

# 姚记科技 (002605)

证券研究报告

2022年01月14日

## 国内成长持续，海外业务可期，站在新的成长曲线

**实现从传统主业到互联网方向的业务转型。**姚记科技作为中国扑克行业的龙头企业，近年积极寻求线上转型。自2018年起，公司通过收购陆续布局移动游戏、数字营销两大领域，成功打造新增长引擎，2021年H1，收入端游戏、数字营销、扑克牌“三驾马车”齐发力，三项业务收入占比分别为32.07%/40.28%/26.22%，毛利润占比分别为76.68%/4.91%/16.40%，游戏贡献主要利润，过去3年持续健康成长。

**移动游戏业务：国内捕鱼游戏稳定增长，海外 Bingo 游戏空间可期。**公司通过收购成蹊科技、大鱼竞技，全面布局国内捕鱼棋牌类、海外 Bingo 类游戏板块，近年来大规模扩招游戏研发人员，20年达687人(+126.73%)。1)国内捕鱼类游戏榜单成绩亮眼，贡献89%的游戏营收。作为捕鱼类头部运营商，成蹊科技流量优势明显，盈利能力出色。截至2021年上半年，公司手游累计用户已超7000万人，旗下产品《指尖捕鱼-欢乐捕鱼游戏大作战》位列IOS 21年上半年分区收入榜单第三，此外，《姚记捕鱼3D》已于21年底上线，产品迭代延长生命周期；2)海外 Bingo 游戏具有强吸金、长生命周期特征，大鱼竞技凭借极强的自研能力和产品长线运营能力，旗下核心产品《Bingo Party》上线一年营收稳居 Bingo 品类全球前3，未来公司通过 Bingo、Solitaire 等板块的新产品落地有望打开海外游戏成长空间。

**数字营销业务：凭借芦鸣科技深耕短视频营销赛道。**2019年，公司收购芦鸣科技，打造以字节跳动系信息流广告营销为核心，内容营销为辅的一站式专业营销业务，其客户多为各行业头部公司。2020年芦鸣科技完成全资收购，业绩全面并表，当年实现营收超过12亿元。短视频营销是未来重要战略发展方向，姚记凭借年轻团队对营销行业的专业、深入理解，有望获得外部客户快速积累实现业绩增长。

**扑克牌业务：龙头地位牢固，优化产能布局。**公司自2015年来以自动化生产、产能扩张、启东基地计划打造综合产业园等多项措施，推动扑克牌业务降本增效。2020年，公司顺利完成了上海、浙江万盛达基地产能向启东基地的转移。2021年公司发布可转债预案，拟募集资金总额不超过8.23亿元，其中5.83亿元用于投资年产6亿副扑克牌生产基地建设项目，产能布局优化夯实龙头地位。

**投资建议：**我们预测公司2021-2023年收入分别为39.35/52.44/65.04亿元，同比增长53.6%/33.3%/24%，净利润分别为5.66/6.81/8.30亿元，同比增长-48.2%/20.3%/21.9%。对应1月13日收盘价PE分别为20.9/17.4/14.3。考虑到公司持续的成长性，以及元宇宙时代区块链新兴技术对公司国内海外业务的拓展性可能，给予PE 27倍，则对应公司市值为185.0亿元，对应目标价45.8元/股。

**风险提示：**政策监管风险；平台方合作政策变化风险；营销发展不及预期；核心业务成本风险；多领域布局管理风险；近期股价出现异动。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,736.60	2,561.90	3,935.24	5,244.04	6,503.80
增长率(%)	84.02	47.52	53.61	33.26	24.02
EBITDA(百万元)	719.44	1,447.56	861.17	957.28	1,126.22
净利润(百万元)	344.84	1,093.36	566.14	680.85	830.14
增长率(%)	165.85	217.06	(48.22)	20.26	21.93
EPS(元/股)	0.85	2.70	1.40	1.68	2.05
市盈率(P/E)	34.31	10.82	20.90	17.38	14.25
市净率(P/B)	7.92	5.74	4.75	4.01	3.33
市销率(P/S)	6.81	4.62	3.01	2.26	1.82
EV/EBITDA	10.84	6.31	12.22	10.02	8.52

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	29.25元
目标价格	45.8元

### 基本数据

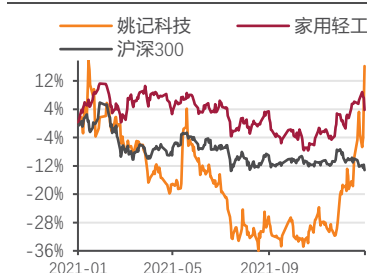
A股总股本(百万股)	404.47
流通A股本(百万股)	325.47
A股总市值(百万元)	11,830.88
流通A股市值(百万元)	9,519.92
每股净资产(元)	5.80
资产负债率(%)	39.57
一年内最高/最低(元)	30.40/16.07

### 作者

**文浩** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

**范张翔** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518080004  
fanzhangxiang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 姚记科技：扑克牌龙头向互联网领域扩张	4
1.1. 把握时代潮流，加快推进公司转型	4
1.2. 家族企业，股权结构稳定	4
1.3. 股权激励提振员工积极性	5
1.4. 收入端游戏、数字营销、扑克牌“三驾马车”齐发力，利润端游戏占主	6
2. 游戏、扑克牌、数字营销三大业务优势互补、齐头并进	7
2.1. 加强研发创新，移动游戏业务实现国内海外市场稳定增长	7
2.1.1. 国内移动游戏市场增速减缓，成蹊科技飞速发展	7
2.1.2. 布局 Bingo 类游戏头部公司大鱼竞技，海外博彩游戏市场空间可期	9
2.1.3. 扩充研发人员，布局精品游戏	10
2.2. 布局数字营销板块，实现在线营销高速发展	11
2.2.1. 互联网短视频行业进一步发展，电商直播带货成为重要渠道	11
2.2.2. 全资收购芦鸣科技，完成信息流广告+内容营销的全链路布局	11
2.3. 传统扑克牌主业龙头地位牢固，优化产能布局	12
3. 财务分析	13
4. 盈利预测、估值与投资建议	15
5. 风险提示	16

## 图表目录

图 1：公司历史沿革	4
图 2：公司实际控制人股权关系	5
图 3：公司 2016-2021 年 H1 收入（亿元）结构	6
图 4：公司 2016-2021 年 H1 毛利润（亿元）结构	6
图 9：姚记科技业务架构	7
图 6：2018-2021H1 公司游戏业务营业收入及增速（亿元）	7
图 7：2020 年游戏子公司收入（亿元）	7
图 8：2016-2025 中国内地移动休闲游戏市场规模(按收入计)	8
图 9：国内收入排名前 100 移动游戏产品类型收入占比	8
图 10：2018-2021H1 成蹊科技业务收入（业绩贡献）（亿元）	8
图 11：14-21 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率	9
图 12：中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入占比	9
图 13：Casino 游戏市场结构	9
图 14：2020 年度全球手游收入榜	9
图 15：姚记 Bingo 游戏	10
图 16：研发费用及费用率	10
图 17：研发人员数量及占比	10

图 18: 2017-2021 年中国市场互联网广告总体收入 (亿元) .....	11
图 19: 2019-2020 年广告形式收入占比对比.....	11
图 20: 2020-2021H1 公司数字营销业务收入及增长率 .....	12
图 21: 2014-2021 扑克牌营业收入及增速 (亿元) .....	12
图 22: 姚记科技 2016-2020 年营业收入及增速 .....	13
图 23: 姚记科技 2016-2020 年归母净利润及增速 .....	13
图 24: 姚记科技 2016-2020 年毛利率与净利率 .....	13
图 25: 姚记科技 2016-2020 年分业务毛利率 .....	13
图 26: 姚记科技 2016-2020 年费用率 .....	14
图 27: 姚记科技 2016-2020 年经营活动现金流情况 .....	14
表 1: 截至 2021 三季报公司十大股东明细 .....	5
表 2: 股票期权行权期及各期行权时间安排 .....	5
表 3: 2020-2022 年净利润增长率 (基于 2019 年) 及净利润 .....	6
表 4: 成蹊科技主要游戏产品概览 .....	8
表 5: 15 家可比公司 Wind 一致预期 PE 估值 .....	15
表 6: 营收预测 (亿元) .....	15

## 1. 姚记科技：扑克牌龙头向互联网领域扩张

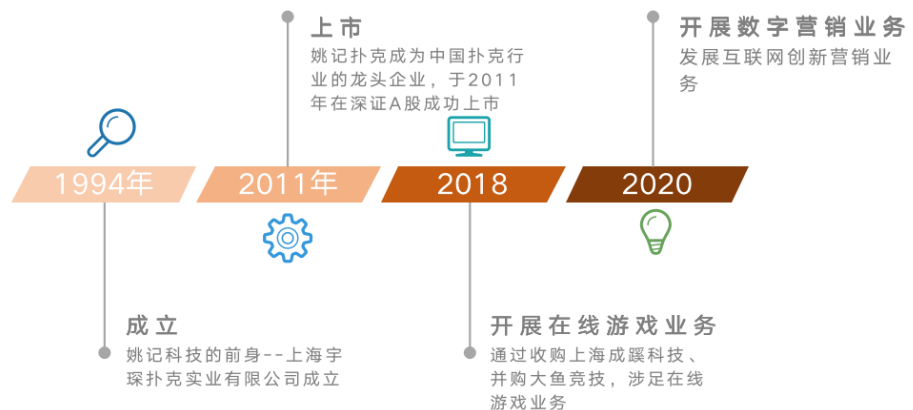
姚记科技作为中国扑克行业的龙头企业，实现了从传统主业到互联网移动游戏方向的业务转型，并不断向互联网领域，扩张文化娱乐平台建设。公司在扑克行业继续深耕的同时，为抵抗互联网行业的发展对传统纸牌行业造成的冲击，自 2018 年起通过投资、收购等方式涉足移动游戏业务，逐步实现业务重心转移。公司自 2020 年起发展互联网创新营销业务，通过广告客户收入和媒体流量采买成本的价差获取利润，在竞争激烈的市场中培养了一批行业头部矩阵客户。

### 1.1. 把握时代潮流，加快推进公司转型

自 2011 年上市至今，公司陆续完成了对轻度游戏的转型及布局（收购上海成蹊科技和并购大鱼竞技）、立足“大健康、大娱乐”发展战略完善多元化布局并积极构建产业链，不断向互联网领域扩张，转型为互联网及相关服务行业的公司。

**传统扑克牌业务发展速度稳定，布局“健康+体育竞技”产业。**因为受到移动游戏冲击，再加上消费者娱乐方式发生变化等影响，公司主营业务扑克牌销量空间有限。因此，公司在持续发展扑克牌业务的同时，围绕“大健康”、“大娱乐”的战略方向转型升级。2014 年，公司对中国细胞治疗全产业链的领军企业上海细胞资料集团有限公司（简称为“细胞集团”）进行投资。目前持有细胞集团 11.45% 的股份，为公司的第三大股东。2021 年 3 月，细胞集团完成 D1 轮近 5 亿元人民币融资，对应估值 69 亿人民币。后续公司有望继续受益于细胞集团的公允价值变动增值。

图 1：公司历史沿革

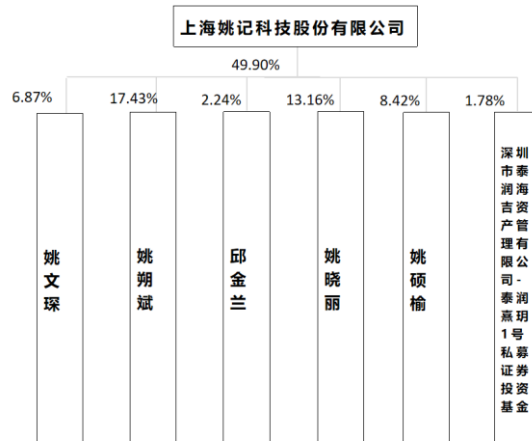


资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 家族企业，股权结构稳定

姚记科技为家族企业，其控股股东暨实际控制人为姚文琛先生及配偶邱金兰女士、长子姚朔斌先生、次子姚硕榆先生、女儿姚晓丽女士。截至 2021 年第三季度，家族总共持股 49.90%，股权结构稳定。

图 2：公司实际控制人股权关系



资料来源：巨潮资讯，天风证券研究所

表 1：截至 2021 三季报公司十大股东明细

股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例
姚翊斌	7050.23	17.43%
姚晓丽	5322.44	13.16%
姚硕榆	3405.23	8.42%
姚文琛	2779.88	6.87%
邱金兰	905.89	2.24%
上海迎水投资管理有限公司-迎水翡翠 17 号私募证券投资基金	733.85	1.81%
上海迎水投资管理有限公司-迎水翡翠 18 号私募证券投资基金	733.85	1.81%
深圳市泰润海吉资产管理有限公司-泰润熹玥 1 号私募证券投资基金	720.00	1.78%
珠海阿巴马资产管理有限公司-阿巴马悦享红利 28 号私募证券投资基金	692.94	1.71%
广州市玄元投资管理有限公司-玄元科新 241 号私募证券投资基金	662.79	1.64%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 股权激励提振员工积极性

为激励员工，提升工作积极性，公司于 2020 年 8 月 14 日审议通过的 2020 年第二期股票期权激励计划，向 53 名符合条件的公司中层管理人员及核心技术骨干授予股票期权 309.5 万份，自授予日起 48 个月分三期行权，每份期权的行权价格为 34.28 元（据 2021 年 8 月 30 日公告调整）。股票期权授予登记完成日为 2020 年 8 月 20 日，授予的期权行权期及各期行权时间安排如下表。

表 2：股票期权行权期及各期行权时间安排

行权安排	行权时间	行权比例
第一个行权期	自股票期权授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至股票期权授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个行权期	自股票期权授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至股票期权授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自股票期权授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至股票期权授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司的股权激励行权条件为完成社会效益指标、经济效益指标和个人绩效指标，其中经济效益指标以 2019 年度财务数据为基准，具体为：2020-2022 年，相比 2019 年净利润增长率分别不低于 20%/40%/60%，即 2020-2022 年净利润分别达到 5.32/6.20/7.09 亿元。公司 2020 年实现净利润 11.34 亿，已经达到第一期行权条件，考虑到公司主业稳健、海外业务推进顺利，后续大概率可以达成行权条件。

表 3： 2020-2022 年净利润增长率（基于 2019 年）及净利润

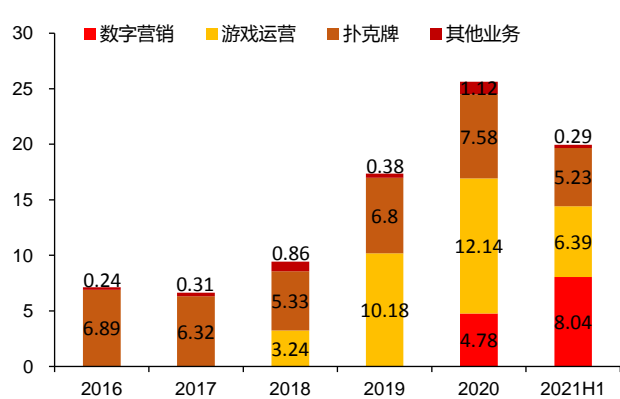
年份	净利润增长率(基于 2019 年)	行权要求净利润 (亿元)	实际完成净利润 (亿元)
2020	20%	5.32	11.34
2021	40%	6.20	-
2022	60%	7.09	-

资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 1.4. 收入端游戏、数字营销、扑克牌“三驾马车”齐发力，利润端游戏占主

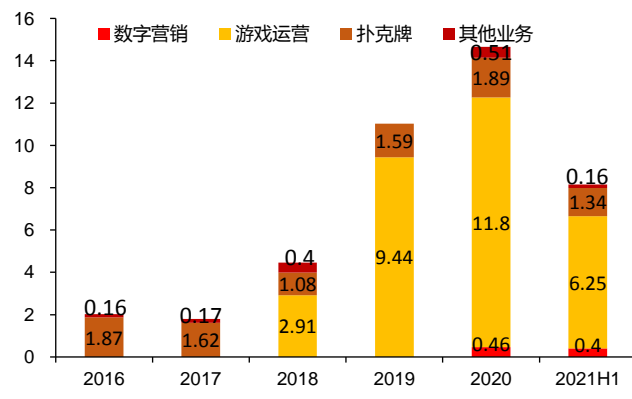
公司成立初期以传统的扑克牌业务起家，2018 年起，公司开始布局游戏运营，当年公司游戏收入占比达到总收入 34.37%，次年收入占比超过 50%。2018 年至 2020 年，公司游戏运营业务收入逐步增加至 12.14 亿元，复合增速达 93.44%。2021 年 H1，公司游戏业务/数字营销/扑克牌三项业务收入占比分别为 32.07%/40.28%/26.22%，毛利润占比分别为 76.68%/4.91%/16.40%。

图 3：公司 2016-2021 年 H1 收入（亿元）结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司 2016-2021 年 H1 毛利润（亿元）结构

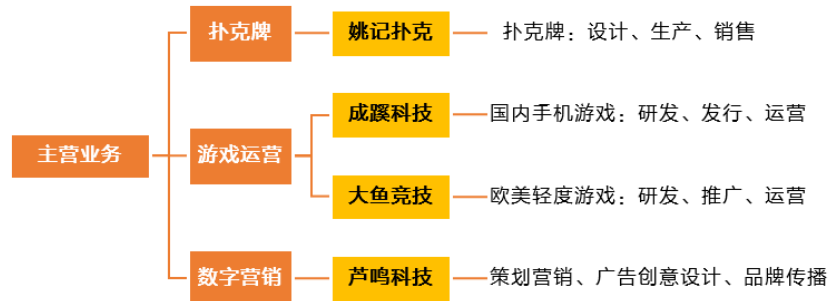


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 游戏、扑克牌、数字营销三大业务优势互补、齐头并进

公司聚焦互联网移动游戏研发运营、扑克牌生产销售，以及互联网创新营销业务三大业务，基于传统主业围绕大健康、“大娱乐”的战略方向，以游戏运营为主要收入，合理配置公司资源，完善多元化布局，积极构建产业链，推进研发创新为后续可持续发展提供动力。

图 5：姚记科技业务架构

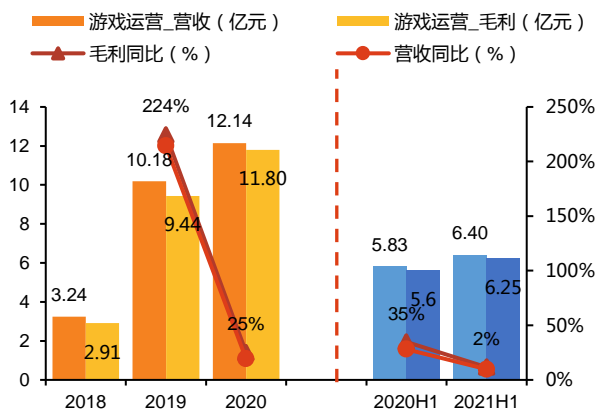


资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2.1. 加强研发创新，移动游戏业务实现国内海外市场稳定增长

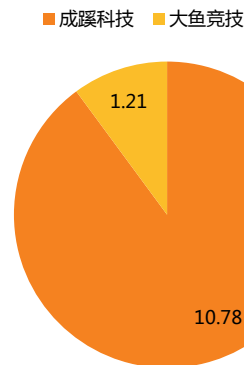
姚记科技游戏业务主要为移动游戏的研发和运营，深耕休闲益智类细分市场，奉行“聚焦精品、研运一体化”原则，致力于打造国内游戏事业和海外游戏事业两大板块。公司在做精做强扑克牌业务的同时，主动适应互联网行业的发展以及国内外消费者娱乐方式的变化，基于传统主业扑克牌和互联网文娱平台的联动性，不断向棋牌类移动游戏方向扩张。2018年公司通过收购成蹊科技布局捕鱼类游戏，89%游戏营业收入由成蹊科技贡献。

图 6：2018-2021H1 公司游戏业务营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2020 年游戏子公司收入（亿元）

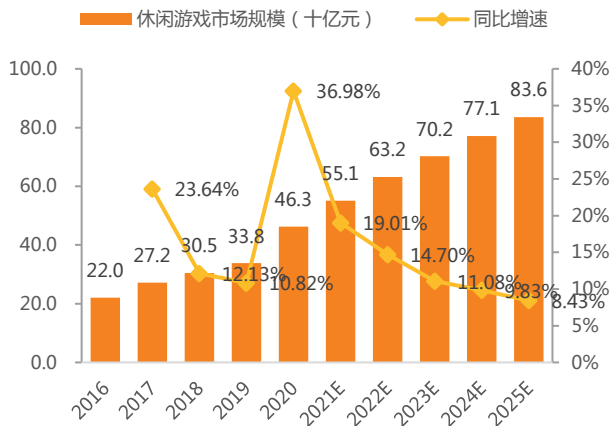


资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 2.1.1. 国内移动游戏市场增速减缓，成蹊科技飞速发展

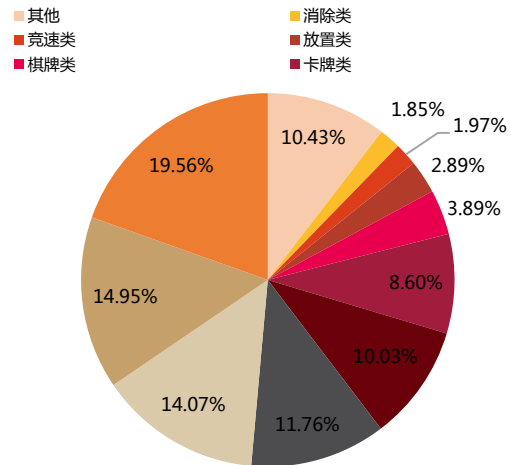
**互联网休闲类游戏盈利能力处于较高水平。**2020 年中国内地移动休闲游戏市场规模达 463 亿元，2016-2020 年 CAGR 达到 20.45%。根据沙利文预测，2021-2025 年休闲娱乐市场还会保持 10.98% 复合增长，预计 2025 年市场规模将超过 830 亿元。下载量方面，根据 App Annie 数据，2020 年全年中国休闲游戏下载量突破 10 亿次，占总体游戏下载量的 59.9%，与全球休闲游戏下载量占比 78% 相比仍存在一定差距。

图 8：2016-2025 中国内地移动休闲游戏市场规模(按收入计)



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 9：国内收入排名前 100 移动游戏产品类型收入占比



资料来源：《2021 年中国游戏产业报告》，天风证券研究所

**成蹊科技为休闲游戏行业里捕鱼棋牌类头部运营商，目前布局捕鱼、棋牌、消除类游戏。**姚记科技于 2018 年 4 月和 2019 年 3 月分两步收购成蹊科技，成蹊科技成立于 2013 年，是国内领先的休闲游戏开发、运营公司之一，深耕捕鱼行业，拥有包括《鱼丸游戏》平台、《姚记捕鱼》、《指间捕鱼》、《捕鱼炸翻天》、等休闲游戏单品，每日活跃用户近百万人，累计用户超 3000 万人，业绩增长迅速，盈利能力出色，在 IOS2021 年上半年娱乐区收入排行榜中，旗下公司产品《指尖捕鱼-欢乐捕鱼游戏大作战》共计收入 513 万美元，位列分区榜单第三。2020 年春节期间内由成蹊科技研发、字节跳动独代的《小美斗地主》在 IOS 游戏免费榜排名第一，初步建立棋牌市场基础。在捕鱼、棋牌类（斗地主）游戏品类下，公司同时加大对 H5 游戏、微信小程序游戏的研发力度，完善产品矩阵。截至 2021 年上半年，公司手游产品的累计注册用户超 7000 万人，微信小游戏产品的累计注册用户超 1.86 亿人。

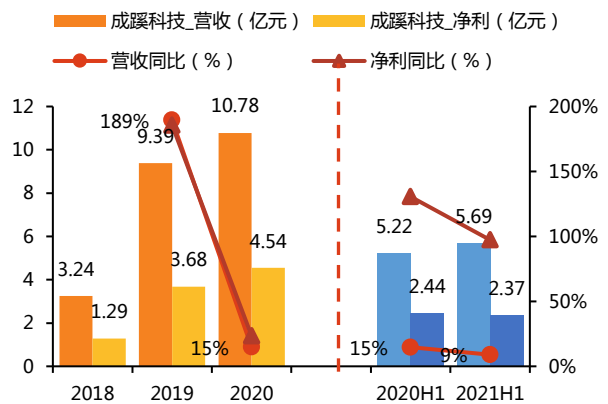
自 2018 年 4 月收购以来，子公司成蹊科技营收业绩增长迅速，2018-2020 年均超额完成业绩承诺。2020 年成蹊科技实现营收 10.78 亿元，净利 4.54 亿元，同比均实现不低于 15% 的增长。2021H1 营收达 5.69 亿元，同比增长 9%，上半年净利为 2.37 亿元，较去年同期小幅下降。

表 4：成蹊科技主要游戏产品概览

游戏名称	游戏类别	发行平台
捕鱼大侠	捕鱼类游戏	ANDROID
姚记捕鱼	捕鱼类游戏	ANDROID
鱼丸捕鱼大作战	捕鱼类游戏	ANDROID
鱼丸深海狂鲨	捕鱼类游戏	ANDROID
指尖捕鱼	捕鱼类游戏	ANDROID
捕鱼炸翻天	捕鱼类游戏	ANDROID
街机斗地主	棋牌类游戏	ANDROID
小美斗地主	棋牌类游戏	IOS, 抖音
火爆连连消	消除类游戏	ANDROID

资料来源：成蹊科技官方网站，天风证券研究所

图 10：2018-2021H1 成蹊科技业务收入（业绩贡献）（亿元）



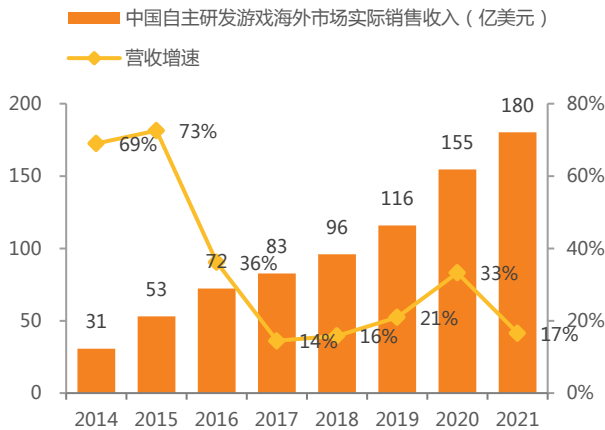
资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 2.1.2. 布局 Bingo 类游戏头部公司大鱼竞技，海外博彩游戏市场空间可期

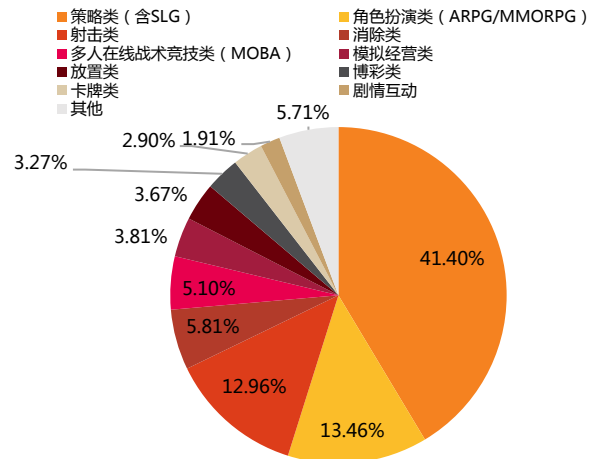
长期来看中国游戏出海份额稳定上升，成为中小型游戏公司发展的主要策略。2021 年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 180.13 亿美元，同比增长 16.59%，由于 2020 年新冠疫情下全球宅经济的激增效应逐渐减弱，增速同比下降约 17%。但是，从近五年的平均增长幅度来看，我国游戏出海份额呈现稳定上升态势，出海游戏在用户下载量、使用时长和用户付费三个方面均保持持续性增长。从占比来看，博彩类、卡牌类收入占比分别为 3.27%、2.9%。

图 11: 14-21 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率



资料来源:《2021 年中国游戏产业报告》，天风证券研究所

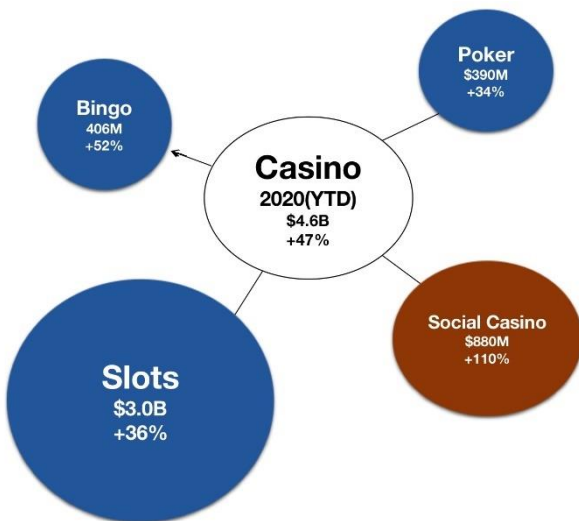
图 12: 中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入占比



资料来源:《2021 年中国游戏产业报告》，天风证券研究所

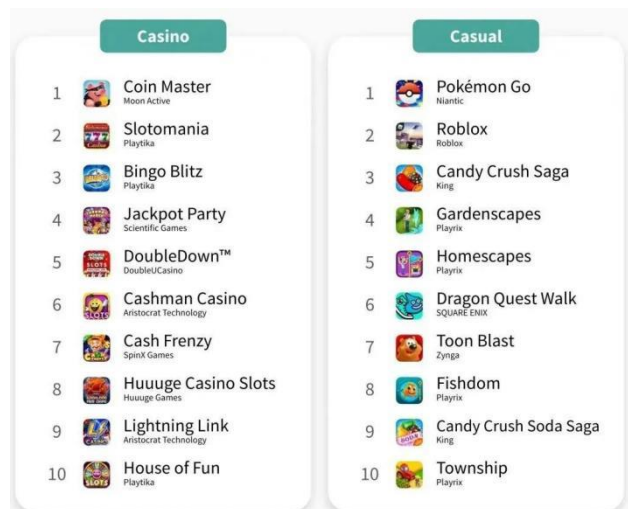
宾果游戏生命周期较长，长线经营具备较强盈利能力。行业分析网站 Deconstructor of Fun 的文章指出，2020 年宾果游戏的 IAP 收入在 4.06 亿美元左右，在博彩游戏四大类别中排第 3，同比增长了 52%。具体到单款游戏，根据 SensorTower 发布的 2020 年度全球手游收入榜，以色列厂商 Playtika 旗下的《Bingo Blitz》在 Casino 类别中排名第三，在美国、欧洲地区也都进入了收入榜前十。《Bingo Blitz》于 2012 年上线的游戏，运营近 10 年仍然维持在头部，一定程度上也说明了宾果品类头部游戏生命周期长、吸金能力强的特点。

图 13: Casino 游戏市场结构



资料来源: Deconstructor of Fun, 天风证券研究所

图 14: 2020 年度全球手游收入榜



资料来源: SensorTower, 天风证券研究所

公司通过并购大鱼竞技，布局海外 bingo 等休闲游戏品类。公司在 2019 年直接收购与控

股子公司持有大鱼竞技 51%股权，于 2020 年收购大鱼竞技剩余 49%股份。目前公司直接持有大鱼竞技 75%股权，控股子公司万盛达持有大鱼竞技 25%股权，渐进式完善了公司产业转型升级。大鱼竞技成立于 2016 年，专注于欧美 Bingo 品类游戏的研发、推广和运营。公司的主要产品有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》等，在包括 App Store, Facebook 和 Google Play 等平台运营。其中，《Bingo Party》已发行至全球超过 100 个国家和地区，累计注册用户超过 2500 万人，多次取得 Google Play 全球推荐，在全球范围内具有极强的竞争力。成功收购大鱼竞技后，姚记科技实现了国内海外游戏市场双布局，并提升了公司综合竞争力和盈利能力。大鱼竞技 2020 年实现营收 1.21 亿元，净利 0.77 亿元，同比增速分别为 53%、30%，完成 2020 年度 7000 万元的业绩承诺。

**对标龙头 Playtika，大鱼竞技在海外市场后续发展强劲。**目前在海外 Bingo 市场排名第一的移动社交宾果游戏是 Playtika 旗下的《Bingo Blitz》于 2012 年上线，目前在 Facebook, iOS, Android, Amazon 均稳定运营。而 2017 年 8 月，大鱼竞技的第一个核心产品《Bingo Party》上线，仅用了一年时间就在 Bingo 品类下营收稳定在全球前三，并持续进入国内出海休闲竞技类游戏单品排名榜单。基于此表现，背靠公司的自研发的运营平台和研发支持，未来公司通过 Bingo、Solitaire 等板块的新产品落地有望打开海外游戏成长空间。

图 15：姚记 Bingo 游戏

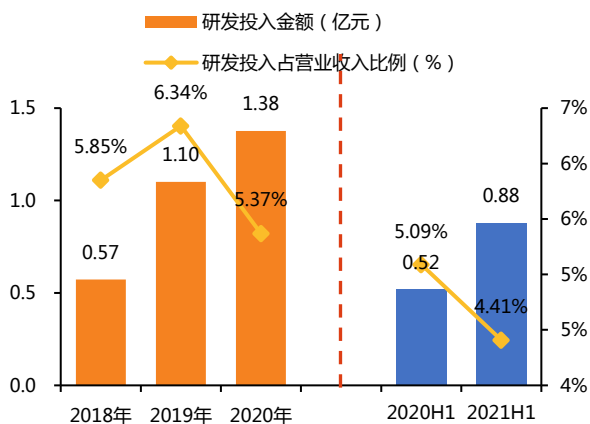


资料来源：大鱼竞技官网，天风证券研究所

### 2.1.3. 扩充研发人员，布局精品游戏

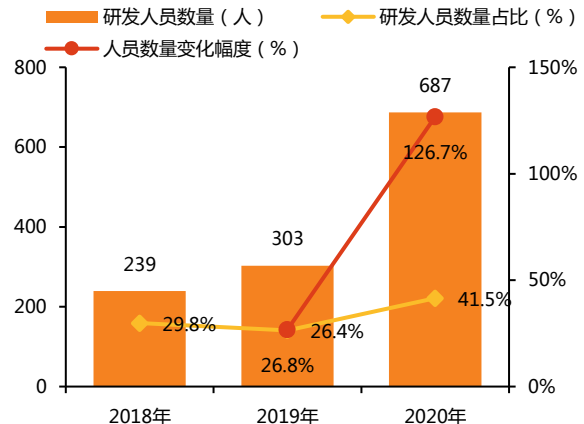
**专注研发团队建设，推进股权激励巩固人才支持。**公司重视对研发团队的投入，组建多个游戏项目组，提升和优化各业务产品线，对团队制作精品游戏的能力提出新的需求。2018 年起，姚记科技公司开始实施股权期权激励计划，主要针对公司中层以上管理层、核心技术、业务骨干等。2020 年，公司大规模扩招游戏研发人员，公司研发人员累积达到 687 人，同比增长 126.73%，人均创收约 176 万元，人均创利约 172 万元。

图 16：研发费用及费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

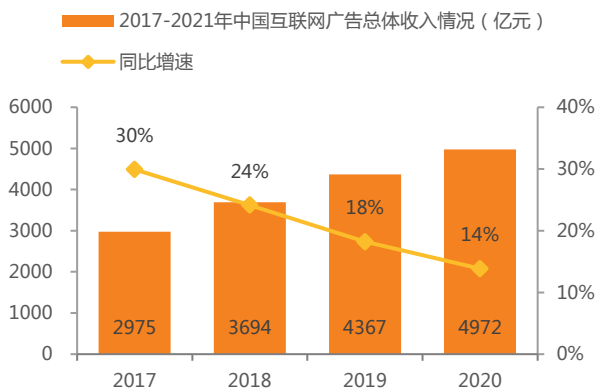
## 2.2. 布局数字营销板块，实现在线营销高速发展

### 2.2.1. 互联网短视频行业进一步发展，电商直播带货成为重要渠道

**互联网广告维持增长态势，为实体经济复苏保驾护航。**2020年，我国的互联网营销发展为抗击疫情、恢复生产、拉动实体经济提供了基础保障。根据中关村互动营销实验室发布的《2020 中国互联网广告数据报告》，互联网广告收入维持了 13.85% 的增长态势。从媒介平台来看，2020 年视频平台收入 903.53 亿元，同比增长 64.91%，其中短视频广告增幅达 106%。以此来看，即便 2021 年增速放缓，短视频广告市场发展依旧可观。其中，约 64% 的份额被三家头部公司占据（阿里巴巴、字节跳动、腾讯）。

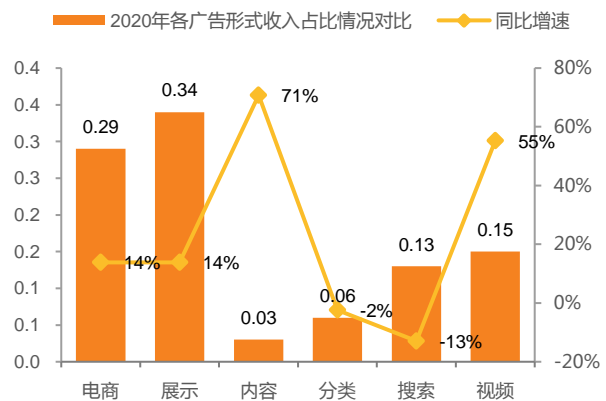
**互联网营销服务向内容转型，短视频成为创新性新媒体营销平台。**营销服务向以内容为主导，以短视频、直播为主要媒体形式的新媒体内容营销转型升级，市场新增“直播服务商”和“MCN”两类角色。短视频营销正在成为新的品牌营销风口，根据《2021 年中国数字营销趋势报告》调查显示，2021 年中国数字营销预期增长 20%，其中，有 78% 的广告主选择加大投入短视频广告，67% 的广告主将加大移动互联网投放。短视频营销将是未来 3 年内广告主最关心的营销形式，是未来重要战略发展方向。

图 18：2017-2021 年中国市场互联网广告总体收入（亿元）



资料来源：《2020 中国互联网广告数据报告》，天风证券研究所

图 19：2019-2020 年广告形式收入占比对比



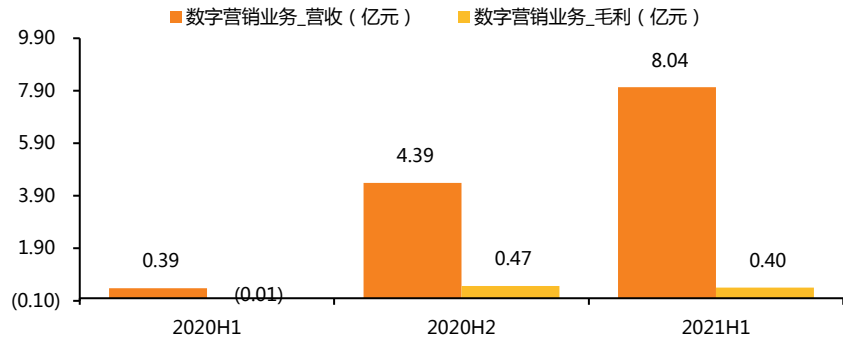
资料来源：《2020 中国互联网广告数据报告》，天风证券研究所

### 2.2.2. 全资收购芦鸣科技，完成信息流广告+内容营销的全链路布局

**收购芦鸣科技，进入短视频营销赛道。**2019 年，公司收购芦鸣科技 12% 股权，并于 2020 年下半年完成余下 88% 股权收购，2020 年芦鸣科技净利润 3442.84 万元，超业绩承诺 2700 万元。芦鸣科技成立于 2017 年，是一家以策划营销、广告创意设计、品牌传播为一体的互联网广告公司，以巨量引擎信息流广告营销（字节跳动系如今日头条、抖音短视频等）为核心，为客户提供一站式专业营销服务，目前主要服务来自网络服务、游戏、互联网金融、电商、快消等行业头部公司。

**布局信息流广告及内容营销。**姚记科技营销服务主要是指以信息流广告为主，内容营销为辅的网络营销方式。1) 信息流广告业务方面，芦鸣科技以短视频效果广告营销为核心，以技术和数据驱动流量运营，在运营、技术等方面具有较强的市场竞争优势。2) 内容营销方面业务包括抖音星图采买、抖音/小红书内容服务商、蓝 V 账号代运营等。为了更好的提高产出效率和营销效果，公司搭建了短视频拍摄基地，并开发泰坦系统后台对接媒体平台 Marketing API。

图 20：2020-2021H1 公司数字营销业务收入及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 传统扑克牌主业龙头地位牢固，优化产能布局

扑克牌业务是公司的传统主营业务，市场龙头地位凸显。公司成立于 1989 年，是国内扑克牌产业的龙头企业，拥有一批世界领先技术水平的专家，通过科技创新实现进一步降本增效。且公司结合移动互联网游戏业务，充分发挥“姚记”扑克多年的品牌优势和协同效应，形成线上线下客户相互导向发展，拓宽了销售渠道。

内生外延扩展扑克牌产能，建立大型综合产业园，实现生产与旅游共创收：

1) 2015 年，公司斥资 2.55 亿并购万盛达。万盛达扑克品牌与公司同在中国文教体育用品协会评选的六大中国扑克牌行业知名品牌之列，并购后公司产能和经销渠道实现大规模扩张，年产能达到 8 亿副，进一步巩固市场的龙头地位；

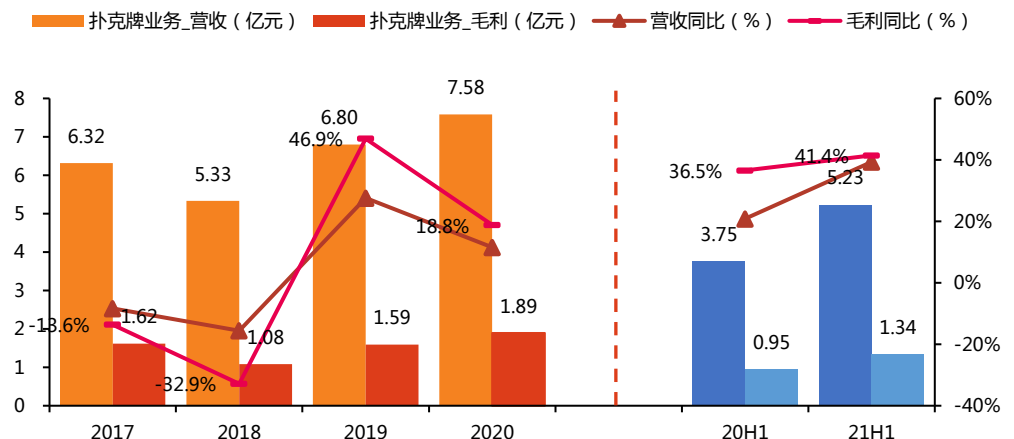
2) 2018 年启东基地计划将建成集扑克生产、工业观光旅游、健康娱乐、文化休闲于一体的大型综合产业园，含年产扑克可达 13 亿副的扑克生产基地、扑克文化旅游观光园、和北京演艺集团合作建设的“姚记之光-马戏城”三期项目；

3) 2020 年，公司完成“年产 2 亿副扑克牌扩建项目”和“年产 2 亿副扑克牌生产基地建设项目”等募投项目，顺利完成了上海基地产能和浙江万盛达基地产能向启东基地转移。

4) 2021 年公司发布可转债预案，拟募集资金总额不超过 8.23 亿元，其中 5.83 亿元用于投资年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目，剩余资金用于补充公司流动资金项目。

2018 年收购成蹊科技、大鱼竞技后，在游戏业务高增长的协同带动下，扑克牌业绩恢复正增长。即便在疫情影响扑克牌工厂复工复产情况下，2020 年公司扑克牌业务仍实现营收、毛利同比 10%+ 的正增长，其中营收达 7.58 亿元，毛利为 1.89 亿元。2021H1 扑克牌业务继续发力，实现营收 5.23 亿元，毛利 1.34 亿元，同比增长均约 40%。

图 21：2014-2021 扑克牌营业收入及增速（亿元）



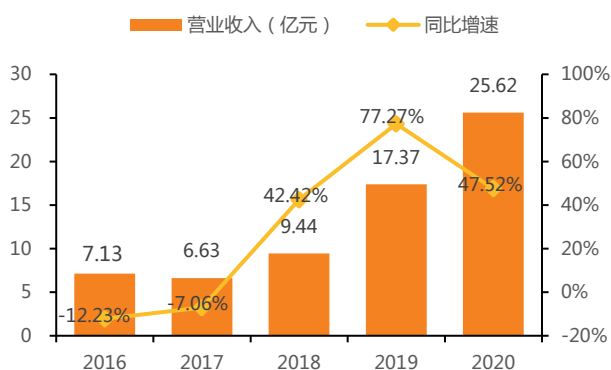
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 财务分析

作为传统扑克牌业务的龙头企业，姚记科技 2016-2018 年期间主营业务收入与归母净利润均维持较低水平，受移动互联网对传统纸牌消费需求的冲击影响，2017 年两指标同比增速分别为-7.06%及-21.17%。2018 年开始公司开展在线游戏业务拓展，同年主营业务收入及归母净利润增速分别为 42.42%及 68.83%。

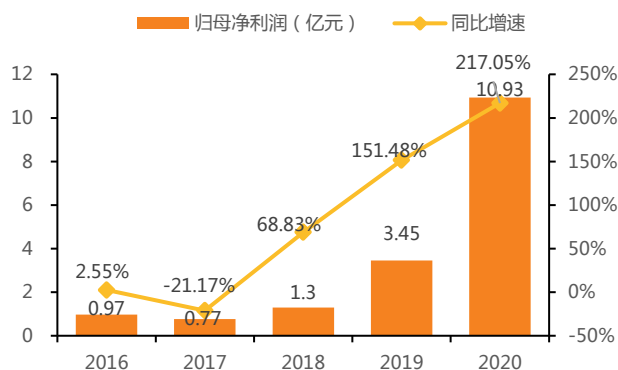
2018-2020 年期间公司营业收入迅速稳步提升，2020 年公司叠加芦鸣全面并表，两大转型业务（游戏运营和数字营销）的共同作用下，公司营收、净利润均维持高速增长。2020 年由于公司将持有细胞集团公司 14.21%股权由长期股权投资转入其他非流动金融资产核算，带来一次性投资投入，造成当期净利润实现 217%的同比增长，如不考虑非经常性损益，2020 年扣非后归母净利润 5.68 亿，同比增长 79%。

图 22：姚记科技 2016-2020 年营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

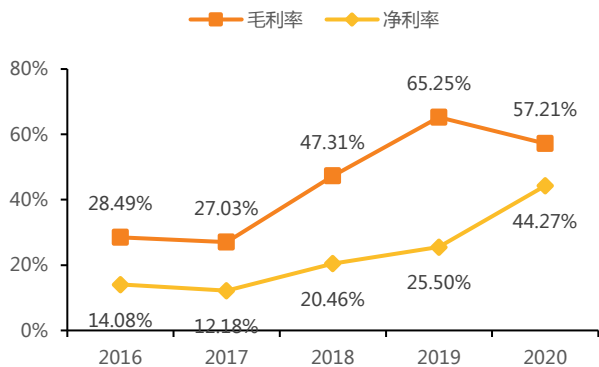
图 23：姚记科技 2016-2020 年归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

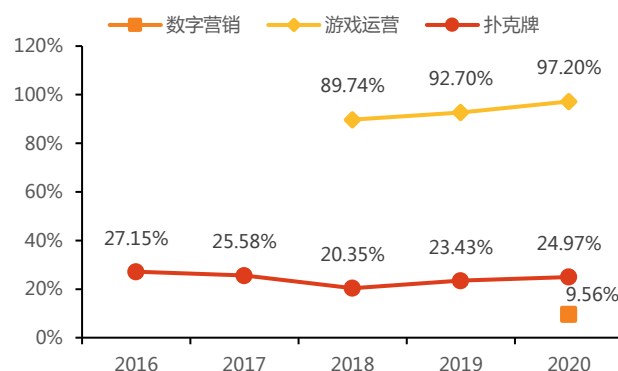
公司自 2018 年业务转型起，毛利率和净利率显著上升。从业务来看，公司传统扑克牌业务毛利率基本维持在 25%上下。自公司 2018 年开始布局游戏运营业务，总体毛利率与净利率于 2019 年提升至 65.25%及 25.5%，该业务毛利率近三年分别为 89.74%/92.70%/97.20%。2020 年公司净利率大幅上升至 44.27%，较 2019 年净利率增加了 18.77%，毛利率存在一定幅度的下调，2020 年为 57.21%，较 2019 年下调了-8.04%，毛利率的减少主要源自于新并表的数字营销业务，业务毛利率为 9.56%拖累公司整体。

图 24：姚记科技 2016-2020 年毛利率与净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：姚记科技 2016-2020 年分业务毛利率

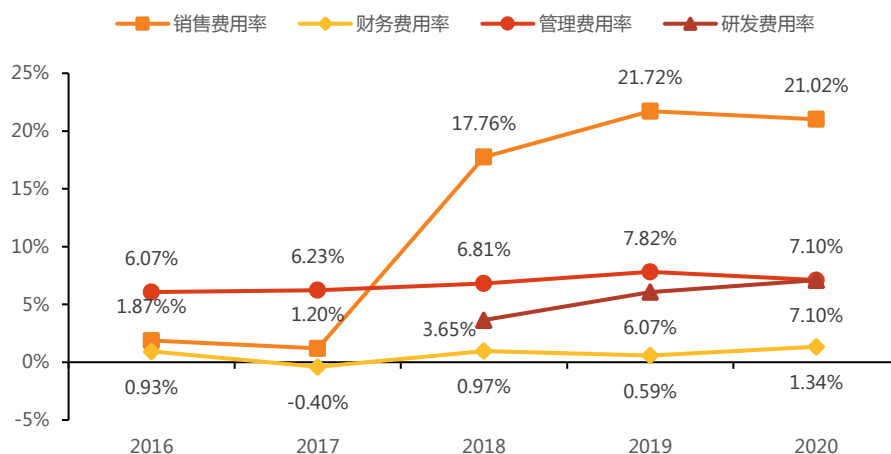


资料来源：Wind，天风证券研究所

费用方面：

- 1) 销售费用率 2016-2017 年维持在较低水平，2018 年进行业务转型后大幅跃升，至 20% 左右。销售费用率的增长主要系为游戏运营及数字营销投入较高销售费用；
- 2) 管理费用率长期稳定在 7% 左右；
- 3) 研发费用方面，公司在 2016 年和 2017 年营业务为传统扑克牌，自 2011 年公司上市以来，公司一直保持着在扑克牌行业的龙头地位，在研发方面无投入。2018 年布局游戏业务后公司加大研发费用投入加大，2020 年研发费用率达到 7.1%；
- 4) 公司近五年的财务费用率持在 1% 左右。

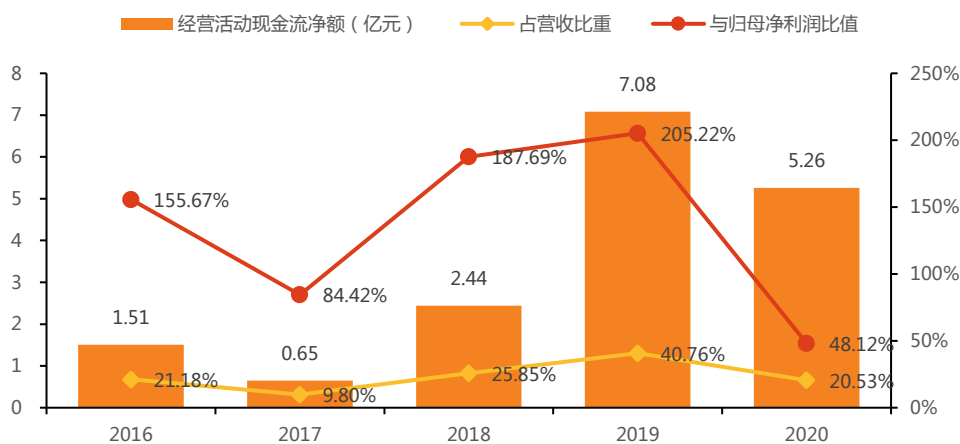
图 26：姚记科技 2016-2020 年费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

现金流方面，2016 和 2017 年公司的经营活动现金流净额分别是 1.51/0.65 亿元。2018-2019 年由于游戏运营业务的展开，现金流增长率分别超过 200%。2020 年数字营销业务比例增加，现金流净额回落至 5.26 亿元。

图 27：姚记科技 2016-2020 年经营活动现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

我们预测公司 2021-2023 年收入分别为 39.35/52.44/65.04 亿元,同比增长 53.6%/33.3%/24%,其中:

- 1) 互联网营销业务: 2021-2023 年收入分别为 16.00/24.75/32.18 亿元,同比增长 235%/55%/30%。考虑到公司新进入内容营销赛道,正处于快速积累客户阶段,给予较高增速。
- 2) 娱乐/游戏运营业务: 2021-2023 年收入分别为 13.35/16.69/20.87 亿元,同比增长 10%/25%/25%。根据沙利文预测,2021-2025 年休闲娱乐市场将保持 10.98%复合增长,考虑到公司属于休闲游戏头部公司,且海外游戏加速布局,因此给与高于同行增速。
- 3) 文体娱乐/扑克牌业务: 2021-2023 年收入分别为 10/11/12 亿元,同比增长 32%/10%/9%。按照公司历年扑克销量稳定提升线性外推。

净利润分别为 5.66/6.81/8.30 亿元,同比增长-48.2%/20.3%/21.9%。对应 1 月 13 日收盘价 PE 分别为 20.9 /17.4/14.3。考虑到公司超过 90%利润来源为游戏,并且公司互联网营销业务营销占比逐步提升,2020 年占比达到 19.51%,因此,我们选择 A 股 15 家游戏及互联网营销企业作为可比公司。

表 5: 15 家可比公司 Wind 一致预期 PE 估值

证券代码	可比公司	主营业务	市盈率 PE(TTM)	总市值	预测 PE(FY1)	预测 PE(FY2)	预测 PE(FY3)
603444.SH	吉比特	游戏	19.87	289.61	18.40	15.93	13.56
300031.SZ	宝通科技	游戏	24.11	109.40	21.17	17.04	14.01
603258.SH	电魂网络	游戏	21.63	80.06	20.43	17.90	15.99
002624.SZ	完美世界	游戏	64.30	348.42	24.98	14.67	12.38
002555.SZ	三七互娱	游戏	26.58	590.62	22.29	17.95	15.31
002354.SZ	天神娱乐	游戏	27.26	102.73	38.08	28.53	21.11
605168.SH	三人行	互联网广告营销	31.88	140.57	27.02	18.99	14.14
300058.SZ	蓝色光标	互联网广告营销	42.60	277.75	35.58	29.41	24.73
600986.SH	浙文互联	互联网广告营销	57.19	115.84	39.00	29.61	23.70
600556.SH	天下秀	互联网广告营销	70.93	215.12	45.51	30.34	21.14
002292.SZ	奥飞娱乐	互联网广告营销	-19.78	98.33	139.12	55.98	34.31
300785.SZ	值得买	互联网广告营销	35.56	62.40	30.93	23.91	19.11
300860.SZ	锋尚文化	其他广告营销	72.90	113.65	67.80	33.98	27.47
300805.SZ	电声股份	其他广告营销	119.76	59.29	228.18	36.60	22.43
002878.SZ	元隆雅图	其他广告营销	45.89	58.21	49.05	35.59	26.41
<b>15 家可比公司平均</b>			<b>42.71</b>	<b>177.47</b>	<b>53.84</b>	<b>27.10</b>	<b>20.39</b>

资料来源: Wind, 天风证券研究所

考虑到公司持续的成长性,以及元宇宙时代区块链新兴技术对公司国内海外业务的拓展性可能,给予 PE 27 倍,则对应公司市值为 185.0 亿元,对应目标价 45.8 元/股

表 6: 营收预测 (亿元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
互联网营销业务	0.00	0.00	4.78	16.00	24.75	32.18
yoy	-	-	-	235%	55%	30%
娱乐/游戏运营业务	3.24	10.18	12.14	13.35	16.69	20.87
yoy	-	-	-	10%	25%	25%
文体娱乐/扑克牌业务	5.33	6.80	7.58	10.00	11.00	12.00
yoy	-	-	-	32%	10%	9%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 5. 风险提示

1. 政策监管风险。2021 年国家出台相关政策，持续加强防未成年人沉迷网络游戏的管控力度，公司游戏业务未来或面临相关风险。
2. 平台方合作政策变化风险。2021 年 Meta 等海外数字合作平台出台合作伙伴认证规则条例，公司游戏业务所执行的出海战略可能受海外市场竞争加剧、平台政策变化等不确定性因素影响。
3. 营销发展不及预期。公司开展的数字营销业务毛利率低于其他业务毛利率，营销收入低于预期。
4. 核心业务成本风险。受上游原材料价格短期激增的影响，扑克牌业务采购成本增加。同时由于互联网移动游戏业务的研发力度增大及市场竞争加剧导致买量成本上升，三大核心业务成本短期内上升将会对公司业绩造成一定压力。
5. 多领域布局的管理风险。公司业务半径逐步扩大，不断探索新的成长路径，在激烈的市场竞争环境下可能面临更高难度的公司经营与组织结构调整问题。
6. 近期股价出现异动。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	505.45	659.09	1,699.23	2,667.55	2,684.29
应收票据及应收账款	152.20	250.73	430.82	122.41	563.72
预付账款	6.74	37.89	61.91	74.97	93.21
存货	176.77	271.17	1,089.09	596.10	1,721.50
其他	32.29	80.92	80.58	76.10	107.48
<b>流动资产合计</b>	<b>873.45</b>	<b>1,299.79</b>	<b>3,361.63</b>	<b>3,537.15</b>	<b>5,170.19</b>
长期股权投资	293.60	29.34	29.34	29.34	29.34
固定资产	374.47	334.64	333.95	325.10	311.36
在建工程	36.50	47.47	28.48	17.09	10.25
无形资产	275.13	74.06	71.00	67.94	64.87
其他	1,167.83	2,101.06	1,590.51	1,676.30	1,783.99
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,147.52</b>	<b>2,586.57</b>	<b>2,053.28</b>	<b>2,115.77</b>	<b>2,199.81</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,020.97</b>	<b>3,886.36</b>	<b>5,414.91</b>	<b>5,652.92</b>	<b>7,370.00</b>
短期借款	455.34	474.30	470.14	470.14	470.14
应付票据及应付账款	337.55	407.93	1,169.70	1,151.62	1,620.32
其他	222.45	267.85	798.14	391.16	920.37
<b>流动负债合计</b>	<b>1,015.33</b>	<b>1,150.08</b>	<b>2,437.98</b>	<b>2,012.92</b>	<b>3,010.83</b>
长期借款	100.15	215.31	55.07	55.07	55.07
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	334.31	406.91	247.08	329.43	327.80
<b>非流动负债合计</b>	<b>434.45</b>	<b>622.21</b>	<b>302.15</b>	<b>384.50</b>	<b>382.87</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,449.79</b>	<b>1,772.29</b>	<b>2,740.12</b>	<b>2,397.42</b>	<b>3,393.70</b>
少数股东权益	78.18	54.06	184.45	303.34	421.72
股本	399.89	402.02	404.47	404.47	404.47
资本公积	159.24	21.70	51.13	51.13	51.13
留存收益	1,117.25	1,670.29	2,085.87	2,547.69	3,150.11
其他	(183.37)	(34.02)	(51.13)	(51.13)	(51.13)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,571.19</b>	<b>2,114.07</b>	<b>2,674.79</b>	<b>3,255.50</b>	<b>3,976.30</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,020.97</b>	<b>3,886.36</b>	<b>5,414.91</b>	<b>5,652.92</b>	<b>7,370.00</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	442.89	1,134.08	566.14	680.85	830.14
折旧摊销	54.89	56.99	22.73	23.30	23.65
财务费用	23.71	36.26	9.25	(11.45)	(19.68)
投资损失	15.11	(494.30)	(136.00)	(107.00)	(85.00)
营运资金变动	486.20	(760.54)	641.11	355.96	(728.82)
其它	(314.81)	553.29	137.25	120.91	121.07
<b>经营活动现金流</b>	<b>707.98</b>	<b>525.78</b>	<b>1,240.48</b>	<b>1,062.58</b>	<b>141.35</b>
资本支出	(220.53)	(297.46)	159.83	(82.36)	1.63
长期投资	(141.14)	(264.26)	0.00	0.00	0.00
其他	(326.58)	530.00	(23.83)	189.36	83.37
<b>投资活动现金流</b>	<b>(688.25)</b>	<b>(31.72)</b>	<b>136.00</b>	<b>107.00</b>	<b>85.00</b>
债权融资	585.53	734.67	550.25	558.59	559.70
股权融资	(553.92)	(160.00)	34.95	11.45	19.68
其他	89.86	(921.73)	(921.53)	(771.29)	(789.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>121.47</b>	<b>(347.06)</b>	<b>(336.34)</b>	<b>(201.25)</b>	<b>(209.62)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>141.21</b>	<b>147.01</b>	<b>1,040.14</b>	<b>968.33</b>	<b>16.73</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,736.60</b>	<b>2,561.90</b>	<b>3,935.24</b>	<b>5,244.04</b>	<b>6,503.80</b>
营业成本	603.49	1,096.16	2,257.01	3,168.72	3,938.07
营业税金及附加	15.12	32.02	23.45	31.77	39.31
营业费用	340.80	480.69	511.58	681.72	845.49
管理费用	115.38	150.18	204.63	272.69	338.20
研发费用	110.10	137.66	236.11	262.20	325.19
财务费用	24.57	36.41	9.25	(11.45)	(19.68)
资产减值损失	(19.16)	(0.59)	0.01	(0.05)	(0.04)
公允价值变动收益	0.00	99.63	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(15.11)	494.30	136.00	107.00	85.00
其他	61.87	(1,277.52)	(272.00)	(214.00)	(170.00)
<b>营业利润</b>	<b>499.52</b>	<b>1,312.96</b>	<b>829.19</b>	<b>945.42</b>	<b>1,122.25</b>
营业外收入	1.40	0.26	0.66	0.78	0.57
营业外支出	0.56	5.95	2.34	2.95	3.75
<b>利润总额</b>	<b>500.37</b>	<b>1,307.27</b>	<b>827.51</b>	<b>943.25</b>	<b>1,119.07</b>
所得税	57.48	173.19	124.13	141.49	167.86
<b>净利润</b>	<b>442.89</b>	<b>1,134.08</b>	<b>703.39</b>	<b>801.76</b>	<b>951.21</b>
少数股东损益	98.05	40.72	137.25	120.91	121.07
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>344.84</b>	<b>1,093.36</b>	<b>566.14</b>	<b>680.85</b>	<b>830.14</b>
每股收益(元)	0.85	2.70	1.40	1.68	2.05

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	84.02%	47.52%	53.61%	33.26%	24.02%
营业利润	124.92%	162.84%	-36.85%	14.02%	18.70%
归属于母公司净利润	165.85%	217.06%	-48.22%	20.26%	21.93%
<b>获利能力</b>					
毛利率	65.25%	57.21%	42.65%	39.57%	39.45%
净利率	19.86%	42.68%	14.39%	12.98%	12.76%
ROE	23.10%	53.08%	22.73%	23.06%	23.35%
ROIC	24.15%	77.47%	53.37%	67.16%	130.71%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.99%	45.60%	50.60%	42.41%	46.05%
净负债率	5.10%	3.58%	-42.96%	-64.78%	-53.43%
流动比率	0.86	1.13	1.38	1.76	1.72
速动比率	0.69	0.89	0.93	1.46	1.15
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.10	12.72	11.55	18.96	18.96
存货周转率	9.85	11.44	5.79	6.22	5.61
总资产周转率	0.61	0.74	0.85	0.95	1.00
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.85	2.70	1.40	1.68	2.05
每股经营现金流	1.75	1.30	3.07	2.63	0.35
每股净资产	3.69	5.09	6.16	7.30	8.79
<b>估值比率</b>					
市盈率	34.31	10.82	20.90	17.38	14.25
市净率	7.92	5.74	4.75	4.01	3.33
EV/EBITDA	10.84	6.31	12.22	10.02	8.52
EV/EBIT	11.71	6.54	12.55	10.27	8.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中北路 217 号天风大厦 2 号楼 邮编：430062 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com