

## 姚记扑克 (002605.SZ) 文化用品与娱乐行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

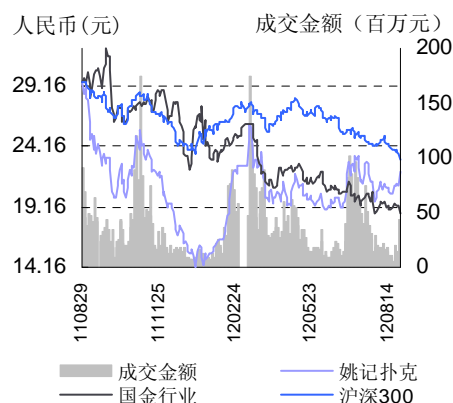
市价(人民币): 21.96 元

## 2Q 毛利率如期提升, 收入不达预期

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)	27.72
总市值(百万元)	20.53
年内股价最高最低(元)	29.50/14.16
沪深 300 指数	2228.20
中小板指数	4835.03



## 相关报告

1. 《1Q12 销量增速喜人, 毛利率提升开始体现》, 2012.4.26
2. 《毛利率超历史高位, 推动业绩超预期》, 2012.3.26
3. 《谨慎开发客户资源, 主营业务保持稳健》, 2012.3.12

蔡益润 联系人  
(8621)61356501  
caiyr@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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.760	0.776	1.027	1.190	1.375
每股净资产(元)	4.06	8.09	8.87	9.81	10.94
每股经营性现金流(元)	1.01	1.08	2.32	0.91	1.19
市盈率(倍)	N/A	N/A	19.37	16.73	14.48
行业优化市盈率(倍)	47.34	41.37	41.83	41.83	41.83
净利润增长率(%)	11.27%	2.09%	32.40%	15.80%	15.57%
净资产收益率(%)	24.98%	9.59%	11.58%	12.13%	12.57%
总股本(百万股)	93.50	93.50	93.50	93.50	93.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 姚记扑克上半年实现营业收入 3.1 亿元, 同比增长 2.8%; 其中 2Q 营业收入为 1.15 亿元, 同比下降 25%。上半年公司实现净利润 0.46 亿元, 同比增长 22%, 其中 2Q 净利润 0.16 亿元, 同比下降 6%。
- 预计 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动区间为 20-50%。

## 经营分析

- 部分收入未确认令 2Q 收入大幅低于预期: 2Q 受内地天气影响, 公司部分货物在收到货款后尚未发货, 依据会计准则未能确认收入, 导致 2Q 收入大幅减少, 而预收账款则同比上升 78%, 达到 0.48 亿元。未来该部分预收账款确认收入后将有效改善收入增速。
- 受益纸张价格下降及提价因素, 2Q 毛利率如期提升: 2Q 毛利率达到 24.5% 的历史高位, 表现符合预期。预计下半年纸张价格仍将维持低位, 有助于公司保持较高毛利率。2Q 管理费用率环比提高, 原因是收入增长低于预期, 抬高了费用率。
- 存货和应收账款的周转速度均有所减慢, 现金流状况良好: 上半年存货同比提高 9%, 应收账款同比提高 74%, 令存货和应收账款周转速度不同程度下降。另外, 0.48 亿元预付账款令公司的经营性现金流状况保持良好。
- “姚记联众扑克在线”宣传牌已投放销售: “姚记联众扑克在线”已正式上线, 宣传用扑克牌于今年 7 月开始陆续投放到 7 个省市, 预计可在三季度产生收入。同时, 公司利用网络平台开展了“德州扑克”等两项赛事, 亦可产生收入贡献。

## 盈利调整

- 扑克牌业务: 我们下调收入、上调费用率、下调盈利预测, 预计 2012-14 年收入为 7.22、8.36 和 9.59 亿元, 同比增长 10%、16% 和 15%; EPS 为 1.027、1.190 和 1.375 元, 净利润增速为 32.4%、15.8% 和 15.6%。
- 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, 需扣除少量比赛运营和推广费用。

### 投资建议

- 考虑到公司的三年复合增速达到 21%，我们给予扑克牌业务 16-18 × 13EPS，对应市值为 17.8-20.0 亿元。若与联众的合作能实现 900 万元利润，给予 30 倍 13 年估值，则可增加市值 2.7 亿元。合计市值为 20.5-22.7 亿元，对应目标价 21.92-24.30 元，与现价 21.96 元相比存在 0-11% 上涨空间，维持“增持”评级。

### 风险提示

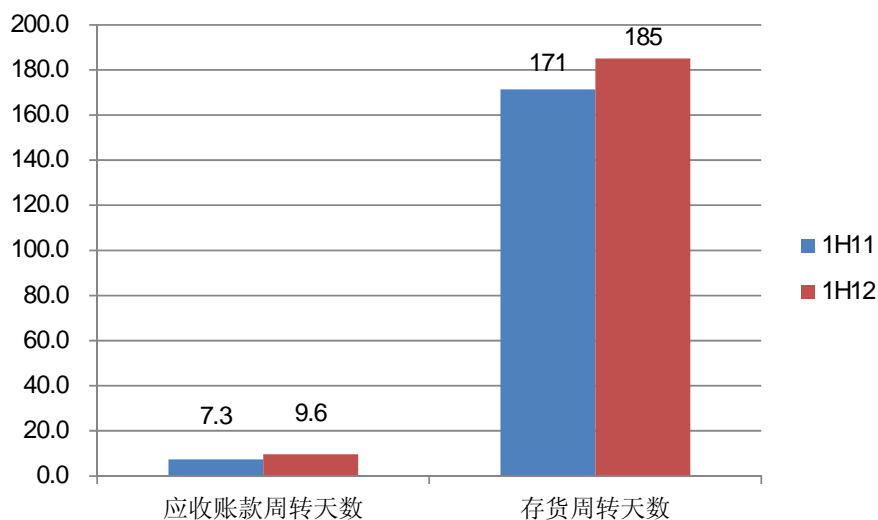
- 产能释放低于预期。
- 天气因素影响发货速度及收入确认。
- 网络游戏用户转化率低于预期。

图表1：公司利润表分拆

(百万元)		1Q11	2Q11	1H11	1Q12	2Q12	1H12	2Q12 同比	1H12 同比	点评
单季收入及增速	营业收入	151	154	305	199	115	314	-25.4%	2.8%	受天气影响，部分商品未能发货，导致不能确认收入，预收账款大幅增加至 0.48 亿元。
	收入YoY				31.3%	-25.4%	2.8%			
利润表结构百分比	毛利率	21.0%	21.1%	21.0%	21.6%	24.5%	22.7%	3.45	1.64	受益于原材料价格下跌和提价，如期上涨。
	-销售费用率	0.8%	0.7%	0.7%	1.7%	0.8%	1.4%	0.14	0.67	
	毛利率-费用率	20.2%	20.4%	20.3%	19.8%	23.7%	21.3%	3.32	0.97	
	-管理费用率	3.2%	3.7%	3.5%	3.1%	7.2%	4.6%	3.48	1.14	
	-财务费用率	0.9%	1.2%	1.0%	-1.1%	-2.1%	-1.5%	-3.32	-2.51	
	-资产减值损失	-0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.36	0.03	
	公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00	
	+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00	
	+营业外收支	2.2%	-0.1%	1.0%	2.8%	0.3%	1.9%	0.38	0.85	
	=利润总额	18.2%	15.0%	16.6%	20.0%	18.9%	19.6%	3.96	3.01	
	-所得税费用	25.9%	25.1%	25.5%	25.0%	25.2%	25.1%	0.11	-0.46	
	-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00	
单季净利润及增速	归属于母公司所有者净利润率	13.5%	11.2%	12.3%	15.0%	14.2%	14.7%	2.98	2.34	
	净利润(百万元)	20.4	17.2	37.7	29.8	16.3	46.1	-5.5%	22.3%	
	净利润YoY				45.7%	-5.5%	22.3%			

来源：聚源数据，国金证券研究所

图表2：公司上半年应收账款与存货周转不同程度放缓



来源：聚源数据，国金证券研究所

图表3：姚记在线扑克比赛首页



来源：网络资料，国金证券研究所

## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	451	567	655	722	836	959
增长率		25.6%	15.6%	10.3%	15.7%	14.7%
主营业务成本	-347	-451	-521	-555	-644	-738
%销售收入	76.8%	79.6%	79.6%	76.8%	77.0%	77.0%
毛利	105	115	134	168	192	220
%销售收入	23.2%	20.4%	20.4%	23.2%	23.0%	23.0%
营业税金及附加	-1	0	-2	-2	-2	-2
%销售收入	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-7	-5	-9	-11	-12	-13
%销售收入	1.5%	0.8%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%
管理费用	-17	-22	-27	-34	-36	-38
%销售收入	3.8%	3.9%	4.2%	4.7%	4.3%	4.0%
息税前利润（EBIT）	79	88	96	121	143	167
%销售收入	17.5%	15.5%	14.6%	16.8%	17.1%	17.4%
财务费用	-5	-5	-2	3	1	0
%销售收入	1.0%	0.9%	0.3%	-0.4%	-0.2%	0.0%
资产减值损失	-1	0	0	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	74	83	94	123	143	166
营业利润率	16.3%	14.7%	14.4%	17.0%	17.1%	17.4%
营业外收支	10	11	4	5	5	5
税前利润	83	94	98	128	148	171
利润率	18.5%	16.7%	14.9%	17.7%	17.7%	17.9%
所得税	-20	-23	-25	-32	-37	-43
所得税率	23.5%	24.7%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	64	71	73	96	111	129
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	64	71	73	96	111	129
净利率	14.2%	12.5%	11.1%	13.3%	13.3%	13.4%

### 现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	0	0	73	96	111	129
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	27	12	16	20
非经营收益	0	0	7	-4	-3	-1
营运资金变动	0	0	-5	113	-40	-36
经营活动现金净流	0	0	101	217	85	112
资本开支	-67	-161	-23	-138	-114	-15
投资	1	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-66	-161	-23	-139	-114	-15
股权募资	0	0	440	0	0	0
债权募资	-9	101	-172	-13	75	-30
其他	-9	-11	-73	0	-26	-27
筹资活动现金净流	-18	90	194	-13	49	-57
现金净流量	-84	-71	272	64	20	40

### 资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	33	45	296	360	380	420
应收款项	5	17	19	20	28	38
存货	187	250	207	243	291	344
其他流动资产	14	3	7	8	12	13
流动资产	239	315	529	631	711	814
%总资产	51.7%	46.4%	59.5%	56.2%	54.4%	57.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	167	274	272	374	481	484
%总资产	36.3%	40.3%	30.6%	33.3%	36.8%	34.3%
无形资产	53	89	87	115	113	110
非流动资产	223	365	360	492	596	596
%总资产	48.3%	53.6%	40.5%	43.8%	45.6%	42.3%
资产总计	462	680	889	1,123	1,306	1,411
短期借款	81	117	10	17	92	62
应付款项	152	209	96	254	274	300
其他流动负债	15	5	26	42	43	46
流动负债	248	331	132	313	409	408
长期贷款	0	65	0	-20	-20	-20
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	248	396	132	293	389	388
普通股股东权益	213	285	757	829	917	1,022
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	462	680	889	1,123	1,306	1,411

### 比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.683	0.760	0.776	1.027	1.190	1.375
每股净资产	3.049	4.064	8.094	8.871	9.811	10.936
每股经营现金净流	1.397	1.008	1.076	2.316	0.906	1.194
每股股利	0.000	0.000	0.660	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	29.92%	24.98%	9.59%	11.58%	12.13%	12.57%
总资产收益率	13.83%	10.44%	8.16%	8.55%	8.51%	9.11%
投入资本收益率	20.56%	14.22%	9.27%	10.98%	10.81%	11.75%
增长率						
主营业务收入增长率	22.73%	25.63%	15.55%	10.26%	15.75%	14.68%
EBIT增长率	47.41%	11.33%	8.47%	26.54%	17.82%	17.04%
净利润增长率	62.50%	11.27%	2.09%	32.40%	15.80%	15.57%
总资产增长率	32.80%	47.40%	30.58%	26.37%	16.34%	7.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.3	7.0	9.8	10.0	12.0	14.0
存货周转天数	172.9	177.0	160.2	160.0	165.0	170.0
应付账款周转天数	50.6	44.5	36.8	42.0	40.0	38.0
固定资产周转天数	130.1	132.7	111.2	116.6	156.2	137.3
偿债能力						
净负债/股东权益	22.67%	48.06%	-37.76%	-43.77%	-33.59%	-36.95%
EBIT利息保障倍数	17.0	16.7	56.2	-40.7	-99.4	-444.0
资产负债率	53.76%	58.19%	14.82%	26.12%	29.78%	27.52%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	1	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	2.00

来源：朝阳永续

### 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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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。

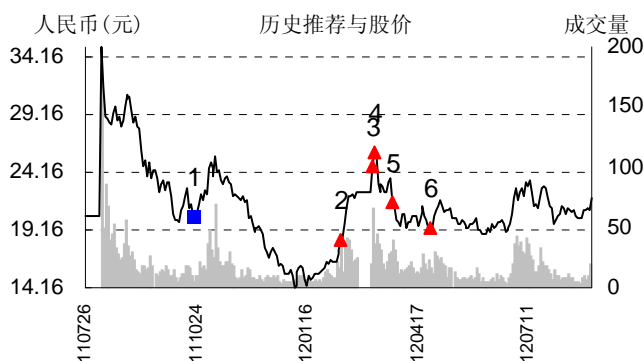
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 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	中性	20.44	18.00 ~ 20.00
2 2012-02-16	增持	18.36	20.40 ~ 20.40
3 2012-03-09	增持	24.72	N/A
4 2012-03-12	增持	25.91	N/A
5 2012-03-26	增持	21.61	N/A
6 2012-04-26	增持	19.35	N/A

来源：国金证券研究所



### 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：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；  
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；  
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。



**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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B