

姚记科技 (002605.SZ)

Q1 业绩高增长，游戏及新业务值得期待

增持

核心观点

成本及费用增长压制 22 年业绩表现，23 年 Q1 业绩反转向上。1) 公司 22 年业绩预告预计全年实现营业收入 39.1 亿元、归属于上市公司股东净利润 3.48 亿元，同比分别增长 2.83%、-39.28%；归母净利润同比大幅下滑主要在于年内研发费用投入增加以及计提部分商誉减值准备；2) 公司发布 23 年一季度业绩预告，预计实现归母净利润 1.8-2.0 亿元，同比增长 96-118%，相比 23 年全年业绩增速大幅反转向上。

游戏带动 Q1 业绩高增长，扑克牌与营销板块稳步增长。1) 公司游戏业务深耕休闲益智类细分领域，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》、《小美斗地主》、《齐齐来麻将》、《梦幻恐龙园》等休闲、养成类游戏；海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》等，其中《Bingo Party》、《Bingo Journey》在国内出海休闲竞技类游戏单品中排名靠前；2) 游戏业务高增长是公司 Q1 业绩增长的核心驱动力；主要在于一方面 2022 年以来公司加大了游戏板块的研发力度和广告投放力度带动游戏流水上升，另一方面 23 年 Q1 以来游戏推广费用较去年同期有所下降，从而带动游戏板块业绩高增长，全年来看有望延续 Q1 高增长趋势；3) 扑克牌板块与互联网创新营销板块业务持续保持良好发展态势，利润率进一步提升，利润规模同比增加。

关注球星卡等新兴产业布局。1) 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。

风险提示：新业务不及预期；政策监管风险；AIGC 技术进步低于预期风险等。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 3.47/6.58/7.86 亿元，同比增速-39.5%/89.6%/19.4%；摊薄 EPS=0.86/1.63/1.94 元，当前股价对应同期 PE=36/19/16x；我们看好公司 23 年业绩反转向上以及球星卡、AIGC 等新业务、新科技推动之下的中长期成长机遇；同时从估值上来看亦处于相对较低水平，继续维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,562	3,807	3,915	4,588	5,139
(+/-%)	47.5%	48.6%	2.8%	17.2%	12.0%
净利润(百万元)	1093	574	347	658	786
(+/-%)	217.1%	-47.5%	-39.5%	89.6%	19.4%
每股收益(元)	2.72	1.40	0.86	1.63	1.94
EBIT Margin	31.3%	21.0%	8.0%	14.7%	16.0%
净资产收益率 (ROE)	53.1%	23.4%	12.9%	20.9%	21.2%
市盈率 (PE)	11.4	22.2	36.2	19.1	16.0
EV/EBITDA	16.7	16.9	41.5	20.6	17.1
市净率 (PB)	6.05	5.20	4.67	3.98	3.39

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

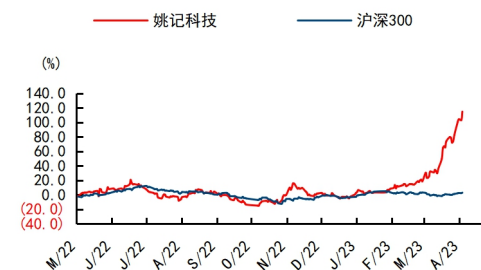
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	31.01 元
总市值/流通市值	12731/10166 百万元
52 周最高价/最低价	31.70/12.00 元
近 3 个月日均成交额	276.80 百万元

市场走势



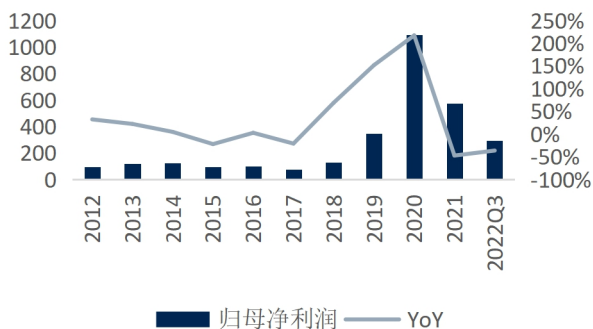
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

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

成本及费用增长压制 22 年业绩表现，23 年 Q1 业绩反转向上。1) 公司 22 年业绩预告预计全年实现营业收入 39.1 亿元、归属于上市公司股东净利润 3.48 亿元，同比分别增长 2.83%、-39.28%；归母净利润同比大幅下滑主要在于年内研发费用投入增加以及计提部分商誉减值准备；2) 公司发布 23 年一季度业绩预告，预计实现归母净利润 1.8-2.0 亿元，同比增长 96-118%，相比 23 年全年业绩增速大幅反转向上。

图1: 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2: 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

游戏带动 Q1 业绩高增长，扑克牌与营销板块稳步增长。1) 公司游戏业务深耕休闲益智类细分领域，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》、《小美斗地主》、《齐齐来麻将》、《梦幻恐龙园》等休闲、养成类游戏；海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》等，其中《Bingo Party》、《Bingo Journey》在国内出海休闲益智类游戏单品中排名靠前；2) 游戏业务高增长是公司 Q1 业绩增长的核心驱动力；主要在于一方面 2022 年以来公司加大了游戏板块的研发力度和广告投放力度带动游戏流水上升，另一方面 23 年 Q1 以来游戏推广费用较去年同期有所下降，从而带动游戏板块业绩高增长，全年来看有望延续 Q1 高增长趋势。

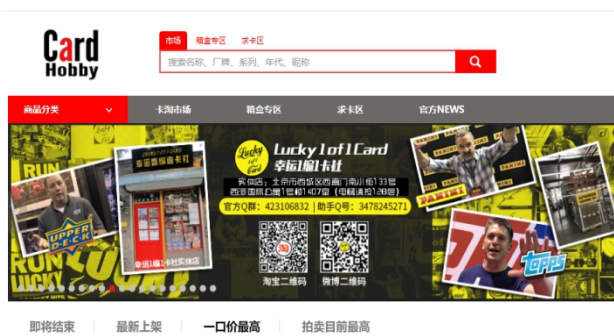
图3: 《捕鱼炸翻天》



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4: Card Hobby 平台



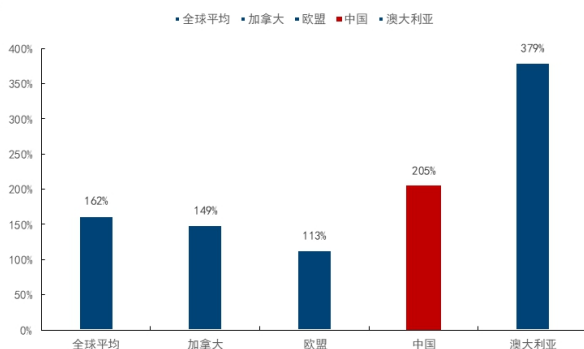
资料来源: Card Hobby、国信证券经济研究所整理

图5: Card Hobby 平台球星卡



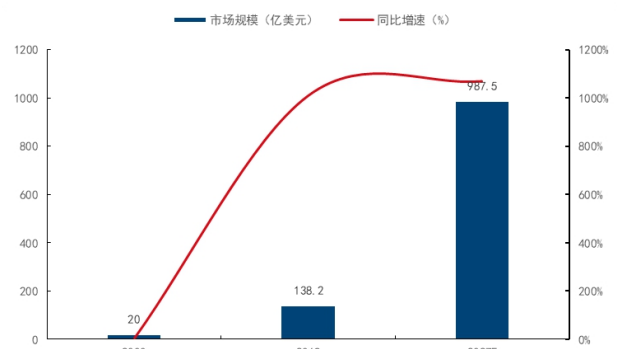
资料来源: Card Hobby、国信证券经济研究所整理

图6: 2020 年全球球星卡消费部分国家/地区增速 (%)



资料来源: 智研咨询、国信证券经济研究所整理

图7: 2000-2027E 全球球星卡市场规模预测



资料来源: 智研咨询、国信证券经济研究所整理

投资建议:业绩拐点向上,看好新业务布局及 AIGC 对游戏行业重塑可能,维持“增持”评级。我们预计 2022-2024 年归母净利润 3.47/6.58/7.86 亿元,同比增速 -39.5%/89.6%/19.4%;摊薄 EPS=0.86/1.63/1.94 元,当前股价对应 PE=36/19/16x。看好 23 年业绩反转向上以及球星卡、AIGC 等新业务、新科技推动之下的中长期成长机遇,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	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002517.SZ	恺英网络	增持	14.03	302	0.27	0.45	0.57	52	31	25
002555.SZ	三七互娱	买入	31.00	688	1.30	1.35	1.59	24	23	20
002602.SZ	世纪华通	增持	6.64	495	0.31	0.20	0.23	21	33	29
002605.SZ	姚记科技	增持	31.01	127	1.40	0.85	1.60	22	37	19

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）					
2016	2021	2022E	2023E	2024E		2016	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	659	582	973	1207	1637	营业收入	2562	3807	3915	4588	5139
应收款项	277	353	375	440	493	营业成本	1096	2258	2553	2753	3083
存货净额	271	318	701	755	845	营业税金及附加	32	16	49	56	62
其他流动资产	93	98	196	229	257	销售费用	481	523	744	826	874
流动资产合计	1300	1351	2244	2632	3232	管理费用	150	212	257	278	296
固定资产	382	424	538	664	767	财务费用	36	27	(19)	1	(6)
无形资产及其他	74	71	68	65	62	投资收益	494	8	15	20	25
投资性房地产	2101	2111	2111	2111	2111	资产减值及公允价值变动	100	16	45	54	38
长期股权投资	29	22	72	122	172	其他收入	(48)	(163)	0	0	0
资产总计	3886	3979	5034	5595	6345	营业利润	1313	632	392	747	893
短期借款及交易性金融负债	519	660	555	578	597	营业外净收支	(6)	(3)	5	5	5
应付款项	408	366	981	1058	1183	利润总额	1307	629	397	752	898
其他流动负债	223	283	533	579	638	所得税费用	173	62	54	102	121
流动负债合计	1150	1309	2069	2214	2419	少数股东损益	41	(6)	(4)	(8)	(9)
长期借款及应付债券	215	55	55	55	55	归属于母公司净利润	1093	574	347	658	786
其他长期负债	407	162	216	176	178						
长期负债合计	622	217	271	231	233	现金流量表（百万元）					
负债合计	1772	1525	2340	2445	2651	2016	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	54	6	3	(2)	(9)	净利润	1093	574	347	658	786
股东权益	2060	2448	2691	3152	3702	资产减值准备	(18)	3	3	3	2
负债和股东权益总计	3886	3979	5034	5595	6345	折旧摊销	50	46	47	55	63
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(100)	(16)	(45)	(54)	(38)
2016	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	36	27	(19)	1	(6)
每股收益	2.72	1.40	0.86	1.63	1.94	营运资本变动	(1051)	(362)	419	(68)	18
每股红利	0.52	0.60	0.26	0.49	0.58	其它	51	(7)	(6)	(8)	(9)
每股净资产	5.12	5.96	6.64	7.78	9.14	经营活动现金流	25	238	766	587	823
ROIC	30%	24%	9%	20%	23%	资本开支	0	(103)	(116)	(128)	(128)
ROE	53%	23%	13%	21%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	57%	41%	35%	40%	40%	投资活动现金流	264	(96)	(166)	(178)	(178)
EBIT Margin	31%	21%	8%	15%	16%	权益性融资	(7)	36	0	0	0
EBITDA Margin	33%	22%	9%	16%	17%	负债净变化	115	(160)	0	0	0
收入增长	48%	49%	3%	17%	12%	支付股利、利息	(210)	(246)	(104)	(198)	(236)
净利润增长率	217%	-48%	-39%	90%	19%	其它融资现金流	60	556	(105)	23	20
资产负债率	47%	38%	47%	44%	42%	融资活动现金流	(136)	(220)	(209)	(174)	(216)
息率	1.6%	1.9%	0.8%	1.6%	1.9%	现金净变动	154	(77)	391	235	429
P/E	11.4	22.2	36.2	19.1	16.0	货币资金的期初余额	505	659	582	973	1207
P/B	6.1	5.2	4.7	4.0	3.4	货币资金的期末余额	659	582	973	1207	1637
EV/EBITDA	16.7	16.9	41.5	20.6	17.1	企业自由现金流	0	300	620	443	667
						权益自由现金流	0	696	532	466	692

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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