

证券研究报告

公司研究

公司点评

姚记科技 (002605.SZ)

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

姚记科技 (002605.SZ): 新游上线业绩短期承压, 静待游戏爬坡、短视频营销、球星卡催化落地

2022 年 05 月 02 日

事件: 姚记科技 (002605.SZ) 于 2022 年 4 月 28 日 (北京时间) 发布 2021 年度业绩报告及 2022 年第一季度业绩报告。

点评:

- 姚记科技 2021 年实现营收 38.07 亿元, 同比上升 48.61%; 归母净利润 5.74 亿元, 同比下降 47.53%, 扣非归母 5.06 亿元, 同比下降 10.87%。2021Q4 公司实现营收 8.91 亿元, 同比上升 19.23%, 归母净利润 1.13 亿元, 同比上升 4.50%, 扣非归母 8919.08 万元, 同比下降 46.74%。
- **2021 年度利润率方面, 毛利率和净利率均下降。**公司 21 年整体毛利率 40.68%, 同比下降 16.53pct。21 年整体归母净利率 14.90%, 同比下降 29.37pct, 主要系 (1) 20 年毛利率及归母净利率基数较高的影响; (2) 数字营销业务毛利率较低 (6.92%), 占比由 20 年 41.75% 上升至 21 年 66.22%; (3) 扑克牌业务毛利率下行 2.3 个百分点所致。2021Q4 整体毛利率 44.35%, 同比下降 10.71pct。2021Q4 归母净利率 12.00%, 同比下降 2.88pct。费用方面, 2021 年销售费用 5.23 亿, 同比上升 8.86%, 销售费用率 13.74%, 同比下降 5.02pct; 管理费用 2.12 亿, 同比上升 40.86%, 管理费用率 5.56%, 同比下降 0.31pct; 研发费用 2.19 亿, 同比上升 58.84%, 研发费用率 5.74%, 同比上升 0.37pct; 财务费用 2715.64 万, 同比下降 25.42%, 财务费用率 0.71%, 同比下降 0.71pct。系公司费用控制所致。
- 2022Q1 公司实现营收 10.10 亿元, 同比增长 2.94%, 归母净利润 9180.48 万元, 同比下降 53.77%, 扣非归母 8313.37 万元, 同比下降 54.51%。主要系 (1) 21 年归母净利润及扣非归母均较低, 存在基数效应; (2) 推广费用增加以及移动游戏业务的研发投入增加所致。
- **2022Q1 利润率方面, 毛利率和净利率均有下降。**公司 22Q1 毛利率 38.61%, 同比下降 6.54pct, 归母净利率 7.23%, 同比下降 13.23pct。费用方面, 22Q1 公司销售费用 1.94 亿元, 同比增长 47.14%, 销售费用率 19.17%, 同比增加 5.76pct, 管理费用 4694.18 万元, 同比下降 4.31%, 管理费用率 4.65%, 同比下降 0.35pct, 财务费用 539.20 万元, 同比增长 2.38%, 财务费用率 0.53%, 同比下降 0.00pct, 研发费用 5717.21 万元, 同比增长 37.74%, 研发费用率 5.66%, 同比增加 1.43pct。主要系新游上线推广费增加所致。



- **传统游戏业务发展稳健，休闲游戏仍保持行业领先地位。**《捕鱼炸翻天》在 iOS 畅销榜休闲领域排名前 5，《指尖捕鱼》在 iOS 畅销榜休闲领域排名前 20，玩家粘性较强；2021 年末升级上线的《3D 捕鱼》维持在 iPhone 端休闲游戏畅销榜前 20。海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》等。其中《Bingo Party》、《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，在全球范围内具有相当强的竞争力。
- **发挥球星卡 IP 优势，布局体育文化产业，球星卡赛道成为新增长点。**公司投资卡牌交易&发行平台 Card Hobby，持股比例约为 38%。公司于 2022 年 1 月战略投资上海璐到粗企业咨询管理有限公司，深度参与卡淘网及卡淘 APP 的开发运营、卡牌发行等业务，未来五年，球星卡行业的投入和探索将成为公司的重点发展方向之一。球星卡是体育 IP 变现的主要方式，极具投资和收藏价值。公司将运用全球最大的卡片产能与技术以及覆盖百万家以上的销售渠道来推动卡淘球星卡一级市场业务发展，同时通过短视频内容营销拓展用户，促进卡淘球星卡二级市场社群扩展。
- **继续加码互联网营销投入，大力推进短视频、营销业务的发展。**以短视频为代表的信息流媒体正逐步成为数字营销的新增长点。公司的现有信息流广告业务，已经覆盖了今日头条、快手、腾讯广点通等媒体平台，未来将覆盖更多的媒体平台，挖掘整合营销服务价值，同时深化运营能力，扩大业务规模。公司将持续挖掘短视频营销产业链，充分利用子公司西亭文化旗下的上海国际短视频中心基地优势，发挥短视频产业聚合效应，挖掘在线新经济带来的增长价值。
- **投资建议：**公司 21Q4 及 22Q1 业绩受新游上线影响短期承压，但传统主营扑克牌业务及游戏业务品牌优势显著、发展稳健，未来看好公司球星卡及短视频营销两大新增跑道，建议密切关注。
- **风险因素：**卡片行业政策监管风险；市场竞争风险；网络安全风险；海外市场风险；原材料供应和价格波动风险；流量媒体供应商较为集中的风险；核心人才流失风险等。

目 录

财务分析	4
主营业务梳理	9
风险因素	11

图 目 录

图 1: 姚记科技 2017-2021 年、2021Q1 和 2022Q1 营业总收入及增速	4
图 2: 姚记科技 19Q2-22Q1 营业总收入及增速	4
图 3: 姚记科技 2017-2021 年、2021Q1 和 2022Q1 归母净利润及增速	5
图 4: 姚记科技 19Q2-22Q1 归母净利润及增速	5
图 5: 姚记科技 2017-2021 年、2021Q1 和 2022Q1 毛利率与归母净利率	6
图 6: 姚记科技 19Q2-22Q1 毛利率与归母净利率	6
图 7: 姚记科技 2017-2021 年、2021Q1 和 2022Q1 费用率	7
图 8: 姚记科技 19Q2-22Q1 费用率	7
图 9: 姚记科技 2017-2021 年、2021Q1 和 2022Q1 经营性现金流情况	8
图 10: 姚记科技 19Q2-22Q1 经营性现金流情况	8

表 目 录

表 1: 姚记科技 2021 年营业成本构成	10
表 2: 姚记科技 2021 年各业务营业收入、营业成本及毛利率	10

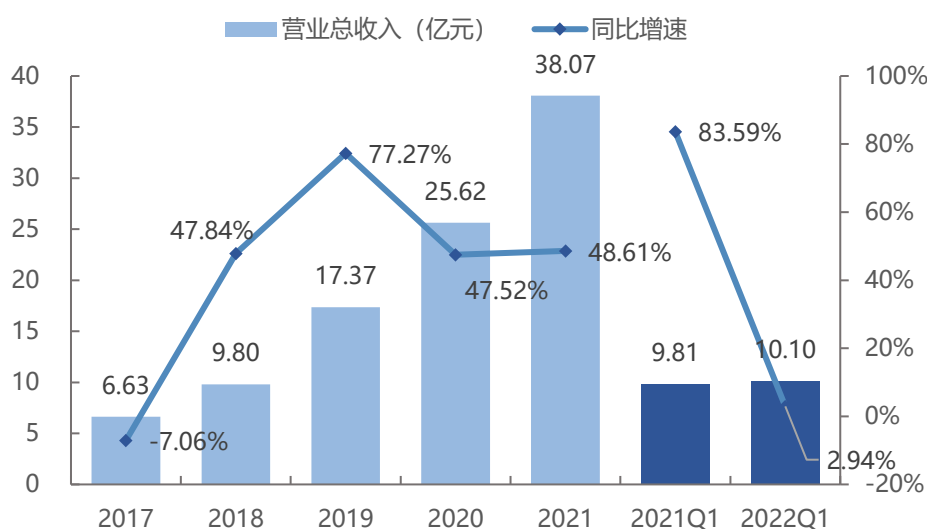
财务分析

（一）收入情况

姚记科技 2021 年实现营收 38.07 亿元，同比上升 48.61%；归母净利润 5.74 亿元，同比下降 47.53%，扣非归母 5.06 亿元，同比下降 10.87%。2021Q4 公司实现营收 8.91 亿元，同比上升 19.23%，归母净利润 1.13 亿元，同比上升 4.50%，扣非后净利润 8919.08 万元，同比下降 46.74%。

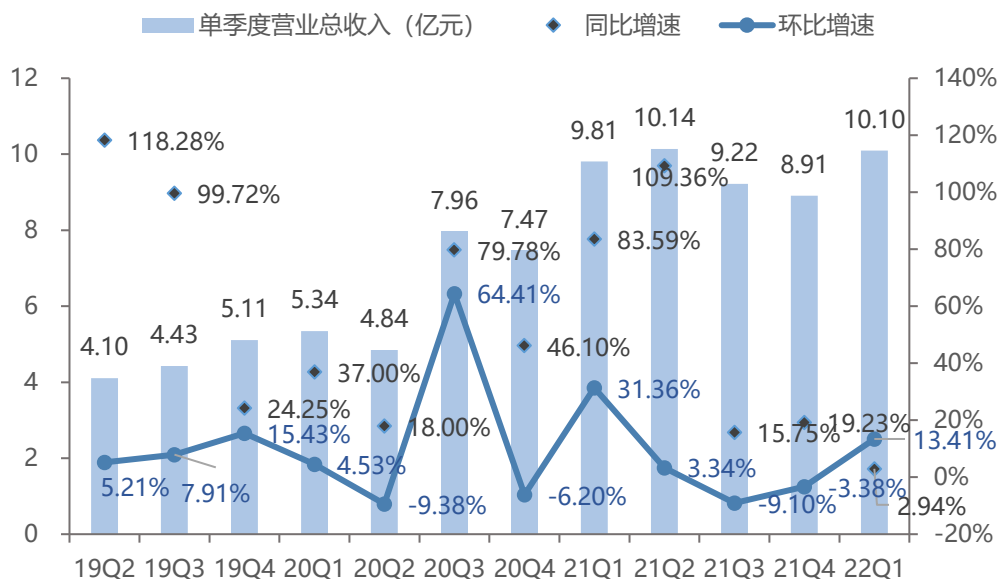
2022Q1 公司实现营收 10.10 亿元，同比增长 2.94%，归母净利润 9180.48 万元，同比下 53.77%，扣非归母 8313.37 万元，同比下降 54.51%。主要系推广费用增加以及移动游戏业务的研发投入增加所致。

图 1：姚记科技 2017-2021 年、2021Q1 和 2022Q1 营业总收入及增速

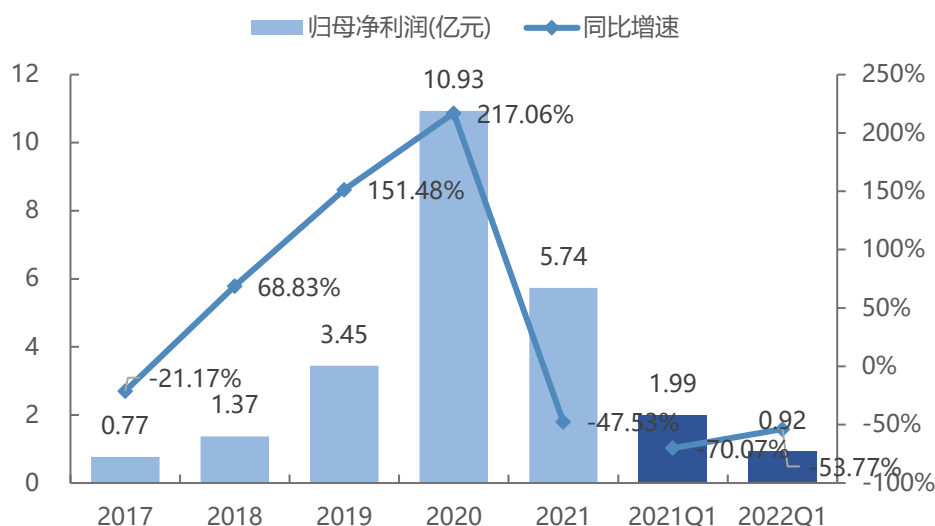


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

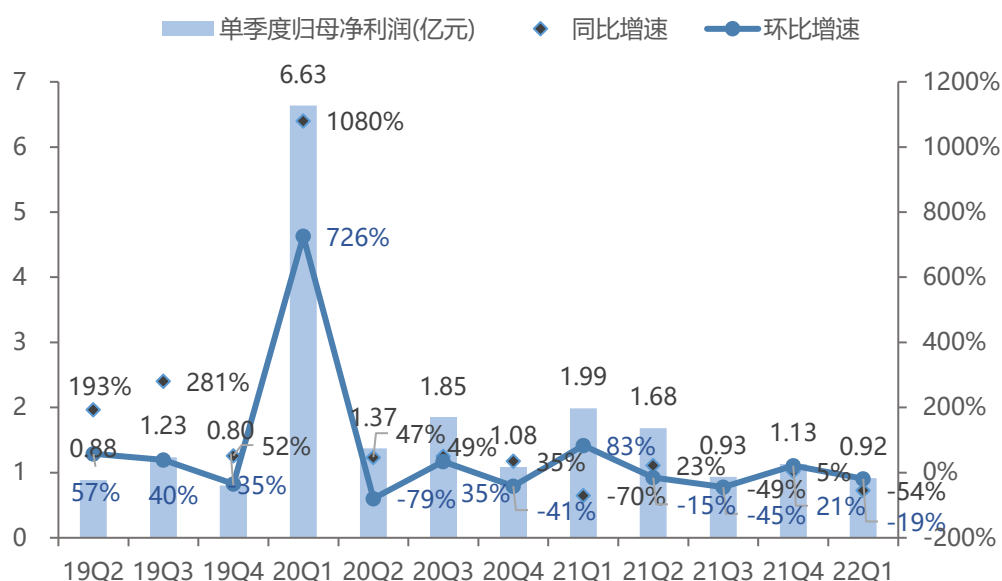
图 2：姚记科技 19Q2-22Q1 营业总收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：姚记科技 2017-2021 年、2021Q1 和 2022Q1 归母净利润及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：姚记科技 19Q2-22Q1 归母净利润及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（二）毛利率与归母净利率情况

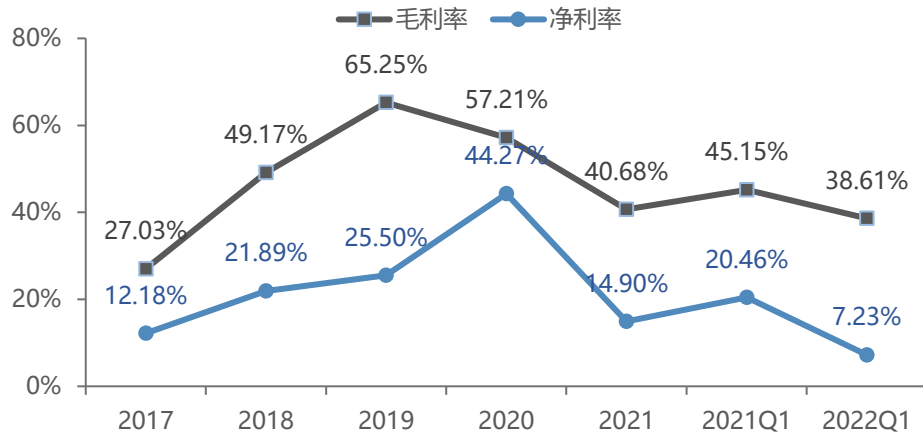
毛利率上,公司 21 年整体毛利率 40.68%,同比下降 16.53pct。其中,2021Q4 整体毛利率 44.35%,同比下降 10.71pct。

公司 22Q1 毛利率 38.61%,同比下降 6.54pct。主要系 (1) 毛利率较低的数字营销业务占比大幅提升; (2) 扑克牌业务毛利率下行。

归母净利率上, 21 年整体归母净利率 14.90%,同比下降 29.37pct。其中, 2021Q4 归母净利率 12.00%,同比下降 2.88pct。

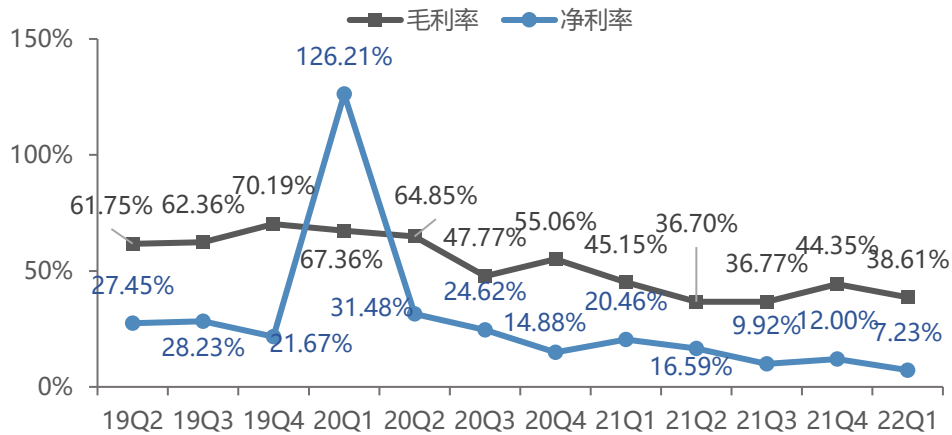
公司 22Q1 归母净利率 7.23%,同比下降 13.23pct。

图 5：姚记科技 2017-2021 年、2021Q1 和 2022Q1 毛利率与归母净利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：姚记科技 19Q2-22Q1 毛利率与归母净利率

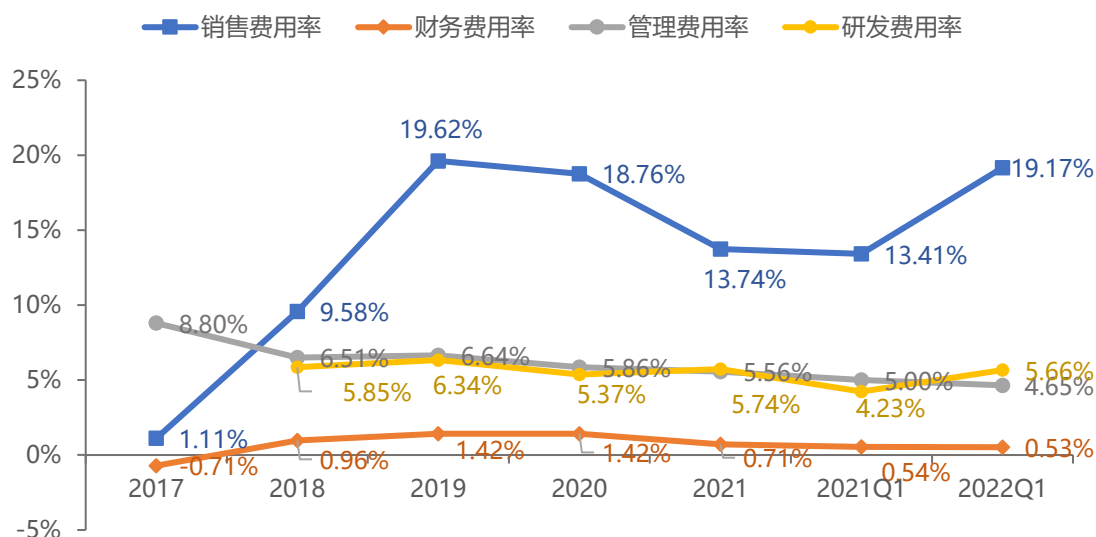


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

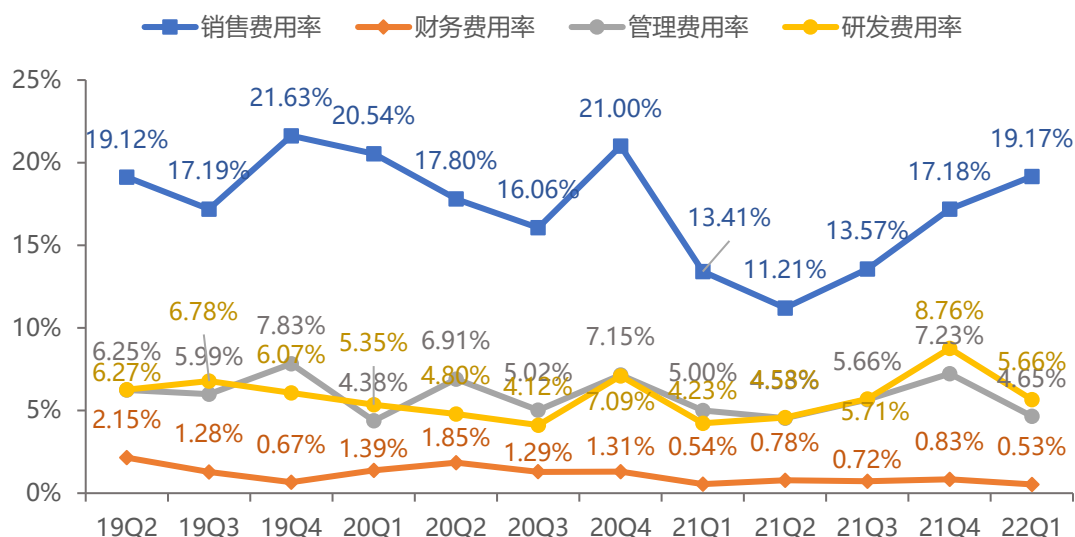
(三) 费用情况

四项费用率上，2021 年销售费用 5.23 亿，同比上升 8.86%，销售费用率 13.74%，同比下降 5.02pct；管理费用 2.12 亿，同比上升 40.86%，管理费用率 5.56%，同比下降 0.31pct，主要系业务增长管理人员相应增加导致工资及办公费用增加，同时装修及租赁费增加所致；研发费用 2.19 亿，同比上升 58.84%，研发费用率 5.74%，同比上升 0.37pct，主要系加大研发费用的投入增加游戏业务竞争力所致；财务费用 2715.64 万，同比下降 25.42%，财务费用率 0.71%，同比下降 0.71pct，主要系报告期内利息费用减少，同时汇率损失减少所致。

22Q1 公司销售费用 1.94 亿元，同比增长 47.14%，销售费用率 19.17%，同比增加 5.76pct，管理费用 4694.18 万元，同比下降 4.31%，管理费用率 4.65%，同比下降 0.35pct，财务费用 539.20 万元，同比增长 2.38%，财务费用率 0.53%，同比变化 0.00pct，研发费用 5717.21 万元，同比增长 37.74%，研发费用率 5.66%，同比增加 1.43pct。

图 7：姚记科技 2017-2021 年、2021Q1 和 2022Q1 费用率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

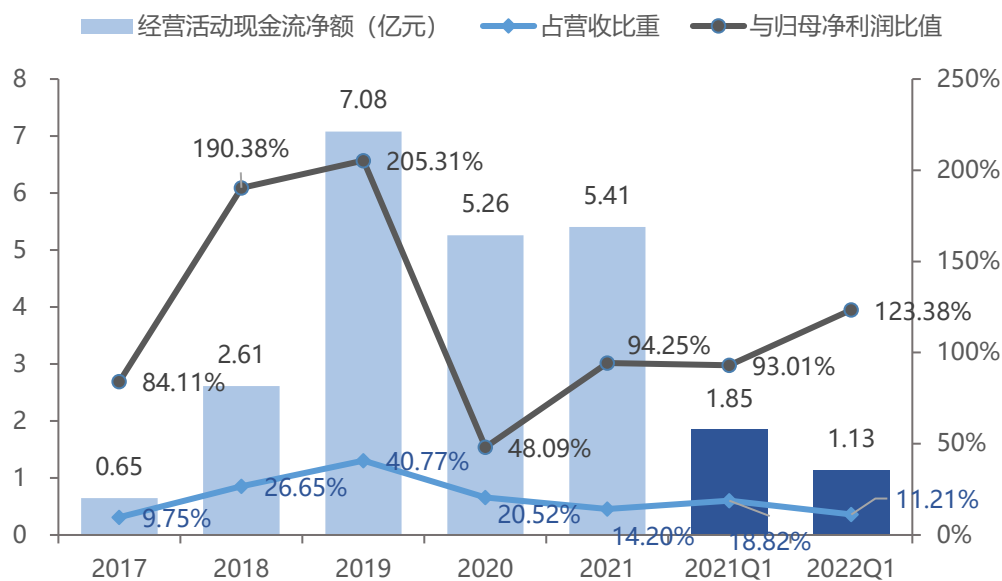
图 8：姚记科技 19Q2-22Q1 费用率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

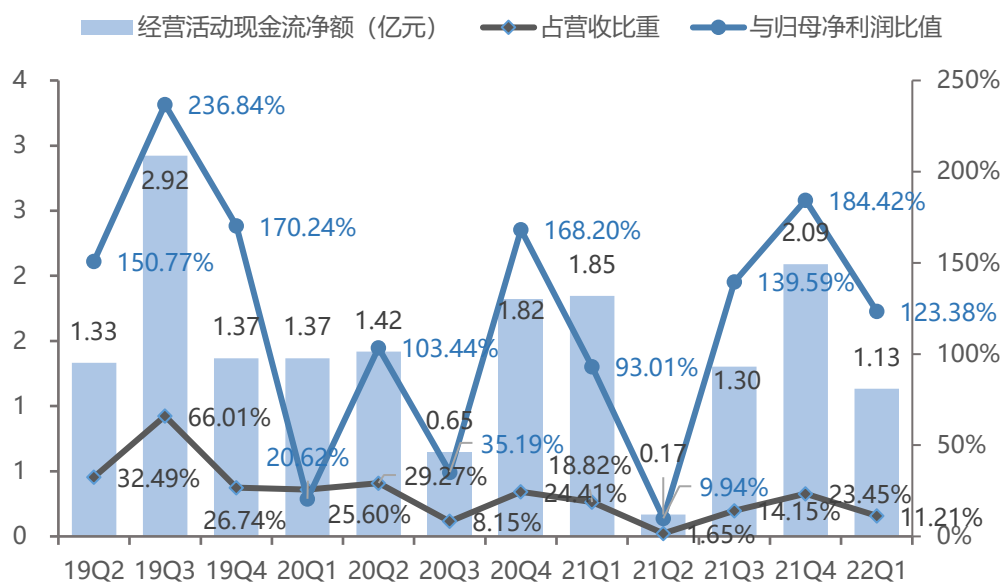
（四）经营性现金流

2021 年公司经营活动产生的现金流量净额为 5.41 亿元，同比上升 2.84%。主要系互联网板块业务增长较快所致。

2022Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 1.13 亿元，同比下降 38.68%。

图 9：姚记科技 2017-2021 年、2021Q1 和 2022Q1 经营性现金流情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：姚记科技 19Q2-22Q1 经营性现金流情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心



主营业务梳理

（一） 移动游戏业务

2021 年公司游戏业务实现营业收入 12.22 亿元，同比上升 0.73%。公司 2021 年度游戏业务营业成本 0.29 亿元，同比下降 11.69%。公司移动游戏分国内游戏事业和海外游戏事业。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，其中《捕鱼炸翻天》在 IOS 畅销榜休闲领域排名前 5，《指尖捕鱼》在 IOS 畅销榜休闲领域排名前 20，具有很强的玩家粘性。公司棋牌类游戏也不停新增 玩法更新版本，以增强游戏欢乐体验。海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》等。其中《Bingo Party》、《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，在全球范围内具有相当强的竞争力，在包括 AppStore、Facebook、Google Play 等平台运营。海外游戏产品已发行至全球超过 100 个国家和地区，累计注册用户超过 3,200 万人，多次取得 Google Play 全球推荐。公司全资子公司成蹊科技实现扣非归母净利润 36,651 万元，同比下降 17.16%，超额完成 2021 年度 16000 万元业绩承诺。公司全资子公司大鱼竞技实现扣非归母净利润 7,494 万元，同比下降 2.91%，未完成 2021 年度 8000 万元业绩承诺，但累计完成 2018-2021 年度业绩 5850 万/7000 万/8000 万承诺。

（二） 扑克牌业务

2021 年扑克牌业务实现营业收入 9.34 亿元，同比上升 23.19%。公司 2021 年度扑克牌业务成本 7.22 亿元，同比上升 26.96%。公司占据国内扑克牌行业较大市场份额，是扑克牌行业的龙头。公司严格执行精细化管理、稳健经营、降本提质、创新增效的经营方针，提高员工的管理水平和技术水平，通过科技创新实现进一步降本增效。采用全自动生产线结合自主研发的部分核心设备，将传统的手工及机械操作式生产流程改进为自动化生产流水线方式，现已经全面实现了扑克牌机械自动化生产。销售主要采用传统的经销商分销模式，通过各级经销商实现产品的快速销售。结合公司移动互联网游戏业务，充分发挥协同效应，形成线上客户和线下客户相互导向的良性发展，并通过扩大销售团队、制定新的销售策略等方式，拓宽了扑克牌产品的销售渠道。

（三） 互联网营销业务

2021 年公司数字营销业务实现营业收入 15.85 亿元，同比上升 231.71%。2021 年数字营销成本 14.75 亿元，为公司营业成本最主要构成部分，占营业成本 66.22%，同比上升 241.03%。公司互联网创新营销板块以信息流广告为主，构建了覆盖数据分析、效果营销、效果优化、短视频内容生产的互联网营销全链条，为品牌客户提供在线营销解决方案。信息流广告业务以短视频效果广告为核心，以技术和数据驱动流量运营。此外，公司搭建了私有化智能广告投放平台，通过与巨量引擎 Marketing API 的深度对接，实现了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，实现真正的技术驱动人效，全链赋能营销。2021 年度芦鸣科技实现扣非归母净利润 4,007 万元，超额完成 2021 年度 3500 万业绩承诺。

表 1：2021 年公司营业成本构成

产品分类	项目	2021 年		2020 年		同比增减
		金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
扑克牌	原材料	576,969,136.87	25.90%	447,603,784.33	43.24%	28.90%
扑克牌	人工工资	84,818,653.48	3.81%	64,814,500.03	6.26%	30.86%
扑克牌	折旧	18,495,379.29	0.83%	21,670,451.62	2.09%	-14.65%
扑克牌	能源	22,613,491.09	1.02%	19,843,190.03	1.92%	13.96%
扑克牌	其他	19,579,092.92	0.88%	15,140,500.59	1.46%	29.32%
游戏	游戏成本	29,956,162.31	1.34%	33,922,587.38	3.28%	-11.69%
数字营销	营销成本	1,475,170,174.75	66.22%	432,126,221.43	41.75%	241.03%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 2：2021 年公司各业务营业收入、营业成本及毛利率

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年同 期增减
分产品						
扑克牌	934,312,171.60	722,475,753.66	22.67%	23.19%	26.96%	-2.30%
游戏	1,222,365,943.12	29,956,162.31	97.55%	0.73%	-11.69%	0.35%
数字营销	1,584,881,454.00	1,475,170,174.75	6.92%	231.71%	241.37%	-2.64%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（四）球星卡市场投资

公司将持续优化战略布局，聚焦主业管理和战略规划，整合内部业务板块，实现全方面多角度产业融合。公司参与卡牌交易与发行平台上海旺超（Card Hobby）的 A 轮亿级融资，持股比例约为 38%。于 2022 年 1 月战略投资上海璐到粗企业咨询管理有限公司，从而参与卡淘网及卡淘 APP 的开发与运营、卡牌发行等业务。未来五年，球星卡行业的投入和探索将成为公司的重点发展方向之一。球星卡是体育 IP 变现的主要方式，极具投资和收藏价值。

公司认为国内球星卡市场目前属于相对蓝海的阶段，未来将有巨大发展空间。公司将借鉴海外市场商业模式，运用全球最大的卡片产能与技术以及覆盖百万家以上的销售渠道来推动卡淘球星卡一级市场业务发展，同时通过短视频内容营销拓展用户、姚记游戏、扑克等社区运营获取用户、姚记休闲游戏加入球星卡运营因素为卡淘引流等方式，促进卡淘球星卡二级市场社群扩展。投资卡淘业务也进一步完善公司在卡牌产品、体育文化产业的布局，公司将与合作伙伴共同构建体育文化收藏卡生态。

风险因素

卡片行业政策监管风险；

市场竞争风险；

网络安全风险；

海外市场风险；

原材料供应和价格波动风险；

流量媒体供应商较为集中的风险；核心人才流失风险等。

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商、新消费等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 最佳分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。