

2021年08月30日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

## 2021 中报点评: 扑克牌业务高增长, 创新营 销业务并表引领公司增长

买入 (维持)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,562	4,996	5,970	6,932
同比 (%)	47.5%	95.0%	19.5%	16.1%
归母净利润 (百万元)	1,093	836	990	1,128
同比 (%)	217.1%	-23.5%	18.3%	14.0%
每股收益 (元/股)	2.72	2.08	2.46	2.81
P/E (倍)	6.32	8.27	6.99	6.13

### 投资要点

- 姚记科技 2021H1 实现收入 19.95 亿元, 同比增长 95.84%, 实现归母净利润 3.67 亿元, 同比下滑 54.15%, 归母净利润大幅下滑主要源于 2020H1 投资细胞公司产生的投资收益所造成的高基数效应。公司实现扣非归母净利润 3.27 亿元, 同比增长 17.19%。公司 2021Q2 实现收入 10.14 亿, 同比增长 109.36%, 扣非归母净利润 1.44 亿, 同比增长 7.18%。公司中报收入和利润均符合此前业绩快报披露的业绩预期。
- 扑克牌业务同比高增长, 品牌和渠道优势显著。扑克牌业务在 2021H1 营业收入达 5.23 亿元, 同比增速高达 39.62%。公司凭借良好的生产技术、营销渠道、研发能力、生产效率以及内部管理制度, 继续保持了市场的龙头地位, 且逐渐扩大市场份额。
- 游戏渠道精细化管理, 成为公司业务发展基本盘。2021 年公司游戏业务毛利率持续提升, 营收同比增长 9.76%, 而营业成本同比降低 34.27%。主要按销售额付费的渠道游戏用户减少引起的营业成本的降低, 导致归母净利润快速增长。国内目前主要运营的手游产品, 累计注册用户超 7,000 万人; 微信小游戏产品, 累计注册用户超过 1.86 亿人, 报告期内, 公司旗下游戏子公司获得快应用新锐小游戏奖。海外游戏产品已发行至全球超过 100 个国家和地区, 累计注册用户超过 2,500 万人, 多次取得 Google Play 全球推荐。
- 挖掘在线经济, 创新营销业务实现快速发展。公司 2020 年收购了参股公司芦鸣科技的剩余 88% 股权。公司在创新营销业务上实现突破性发展, 创新营销事业具备行业领先的短视频制作团队, 自建了丰富多样的拍摄场景, 将进一步挖掘数据分析、效果优化、短视频内容生产、内容营销的互联网营销全链条产业价值。2021 年 H1 芦鸣科技公司的扣非净利润为 1,128.09 万元。芦鸣科技公司原股东承诺于 2021 年、2022 年和 2023 年实现的净利润分别不低于 3,500 万元、4,000 万元和 4,500 万元, 预计 2021H2 将实现翻倍增长。
- 盈利预测与投资评级: 因对公司利润贡献最大的游戏业务增速出现下行, 我们将 2021-2023 年收入由 50.33、60.16 和 69.87 亿元下调至 49.96、59.70 和 69.32 亿元; 但受到游戏渠道成本逐渐下行的影响, 我们将 2021-2023 年 EPS 由 1.86、2.20 和 2.5 元上调至 2.08、2.46 和 2.81 元, 对应 PE 分别为 8.27/6.99/6.13 倍。公司休闲游戏龙头地位, 创新营销业务发力, 业绩稳步增长, 估值处于底部区间, 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, 竞争加剧风险, 商誉减值风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.29
一年最低/最高价	20.74/46.00
市净率(倍)	4.35
流通 A 股市值(百万元)	7195.23

### 基础数据

每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	45.60
总股本(百万股)	402.06
流通 A 股(百万股)	322.80

### 相关研究

- 1、《姚记科技 (002605): 买量加大导致利润短期承压, 放眼长远休闲游戏领域竞争优势不断增强》2020-10-30
- 2、《姚记科技 (002605): 业绩符合预期, 并表大鱼竞技, 业绩增长又添新引擎》2020-08-26
- 3、《姚记科技 (002605): 业绩符合预期, 游戏+营销双引擎驱动高增长》2020-07-13

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1,300	1,979	2,424	3,333	<b>营业收入</b>	<b>2,562</b>	<b>4,996</b>	<b>5,970</b>	<b>6,932</b>
现金	659	846	1,052	1,690	减:营业成本	1,096	3,090	3,754	4,417
应收账款	251	582	745	886	营业税金及附加	32	72	82	86
存货	271	347	404	480	营业费用	481	550	657	763
其他流动资产	119	204	223	276	管理费用	288	475	567	659
<b>非流动资产</b>	2,587	3,146	3,598	4,330	研发费用	138	250	299	347
长期股权投资	29	117	206	294	财务费用	36	5	-22	-31
固定资产	335	464	584	681	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	47	218	244	239	加:投资净收益	494	116	147	186
无形资产	74	246	247	248	其他收益	17	33	39	46
其他非流动资产	2,101	2,102	2,317	2,868	资产处置收益	80	23	28	32
<b>资产总计</b>	<b>3,886</b>	<b>5,125</b>	<b>6,022</b>	<b>7,662</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,313</b>	<b>1,001</b>	<b>1,178</b>	<b>1,342</b>
<b>流动负债</b>	1,150	1,549	1,516	2,079	加:营业外净收支	-6	-1	-2	-2
短期借款	474	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,307</b>	<b>1,000</b>	<b>1,176</b>	<b>1,340</b>
应付账款	408	880	752	1,211	减:所得税费用	173	132	150	170
其他流动负债	268	669	764	868	少数股东损益	41	31	37	42
<b>非流动负债</b>	622	595	558	531	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,093</b>	<b>836</b>	<b>990</b>	<b>1,128</b>
长期借款	215	183	148	121	EBIT	1,330	998	1,153	1,303
其他非流动负债	407	412	410	410	EBITDA	1,387	1,056	1,232	1,403
<b>负债合计</b>	1,772	2,144	2,074	2,610	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	54	85	122	164	每股收益(元)	2.72	2.08	2.46	2.81
归属母公司股东权益	2,060	2,896	3,825	4,888	每股净资产(元)	5.12	7.20	9.51	12.16
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,886</b>	<b>5,125</b>	<b>6,022</b>	<b>7,662</b>	发行在外股份(百万股)	402	402	402	402
					ROIC(%)	72.8%	52.6%	49.6%	63.4%
					ROE(%)	53.6%	29.1%	26.0%	23.2%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>									
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	57.2%	38.2%	37.1%	36.3%
经营活动现金流	526	1,147	603	1,269	销售净利率(%)	42.7%	16.7%	16.6%	16.3%
投资活动现金流	-32	-454	-324	-575	资产负债率(%)	45.6%	41.8%	34.4%	34.1%
筹资活动现金流	-347	-505	-73	-56	收入增长率(%)	47.5%	95.0%	19.5%	16.1%
现金净增加额	140	187	206	638	净利润增长率(%)	156.1%	-23.5%	18.3%	14.0%
折旧和摊销	57	58	79	100	P/E	6.32	8.27	6.99	6.13
资本开支	86	472	148	93	P/B	3.36	2.39	1.81	1.41
营运资本变动	-142	380	-274	287	EV/EBITDA	5.27	6.30	5.24	4.16

数据来源: WIND 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>