东兴证券
DONGXING SECURITIES

外延并购，巩固行业龙头地位

——姚记扑克（002605）2016 半年报点评

2016 年 08 月 31 日

推荐/维持

姚记扑克 | 财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	
孙金琦	联系人	
	sun_jq@dxzq.net.cn 010-66554026	

事件：

公司 2016H1 实现营业收入 3.35 亿元，较去年同期下降 23.54%；归属于上市公司股东的净利润为 0.48 亿元，同比下降 22.35%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 0.46 亿元，同比下降 20.77%；基本每股收益为 0.13 元/股。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	207.87	226.96	211.59	179.87	193.89	188.3	147.04
增长率（%）	13.39%	6.97%	34.46%	3.08%	-6.72%	-17.03%	-30.51%
毛利率（%）	27.62%	28.88%	32.16%	28.22%	25.63%	30.20%	29.41%
期间费用率（%）	9.43%	6.90%	10.69%	11.52%	17.43%	6.15%	10.94%
营业利润率（%）	18.14%	20.88%	20.54%	14.35%	5.27%	21.14%	19.42%
净利润（百万元）	27.96	35.78	32.16	17.19	4.79	28.91	21.08
增长率（%）	-17.51%	-07.63%	24.47%	-43.92%	-82.87%	-19.21%	-34.47%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.09	0.08	0.05	0.04	0.07	0.05
资产负债率（%）	33.46%	30.59%	29.02%	26.02%	26.80%	24.08%	20.11%
净资产收益率（%）	2.90%	3.47%	3.02%	1.59%	0.45%	2.65%	1.89%
总资产收益率（%）	1.93%	2.41%	2.14%	1.17%	0.33%	2.01%	1.51%

观点：

经营业绩小幅下滑，盈利能力保持稳健。经营业绩方面：公司主营业务仍以扑克牌为主，2016上半年实现营业收入3.35亿元，归属于上市公司股东的净利润0.48亿元，分别较去年同期下降23.54%和22.35%。分季度来看，公司Q2实现营业收入1.47亿元，归属于上市公司股东的净利润为0.21亿元，分别较去年同期下降30.51%和29.59%，业绩下滑主要是由于公司去年将新投资公司中德索罗门纳入合并会计报表增加了营业收入，而本报告期索罗门公司并未被纳入合并报表，导致营业收入减少。盈利能力方面，2016H1公司销售毛利率为29.85%，销售净利率为14.91%，分别较去年同期下降0.61个百分点和0.58个百分点。其中2016Q2公司销售毛利率为29.41%，较去年同期下降2.75个百分点，较2016Q1下降0.79个百分点；二季度公司销售净利率为14.33%，较去年同期减少0.87个百分点，较一季度减少1.02个百分点，公司的

盈利能力仍然保持稳健。费用率总体表现稳定，2016Q2销售费用率为0.99%，较去年同期减少2.6个百分点，管理费用率为9.08%，较去年同期增加2.61个百分点。

外延并购，扑克牌行业的龙头企业。姚记扑克作为行业内的唯一一家上市公司，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，公司目前以20%的市场占有率居行业首位，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。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、华南地区有较高的市场份额。我们认为，万盛达与姚记在国内市场经销渠道上的重合度较小（姚记：东北、华东、华西；万盛达：华南），实现对万盛达扑克的控股之后，姚记扑克的产能和经销渠道将实现大规模扩张，公司在行业内的定价能力与市场占有率将得到提高，龙头地位也将得到进一步巩固。此外，公司收购万盛达公司不仅可使其经销渠道由原先的东北、四川和华东地区扩展到东南诸省，为公司未来国内行业整合的潜在可能留下伏笔，同时可获得万盛达在东亚、东南亚市场的增量市场份额，从而有助于公司区域化发展战略的实现与推进，公司的业务范围从国内市场扩张到亚太市场也为公司的国际化发展布局奠立了切实可行的基础，推动其不断稳固娱乐主业。

继续深化细胞诊疗布局。公司解散清算上海纬景生物技术有限公司，转让上海姚记颐木生物科技有限公司股权，目前公司在大健康领域持有上海细胞治疗工程技术研究中心集团的20.12%的股权，主要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。报告期内细胞集团公司获得了新一轮的融资，研制的新一代CAR-T及"白泽剑"细胞治疗技术，在多种类型实体瘤病患上表现出了良好的治疗效果，细胞冻存业务月销售额也屡创新高。

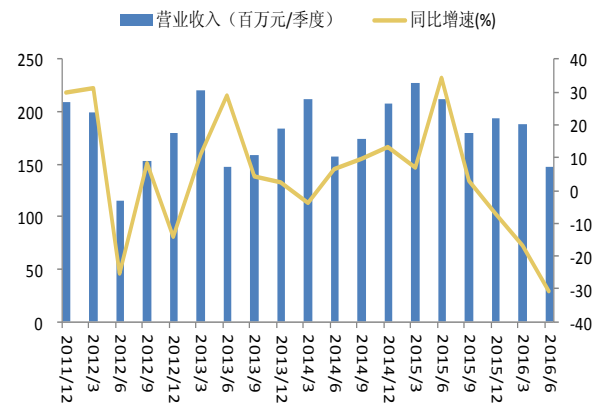
结论：

公司业绩小幅下滑，盈利能力保持稳健。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经销渠道的覆盖，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。我们预计公司2016年、2017年EPS分别为0.27元/股和0.31元/股，对应P/E分别为77x和66x，维持公司"推荐"的投资评级。

风险提示：

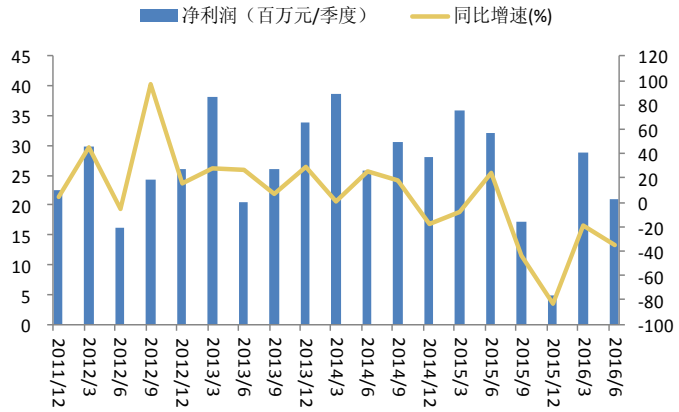
1. 原材料价格波动风险。

图 1:姚记扑克营业收入及其增速（季度）



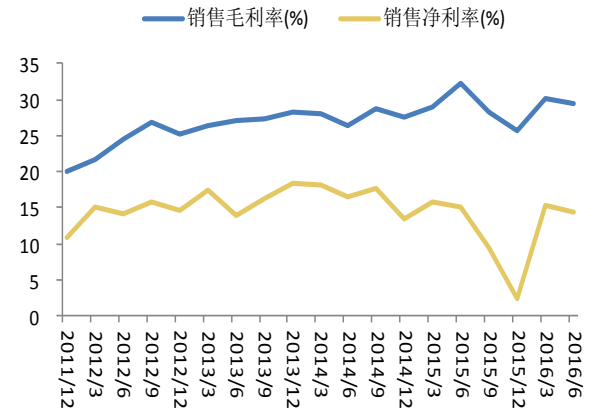
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2:姚记扑克净利润及其增速（季度）



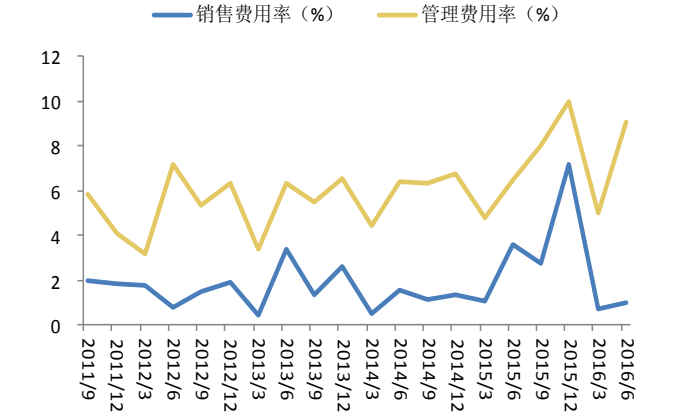
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3:姚记扑克销售毛利率、净利率（季度）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4:姚记扑克销售费用率、管理费用率（季度）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

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	614	778	957	**营业收入**	752	812	767	921	1105
货币资金	139	217	183	299	403	**营业成本**	543	578	556	666	797
应收账款	19	68	42	64	68	营业税金及附加	4	7	8	9	11
其他应收款	4	40	37	45	54	营业费用	8	29	18	27	29
预付款项	4	1	0	-2	-3	管理费用	45	58	50	63	74
存货	261	178	219	233	296	财务费用	3	5	3	-2	-4
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	136	159	199
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	1363	1468	1590	**利润总额**	166	129	143	165	205
流动负债合计	472	376	197	218	242	所得税	43	39	43	50	62
短期借款	260	160	0	0	0	**净利润**	123	90	99	115	142
应付账款	70	52	60	65	82	少数股东损益	1	-5	0	0	0
预收款项	15	7	-3	-14	-28	归属母公司净利润	122	95	99	115	142
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	269	451	197	214	254
非流动负债合计	13	13	7	-5	-27	**EPS（元）**	0.33	0.25	0.27	0.31	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	204	214	215	**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%	-5.55%	20.00%	20.00%
实收资本(或股本)	374	374	374	374	374	营业利润增长	4.50%	-18.95	7.19%	16.72%	25.64%
资本公积	164	164	164	164	164	归属于母公司净利润	4.68%	15.48%	4.68%	15.48%	23.99%
未分配利润	367	454	491	558	642	**获利能力**					
归属母公司股东权	950	1045	1128	1225	1344	毛利率(%)	27.73%	28.81%	27.53%	27.70%	27.88%
负债和所有者权	1451	1451	1363	1468	1590	净利率(%)	16.38%	11.07%	12.97%	12.48%	12.89%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	8.43%	6.55%	7.30%	7.82%	8.96%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	12.88%	9.10%	8.82%	9.38%	10.60%
经营活动现金流	74	196	135	143	143	**偿债能力**					
净利润	123	90	99	115	142	资产负债率(%)	33%	27%	15%	15%	`
折旧摊销	109.13	319.03	51.13	58.13	58.13	流动比率	1.56	1.71	3.11	3.56	3.96
财务费用	3	5	3	-2	-4	速动比率	1.01	1.24	2.00	2.49	2.73
应收账款减少	0	0	26	-22	-5	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	-10	-11	-14	总资产周转率	0.59	0.56	0.55	0.65	0.72
投资活动现金流	-384	50	4	1	2	应收账款周转率	61	19	14	17	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.29	13.34	13.77	14.73	15.03
长期股权投资减少	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	0.27	0.31	0.38
筹资活动现金流	232	-107	-172	-28	-41	每股净现金流(最新	-0.21	0.37	-0.09	0.31	0.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.54	2.79	3.02	3.27	3.59
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	62.35	80.24	76.65	66.38	53.53
资本公积增加	-187	0	0	0	0	P/B	8.03	7.30	6.76	6.23	5.67
现金净增加额	-77	139	-33	116	104	EV/EBITDA	28.80	16.77	37.73	34.16	28.42

资料来源：Wind，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。