.11 | 6.17 |
| 全部债务（亿元） | 9.27 | 10.28 | 10.66 |
| 营业总收入（亿元） | 32.71 | 26.89 | 7.89 |
| 营业成本（亿元） | 18.50 | 15.18 | 4.90 |
| 其他收益（亿元） | 0.35 | 0.20 | 0.01 |
| 利润总额（亿元） | 6.81 | 5.71 | 1.66 |
| EBITDA（亿元） | 7.89 | 6.91 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 58.94 | 50.94 | 11.85 |
| 经营活动现金流入小计（亿元） | 59.96 | 51.67 | 12.06 |
| 经营活动现金流量净额（亿元） | 5.94 | 4.95 | 1.45 |
| 投资活动现金流量净额（亿元） | -1.85 | -1.70 | -0.49 |
| 筹资活动现金流量净额（亿元） | -0.13 | -2.07 | 0.12 |
| 财务指标 | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 5.49 | 6.22 | -- |
| 存货周转次数（次） | 4.40 | 3.25 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.67 | 0.51 | -- |
| 现金收入比（%） | 180.16 | 189.42 | 150.22 |
| 营业利润率（%） | 42.86 | 42.83 | 37.15 |
| 总资本收益率（%） | 13.36 | 10.74 | -- |
| 净资产收益率（%） | 15.89 | 12.68 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 13.23 | 13.69 | 13.36 |
| 全部债务资本化比率（%） | 20.72 | 21.07 | 21.05 |
| 资产负债率（%） | 30.01 | 28.97 | 28.24 |
| 流动比率（%） | 250.63 | 280.73 | 300.32 |
| 速动比率（%） | 200.74 | 218.59 | 245.00 |
| 经营现金流动负债比（%） | 70.09 | 60.08 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 2.80 | 2.85 | 2.85 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 23.10 | 19.43 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 1.18 | 1.49 | -- |

注：1. 合并口径 2026 年一季度财务报表未经审计；2. “--”表示数据无意义
 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 | 2024 年 | 2025 年 |
|--------------------|--------|--------|
| 现金类资产（亿元） | 6.28 | 5.37 |
| 应收账款（亿元） | 0.07 | 0.29 |
| 其他应收款（亿元） | 0.79 | 1.30 |
| 存货（亿元） | 0.0002 | 0.61 |
| 长期股权投资（亿元） | 31.28 | 31.27 |
| 固定资产（亿元）（合计） | 1.47 | 1.53 |
| 在建工程（亿元）（合计） | 0.01 | 0.01 |
| 资产总额（亿元） | 47.94 | 47.87 |
| 实收资本（亿元） | 4.15 | 4.18 |
| 少数股东权益（亿元） | 0.00 | 0.00 |
| 所有者权益（亿元） | 35.52 | 37.00 |
| 短期债务（亿元） | 1.58 | 1.12 |
| 长期债务（亿元） | 5.35 | 5.80 |
| 全部债务（亿元） | 6.93 | 6.92 |
| 营业总收入（亿元） | 8.28 | 6.96 |
| 营业成本（亿元） | 7.23 | 6.29 |
| 其他收益（亿元） | 0.03 | 0.01 |
| 利润总额（亿元） | 5.09 | 3.11 |
| EBITDA（亿元） | / | / |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 8.86 | 7.13 |
| 经营活动现金流入小计（亿元） | 9.17 | 7.20 |
| 经营活动现金流量净额（亿元） | 0.44 | 0.01 |
| 投资活动现金流量净额（亿元） | 2.99 | 2.46 |
| 筹资活动现金流量净额（亿元） | -0.13 | -3.19 |
| 财务指标 | | |
| 销售债权周转次数（次） | 44.88 | 30.46 |
| 存货周转次数（次） | 250.25 | 20.75 |
| 总资产周转次数（次） | 0.18 | 0.15 |
| 现金收入比（%） | 107.00 | 102.50 |
| 营业利润率（%） | 12.30 | 9.09 |
| 净资产收益率（%） | 13.97 | 8.37 |
| 长期债务资本化比率（%） | 13.08 | 13.56 |
| 全部债务资本化比率（%） | 16.32 | 15.75 |
| 资产负债率（%） | 25.90 | 22.72 |
| 流动比率（%） | 139.08 | 202.45 |
| 速动比率（%） | 139.07 | 186.44 |
| 经营现金流动负债比（%） | 7.64 | 0.17 |
| 现金短期债务比（倍） | 3.96 | 4.81 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | / | / |
| 全部债务/EBITDA（倍） | / | / |

注：公司未披露 2026 年一季度本部财务报表，未获取公司本部折旧等相关信息，EBITDA 及相关指标未计算，用“/”表示
 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 |

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

| 评级观察分类 | 含义 |
|----------|--|
| 列入正面观察名单 | 未来 3~6 个月内信用评级有可能上调 |
| 列入负面观察名单 | 未来 3~6 个月内信用评级有可能下调 |
| 列入评级观察名单 | 重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用等级的调整方向尚无法判断 |