

姚记扑克 (002605.SZ)

文化用品与娱乐行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

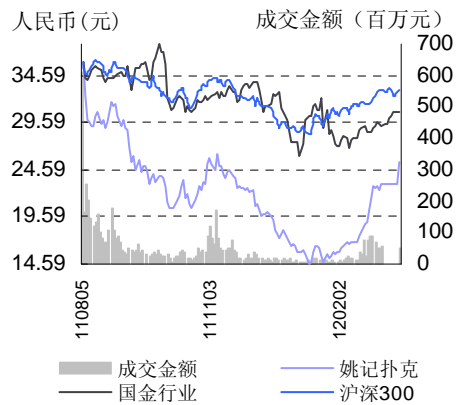
市价(人民币): 25.47元

谨慎开发客户资源, 主营业务保持稳健

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	23.50
总市值(百万元)	2,381.45
年内股价最高最低(元)	36.06/14.59
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

- 《合作开发庞大客户群,业绩估值可双重受益》, 2012.3.9
- 《12 年收入有望稳定增长,净利率将提高》, 2012.2.16
- 《收入低于预期, 毛利率预期稳中有升》, 2011.10.20

蔡益润 联系人
(8621)61356501
caiy@gjzq.com.cn

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.916	1.015	0.775	1.058	1.211
每股净资产(元)	3.05	4.06	8.41	9.18	10.26
每股经营性现金流(元)	1.40	1.01	1.32	1.22	1.40
市盈率(倍)	N/A	N/A	32.85	24.07	21.04
行业优化市盈率(倍)	47.34	41.37	41.83	41.83	41.83
净利润增长率(%)	63.13%	10.83%	2.01%	36.49%	14.42%
净资产收益率(%)	30.04%	24.98%	9.21%	11.53%	11.80%
总股本(百万股)	70.00	70.00	93.50	93.50	93.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司将与北京联众、91 移动开展谨慎合作:** 公司在 2 年内投入至少 2 亿副扑克牌广告资源用于宣传“姚记联众扑克在线”、“联众联名游戏大厅”, 通过动态编码绑定用户手机和密码, 提供免费参加线上比赛、抽奖等活动的机会; 同时公司有望与 91 移动合作, 利用二维码推广客户端下载。公司希望以提供增值服务而不是广告的形式开发客户资源, 以免引起用户的反感。
- **本次合作对公司将是利好:** 我们认为公司的客户群数量庞大, 深入二三线城市, 与合作方的用户重合度高, 延伸顺畅, 具有较好合作前景。如合作成功, 公司可获得现金分成增厚业绩, 缓冲网络游戏对公司销售的冲击, 并提升估值; 如合作不理想, 公司的沉没成本小, 损失有限。
- **公司主营业务将受益于纸张价格下跌:** 公司今年将继续开发新市场, 争取实现销售 8 亿副扑克牌的目标, 明年争取销售 9-10 亿副, 主要视产能能否跟上。未来公司毛利率将受益于纸张价格的下跌。

盈利预测

- **传统业务:** 公司产能投放低于预期, 但价格未如预期的下降, 因此我们下调营业收入、上调毛利率(图表 1)、上调盈利预测: 预计公司 12-14 年收入分别为 7.6、8.7、9.9 亿元, 增速为 15.7%、14.7%、14.1%, EPS 为 1.06、1.21、1.38 元, 净利润增速为 36%、14%、14%, 复合增速 21%。
- **与北京联众的合作业务:** 姚记在未来 2 年投入 2 亿副扑克牌资源, 平均 1 亿副/年, 按每人年均消费 3 副扑克牌计, 即为 3000 万名客户, 假设有 20% 客户转化为门户网络的用户, 按一般棋牌游戏类用户付费率 3-4%、每用户平均收入 15 元/月计算, 则可产生 3240-4320 万元现金收入; 假设姚记扑克的分成比例为 30%, 则产生 972-1296 万元收入(基本等于利润)。

投资建议

- 若与联众的合作能实现 972 万元利润, 参考可比公司给予 30 倍 12 年估值(图表 2), 则对应市值 2.9 亿元。现价 25.47 元对应 12 年主营业务每股收益 24.1 倍, 估值不算便宜。考虑到可能的业绩增厚以及估值提升, 维持“买入”评级。

风险

- 用户转化率低于预期, 估值风险。

图表1: 姚记扑克收入预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
扑克牌							
市场容量 (千件)	3,140,000	3,790,000	4,472,200	5,161,813	5,781,231	6,446,072	7,155,140
增长率 (YOY)	17%	21%	18%	15.4%	12.0%	11.5%	11.0%
市场份额	13.1%	14.0%	15.0%	13.5%	13.8%	14.2%	14.6%
销售数量 (千件)	410,176	532,407	669,077	696,845	797,810	915,342	1,044,650
增长率 (YOY)		29.8%	25.7%	4.2%	14.5%	14.7%	14.1%
平均售价 (元/件)	0.89	0.85	0.85	0.94	0.95	0.95	0.95
增长率 (YOY)		-4.5%	0.0%	10.6%	1.1%	0.0%	0.0%
销售收入 (百万元)	365.06	452.55	568.72	655.03	757.92	869.58	992.42
增长率 (YOY)		24.0%	25.7%	15.2%	15.7%	14.7%	14.1%
毛利率	18.9%	23.1%	20.3%	20.4%	22.7%	22.5%	22.3%
毛利 (百万元)	69.07	104.45	115.34	133.63	172.05	195.65	221.31
增长率 (YOY)		51.22%	10.42%	15.86%	28.75%	13.72%	13.11%

来源: 国金证券研究所

图表2: 互联网游戏和手机游戏相关公司估值比较

代码	简称	收盘价 2012/3/8	EPS					EPS YoY			3年复合 增速	PE		
			2010A	2011E	2012E	2013E	11/10	12/11	13/12	11EPS		12EPS	13EPS	
300113	顺网科技	26.35	0.34	0.52	0.84	1.11	53%	62%	31%	48.4%	50.6	31.2	23.7	
002261	拓维信息	22.61	0.27	0.36	0.71	0.95	33%	95%	33%	51.4%	62.0	31.8	23.8	
002148	北纬通信	22.9	0.27	0.18	0.54	0.72	-33%	197%	33%	38.4%	125.0	42.1	31.6	
300052	中青宝	14.36	0.27	0.40	0.54	0.68	48%	33%	27%	35.8%	35.5	26.6	21.0	
平均		-	-	-	-	-	-	-	-	46.1%	79.2	35.0	26.4	

单位: 元

来源: Wind, 国金证券研究所

Q&A:

Q1: 姚记联众扑克在线的具体运作方式是怎样的?

A: 每幅牌上有个代码, 通过发送信息可以绑定用户名、手机、密码, 并获得免费参与大奖赛、抽奖的机会, 并且有机会获得丰厚的奖品。其实, 这也便于公司获得用户信息, 进一步提高增值服务。

Q2: 除了扑克, 姚记联众扑克在线还有别的游戏吗?

A: 通过绑定手机, 还可以玩联众的游戏。

Q3: 通过这种合作模式, 容易增加网上打扑克的用户数, 那么对姚记扑克实体牌的销售有什么帮助吗?

A: 我们认为这不会影响到实体牌的销售, 我们过去的销售经验可以证实。我们和联众的合作至少目前不是为了直接收益, 而是探索一种合作模式。

Q4: 公司和 91 移动如何合作?

A: 主要是吸引消费者下载客户端: 通过在第 55 张牌上印制二维码, 拍个照就可以自动下载客户端, 非常方便。

Q5: 这种合作模式在国外有没有可比案例?

A: 公司这个模式应该是首创——在快消品上进行推广, 没有其他商品可以达到这种效果: 一玩几小时, 上面印刷的东西会给用户留下深刻的印象。因为公司知道哪些牌是进入哪个市场的, 农村、小城市还是大城市, 便于追踪, 所以会先在部分地区进行尝试, 看效果如何再决定要不要推广。

Q6: 对于管理层来说, 转型的风险在哪里? 今后是否会有类似的合作?

A: 公司对于跨领域的合作很谨慎, 不希望因为打广告而影响用户的打牌体验, 而目前这种合作方式不会让客户感到广告的骚扰, 而是一种增值服务。如果用户反感这种方式, 那么会考虑停止这种合作。

这次投资并不大, 如果做得不好, 也只是牺牲 1、2 亿副广告牌资源, 而制作成本几乎为零。目前由合作方提供技术、服务, 姚记提供资源, 如果项目进行得好, 未来也不排除姚记会单独运营。

Q7: 公司有没有进入游戏开发、内容创意等领域的打算?

A: 北京联众有很强大的研发团队, 目前公司还没有过多考虑自行开发游戏, 因为公司对这个领域还不太懂, 希望借助于和其他企业合作、利用他们的经验来进行开发, 如电子商务企业、团购企业等。未来不排除会成立自己的平台。

Q8: 公司对于传统业务有没有什么规划?

A: 公司的核心业务仍然是扑克牌的制造、销售, 现在基本所有扑克牌经销商都知道姚记上市了, 一些以前没有代理姚记扑克的经销商也愿意尝试。公司今年会加大对新市场的开拓, 希望能明显提高销量。

Q9: 公司 11 年销量为多少副? 今明两年的销售目标是多少?

A: 公司 11 年销量是 7 亿副不到, 今年争取能够销售 8 亿副, 明年争取 9-10 亿副, 主要看产能是否跟得上。

Q10: 扑克牌有提价预期吗?

A: 我们在市场份额比较高的成熟市场会提价, 而在新市场则用比较合理的价格推广。比如在上海, 姚记每年销量 4000 多万副, 品牌粘性很高, 售价反而是全国比较高的, 未来如果提价几分钱相信不会影响市场份额。

Q11: 最新的白卡价格是多少? 去年均价是多少?

A: 最新的是 6200 元/吨 (含税), 去年均价是 7000 元左右。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	368	451	567	655	758	870	货币资金	14	33	45	300	360	360
增长率		22.7%	25.6%	15.6%	15.7%	14.7%	应收款项	9	5	17	13	15	17
主营业务成本	-295	-347	-451	-521	-586	-674	存货	141	187	250	257	289	332
%销售收入	80.3%	76.8%	79.6%	79.6%	77.3%	77.5%	其他流动资产	4	14	3	10	11	12
毛利	72	105	115	134	172	196	流动资产	168	239	315	580	674	721
%销售收入	19.7%	23.2%	20.4%	20.4%	22.7%	22.5%	%总资产	48.2%	51.7%	46.4%	53.5%	53.0%	53.4%
营业税金及附加	-1	-1	0	-2	-2	-2	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	固定资产	125	167	274	385	481	514
营业费用	-6	-7	-5	-8	-10	-12	%总资产	36.1%	36.3%	40.3%	35.5%	37.8%	38.1%
%销售收入	1.6%	1.5%	0.8%	1.2%	1.3%	1.4%	无形资产	54	53	89	117	115	112
管理费用	-12	-17	-22	-27	-31	-34	非流动资产	180	223	365	505	597	628
%销售收入	3.3%	3.8%	3.9%	4.2%	4.1%	3.9%	%总资产	51.8%	48.3%	53.6%	46.5%	47.0%	46.6%
息税前利润 (EBIT)	54	79	88	97	129	147	资产总计	348	462	680	1,085	1,272	1,349
%销售收入	14.6%	17.5%	15.5%	14.8%	17.1%	17.0%	短期借款	90	81	117	28	112	44
财务费用	-7	-5	-5	-4	0	0	应付款项	74	152	209	242	272	313
%销售收入	2.0%	1.0%	0.9%	0.6%	0.0%	0.0%	其他流动负债	34	15	5	28	30	33
资产减值损失	0	-1	0	1	0	0	流动负债	198	248	331	298	414	390
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	65	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	198	248	396	298	414	390
营业利润	47	74	83	94	129	147	普通股股东权益	149	213	285	787	858	959
营业利润率	12.7%	16.4%	14.7%	14.3%	17.0%	16.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	10	11	4	3	4	负债股东权益合计	348	462	680	1,085	1,272	1,349
税前利润	51	84	94	97	132	151	比率分析						
利润率	13.9%	18.6%	16.7%	14.9%	17.4%	17.4%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-12	-20	-23	-25	-33	-38	每股指标						
所得税率	22.9%	23.4%	24.7%	25.6%	25.0%	25.0%	每股收益	0.561	0.916	1.015	0.775	1.058	1.211
净利润	39	64	71	72	99	113	每股净资产	2.133	3.049	4.064	8.413	9.177	10.257
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.705	1.397	1.008	1.318	1.215	1.398
归属于母公司的净利润	39	64	71	72	99	113	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	10.7%	14.2%	12.5%	11.1%	13.1%	13.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.32%	30.04%	24.98%	9.21%	11.53%	11.80%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	11.31%	13.89%	10.44%	6.68%	7.78%	8.39%
净利润	0	0	0	72	99	113	投入资本收益率	17.29%	20.58%	14.22%	8.88%	9.99%	11.02%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	0	0	12	16	20	主营业务收入增长率	N/A	22.73%	25.63%	15.57%	15.71%	14.73%
非经营收益	0	0	0	3	1	1	EBIT增长率	N/A	47.41%	11.33%	10.31%	32.94%	14.06%
营运资金变动	0	0	0	36	-3	-3	净利润增长率	N/A	63.13%	10.83%	2.01%	36.49%	14.42%
经营活动现金净流	0	0	0	123	114	131	总资产增长率	N/A	32.80%	47.40%	59.44%	17.25%	6.05%
资本开支	-22	-67	-161	-149	-106	-46	资产管理能力						
投资	0	1	0	-1	0	0	应收账款周转天数	3.9	5.3	7.0	6.0	5.8	5.6
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	87.2	172.9	177.0	180.0	180.0	180.0
投资活动现金净流	-22	-66	-161	-150	-106	-46	应付账款周转天数	26.7	50.6	44.5	45.0	45.0	46.0
股权募资	0	0	0	442	-15	0	固定资产周转天数	116.5	130.1	132.7	164.8	179.0	178.2
债权募资	-5	-9	101	-154	84	-68	偿债能力						
其他	-15	-9	-11	-6	-16	-17	净负债/股东权益	51.11%	22.67%	48.06%	-34.57%	-28.89%	-32.92%
筹资活动现金净流	-20	-18	90	282	52	-85	EBIT利息保障倍数	7.4	17.0	16.7	24.9	525.3	394.3
现金净流量	-42	-84	-71	255	60	0	资产负债率	57.04%	53.76%	58.19%	27.49%	32.54%	28.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	3	4	5	5	5
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.08

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-10-20	持有	21.06	18.00 ~ 20.00
2 2012-02-16	买入	18.92	20.40 ~ 20.40
3 2012-03-09	买入	25.47	N/A

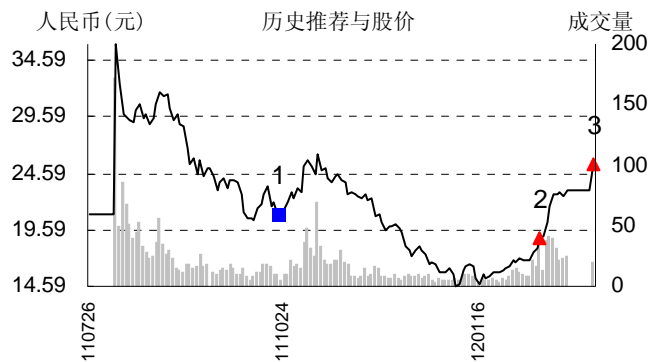
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B