

姚记科技 (002605.SZ)

“大娱乐”战略持续推进，“游戏+营销”共驱增长

2021年04月26日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

方光照 (分析师)

余倩莹 (联系人)

fangguangzhao@kysec.cn

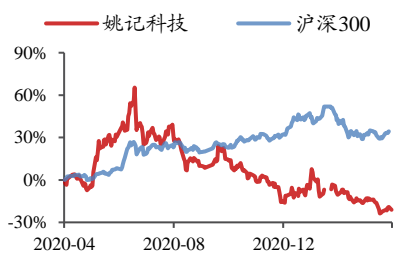
yuqianying@kysec.cn

证书编号: S0790520030004

证书编号: S0790120040010

日期	2021/4/26
当前股价(元)	21.72
一年最高最低(元)	46.00/20.74
总市值(亿元)	87.33
流通市值(亿元)	70.11
总股本(亿股)	4.02
流通股本(亿股)	3.23
近3个月换手率(%)	69.73

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-“线上+线下”娱乐双驱 2021Q1 业绩增长》-2021.3.30

《公司信息更新报告-2020 高增长兑现, 春节档及 2021Q1 游戏业务可期》-2021.1.24

《公司信息更新报告-三季报延续高增长, “游戏+短视频营销” 双轮驱动》-2020.10.30

● 传统主业与互联网“大娱乐”战略协同并进, 2020 年业绩增长亮眼

公司公布 2020 年年度报告, 2020 年实现营业收入 25.62 亿元, 同比增长 48%; 其中, 扑克牌业务实现营业收入 7.58 亿元, 同比增长 12%; 游戏业务实现营业收入 12.14 亿元, 同比增长 19%; 数字营销业务实现营业收入 4.78 亿元, 为 2020 年新并表业务。2020 年实现归母净利润 10.93 亿元, 同比增长 217%; 扣非后归母净利润 5.68 亿元, 同比增长 79%, 非经常性损益主要系细胞公司投资收益等。我们看好公司以互联网移动休闲游戏业务为重心, 并不断向互联网营销领域扩张, 开拓业绩增长空间。我们维持 2021-2022 并新增 2023 年盈利预测, 预测 2021-2023 年归母净利润分别为 8.09/10.52/12.05 亿元, 对应 EPS 分别为 2.01/2.62/3.00 元, 当前股价对应 PE 分别为 10.8/8.3/7.2 倍, 维持“买入”评级。

● 或因数字营销业务并表致毛利率下降, 销售费用率及研发费用率趋于稳定

公司 2020 年毛利率为 57.21%, 同比下降 8.04pcts, 主要系芦鸣科技并表所致, 其数字营销业务 2020 年毛利率为 9.56%; 销售费用率为 18.76%, 同比下降 0.86pcts, 公司销售费用由于游戏板块推广费用增加同比增长 41.05%至 4.81 亿元, 但增速不及收入增长; 研发费用率为 5.37%, 同比下降 0.97pcts, 公司研发费用由于游戏板块研发投入增加同比增长 25.03%至 1.38 亿元。我们认为, 公司重视研发创新能力提升, 并且已建立数个游戏工作室, 为后续发展提供动力。

● “游戏+短视频营销”双翼齐飞, 共驱业绩增长

游戏业务方面, 《指尖捕鱼》、《捕鱼炸翻天》、《Bingo Party》等核心产品流水持续高增长, 截至 2020 年末, 国内主要运营手游累计注册用户超 6500 万人, 微信小游戏累计注册用户超过 1 亿人; 海外游戏已发行至全球超过 100 个国家和地区, 累计注册用户超过 2000 万人。我们看好公司在国内外休闲游戏领域的研运一体实力, 已上线游戏将持续贡献稳定流水, 并通过拓展产品线贡献业绩增量。营销业务方面, 公司具备丰富的投放经验和广泛的媒体资源, 提高客户营销价值, 并立足星图第五代理商布局电商运营, 2021 年有望实现电商 GMV 快速增长。

● **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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,737	2,562	3,691	4,529	5,421
YOY(%)	84.0	47.5	44.1	22.7	19.7
归母净利润(百万元)	345	1,093	809	1,052	1,205
YOY(%)	165.9	217.1	-26.0	30.1	14.5
毛利率(%)	65.2	57.2	56.9	56.7	54.3
净利率(%)	19.9	42.7	21.9	23.2	22.2
ROE(%)	28.2	53.6	28.4	27.2	23.9
EPS(摊薄/元)	0.86	2.72	2.01	2.62	3.00
P/E(倍)	25.3	8.0	10.8	8.3	7.2
P/B(倍)	5.8	4.2	3.0	2.2	1.7

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	873	1300	1741	2835	4679
现金	505	659	924	1884	3481
应收票据及应收账款	152	251	330	383	470
其他应收款	12	26	28	38	42
预付账款	7	38	26	52	42
存货	177	271	378	423	590
其他流动资产	21	55	55	55	55
非流动资产	2148	2587	2152	1929	1746
长期投资	294	29	-31	-199	-368
固定资产	374	335	332	307	365
无形资产	275	74	32	27	-28
其他非流动资产	1204	2149	1819	1794	1776
资产总计	3021	3886	3894	4764	6425
流动负债	1015	1150	1528	1450	1950
短期借款	455	474	474	474	474
应付票据及应付账款	338	408	673	660	1025
其他流动负债	222	268	381	316	450
非流动负债	434	622	-587	-702	-756
长期借款	100	215	-725	-841	-895
其他非流动负债	334	407	138	138	138
负债合计	1450	1772	941	748	1193
少数股东权益	78	54	84	123	168
股本	400	402	402	402	402
资本公积	159	22	22	22	22
留存收益	958	1649	2487	3578	4828
归属母公司股东权益	1493	2060	2869	3893	5063
负债和股东权益	3021	3886	3894	4764	6425

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	708	526	1159	948	1525
净利润	443	1134	839	1091	1250
折旧摊销	55	57	131	111	119
财务费用	25	36	16	-16	-52
投资损失	15	-494	0	9	5
营运资金变动	146	-142	203	-211	252
其他经营现金流	25	-65	-30	-36	-48
投资活动现金流	-688	-32	332	140	108
资本支出	72	86	-374	-55	-14
长期投资	-383	-25	60	168	169
其他投资现金流	-1000	29	19	252	262
筹资活动现金流	121	-347	-1227	-127	-36
短期借款	69	19	0	0	0
长期借款	100	115	-941	-115	-54
普通股增加	2	2	0	0	0
资本公积增加	-510	-138	0	0	0
其他筹资现金流	460	-346	-286	-12	18
现金净增加额	141	140	264	960	1597

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1737	2562	3691	4529	5421
营业成本	603	1096	1589	1960	2478
营业税金及附加	15	32	46	57	68
营业费用	341	481	683	806	949
管理费用	115	150	203	226	271
研发费用	110	138	198	243	289
财务费用	25	36	16	-16	-52
资产减值损失	-19	-1	37	45	54
其他收益	13	17	14	15	15
公允价值变动收益	0	100	0	0	0
投资净收益	-15	494	0	-9	-5
资产处置收益	-1	80	30	36	48
营业利润	500	1313	962	1249	1423
营业外收入	1	0	0	2	10
营业外支出	1	6	2	3	4
利润总额	500	1307	959	1248	1429
所得税	57	173	121	157	180
净利润	443	1134	839	1091	1250
少数股东损益	98	41	30	39	45
归母净利润	345	1093	809	1052	1205
EBITDA	574	1387	1087	1319	1468
EPS(元)	0.86	2.72	2.01	2.62	3.00

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	84.0	47.5	44.1	22.7	19.7
营业利润(%)	124.9	162.8	-26.7	29.9	13.9
归属于母公司净利润(%)	165.9	217.1	-26.0	30.1	14.5
获利能力					
毛利率(%)	65.2	57.2	56.9	56.7	54.3
净利率(%)	19.9	42.7	21.9	23.2	22.2
ROE(%)	28.2	53.6	28.4	27.2	23.9
ROIC(%)	19.1	37.7	31.4	29.6	25.2
偿债能力					
资产负债率(%)	48.0	45.6	24.2	15.7	18.6
净负债比率(%)	26.4	16.3	-38.3	-55.0	-73.7
流动比率	0.9	1.1	1.1	2.0	2.4
速动比率	0.7	0.8	0.8	1.6	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	13.1	12.7	12.7	12.7	12.7
应付账款周转率	2.4	2.9	2.9	2.9	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	2.72	2.01	2.62	3.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	1.31	2.88	2.36	3.79
每股净资产(最新摊薄)	3.71	5.12	7.13	9.68	12.59
估值比率					
P/E	25.3	8.0	10.8	8.3	7.2
P/B	5.8	4.2	3.0	2.2	1.7
EV/EBITDA	16.1	6.6	7.1	5.0	3.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn