



东兴证券
DONGXING SECURITIES

“大娱乐+大健康”战略推动公司成长

——姚记扑克（002605）调研简报

2016年08月05日

推荐/首次

姚记扑克

调研简报

报告摘要：

扑克牌行业的龙头企业。姚记扑克目前主要从事扑克牌的设计、生产和销售，是国内主要的扑克牌生产企业。公司采取经销商分销的模式，通过各级经销商实现产品的快速销售，采用“款到发货”的付款形式，有效保证了款项的安全以及及时性，目前公司的产品销售网络已经覆盖黑龙江、辽宁、吉林、四川、重庆、江苏等二十多个省。2015年公司实现营业收入8.1亿元，较2014年增长8%。

外延并购，龙头地位继续巩固。公司发行股份及支付现金购买浙江万盛达扑克有限公司85%股权的项目已获证监会批准，此次项目姚记扑克拟购买万盛达扑克85%股权，交易完成后浙江万盛达将成为上市公司的控股子公司，万盛达是扑克牌行业六大知名品牌之一，在华东、华南地区的市场份额较高，万盛达承诺2016-2018年实现的扣非后净利润分别不低于2000万元、2550万元和3100万元。

跨行业投资，布局细胞治疗领域。2014年公司以现金和相关资产对上海细胞治疗工程技术研究中心有限公司进行增资，持有其22%的股权。2015年公司与上海原量投资中心及自然人侯亚非共同出资设立上海颐木生物科技有限公司，侯亚非博士对肿瘤免疫有着丰富经验，其研究领域主要包括特异性T细胞受体基因改造的自体T细胞（TCR-T）。2016年姚记设立上海纬景生物技术有限公司，致力于眼科疾病的基因治疗。

公司盈利预测及投资评级。姚记扑克是我国扑克行业的龙头企业，此次收购万盛达85%股权事项已获证监会通过，万盛达成为姚记的控股子公司将进一步加强公司销售渠道的覆盖，进而提高公司在扑克牌定价权方面的实力，公司扑克牌行业龙头企业的地位将得到进一步的巩固。另外公司目前在“大健康”领域的布局持续推进，目前主要聚焦在细胞免疫治疗CAR-T、TCR-T以及眼科疾病的基因治疗领域。我们预计公司2016年、2017年的营业收入分别为9.6亿元和10.6亿元，每股收益分别为0.32元和0.35元，对应PE分别为63X和59X，首次覆盖，给予公司“推荐”投资评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	751.91	812.32	958.47	1,057.96	1,092.97
增长率(%)	5.81%	8.03%	17.99%	10.38%	3.31%
净利润(百万元)	123.20	89.93	121.24	129.21	140.99
增长率(%)	3.79%	-27.00%	34.82%	6.57%	9.12%
净资产收益率(%)	12.88%	9.10%	10.57%	10.30%	10.27%
每股收益(元)	0.33	0.25	0.32	0.35	0.38
PE	62.60	80.56	63.15	59.25	54.30
PB	8.06	7.33	6.68	6.10	5.57

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

孙金琦

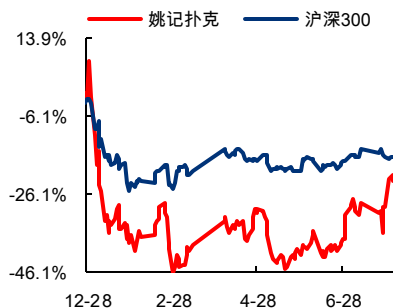
010-66554026

sun_jq@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	20.03-29.01
总市值(亿元)	74.91
流通市值(亿元)	51.01
总股本/流通A股(万股)	37400/25466
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.14

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

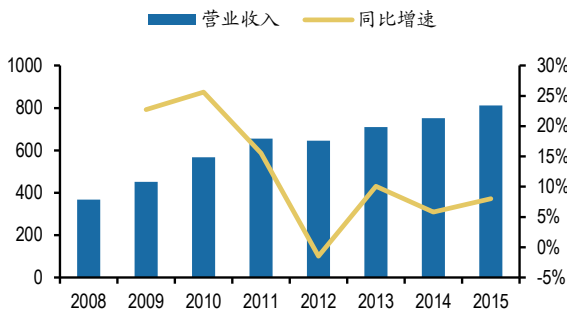
1. 大娱乐+大健康	3
1.1 外延并购，成为扑克牌行业的领军企业	3
1.2 跨行业投资，布局细胞治疗领域	4
2. 盈利预测及估值	5
3. 风险提示	6

插图目录

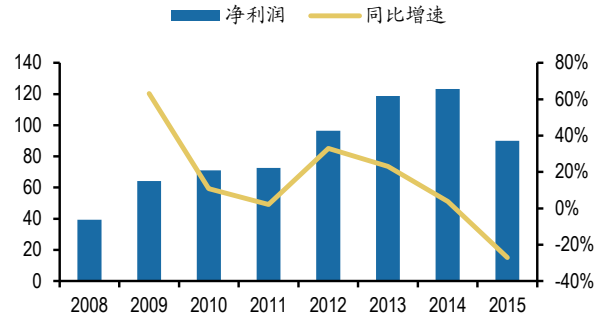
图 1:姚记扑克营业收入及其增速	3
图 2:姚记扑克净利润及其增速	3
图 3:国内扑克牌销售量（乐观假设）	3
图 4:高端扑克牌占比不断提升	4
图 5:上海细胞治疗公司发展方向	5

1. 大娱乐+大健康

姚记扑克目前主要从事扑克牌的设计、生产和销售，是国内主要的扑克牌生产企业。公司采取经销商分销的模式，通过各级经销商实现产品的快速销售，采用“款到发货”的付款形式，有效保证了款项的安全以及及时性，目前公司的产品销售网络已经覆盖黑龙江、辽宁、吉林、四川、重庆、江苏等二十多个省。2015 年公司实现营业收入 8.1 亿元，较 2014 年增长 8%，净利润 0.9 亿元，较 2014 年下降 27%。

图 1:姚记扑克营业收入及其增速


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

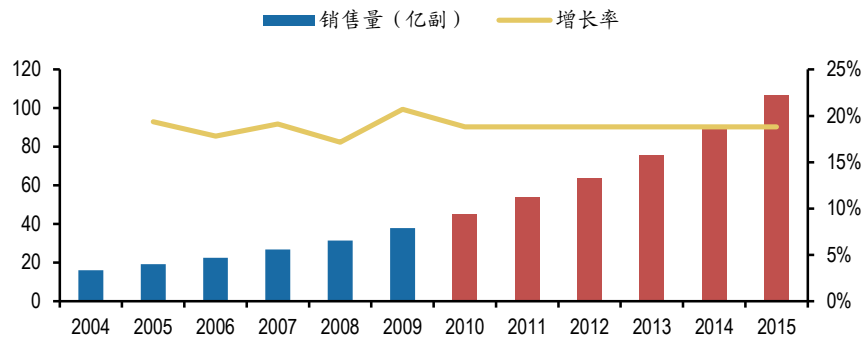
图 2:姚记扑克净利润及其增速


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

1.1 外延并购，成为扑克牌行业的领军企业

根据中国文教体育用品协会的数据，我国是全球最大的扑克牌生产国以及消费国，国内生产的扑克牌主要以内销为主，2009 年国内扑克牌消费量占国产扑克牌产量的 85%。过去几年扑克牌的销售量增速较为稳定，2004 我国扑克牌销售量约为 16 亿副，2009 年销量约为 38 亿副，年复合增长率达到 18.8%。

我们认为，若以此增长率乐观推断扑克牌的销量，2015 年行业的销售量将突破 100 亿副，若保守推断，人均购买量 3 副左右，目前行业的规模约为 40 亿副左右。

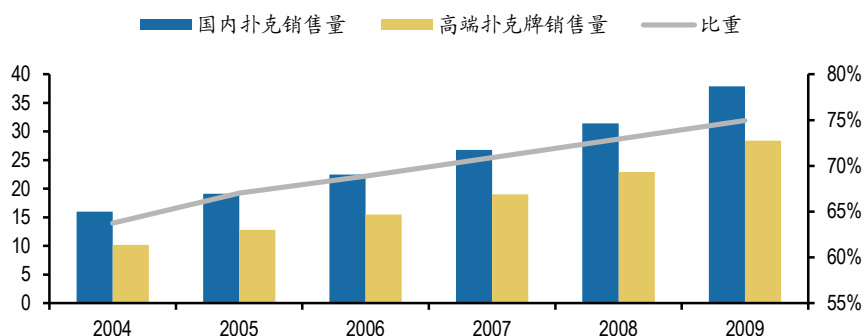
图 3:国内扑克牌销售量（乐观假设）


资料来源：中国文教体育用品协会，东兴证券研究所

公司目前扑克牌的年销售量约为 8 亿副，以 40 亿副的行业规模来测算，公司目前在行业内的市占率约为 20%。根据中国文教体育用品协会公布的数据，我国扑克牌市场主要有 6 大品牌，分别是姚记、宾王、钓鱼、三 A、三兔以及万盛达，这 6 家公司在品牌、产量、市占率等方面远超过其他竞争对手，是行业内的领导企业，这 6 家企业的市占率合计超过 50%，其中姚记扑克作为行业内的唯一一家上市公司，以 20% 的市占率居行业首位。

目前行业内的消费趋势正向着高端化的方向发展，专业化、高端化生产已经成为市场的主要方向。高端扑克牌的销售量占行业全部销售量的比重逐步提高，2004 年该比例为 63.8%，2009 年高端扑克牌的占比已经达到 74.9%。

图 4: 高端扑克牌占比不断提升



资料来源：中国文教体育用品协会，东兴证券研究所

在此之前，消费者对扑克牌的消费习惯还是保留并长期使用，随着人均收入水平的不断提高，扑克牌也正式成为一种快速消费品，使用场景多为一次使用、多次购买。我们认为扑克牌快消品的属性决定了消费者对它的价格变动、品牌并不敏感，企业销售渠道的广度以及深度将直接决定产品的销售情况。高端扑克牌企业在行业内的优势不断提升，进而扩大自身的市场份额。

公司发行股份及支付现金购买浙江万盛达扑克有限公司 85% 股权的项目已获证监会批准，此次项目姚记扑克拟购买万盛达扑克 85% 股权，交易完成后浙江万盛达将成为上市公司的控股子公司，万盛达承诺 2016~2018 年实现的扣非后净利润分别不低于 2000 万元、2550 万元和 3100 万元。

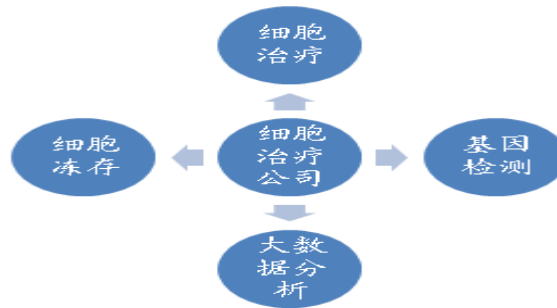
万盛达是扑克牌行业六大知名品牌之一，在华东、华南地区的市场份额较高。据我们了解，万盛达与姚记在国内市场经销渠道上的重合度较小，实现对万盛达扑克的控股之后，姚记的经销渠道将实现大规模扩张，公司在行业内的龙头地位将得到巩固。我们认为，随着并购的完成，公司的产能和渠道都将实现一定程度的扩张，相应的，公司在行业内的定价能力将得到增强。

1.2 跨行业投资，布局细胞治疗领域

姚记近两年在跨行业投资方面多有动作,对于跨行业的投资,公司基本采取尝试的形式,投资规模较小从而保证可以控制风险。目前公司花费精力较多、投资额较大的领域聚焦在免疫细胞治疗领域。

2014 年公司以现金和相关资产对上海细胞治疗工程技术研究中心有限公司进行增资,持有其 22%的股权。据我们了解,上海细胞治疗公司从事的业务是免疫细胞治疗,是继手术、放射治疗、化学治疗之后的第四种癌症治疗方法,上海细胞治疗公司未来发展的方向主要包括四大体系:细胞治疗、基因检测、大数据分析和细胞冻存。

图 5:上海细胞治疗公司发展方向



资料来源: 中国文教体育用品协会, 东兴证券研究所

2015 年公司与上海原量投资中心及自然人侯亚非共同出资设立上海颐木生物科技有限公司,侯亚非博士对肿瘤免疫有着丰富经验,其研究领域主要包括特异性 T 细胞受体基因改造的自体 T 细胞 (TCR-T)。2016 年姚记设立上海纬景生物技术有限公司,致力于眼科疾病的基因治疗。

表 1: 公司布局大健康领域

公司名称	持股比例	精准医疗细分领域
上海细胞治疗工程技术研究中心集团有限公司	20.12%	肿瘤细胞免疫治疗 CAR-T
上海颐木生物科技有限公司	51%	肿瘤细胞免疫治疗 TCR-T
上海纬景生物技术有限公司	35%	眼科疾病的基因治疗

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 盈利预测及估值

姚记扑克是我国扑克行业的龙头企业,此次收购万盛达 85%股权事项已获证监会通过,万盛达成为姚记的控股子公司将进一步加强公司销售渠道的覆盖,进而提高公司在扑克牌定价权方面的实力,公司扑克牌行业龙头企业的地位将得到进一步的巩固。另外公司目前在“大健康”领域的布局持续推进,目前主要聚焦在细胞免疫治疗 CAR-T、TCR-T 以及眼科疾病的基因治疗领域。我们预计公司 2016 年、2017 年的营业收入分别为 9.6 亿元和 10.6 亿元,每股收益分别为 0.32 元和 0.35 元,对应 PE 分别为 63X 和 59X,首次覆盖,给予公司“推荐”投资评级。

3. 风险提示

1. 细胞治疗领域国家政策风险;
2. 原材料价格波动风险。

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	736	644	723	807	972	营业收入	752	812	958	1058	1093
货币资金	139	217	216	275	423	营业成本	543	578	695	765	788
应收账款	19	68	52	73	68	营业税金及附加	4	7	10	11	11
其他应收款	4	40	47	52	53	营业费用	8	29	22	31	29
预付款项	4	1	0	-2	-4	管理费用	45	58	63	73	73
存货	261	178	274	268	293	财务费用	3	5	6	0	-3
其他流动资产	306	123	123	123	123	资产减值损失	1.01	5.34	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	714	807	749	691	632	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	137	149	149	149	149	投资净收益	9.47	-1.96	3.76	0.90	2.33
固定资产	213.36	189.59	218.43	188.92	159.40	营业利润	157	127	167	179	197
无形资产	77	286	258	229	200	营业外收入	11.65	3.05	8.04	7.58	6.22
其他非流动资产	243	0	0	0	0	营业外支出	2.03	0.78	1.15	1.32	1.08
资产总计	1451	1451	1472	1497	1604	利润总额	166	129	174	186	203
流动负债合计	472	376	318	243	236	所得税	43	39	53	56	62
短期借款	260	160	84	0	0	净利润	123	90	121	129	141
应付账款	70	52	75	75	81	少数股东损益	1	-5	0	0	0
预收款项	15	7	-6	-18	-32	归属母公司净利润	122	95	121	129	141
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	269	451	231	238	252
非流动负债合计	13	13	-23	-31	-35	BPS (元)	0.33	0.25	0.32	0.35	0.38
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	485	389	295	212	201	成长能力					
少数股东权益	16	17	17	17	17	营业收入增长	5.81%	8.03%	17.99%	10.38%	3.31%
实收资本(或股	374	374	374	374	374	营业利润增长	4.50%	-18.95%	31.80%	7.22%	10.06%
资本公积	164	164	164	164	164	归属于母公司净利润	27.56%	6.57%	27.56%	6.57%	9.12%
未分配利润	367	454	499	575	658	获利能力					
归属母公司股东	950	1045	1147	1255	1373	毛利率(%)	27.73%	28.81%	27.53%	27.70%	27.88%
负债和所有者权	1451	1451	1472	1497	1604	净利率(%)	16.38%	11.07%	12.65%	12.21%	12.90%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)					
经营活动现金流	74	196	120	171	168	偿债能力					
净利润	123	90	121	129	141	资产负债率(%)	33%	27%	20%	14%	
折旧摊销	109.13	319.03	51.13	58.13	58.13	流动比率	1.56	1.71	2.27	3.32	4.12
财务费用	3	5	6	0	-3	速动比率	1.01	1.24	1.41	2.22	2.88
应收账款减少	0	0	16	-21	6	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-12	-13	-14	总资产周转率	0.59	0.56	0.66	0.71	0.70
投资活动现金流	-384	50	4	1	2	应收账款周转率	61	19	16	17	16
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.29	13.34	15.17	14.14	14.03
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	9	-2	4	1	2	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.25	0.32	0.35	0.38
筹资活动现金流	232	-107	-124	-113	-23	每股净现金流(最新	-0.21	0.37	0.00	0.16	0.39
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.54	2.79	3.07	3.36	3.67
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	187	0	0	0	0	P/E	62.60	80.56	63.15	59.25	54.30
资本公积增加	-187	0	0	0	0	P/B	8.06	7.33	6.68	6.10	5.57
现金净增加额	-77	139	0	59	147	EV/EBITDA	28.91	16.83	32.57	31.05	28.70

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

孙金琦

轻工造纸行业研究员，硕士研究生，2015 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。