

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	27.77
总股本/流通股本(亿股)	4.18 / 3.37
总市值/流通市值(亿元)	116 / 94
52周内最高/最低价	34.44 / 22.83
资产负债率(%)	30.0%
市盈率	21.12
第一大股东	姚朔斌

研究所

分析师: 王晓萱
SAC 登记编号: S1340522080005
Email: wangxiaoxuan@cnpsec.com

姚记科技(002605)

业绩阶段性承压，深化短视频中心战略布局

● 事件回顾

2025年8月26日，公司发布2025年半年报，2025H1，公司实现营业收入14.38亿元，同比下降24.64%；归母净利润2.56亿元，同比下降9.98%；扣非后归母净利润2.54亿元，同比下降5.43%。2025Q2，公司实现营业收入6.60亿元，同比下降28.84%；归母净利润1.15亿元，同比下降13.69%；扣非后归母净利润1.14亿元，同比下降4.23%。

● 事件点评

游戏业务降幅边际收窄，数字营销业务上半年承压。1) 游戏业务方面，25H1实现收入4.81亿元，同比下降6.33%，降幅较2024年同期已有所收窄。公司目前正通过持续迭代移动端产品、推进工作室化开发模式以强化产品供给，后续业绩有望逐步改善；2) 数字营销方面，25H1实现收入5.21亿元，同比下降40.76%，在行业整体承压背景下，规模持续收缩，对整体业绩形成主要拖累；3) 扑克牌方面，25H1实现收入4.29亿元，同比下降12.72%。目前公司“年产6亿副扑克牌生产基地建设项目”仍在稳步推进，未来伴随攒蛋等新品类带动需求叠加产能释放，供需共振下业绩亦有望实现修复。

毛利率有所改善，费用率小幅抬升。2025H1公司综合毛利率为44.65%，同比提升7.88pct，主要受低毛利率的数字营销业务占比下降拉动。分业务看，扑克牌业务毛利率29.93%，同比微降0.52pct，整体维持稳定；游戏业务毛利率96.39%，同比上升0.15pct；数字营销业务毛利率8.16%，同比提升3.17pct。期间费用率为21.40%，同比增加2.92pct，其中销售/管理/研发费用率分别为7.31%/8.65%/5.44%，同比分别变动-0.31/+2.50/+0.73pct。销售费用下降主要因游戏投放减少，管理和研发费用则有所增加。

宣发旺季临近叠加短剧需求扩容，期待数字营销业务实现边际修复。由于四季度节假日与电商大促集中叠加，Q4历来为消费传统旺季，预计将带动宣发与投放需求回升，对公司营销业务形成支撑。同时，短剧产业景气度持续上行，相关拍摄需求快速增长。以横店为例，2024年接待竖屏微短剧组逾1190个，而2025年前七个月已突破2300个，显著超越去年全年。在基础设施供给有限背景下，率先布局者有望获得先发优势。公司旗下的上海国际短视频中心预计年服务剧组50个以上，场景利用率有望达85%，单场景日均可支持2~3组拍摄。未来公司围绕“内容+基地”着力发展的短剧业务布局，亦有望为数字营销板块带来新增长动能。

● 投资建议

我们预计2025/2026/2027年公司营业收入为34/36/39亿元，归母净利润为5.47/6.27/7.42亿元，对应EPS为1.31/1.50/1.78元，根据9月26日收盘价，分别对应21/19/16倍PE，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业政策监管风险, 市场需求降低风险, 市场消费偏好转移风险, 海外政策变化风险。

● 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3271	3376	3584	3854
增长率(%)	-24.04	3.19	6.17	7.51
EBITDA (百万元)	783.79	806.15	896.09	1032.34
归属母公司净利润 (百万元)	539.01	546.55	626.61	742.09
增长率(%)	-4.17	1.40	14.65	18.43
EPS(元/股)	1.29	1.31	1.50	1.78
市盈率 (P/E)	21.52	21.22	18.51	15.63
市净率 (P/B)	3.30	3.01	2.74	2.47
EV/EBITDA	13.62	13.23	11.39	9.39

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	3271	3376	3584	3854	营业收入	-24.0%	3.2%	6.2%	7.5%
营业成本	1850	1927	2023	2127	营业利润	-4.2%	1.1%	14.7%	18.4%
税金及附加	19	17	18	19	归属于母公司净利润	-4.2%	1.4%	14.6%	18.4%
销售费用	263	270	287	308	获利能力				
管理费用	273	270	280	281	毛利率	43.4%	42.9%	43.5%	44.8%
研发费用	187	192	204	220	净利率	16.5%	16.2%	17.5%	19.3%
财务费用	27	19	10	1	ROE	15.4%	14.2%	14.8%	15.8%
资产减值损失	-8	-28	-12	-4	ROIC	13.8%	12.8%	13.3%	14.3%
营业利润	683	690	791	937	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	30.0%	27.5%	25.7%	23.9%
营业外支出	2	2	2	2	流动比率	2.51	3.10	3.63	4.21
利润总额	681	689	790	935	营运能力				
所得税	117	117	134	159	应收账款周转率	5.60	7.22	7.45	7.51
净利润	564	572	655	776	存货周转率	4.40	5.38	6.86	7.00
归母净利润	539	547	627	742	总资产周转率	0.67	0.65	0.64	0.63
每股收益(元)	1.29	1.31	1.50	1.78	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.29	1.31	1.50	1.78
货币资金	1081	1604	2039	2528	每股净资产	8.41	9.22	10.14	11.23
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	467	467	495	531	PE	21.52	21.22	18.51	15.63
预付款项	63	58	61	64	PB	3.30	3.01	2.74	2.47
存货	423	293	297	310	现金流量表				
流动资产合计	2124	2496	2961	3500	净利润	564	572	655	776
固定资产	534	507	471	428	折旧和摊销	74	98	97	96
在建工程	226	207	191	178	营运资本变动	-81	110	-9	-15
无形资产	93	106	120	138	其他	38	45	28	19
非流动资产合计	2944	2899	2858	2823	经营活动现金流净额	594	824	771	875
资产总计	5069	5395	5819	6323	资本开支	-168	-51	-54	-59
短期借款	145	120	95	70	其他	-17	3	4	4
应付票据及应付账款	437	412	433	455	投资活动现金流净额	-185	-48	-50	-55
其他流动负债	266	273	289	307	股权融资	42	3	0	0
流动负债合计	848	805	816	832	债务融资	347	-25	-26	-26
其他	674	680	679	678	其他	-401	-230	-260	-305
非流动负债合计	674	680	679	678	筹资活动现金流净额	-13	-252	-286	-330
负债合计	1521	1484	1495	1510	现金及现金等价物净增加额	398	524	434	490
股本	415	417	417	417					
资本公积金	178	178	178	178					
未分配利润	2660	2913	3203	3547					
少数股东权益	36	61	90	124					
其他	259	341	435	546					
所有者权益合计	3547	3910	4324	4813					
负债和所有者权益总计	5069	5395	5819	6323					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：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；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048