

姚记科技 (002605.SZ) 拟收购芦鸣科技剩余股权, “游戏+营销” 双轮或继续助推高增长

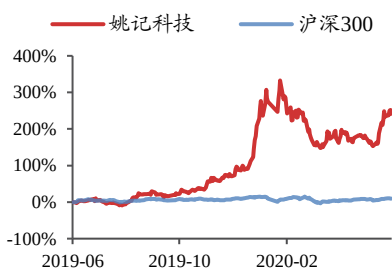
2020 年 06 月 14 日

投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2020/6/12
当前股价(元)	34.80
一年最高最低(元)	45.32/8.90
总市值(亿元)	139.19
流通市值(亿元)	94.31
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	2.71
近 3 个月换手率(%)	324.93

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-一季度兑现高速增长, 深耕休闲游戏推进大娱乐战略》-2020.4.28

《公司首次覆盖报告-由捕鱼游戏龙头, 走向休闲游戏之王》-2020.3.20

方光照 (分析师) 余倩莹 (联系人)
fangguangzhao@kysec.cn yuqianying@kysec.cn
证书编号: S0790520030004 证书编号: S0790120040010

● 公司拟收购芦鸣科技剩余 88% 股权, “游戏+广告” 业务架构再下一城

收购完成后芦鸣科技将成为公司全资子公司, 公司“游戏+广告”业务架构将进一步完善, 更有利于借助字节跳动、快手旗下流量平台, 基于 2C 端游戏和 2B 端营销两个维度变现, 延续业绩高增长。考虑到芦鸣科技并表, 我们上调盈利预测, 预测 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 11.60/9.06/11.85 亿元 (调整前为 10.13/8.56/11.25 亿元), 对应 EPS 分别为 2.90/2.27/2.96 元, 当前股价对应 PE 分别为 12/15/12 倍; 若扣除细胞公司投资收益, 预测 2020 年归母净利润为 6.57 亿元, EPS 为 1.64 元, 当前股价对应 PE 为 21 倍, 维持“买入”评级。

● 芦鸣科技以技术和数据赋能互联网营销, 有望与公司游戏业务协同并进

芦鸣科技主要从事互联网营销业务, 提供覆盖数据分析、效果营销、短视频内容生产、内容营销、效果优化等一站式专业营销服务。依托于行业领先的整合营销能力, 芦鸣科技 2019 年实现营业收入 7.63 亿元, 净利润 0.21 亿元, 并承诺 2020-2023 年实现的净利润分别不低于 0.27、0.35、0.40、0.45 亿元。我们看好芦鸣科技以技术和数据赋能互联网营销, 通过精准营销提升公司在各渠道买量的广告投放回报率, 与公司的游戏业务产生较强协同效应; 而芦鸣科技基于积累的大量行业头部客户资源及对接头部平台的突出能力, 自身也有望实现业绩快速增长。

● 核心游戏流水持续高增长, 公司有望由捕鱼游戏龙头走向休闲游戏之王

我们看好公司在国内外休闲游戏领域的研发及运营实力, 1) 基于《小美斗地主》携手字节跳动, 布局游戏 IAA 变现新模式, 且有望不断拓展至其他休闲游戏品类, 并通过游戏版本优化迭代不断提升广告变现效率, 打开增量空间。2) 4 月以来核心捕鱼游戏《捕鱼炸翻天》《指尖捕鱼》iOS 畅销榜排名持续提升, 捕鱼游戏全平台流水有望持续增长, 或成为业绩稳定器; 3) 疫情影响下, 自研的 Bingo 游戏《Bingo Party》《Bingo Journey》海外月流水有望不断创新高, 贡献业绩弹性。

● **风险提示:** 新游戏上线进度低于预期; 市场竞争加剧导致买量成本上升; 海外游戏业务面临的政策风险; 疫情等外部冲击的影响存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	944	1,737	3,050	5,063	6,970
YOY(%)	42.4	84.0	75.6	66.0	37.7
归母净利润(百万元)	130	345	1,160	906	1,185
YOY(%)	68.8	165.9	236.3	-21.9	30.8
毛利率(%)	47.3	65.2	64.6	59.1	57.4
净利率(%)	13.7	19.9	38.0	17.9	17.0
ROE(%)	10.2	28.2	50.1	28.3	27.2
EPS(摊薄/元)	0.32	0.86	2.90	2.27	2.96
P/E(倍)	107.3	40.4	12.0	15.4	11.7
P/B(倍)	7.7	9.3	5.6	4.1	3.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	638	873	1807	3596	5288
现金	271	505	951	2287	3564
应收票据及应收账款	113	152	313	460	605
其他应收款	10	12	26	37	50
预付账款	20	7	41	38	70
存货	176	177	454	755	978
其他流动资产	48	21	21	21	21
非流动资产	2025	2148	1890	1924	2227
长期投资	435	294	319	347	315
固定资产	379	374	371	397	674
无形资产	295	275	101	97	81
其他非流动资产	917	1204	1099	1082	1158
资产总计	2663	3021	3697	5520	7515
流动负债	779	1015	1471	2231	2634
短期借款	386	455	455	455	455
应付票据及应付账款	157	338	546	1147	1281
其他流动负债	237	222	469	628	897
非流动负债	0	434	-599	-613	-433
长期借款	0	100	-599	-613	-433
其他非流动负债	0	334	0	0	0
负债合计	779	1450	872	1618	2201
少数股东权益	85	78	333	532	792
股本	398	400	400	400	400
资本公积	669	159	159	159	159
留存收益	734	958	1713	2304	3076
归属母公司股东权益	1798	1493	2492	3371	4522
负债和股东权益	2663	3021	3697	5520	7515

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	244	708	976	1516	1496
净利润	193	443	1414	1105	1445
折旧摊销	46	55	269	123	159
财务费用	10	25	7	-25	-55
投资损失	6	15	-693	9	8
营运资金变动	-1	146	-21	304	-62
其他经营现金流	-10	25	0	0	0
投资活动现金流	-427	-688	681	-165	-471
资本支出	74	72	-283	5	336
长期投资	42	-383	-26	33	33
其他投资现金流	-311	-1000	373	-126	-102
筹资活动现金流	189	121	-1211	-16	252
短期借款	306	69	0	0	0
长期借款	0	100	-699	-14	181
普通股增加	1	2	0	0	0
资本公积增加	111	-510	0	0	0
其他筹资现金流	-229	460	-512	-1	71
现金净增加额	6	141	446	1335	1277

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	944	1737	3050	5063	6970
营业成本	497	603	1080	2069	2967
营业税金及附加	18	15	27	44	61
营业费用	94	341	600	996	1372
管理费用	64	115	203	336	463
研发费用	52	110	200	335	461
财务费用	10	25	7	-25	-55
资产减值损失	5	-19	30	51	70
其他收益	13	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-6	-15	693	-9	-8
资产处置收益	11	-1	0	0	0
营业利润	222	500	1595	1247	1623
营业外收入	0	1	3	2	10
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	222	500	1598	1248	1633
所得税	29	57	184	143	188
净利润	193	443	1414	1105	1445
少数股东损益	63	98	255	199	260
归母净利润	130	345	1160	906	1185
EBITDA	283	574	1864	1330	1715
EPS(元)	0.32	0.86	2.90	2.27	2.96

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	42.4	84.0	75.6	66.0	37.7
营业利润(%)	106.7	124.9	219.4	-21.8	30.1
归属于母公司净利润(%)	68.8	165.9	236.3	-21.9	30.8
获利能力					
毛利率(%)	47.3	65.2	64.6	59.1	57.4
净利率(%)	13.7	19.9	38.0	17.9	17.0
ROE(%)	10.2	28.2	50.1	28.3	27.2
ROIC(%)	9.4	19.1	59.6	33.0	29.8
偿债能力					
资产负债率(%)	29.3	48.0	23.6	29.3	29.3
净负债比率(%)	6.1	26.4	-38.1	-62.1	-65.3
流动比率	0.8	0.9	1.2	1.6	2.0
速动比率	0.5	0.7	0.9	1.2	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.9	1.1	1.1
应收账款周转率	9.5	13.1	13.1	13.1	13.1
应付账款周转率	3.3	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.86	2.90	2.27	2.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.77	2.44	3.79	3.74
每股净资产(最新摊薄)	4.50	3.73	6.23	8.43	11.30
估值比率					
P/E	107.3	40.4	12.0	15.4	11.7
P/B	7.7	9.3	5.6	4.1	3.1
EV/EBITDA	49.8	25.1	7.1	9.0	6.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835