

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】255号

星辉互动娱乐股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“15星辉债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级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”信用等级为AA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年六月二十二日



信用评级报告声明

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（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、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。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，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，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用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。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2020年6月22日



星辉互动娱乐股份有限公司主体及 “15星辉债” 2020年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2020/6/22	AA/稳定	任志娟	杜梅一

主体信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
15星辉债	AA	AA
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。		
主体概况		

星辉互动娱乐股份有限公司主要从事游戏、体育和玩具及衍生品业务，控股股东及实际控制人均为陈雁升和陈冬琼夫妇。

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	总资产	15.00	7.66
	营业总收入	15.00	9.28
市场地位	多样性	15.00	12.00
	研发投入比	5.00	2.62
盈利能力和运营效率	利润总额	10.00	7.76
	应收账款周转率	10.00	8.52
债务负担和保障程度	资产负债率	15.00	11.87
	经营现金流动负债比	15.00	15.00

2.基础模型参考等级

AA

3.评级调整因素

无

4.主体信用等级

AA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异

评级观点

跟踪期内，受益于公司控股的皇家西班牙人队联赛成绩提升，公司体育业务收入和毛利润大幅增长；公司自主研发游戏《三国群英传-霸王之业》等市场表现较好，预计2020年游戏业务盈利能力将改善；2019年公司利润总额增加，经营性净现金流有所增加。同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司游戏业务收入及毛利润下降；公司玩具及衍生品收入及毛利润均有所下降，受新冠疫情影响，复工延迟及海外销售受阻，预计2020年业务盈利能力大幅下降；受西甲联赛推迟及新赛季排名下降等影响，预计2020年公司体育业务收入面临大幅下降风险；公司资产结构仍以非流动资产为主，受限资产占比仍较高，商誉账面价值依然较大，资产质量一般。

综合分析，东方金诚维持星辉娱乐主体信用等级为AA，评级展望稳定，并维持“15星辉债”债项信用等级AA。

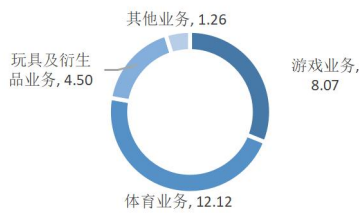
同业比较

项目	星辉娱乐	游族网络	掌趣科技	完美世界
资产总额 (亿元)	57.40	89.26	59.87	166.29
营业总收入 (亿元)	25.94	32.21	16.17	80.39
利润总额 (亿元)	2.98	1.65	3.61	13.46
净资产收益率 (%)	8.83	5.18	6.49	14.29
资产负债率 (%)	48.65	44.59	7.35	39.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.87	4.52	503.83	7.15
经营现金流动负债比 (%)	41.12	18.65	137.40	42.16

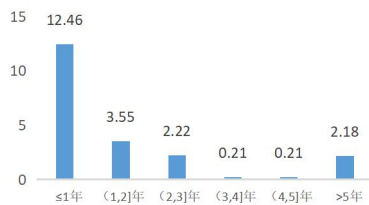
注：以上企业最新主体信用等级均为AA/稳定，数据来自各企业公开披露的2019年数据，东方金诚整理

主要指标及依据

2019年公司营业收入构成(单位:亿元)



2020年3月末债务结构(单位:亿元)



主要数据和指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	59.80	59.56	57.40	59.11
所有者权益(亿元)	26.15	27.65	29.48	29.54
全部债务(亿元)	26.98	25.27	20.40	20.85
营业总收入(亿元)	27.55	28.20	25.94	3.97
利润总额(亿元)	2.55	2.44	2.98	0.04
经营性净现金流(亿元)	2.81	6.25	8.20	0.99
营业利润率(%)	31.17	44.62	47.17	41.42
资产负债率(%)	56.27	53.58	48.65	50.02
流动比率(%)	71.38	64.79	58.62	51.80
全部债务/EBITDA(倍)	4.73	4.05	2.83	-
EBITDA利息倍数(倍)	5.47	4.46	4.87	-

注:表中数据来源于公司2017年~2019年审计报告及2020年1~3月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司体育业务收入来自公司控股的皇家西班牙人足球俱乐部,跟踪期内,球队联赛成绩提升带动转播权、球员转会等收入增加,体育业务收入和毛利润大幅增长;
- 公司自研游戏《三国群英传-霸王之业》等游戏产品获得较好的市场表现,推动了游戏业务毛利率提升,预计2020年网络娱乐性消费提升及海外收入增加,游戏业务盈利能力将改善;
- 2019年,公司利润总额增加,主营业务获利能力提升,经营性净现金流有所增加。

关注

- 跟踪期内,受部分产品处于生命周期后期及处置子公司等因素影响,游戏业务收入及毛利润下降;
- 受国际玩具行业下行影响,公司玩具及衍生品收入及毛利润均有所下降,受新冠疫情影响,复工延迟及海外销售受阻,预计2020年业务盈利能力大幅下降;
- 受西甲联赛赛事推迟及新赛季排名下降等影响,预计2020年公司体育业务收入面临大幅下降风险;
- 公司资产结构仍以非流动资产为主,受限资产占比仍较高,商誉账面价值依然较大,资产质量一般。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计2020年公司游戏业务盈利将有所改善,但受新冠疫情影响,体育业务、玩具及衍生品业务盈利将下降,公司整体盈利将降低。

评级方法及模型

《东方金诚信息技术企业评级方法及模型(RTFC012202004)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	主体及“15星辉债” 2019年度跟踪	2019/6/24	刘涛、朱经纬、赵子涵	《东方金诚工商企业评级方法》 (2014年5月)	阅读原文
AA/稳定	15星辉债	2015/9/11	莫琛、张毅伟	《东方金诚工商企业评级方法》 (2014年5月)	阅读原文

注:自2015年9月11日(首次评级)至2019年6月24日(最新评级),星辉娱乐主体信用等级未发生变化,均为AA/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额 (亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用 等级/评级展望
15星辉债	2019/6/24	7.50	2015/11/25~2020/11/25	无	-

注：“15星辉债”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。公司于2018年11月24日完成7.13亿元的债券回售，“15星辉债”2018年11月25日至2020年11月25日票面利率上调为7.10%，存续金额0.37亿元。

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（以下简称“15 星辉债”）的跟踪评级安排，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 2019 年度审计报告、未经审计的 2020 年一季度财务报告以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

跟踪期内，公司主要从事游戏、体育和玩具及衍生品等业务，控股股东及实际控制人均为陈雁升和陈冬琼夫妇

星辉互动娱乐股份有限公司（以下简称“星辉娱乐”或“公司”）主要从事游戏、体育和玩具及衍生品等业务，控股股东及实际控制人均为陈雁升和陈冬琼夫妇。

星辉娱乐前身为广东星辉塑胶实业有限公司，由自然人陈雁升和陈冬琼共同出资组建，于 2000 年 5 月在澄海市工商行政管理局注册，注册资本为 100 万元。2008 年 5 月，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。2010 年 1 月，公司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”。2014 年 3 月，公司更名为星辉互动娱乐股份有限公司，证券简称“星辉娱乐”。截至 2020 年 3 月末，星辉娱乐总股本为 124419.84 万股，其中陈雁升持股 32.77%，陈冬琼持股 13.36%，两人合计持有 46.13% 的股份，为公司控股股东及实际控制人。

跟踪期内，公司收入和利润主要来自体育业务及游戏业务。公司是 A 股唯一控股西班牙足球甲级联赛球队（皇家西班牙人）的公司，西班牙足球甲级联赛（以下简称“西甲联赛”）2018/2019 赛季，皇家西班牙人以 53 个积分位于联赛榜第 7 位，时隔 12 年重返欧战，并实现欧联杯 32 强的成绩，带动公司体育收入大幅提升。公司研发、腾讯代理发行的《三国群英传-霸王之业》等游戏屡受行业好评。截至 2020 年 3 月末，公司已经获得宝马、奔驰、奥迪等 30 多个知名汽车品牌的超过 400 款车型生产的品牌授权。

截至 2020 年 3 月末，公司（合并）资产总额为 59.11 亿元，所有者权益为 29.54 亿元，资产负债率为 50.02%。2019 年和 2020 年 1~3 月，星辉娱乐分别实现营业总收入 25.94 亿元和 3.97 亿元，利润总额 2.98 亿元和 0.04 亿元。

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 日公司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。公司于2018年11月24日完成7.13亿元的债券回售，“15星辉债”2018年11月25日至2020年11月25日票面利率上调为7.10%，存续金额0.37亿元。

截至本报告出具日，“15星辉债”回售本金及应付利息均正常支付。

宏观经济和政策环境

一季度 GDP 同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度GDP同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至-6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季GDP同比增速仅将回升至3.0%左右。若全球疫情在上半年早些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年GDP增速将在3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义GDP的8.6%，已接近2008~2009年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2和社融增速将显著高于上年水平（分别为8.7%和10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到14.0%和15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业分析

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

游戏行业

2020年，新冠疫情影响下网络娱乐性消费提升，叠加海外游戏业务收入增加，预计游戏行业盈利将有较大提升，移动游戏仍为行业增长的主要动力

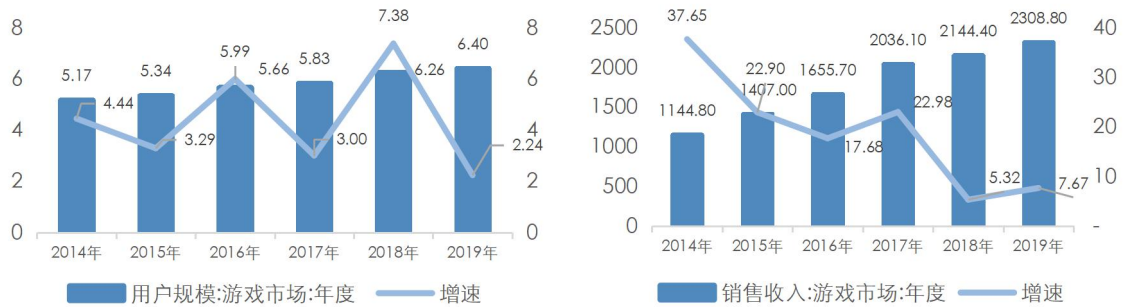
受益于人民生活水平提升，娱乐需求越来越受重视，以及我国光纤和移动4G网络的全面普及为网络游戏的发展提供了良好的硬件设施，近年来我国游戏用户规模持续上升，但已接近饱和，增速有所放缓。2019年，我国游戏市场用户规模为6.40亿人，同比增长2.24%，国内移动游戏市场规模达到2308.80亿元，同比增长7.67%，增速较上年略有提升。

受益于中国自研游戏在国际市场认可度的提升以及中国游戏公司积极进行海外布局，海外成熟市场中中国游戏排名及收入不断提高，2019年中国自研游戏海外收入同比增长20.9%。目

前，国内主要游戏公司如网易、腾讯、世纪华通、完美世界、游族网络、三七互娱及星辉娱乐等均积极布局海外，多款游戏成功在海外发行，海外业务收入大幅提升。

2020年，在新冠疫情影响下网络娱乐性消费需求提升及假期延长等因素带动下，同时国内主要游戏企业海外业务收入大幅提升，预计全年，游戏行业盈利将有较大提升。

图表1 2011年~2019年中国移动游戏市场规模情况（单位：亿人、%、亿元）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

根据中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会发布的《2019年中国游戏产业报告》，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，其中移动游戏市场收入持续上升，截至2019年末，移动游戏占市场份额的68.5%；客户端游戏市场和网页游戏市场继续萎缩，分别占市场份额的26.6%和4.3%。因移动游戏对网页游戏有一定替代性，随着移动游戏市场的发展，页游市场的下滑也将会更明显，这一领域的资本投入也可能随之减少，或将进一步加剧页游市场的缩减。

我国网络游戏市场竞争激烈，市场格局逐步确立，高度同质化的游戏类型及研发资金的短缺将加速行业整合，预计未来市场集中度将进一步提升

由于中国的网络游戏市场相对较新，并在不断演变中，竞争较为激烈。我国游戏研发企业市场份额呈现寡头化现象，从企业营收规模上来看的，游戏企业营业收入分布比较平均，整体呈现“两超多强”的竞争格局，头部企业腾讯和网易占据了55%的市场规模，完美世界、世纪华通、三七互娱等上市游戏企业多强鼎立，但是移动游戏更新换代节奏快、成熟的产业分工给了很多中小企业生存空间，很多优秀的游戏背后只是一个不足10人的小型研发团队。同时，页游市场集中度低，尚无一家厂商的市场份额超过10%。PC客户端游戏市场在三个市场中准入门槛最高，头部企业占据了80%的市场份额。未来高度同质化的游戏类型及研发资金的短缺将加速行业整合，市场集中度提升，总体而言，行业市场格局已初步确定。

玩具制造业

受新冠疫情影响，国内延迟复工生产，国外订单量缩减以及全球航运业不稳定导致出口受阻，预计2020年，玩具出口金额将大幅下降，库存量有所上升

我国玩具产业是出口导向型产业，中国玩具产量占全球玩具产量的75%左右，出口外销占

比较大。受益于玩具出口贸易条件缓和¹及国产玩具市场竞争力的提升，中国玩具出口交货额大幅回升。2019年，中国玩具行业出口交货总额为311.37亿美元，同比增长24.20%，增速较上年提升19.70个百分点。

2020年以来，受新冠疫情影响，春节后国内延迟复工，国外订单量缩减以及全球航运业不稳定导致出口受阻，玩具出口金额大幅下降，库存量上升。2020年1~3月，中国玩具行业出口交货总额为4.43亿美元，同比下降17.90%，预计2020年，海外疫情或将持续至下半年，其对玩具出口的影响仍将持续，全年玩具出口金额大幅下降。

图表2 2014年~2019年及2020年1~3月国内玩具出口交货情况（单位：亿美元、%）



数据来源：公开数据，东方金诚整理

我国玩具行业已发展形成了较为完整的产业链，但主要集中在中低端市场，与国际领先企业相比仍有较大的差距

我国是世界最大的玩具出口国，但仅在中低端市场具有较强竞争力，高端玩具市场仍被国外品牌主导。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，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

经营概况

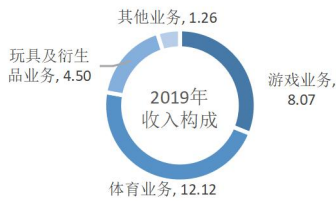
跟踪期内，公司收入和毛利润仍主要来自于体育及游戏业务，收入及毛利润均有所减少，综合毛利率提升

公司收入及毛利润主要来自于体育及游戏业务。2019年，受益于皇家西班牙人队成绩提升及球员转会收入增加，公司体育业务收入增长，但因游戏和玩具及衍生品业务收入下降，公司

¹ 特朗普政府推迟包括玩具产品在列的中国商品关税生效日期到2019年12月15日。后续中美贸易战缓和，特朗普政府再次宣布第四轮拟加税商品可在10月31日起申请排除清单玩具产品可在10月31日起申请排除清单，后续可能进入豁免清单。

营业总收入有所下降。主要受益于体育及游戏业务毛利率提升，公司毛利率较上年末增加 2.64 个百分点，但因收入规模有所下降，毛利润有所减少。公司其他业务主要为原材料及租金收入。2020 年 1~3 月，受新冠疫情影响，体育业务面临西甲联赛停赛，玩具及衍生品出口受阻情况，公司营业收入及毛利润均较上年同期大幅下降。

图表 3 公司营业收入、毛利润及毛利率构成及公司 2019 年收入构成情况（单位：亿元、%）



类别	2017年		2018年		2019年		2020年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
游戏业务	13.78	50.02	12.98	46.02	8.07	31.12	2.12	53.46
体育业务	5.96	21.67	8.62	30.56	12.12	46.70	1.16	29.34
玩具及衍生品业务	6.76	24.55	5.62	19.94	4.50	17.33	0.41	10.19
其他业务	1.04	3.76	0.98	3.48	1.25	4.85	0.28	7.01
合计	27.55	100.00	28.20	100.00	25.94	100.00	3.97	100.00
类别	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	4.78	34.64	7.05	54.29	5.06	62.68	1.56	73.40
体育业务	1.31	21.98	3.42	39.63	5.41	44.62	-0.05	-3.93
玩具及衍生品业务	2.49	36.85	2.11	37.52	1.71	37.96	0.11	28.20
其他业务	0.19	17.87	0.15	14.83	0.20	16.73	0.05	15.68
合计	8.77	31.81	12.73	45.09	12.38	47.73	1.67	42.06

资料来源：公司提供，东方金诚整理

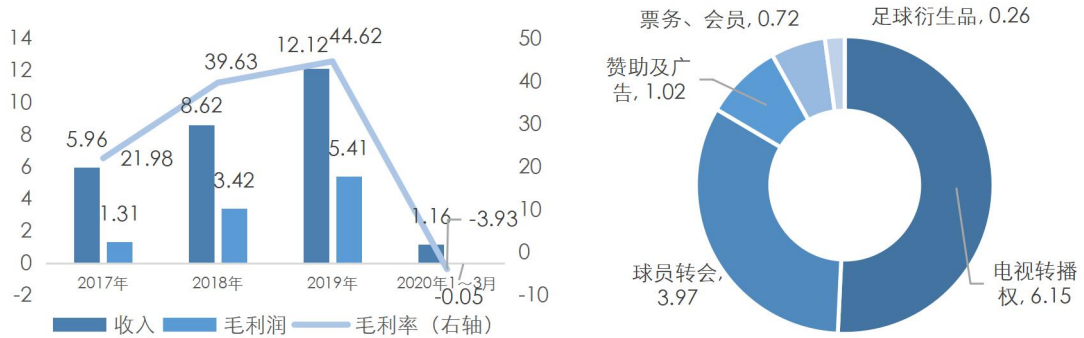
体育业务

公司体育业务收入来自皇家西班牙人足球俱乐部，跟踪期内，球队联赛成绩提升带动转播权、球员转会等收入增加，公司体育业务收入和毛利润大幅增长；受新冠疫情及新赛季排名下降等影响，预计 2020 年公司体育业务收入面临大幅下降风险

公司体育业务收入来自皇家西班牙人足球俱乐部，公司持有该俱乐部 99.55%²的股权。2019 年，公司体育业务实现营业收入 12.12 亿元，同比上升 40.59%，主要系 2018/2019 赛季皇家西班牙人队联赛成绩提升，公司电视转播权收入同比增长 41.50%至 6.15 亿元，赞助及广告收入同比增长 53.25%至 1.02 亿元。球员转会收入 3.97 亿元，同比增长 52.95%。

²公司于 2020 年 1 月 8 日发布《星辉互动娱乐股份有限公司关于完成对皇家西班牙人足球俱乐部增资的公告》，称全资子公司星辉体育（香港）有限公司（以下简称“星辉体育”）以借款转增资的方式对控股孙公司 REIAL CLUB DEPORTIU ESPANYOL DE BARCELONA, S.A.D.（以下简称“西班牙人”）增资 5000 万欧元。西班牙人完成了本次增资的工商变更登记手续。完成增资后，星辉体育持有西班牙人股份比例为 99.55%，西班牙人注册资本由 7,764.16 万欧元增加至 12,764.16 万欧元。

图表 4 近年公司体育业务收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

皇家西班牙人俱乐部具有 120 年历史球会的积累，拥有欧洲顶尖的球员培养体系，被西班牙青训推广组织 Fútbol Draft 评为本赛季最重视男足青训俱乐部。截至目前，皇家西班牙人青训各梯队球员中有 17 名入选相应级别国家队梯队；效力全球主流联赛的球员中，出自皇家西班牙人青训的球员超过 40 名。受益于俱乐部成熟的青训管理机制及 2019/2020 赛季欧足联欧洲联赛的良好表现，俱乐部球员转会及转播权收入同比显著提高，并带动了俱乐部整体收入的上升。根据 Primetime Sport 的数据报告，截至 2020 年 4 月，皇家西班牙人俱乐部球员总价值已达 1.66 亿欧元，较上赛季有显著提升。西甲 2018/2019 赛季，皇家西班牙人以 53 个积分位于联赛榜第 7 位，时隔 12 年重返欧战；在 19/20 赛季欧联杯比赛中，皇家西班牙人创造了连续 26 场不败的纪录，实现欧联杯 32 强的成绩。

受新冠肺炎疫情影响，欧洲足球五大联赛相继停赛。西甲联盟于北京时间 2020 年 3 月 12 日决定暂停比赛至少 2 轮，目前西甲联盟已经于 2020 年 6 月 12 日重新开赛。西甲联赛作为西班牙最高等级的职业足球联赛，是欧洲及世界最高水平的职业足球联赛之一，公司体育业务主体皇家西班牙人足球俱乐部作为参赛球队参赛过程中，或将受球队阵容更迭、教练团队训练指挥、球员竞技状态以及比赛赛程等多方面因素的综合影响，球队比赛成绩容易产生波动或者出现球队赛季降级等情况，将直接影响球队电视转播权、门票会员、商业赞助、周边商品销售等方面的收入，对公司业绩的稳定产生不利影响。

2020 年一季度，公司体育业务收入 1.16 亿元、毛利润-0.05 亿元、毛利率为-3.93%，主要仍受西甲联赛停赛影响。西甲联赛已经于 2020 年 6 月 12 日重新开赛，当前皇家西班牙人 2019/2020 赛季排名为第 20 名（共 20 名），上赛季排名第 7。预计 2020 年全年，受西甲联赛停赛以及赛季排名下降的影响，公司业务收入将面临大幅下降的风险。

游戏业务

公司专注于移动网络游戏及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。

公司持续推进“研发+发行+运营”一体化经营能力，依托优质渠道关系，跟踪期内，公司自研游戏《三国群英传-霸王之业》等游戏产品获得较好的市场表现，推动了游戏业务毛利率提升

公司游戏业务已经形成“研发+发行+运营”的一体化全流程运行模式。公司游戏业务先后开发与发行运营《倚天》、《龙骑士传》、《枪林弹雨》、《刀锋无双》、《大圣之怒》、《盗墓笔记》、《三国群英传-霸王之业》及《苍之纪元》等多款精品游戏。“星辉游戏”品牌多年来连续获得“金翎奖”、“天府奖”、“金钻奖”、“金苹果奖”等数个游戏行业主要奖项。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，公司自主研发、腾讯代理发行的《三国群英传-霸王之业》屡受行业好评，邀请知名足球运动员武磊担任游戏代言人，通过将足球蹴鞠文化与手游玩法创新结合，开拓了SLG策略类游戏特色化发展道路，全球月均流水规模维持1亿元左右。由于上述产品的用户付费率及人均付费值较高，盈利能力较强，推动了游戏业务毛利率提升。

公司后续游戏新品储备较为丰富，可为公司游戏业务的未来发展提供一定支撑。未来公司将继续聚焦SLG、二次元等细分品类的优势资源，积极探索女性向、剧情叙事等创新品类产品市场。当前公司新研发并计划投入市场的手游产品主要有《冒险岛H5》及《苍之纪元-日本》等，预计总投入为3150.24万元，其中前期投入为2418.30万元，当前几款游戏已接近开发尾声，计划将于2020年上线，主要产品情况见下表。

图表5 2020年新研发并计划投入市场的手游产品情况（万元）

项目	预计分成比例	前期投入金额	预计月流水额峰值
冒险岛H5	83%	1096.38	2056.23
苍之纪元-日本	21%	1321.92	3239.50
策魂三国	65%	-	1048.44
石器卡牌H5	81%	-	1235.50
那一剑江湖2	78%	-	2184.00
合计		2418.30	9763.67

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受部分产品处于生命周期后期及处置子公司等因素影响，2019年公司游戏业务收入及毛利润均有所下降；2020年，新冠疫情影响下网络娱乐性消费提升及海外游戏业务收入增加，预计公司游戏业务盈利将有所改善

公司游戏业务包括手游和页游，以手游业务为主，2019年手游业务占比约96.28%。

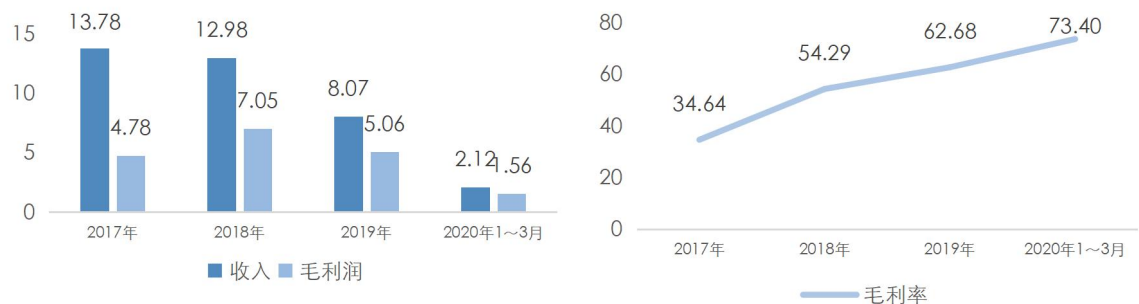
图表 6 2019 年公司主要手游产品情况

游戏名称	投入市场时间	参与模式	收入 (亿元)	活跃用户数量 (万人)	付费率	付费 APRU 值 (元/人)	充值流水 (亿元)
游戏一	2017 年 9 月	联合运营	2.74	71.28	20.00%	9342.00	13.31
游戏二	2017 年 12 月	联合运营	0.81	47.19	10.10%	2725.00	1.30
游戏三	2019 年 8 月	联合运营	0.74	71.04	11.90%	1711.00	1.45
游戏四	2017 年 7 月	自主运营	0.65	24.69	14.40%	4005.00	1.43
游戏五	2018 年 11 月	自主运营	0.64	232.54	11.70%	432.00	1.17

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年，公司游戏业务实现收入 8.07 亿元，同比下降 37.79%，主要原因一是公司自研产品《苍之纪元》于 2018 年 3 月，在国内外多渠道上线，当前处于生命周期后期，产品流水及收入在 2019 年度分别下滑了 2.73 亿元和 1.47 亿元；二是公司于 2018 年 6 月处置原子公司广州趣丸网络科技有限公司（以下简称“趣丸网络”）5% 股权所致³。如剔除趣丸网络影响，按相同口径统计，公司 2019 年度游戏业务营业收入同比下降 12.21%。2019 年，公司游戏业务毛利润 5.06 亿元，同比下降 28.18%；毛利率 62.68%，同比增长 8.39 个百分点。毛利率大幅增长主要系公司剥离趣丸网络运营的平台类游戏业务，而平台类业务毛利率较低；同时，公司自主研发的游戏《三国群英传-霸王之业》盈利能力仍然较强，毛利率高，进一步推升了游戏业务整体毛利率。

图表 7 近年公司游戏业务收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2020 年公司拟在国内和海外发行的游戏包括叙事剧情 RPG 手游《拾光梦行》、女性剧情向 RPG 手游《少女的王座》、回合制 RPG 手游《幻世录》、策略 SLG 手游《末世王者》、策略战棋类手游《策魂三国》、古风幻想仙侠 MMO 手游《代号 T》、放置卡牌 H5 游戏《代号 G》、ARPG 挂机冒险 H5《代号 S》等。

2020 年 1~3 月，公司游戏业务实现收入 2.12 亿元，毛利润 1.56 亿元，毛利率 73.40%。同比分别增加 19.77%、36.84% 和 8.87 个百分点，主要原因是新冠疫情影响下网络娱乐性消费提升以及公司海外游戏业务收入增加，且公司后续新开发游戏储备充足，预计 2020 年游戏业务

³ 出于公司总体战略和未来发展的考量，以及支持趣丸网络寻求独立上市的意愿，公司于 2018 年 6 月，向创始人宋克转让了趣丸网络 5% 的股权，趣丸网络整体估值为人民币 10.20 亿元，5% 股权对应价值为 5100 万元，交易完成后，公司持有趣丸网络剩余 27.87% 的股权，转入长期股权投资进行核算，趣丸网络不再纳入公司合并范围。

收入小幅提升，毛利率较 2019 年小幅提升。

玩具及衍生品业务

跟踪期内，公司持续积极拓展 IP 授权合作方和授权品类，在国内外车模产品市场继续保持较高的市场竞争力

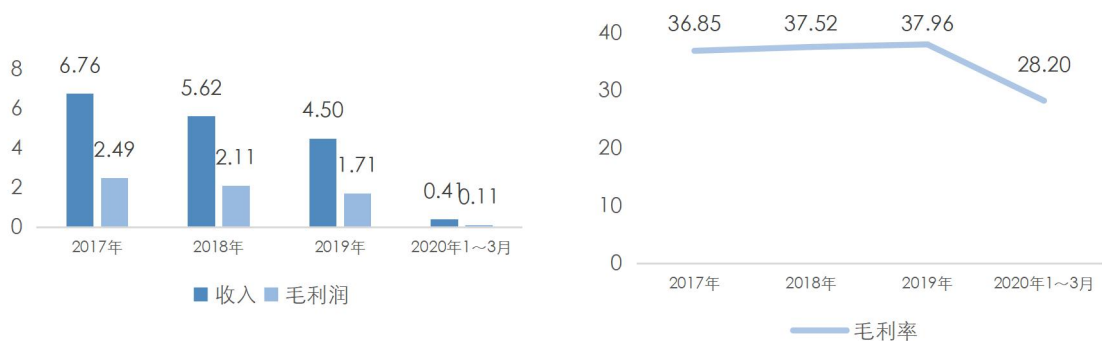
公司玩具及衍生品业务主要专注于动态车模、静态车模、收藏型车模和婴童产品的生产、研发及销售。作为国内玩具制造行业的龙头企业之一，公司具有较强的品牌优势和技术实力。目前，公司已经实现了星辉车模、星辉婴童和自有品牌的多品牌战略，涵盖动态、静态车模、儿童三轮车、自行车、电动童车、滑板车、手推车等多元化产品线，总计超过 400 款优质玩具产品，覆盖所有年龄段。

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，作为国内获得车企授权最多的玩具衍生品厂商之一，公司累计获得超过 35 个世界知名车企授权，是业界领先的集研发、生产于一体的玩具公司。跟踪期内，公司积极拓展 IP 授权合作方和授权品类，为公司产品线的不断拓展建立坚实基础，公司新增帕加尼汽车品牌益智积木、美泰 Hotwheel 风火轮玩具、宝马 MINI 汽车品牌滑板车及卡丁车等授权，不断充实公司正版授权、高品质玩具的核心竞争力，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。截至 2020 年 3 月末，公司已经获得宝马、奔驰、奥迪等 30 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，主要受国际玩具行业下行影响，公司玩具及衍生品在国内外市场的销售收入和毛利润均有较大幅度下降；预计 2020 年受新冠疫情影响，公司玩具及衍生品业务生产及销售受阻，业务盈利能力大幅下降

2019 年，公司玩具及衍生品业务实现收入 4.50 亿元，同比下降 20.05%，主要系公司主动削减部分毛利率较低的国内销售渠道以及全球玩具行业下行影响；毛利率 37.96%，同比上升 0.44 个百分点，主要原因是美元升值及公司对产品价格的调升所致。

图表 8 近年公司玩具及衍生品业务收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）



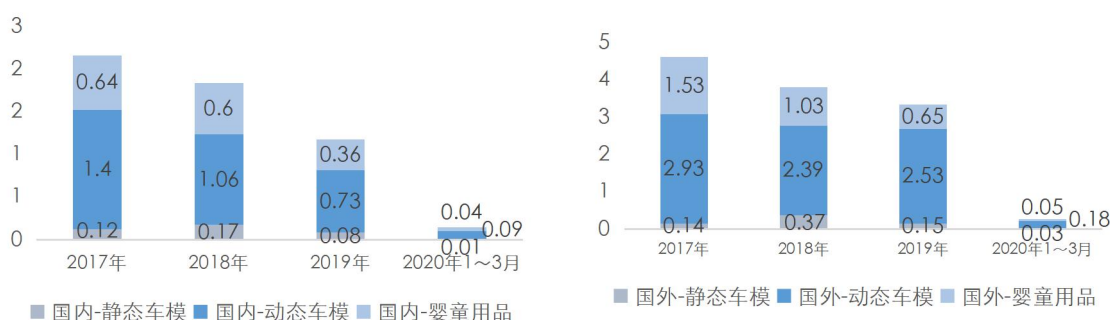
资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司的玩具及衍生品业务以国外销售为主，2019 年国外销售占比为 73.95%。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⁴，这些知名玩具代理商在当地具有较强的市场推广能力，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 100 多个国家和地区。2019 年公司实现国外收入 3.32 亿元，同比下降 12.22%，主要系国际经济下行以及主要出口国设置贸易壁垒，对玩具产品加征关税，玩具行业需求下行所致。2020 年，新冠疫情爆发，玩具需求仍将下行。

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，主动削减部分毛利率较低的国内销售渠道。公司 2019 年公司实现国内收入 1.17 亿元，同比下降 36.20%。公司未来仍将重点开发商超和网购渠道，继续拓展国内业务。

图表 9 近年公司玩具及衍生品业务国内、国外市场渠道销售额（单位：亿元）



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，2019 年，静态车模产量及销量降幅较大，销量 132.39 万具，同比下降 69.93%，产销率 100.80%，婴童用品降幅较大，主要系出口市场需求下降及婴童产品结构升级的影响。

图表 10 公司玩具及衍生品业务各类产品产销情况（单位：万具、%）

产品情况	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月	
静态车模	产量	234.39	409.10	131.33	24.74
	销量	203.29	440.24	132.39	32.20
	产销率	86.73	107.61	100.80	130.15
动态车模	产量	750.11	583.71	485.53	35.19
	销量	753.99	579.13	503.30	39.99
	产销率	100.52	99.21	103.66	113.62
婴童用品	产量	358.72	266.01	149.94	1.98
	销量	346.97	270.41	152.46	4.11
	产销率	96.72	101.65	101.68	207.81

资料来源：公司提供，东方金诚整理

⁴ 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。

销售价格方面，2019年，公司玩具及衍生品产品销售均价有所提升，主要原因一是公司调整部分销售渠道，由分销转为直接供货给卖场以及直营销售；二是海外销售方面，美元汇率的升值所致。

图表 11 公司玩具及衍生品业务公司国内、国外市场渠道销售均价情况（元/具）

产品情况	2017年	2018年	2019年	2020年1~3月
国内销售 静态车模	12.19	14.60	20.12	20.24
国内销售 动态车模	53.54	56.02	59.08	66.99
国内销售 婴童用品	220.11	153.68	236.60	244.27
国外销售 静态车模	13.07	10.46	15.96	11.63
国外销售 动态车模	59.35	61.26	66.71	70.42
国外销售 婴童用品	48.22	44.66	47.09	192.18

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2020年，受新冠疫情影响，公司玩具生产因工人到岗推迟而受阻，预计全年产量有所下降。二季度以来海外疫情加剧，海外客户提货困难，公司手握订单但销售仍有阻碍，全年销量有较大幅度的下降。因石油价格下跌，公司玩具及衍生品业务主要原材料塑胶的成本下降，预计毛利率有所提升，整体来看，收入下降及毛利润均将有所下降。

总体来看，跟踪期内，公司体育业务受益于球队联赛成绩提升影响，收入和毛利润大幅增长；受部分产品处于生命周期后期及处置子公司等因素影响，公司游戏业务收入及毛利润均有所下降，主要受国际玩具行业下行影响，公司玩具及衍生品在国内外市场的销售收入和毛利润均有较大幅度下降。

公司治理与战略

公司于2020年6月1日召开了2020年第一次临时股东大会，选举出公司第五届董事会及监事会成员，选举陈雁升、陈创煌、刘胜华、Mao Ye Wu为公司第五届董事会非独立董事，选举纪传盛、廖朝理、姚明安为公司第七届董事会独立董事，选举彭飞为非职工代表监事，选举韦富、李穗明为职工代表监事。同日，公司召开第五届董事会第一次会议及第五届监事会第一次会议，会议审议通过了选举公司董事长、各专门委员会委员、聘任高级管理人员及选举监事会主席等相关议案，聘任陈创煌为总经理，刘胜华、卢醉兰、王云龙为副总经理，孙琦为财务总监，王云龙为董事会秘书。跟踪期内，公司发展战略未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2019年和2020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2019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，2020年1~3月的财务报表未经审计。

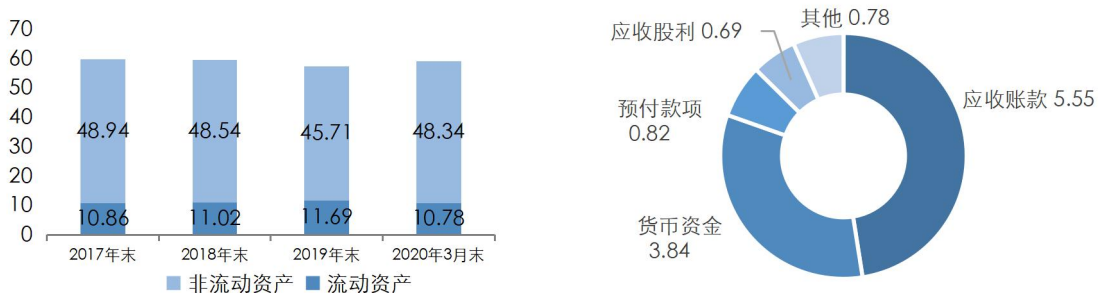
截至2019年末，公司纳入合并范围子公司19家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产结构仍以非流动资产为主，受限资产占比仍较高，商誉账面价值仍较大，资产质量一般

跟踪期内，公司资产总额略有下降，构成仍以非流动资产为主，2019年末占比为79.64%。2019年末，公司流动资产主要由应收账款、货币资金、预付款项、应收股利和存货等构成。公司应收账款增长7.05%，主要系球员交易收入增加且为分期付款所致，公司应收账款账龄集中在1年以内（含1年），占比87.47%，前五名应收账款金额合计占比49.83%；2019年末应收账款计提坏账准备0.35亿元。截至2020年3月末，应收账款账面价值为5.13亿元。公司2019年末，受益于经营积累，公司货币资金规模增幅12.85%至3.84亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，其中受限货币资金1.51亿元，占比39.33%，为银行承兑汇票保证金、信用保证金和借款保证金等。2020年3月末，公司货币资金为3.49亿元。

图表 12 近年末公司资产构成及 2019 年末流动资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动资产主要由固定资产、商誉、无形资产、投资性房地产和长期股权投资等构成。公司固定资产主要为房屋建筑物，2019年末下降1.41%至12.97亿元，年末累计折旧3.71亿元。2019年末，公司商誉10.66亿元。公司商誉主要来自广东星辉天拓互动娱乐有限公司、REIAL CLUB DEPORTIU ESPANYOL DE BARCELONA S.A.D.两家公司，分别为7.22亿元、3.44亿元。公司商誉账面价值较大，若被并购企业业绩不及预期，将面临一定减值风险。2019年末，公司无形资产7.21亿元，较2018年末减少1.39%，主要为土地使用权、球员服务合同和游戏软件。公司投资性房地产以成本法计量。主要是公司位于广州的办公大楼“星辉中心”，截至2019年末，公司投资性房地产6.68亿元，同比下降2.49%。2019年末，公司长期股权投资同比减

少 30.34%至 4.58 亿元，主要系报告期内公司处置持有参股公司的部分股权及参股公司分红所致。

截至 2020 年 3 月末，公司非流动资产仍主要为由固定资产、商誉、无形资产、投资性房地产和长期股权投资，分别为 12.88 亿元、10.66 亿元、10.11 亿元、6.63 亿元和 4.44 亿元，较上年末变化不大。

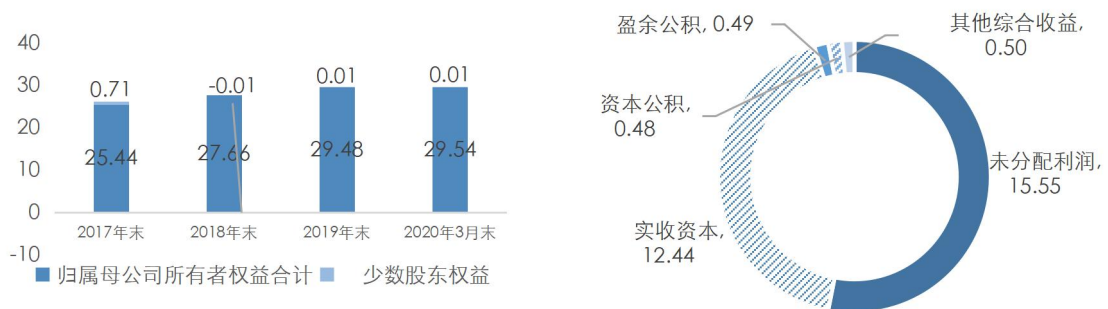
截至 2019 年末，公司受限资产 13.84 亿元，主要为保证金和用于抵质押，包括受限货币资金 1.51 亿元、投资性房地产 6.49 亿元、固定资产 5.35 亿元和无形资产 0.41 亿元，占资产总额和净资产的比重分别为 24.12%和 46.97%，受限资产占比较高。

资本结构

受益于经营积累，公司所有者权益规模保持增长

2019 年末，公司所有者权益为 29.48 亿元，较 2018 年末增长 6.61%。公司所有者权益主要由未分配利润和实收资本构成，分别占比 52.76%和 42.21%。受益于经营积累，2019 年末，公司未分配利润增幅 16.40%至 15.55 亿元。2020 年 3 月末，公司所有者权益为 29.54 亿元。

图表 13 公司所有者权益规模及 2019 年末构成情况（单位：亿元）

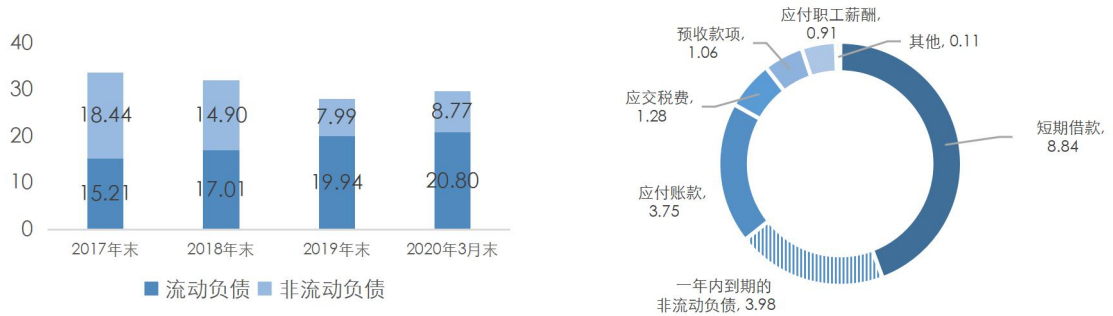


资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司短期有息债务有所增加，债务结构转以短期有息债务为主，短期偿债压力有所上升

2019 年末，公司负债总额减少 12.48%至 27.92 亿元，负债构成仍以流动负债为主，但流动负债占比由上年末 53.31%大幅上升至 71.40%。2019 年末，公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款、应交税费和预收款项构成。公司短期借款增幅 23.32%，主要为保证借款、抵押保证借款和质押保证借款，用于公司日常经营。公司一年内到期的非流动负债增幅 13.75%，主要是“15 星辉债”将于 2020 年 11 月到期兑付转入一年内到期的公司债券所致。公司应付账款主要为买入球员应付分期款以及代理游戏的分成款，2019 年末增幅 6.61%至 3.75 亿元。

图表 14 近年末公司负债构成及 2019 年末流动负债构成情况 (单位: 亿元)

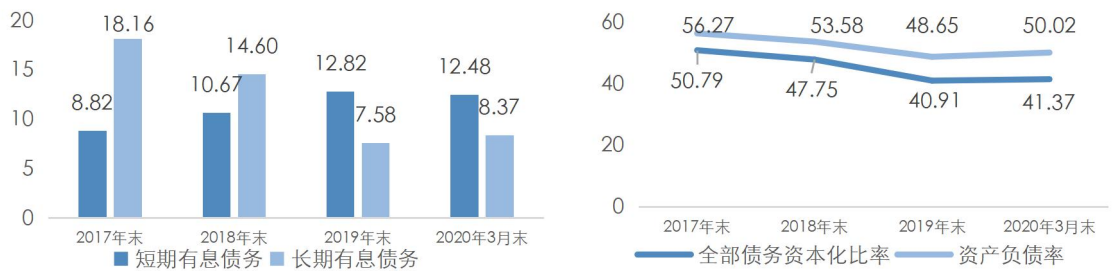


资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2019 年末, 公司非流动负债降幅 46.40% 至 7.99 亿元, 其中长期借款占比为 94.98%。2019 年末, 公司长期借款减幅 46.72%, 主要系公司偿还部分借款及重分类至一年内到期的非流动负债所致。

2019 年末, 公司全部有息债务规模降幅 19.25% 至 20.40 亿元, 主要系长期借款减少所致, 短期有息债务金额增长, 债务结构由以长期有息债务为主转为以短期有息债务为主, 短期偿债压力有所上升。同期末, 公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所下降。

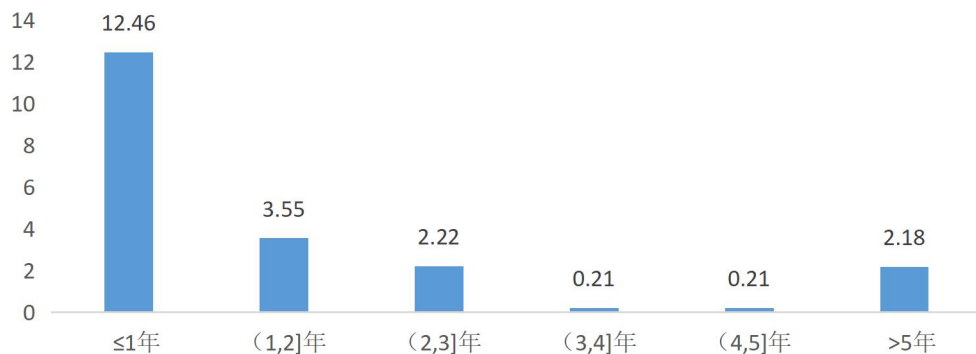
图表 15 近年末公司有息债务构成及债务负担情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

从债务期限结构来看, 以公司 2020 年 3 末的有息债务为基础, 在未来 1 年内公司到期需偿还的债务为 12.46 亿元, 面临一定债务集中偿还压力, 公司短期偿债压力有所上升。

图表 16 2020 年 3 月末公司有息债务期限结构情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

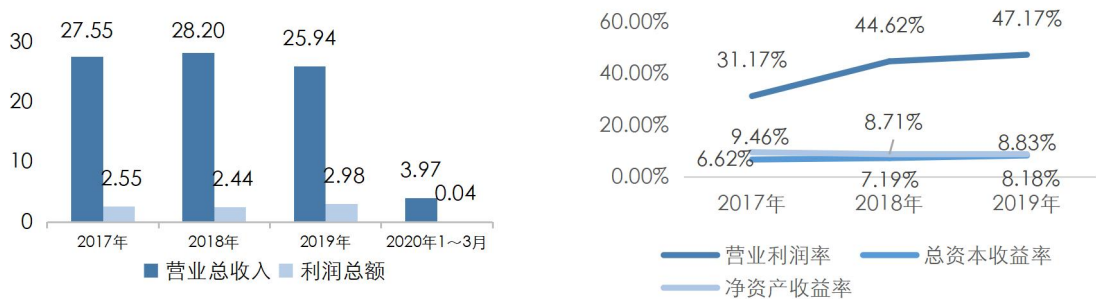
截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保。

盈利能力

公司营业总收入下降，但受益于体育业务盈利提升及期间费用下降影响，利润总额增加；预计 2020 年，受体育及玩具业务收入下降影响，公司盈利能力将降低

主要受游戏和玩具及衍生品业务收入下降影响，2019 年，公司营业总收入下降 8.01%。受益于毛利率较高的体育业务收入提升公司营业利润率 47.17%，同比提升 2.55 个百分点；期间费用率 35.30%，同比有所下降但仍较高，其中销售费用同比下降 17.40%。从资产盈利情况来看，受益于公司经营积累、净利润增加，公司总资本收益率和净资产收益率分别增长 0.99 和 0.13 个百分点。

图表 17 近年公司盈利情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年，公司计提资产减值损失 0.20 亿元，主要为长期股权投资减值准备；同期投资收益 0.07 亿元，其他收益 0.12 亿元，利润总额 2.98 亿元，同比增长 22.31%；净利润 2.60 亿元，同比提升 8.14%。

2020 年，公司游戏业务收入和毛利润稳定或小幅增长；体育业务收入及利润因上半年停赛以及球队成绩下降将大幅下降；因出口受阻，玩具及衍生品业务盈利下降。综合分析，公司营业收入和利润将有所减少，盈利能力下降。

现金流

公司经营性净现金流规模增加，投资性现金流净流出规模缩减，筹资活动现金净流出增加

主要受益于净利润规模增加，2019 年公司经营性净现金流入规模扩大，现金收入比有所提升。2019 年，公司投资活动现金流持续净流出但净流出规模有所减少，主要是因为公司购建固定资产等所支付的现金及投资支付现金减少；公司筹资活动现金净流出大幅增加，主要系公司取得借款所收到的现金较上年减少 6.41 亿元所致。

图表 18 2017 年~2019 年及 2020 年 1~3 月公司现金流和现金收入比情况(单位:亿元、%)



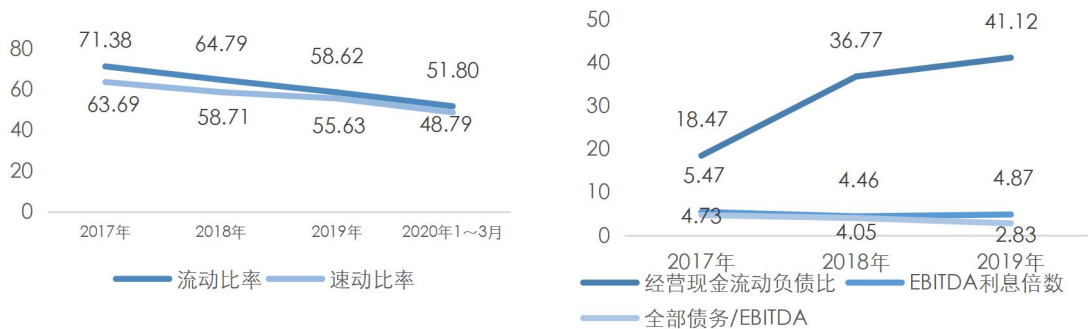
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

偿债能力

受短期负债增加影响, 跟踪期内公司流动比率和速动比率均有所下降, 流动性弱化, 受益于经营活动净现金流整体增加, 公司经营净现金流对流动负债的覆盖程度有所增强, 2019 年为 41.12%。

从长期偿债能力来看, 公司 EBITDA 利息倍数有所增加; 全部债务/EBITDA 有所下降, 公司长期偿债能力有所增强。

图表 19 近年公司短期偿债能力指标和长期偿债能力指标情况 (%、倍)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2020 年 6 月~2021 年 6 月, 公司面临回售选择权或到期兑付的债券总额为 0.37 亿元, 2019 年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为 1.91 亿元。截至 2019 年末, 公司未受限的货币资金 2.33 亿元, 2019 年公司经营性净现金流为 8.20 亿元, 货币资金和经营性净现金流对债务具有一定覆盖能力。

公司与各大商业银行保持良好的合作关系, 截至 2019 年末, 公司获得的银行授信总额为 24.05 亿元, 未使用额度 5.40 亿元。

总体来看, 跟踪期内, 公司资产结构仍以非流动资产为主, 受限资产占比仍较高, 短期有息债务金额有所增长, 未来公司主营业务收入和利润有所下降, 公司偿债能力将有所下降。

同业比较

与同业比较，公司资产总额、利润总额均小于对比组平均值，净资产收益率高于行业平均公司营业总收入低于对比组平均值；公司资产负债率水平高于对比组平均值，经营现金流流动负债比排名靠后。

图表 20 同业比较情况

项目	星辉娱乐	游族网络	掌趣科技	完美世界	平均值
资产总额 (亿元)	57.40	89.26	59.87	166.29	105.14
营业总收入 (亿元)	25.94	32.21	16.17	80.39	42.92
利润总额 (亿元)	2.98	1.65	3.61	13.46	6.24
净资产收益率 (%)	8.83	5.18	6.49	14.29	8.65
资产负债率 (%)	48.65	44.59	7.35	39.09	30.34
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.87	4.52	503.83	7.15	171.83
经营现金流流动负债比 (%)	41.12	18.65	137.40	42.16	66.07

资料来源：Wind，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 1 月 15 日，公司在过往债务履约方面不存在不良信用记录。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的各期债券均正常付息，到期债券按时兑付。

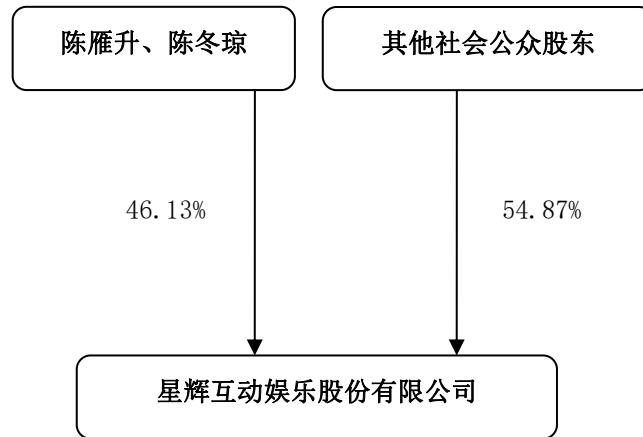
抗风险能力及结论

东方金诚认为，公司体育业务收入来自公司控股的皇家西班牙人足球俱乐部，跟踪期内，球队联赛成绩提升带动转播权、球员转会等收入增加，体育业务收入和毛利润大幅增长；公司自研游戏《三国群英传-霸王之业》等游戏产品获得较好的市场表现，推动了游戏业务毛利率提升，预计 2020 年网络娱乐性消费提升及海外收入增加，游戏业务盈利能力将改善；2019 年，公司利润总额增加，主营业务获利能力提升，经营性净现金流有所增加。

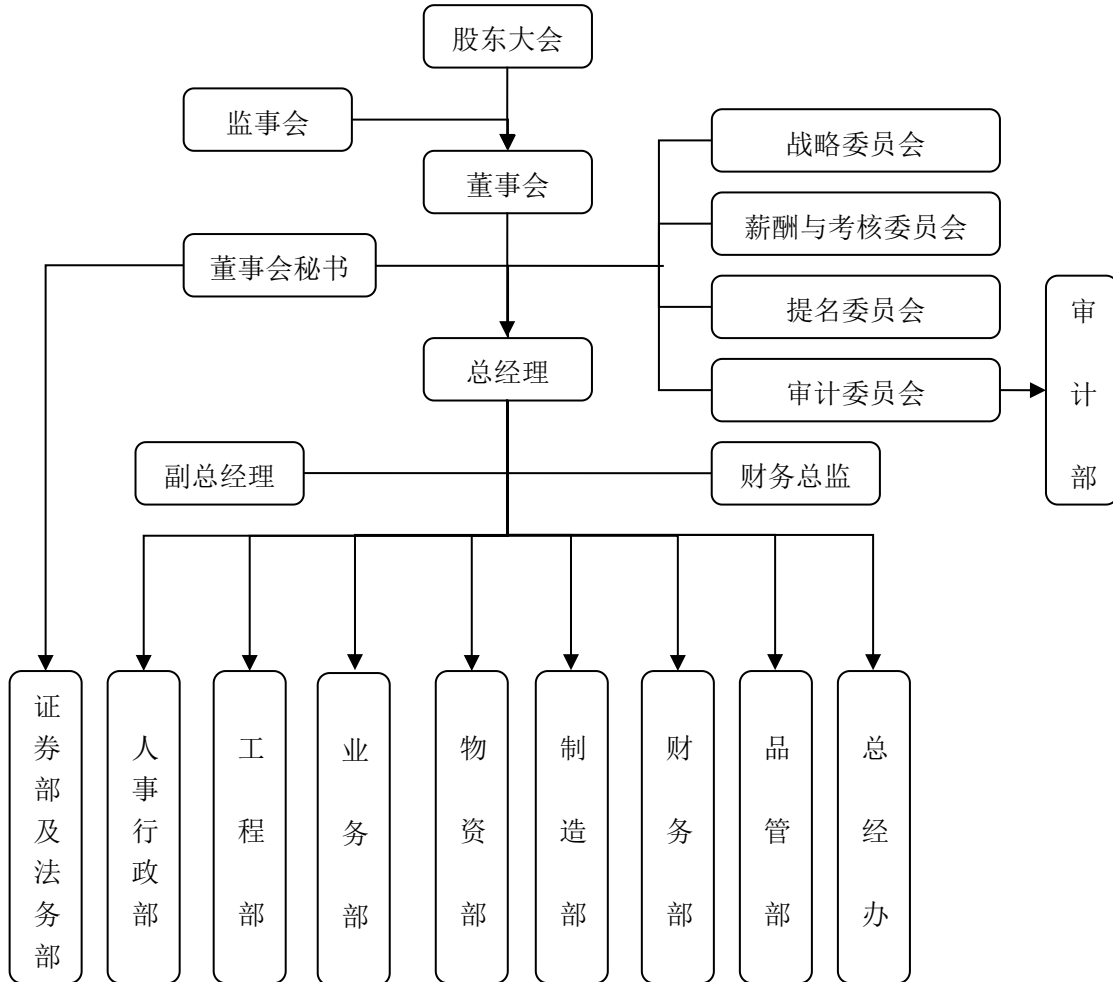
同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，受部分产品处于生命周期后期及处置子公司等因素影响，游戏业务收入及毛利润下降；受国际玩具行业下行影响，公司玩具及衍生品收入及毛利润均有所下降，受新冠疫情影响，复工延迟及海外销售受阻，预计 2020 年业务盈利能力大幅下降；受西甲联赛赛事推迟及新赛季排名下降等影响，预计 2020 年公司体育业务收入面临大幅下降风险；公司资产结构仍以非流动资产为主，受限资产占比仍较高，商誉账面价值依然较大，资产质量一般。

综合考虑，东方金诚维持星辉娱乐主体信用等级为 AA，评级展望稳定，并维持“15 星辉债”债项信用等级 AA。

附件一：截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2020 年 3 月末公司组织架构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额 (亿元)	59.80	59.56	57.40	59.11
所有者权益 (亿元)	26.15	27.65	29.48	29.54
负债总额 (亿元)	33.65	31.91	27.92	29.57
短期债务 (亿元)	8.82	10.67	12.82	12.48
长期债务 (亿元)	18.16	14.60	7.58	8.37
全部债务 (亿元)	26.98	25.27	20.40	20.85
营业收入 (亿元)	27.55	28.20	25.94	3.97
利润总额 (亿元)	2.55	2.44	2.98	0.04
净利润 (亿元)	2.47	2.41	2.60	0.13
EBITDA (亿元)	5.71	6.24	7.20	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.81	6.25	8.20	0.99
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-8.97	-2.61	-1.30	-1.41
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	5.91	-4.09	-7.24	0.65
毛利率 (%)	31.81	45.09	47.73	42.06
营业利润率 (%)	31.17	44.62	47.17	41.42
销售净利率 (%)	8.98	8.54	10.04	3.28
总资本收益率 (%)	6.62	7.19	8.18	-
净资产收益率 (%)	9.46	8.71	8.83	-
总资产收益率 (%)	4.14	4.04	4.54	0.22
资产负债率 (%)	56.27	53.58	48.65	50.02
长期债务资本化比率 (%)	40.99	34.56	20.47	22.08
全部债务资本化比率 (%)	50.79	47.75	40.91	41.37
货币资金/短期债务 (%)	34.22	31.93	29.98	27.95
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-22.82	14.41	33.79	-
流动比率 (%)	71.38	64.79	58.62	51.80
速动比率 (%)	63.69	58.71	55.63	48.79
经营现金流动负债比 (%)	18.47	36.77	41.12	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.47	4.46	4.87	-
全部债务/EBITDA (倍)	4.73	4.05	2.83	-
应收账款周转率 (次)	-	5.67	4.83	-
销售债权周转率 (次)	-	5.67	4.83	-
存货周转率 (次)	-	14.06	16.64	-
总资产周转率 (次)	-	0.47	0.44	-
现金收入比 (%)	108.91	106.34	110.77	132.24

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

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

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

评级方法为《东方金业信息技术信用评级方法及模型 (RTFC012202004)》

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“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”的存续期内密切关注星辉互动娱乐股份有限公司的经营管理状况、财务状况、债券特殊条款事项及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在星辉互动娱乐股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向星辉互动娱乐股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，星辉互动娱乐股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如星辉互动娱乐股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司
2020年6月22日

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。