

姚记扑克 (002605.SZ)

文化用品与娱乐行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

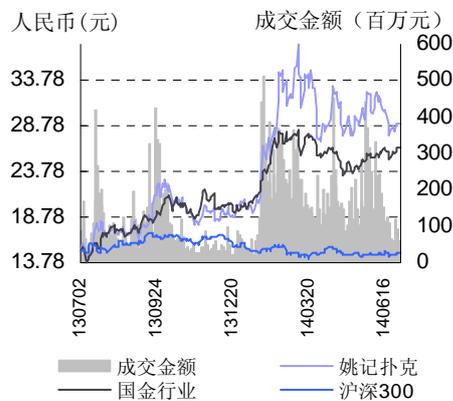
市价(人民币): 28.93元

依托传统, 谋划大娱乐

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)	55.44
总市值(百万元)	5,409.91
年内股价最高最低(元)	37.66/14.20
沪深300指数	2170.87
中小板综指	6477.63



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.033	0.600	0.691	0.830	0.993
每股净资产(元)	8.46	4.52	5.09	5.79	6.65
每股经营性现金流(元)	1.39	0.91	2.08	1.03	1.20
市盈率(倍)	20.03	33.43	42.47	35.38	29.57
行业优化市盈率(倍)	23.37	45.98	62.65	62.65	62.65
净利润增长率(%)	33.19%	16.18%	15.12%	20.04%	19.65%
净资产收益率(%)	12.22%	13.27%	13.59%	14.34%	14.93%
总股本(百万股)	93.50	187.00	187.00	187.00	187.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **转型, 谋划大娱乐:** 公司主营扑克牌生产, 年销量达 8 亿副, 市场占有率 15% 左右。近两年开始积极布局新业务, 谋求转型, 借助扑克高销量所拥有的载体价值, 先后与联众游戏、500 彩票网等合作, 并成立自己的网络公司。未来公司将继续以扑克牌为依托, 大力涉足大娱乐产业, 可能逐步进军游戏、广告等领域, 有潜力成为娱乐平台型公司。
- **参股细胞治疗, 未来腾飞的翅膀:** 公司参股上海细胞治疗工程技术研究中心有限公司(占 22% 股份), 拥有一批由中科院院士、国务院政府特殊津贴享受人、国家“千人计划”教授、国家杰出青年获得者等组成的核心技术团队, 在行业内处于领先水平, 平台优势明显, 正推进细胞免疫治疗技术与医院的合作。细胞免疫治疗属于医疗领域的前沿, 在一些较难治疗的癌症病例中, 取得较为突出的临床效果和生存数据, 是继手术和放疗、化疗后的一项突出有效的治疗方式。细胞免疫治疗有可能成为癌症治疗的主要手段, 该治疗方式在国际上引起极大关注, 潜力巨大。
- **传统业务平稳增长, 龙头地位稳固:** 我国是世界最大的扑克牌生产国及消费国, 国内扑克牌销售量约 50-60 亿副, 公司市场占有率位列第一, 随着募投项目投产, 龙头地位有望进一步稳固。我们预计未来三年公司可保持 15%-20% 左右增长: 首先在消费升级背景下, 高档扑克占比将提高, 且消费者对扑克牌价格敏感度低, 价格有望保持长期上涨趋势; 其次在营销模式, 公司进行了扁平化改革, 与经销商直接成立销售公司, 使经销商和公司利益保持一致, 激励经销商开拓新营业网点, 将进一步提高公司市场占有率。

盈利预测及投资建议

- 我们预计公司 2014-2016 年营业收入为 8.08 亿元、9.21 亿元、10.55 亿元, 分别同比增长 13.7%、14%、14.6%; 公司归属于母公司的净利润分别为 1.29 亿元、1.55 亿元、1.86 亿元, 增长 15.1%、20%、19.7%; 实现全面摊薄 EPS 分别为 0.69 元、0.83 元、0.99 元, 基于公司有可能成为娱乐平台型公司, 且细胞治疗前景巨大, 我们建议增持。

风险

- 扑克牌受线上娱乐冲击, 销量下滑; 转型进展及成效低于预期

周文波 分析师 SAC 执业编号: S1130513060001
(8621)60230237
zhouwb@gjzq.com.cn

内容目录

深耕主营扑克业务，积极谋求产业外延.....	4
转型，谋划大娱乐.....	5
互联网娱乐时代，公司谋求变局.....	5
牵手联众游戏，初涉互联网.....	6
携手 500 彩票网，涉足泛博彩娱乐产业.....	7
打造自己互联网平台，水到渠成.....	9
参股细胞免疫治疗，未来腾飞的翅膀.....	10
传统行业稳步发展，公司龙头地位彰显.....	11
国内扑克消费稳健增长.....	11
公司龙头地位稳固.....	12
价格提升有空间，业绩有望保持稳健增长.....	13
营销改革，抢占市场蛋糕.....	14
盈利预测及投资建议.....	15
附录：三张报表预测摘要.....	17

图表目录

图表 1: 公司主要产品——姚记扑克牌.....	4
图表 2: 公司股权结构（2013 年末）.....	4
图表 3: 大股东将于 14 年 8 月解禁.....	4
图表 4: 08-13 年公司营业收入复合增速 14.1%.....	5
图表 5: 08-13 年公司净利润复合增速 24.4%.....	5
图表 6: 公司拓展扑克周边泛博彩娱乐业务.....	5
图表 7: 中国网民规模及普及率.....	6
图表 8: 中国手机网民规模及其占网民规模.....	6
图表 9: 公司转型方向.....	6
图表 10: 网络扑克平台及相关 app.....	7
图表 11: 姚记联众扑克在线用户界面.....	7
图表 12: 中国福利彩票销售额 2013 年增速 16.9%.....	7
图表 13: 中国体育彩票销售额 2013 年增速 20.2%.....	7
图表 14: 中国互联网彩票销售 81.1%复合增长.....	8
图表 15: 中国互联网彩票渗透率.....	8
图表 16: 中国互联网彩票市场销售份额.....	8
图表 17: 中国互联网竞猜彩票市场销售份额.....	8
图表 18: 500 彩票盈利能力.....	9
图表 19: 500 彩票注册用户和购彩用户数量.....	9

图表 20: 合作推广网络平台	9
图表 21: 上海细胞治疗工程技术研究中心股权结构	11
图表 22: 细胞治疗优势明显	11
图表 23: 中国扑克牌消费量	12
图表 24: 高端扑克消费量占比提高 75%以上	12
图表 25: 国内扑克牌厂商比较	12
图表 26: 扑克市场份额	13
图表 27: 公司市场占有率稳定	13
图表 28: 公司营收和销量保持同步增长	13
图表 29: 单副扑克牌价格	13
图表 30: 营业成本细分	14
图表 31: 晨鸣白卡纸出厂价	14
图表 32: 单副扑克牌生产到流通环节利润分配	15
图表 33: 公司前十五大经销商销售金额占比	15
图表 34: 一级经销商与营业收入按地区分布	15
图表 35: 公司营业/管理/所得税率预测	16
图表 36: 营收明细表	16

深耕主营扑克业务，积极谋求产业外延

- 公司主要从事扑克牌的设计、生产和销售，是国内主要的扑克牌企业之一。公司市场占有率第一，“姚记”品牌深受市场认可。
- 公司控股股东是姚文琛家族，持股比例总计为 70.27%，大股东将于 2014 年 8 月 5 日解禁。

图表1：公司主要产品——姚记扑克牌



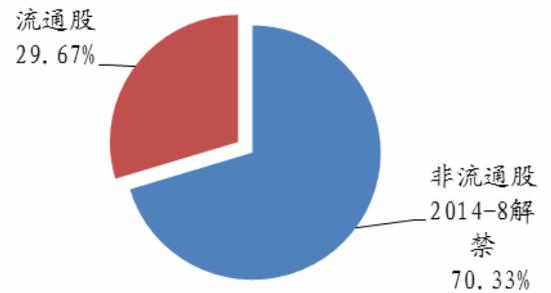
来源：网络、国金证券研究所

图表2：公司股权结构（2013 年末）

股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例	股本性质
姚文琛	2740	14.65%	限售流通股
姚晓丽	2600	13.90%	限售流通股
姚硕榆	2600	13.90%	限售流通股
姚朔斌	2600	13.90%	限售流通股
邱金兰	2600	13.90%	限售流通股

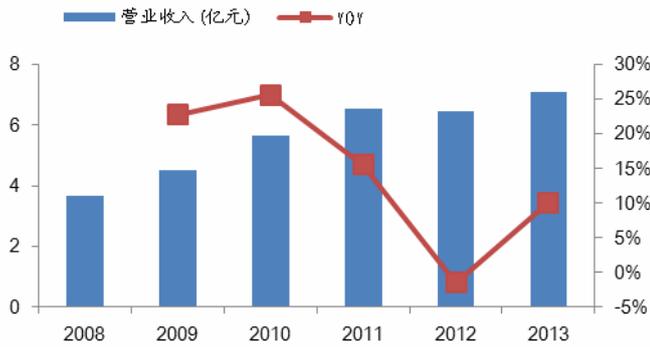
来源：财务报表、公告、国金证券研究所

图表3：大股东将于 14 年 8 月解禁

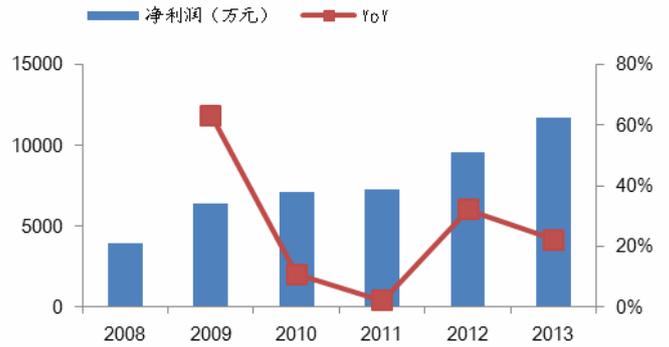


- 2013 年公司营业收入为 7.11 亿元，过去三年复合增长 7.8%；归属于上市公司净利润为 1.18 亿元，三年复合增长 18.7%。

图表4: 08-13 年公司营业收入复合增速 14.1%



图表5: 08-13 年公司净利润复合增速 24.4%



来源: 公司财务报表、国金证券研究所

- 公司除了了深耕主营扑克牌业务外, 近两年积极拓展泛博彩娱乐行业。由于扑克玩家与彩票玩家、游戏玩家偏好相似, 消费人群相近, 发展以博彩娱乐业务为代表的扑克周边业务, 有助于加深公司服务深度和广度, 延伸娱乐产业链条, 增加公司利润增长点。

图表6: 公司拓展扑克周边泛博彩娱乐业务



来源: 网络、公司报道、国金证券研究所

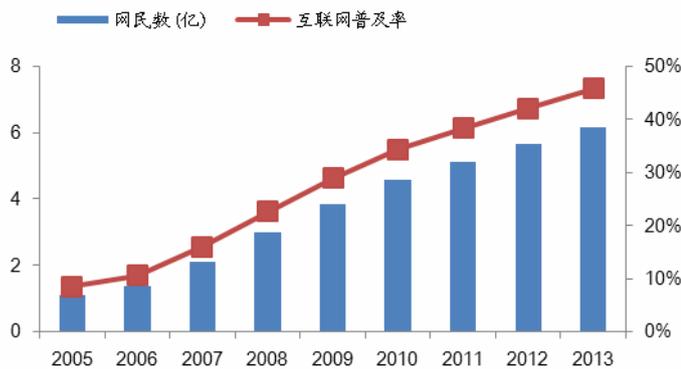
转型, 谋划大娱乐

互联网娱乐时代, 公司谋求变局

■ 互联网时代已经来临。

- 传统互联网和移动互联网的高速发展已经开始冲击到日常生活的方方面面, 2013 年中国网民规模达 6.18 亿, 增长 9.5%, 互联网普及率 (网民数量/总人口数) 为 45.8%, 较 2012 年底提升 3.7 个百分点。
- 手机等移动端网民保持良好增长态势, 规模达 5 亿, 同比增长 19.07%, 智能手机的普及是行业快速增长的主要驱动力, 网民中使用手机上网的人群比例由 2012 年的 74.5% 提升至 81%。
- 网民基数的不断扩大, 催生了蓬勃发展的互联网娱乐产业, 网络视频、音乐、游戏、社交平台等规模不断扩大, 特别是网络游戏 (包括移动端游戏), 近 10 年来突飞猛进, 根据《2013 年中国游戏产业报告》, 中国游戏市场用户数量达到 4.9 亿人, 游戏市场销售收入达 832 亿元。

图表7: 中国网民规模及普及率



来源: CNNIC、国金证券研究所

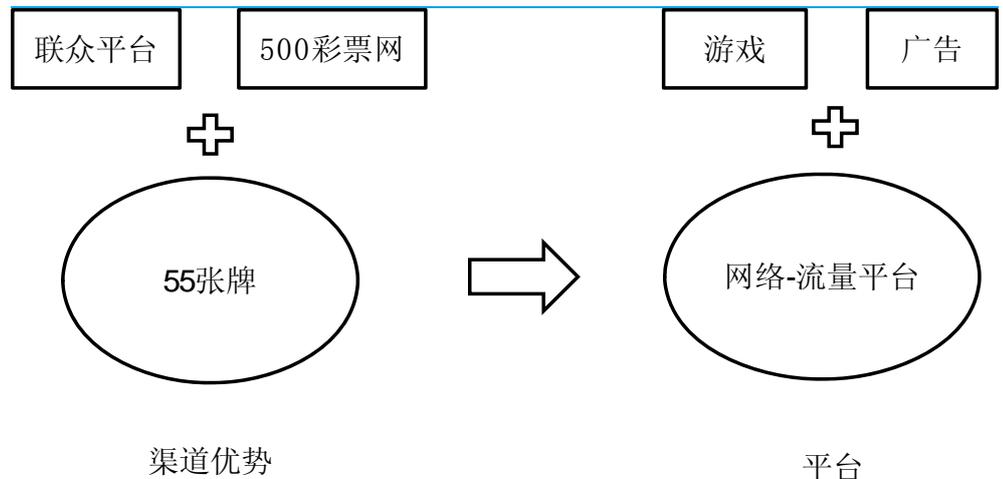
图表8: 中国手机网民规模及其占网民规模



■ 娱乐多元化冲击实体扑克, 公司谋求转型

- 网络虚拟游戏市场的快速发展对传统休闲娱乐方式产生一定冲击, 包括腾讯等综合游戏平台, 基于社交网络的如微信游戏, 以及各种手机移动端纸牌类 APP 的迅速发展, 增加了人们娱乐方式选择面, 传统实体扑克面临增速下行压力。
- 基于此, 公司近两年也在积极布局新业务, 谋求转型, 先后与联众游戏、500彩票网等合作, 未来公司将继续以扑克牌为依托, 大力涉足互联网, 并可能逐步涉足游戏、广告等行业。

图表9: 公司转型方向



来源: 国金证券研究所

牵手联众游戏, 初涉互联网

■ 牵手联众游戏, 进军网络棋牌。

- 公司 2012 年与北京联众游戏合作成立姚记互动公司, 推出“姚记联众扑克在线”, 利用第 55 张牌推广扑克在线平台, 吸引用户。“姚记联众扑克在线”网页上注册的新用户消费的所有现金收入, 由姚记与北京联众按照合作协议约定分成。
- 北京联众成立于 1998 年, 是国内最早开发棋牌类网游的网络服务商, 也是目前国内棋牌种类最丰富的棋牌游戏平台, 拥有超过 4 亿注册用户和 200 余款棋牌、麻将、休闲及大型图形游戏。
- 与腾讯等竞争对手不同, 联众专注于棋牌类游戏, 其目标客户为注重游戏体验的棋牌爱好者, 通过提供高质量服务、组织网络比赛等方式

增强用户粘性、提高付费转化率，并进一步开发用户资源带来的广告价值。

■ 合作战略意义大于协议分成利润贡献

- 本次合作的战略意义远大于协议分成利润贡献，与联众合作意义其一、在于提升了公司产品知名度，带动实体扑克销售；其二，提供客户更好的增值服务，除了扑克牌本身，给用户带来新的娱乐体验通道；其三、首创一种模式，为公司传统业务携手互联网娱乐提供了一种可探索的模板。正因如此，才催生了后来公司与 500 彩票网的合作，产业外延在此起航。

图表10: 网络扑克平台及相关 app



来源: 网络、国金证券研究所

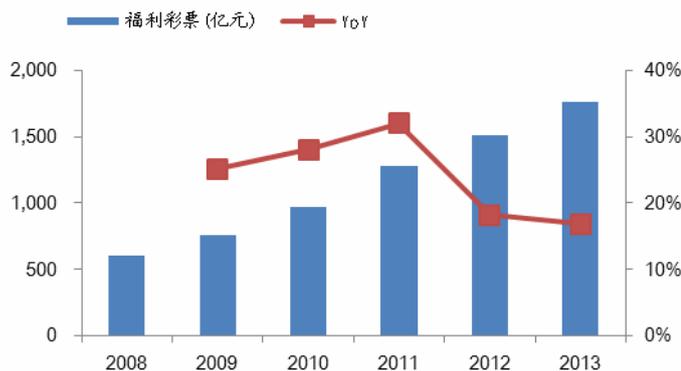
图表11: 姚记联众扑克在线用户界面



携手 500 彩票网，涉足泛博彩娱乐产业

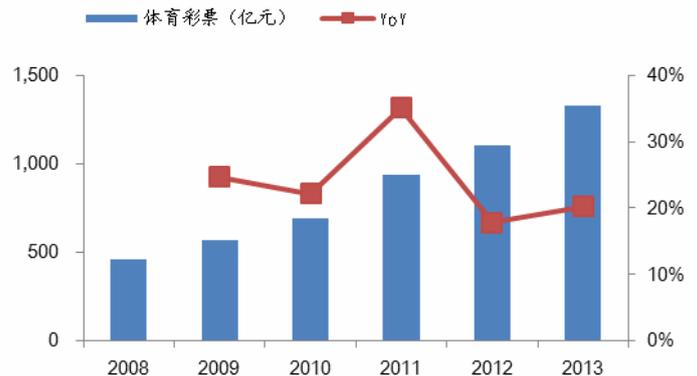
- 彩票是目前我国唯一的合法博彩方式，主要有福利彩票和体育彩票两大系列，2008 年至 2013 年国内彩票销售复合增长率达 19.5%，2013 年彩票销售金额 3093 亿元，同比增长 18.3%，其中，福彩销售 1765 亿元，同比增 16.9%，体彩销售收入 1338 亿元，同比增 20.2%。

图表12: 中国福利彩票销售额 2013 年增速 16.9%



来源: 财政部、国金证券研究所

图表13: 中国体育彩票销售额 2013 年增速 20.2%

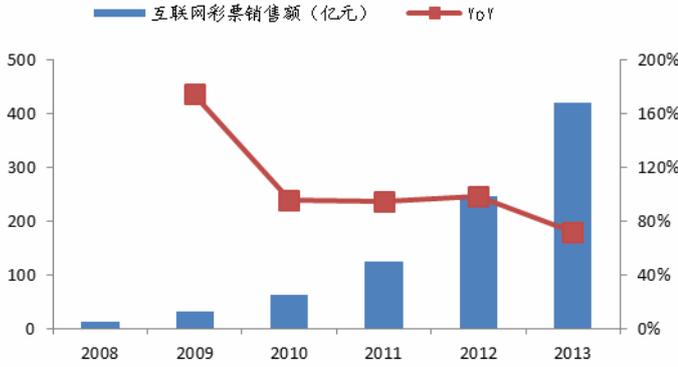


■ 互联网彩票蓬勃发展

- 规模迅速扩大: 2001 年第一家互联网彩票企业成立，随着 2013 年 1 月财政部颁布《彩票发行销售管理办法》，发送体彩网销试点批文，标志国内互联网彩票市场正式合法化。包括手机移动客户端购彩在内，2013 年我国整体互联网彩票规模达 430 亿元，同比增长 71.4%，市场渗透率达 13.6%，过去 6 年间年复合增长率 81.1%，远高于同期整个彩票行业 19.5% 的年复合增长。

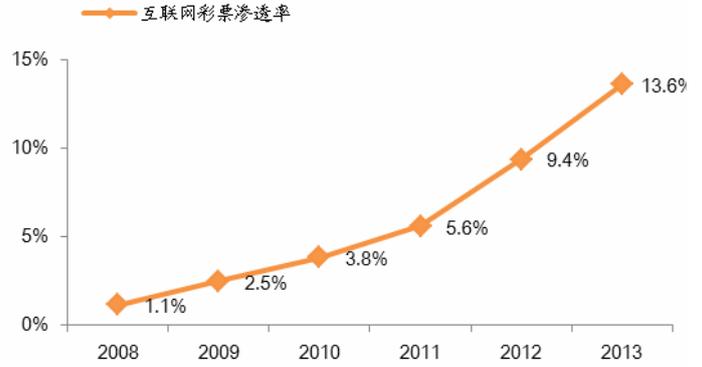
- **潜力巨大：**互联网彩票市场规模未来有望从百亿向千亿跨越。其原因有四：一是随着收入水平提高，未来 10 年我国彩票市场整体规模仍将保持稳步增大。二是互联网用户的保有量、手机网民高增长及智能手机普及率提高，提供了庞大用户基础；三是互联网彩票相较于线下彩票，更加即时便利，基于论坛、微博等社交网络，彩民间交流互动性更强；四是参照发达国家无纸化彩票比例 20%-40% 计算，当前我国互联网彩票渗透率仅为 13.6% 的，未来具有很大提高空间。

图表14：中国互联网彩票销售 81.1% 复合增长



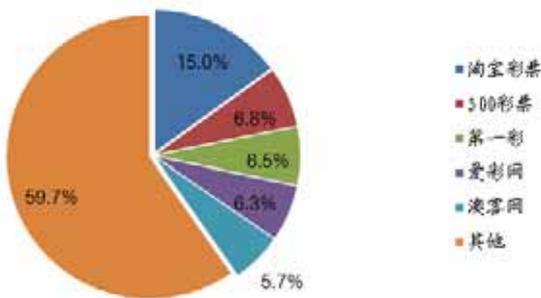
来源：易观智库、国金证券研究所

图表15：中国互联网彩票渗透率



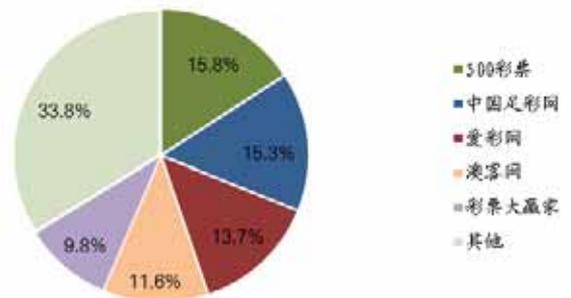
- **500 彩票网处于领先地位：**500 彩票是目前国内最大的互联网体育彩票交易及咨询平台，公司于 2013 年 11 月正式在纽交所上市。2013 年公司净营收 2.59 亿元，同比增 51.3%。2013 年注册用户达 1910 万，其中购彩用户（至少投注过一次的用户）达 150 万。
- 根据易观智库数据，2013 年中国网络彩票整体市场，淘宝彩票占据市场首位，份额达到 15.0%；其次是 500 彩票，份额为 6.8%。而在竞猜类网络彩票细分市场上，500 彩票和中国足彩网分别占据细分市场第一、第二，占比为 15.8% 和 15.3%，竞猜类彩票面对群体主要是专业彩民，专业、粘性好，其需要专业的预测分析、及时的赛况信息等增值服务。

图表16：中国互联网彩票市场销售份额

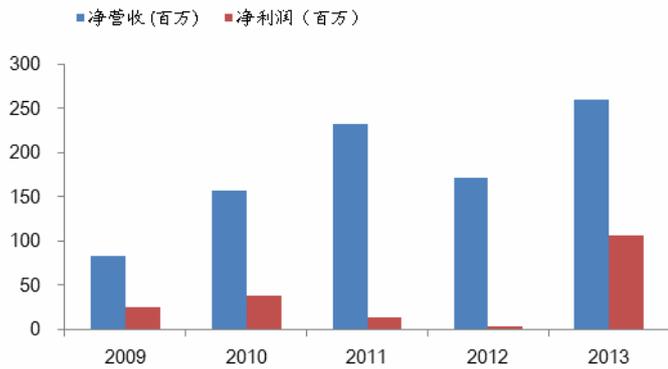


来源：易观智库、国金证券研究所

图表17：中国互联网竞猜彩票市场销售份额



图表18: 500彩票盈利能力



来源: 500彩票招股书、国金证券研究所

图表19: 500彩票注册用户和购彩用户数量



■ 合作模式。

- 公司于 2013 年 9 月与 500 彩票签署合作协议: 在约定时间内为 500 彩票定制不少于 1 亿副牌、在第 55 张配牌上印制本次推广活动, 客户可利用电脑、手机或扫二维码的形式登录活动平台, 利用牌盒上的抽奖码进行抽奖 (100% 中奖), 获得彩金可直接在 500 彩票网购彩。
- 通过姚记扑克牌吸引到的客户, 在 500 彩票网购彩后形成的收入, 姚记按协议比例获得协议期及其后三年内的分成。

■ 消费群体相似, 泛博彩产业外延意义深远

- 彩民与扑克牌玩家都属于强烈的风险偏好性群体, 喜欢高风险、高收益游戏, 追求以小博大, 具有高度相似的心理特性, 因此利用扑克牌作为广告载体, 是非常高效的营销手法。
- 公司与 500 彩票的本次合作, 是继牵手联众进军棋牌手游后的又一次产业外延。依靠大顾客群体、销售渠道以及博彩玩家和游戏玩家的高度相似性, 公司得以通过小小一张扑克牌, 涉足泛博彩外延产业。

图表20: 合作推广网络平台

来源: 网络、国金证券研究所

打造自己互联网平台, 水到渠成

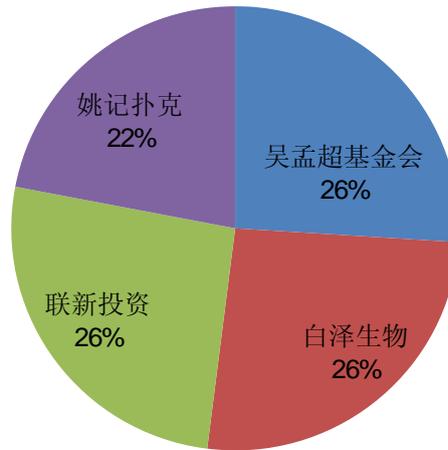
- 不管是与联众还是与 500 彩票的合作过程中, 公司的主要作用体现在依靠扑克牌作为广告载体, 吸引潜在消费者进入网络棋牌领域和互联网彩票领域, 在扑克牌消费者转化为游戏玩家或者互联网彩民后, 享受利润分成。

- 在互联网这个流量为王的领域，客户资源是第一位的。在之前的合作中，公司只是作为一个中间机构，作为流量端口的引导者而非控制者。为此公司于 2014 年 3 月出资 690 万元（占股份 69%），成立上海姚记网络科技有限公司。未来公司将通过这一平台吸引流量，并嫁接游戏等领域，未来公司的发展方向是泛娱乐平台型公司。

参股细胞免疫治疗，未来腾飞的翅膀

- **细胞免疫治疗有可能成为癌症治疗的主要手段。**目前临床试验效果显示，细胞免疫治疗在一些较难治疗的癌症病例中，取得较为突出的临床效果和生存数据，是继手术和放疗、化疗后的一项突出有效的治疗方式。目前该治疗方式在国际上取得极大关注，如 2011 年《Nature》杂志发表文章认为“癌症细胞免疫治疗即将迎来新一轮的研究高潮，未来有可能在癌症治疗中占据相当重要的地位”；2012 年底，《Science》杂志将癌症免疫治疗列为 2013 年最值得关注的六大科学领域之一。科学界的关注，表明该治疗方式的巨大潜力，但也说明该方法目前还处于比较早期，在临床试验中研究较多，产业化需要逐步推进。
- **我国细胞免疫治疗已在诸多三甲医院中开展，因属于第三类治疗技术，质量控制和疗效差别大。**我国细胞免疫治疗大多是采用非特异性细胞免疫，如 DC、CIK、NK 等，可明显提高患者生存质量，少部分患者能延长生存时间，但疗效不够确切。少量医疗机构采用特异性细胞免疫，如癌症常见抗原激活或癌症细胞整体抗原激活的 DC 及 DC-CTL 细胞，有相当部分患者能延长生存时间，有些患者可长期生存。
- **公司参股的上海细胞治疗工程技术研究中心有限公司，技术及平台优势明显，正逐步推进细胞免疫治疗技术与医院合作。**上海细胞治疗工程技术研究中心有限公司以癌症的细胞免疫治疗、癌症的基因检测、细胞保存及医疗大数据四大业务为主，且不同于上述目前国内大多数医院采用的第一代非特异性技术，而已经采用第 2.5 代免疫细胞治疗技术，主要通过建立了多种肿瘤的抗原库，针对不同的肿瘤类型，采用不同抗原负载 DC 细胞，通过 DC 细胞产生特异性细胞毒性 T 细胞（DC-CTL），将 DC-CTL、DC 疫苗及 CIK 细胞联合作用来杀灭肿瘤细胞，大幅增强了抗肿瘤的作用。同时，细胞公司也率先完成了第三代细胞治疗技术实验室研发，将要进入临床应用阶段。该公司对免疫细胞质量控制严格，免疫细胞培养数量及活性高，且可多重免疫细胞相成作用，并开展多治疗手段联合，技术优势明显。

图表21: 上海细胞治疗工程技术研究中心股权结构



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 四大主要业务中, 细胞治疗主要面向癌症患者的临床治疗; 细胞冻存是让健康的人群未雨绸缪提前存储最强壮的“免疫细胞”; 基因检测可针对健康人的早早期体检, 也可辅助细胞治疗进行个体化靶点筛选; 大数据业务作为前三项业务的支撑体系, 为细胞治疗提供更有针对性的个体化细胞治疗方案, 也是为健康个体提供全生命周期的健康管理, 各项业务既有独立盈利能力, 又能相辅相成有机结合, 相信在未来能够造福更多的人类。

图表22: 细胞治疗优势明显

常规疗法	优势	主要存在问题	联合细胞治疗优势
手术	可切除绝大多数影像学可见的肿瘤, 为早期癌症治疗的首选方案	不能完全清楚所有癌细胞; 引起机体损伤甚至器官损伤; 引起手术相应器官、系统的功能障碍。	提高机体免疫力, 快速清除术后残余微小肿瘤细胞, 防止肿瘤复发和转移
放疗	对放疗敏感者有明确疗效	免疫功能下降, 毒副作用大	提高放疗效果, 减少放疗副作用, 促进机体免疫功能重建及增强
化疗	对化疗敏感者有明确疗效	免疫功能下降, 毒副作用大	增强机体对化疗药物的敏感性, 提高化疗效果, 明显改善化疗药物的毒副作用
细胞治疗	能靶向杀死癌细胞, 预防肿瘤扩散及转移, 提升机体免疫力; 延长患者的生存期, 提升患者生存质量		

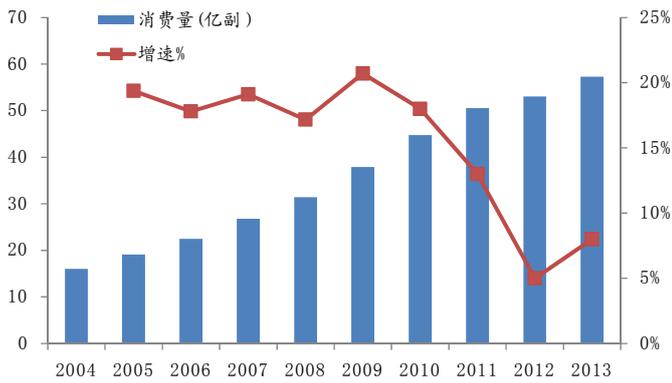
来源: 第二军医大学东方肝胆外科医院生物治疗科资料, 国金证券研究所

传统行业稳步发展, 公司龙头地位彰显

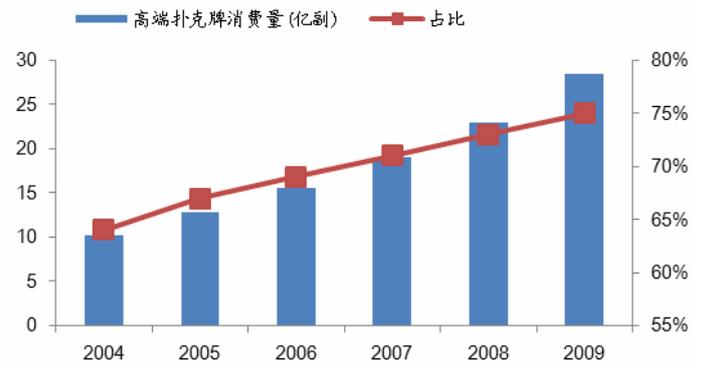
国内扑克消费稳健增长

- 扑克牌, 作为一种风靡全世界的纸质娱乐工具, 以其携带方便、玩法丰富、普及广泛而深受大众喜爱。我国目前已成为世界最大的扑克牌生产国及消费国, 国内扑克牌销售量约 50-60 亿副, 年复合增长率达 18.8%。
- 随着收入的提高, 消费者日益倾向于购买价格较高但手感细腻、材质佳、耐折性优的高端扑克牌产品, 高端扑克牌消费量占全部市场比例由 2004 年的 64% 上升到 2009 年的 75%。

图表23: 中国扑克牌消费量



图表24: 高端扑克消费量占比提高75%以上



来源:《中国扑克牌行业发展现状及动态》、国金证券研究所

公司龙头地位稳固

- 国内扑克牌生产企业大约 100 多家, 大多数集中在长三角地区。企业参差不齐, 业务模式大致可以分为以下三类:
 - 以“姚记”为代表的拥有自主品牌、生产高端扑克的企业。中国文教用品协会公布的姚记、宾王、钓鱼、三 A、三兔、万盛达六大品牌国内市场占有率约占一半。
 - OEM 生产模式: 为国外扑克品牌例如美国“蜜蜂”、比利时“卡西奴”等进行代工生产。
 - 以生产低档扑克为主的中小型企业, 这些企业缺乏专门的设备和技术, 使用非专业纸张及油墨作为原材料, 依靠低价抢占市场。

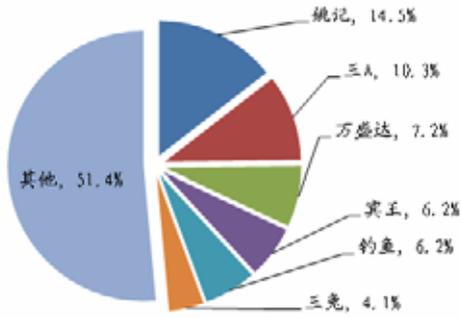
图表25: 国内扑克牌厂商比较

公司名称	公司主营	扑克牌产能 (亿副)
上海姚记	扑克牌生产	7
宁波三 A 集团	扑克牌、文具、纸品、彩印包装	5
浙江万盛达	扑克牌及簿册产销、出版物印刷	3.5
浙江宾王	扑克牌生产	3
浙江武义钓鱼	扑克生产和蚊香制造	3
江苏靖江三兔	扑克牌、卡片、纸品、文具及彩印包装	2

来源: 招股说明书、国金证券研究所

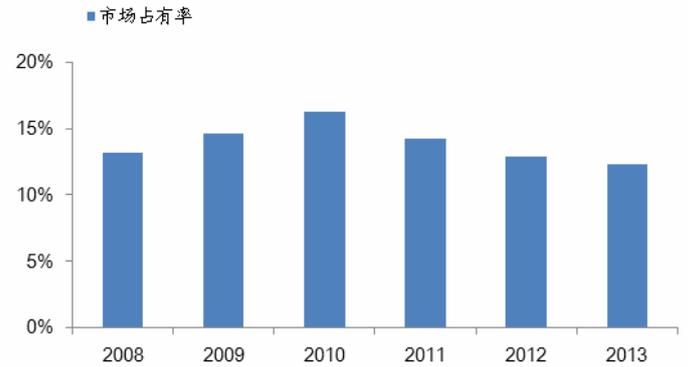
- 2013 年公司产能近 8 亿副, 市场占有率达到 13%。随着募投项目 6 亿副产能的逐步释放, 以及消费升级所带来的高端品牌市场份额的上升, 公司龙头地位有望进一步稳固。
 - 公司募投项目——6 亿副扑克牌生产基地建设 (启东 2 亿副扑克牌扩建项目+上海安亭镇 4 亿), 将于 14-15 年陆续投产, 公司总产能将达到 13 亿副。

图表26: 扑克市场份额



来源: 公司招股书、国金证券研究所

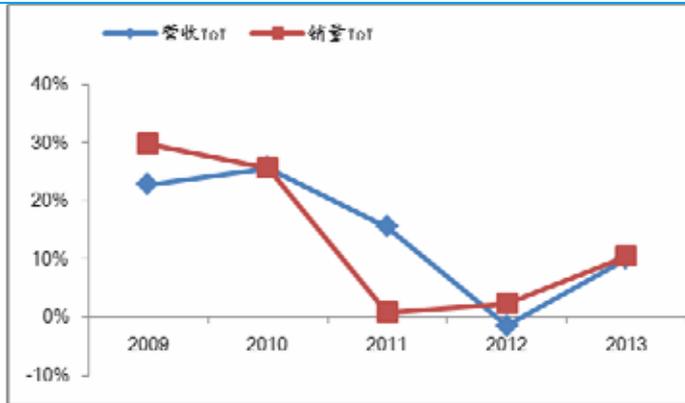
图表27: 公司市场占有率稳定



价格提升有空间，业绩有望保持稳健增长

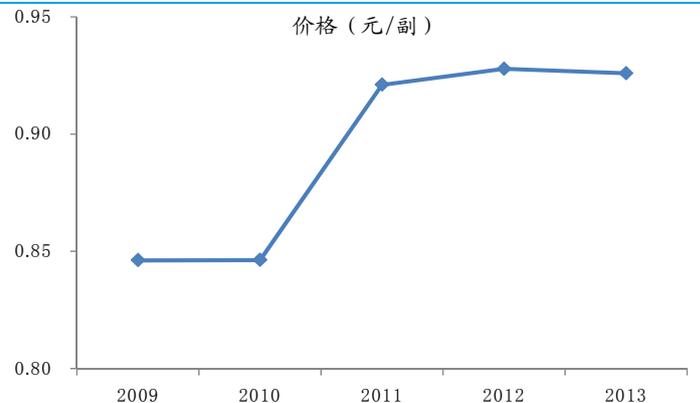
- 扑克牌价格与行业供求关系及原料成本密切相关，因原料价格维持低位，最近两年产品价格基本平稳。但从中长期来说，我们判断扑克牌价格可保持稳健上升趋势。
- 首先消费者对扑克牌价格敏感度低，消费升级背景下，产品有提价空间；其次行业整合力度加大，龙头企业市场占有率提升，企业之间恶性竞争将减缓；此外扑克牌作为消费品，其相对于原料白卡纸具有粘性（白卡价格下跌，扑克价格平稳；白卡价格上涨，扑克牌上升幅度要高于白卡），后续随着白卡纸价格反弹，扑克牌价格将进一步提升。
- 目前公司单幅扑克牌价格约 0.93 元左右，终端零售价一般为 3-4 元。公司单副牌毛利从 2008 年的 0.18 元/副上升至 2013 年达到 0.25 元/副，保持上升趋势。

图表28: 公司营收和销量保持同步增长



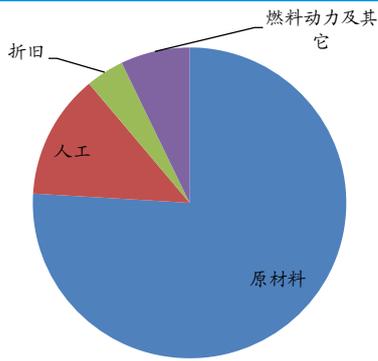
来源: 招股书、网络、国金证券研究所

图表29: 单副扑克牌价格



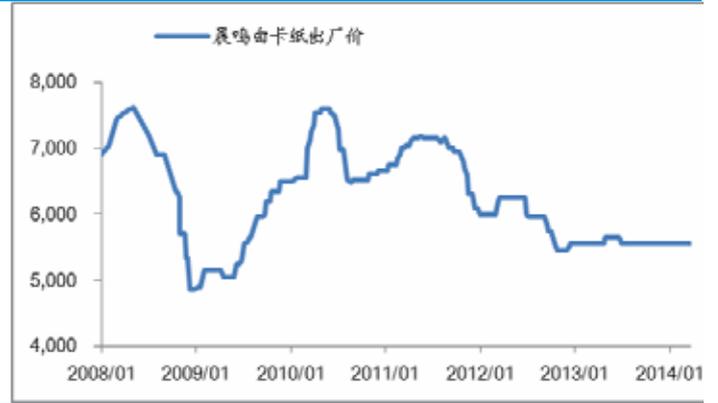
- 白卡纸低位，毛利率将保持稳定。原材料占公司营业成本 75%左右，其中扑克牌专用白卡纸占成本 65%，单幅牌白卡纸成本约 0.45 元/副，白卡纸价格波动对公司盈利具有较大影响。
- 目前国内白卡纸产能过剩仍非常严重，部分新投设备开工率非常低，预计供求状况在短时间内很难得到根本改善，作为扑克牌专用纸的白卡纸价格将维持低位。

图表30: 营业成本细分



来源: 招股书、网络、国金证券研究所

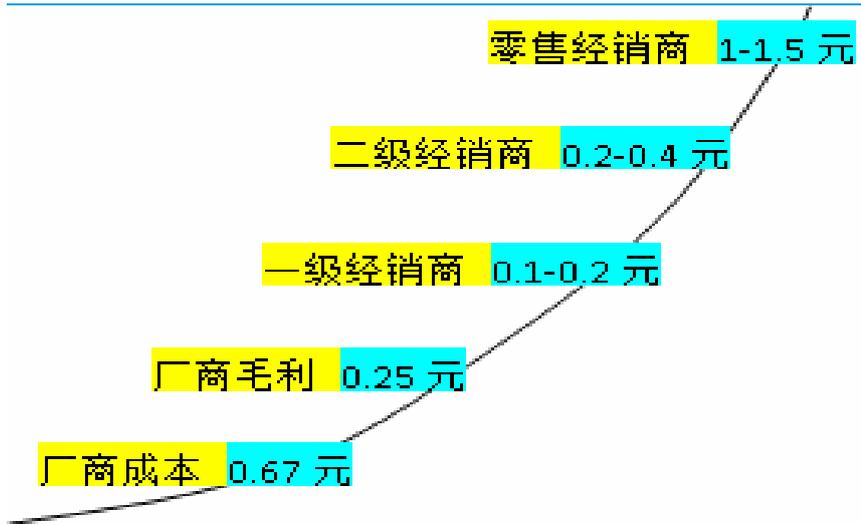
图表31: 晨鸣白卡纸出厂价



营销改革, 抢占市场蛋糕

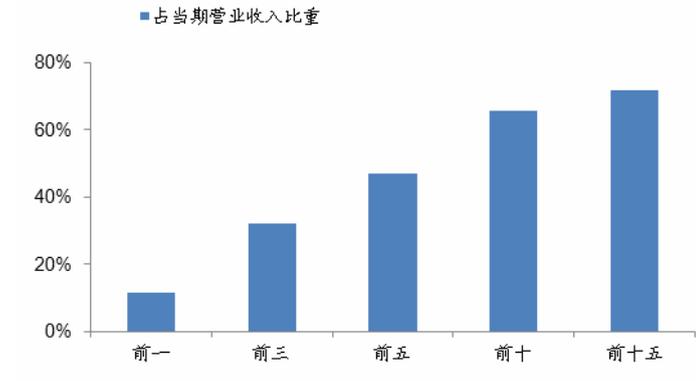
- 扑克牌属于快消品, 公司销售采取传统的经销商分销模式, 根据经销商的销售覆盖面、资金实力、诚信度挑选一级经销商, 合作开发区域市场。公司 2010 年一级经销商 91 家, 二级经销商 458 家, 经销网络遍布全国各地。
 - 公司前五大一级经销商销售额占总营业收入比重达 46.9%, 前十大占比 65.7%, 前十五大占比 71.8%。目前公司经销网络遍布全国各地。
- 胡萝卜加大棒, 保证渠道畅通。
 - 公司对一级经销商采取买断销售模式, 由一级经销商在指定区域独家代理公司产品, 并负责向该区域内二级经销商或者其他销售终端销售扑克牌。公司只与一级经销商进行结算, 目前公司单副牌出厂价在 0.93 元/副, 终端零售价格在 3-4 元每副, 主要利润空间交给各级经销商和零售商。
 - 根据业内数据, 一、二级经销商根据出货量不同, 批发时加价 10%至 25%不等, 最大利润环节在终端零售商手中, 可达 1-1.5 元。除此以外, 公司每年通过促销活动对一级经销商予以支持, 开展折扣促销返利活动。
 - 公司与一级经销商约定销售区域, 且不得销售其他竞争对手的扑克牌产品。公司采取“款到发货”的方式进行销售, 只有少量信用等级高的一级经销商采用赊账方式。
- 成立姚记销售公司, 营销改革增强经销商动力及向心力。2012 年 3 月公司与十二名一级经销商合资成立上海姚记销售公司, 未来这一模式将进一步向二、三级经销商复制, 这一举措将进一步使经销商和公司利益保持一致, 激励经销商开拓新营业网点, 有望进一步提高公司市场占有率。

图表32: 单副扑克牌生产到流通环节利润分配



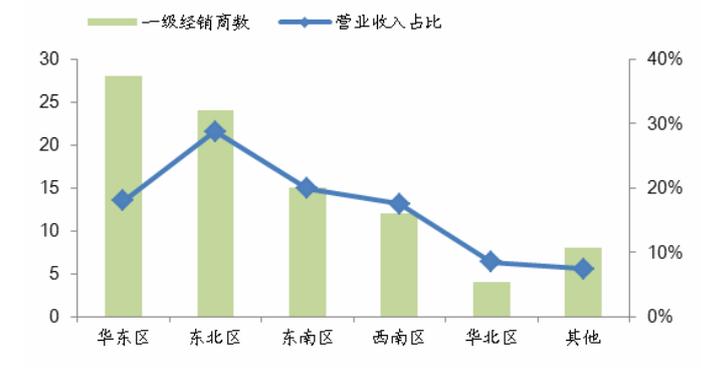
来源: 网络、国金证券研究所

图表33: 公司前十五大经销商销售金额占比



来源: 网络、国金证券研究所

图表34: 一级经销商与营业收入按地区分布



盈利预测及投资建议

- 公司各产品销售、价格、毛利率预测见销售预测表。
- 费用预测及税费假设如下表

图表35: 公司营业/管理/所得税率预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
营业费用率%	1.36%	1.55%	1.82%	1.80%	1.80%	1.80%
管理费用率%	4.19%	5.28%	5.29%	5.30%	5.30%	5.30%
所得税率%	25.67%	25.37%	25.94%	25.00%	25.00%	25.00%

来源: 国金证券研究所

■ EPS: 2014年0.67元、2015年0.79元、2016年0.92元。

- 我们预计公司 2014-2016 年营业收入为 8.08 亿元、9.21 亿元、10.55 亿元, 分别同比增长 13.7%、14%、14.6%。
- 2014-2016 年公司归属于母公司的净利润分别为 1.29 亿元、1.55 亿元、1.86 亿元, 增长 15.1%、20%、19.7%; 实现全面摊薄 EPS 分别为 0.69 元、0.83 元、0.99 元, 基于公司有可能成为娱乐平台型公司, 且细胞治疗前景巨大, 我们建议增持。

图表36: 营收明细表

项 目	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
扑克牌							
平均售价 (元/件)	0.85	0.92	0.93	0.93	0.93	0.94	0.95
增长率 (YOY)	#REF!	8.83%	0.74%	-0.21%	0.01%	1.51%	1.06%
销售数量 (百万件)	669.08	674.26	690.07	762.03	838.23	922.06	1,014.26
增长率 (YOY)	#REF!	0.77%	2.34%	10.43%	10.00%	10.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	566.21	620.99	640.26	705.56	776.20	866.73	963.55
增长率 (YOY)	#REF!	9.68%	3.10%	10.20%	10.01%	11.66%	11.17%
毛利率	20.28%	20.86%	24.15%	27.02%	28.00%	28.50%	29.20%
销售成本 (百万元)	451.37	491.45	485.64	514.92	558.87	619.71	682.19
增长率 (YOY)	#REF!	8.88%	-1.18%	6.03%	8.53%	10.89%	10.08%
毛利 (百万元)	114.84	129.54	154.62	190.64	217.34	247.02	281.36
增长率 (YOY)	#REF!	12.81%	19.36%	23.30%	14.00%	13.66%	13.90%
占总销售额比重	96.59%	94.95%	99.23%	99.30%	98.98%	98.97%	98.97%
占主营业务利润比重	96.63%	95.15%	99.36%	99.48%	98.86%	98.80%	98.77%
500万彩票网							
销售收入 (百万元)					3.00	4.00	5.00
增长率 (YOY)	#REF!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	33.33%	25.00%
毛利率					50.00%	50.00%	50.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	1.50	2.00	2.50
增长率 (YOY)	#REF!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	33.33%	25.00%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	1.50	2.00	2.50
增长率 (YOY)	#REF!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	33.33%	25.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.38%	0.46%	0.51%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.68%	0.80%	0.88%
销售总收入 (百万元)	586.21	653.99	645.26	710.56	784.20	875.73	973.55
销售总成本 (百万元)	467.37	517.85	489.64	518.92	564.37	625.71	688.69
毛利 (百万元)	118.84	136.14	155.62	191.64	219.84	250.02	284.86
平均毛利率	20.27%	20.82%	24.12%	26.97%	28.03%	28.55%	29.26%

来源: 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	655	645	711	808	921	1,055	货币资金	296	324	150	472	593	759
增长率		-1.4%	10.1%	13.7%	14.0%	14.6%	应收款项	19	15	19	21	24	27
主营业务成本	-521	-488	-517	-581	-658	-746	存货	207	234	273	255	288	327
%销售收入	79.6%	75.6%	72.8%	72.0%	71.5%	70.7%	其他流动资产	7	8	234	5	5	6
毛利	134	157	193	226	263	309	流动资产	529	581	676	753	911	1,119
%销售收入	20.4%	24.4%	27.2%	28.0%	28.5%	29.3%	%总资产	59.5%	77.4%	77.0%	62.8%	67.1%	72.1%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-3	-4	-4	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	272	83	99	345	349	336
营业费用	-9	-10	-13	-15	-17	-19	%总资产	30.6%	11.0%	11.2%	28.8%	25.7%	21.7%
%销售收入	1.4%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	无形资产	87	85	98	97	96	95
管理费用	-27	-34	-38	-43	-49	-56	非流动资产	360	170	202	446	447	433
%销售收入	4.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	%总资产	40.5%	22.6%	23.0%	37.2%	32.9%	27.9%
息税前利润 (EBIT)	96	111	140	166	194	230	资产总计	889	751	879	1,199	1,357	1,552
%销售收入	14.6%	17.1%	19.7%	20.5%	21.0%	21.8%	短期借款	10	0	0	0	0	0
财务费用	-2	9	5	6	11	14	应付款项	96	129	207	177	201	228
%销售收入	0.3%	-1.5%	-0.8%	-0.8%	-1.2%	-1.3%	其他流动负债	26	36	30	56	60	66
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	132	165	237	233	261	294
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	2	4	其他长期负债	0	0	13	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	1.6%	负债	132	165	250	233	261	295
营业利润	94	120	145	172	207	247	普通股股东权益	757	791	846	951	1,082	1,243
营业利润率	14.4%	18.7%	20.4%	21.3%	22.5%	23.5%	少数股东权益	0	13	14	14	14	14
营业外收支	4	10	9	0	0	0	负债股东权益合计	889	968	1,111	1,199	1,357	1,552
税前利润	98	130	154	172	207	247	比率分析						
利润率	14.9%	20.2%	21.7%	21.3%	22.5%	23.5%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-25	-33	-40	-43	-52	-62	每股指标						
所得税率	25.7%	25.4%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.776	1.033	0.600	0.691	0.830	0.993
净利润	73	97	114	129	155	186	每股净资产	8.094	8.459	4.525	5.086	5.786	6.648
少数股东损益	0	1	2	0	0	0	每股经营现金净流	1.076	1.392	0.911	2.081	1.026	1.203
归属于母公司的净利润	73	97	112	129	155	186	每股股利	0.000	0.000	0.660	0.130	0.130	0.130
净利率	11.1%	15.0%	15.8%	16.0%	16.8%	17.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.59%	12.22%	13.27%	13.59%	14.34%	14.93%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	8.16%	9.98%	10.11%	10.78%	11.43%	11.96%
净利润	73	96	119	129	155	186	投入资本收益率	9.27%	10.27%	12.04%	12.89%	13.26%	13.68%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	27	30	32	38	48	53	主营业务收入增长率	15.55%	-1.45%	10.09%	13.67%	13.99%	14.57%
非经营收益	7	0	-8	4	-2	-4	EBIT增长率	8.47%	15.68%	26.46%	18.61%	16.85%	18.43%
营运资金变动	-5	4	28	218	-9	-10	净利润增长率	2.14%	33.19%	16.18%	15.12%	20.04%	19.65%
经营活动现金净流	101	130	170	389	192	225	总资产增长率	30.58%	8.98%	14.72%	36.44%	13.25%	14.35%
资本开支	-23	-60	-78	-53	-49	-40	资产管理能力						
投资	0	10	437	-1	0	0	应收账款周转天数	9.1	7.4	3.8	3.5	3.5	3.5
其他	0	0	13	0	2	4	存货周转天数	160.2	164.8	178.8	160.0	160.0	160.0
投资活动现金净流	-23	-50	372	-54	-47	-36	应付账款周转天数	36.8	31.7	39.7	35.0	35.0	35.0
股权募资	440	12	0	0	0	0	固定资产周转天数	111.2	#DIV/0!	#DIV/0!	133.6	118.6	99.2
债权募资	-172	-10	0	-13	0	1	偿债能力						
其他	-73	-62	-63	0	-24	-24	净负债/股东权益	-37.76%	-40.38%	-17.46%	-48.94%	-54.09%	-60.24%
筹资活动现金净流	194	-60	-63	-13	-24	-23	EBIT利息保障倍数	56.2	-11.7	-26.1	-25.7	-17.6	-16.4
现金净流量	272	21	479	322	121	166	资产负债率	14.82%	17.02%	22.54%	19.46%	19.25%	18.99%

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
买入	0	2	2	4	6
增持	0	0	1	2	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.20	1.27	1.39

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 2012-08-28	增持	10.09	N/A
2 2012-10-29	增持	9.31	20.96 ~ 23.34
3 2012-12-26	增持	10.61	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“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



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作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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD