

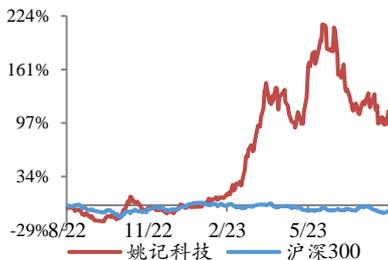
23Q2 点评：买量投入利润回收较好，休闲游戏受益于 AI 趋势

投资评级：增持（维持）

报告日期：2023-08-31

收盘价（元）	31.87
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）	330
流通股比例（%）	79.94
总市值（亿元）	131
流通市值（亿元）	105

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

相关报告

1. 姚记科技|深度：休闲游戏受益于 AI 趋势，扑克业务合理扩张 2023-08-14

主要观点：

● 23H1 业绩情况：

公司于 2023 年 8 月 30 日披露半年报，实现营业收入 23.46 亿元(yoy 23.58%)，归母净利润 4.08 亿元(yoy 113.87%)；23Q2 公司实现营业收入 11.58 亿元(yoy 30.3%，qoq -2.5%)，归母净利润 2.09 亿元(yoy 111.9%，qoq 5.6%)。

● 游戏：买量投放效果良好，利润持续优化

23H1 游戏业务收入 7.06 亿元(yoy 21.04%)，收入占比 30.09%，毛利率 95.63%。公司 22 年及 23 年上半年游戏买量投放卓有成效，23 年上半年游戏利润贡献显著，其中《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》和《姚记捕鱼 3D 版》表现较好。休闲游戏由于研发迭代较快，试错成本较小，当 AI 等新技术出现，休闲游戏将是较好的与 AI 结合的应用场景。

● 扑克牌：主业收入稳健，打造民族品牌

23H1 扑克牌收入 5.15 亿元(yoy -9.22%)，占收入比重 21.96%，毛利率 26.03%。公司现有产能约 7 亿副，安徽滁州工厂落成并产能爬坡结束后，将新增 6 亿产能，未来规划产能将达到约 13 亿副。公司坚持创新，不断生产高质量扑克产品，持续打造民族一流品牌。

● 数字营销(广告)：广告业务恢复较高增长，持续贡献收入

23H1 数字营销(广告)收入 11.02 亿元(yoy 54.68%)，占收入比重 46.98%，毛利率 4.33%。公司上半年广告收入有大幅提高，主要系去年同期广告大盘低迷，公司基数较低，而今年随着广告大盘整体复苏，公司不断提高基于大数据 AI 的精准营销投放能力，较好的满足了网络服务、游戏和互联网金融等领域的广告主需求。

● 投资建议

公司游戏的营销与产品迭代不断取得成功，并释放利润；扑克牌主业稳健，有较强定价实力；广告业务持续复苏，贡献收入增量。我们预计公司 23-25 年营业收入，48.87/56.82/64.47 亿元(前值：48.65/56.35/64.58 亿元)，yoy 24.8%/16.3%/13.5%；预计 23-25 年归母净利润 7.24/8.92/10.41 亿元(前值：7.17/8.76/10.31 亿元)，yoy 107.7%/23.2%/16.7%。维持“增持”评级。

● 风险提示

游戏营销费用回报率低于预期；扑克产能释放不及预期；广告受宏观波动影响

● 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	4,887	5,682	6,447
收入同比 (%)	2.8%	24.8%	16.3%	13.5%
归属母公司净利润	349	724	892	1,041
净利润同比 (%)	-39.2%	107.7%	23.2%	16.7%
毛利率 (%)	38.7%	39.5%	43.4%	43.9%
ROE (%)	12.9%	21.1%	20.6%	19.4%
每股收益 (元)	0.86	1.76	2.16	2.53
P/E	16.28	18.15	14.72	12.62
P/B	2.10	3.83	3.04	2.45
EV/EBITDA	7.13	10.27	7.66	5.94

资料来源: wind, 华安证券研究所

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
流动资产	1725	3050	4558	6226
现金	757	2063	3560	5222
应收账款	443	434	422	406
其他应收款	36	45	52	60
预付账款	74	93	108	123
存货	381	381	381	381
其他流动资产	33	34	34	35
非流动资产	2681	2691	2701	2713
长期投资	136	153	172	194
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
资产总计	4405	5742	7259	8939
流动负债	1526	2074	2618	3160
短期借款	506	845	1217	1595
应付账款	632	789	918	1041
其他流动负债	387	440	483	524
非流动负债	151	151	151	151
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	151	151	151	151
负债合计	1676	2225	2769	3311
少数股东权益	25	88	170	266
股本	406	406	406	406
资本公积	49	49	49	49
留存收益	2068	2792	3684	4725
归属母公司股东权益	2704	3428	4320	5362
负债和股东权益	4405	5742	7259	8939

现金流量表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	582	1,042	1,195	1,355
净利润	358	788	974	1,137
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	178	142	138
其他经营现金流	93	14	16	19
投资活动现金流	-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	-134	-136
筹资活动现金流	-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	-	-	-
现金净增加额	125	1,306	1,497	1,662

利润表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3915	4887	5682	6447
营业成本	2400	2954	3218	3619
营业税金及附加	15	15	15	17
销售费用	476	402	649	704
管理费用	228	257	249	238
财务费用	265	188	234	246
资产减值损失	-95	1	4	5
公允价值变动收益	-2	-	-	-
投资净收益	-14	6	5	5
营业利润	437	913	1,117	1,297
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	3	1	2	2
利润总额	434	912	1,116	1,297
所得税	76	125	142	160
净利润	358	788	974	1,137
少数股东损益	10	64	82	95
归属母公司净利润	349	724	892	1,041
EBITDA	776	1,163	1,413	1,604
EPS (元)	0.86	1.76	2.16	2.53

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力(yoy,%)				
营业收入	2.8%	24.8%	16.3%	13.5%
营业利润	-30.9%	108.9%	22.3%	16.2%
归母净利润	-39.2%	107.7%	23.2%	16.7%
获利能力				
毛利率(%)	38.7%	39.5%	43.4%	43.9%
净利率(%)	9.1%	16.1%	17.1%	17.6%
ROE(%)	12.9%	21.1%	20.6%	19.4%
ROIC(%)	19.8%	23.0%	21.6%	19.5%
偿债能力				
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	1.74	1.97
速动比率	0.81	1.23	1.54	1.80
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.85	0.78	0.72
应收账款周转率	8.8	11.3	13.5	15.9
应付账款周转率	3.8	3.7	3.5	3.5
每股指标(元)				
每股收益	0.86	1.76	2.16	2.53
每股经营现金流	1.43	2.53	2.90	3.29
每股净资产	6.65	8.32	10.48	13.01
估值比率				
P/E	16.28	18.15	14.72	12.62
P/B	2.10	3.83	3.04	2.45
EV/EBITDA	7.13	10.27	7.66	5.94

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。