

姚记科技 (002605.SZ)

上半年业绩高增长，关注游戏及新业务表现

增持

核心观点

上半年业绩实现高增长。1) 公司披露 23 年半年报，上半年实现营业收入 23.46 亿元、归母净利润 4.08 亿元，同比分别增长 23.58%、113.87%，对应全面摊薄 EPS 0.98 元；实现扣非归母净利润 3.96 亿元，同比增长 117.96%；2) Q2 单季度实现营业收入 11.58 亿元、归母净利润 2.09 亿元，同比分别增长 30.3%、111.9%，对应 EPS 0.51 元；3) 上半年毛利率基本稳定 (37.18%)，销售费用率改善明显 (从 17.2% 下降至 6.42%)，从而带动净利润增速显著高于营收增长表现。

游戏及数字营销业务高增长，扑克牌业务同比下滑。1) 上半年扑克牌实现营业收入 5.15 亿元、同比下滑 9.22%；毛利率同比提升 3.88 个百分点至 26.03%；2) 游戏业务实现营收 7.05 亿元，同比增长 21.04%；毛利率基本稳定，同比下滑 0.53 个 pct 至 95.63%；数字营销业务实现营业收入 11.02 亿元，同比增长 54.68%，毛利率略提升 0.21 个 pct 至 4.33%。

休闲游戏优势明显，关注球星卡等新兴产业布局。1) 公司国内游戏产品主要有《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》、《大神捕鱼》、《捕鱼新纪元》、《小美斗地主》、《齐齐来麻将》等休闲类游戏，其中《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》和《姚记捕鱼 3D 版》具有很强的玩家粘性。海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》、《黄金捕鱼场》、《fish box》、《捕鱼派对》等，其中《Bingo Wild》、《Bingo Journey》是目前国内出海休闲竞技类游戏单品排名靠前的游戏，有望持续受益休闲游戏市场景气度向上；2) 公司已战略投资卡淘进军体育文化收藏卡球星卡业务；卡淘下设 DAKA (国内最大的卡片 IP 发行商) 与 Card Hobby (国内最大的二手收藏卡交易平台)，Card Hobby 在国内球星卡二手交易平台占到 70%-80% 份额，具有绝对龙头地位；目前体育卡片收藏行业北美二手交易市场超 100 亿美元，而中国正处于起步期，未来有望迎来爆发并成为公司重要利润增长来源；球星卡之外，公司 2022 年亦获得宝可梦卡牌代理，卡牌业务有望加速发展。

风险提示：新业务不及预期；政策监管风险；游戏流水不及预期等。

投资建议：考虑到上半年游戏业务表现，我们上调盈利预测，预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 7.7/9.6/10.7 亿元 (前值分别为 6.58/7.86/9.12 亿元)；摊薄 EPS=1.91/2.37/2.64 元，当前股价对应 PE=16/13/12x。我们看好休闲游戏市场景气度以及球星卡、AIGC 等新业务、新科技推动之下的成长机遇，继续维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,807	3,915	4,588	5,084	5,684
(+/-%)	48.6%	2.8%	17.2%	10.8%	11.8%
净利润 (百万元)	574	349	774.26	959.61	1069.75
(+/-%)	-47.5%	-39.2%	122.1%	23.9%	11.5%
每股收益 (元)	1.42	0.85	1.91	2.37	2.64
EBIT Margin	21.0%	20.3%	17.5%	20.4%	19.9%
净资产收益率 (ROE)	23.4%	12.9%	23.9%	24.5%	22.9%
市盈率 (PE)	21.9	36.7	16.2	13.1	11.7
EV/EBITDA	16.7	17.1	17.5	13.7	12.7
市净率 (PB)	5.12	4.73	3.87	3.21	2.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	增持 (维持)
合理估值	
收盘价	31.87 元
总市值/流通市值	13137/10502 百万元
52 周最高价/最低价	48.20/12.00 元
近 3 个月日均成交额	666.41 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《姚记科技 (002605.SZ) - Q1 业绩高增长，游戏及新业务值得期待》——2023-04-10

《姚记科技 (002605.SZ) - 主业稳健，球星卡业务开辟新空间》——2022-03-22

上半年业绩实现高增长。1) 公司披露 23 年半年报, 上半年实现营业收入 23.46 亿元、归母净利润 4.08 亿元, 同比分别增长 23.58%、113.87%, 对应全面摊薄 EPS 0.98 元; 实现扣非归母净利润 3.96 亿元, 同比增长 117.96%; 2) Q2 单季度实现营业收入 11.58 亿元、归母净利润 2.09 亿元, 同比分别增长 30.3%、111.9%, 对应 EPS 0.51 元; 3) 上半年毛利率基本稳定 (37.18%), 销售费用率改善明显 (从 17.2% 下降至 6.42%), 从而带动净利润增速显著高于营收增长表现。

图1: 姚记科技营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 姚记科技单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 姚记科技归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



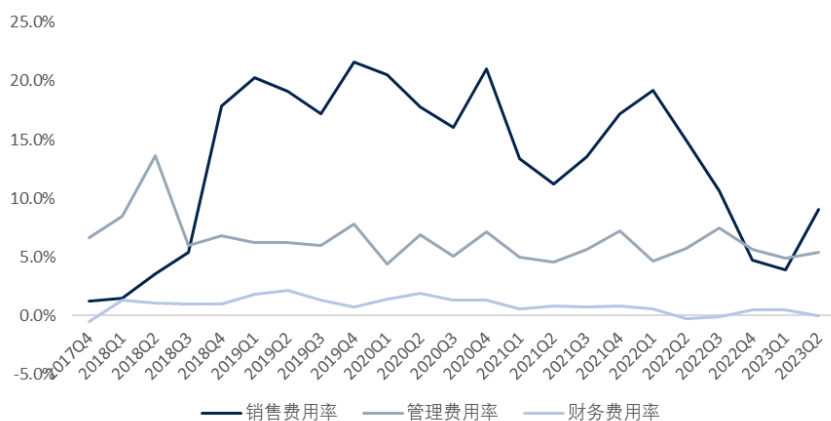
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 姚记科技单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

游戏及数字营销业务高增长，扑克牌业务同比下滑。1) 上半年扑克牌实现营业收入 5.15 亿元、同比下滑 9.22%；毛利率同比提升 3.88 个百分点至 26.03%；2) 游戏业务实现营收 7.05 亿元，同比增长 21.04%；毛利率基本稳定，同比下滑 0.53 个 pct 至 95.63%；数字营销业务实现营业收入 11.02 亿元，同比增长 54.68%，毛利率略提升 0.21 个 pct 至 4.33%。

公司国内游戏产品主要有《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》、《大神捕鱼》、《捕鱼新纪元》、《小美斗地主》、《齐齐来麻将》等休闲类游戏，其中《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》和《姚记捕鱼 3D 版》具有很强的玩家粘性。海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》、《黄金捕鱼场》、《fish box》、《捕鱼派对》等，其中《Bingo Wild》、《Bingo Journey》是目前国内出海休闲竞技类游戏单品排名靠前的游戏，有望持续受益休闲游戏市场景气度向上。

图6: 《捕鱼炸翻天》



资料来源：vivo 应用商店、国信证券经济研究所整理

公司目前公司已战略投资卡淘进军体育文化收藏卡球星卡业务；卡淘下设 DAKA（国内最大的卡片 IP 发行商）与 Card Hobby（国内最大的二手收藏卡交易平台），

当前 DAKA 已签约、发行的产品覆盖足球（中超、欧洲五大顶级联赛）、篮球（CBA）、电竞（LOL）等。Card Hobby 在国内球星卡二手交易平台占到 70%-80% 份额，具有绝对龙头地位；2）目前体育卡片收藏行业北美二手交易市场超 100 亿美元，而中国正处于起步期，未来 3-5 年有望迎来爆发并成为公司重要利润增长来源；3）球星卡之外，公司 2022 年亦获得宝可梦卡牌代理，卡牌业务有望加速发展。

图7: Card Hobby 平台



资料来源: Card Hobby、国信证券经济研究所整理

图8: Card Hobby 平台球星卡



资料来源: Card Hobby、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到上半年游戏业务表现，我们上调盈利预测，预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 7.7/9.6/10.7 亿元(前值分别为 6.58/7.86/9.12 亿元)，同比增长 121.9%/23.7%/11.4%；摊薄 EPS=1.91/2.37/2.64 元，当前股价对应 PE=16/13/12x。我们看好休闲游戏市场景气度以及球星卡、AIGC 等新业务、新科技推动之下的成长机遇，继续维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
002517.SZ	恺英网络	增持	14.94	322	0.27	0.48	0.69	0.94	56	31	22	16
002602.SZ	世纪华通	增持	5.54	413	0.31	(0.95)	0.25	0.32	18	(6)	22	17
002624.SZ	完美世界	增持	13.99	271	0.19	0.71	0.81	0.97	74	20	17	14
603444.SH	吉比特	买入	423.69	305	20.38	20.28	20.70	25.10	21	21	20	17

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	582	757	1431	2004	2661	营业收入	3807	3915	4588	5084	5684
应收款项	353	479	440	487	545	营业成本	2258	2400	2992	3050	3410
存货净额	318	381	821	837	936	营业税金及附加	16	15	57	63	69
其他流动资产	98	107	229	254	284	销售费用	523	476	275	422	500
流动资产合计	1351	1725	2921	3582	4426	管理费用	212	228	462	512	572
固定资产	424	425	491	557	628	财务费用	27	7	(27)	(17)	(33)
无形资产及其他	71	88	84	81	77	投资收益	8	(14)	15	20	25
投资性房地产	2111	2032	2032	2032	2032	资产减值及公允价值变动	16	93	69	59	74
长期股权投资	22	136	186	236	286	其他收入	(163)	(431)	0	0	0
资产总计	3979	4405	5714	6488	7449	营业利润	632	437	914	1133	1264
短期借款及交易性金融负债	660	521	567	582	557	营业外净收支	(3)	(3)	5	5	5
应付款项	366	632	1149	1171	1310	利润总额	629	434	919	1138	1269
其他流动负债	283	372	559	598	672	所得税费用	62	76	124	154	171
流动负债合计	1309	1526	2275	2351	2539	少数股东损益	(6)	10	20	25	28
长期借款及应付债券	55	0	0	0	0	归属于母公司净利润	574	349	774	960	1070
其他长期负债	162	151	154	162	167						
长期负债合计	217	151	154	162	167	现金流量表（百万元）					
负债合计	1525	1676	2429	2513	2706	净利润	574	349	774	960	1070
少数股东权益	6	25	39	56	76	资产减值准备	3	101	24	16	20
股东权益	2448	2704	3246	3918	4667	折旧摊销	46	50	57	63	68
负债和股东权益总计	3979	4405	5714	6488	7449	公允价值变动损失	(16)	(93)	(69)	(59)	(74)
						财务费用	27	7	(27)	(17)	(33)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(362)	327	208	(3)	52
每股收益	1.42	0.85	1.91	2.37	2.64	其它	(7)	(95)	(9)	1	(0)
每股红利	0.61	0.33	0.57	0.71	0.79	经营活动现金流	238	639	984	977	1135
每股净资产	6.05	6.56	8.02	9.67	11.52	资本开支	0	(241)	(74)	(81)	(81)
ROIC	24%	21%	23%	31%	33%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	23%	13%	24%	24%	23%	投资活动现金流	7	(356)	(124)	(131)	(131)
毛利率	41%	39%	35%	40%	40%	权益性融资	(3)	39	0	0	0
EBIT Margin	21%	20%	17%	20%	20%	负债净变化	(160)	(55)	0	0	0
EBITDA Margin	22%	22%	19%	22%	21%	支付股利、利息	(246)	(138)	(232)	(288)	(321)
收入增长	49%	3%	17%	11%	12%	其它融资现金流	493	239	46	16	(26)
净利润增长率	-48%	-39%	122%	24%	11%	融资活动现金流	(323)	(108)	(187)	(272)	(347)
资产负债率	38%	39%	43%	40%	37%	现金净变动	(77)	175	673	574	657
息率	1.9%	1.1%	1.8%	2.3%	2.5%	货币资金的期初余额	659	582	757	1431	2004
P/E	21.9	36.7	16.2	13.1	11.7	货币资金的期末余额	582	757	1431	2004	2661
P/B	5.1	4.7	3.9	3.2	2.7	企业自由现金流	0	793	885	875	1018
EV/EBITDA	16.7	17.1	17.5	13.7	12.7	权益自由现金流	0	977	954	905	1020

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032