

业绩符合预期, 游戏+营销双引擎驱动高增长 买入 (维持)

2020 年 07 月 13 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	3,010	3,983	4,636
同比 (%)	77.3%	73.3%	32.3%	16.4%
归母净利润 (百万元)	345	1,204	924	1,124
同比 (%)	151.5%	249.2%	-23.3%	21.7%
每股收益 (元/股)	0.86	3.01	2.31	2.81
P/E (倍)	48.58	13.91	18.14	14.91

投资要点

■ 2020 年 7 月 11 日, 公司发布 2020 年半年度业绩预告。2020 年上半年, 公司预计实现归母净利润 7.62 亿元-8.32 亿元, 同比增长 440%-490%。扣除细胞公司投资收益的影响, 公司预计实现归母净利润 2.52 亿元-3.22 亿元, 同比增长 78.54%-128.54%; 其中 20Q2 公司实现归母净利润 1.08 亿元-1.78 亿元, 同比增长 22.73%-102.27%。公司业绩持续保持高速增长。

■ 公司游戏业务持续快速增长, 休闲游戏龙头地位进一步巩固: 公司 2019 年收购成蹊科技剩余股权, 并于年末并表大鱼竞技, 深耕休闲游戏领域。公司旗下游戏产品中, 捕鱼游戏产品丰富, 鱼丸平台与《姚记捕鱼》等产品表现出色; 自研 Bingo 游戏《Bingo Party》《Bingo Journey》在海外市场处于领先地位, 受益于海外疫情, 流水持续增长; 《小美斗地主》与字节跳动系深入合作, 春节期间曾排名 IOS 免费榜榜首, 游戏广告变现模式不断深化。随着国内疫情形势的好转, 公司扑克牌业务实现稳定发展, 收入与净利润实现增长。

■ 收购芦鸣科技剩余股权, 打造流量闭环: 芦鸣科技从事互联网广告营销行业, 以信息流广告买量为重点, 业务涵盖互联网营销全产业链。公司重量级产品《小美斗地主》在字节跳动系进行买量并获得广告收入, 而芦鸣科技在字节跳动系买量经验丰富、实力强劲。因此, 收购完成后, 双方业务有望实现深度协同, 提高公司买量效率, 形成围绕字节跳动的流量闭环, 推动公司游戏业务的进一步发展。此外, 芦鸣科技基于自身拥有的丰富客户资源及与字节跳动深入合作, 积极拓展短视频营销等业务, 持续较快发展, 2020/2021/2022/2023 年承诺实现扣非归母净利润 2700/3500/4000/4500 万元, 为公司业绩贡献一定增量。

■ 股权激励计划顺利实行, 增添长期发展动力: 公司顺利实行本年度期权激励计划, 向 82 名中层管理人员及业务与技术骨干授予期权 522 万份, 行权条件较为宽松。相比 2018 年的激励计划, 本次计划主要面向游戏业务团队, 聚焦于中层与核心骨干, 更能激发相关员工的积极性, 有助于提高公司经营管理效率并推动游戏业务进一步发展, 以较低的激励成本为公司长期发展增添动力。

■ 盈利预测与投资评级: 我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 30.10/39.83/46.36 亿元, 同比增长 73.3%/32.3%/16.4%, 归母净利润 12.04/9.24/11.24 亿元, 同比增长 249.2%/-23.3%/21.7%, 对应 PE 分别为 13.91/18.14/14.91。公司转型游戏成效显著, 在棋牌、捕鱼等细分领域竞争力较强, 广告变现稳步推进, 收购芦鸣科技协同效应明显, 形成流量闭环, 将进一步贡献业绩增量, 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; 竞争加剧风险; 商誉减值风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.89
一年最低/最高价	8.80/44.81
市净率(倍)	8.35
流通 A 股市值(百万元)	11352.11

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)	399.97
流通 A 股(百万股)	271.00

相关研究

- 1、《姚记科技 (002605): 收购芦鸣科技剩余 88% 股权, 围绕字节跳动形成流量闭环》2020-06-14
- 2、《姚记科技 (002605): A 股休闲游戏龙头, 业绩持续高速增长》2020-04-28
- 3、《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

姚记科技三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	873	1,380	2,185	2,700	营业收入	1,737	3,010	3,983	4,636
现金	505	457	1,322	1,238	减:营业成本	603	1,489	2,297	2,726
应收账款	152	249	282	380	营业税金及附加	15	44	60	67
存货	177	516	403	809	营业费用	341	391	478	510
其他流动资产	39	158	178	273	管理费用	115	196	223	232
非流动资产	2,148	3,122	3,637	4,195	财务费用	25	10	-16	-44
长期股权投资	294	886	1,016	1,166	资产减值损失	-19	-17	-30	-32
固定资产	374	482	710	907	加:投资净收益	-15	566	103	102
在建工程	36	134	193	210	其他收益	0	0	0	0
无形资产	275	308	307	300	营业利润	500	1,485	1,104	1,315
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	4,502	5,822	6,894	利润总额	500	1,487	1,105	1,316
流动负债	1,015	1,340	1,770	1,782	减:所得税费用	57	178	133	158
短期借款	455	455	0	0	少数股东损益	98	105	49	35
应付账款	77	265	89	366	归属母公司净利润	345	1,204	924	1,124
其他流动负债	483	620	1,681	1,416	EBIT	530	1,514	1,113	1,306
非流动负债	434	442	419	397	EBITDA	584	1,574	1,201	1,431
长期借款	100	108	85	62					
其他非流动负债	334	334	334	334					
负债合计	1,450	1,782	2,189	2,178	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	78	183	232	266	每股收益(元)	0.86	3.01	2.31	2.81
					每股净资产(元)	3.73	6.34	8.50	11.13
归属母公司股东权益	1,493	2,537	3,401	4,450	发行在外股份(百万 股)	400	400	400	400
负债和股东权益	3,021	4,502	5,822	6,894	ROIC(%)	19.4%	38.5%	25.5%	23.6%
					ROE(%)	28.2%	48.1%	26.8%	24.6%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	65.2%	50.5%	42.3%	41.2%
					销售净利率(%)	19.9%	40.0%	23.2%	24.2%
经营活动现金流	708	586	1,887	549	资产负债率(%)	48.0%	39.6%	37.6%	31.6%
投资活动现金流	-688	-469	-500	-581	收入增长率(%)	77.3%	73.3%	32.3%	16.4%
筹资活动现金流	121	-166	-521	-52	净利润增长率(%)	151.5%	249.2%	-23.3%	21.7%
现金净增加额	141	-49	865	-84	P/E	48.58	13.91	18.14	14.91
折旧和摊销	55	61	88	125	P/B	11.22	6.60	4.93	3.77
资本开支	72	411	286	208	EV/EBITDA	29.51	11.05	13.41	11.33
营运资本变动	146	-227	945	-589					

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>