

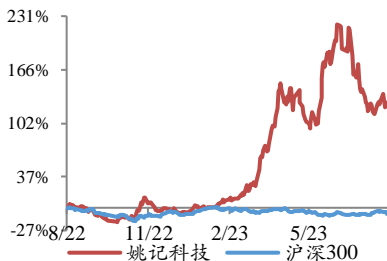
## 休闲游戏受益于 AI 趋势，扑克业务合理扩张

### 投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-08-13

收盘价（元）	33.43
近 12 个月最高/最低（元）	47.34/12.18
总股本（百万股）	412
流通股本（百万股）	329
流通股比例（%）	79.92
总市值（亿元）	138
流通市值（亿元）	110

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：[jinrong@hazq.com](mailto:jinrong@hazq.com)

### 相关报告

神州泰岳 | 深度报告：AI 拓宽业务边界，游戏出海攀新高，20230802

### 主要观点：

#### ● 公司 23 上半年业绩预告

公司于 23 年 7 月 10 日发布业绩预告，预计 23 年上半年归母净利润 3.98 至 4.18 亿元，yoy 109%至 119%，去年同期盈利 1.91 亿元。公司报告期利润增长主要系去年游戏买量投放及游戏迭代，在今年进入较好的回报周期，游戏流水上升，同时报告期内不断优化营销策略，精准投放，报告期内的投放费用相比去年同期有所下降。

#### ● 休闲游戏最先受益 AI，公司深耕休闲游戏

1) 我们判断在 AIGC 技术创新趋势之下，最先受益并持续受益的将是休闲游戏品类，因为休闲游戏品类研发周期短，易于迭代升级，用户反馈及时，用户参与度广泛，是最有可能诞生 AI 原生游戏的品类。公司深耕休闲游戏赛道，是 A 股上市公司中休闲游戏品类的佼佼者，在 AIGC 的产业趋势之下，公司仍将持续受益。

2) 公司从 2018 年起，通过收购成蹊科技等游戏公司股权，入局游戏行业。在公司较强的管理能力和内部协同之下，游戏产品研发快速发展，截止至 2022 年，公司游戏业务的毛利占比达到 77.8%，是公司利润增长的重要驱动因素。公司国内游戏产品主要有《捕鱼新纪元》(22 年底上线新游戏)、《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》、《大神捕鱼》、和《小美斗地主》等，海外游戏产品主要有《BingoParty》、《BingoJourney》、《BingoWild》、《黄金捕鱼场》、《fishbox》、和《捕鱼派对》。同时，公司积极布局 H5 和微信小程序等游戏的产品研发，也积极拥抱 AIGC 对于游戏创新的产业趋势。

#### ● 扑克牌业务合理扩产、有定价实力

公司扑克牌业务至今已经接近 30 年，历史悠久，在中国消费者心中一直有较好的品牌形象。由于公司的扑克生产工艺优良，供货能力可靠，定价实力强，并且产品质量优秀，所以在销售渠道也积累了较好的口碑。22 年公司实现扑克牌销售 10.37 亿副，但现有产能仅能勉强满足公司现有业务需求，所以公司自 2021 年起通过可转债的形式，募投资金约 6 亿元，启动并推进年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目(位于安徽滁州)。公司现有产能为江苏启东扑克生产基地，额定产能 7.56 亿副，但近些年产能利用率较高，一直处于超额生产状态。在安徽滁州新工厂 6 亿副扑克产能规划爬坡完成后，公司届时总扑克产能将达到 13.56 亿副。

#### ● 营销业务子公司业绩承诺累计达成

公司通过 20 年 6 月收购芦鸣科技剩余 88%的股权，完成入局互联网营销业务(广告)，根据 2020 年 6 月 13 日披露的业绩承诺，被收购方承诺芦鸣科技于 20/21/22/23 年实现净利润不低于，2700/3500/4000/4500 万元人民币。20/21 年实现业绩承诺，但 22 年净利润 3947 万元略低于当年业绩承诺，但 20-22 年累计利润 1.14 亿元，完成 3 年累计业绩承诺。

● **球星卡牌市场蓝海之初，公司投资“卡淘”强势开局**

公司22年1月战略投资卡淘，入局球星卡市场，卡淘下设 DAKA (球星卡一级市场发行商) 和 Card Hobby (球星卡二级市场流通交易平台)，21年 Card Hobby 的 GMV 突破6亿元，已经覆盖主要足球篮球和电竞卡牌主题。球星卡的商业模式是一级发行商发售卡牌，买家获得卡牌后可以选择收藏或者在二级市场流通交易，球星卡的价格锚定球星在体育市场的价值，有一定程度波动，买卖者出于对球星卡牌价值判断，进而会产生交易行为。2021年海外市场方面，一级发行侧，全球知名球星卡发行企业 Panini 和 Topps 有20亿以上的年销量；二级交易侧，北美二手卡牌交易市场 GMV 超过100亿美元，27年有望达到900亿美元。球星卡牌市场仍然是处于高成长阶段的蓝海市场，中国收藏者和交易者的心智仍处于培育期，公司较早入局卡淘（国内最主要的球星卡牌平台），将成为中国球星卡牌市场发展的先行者。

● **投资建议**

公司游戏业务稳健发展，游戏流水稳中增长，营销策略不断优化迭代，AI 产业趋势有望持续赋能游戏的研发制作和玩法创新；公司扑克牌产能合理扩张和较强的定价实力，有望持续驱动扑克牌收入增长；公司营销业务和公司各业务有望不断协同。我们预计公司23-25年营业收入，48.65/56.35/64.58亿元，预计公司23-25年归母净利润 7.17/8.76/10.31亿元 (yoy 105.6%/22.3%/17.6%)，对应23-25年 P/E 19.21/15.71/13.35，公司仍处于新业务成长阶段，估值合理，首次覆盖给予“增持”评级。

● **风险提示**

休闲游戏业务入局者增加，竞争格局恶化；广告业务受整体宏观经济波动影响，业绩承诺兑现程度不及预期；扑克产能扩张和爬坡节奏不及预期

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,915	4,865	5,635	6,458
收入同比 (%)	2.8%	24.3%	15.8%	14.6%
归属母公司净利润	349	717	876	1,031
净利润同比 (%)	-39.2%	105.6%	22.3%	17.6%
毛利率 (%)	38.7%	40.1%	43.9%	44.4%
ROE (%)	12.9%	20.9%	20.4%	19.3%
每股收益 (元)	0.86	1.74	2.13	2.50
P/E	16.28	19.21	15.71	13.35
P/B	2.10	4.02	3.20	2.58
EV/EBITDA	7.13	10.55	7.99	6.20

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 游戏、扑克、球星卡牌行业现状 .....	5
1.1 游戏行业：海外布局加快，休闲细分领域游戏重要性提升 .....	5
1) 国内游戏市场承压，市场格局有结构性变化趋势 .....	5
2) 海外市场布局加快，游戏类别呈多元化发展 .....	6
1.2 扑克牌行业：国内外需求旺盛，向智能化、环保化、高品质化方向发展 .....	7
1.3 球星卡牌行业：市场潜力巨大，中国球星卡牌市场前景广阔 .....	9
2 公司：布局游戏、扑克牌、广告三大业务 .....	11
2.1 基本情况：股权架构稳定，积极推进股权激励 .....	11
2.2 优势：研发、发行、运营协同发展 .....	14
2.3 扑克龙头转型驱动营收增长，两次转型高效赋能 .....	14
3 产品：聚焦休闲品类，布局海内外市场 .....	18
3.1 公司国内外核心游戏产品 .....	18
3.2 捕鱼类游戏开发成本低、长线流水稳定 .....	19
3.3 BINGO 系列游戏生命周期长、迭代投入低 .....	21
4 盈利预测 .....	23
4.1 关键假设 .....	23
4.2 相对估值 .....	24
风险提示： .....	25
财务报表与盈利预测 .....	26

## 图表目录

图表 1 中国移动市场实际销售收入 .....	5
图表 2 中国游戏用户规模 .....	5
图表 3 收入排名前 100 移动游戏产品类型数量占比 .....	6
图表 4 收入排名前 100 移动游戏产品类型收入占比 .....	6
图表 5 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 .....	6
图表 6 中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比 .....	7
图表 7 中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型 .....	7
图表 8 2015-2022 年中国扑克牌出口金额及增速 .....	8
图表 9 2015-2022 年中国扑克牌出口均价及增速 .....	8
图表 10 2015-2022 年中国扑克牌出口数量及增速 .....	8
图表 11 2015-2022 年中国扑克牌进出口及出口数量 .....	8
图表 12 2004-2020 年我国扑克牌消费量 (亿副) .....	8
图表 13 获 PSA 评分 9 分的 2022 年 UPPER DECK 乔丹球星卡 .....	9
图表 14 球星卡牌价格的影响因素 .....	10
图表 15 2008 年至今 PWCC500 指数与 S&P 指数投资回报率对比 .....	10
图表 16 2020 年 EBAY 平台部分国家/地区球星卡销量增速 .....	11
图表 17 姚记科技十大股东明细 .....	12
图表 18 公司 2020 年以来股权激励行权业绩考核要求 .....	13
图表 19 主要控股公司介绍 .....	13
图表 20 2020Q1-2023Q1 公司研发费用投入 (亿元) .....	14
图表 21 2018Q2-2023Q1 公司营业收入 (百万元) 及增速 .....	15
图表 22 2018Q2-2023Q1 公司毛利润 (百万元) 及增速 .....	16
图表 23 2018Q2-2023Q1 公司营业利润 (百万元) 及增速 .....	16
图表 24 2018H1-2022H2 公司归母净利润及增速 .....	17
图表 25 2018H1-2022H2 公司各项业务收入占比 .....	18
图表 26 《指尖捕鱼》近一年 IPHONE 畅销榜排名 .....	18
图表 27 《捕鱼新纪元》近 3 个月 IPHONE 畅销榜排名 .....	18
图表 28 公司 2018H1-2022H2 游戏收入及增速 .....	19
图表 29 国内外游戏业务占比 .....	19
图表 30 《捕鱼炸翻天》游戏界面 .....	20
图表 31 《捕鱼炸翻天》近一年 IPHONE 畅销榜排名 .....	21
图表 32 《BINGO PARTY》游戏界面 .....	22
图表 33 2021-2025E 公司各业务收入拆分 .....	23
图表 34 可比公司估值 (截止至 2023 年 8 月 10 日) .....	24

# 1 游戏、扑克、球星卡牌行业现状

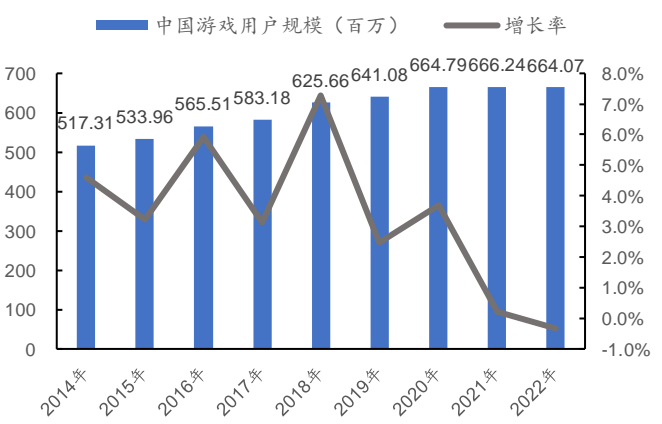
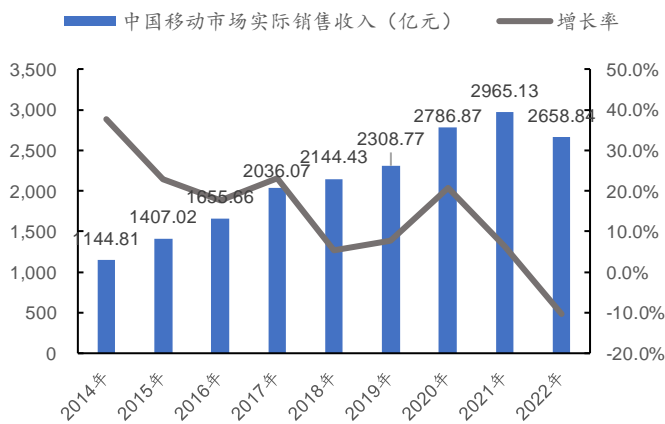
## 1.1 游戏行业：海外布局加快，休闲细分领域游戏重要性提升

### 1) 国内游戏市场承压，市场格局有结构性变化趋势

游戏产业整体增长趋缓，细分领域结构性增长机遇是企业成长的关键。2022年，受疫情影响，行业对市场发展预期不够乐观，企业面临诸多困难，用户付费意愿和付费能力也有所减弱，中国游戏市场发展受阻，销售收入和用户规模同比均有下降，行业进入短暂承压阶段。实施差异化竞争策略，把握细分市场，研发出坚持高质量产品，将成为未来行业的增量来源。

图表 1 中国移动市场实际销售收入

图表 2 中国游戏用户规模

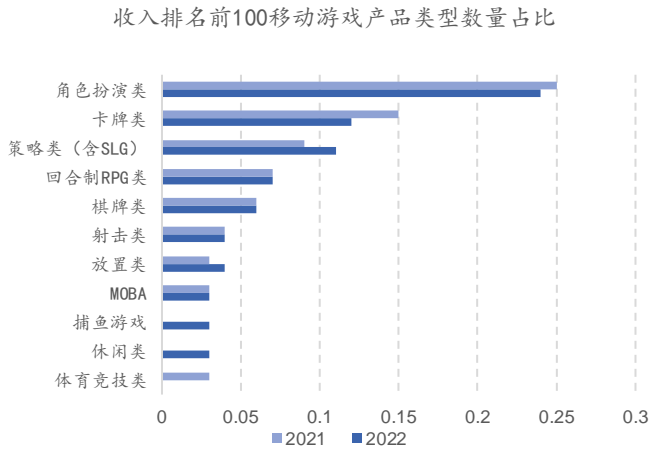


资料来源：游戏工委，华安证券研究所

资料来源：游戏工委，华安证券研究所

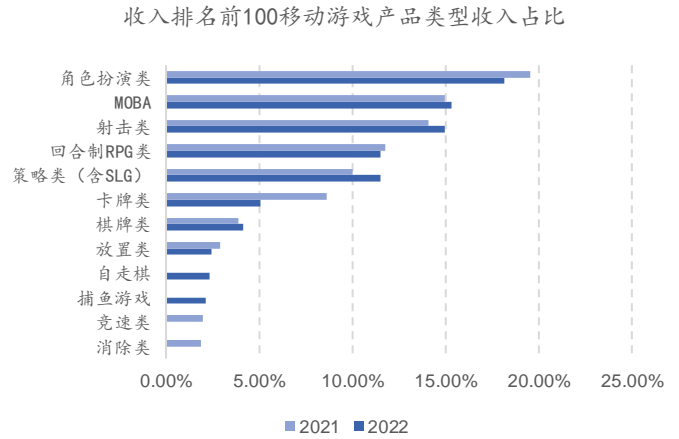
中国游戏市场格局有结构性变化的趋势，休闲类游戏重要性提升。就产品而言，在收入排名前百的移动游戏产品中，游戏类型丰富，向多元化发展。2022年，角色扮演类、卡牌类、策略类（含SLG）游戏数量占比最高，分别为24%、12%、11%。收入Top100移动游戏产品收入占比中，排名前三是角色扮演类、MOBA、射击类，分别占比38.76%、12.76%以及12.35%。角色扮演类的数量以及收入都名列第一，MOBA和射击类游戏收入高，但游戏数量少，主要系《王者荣耀》和《和平精英》有较强营收能力贡献主要收入。捕鱼游戏的数量以及收入都较21年有所提升，占比分别为3%与2.12%。就商业模式而言，中重度游戏仍为收入主流，但兼具内购与广告模式的休闲游戏的重要性在提升。

图表 3 收入排名前 100 移动游戏产品类型数量占比



资料来源：游戏工委，华安证券研究所

图表 4 收入排名前 100 移动游戏产品类型收入占比

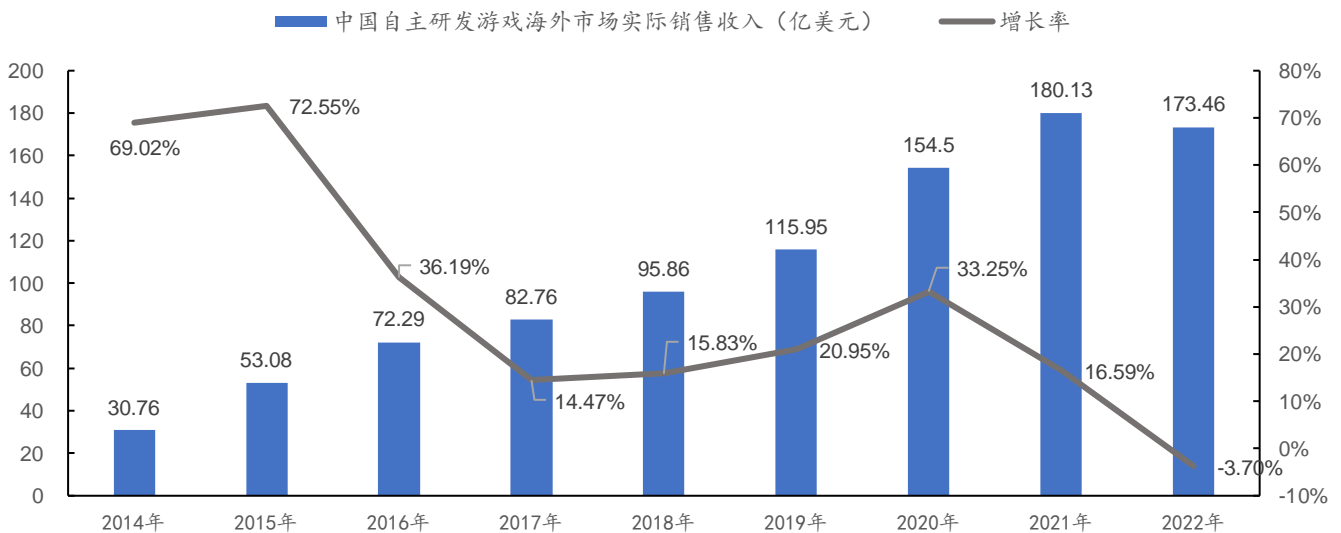


资料来源：游戏工委，华安证券研究所

## 2) 海外市场布局加快，游戏类别呈多元化发展

预计海外游戏市场逐步复苏，中国游戏公司有望扩大海外布局。受限于国内游戏收入和用户规模增长平台期，拓展海外市场成为行业打开增长空间的重要途径。2014-2021 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入保持较高增长，行业规模持续走高。虽 2022 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入增长率为-3.7%，但其增长率仍大于国内市场实际销售收入增长率，表现出一定的抗风险能力，预期 2023 年随着世界经济恢复，游戏出海市场将重回上升通道。

图表 5 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入



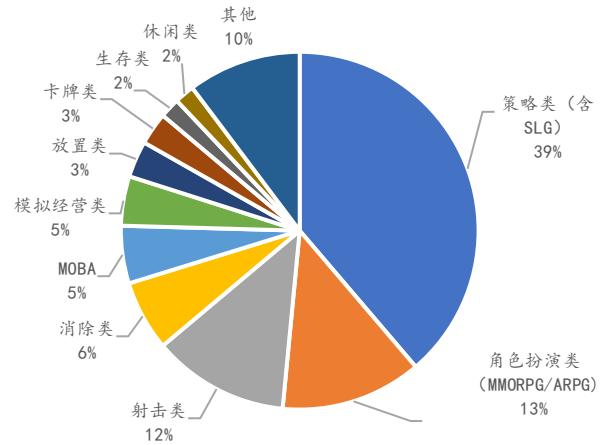
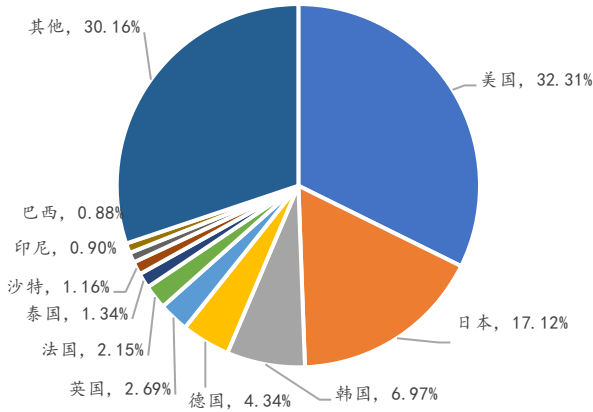
资料来源：游戏工委，华安证券研究所

美日韩出海营收贡献最大，出海游戏类别呈多元化发展。从手游出海目的地来看，2019-2022 年前三大收入贡献国比例持续下降，新市场开拓持续推进。截至 2022 年，美国、日本和韩国仍是中国游戏出海最大的三个营收来源地，合计贡献 56.4%。

从手游出海游戏类型来看，2019-2022 年中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入中，策略类、角色扮演类、射击类三类自研游戏营收占比稳定在 60% 以上。消除类、模拟经营类以及休闲类游戏比重有所上升，出海游戏类别呈多元化发展。

图表 6 中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比

图表 7 中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入占比



资料来源：游戏工委，华安证券研究所

资料来源：游戏工委，华安证券研究所

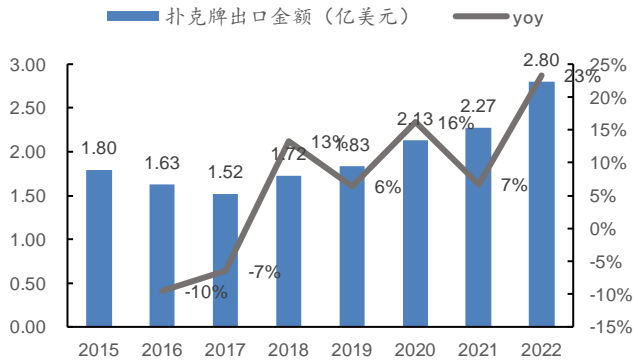
## 1.2 扑克牌行业：国内外需求旺盛，向智能化、环保化、高品质化方向发展

**全球扑克牌需求持续稳定增长。**根据 QYR (恒州博智) 的统计及预测，2021 年全球扑克牌市场销售额达到了 25.96 亿美元，预计 2028 年将达到 30.38 亿美元，年复合增长率 (CAGR) 为 2.27% (2022-2028)。地区层面来看，中国市场在过去几年变化较快，2021 年市场规模为 4.96 亿美元，约占全球的 19.10%，预计 2028 年将达到 5.84 亿美元，届时全球占比将达到 19.22%。

**中国扑克牌海外出口金额与出口价格持续增长，出口数量有所回升。**2022 年，我国扑克牌海外出口金额达到 2.8 亿美元，同比增长 23%；海外出口均价为 0.30 美元/副，同比增长 7%；扑克牌出口数量为 9.44 亿副，相比于 2021 年的下跌有所回升，与 2020 年水平持平。因此，我国海外出口金额上涨主要得益于扑克牌出口价格的增长。我国是扑克牌出口的重要国家之一，出口量明显大于进口量，并且每年出口的扑克牌数量处于持续增长态势。2022 年我国扑克牌出口量为 9.44 亿副，进口量仅为 0.13 亿副。2015-2022 年，我国扑克牌每年净出口数量均维持在 7 亿副以上。

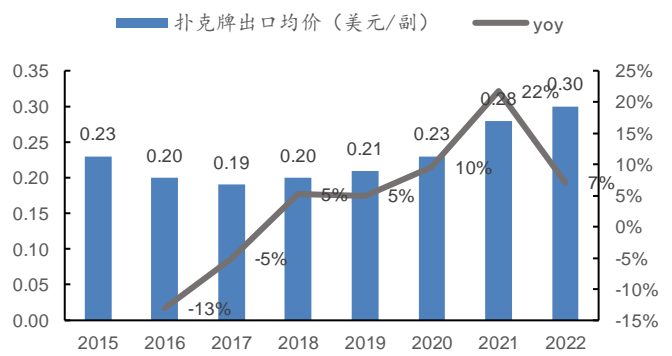
**中国是扑克牌生产大国，也是扑克牌消费大国。**我国扑克牌消费量于 2014 年达到顶峰的 53.68 亿副后，扑克牌市场需求量相对稳定，年消费量基本保持在 40 亿副左右。2019 年，中国扑克牌消费量约为 40.4 亿副，2020 年中国扑克牌消费量约为 42.23 亿副。近年来，大众娱乐方式趋向多样化，互联网和智能手机的快速普及给各类线上休闲娱乐方式带来了巨大的发展机遇。网络游戏、手游、短视频、电商等平台的兴起，逐渐成为人们娱乐的首选。然而，这些新兴娱乐方式的发展，也在一定程度上抑制了传统的线下娱乐，例如扑克牌等。因此，扑克牌消费量有一些下滑。

图表 8 2015-2022 年中国扑克牌出口金额及增速



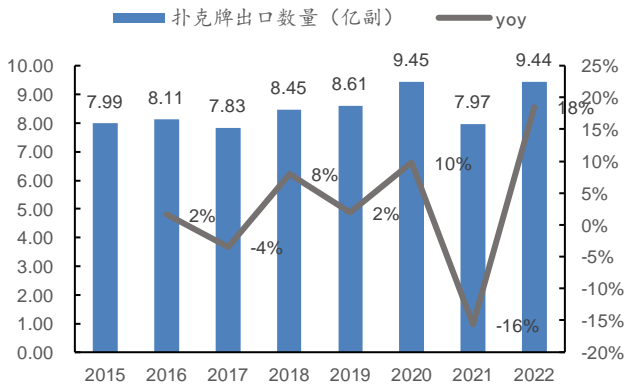
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 2015-2022 年中国扑克牌出口均价及增速



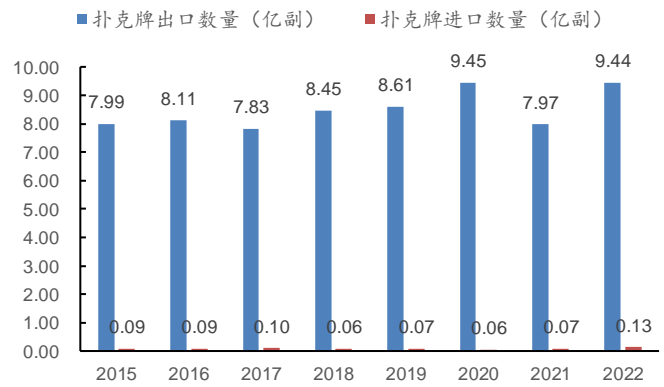
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 2015-2022 年中国扑克牌出口数量及增速



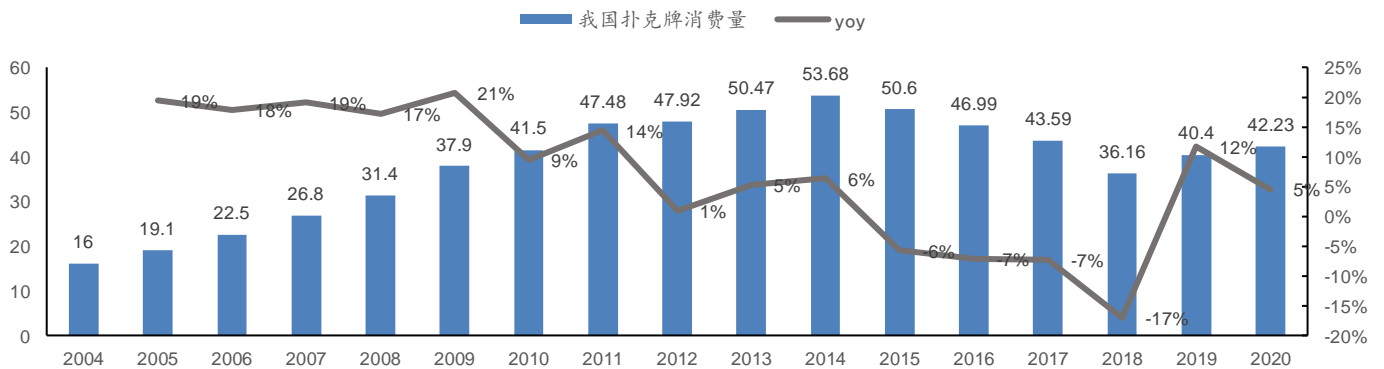
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 2015-2022 年中国扑克牌进出口数量



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 2004-2020 年我国扑克牌消费量 (亿副)



资料来源: 中国文教体育用品协会、智研咨询, 华安证券研究所



**需求侧趋势：用户需求稳定，产品向高端化发展。**中国扑克牌的年消费量稳定在 40 亿副左右，中国市场的扑克牌需求较稳定。但是，在可支配收入增长与高生活品质追求下，对扑克牌质量的要求不断提高。扑克属于低值易耗品，价格敏感度相对较低，高端扑克牌对于低质量扑克牌的替代效应将更加明显，品牌知名度高、质量高的产品更加受到人们的青睐，低端产品将逐渐退出市场。

**供给侧趋势：专业化、多样化、环保化。**在扑克需求增速放缓、高品质需求的背景下，拥有自动化、智能化的专业设备的企业能够增加市占率，且可以通过规模效应实现降本增效，增加利润空间。在需求多样化背景下，扑克牌企业的更加注重创新和多样化生产，生产不同主题、风格和功能的扑克牌，以满足消费者对个性化和定制化产品的需求。扑克牌生产会产生一定的废气排放，在我国环保政策趋严和经济环境绿色转型的趋势下，拥有环保设备的企业市场份额不断提升，无法支撑环保设备的小微型企业将逐渐退出市场。

### 1.3 球星卡牌行业：市场潜力巨大，中国球星卡牌市场前景广阔

球星卡是一种印有体育明星的纸质卡片，一般尺寸为 6.3cm×8.85cm。其由来已久，在 1880 年由美国烟草制造商推出。早期的球员卡作为买香烟的赠品（附在香烟盒中），由于反响不错，糖果和玩具制造商也起而效之，逐渐形成了美国特有的一种收藏品，形成了一种具有特色和广大受众的文化产品。一般球星卡正面包括球员姓名、球员肖像、球员所属球队、球星卡发行商、评级分数，相对特殊的球星卡可能会包含球员亲笔签名、新秀标志、球员纪念品、限量编号等元素。球星卡反面为球星比赛技术统计数据。球星卡类型主要包括普卡、特卡、限量卡、贵金属卡、交换卡、新秀卡、球衣卡、评级卡等。

图表 13 获 PSA 评分 9 分的 2022 年 Upper Deck 乔丹球星卡



资料来源：eBay，华安证券研究所

**多元维度决定球星卡的价格。**球星卡的价格受到多个方面的影响，主要包括球员和卡牌的流行度、卡牌的完整性与精美性、卡牌的稀缺性和评分机构的认可等。根据二级市场的流通情况，大部分卡牌都有公认的市场价格区间。为了保证二级交易的秩序，海外球星卡市场还诞生了 PSA、SGC、BGS 等评级机制，判断卡牌的价值乃至评定卡牌的真伪。**球星卡具有娱乐、收藏、投资的属性。**球星卡给球迷们提供了与喜爱的运动员互动和连接的途径，体现了其娱乐属性；球星卡的材料特殊便于长期保存，且受到球星市场不确定性的影响，球星卡的收藏和投资价值日益显现，其逐渐成为一种新的文化形式。

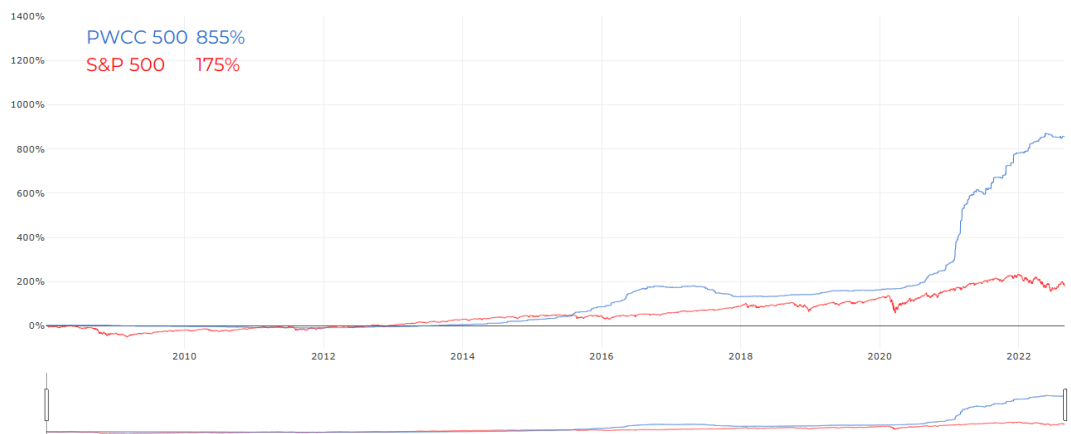
图表 14 球星卡牌价格的影响因素

因素	简介
球星卡的核心内容	内容包括球员、球队、赛事、赛季等。超级巨星或某个赛季有惊天数据的选手，相应的卡牌价值更高。
卡牌特殊细节	加入球星亲笔签名、球衣碎片陷入等要素会增加卡牌价值
稀缺性	限量发行、针对某些特殊场景（如破纪录、个人荣誉）而设、有变体、变色等卡牌的价值更高。
卡牌本身的品相	卡面越精美且磨损越少，价值越高
评级机构的评分	卡片质量受到专业鉴定机构的认可，价值更高。

资料来源：卡淘官网，华安证券研究所整理

**稀缺性带来的溢价性与高价球星卡的保值性，使其具体较大的收藏价值和投资需求。**根据美国交易卡投资、评级服务商发布的 PWCC500 指数走势，2008 年 1 月至 2022 年 8 月 PCWW500 指数的回报率超过 855%，远高于标普 500 的 175%；PWCC 2500 的回报率也超过 603%。（注：PWCC500 分析样本包括 500 张平均市值最高的球星卡；PWCC2500 同理）。

图表 15 2008 年至今 PWCC500 指数与 S&P 指数投资回报率对比

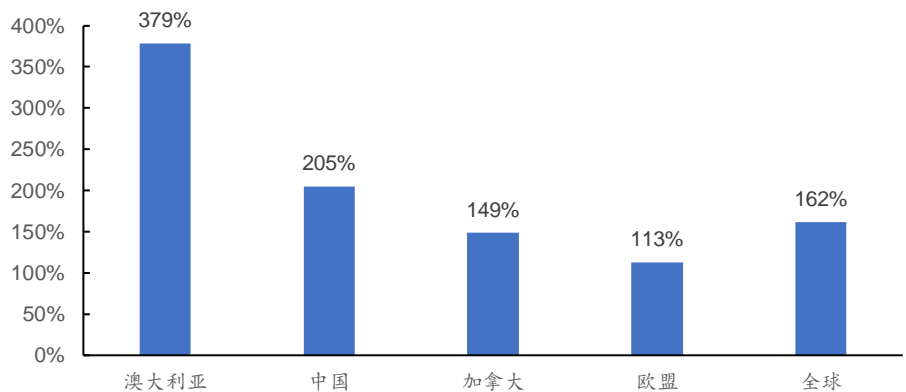


资料来源：PWCC，华安证券研究所

**全球球星卡市场规模高速增长。**市场研究机构 Verified Market Research 于 2021 年 8 月发布的报告指出，2020-2027 年全球球星卡市场年复合增长率可达 23%，2027 年市场规模将达到 987 亿美元。其中，美国球星卡由于市场发展较好，商业模式较为成熟，助推美国球星卡市场规模有望从 2019 年的 47 亿美元增加至 2027 年的 620.6 亿美元。美国球星卡牌在全球占比 63%，仍为球星卡市场的主要市场。

**中国球星卡市场发展强劲，交易需求旺盛。**eBay 平台 2020 年中国球星卡牌销量增速为 205%，显著高于欧美市场及全球市场的平均增速。卡淘 Card Hobby 是中国头部球星卡交易平台，该公司还设有 DAKA（国内最大的卡片 IP 发行商），DAKA 已签约、发行的产品覆盖足球、电竞等。卡淘在中国已经运营多年，其年 GMV 在 2021 年突破 6 亿元，同比增速超 300%。

图表 16 2020 年 eBay 平台部分国家/地区球星卡销量增速



资料来源：eBay 《State of Trading Cards》，华安证券研究所

## 2 公司：布局游戏、扑克牌、广告三大业务

### 2.1 基本情况：股权架构稳定，积极推进股权激励

#### 1) 股权结构稳定

姚记科技实际控股成员为姚氏家族成员。截止至 23Q1，占股份较多的股东包括姚氏家族成员和上海海成蹊信息科技有限公司总经理李松等。

图表 17 姚记科技十大股东明细

2023 一季报						
排名	股东名称	期末参考市值(亿元)	持股数量(股)	持有限售股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)
1	姚期斌	18.5703	70,502,252	52,876,689	0	17.1700
2	姚晓丽	14.0193	53,224,352	0	0	12.9600
3	姚硕榆	8.9694	34,052,252	25,539,189	0	8.2900
4	姚文琛	7.3222	27,798,813	0	0	6.7700
5	李松	3.2515	12,344,383	1,000,000	-5,627,920	3.0100
6	① 香港中央结算有限公司	2.4361	9,248,499	0	-237,578	2.2500
7	邱金兰	2.3861	9,058,869	0	0	2.2100
8	② 泰润霖玥1号私募证券投资基金	1.8965	7,200,000	0	0	1.7500
9	③ 阿巴马悦享红利28号私募证券投资基金	1.8252	6,929,419	0	0	1.6900
10	④ 玄元科新241号私募证券投资基金	1.7458	6,627,900	0	0	1.6100
	合计	62.4223	236,986,739	79,415,878		57.7100

2022 年报						
排名	股东名称	期末参考市值(亿元)	持股数量(股)	持有限售股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)
1	姚期斌	9.9056	70,502,252	52,876,689	0	17.3500
2	姚晓丽	7.4780	53,224,352	0	0	13.0900
3	姚硕榆	4.7843	34,052,252	25,539,189	0	8.3800
4	姚文琛	3.9057	27,798,813	0	0	6.8400
5	李松	2.5251	17,972,303	0	0	4.4200
6	① 香港中央结算有限公司	1.3328	9,486,077	0	490,418	2.3300
7	邱金兰	1.2728	9,058,869	0	0	2.2300
8	② 泰润霖玥1号私募证券投资基金	1.0116	7,200,000	0	0	1.7700
9	③ 阿巴马悦享红利28号私募证券投资基金	0.9736	6,929,419	0	0	1.7000
10	④ 玄元科新241号私募证券投资基金	0.9312	6,627,900	0	0	1.6300
	合计	34.1207	242,852,237	78,415,878		59.7400

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2) 持续推进股权激励, 调动团队积极性

**公司积极推进股权激励计划。**自 2018 年以来, 公司一直积极推行股权激励政策, 以激发中层管理人员和核心技术(业务)骨干的工作热情。公司于 2018 年 6 月发布股票期权激励计划与限制性股票激励计划共 893 万份, 占公司总股本的 2.25%。其中, 向 50 名激励对象授予 789 万份股票期权, 首次授予股票期权的行权价格为每股 9.30 元; 向 50 人授予 104 万股限制性股票, 首次授予限制性股票的授予价格为每股 4.65 元。公司于 2019 年 7 月向激励对象授予权益总计 426 万份, 占本激励计划公告时公司股本总额的 1.07%, 本次授予股票期权的行权价格为每股 10.93 元。2020 年公司向特定对象发布 3 期股票期权, 分别为 660 万份、310.5 万份、571.5 万份。2022 年 12 月, 公司向符合条件的 129 人授予 1400 万股票期权, 占公司总股本的 3.44%, 行权价格为每股 14.91 元。**股权激励行权要满足一定业绩条件。**以 2022 年股权激励为例, 共有 4 个行权期, 第一个行权要求公司 2023 年度满足以下两个条件之一: ① 营业收入较 2022 年增长 5% 或以上; ② 净利润较 2022 年增长 5% 或以上。

图表 18 公司 2020 年以来股权激励行权业绩考核要求

行权期	2020 年第一期	2020 年第二期	2020 年第三期	2022 年
第一个行权期	相比 2019 年, 2020 年考核净利润增长率不低于 20%;	相比 2019 年, 2020 年考核净利润增长率不低于 20%	相比 2019 年, 2021 年考核净利润增长率不低于 80% (对应 2021 年考核净利润不低于 5.79 亿元)	公司 2023 年度需满足以下两个条件之一: ①营业收入较 2022 年增长 5% 或以上; ②净利润较 2022 年增长 5% 或以上。
第二个行权期	相比 2019 年, 2021 年考核净利润增长率不低于 40%; (对应 2021 年考核净利润不低于 4.50 亿元)	相比 2019 年, 2021 年考核净利润增长率不低于 40%; (对应 2021 年考核净利润不低于 4.50 亿元)	相比 2019 年, 2022 年考核净利润增长率不低于 100%	公司 2024 年度需满足以下两个条件之一: ①营业收入较 2022 年增长 10% 或以上; ②净利润较 2022 年增长 10% 或以上
第三个行权期	相比 2019 年, 2022 年考核净利润增长率不低于 60%。	相比 2019 年, 2022 年考核净利润增长率不低于 60%。	相比 2019 年, 2023 年考核净利润增长率不低于 120%。	公司 2025 年度需达到以下两个条件之一: ①营业收入较 2022 年增长 15% 或以上; ②净利润较 2022 年增长 15% 或以上。
第四个行权期	-	-	-	公司 2026 年度需达到以下两个条件之一: ①营业收入较 2022 年增长 20% 或以上; ②净利润较 2022 年增长 20% 或以上。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 3) 积极参与投资, 布局生态多行业

公司目前布局多个领域, 产业布局广泛。目前公司主要投资公司涉及游戏、广告业务、扑克和球星卡牌行业。公司于 2022 年 1 月投资上海超旺, 持股比例为 38%。卡淘交易平台是目前国内规模最大、最具专业属性, 且成功打通海内外市场的头部二手收藏卡交易平台。随着球星卡牌在中国市场的不断拓展, 公司有望在球星卡业务实现突破。

图表 19 主要控股公司介绍

所属行业	投资对象	成立日期	投资时间	持股比例	主营业务
游戏	成蹊科技	2013 年 5 月	2018 年 4 月	100%	运营捕鱼、棋牌等休闲游戏, 《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》等
	大鱼竞技	2016 年 7 月	2019 年 11 月	75%	海外在线休闲竞技、聚焦 Bingo 种类
互联网营销	上海芦鸣	2017 年 12 月	2019 年 7 月/2020 年 6 月	100%	互联网营销策略服务商
	万盛达扑克	2004 年 5 月	2015 年 12 月	100%	扑克、玩具、纸制品制造、销售, 广告设计制作
扑克牌	启东姚记扑克	2006 年 12 月	-	100%	扑克牌、纸盒(除印刷)制造、销售
球星卡牌	上海超旺	2015 年 3 月	2022 年 1 月	38%	体育文化收藏卡发行商

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

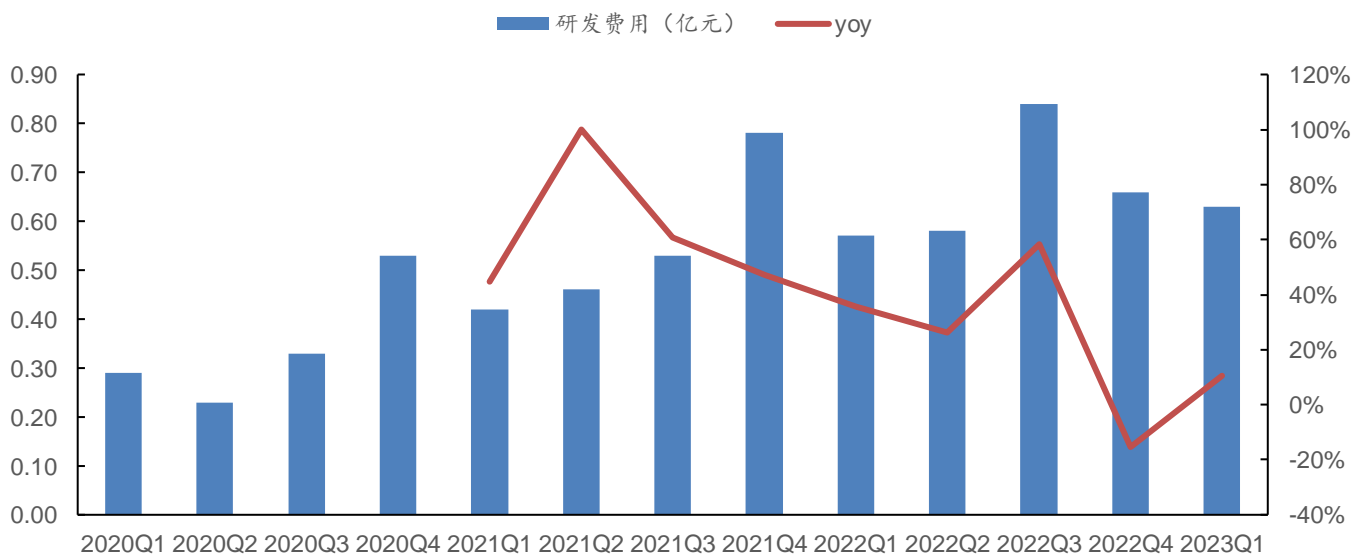
## 2.2 优势：研发、发行、运营协同发展

公司在研发业务方面实力强劲，研发团队掌握游戏设计的核心技术，为核心产品的生命线奠定坚实基础。公司致力于在线休闲游戏的研发与运营，对现有游戏不断迭代更新，并聚焦精品游戏创作，致力于打造丰富产品矩阵，产品研发效率较高。

**高度重视技术创新和产品研发，持续增加研发费用投入来增加游戏业务的竞争力。**2022年公司研发投入2.65亿元，占营业收入6.67%。公司深耕捕鱼系列，2022年11月公司成功推出了自主研发的3D捕鱼游戏《捕鱼新纪元》，上线以来表现良好。此外，公司也在继续加大对H5游戏、微信小程序游戏等的研发力度，并将AIGC工具应用在游戏前端代码赋能、美术及买量素材等方面。随着2023年经济的整体修复，用户的付费能力不断提升，且游戏行业政策也出现逐渐松动的趋势，基于公司多年来在捕鱼游戏开发和运营方面的经验，公司有望在游戏行业实现新增长。

**具备优异的长线运营能力和大数据分析能力。**在移动游戏业务方面，公司以数据为基础，以用户为导向，推出高品质游戏内容。借助自身运营经验，通过细分市场领域定向开发，并积极布局海外市场，向海外推广公司产品，丰富公司游戏产品线，提升盈利模式。此外，公司在移动游戏运营中采取多种运营模式，分别为自主运营、授权运营及联合运营。

图表 20 2020Q1-2023Q1 公司研发费用投入 (亿元)



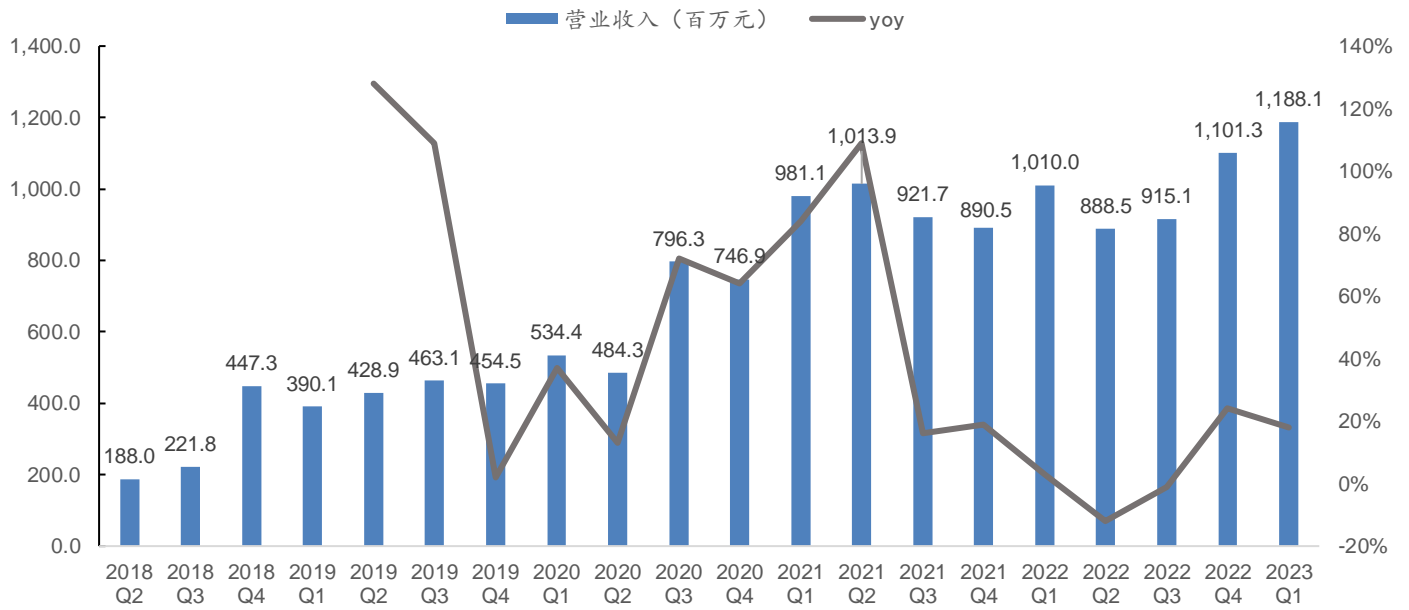
资料来源：wind，华安证券研究所

## 2.3 扑克龙头转型驱动营收增长，两次转型高效赋能

**公司转型驱动营收增长强劲。**公司于2018年转型游戏业务，于2020年开展短视频、营销广告等业务。在收购的影响下，公司2018年至2023Q1营业收入高速增长，2022年公司营业收入为39.15亿元，同比增长2.83%，是2018年营业收入9.8亿元的4倍。但受疫情及宏观经济的影响，公司游戏及广告业务近来存在下行压力，

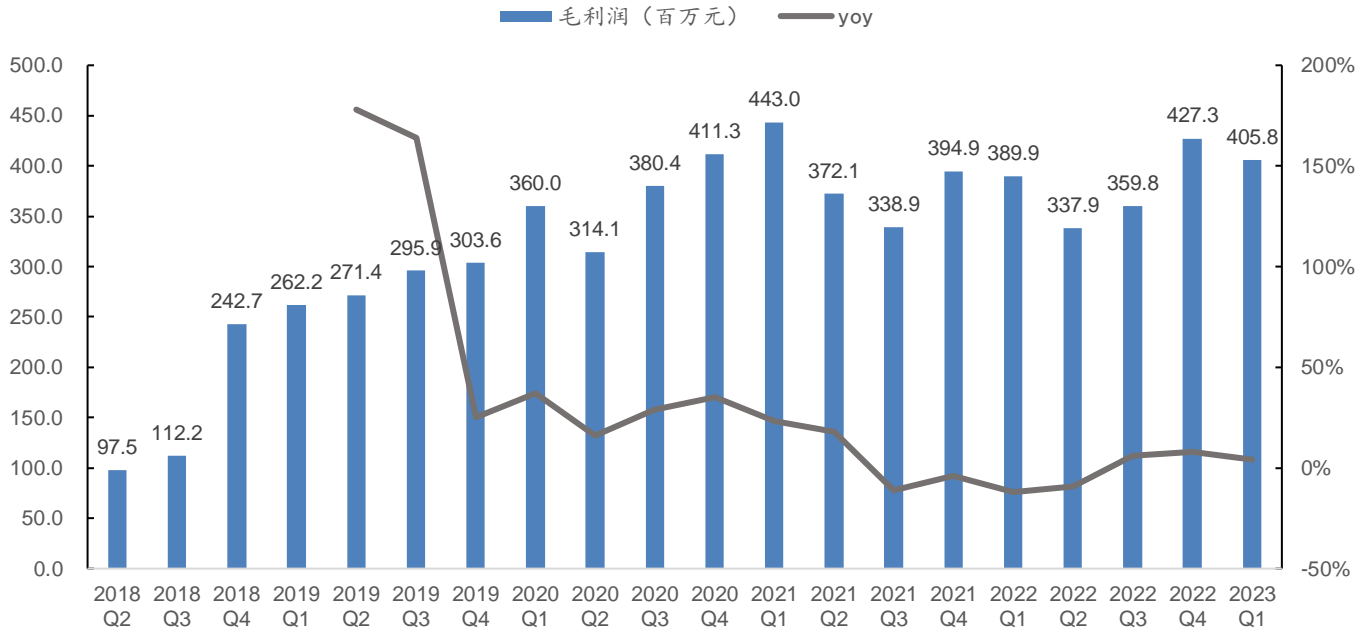
2022 年营业收入同比增速有所下降。2023Q1 业绩表现有所回暖，实现营收 11.88 亿元 (yoy+17.64%, qoq+7.9%)，归母净利润 1.98 亿元 (yoy+116.02%, qoq+252.3%)。营业收入增长主要是去年公司加大了游戏板块的研发力度和广告投放力度，随着游戏产品不断更迭，优化了玩家体验，以及广告投放带来的积极影响，23Q1 公司核心产品《姚记 3D 捕鱼》、《指尖捕鱼》、《捕鱼炸翻天》等均表现亮眼，带动营收增长。归母净利润有所上升主要是由于公司优化了投放推广策略，合理安排投放节奏，游戏推广费用较同期有所下降。

图表 21 2018Q2-2023Q1 公司营业收入 (百万元) 及增速



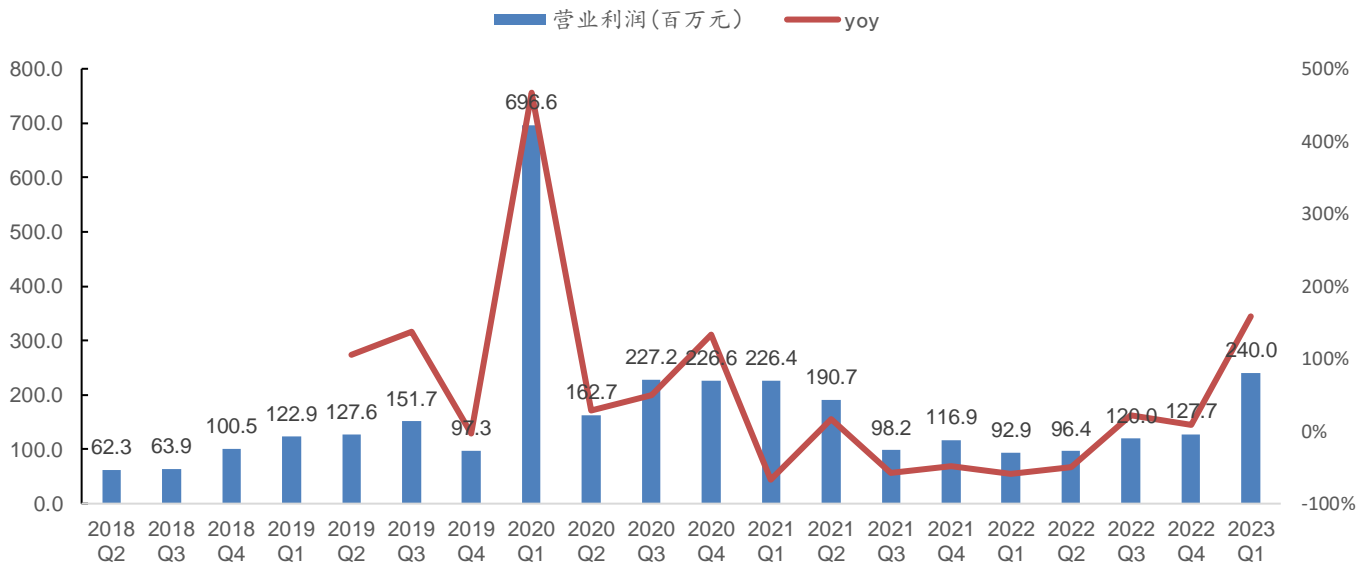
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 2018Q2-2023Q1 公司毛利润 (百万元) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

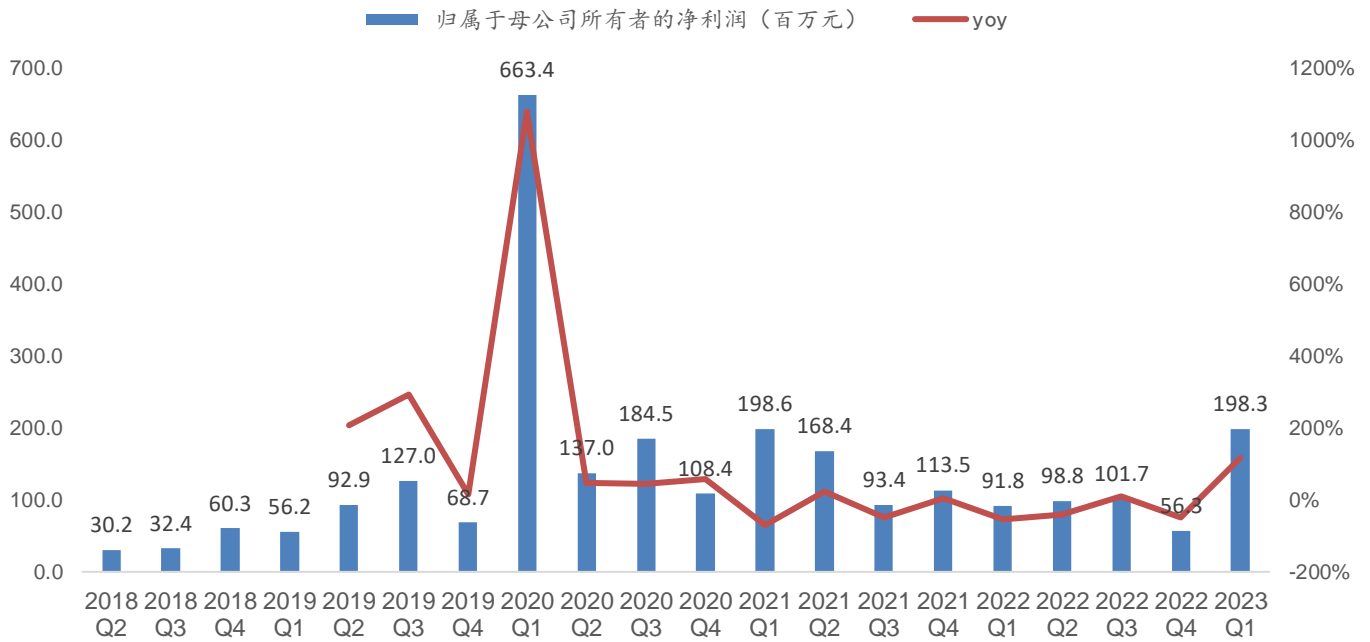
图表 23 2018Q2-2023Q1 公司营业利润 (百万元) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所



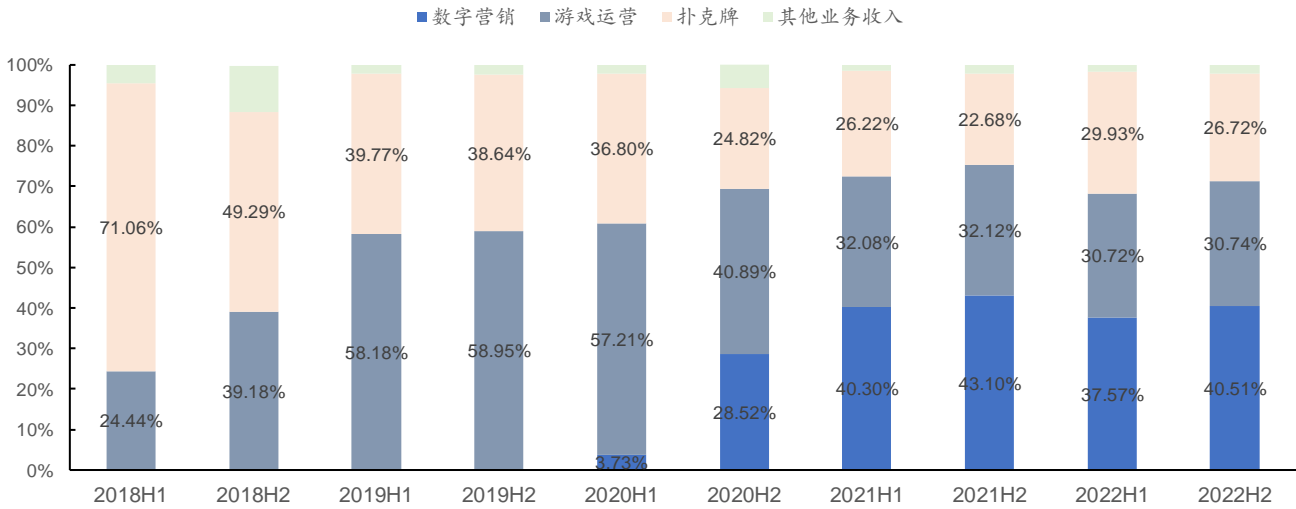
图表 24 2018H1-2022H2 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

**营业收入中数字营销与游戏业务占比不断扩大,对扑克业务的依赖程度下降。1) 数字营销业务:** 公司自 2020 年收购芦鸣科技起, 广告业务逐渐成为公司的主要来源之一。2022 年下半年广告业务收入为 8.17 亿元, 占比为 40.51%, 是营业收入占比最大的业务。**2) 游戏业务:** 公司自 2018 年起收购成蹊科技、大鱼竞技等游戏公司, 开始向游戏业务转型。2022 年下半年游戏业务营业收入为 6.2 亿元, 占比 30.74%, 是当前营业收入占比第二的业务。近年来, 公司不断增加游戏业务研发投入, 持续深耕游戏行业, 游戏行业营收有望持续增长。**3) 扑克牌业务:** 2018-2022 年扑克牌业务营业收入平稳增长, 由于广告和游戏业务的快速增长, 扑克牌业务的占比有所下降。2022 年下半年扑克牌业务营业收入为 5.39 亿元, 占比 26.72%。

图表 25 2018H1-2022H2 公司各项业务收入占比



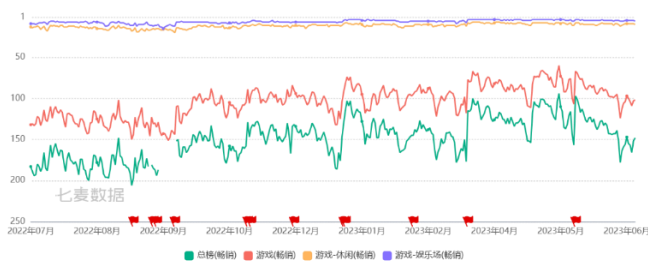
资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3 产品：聚焦休闲品类，布局海内外市场

#### 3.1 公司国内外核心游戏产品

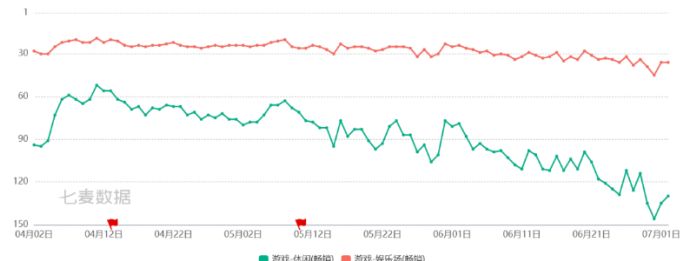
收购成蹊科技、大鱼竞技布局游戏业务。国内游戏子公司成蹊科技主要运营捕鱼、棋牌等休闲游戏，国内游戏产品主要有《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》、《大神捕鱼》、《小美斗地主》、《齐齐来麻将》等休闲、养成类游戏。其中《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》和《姚记捕鱼 3D 版》在 iOS 畅销榜休闲领域排名靠前，具有很强的玩家粘性。此外，公司依托《指尖捕鱼》十余年积累的客户群体，于 2022 年 11 月上线了自研 3D 捕鱼游戏《捕鱼新纪元》上线表现良好。大鱼竞技海外在线休闲竞技游戏的开发与运营，主要聚焦 Bingo 品类。主要游戏产品有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo 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，在全球范围内具有较强的竞争力，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 2500 万人，多次取得 Google Play 全球推荐。

图表 26 《指尖捕鱼》近一年 iPhone 畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 华安证券研究所

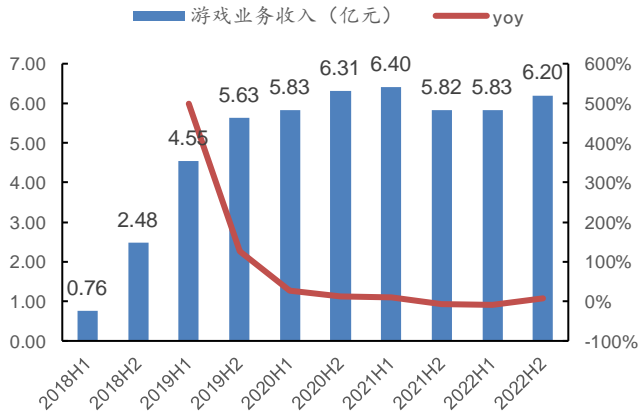
图表 27 《捕鱼新纪元》近 3 个月 iPhone 畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 华安证券研究所

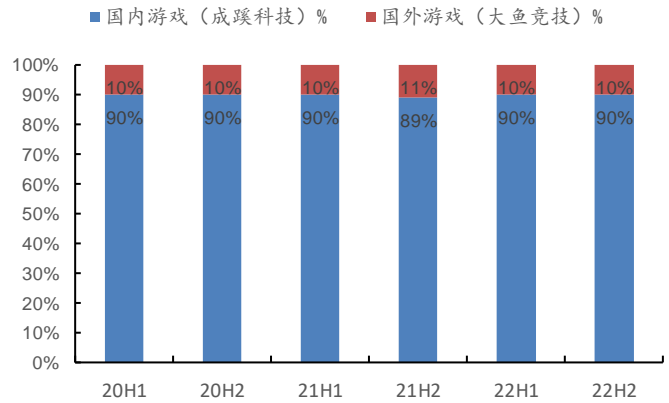
游戏业务收入进入平稳期，主要来源于国内游戏业务。公司自 2018 年布局游戏业务后的前两年实现快速增长，近两年受到疫情和宏观经济因素的影响，游戏收入有所下滑。此外，公司游戏业务布局海内外，国内业务即成蹊科技营业占比稳定在 90% 左右，为公司的游戏业务的主要来源。

图表 28 公司 2018H1-2022H2 游戏收入及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 国内外游戏业务占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.2 捕鱼类游戏开发成本低、长线流水稳定

#### 1) 玩法:

**什么是捕鱼类游戏?** 捕鱼类游戏是一种经典的休闲游戏，从游戏厅到端游、手游都存在这种游戏类型。在游戏产品风格的特征上，包括颜色绚丽的鱼群、铺天盖地的渔网、和炫酷的金币特效。捕鱼游戏利用玩家通过随机性来赚取金币奖励的玩法，带给玩家的期待感。姚记科技的《捕鱼炸翻天》玩法是经典的捕鱼类游戏玩法。

**捕鱼类游戏核心玩法是玩家消费金币，发射炮火，以一定概率打中目标鱼，获得金币。** 玩家消耗金币打鱼，根据某一概率公式计算成功率，若成功，则产出给玩家相应鱼的奖金，若失败，则毫无收获。《捕鱼炸翻天》是姚记科技正版授权的一款以捕鱼为题材的 4 人同台真人竞技手游。游戏方式在传统街机捕鱼的前提下，新增了东西方海域对抗的剧情模式。游戏场景丰富，包括龟相使者、蟹将叛逃、幽灵船长、人鱼宝藏、龙王降世、海魔猎场等诸多场次，每一个场次都有自己独特的玩法和特殊的奖励。

图表 30 《捕鱼炸翻天》游戏界面



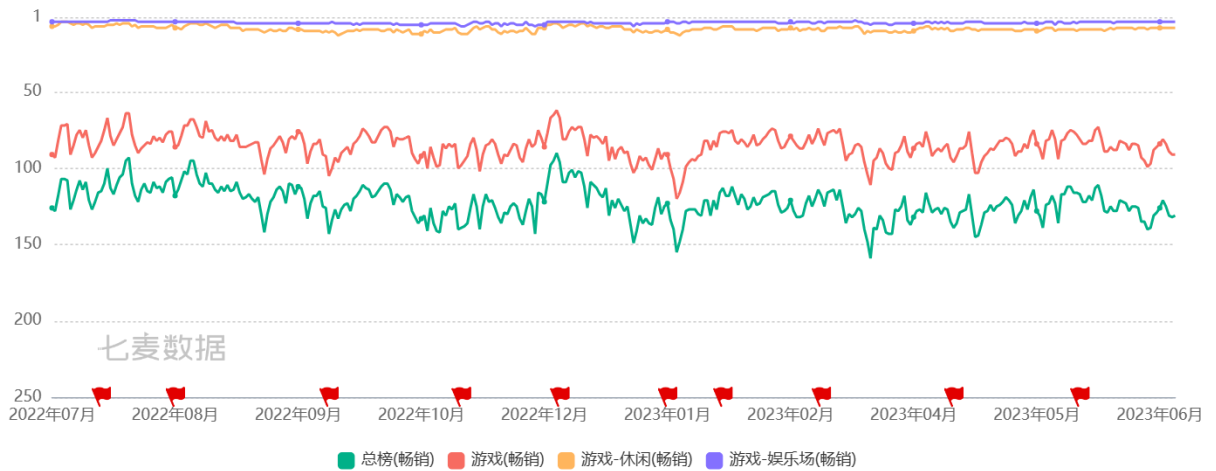
资料来源：哔哩哔哩，《捕鱼炸翻天》，华安证券研究所

游戏长线运营基于，不断的营销获客，数值体系调优，和视觉画面及休闲玩法的迭代进步。《捕鱼炸翻天》在正宗街机捕鱼玩法基础上又增加了更加炫酷的特效，全网独创的炮灵系统为玩家带来非一般的刺激且爽快的捕鱼体验。此外，版本不断更新迭代，2023 年新版渔场分为金币专区与至尊专区，新增超炫酷 BOSS 金龙王，带来不一样的视觉体验。2023 年 7 月上线夏日新版，海滩聚会版本新增夏日永久炮台赠送、人鱼游戏及沙滩闲晒模块，满足玩家不同游戏需求。

## 2) 商业化：

《捕鱼炸翻天》商业化路径主要为装备升级费用和炮弹发射费用，包括自主运营和联合运营两部分。**自主运营：**公司通过官网、微信公众号和媒体等方式获取游戏玩家，游戏玩家在对应渠道上下载游戏安装包使用。自主运营收入来源于玩家通过第三方支付平台购买虚拟游戏币升级游戏装备等；**联合运营：**公司通过游戏发行商或渠道商 OPPO、VIVO 和华为等软件平台投放安装包。联合运营收入来源于扣除发行商、渠道商按合同比例分成后的玩家充值流水。

图表 31 《捕鱼炸翻天》近一年 iPhone 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，华安证券研究所

### 3.3 Bingo 系列游戏生命周期长、迭代投入低

#### 1) 玩法：

**Bingo Party 游戏**是一款针对海外市场的休闲益智消除游戏，设置经典三消玩法和绚丽多彩的游戏画风。游戏设计了诸多简单易上手的消除任务和不同难度的消除任务，玩家在游戏过程中还可以自由解锁和灵活使用不同功能的道具，完成不同难度的消除任务，赚取丰厚的游戏奖励，享受不同的玩法乐趣。

游戏的粘性来源于上手门槛低、每局耗时短和设计不同难度关卡。作为一种经典的三消游戏，Bingo Party 上手门槛较低，且每局耗时较短，可以满足人们在闲暇时间休闲的需求，且可以满足不同年龄范围玩家的需求。同时，具有不同难度的任务，可以激发玩家的好胜心，让玩家在不断通关过程中获得满足感。个人关卡的通过数与满足感挂钩，激发玩家为了获得更强的满足感不断的在游戏中花费时间和金钱。

#### 2) 商业化：

商业化路径主要为联合运营，即公司向海外发行商授权发行游戏产品，玩家通过发行商 IOS、Android、Amazon 和 Facebook 等渠道商平台上投放的安装包下载安装游戏并充值消费，公司收入来源于扣除发行商及其下游渠道商按合同比例分成后的玩家充值流水。

图表 32 《Bingo Party》游戏界面



资料来源：哔哩哔哩，《Bingo Party》，华安证券研究所

## 4 盈利预测

### 4.1 关键假设

图表 33 2021-2025E 公司各业务收入拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,807	3,915	4,865	5,635	6,458
yoy, %	49%	2.8%	24.3%	15.8%	14.6%
数字营销	1,585	1,530	1,786.5	2,049.7	2,361.9
yoy, %	231.7%	-3.4%	16.7%	14.7%	15.2%
营收占比, %	41.6%	39.1%	36.7%	36.4%	36.6%
游戏运营	1,222	1,203	1,577.5	1,916.8	2,230.9
yoy, %	0.7%	-1.6%	31.1%	21.5%	16.4%
营收占比, %	32.1%	30.7%	32.4%	34.0%	34.5%
扑克牌	934	1,107	1,236.9	1,344.2	1,440.8
yoy, %	23.2%	18.5%	11.7%	8.7%	7.2%
营收占比, %	24.5%	28.3%	25.4%	23.9%	22.3%
其他	66	74	264.0	324.0	424.0
yoy, %	-41.4%	12.5%	257.1%	22.7%	30.9%
营收占比, %	1.7%	1.9%	5.4%	5.7%	6.6%

资料来源：公司年报，华安证券研究所测算

**营业收入：**数字营销(广告)、游戏运营和扑克牌均衡的支撑公司未来的收入增长，及三大板块之间产生协同效应，我们预计公司 23-25 年收入有望达到 48.65/56.35/64.58 亿元，yoy 24.3%/15.8%/14.6%。

- 数字营销：随着互联网平台经济合规发展，广告主投放意愿复苏，我们预计数字营销 23-25 年收入达到 17.87/20.50/23.62 亿元，yoy 16.7%/14.7%/15.2%；
- 游戏运营：公司休闲品类游戏受益于公司长期的精准营销策略和长线运营机制，并由于姚记的品牌优势和产品口碑，公司有潜力整合一些分散在不同渠道的长尾用户，在游戏大盘持续复苏的情况下，公司的游戏业务有望持续增长，我们预计游戏运营业务 23-25 年收入达到 15.78/19.17/22.31 亿元，yoy 31.1%/21.5%/16.4%；
- 扑克牌：公司的扑克牌业务是公司业务的基本盘，由于扑克牌产品质量好，产品供应稳定可靠，多年已经积累了较深广的用户口碑，并且有合理的涨价空间，我们预计公司扑克牌业务 23-25 年收入达到 12.37/13.44/14.41 亿元，yoy 11.7%/8.7%/7.2%。

**毛利率：**公司毛利的主要贡献来自于游戏运营业务，其次为扑克牌和数字营销(广告)业务。公司游戏运营业务利润状况较好，将维持高毛利水平，但随着公司扩张有一定程度下滑，预计 23-25 年游戏运营业务毛利率 92.3%/92.6%/92.9%；扑克牌毛利较为稳定，预计 23-25 年扑克牌业务毛利率 22.7%/22.6%/22.5%；广告业务由于竞争者较多，预计 23-25 年广告业务毛利率 3.6%/3.1%/3.7%。我们预计公司整体的毛利率在 23-25 年，将分别为 40.1%/43.9%/44.4%。

**归母净利润：**假设公司的销售费用率和研发费用率，随着产品周期和投放周期的变化，有一定程度的变化和波动，假设 23-25 年销售费用率分别为 8.1%/11.2%/10.7%，研发费用率分别为 5.0%/4.1%/5.6%，由于公司管理体系和财务运作体系已经较为规范，在业务增长期，我们假设公司仍然具备较好的费用管理能力，假设管理费用和财务费用相对稳定，23-25 年管理费用率分别为 5.1%/4.3%/3.6%。基于收入、营业成本和费用假设，我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 7.17/8.76/10.31 亿元，yoy 105.6%/22.3%/17.6%。

## 4.2 相对估值

游戏行业 23 年预测 P/E 中位数为 22.4X。游戏板块中权重公司，三七互娱，世纪华通，完美世界，吉比特，恺英网络和巨人网络 23 年预测 P/E 范围在 17.5 至 24.2X 之间。考虑到国内游戏行业受益于：1) AI 技术进步驱动科技创新周期上行；2) 游戏出海的大背景下，国产厂商在全球市占率仍有提升空间。在 AI 技术产业趋势下和游戏文化产品出海发展的历史背景下，游戏行业有很好的成长性。考虑到游戏公司经营状况稳健，受益于 AI 带来的新一轮科技周期，游戏公司普遍具备成长机遇，我们判断游戏行业现阶段估值有望回到历史较高水平区间。

我们预计，公司 23-25 年归母净利润 7.17/8.76/10.31 亿元 (yoy 105.6%/22.3%/17.6%)，对应 23-25 年 P/E 19.21/15.71/13.35。姚记科技不断在研发方面投入，同时扑克、数字营销和游戏各业务板块之间产生强协同，不断为公司提供长期竞争力。由于，国内游戏厂商仍处于出海创收的大背景下，同时游戏作为计算机技术最成熟的应用形式，游戏产品受益于人工智能的产业趋势未发生变化，游戏行业仍然有希望回到历史估值高位区间，现阶段姚记科技估值水平仍低于游戏行业历史高值区间 30X - 35X，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 34 可比公司估值 (截止至 2023 年 8 月 11 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	总收入 (亿元)				总收入同比 (%)			归母净利润 (亿元)				归母净利润同比 (%)			市盈率 PE		
			21A	22A	23E	24E	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E
002605.SZ	姚记科技	137.6	38.1	39.1	48.7	56.4	2.8%	24.3%	15.8%	5.7	3.5	7.2	8.8	-39.2%	105.6%	22.3%	16.3	19.2	15.7
	<b>中位数</b>	<b>280.5</b>	<b>30.6</b>	<b>48.1</b>	<b>49.7</b>	<b>59.3</b>	<b>11.4%</b>	<b>23.7%</b>	<b>17.7%</b>	<b>5.2</b>	<b>5.4</b>	<b>12.6</b>	<b>15.4</b>	<b>-0.5%</b>	<b>32.8%</b>	<b>20.8%</b>	<b>15.7</b>	<b>22.4</b>	<b>17.9</b>
002555.SZ	三七互娱	589.1	162.2	164.1	191.7	218.0	1.2%	16.9%	13.7%	28.8	29.5	33.7	38.6	2.7%	14.0%	14.8%	13.6	17.5	15.2
002602.SZ	世纪华通	415.9	139.3	114.8	150.2	169.2	-17.6%	30.9%	12.7%	23.3	-70.9	17.2	24.3	-404.8%	-124.3%	41.5%	-4.0	24.2	17.1
002624.SZ	完美世界	284.8	85.2	76.7	89.2	101.7	-10.0%	16.3%	14.0%	3.7	13.8	15.5	18.8	273.1%	12.8%	20.8%	17.9	18.3	15.2
603444.SH	吉比特	319.9	46.2	51.7	58.5	67.2	11.9%	13.3%	14.9%	14.7	14.6	16.4	19.2	-0.5%	12.4%	16.8%	15.4	19.5	16.7
002558.SZ	巨人网络	280.5	21.2	20.4	31.1	36.8	-4.1%	52.4%	18.6%	9.9	8.5	12.6	15.4	-14.4%	47.6%	23.0%	18.8	22.3	18.2
002517.SZ	恺英网络	320.5	23.8	37.3	48.7	59.3	56.8%	30.6%	21.8%	5.8	10.3	14.3	17.9	77.8%	39.7%	25.2%	13.8	22.4	17.9
300002.SZ	神州泰岳	196.7	43.1	48.1	55.3	65.3	11.4%	15.1%	18.0%	3.8	5.4	7.2	8.6	40.9%	32.8%	19.4%	15.7	27.3	22.9
600633.SH	浙数文化	179.0	30.6	51.9	49.7	55.6	69.3%	-4.1%	11.9%	5.2	4.9	7.5	8.2	-5.2%	54.1%	8.7%	21.2	23.7	21.8
603258.SH	电魂网络	80.5	10.0	7.9	9.8	11.6	-20.6%	24.4%	17.7%	3.4	2.0	3.6	4.2	-40.7%	79.2%	17.9%	26.7	22.4	19.0
300031.SZ	宝通科技	85.8	27.6	32.6	40.3	48.5	18.1%	23.7%	20.2%	4.0	-4.0	4.2	5.7	-198.3%	-206.4%	35.0%	-14.4	20.4	15.1
300494.SZ	盛天网络	81.6	12.2	16.6	20.5	24.8	35.8%	23.8%	20.9%	1.3	2.2	3.0	3.7	77.7%	35.0%	24.8%	18.3	27.2	21.8

资料来源：Wind 一致预期，公司年报，华安证券研究所测算



## 风险提示:

休闲游戏业务入局者增加，竞争格局恶化；广告业务受整体宏观经济波动影响，业绩承诺兑现程度不及预期；扑克产能扩张和爬坡节奏不及预期

财务报表与盈利预测

资产负债表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1725	3033	4515	6179
现金	757	2046	3516	5172
应收账款	443	435	424	409
其他应收款	36	45	52	60
预付账款	74	92	107	123
存货	381	381	381	381
其他流动资产	33	34	34	35
<b>非流动资产</b>	2681	2694	2704	2718
长期投资	136	155	176	199
固定资产	395	391	383	375
无形资产	88	86	84	83
其他非流动资产	2062	2062	2061	2061
<b>资产总计</b>	4405	5727	7219	8897
<b>流动负债</b>	1526	2069	2607	3163
短期借款	506	845	1217	1595
应付账款	632	786	910	1043
其他流动负债	387	438	480	525
<b>非流动负债</b>	151	151	151	151
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	151	151	151	151
<b>负债合计</b>	1676	2220	2758	3314
少数股东权益	25	85	163	255
股本	406	406	406	406
资本公积	49	49	49	49
留存收益	2068	2784	3661	4692
归属母公司股东权益	2704	3421	4297	5328
<b>负债和股东权益</b>	4405	5727	7219	8897

现金流量表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	582	1,024	1,168	1,349
净利润	358	777	954	1,123
折旧摊销	74	63	62	61
财务费用	10	-	-	-
投资损失	14	-	-	-
营运资金变动	32	174	138	149
其他经营现金流	93	11	14	17
<b>投资活动现金流</b>	-169	-72	-67	-68
资本支出	67	72	67	68
长期投资	-	-	-	-
其他投资现金流	-236	-144	-135	-137
<b>筹资活动现金流</b>	-297	336	370	375
短期借款	630	395	465	511
债券融资	-	-	-	-
股权融资	39	-	-	-
其他筹资现金流	-966	-59	-95	-136
汇率变动影响	9	-	-	-
<b>现金净增加额</b>	125	1,289	1,470	1,656

利润表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3915	4865	5635	6458
营业成本	2400	2912	3161	3591
营业税金及附加	15	12	13	15
销售费用	476	394	629	689
管理费用	228	249	243	235
财务费用	265	239	293	317
资产减值损失	-95	4	5	6
公允价值变动收益	-2	-	-	-
投资净收益	-14	-7	-11	-13
<b>营业利润</b>	437	892	1,084	1,271
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	3	3	4	4
<b>利润总额</b>	434	890	1,081	1,267
所得税	76	112	126	144
<b>净利润</b>	358	777	954	1,123
少数股东损益	10	61	78	92
<b>归属母公司净利润</b>	349	717	876	1,031
EBITDA	776	1,194	1,439	1,648
EPS (元)	0.86	1.74	2.13	2.50

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (yoy,%)</b>				
营业收入	2.8%	24.3%	15.8%	14.6%
营业利润	-30.9%	104.2%	21.5%	17.2%
归母净利润	-39.2%	105.6%	22.3%	17.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	38.7%	40.1%	43.9%	44.4%
净利率 (%)	9.1%	16.0%	16.9%	17.4%
ROE (%)	12.9%	20.9%	20.4%	19.3%
ROIC (%)	19.8%	24.0%	22.4%	20.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	38%	39%	38%	37%
净负债比率 (%)	61%	63%	62%	59%
流动比率	1.13	1.47	1.73	1.95
速动比率	0.81	1.22	1.53	1.79
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.89	0.85	0.78	0.73
应收账款周转率	8.8	11.2	13.3	15.8
应付账款周转率	3.8	3.7	3.5	3.4
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.86	1.74	2.13	2.50
每股经营现金流	1.43	2.49	2.84	3.28
每股净资产	6.65	8.31	10.44	12.94
<b>估值比率</b>				
P/E	16.28	19.21	15.71	13.35
P/B	2.10	4.02	3.20	2.58
EV/EBITDA	7.13	10.55	7.99	6.20

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。