

A 股休闲游戏龙头，业绩持续高速增长 买入（维持）

2020 年 04 月 28 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,737	2,210	2,543	2,908
同比（%）	77.3%	27.2%	15.1%	14.4%
归母净利润（百万元）	345	1,119	889	1,090
同比（%）	151.5%	224.5%	-20.5%	22.6%
每股收益（元/股）	0.86	2.80	2.22	2.73
P/E（倍）	32.28	9.95	12.51	10.21

投资要点

■ 2020 年 4 月 28 日，姚记科技公布 2019 年年报及 2020 年一季报。公告显示，2019 年公司实现收入 17.37 亿元，同比增长 77.27%；实现归母净利润 3.45 亿元，同比增长 151.48%；2020 年一季度，公司实现收入 5.34 亿元，同比增长 37.00%，实现归母净利润 6.63 亿元，同比增长 1080.36%，扣除细胞公司投资收益等影响，公司实现扣非归母净利润 1.44 亿元，同比增长 181.75%。公司业绩保持持续高速增长。

■ **游戏业务保持高速增长，转型效果明显。**2019 年，游戏业务收入达 10.18 亿元，同比增长 182.71%，占公司总收入的 58.64%，并在疫情期间实现快速增长，推动公司一季度业绩增长显著；另外，2019 年年末公司并表大鱼竞技，主营海外 Bingo 游戏，海外疫情爆发期间，公司收益显著，流水 3/4 月份连创新高，预计 2020 年利润水平将显著超过业绩承诺。公司自转型以来业绩增长迅速，转型成效显著。当前公司已放弃参与细胞公司投后管理，专注游戏领域发展。

■ **《小美斗地主》新版即将上线，休闲游戏广告变现模式有望持续增厚公司业绩。**公司广告变现游戏《小美斗地主》春节期间一度排名 IOS 免费榜第一，虽然近期受复工影响排名有所下滑，但《小美斗地主》预计 5-6 月份开启新一轮买量。新版《小美斗地主》采用竖屏模式，由于竖屏广告 ROI 高于横屏，因此竖屏广告价格也高于横屏，对公司业绩有正向影响。

■ **股权激励计划激发公司团队积极性，为业绩高速增长注入持续动力。**公司近期公布股权激励计划，行权条件较为宽松，相比 2019 年，2020/2021/2022 年净利润增长率分别不低于 20%/40%/60%。业绩增长实现难度低，更容易激发公司人员积极性，提高经营效率，降低代理人成本，激励计划带来的公司业绩提升将远高于因其带来的费用增加。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年，公司收入分别为 22.10/25.43/29.08 亿元，同比增长 27.2%/15.1%/14.4%，预计实现归母净利润 11.19/8.89/10.90 亿元，同比增长 224.5%/-20.5%/22.6%，对应 PE 分别为 9.95/12.51/10.21 倍。公司 2020 年利润大增，部分源于投资细胞公司会计政策变更所致，排除这部分影响，公司 2020-2022 年归母净利润为 7.11/8.89/10.90 亿元，同比增长 106.2%/25.0%/22.6%，对应 PE 分别为 15.66/12.51/10.20 倍。公司积极转型成果显著，休闲游戏业务高速增长，运营能力强，为 A 股休闲游戏龙头企业，并积极探索广告变现模式，有望为公司业绩贡献显著弹性。我们维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**棋牌类游戏监管政策趋严；广告业务变现不及预期；传统主业超预期下滑；商誉减值风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.00
一年最低/最高价	8.90/45.32
市净率(倍)	5.38
流通 A 股市值(百万元)	7520.14

基础数据

每股净资产(元)	5.02
资产负债率(%)	40.79
总股本(百万股)	399.89
流通 A 股(百万股)	270.19

相关研究

1、《姚记科技 (002605)：转型成效显著，业绩持续高速增长，广告模式将成业绩新增量》

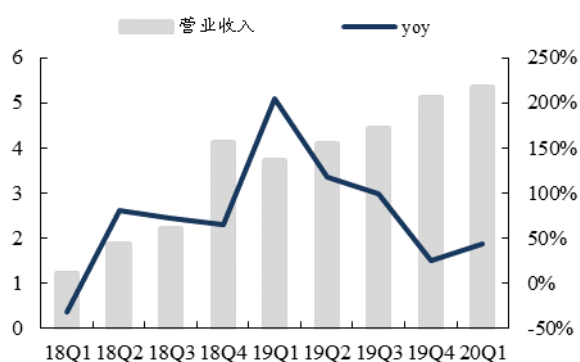
2020-02-28

2、《姚记科技 (002605)：休闲游戏业务快速增长，广告收入将成变现新引擎》2020-02-06

1. 业绩高速增长，经营表现亮眼

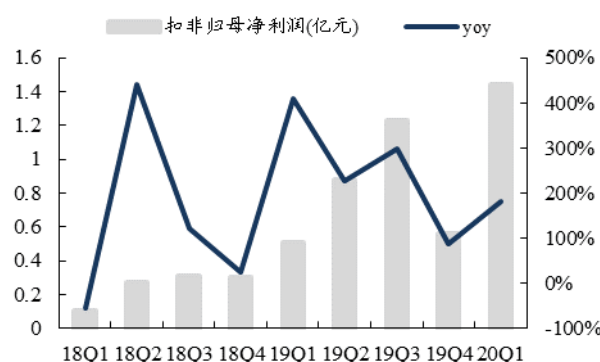
2019 年公司实现收入 17.37 亿元，同比增长 77.27%；实现归母净利润 3.45 亿元，同比增长 151.48%（因同一控制下企业合并，数据经过追溯调整）；2020 年一季度，公司实现收入 5.34 亿元，同比增长 37.00%，实现归母净利润 6.63 亿元，同比增长 1080.36%，扣除细胞公司投资收益等影响，公司实现扣非归母净利润 1.44 亿元，同比增长 181.75%。公司业绩持续快速增长。

图 1：公司季度收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

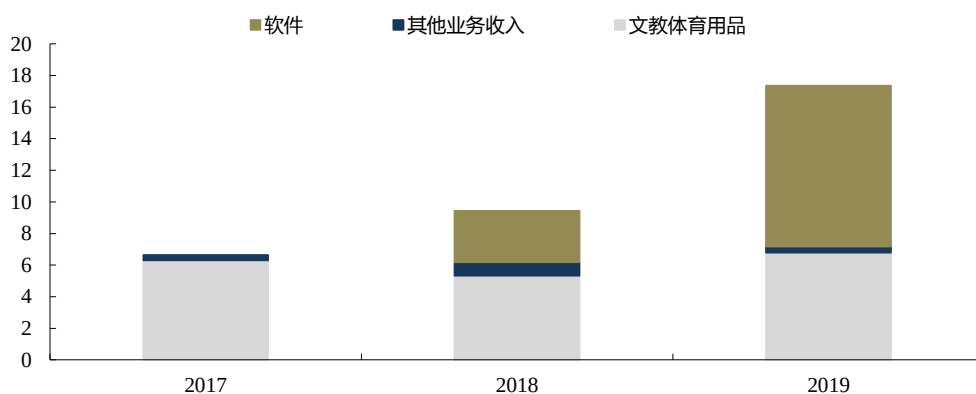
图 2：公司季度扣非归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自公司业务转型以来，游戏业务占收入比重逐步增大，游戏业务本身高速增长带动公司整体业绩快速增长。

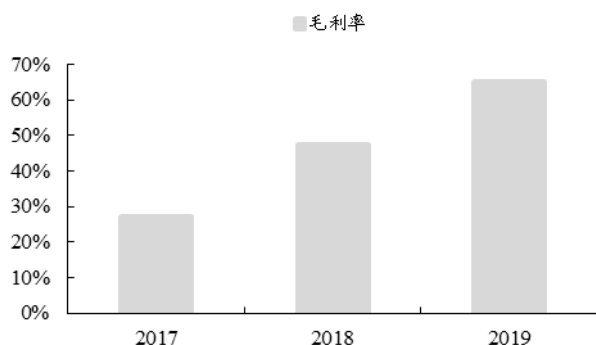
图 3：公司收入构成情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

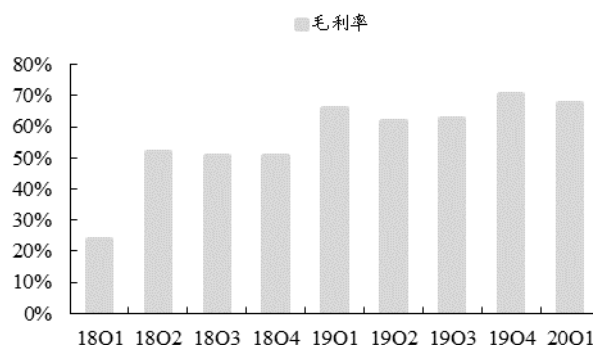
2019 年公司毛利率为 65.25%，同比增长 17.94 个百分点；公司净利率为 25.5%，同比增长 5.04 个百分点，主要系利润率较高的游戏业务在收入中占比大幅提高所致。

图 4：公司年度毛利率情况



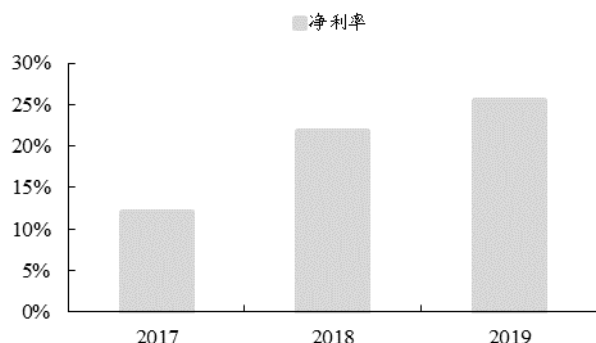
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：公司季度毛利率情况



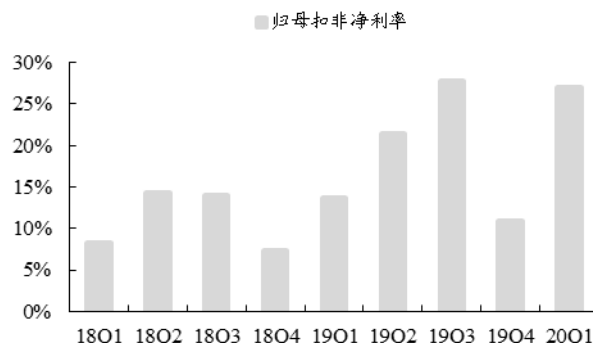
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：公司年度净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：公司季度归母扣非净利率



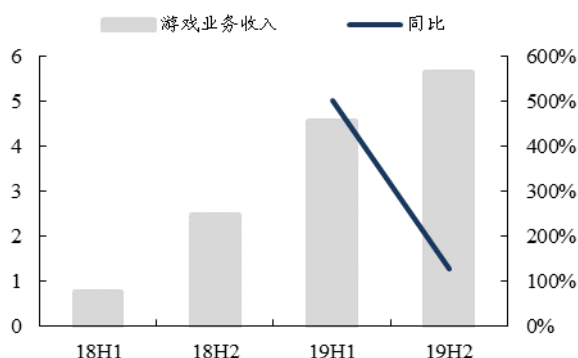
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 游戏业务保持高速增长，广告变现有望继续突破

2019 年，游戏业务收入达 10.18 亿元，占公司总收入的 58.64%，继续保持高速增长。2020Q1，疫情导致线上娱乐需求大幅增长，公司游戏业务也显著受益，成蹊科技旗下棋牌类游戏流水提升，带动 Q1 营业收入同比增长 37%；《小美斗地主》在春节期间登录 IOS 游戏免费榜榜首。公司于 2019 年年末控股大鱼竞技，其旗下 Bingo 游戏受益于海外疫情爆发，3/4 月流水连创新高。大鱼竞技 2020 年业绩预计将超过之前业绩承诺，成为游戏业务的另一个增长点。

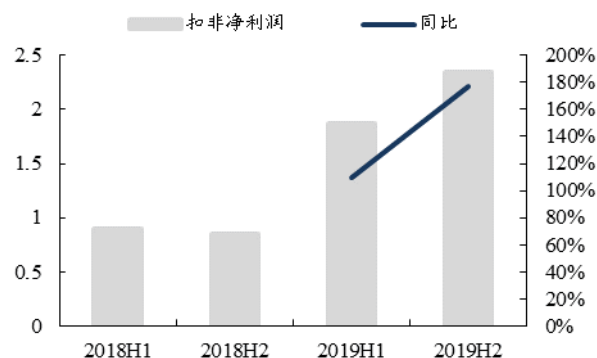
公司广告变现模式休闲游戏《小美斗地主》表现虽受复工影响有所下滑，但公司预计将于 5、6 月推出新版《小美斗地主》，开展新一轮买量。新版《小美斗地主》采用广告价格更高的竖屏模式，有望增加广告收入。叠加公司未来相关产品的推出，广告变现有望持续突破。

图 8：公司游戏业务收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：公司游戏业务扣非净利润（亿元）

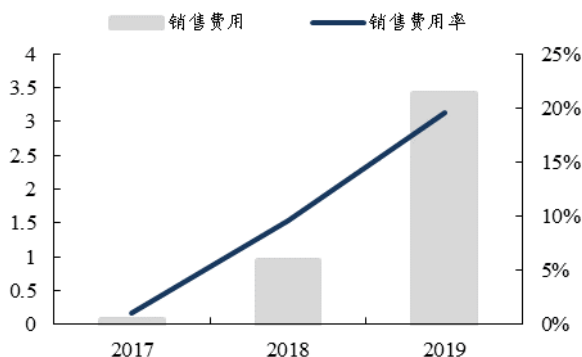


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2019 年成蹊科技实现扣非净利润 3.61 亿，大鱼竞技实现扣非净利润 0.60 亿，均超额完成业绩承诺。

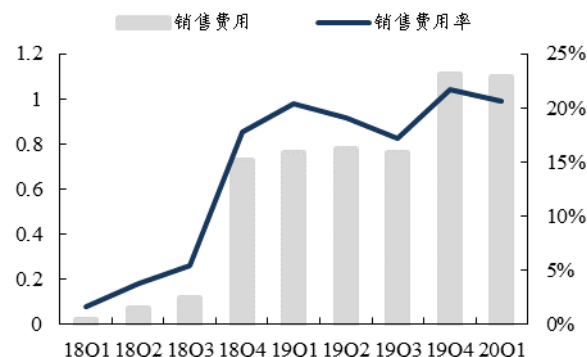
伴随游戏业务高速增长的是销售费用的快速提升。2019 年公司销售费用达 3.41 亿元，同比增长 263.16%，销售费用率增长 10.0 pct 至 19.63%，主要系公司加大对游戏业务的推广所致。2020 年一季度，销售费用占收入的比重 20.54%，依然维持在较高的水平。

图 11：公司年度销售费用及销售费用率（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：公司季度销售费用及销售费用率（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 适时推出股权激励，增强公司持续增长动力

2020 年 4 月，公司正式推出股权激励计划，面向 83 名中层管理人员及业务与技术骨干授予 524 万份期权，执行价格为 28.20 元/股。层面业绩考核目标为 2020/2021/2022 公司净利润(扣除激励支出及非经常性损益)相比于 2019 年增长不低于 20%/40%/60%，行权条件较为宽松。目前预计 2020-2023 年期权成本合计为 2425.07 万元，对公司未来利润率影响有限。而激励计划及时推出，有望帮助公司留下优秀人才，稳固管理团队与业务骨干，并提高员工积极性，增强公司持续增长动力。

4. 盈利预测与投资评级

我们预计 2020-2022 年，公司收入分别为 22.10/25.43/29.08 亿元，同比增长 27.2%/15.1%/14.4%，预计实现归母净利润 11.19/8.89/10.90 亿元，同比增长 224.5%/-20.5%/22.6%，对应 PE 分别为 9.95/12.51/10.21 倍。公司 2020 年利润大增，部分源于投资细胞公司会计政策变更所致，排除这部分影响，公司 2020-2022 年归母净利润为 7.11/8.89/10.90 亿元，同比增长 106.2%/25.0%/22.6%，对应 PE 分别为 15.66/12.51/10.20 倍。公司积极转型成果显著，休闲游戏业务高速增长，运营能力强，为 A 股休闲游戏龙头企业，并积极探索广告变现模式，有望为公司业绩贡献显著弹性。我们维持公司“买入”评级。

5. 风险提示

棋牌类游戏监管政策趋严；广告业务变现不及预期；传统主业超预期下滑；商誉减值风险

姚记科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	873	916	1,637	2,004	营业收入	1,737	2,210	2,543	2,908
现金	505	518	1,116	1,363	减:营业成本	603	627	688	751
应收账款	152	142	197	219	营业税金及附加	15	32	38	42
存货	177	115	160	173	营业费用	341	454	534	611
其他流动资产	39	141	164	249	管理费用	115	221	254	291
非流动资产	2,148	2,905	3,090	3,433	财务费用	25	14	-6	-31
长期股权投资	294	824	841	878	资产减值损失	-19	-13	-19	-20
固定资产	374	392	445	542	加:投资净收益	-15	504	-10	-11
在建工程	36	70	87	102	其他收益	0	0	0	0
无形资产	275	308	307	300	营业利润	500	1,395	1,063	1,276
其他非流动资产	1,168	1,312	1,411	1,612	加:营业外净收支	1	2	1	1
资产总计	3,021	3,821	4,727	5,437	利润总额	500	1,397	1,064	1,277
流动负债	1,015	740	794	478	减:所得税费用	57	168	128	153
短期借款	455	455	0	0	少数股东损益	98	111	47	34
应付账款	77	67	39	86	归属母公司净利润	345	1,119	889	1,090
其他流动负债	483	218	755	392	EBIT	530	1,423	1,073	1,267
非流动负债	434	440	416	393	EBITDA	584	1,478	1,138	1,350
长期借款	100	106	81	58					
其他非流动负债	334	334	334	334	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,450	1,180	1,210	871	每股收益(元)	0.86	2.80	2.22	2.73
少数股东权益	78	189	236	269	每股净资产(元)	3.73	6.13	8.20	10.74
					发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
归属母公司股东权益	1,493	2,452	3,281	4,297	ROIC(%)	19.4%	37.1%	25.3%	23.6%
负债和股东权益	3,021	3,821	4,727	5,437	ROE(%)	28.2%	46.6%	26.6%	24.6%
					毛利率(%)	65.2%	71.6%	72.9%	74.2%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	19.9%	50.6%	35.0%	37.5%
经营活动现金流	708	492	1,392	749	资产负债率(%)	48.0%	30.9%	25.6%	16.0%
投资活动现金流	-688	-308	-261	-435	收入增长率(%)	77.3%	27.2%	15.1%	14.4%
筹资活动现金流	121	-172	-533	-66	净利润增长率(%)	151.5%	224.5%	-20.5%	22.6%
现金净增加额	141	12	598	247	P/E	32.28	9.95	12.51	10.21
折旧和摊销	55	55	66	82	P/B	7.45	4.54	3.39	2.59
资本开支	72	256	69	105	EV/EBITDA	19.89	7.93	9.39	7.75
营运资本变动	146	-302	387	-437					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>