



买入（维持）

所属行业：轻工制造/家用轻工
当前价格(元)：34.50

证券分析师

马笑

资格编号：S0120522100002

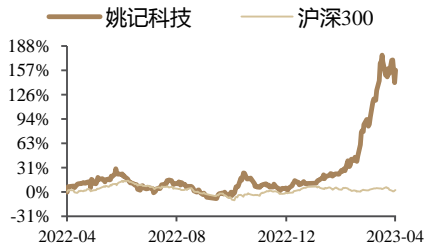
邮箱：maxiao@tebon.com.cn

研究助理

刘文轩

邮箱：liuwx@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	33.00	101.40	131.54
相对涨幅(%)	32.59	101.77	135.19

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《姚记科技(002605.SZ) 23Q1 业绩预告点评：业绩同比大增，基本面拐点已现》，2023.4.10
- 《姚记科技(002605.SZ) 首次覆盖报告：基本盘顺周期修复，新赛道打开成长空间》，2023.4.10

姚记科技(002605.SZ) 年报及季报点评： 一季度游戏业绩强劲，后续或将持续释放

投资要点

- 事件：23Q1 业绩位于预告区间上沿，表现强劲。**公司披露 2022 年报及 2023 年一季度，其中：2022 年公司实现收入 39 亿元，调整后同比增长 3%；实现归母净利润 3.5 亿元，调整后同比下滑 39%。2023 年一季度，公司实现收入 12 亿元，同比增长 18%；实现归母净利润 1.98 亿元（前期预告为 1.8-2.0 亿元），同比增长 116%；实现扣非归母净利润 1.91 亿元（前期预告为 1.75-1.95 亿元），同比增长 130%。23 年一季度，公司实际实现的归母净利润和扣非归母净利润都处于前期预告区间的上沿，业绩表现强劲。
- 扑克牌量价齐升，产能扩充下展望更高市占率。**2022 年，扑克牌业务实现收入 11 亿元，同比增长 19%；扑克牌销量达到 10.37 亿副，同比增长 9%。23Q1 扑克牌业务稳健经营，且受益于单价提升，利润同样有所提升。根据我们的测算，2022 年单副扑克牌的收入（单价）同比提升 9%到 1.07 元，毛利润 0.25 元，同比提升 11%。我们认为随着国内扑克市场格局优化，公司凭借自身品牌效应和产品质量，有望持续提升占有率和单价。此外，公司当前扑克牌的年生产能力仅能勉强满足公司现有业务需求，因此公司正在积极推进“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”，新的扑克牌生产基地已经在建设中，产能瓶颈有望解决。
- 游戏、广告复苏明显，投放优化下销售费用同比大幅度下滑，是本季度强劲业绩的主要原因。**2022 年游戏业务实现收入 12 亿元，广告业务实现收入 15 亿元，在国内宏观经济环境波动的大背景下，同比均略有下滑。而进入 2023 年后，复苏趋势明显，一季度游戏、广告业务均实现了收入和利润的双增长。此外，在 23Q1，游戏业务前期广告营销投入效果显现，加之投放策略优化，利润开始回收。本季度公司销售费用由去年同期的 1.94 亿元同比下降 76%至 0.46 亿元，销售费用率同比下降 15.3pct。考虑到毛利率、其他费用率和其他营业利润相关的收益都较为稳定，我们认为销售费用率的下降是本季度利润强劲的核心原因。
- 盈利预测与投资建议：**我们略微上调对于公司 23-24 年的盈利预测，并且新增 25 年预测。预计公司 23-25 年实现收入 49/57/65 亿元，同比增长 24%/18%/14%；实现归母净利润 6.8/8.3/9.8 亿元，同比增长 94%/22%/18%。维持对于公司 23 年 25xPE 的目标估值水平，进而上调目标市值到 169 亿元，对应目标价 41.18 元，维持对于公司的“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动风险；产品流水波动风险；市场竞争加剧风险。

股票数据

总股本(百万股)：	410.54
流通 A 股(百万股)：	327.86
52 周内股价区间(元)：	12.26-37.10
总市值(百万元)：	14,163.78
总资产(百万元)：	4,458.49
每股净资产(元)：	7.09

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,807	3,915	4,863	5,716	6,520
(+/-)YOY(%)	48.6%	2.8%	24.2%	17.5%	14.1%
净利润(百万元)	574	349	676	828	975
(+/-)YOY(%)	-47.5%	-39.3%	94.0%	22.4%	17.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.40	0.85	1.65	2.02	2.37
毛利率(%)	40.7%	38.7%	39.6%	39.0%	38.5%
净资产收益率(%)	23.4%	12.9%	19.9%	19.5%	18.6%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.86	1.65	2.02	2.37
每股净资产	6.65	8.28	10.36	12.79
每股经营现金流	1.43	1.46	2.60	2.21
每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	16.32	20.94	17.11	14.53
P/B	2.11	4.16	3.33	2.70
P/S	3.58	2.90	2.47	2.16
EV/EBITDA	8.74	14.69	11.24	8.97
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	38.7%	39.6%	39.0%	38.5%
净利润率	9.1%	14.0%	14.6%	15.1%
净资产收益率	12.9%	19.9%	19.5%	18.6%
资产回报率	7.9%	12.9%	12.6%	12.7%
投资回报率	14.0%	16.5%	16.4%	15.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	2.8%	24.2%	17.5%	14.1%
EBIT 增长率	-14.4%	46.6%	22.8%	18.0%
净利润增长率	-39.3%	94.0%	22.4%	17.7%
偿债能力指标				
资产负债率	38.1%	34.6%	34.6%	31.1%
流动比率	1.1	1.5	1.8	2.2
速动比率	0.8	1.2	1.5	1.9
现金比率	0.5	0.8	1.2	1.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	35.2	35.2	35.2	35.2
存货周转天数	52.4	52.4	52.4	52.4
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8
固定资产周转率	9.9	12.2	14.3	16.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	349	676	828	975
少数股东损益	10	7	8	10
非现金支出	184	115	118	120
非经营收益	10	-53	-53	-53
营运资金变动	29	-147	164	-143
经营活动现金流	582	599	1,066	909
资产	-67	-66	-66	-66
投资	-102	-31	-31	-31
其他	0	55	55	55
投资活动现金流	-169	-42	-42	-42
债权募资	-144	98	98	98
股权募资	39	0	0	0
其他	-192	0	0	0
融资活动现金流	-297	98	98	98
现金净流量	125	655	1,122	965

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,915	4,863	5,716	6,520
营业成本	2,400	2,935	3,488	4,011
毛利率%	38.7%	39.6%	39.0%	38.5%
营业税金及附加	15	20	23	26
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	476	602	673	736
营业费用率%	12.2%	12.4%	11.8%	11.3%
管理费用	228	253	257	274
管理费用率%	5.8%	5.2%	4.5%	4.2%
研发费用	265	297	332	352
研发费用率%	6.8%	6.1%	5.8%	5.4%
EBIT	554	812	998	1,177
财务费用	7	7	7	7
财务费用率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-95	0	0	0
投资收益	-14	55	55	55
营业利润	437	830	1,015	1,195
营业外收支	-3	-2	-2	-2
利润总额	434	827	1,013	1,192
EBITDA	629	912	1,100	1,282
所得税	76	144	177	208
有效所得税率%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%
少数股东损益	10	7	8	10
归属母公司所有者净利润	349	676	828	975

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	757	1,412	2,534	3,499
应收账款及应收票据	443	508	610	665
存货	381	473	543	625
其它流动资产	144	171	195	221
流动资产合计	1,725	2,565	3,881	5,011
长期股权投资	136	136	136	136
固定资产	395	397	400	403
在建工程	30	30	30	30
无形资产	88	105	122	139
非流动资产合计	2,681	2,681	2,681	2,680
资产总计	4,405	5,246	6,561	7,691
短期借款	506	604	702	800
应付票据及应付账款	632	588	863	805
预收账款	2	3	3	4
其它流动负债	385	467	551	629
流动负债合计	1,526	1,662	2,119	2,238
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	151	151	151	151
非流动负债合计	151	151	151	151
负债总计	1,676	1,813	2,269	2,389
实收资本	406	408	408	408
普通股股东权益	2,704	3,401	4,252	5,252
少数股东权益	25	31	40	50
负债和所有者权益合计	4,405	5,246	6,561	7,691

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

刘文轩，2021年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。