

增持 (维持)

姚记科技 (002605.SZ)

深挖公司业务潜能，三大板块稳健发展

2023年04月21日

## 市场数据

日期	2023-04-20
收盘价(元)	34.76
总股本(百万股)	410.54
流通股本(百万股)	327.86
净资产(百万元)	2704.38
总资产(百万元)	4405.37
每股净资产(元)	6.59

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证传媒】姚记科技(002605)2023年Q1业绩预告点评:游戏业务增速显著,Q1业绩大超预期》2023-04-10

《【兴证传媒】姚记科技(002605)深度研究报告:三驾马车稳健盈利,卡牌打造成长引擎》2023-03-24

## 分析师:

李阳

liyanyang@xyyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyyzq.com.cn

S0190521030003

## 投资要点

- **事件:**姚记科技发布2022年度报告。2022年,公司实现营业收入39.15亿元,同比增长2.83%;归母净利润3.49亿元,同比下降39.24%;扣非后归母净利润3.42亿元,同比下降32.38%。2022年第四季度,公司实现营业收入11.01亿元,同比增长23.67%;归母净利润5629.91万元,同比下降50.29%;扣非归母净利润6159.98万元,同比下降30.93%。
- **整理包袱轻装上阵,业务潜能持续深挖。**1) **移动游戏业务:**2022年,公司移动游戏业务板块坚持精品游戏发展路线,加大产品研发投入和广告投放力度,游戏业务竞争力得到有效提升。公司全资子公司成蹊科技、大鱼竞技分别实现扣非归母净利润2.95和0.23亿元。2) **互联网创新营销业务:**2022年,芦鸣科技依托巨量引擎的生态优势,搭建多元共生营销生态服务体系,全年实现扣非归母净利润3947万元。3) **扑克牌业务:**2022年,公司扑克牌业务稳步发展,扑克牌销量实现10.37亿副。公司积极推进“年产6亿副扑克牌生产基地建设项目”,提高公司生产水平与供货能力,满足扑克牌业务需求。4) **减值计提:**2022年公司共计提资产减值损失9479.85万元,主要系专业机构对公司企业合并所成商誉测试评估后,公司计提大鱼竞技、上海德御、上海商策的商誉减值8507.67万元。
- **多元业务协同发展,业绩弹性静待释放。**1) **业务互促,产品综合竞争力提高:**公司通过广告媒体“第55张扑克牌”推广移动游戏业务产品,发挥线上线下业务协同效应,拓宽双方业务销售渠道,提升产品综合竞争力。2) **捕鱼游戏流水充足,毛利率高:**公司旗下明星产品《指尖捕鱼》和《捕鱼炸翻天》均为运营多年、排名靠前、盈利能力较强的产品,近三年公司游戏业务毛利率维持在95%以上,显著高于同行。3) **对接巨量引擎,广告业务有望修复:**公司组建专业视频制作团队,搭建私有化智能广告投放平台,与巨量引擎Marketing API深度对接,实现技术驱动人效,全链赋能营销,广告业务未来可期。4) **前瞻布局多元卡牌,战略协同效应显现:**公司入股国内头部卡牌交易平台卡淘和卡牌发行商DAKA文化,卡淘的用户数、销售量和二级交易额均有望迎来大幅增长。公司已获得任天堂宝可梦卡牌IP代理,未来有望打造出涵盖多元卡牌类别的姚记卡世界,打开公司营收天花板。
- **盈利预测:**我们调整盈利预测,预计公司2023-2025年归母净利润7.48/9.12/10.64亿元,对应当前股价(2023年04月20日)的PE分别为19.1/15.6/13.4倍,维持“增持”评级。
- **风险提示:**政策监管风险、市场竞争风险、网络安全风险、知识产权保护风险、海外市场风险、核心人才流失的风险等。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3914.85	6037.87	7011.78	7712.95
同比增长	2.83%	54.23%	16.13%	10.00%
归母净利润(百万元)	348.56	748.04	911.94	1064.15
同比增长	-39.3%	114.6%	21.9%	16.7%
毛利率	38.7%	41.7%	41.8%	41.2%
ROE	12.89%	22.32%	21.39%	19.97%
每股收益(元)	0.85	1.82	2.22	2.59
市盈率	40.9	19.1	15.6	13.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

**报告正文**

- **事件：姚记科技发布 2022 年度报告。**2022 年，公司实现营业收入 39.15 亿元，同比增长 2.83%；归母净利润 3.49 亿元，同比下降 39.24%；扣非后归母净利润 3.42 亿元，同比下降 32.38%。2022 年第四季度，公司实现营业收入 11.01 亿元，同比增长 23.67%；归母净利润 5629.91 万元，同比下降 50.29%；扣非归母净利润 6159.98 万元，同比下降 30.93%。
- **整理包袱轻装上阵，业务潜能持续深挖。**2022 年，公司营业毛利率 38.70%，同比减少 1.99pct；销售费用率 12.15%，同比减少 1.59pct；管理费用率 5.82%，同比增加 0.27pct；研发费用率 6.76%，同比增加 1.02pct。**1) 移动游戏业务：**2022 年，公司移动游戏业务板块坚持精品游戏发展路线，进一步优化研发团队，加大产品研发投入和广告投放力度，持续创新迭代移动游戏产品，完善产品质量及服务，3D 手游产品《姚记捕鱼》、《捕鱼新纪元》均取得稳步增长，游戏业务竞争力有效提升。公司全资子公司成蹊科技、大鱼竞技分别实现扣非归母净利润 2.95 和 0.23 亿元。**2) 互联网创新营销业务：**公司互联网创新营销业务积极布局全域营销链路，以提效增量为经营目标，持续挖掘在线经济的潜能。2022 年，芦鸣科技依托巨量引擎的生态优势，搭建以流量、内容、场景为核心的多元共生的营销生态服务体系，整体营销效益稳健提升，全年实现扣非归母净利润 3947 万元。**3) 扑克牌业务：**2022 年，公司扑克牌业务稳步发展，扑克牌销量实现 10.37 亿副。公司积极推进“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”，提高公司产线智能化水平和生产效率，不断提升生产水平与供货能力以满足扑克牌业务需求。**4) 商誉损失计提：**2022 年公司共计提资产减值损失 9479.85 万元，主要系专业机构对公司企业合并所成的商誉测试评估后，公司计提大鱼竞技、上海德御、上海商策的商誉减值 8507.67 万元。
- **多元业务协同发展，业绩弹性静待释放。****1) 业务互促，产品综合竞争力提高：**公司通过广告媒体“第 55 张扑克牌”推广移动游戏业务产品，结合移动游戏业务的互联网优势和扑克牌业务独特的渠道优势，发挥线上线下业务协同效应，拓宽双方业务销售渠道，迎合品牌消费主体年轻化和年轻群体移动互联网消费趋势，提升产品综合竞争力。**2) 捕鱼游戏流水充足，毛利率高：**公司旗下明星产品《指尖捕鱼》和《捕鱼炸翻天》均为运营多年、排名靠前、盈利能力较强的产品，近三年公司游戏业务毛利率维持在 95%以上，显著高于同行。**3) 对接巨量引擎，广告业务有望修复：**公司组建专业视频制作团队，搭建私有化智能广告投放平台，与巨量引擎 Marketing API 深度对接，完善从广告到优化的全流程管理、报表优化分析、素材库搭建、项目流程化等功能，实现技术驱动人效，全链赋能营销，广告业务未来可期。**4) 前瞻布局球星卡牌，战略协同效应显现。**2022 年初公司入股国内头部卡牌交易平台卡淘和卡牌发行商 DAKA 文化，在球星卡破圈、姚记科技集团资源支持以及卡淘平台的更新迭代下，卡淘的用户数、销售量和二级交易额均有望迎来大幅增长。公司已获得任天堂宝可梦卡牌 IP 代理，未来有望打造出涵盖多元卡牌类

别的姚记卡世界，为卡牌爱好者创造更具交互感、沉浸感的卡片购买、收藏和交易体验，打开公司营收天花板。

- **盈利预测：**公司未来将进一步优化资产结构，扩大扑克牌业务生产规模，推进移动游戏创新研发，促进互联网业务提量增效，业绩有望持续增厚。我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 7.48 /9.12/10.64 亿元，对应当前股价（2023 年 04 月 20 日）的 PE 分别为 19.1/15.6/13.4 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**政策监管风险、市场竞争风险、网络安全风险、知识产权保护风险、海外市场风险、核心人才流失的风险等。

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	1725	2875	4012	5250	
货币资金	757	1498	2401	3448	
交易性金融资产	0	0	0	0	
应收票据及应收账款	443	613	717	802	
预付款项	74	102	128	161	
存货	381	538	632	699	
其他	69	125	134	141	
<b>非流动资产</b>	2681	2521	2475	2430	
长期股权投资	136	20	20	20	
固定资产	395	364	325	281	
在建工程	30	15	8	4	
无形资产	88	101	115	128	
商誉	1164	1164	1164	1164	
长期待摊费用	16	5	-7	-18	
其他	851	851	851	851	
<b>资产总计</b>	4405	5396	6488	7680	
<b>流动负债</b>	1526	1863	2040	2163	
短期借款	506	468	471	476	
应付票据及应付账款	632	927	1076	1195	
其他	387	468	494	492	
<b>非流动负债</b>	151	151	151	151	
长期借款	0	0	0	0	
其他	151	151	151	151	
<b>负债合计</b>	1676	2014	2191	2314	
股本	406	411	411	411	
资本公积	49	45	45	45	
未分配利润	2068	2667	3513	4508	
少数股东权益	25	30	32	38	
<b>股东权益合计</b>	2729	3382	4296	5366	
<b>负债及权益合计</b>	4405	5396	6488	7680	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
归母净利润	349	748	912	1064	
折旧和摊销	62	61	62	63	
资产减值准备	110	-1	6	1	
资产处置损失	-0	0	0	0	
公允价值变动损失	2	0	0	0	
财务费用	10	-9	-44	-85	
投资损失	14	-5	-4	-4	
少数股东损益	10	5	3	5	
营运资金的变动	32	-60	-54	-49	
<b>经营活动产生现金流量</b>	582	729	883	994	
<b>投资活动产生现金流量</b>	-169	93	-24	-24	
<b>融资活动产生现金流量</b>	-297	-82	45	77	
现金净变动	125	741	903	1047	
现金的期初余额	491	757	1498	2401	
现金的期末余额	616	1498	2401	3448	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>营业收入</b>	3915	6038	7012	7713	
营业成本	2400	3519	4082	4535	
税金及附加	15	59	48	56	
销售费用	476	920	1034	1081	
管理费用	228	376	447	465	
研发费用	265	339	398	434	
财务费用	7	-9	-44	-85	
其他收益	38	66	45	51	
投资收益	-14	5	4	4	
公允价值变动收益	-2	0	0	0	
信用减值损失	-15	-2	-1	-3	
资产减值损失	-95	0	0	0	
资产处置收益	0	0	0	0	
<b>营业利润</b>	437	904	1095	1278	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	3	5	3	6	
<b>利润总额</b>	434	899	1093	1271	
所得税	76	146	179	202	
净利润	358	753	914	1069	
少数股东损益	10	5	3	5	
<b>归属母公司净利润</b>	349	748	912	1064	
<b>EPS(元)</b>	0.85	1.82	2.22	2.59	

主要财务比率					
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	2.8%	54.2%	16.1%	10.0%	
营业利润增长率	-30.9%	106.8%	21.2%	16.6%	
归母净利润增长率	-39.3%	114.6%	21.9%	16.7%	
<b>盈利能力</b>					
毛利率	38.7%	41.7%	41.8%	41.2%	
归母净利率	8.9%	12.4%	13.0%	13.8%	
ROE	12.9%	22.3%	21.4%	20.0%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.1%	37.3%	33.8%	30.1%	
流动比率	1.13	1.54	1.97	2.43	
速动比率	0.88	1.25	1.66	2.10	
<b>营运能力</b>					
资产周转率	93.3%	123.2%	118.0%	108.9%	
应收帐款周转率	999.8%	1108.8%	1025.4%	986.2%	
存货周转率	685.9%	764.8%	696.9%	680.5%	
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.85	1.82	2.22	2.59	
每股经营现金	1.42	1.78	2.15	2.42	
每股净资产	6.65	8.16	10.39	12.98	
<b>估值比率(倍)</b>					
PE	40.9	19.1	15.6	13.4	
PB	5.3	4.3	3.3	2.7	

## 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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn