

## 基本面稳健向好，期待新赛道发力 买入（维持）

2022年02月03日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张家琦

执业证号：S0600521070001  
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,562	4,056	5,292	6,394
同比(%)	47.5%	58.3%	30.5%	20.8%
归母净利润(百万元)	1,093	563	701	843
同比(%)	217.1%	-48.5%	24.4%	20.2%
每股收益(元/股)	2.70	1.39	1.73	2.08
P/E(倍)	8.48	16.46	13.22	11.00

### 投资要点

■ **短期业绩承压，长期看好基本面呈现稳健向好趋势。**公司预计 2021 年归母净利润 5.40-6.04 亿元，同比减少 51%-45%；扣非归母净利润 4.95-5.49 亿元，同比下降 13%-3%。盈利波动原因包括：扑克牌原材料价格上涨，采购成本增加；游戏加大研发投入，2021 年 Q1-Q3 研发费用同比增长 66%；对上海细胞治疗集团股权核算方法变更形成较大非经常性损益。但我们认为公司长期基本盘仍较稳健。此外公司投资球星卡公司上海超旺，考虑到公司多次通过投资转型的经验，我们看好其在该赛道的布局。

■ **球星卡行业由需求驱动，国内市场正处蓝海。**球星卡兼具收藏价值和投资价值，其特性要求供给保持相对稳定的状态，需求决定市场天花板，2019 年以来的球星卡热潮正是受益于需求端剧变。而国内球星卡仍处于早期，我们认为长期可从三个维度看其增长空间：**(1) 宏观看体育消费市场增长具有较高确定性和较大空间。**国内体育人均消费与发达国家相比较低，且相比美国，国内体育消费规模在体育产业中的占比还有较大提升空间。我们认为政策支持将成其增长一大驱动力。**(2) 对标国外，我们预计国内球星卡一二级市场总空间约 36-47 亿元。**参照北美 2020 年球星卡销售额在体育赛事市场规模中的占比，并基于国内 2018 年体育赛事市场规模、海外球星卡一二级市场总空间约 36-47 亿元。而 2020 年国内球星卡转售市场规模仅约 3-4 亿元，因此我们认为国内球星卡市场仍有较大增长空间。虽然国内球类体育 IP 价值低于美国球类体育 IP 价值，但国内球迷基数远大于美国，且球星卡玩家在球迷中的占比低，我们认为卡迷数量将是行业的主要增长点。**(3) 横向对比，国内球星卡市场规模与潮玩等相似品类市场规模也有较大差距。**国内产业链也尚不成熟，各环节玩家在业务优化和收入规模上有较大提升空间。

■ **模式闭环、原有生态赋能，球星卡或成下一个增长点。**基于上海超旺旗下的 DAKA 文化和卡淘平台，公司球星卡业务将有望实现生态闭环：DAKA 文化是国内头部卡片 IP 发行商，卡淘平台是国内头部二手收藏卡交易平台，2021 年 GMV 突破 6 亿元。公司将通过原有业务为球星卡业务生产环节和获客方面赋能，同时将结合区块链进行深度开发。我们认为球星卡的收藏价值与区块链确权功能高度契合，海外 NBA Top Shot 已取得亮眼成绩，我们看好公司在该业务的持续发力。

■ **盈利预测与投资建议：**由于原材料价格上涨及新游买量投入拉低利润率，我们将 2021-2023 年收入由 49.96、59.70 和 69.32 亿元下调至 40.56、52.92、63.94 亿元，2021-2023 年 EPS 由 2.08、2.46 和 2.81 元下调至 1.39、1.73 和 2.08 元，对应 PE 分别为 16/13/11 倍。我们认为随着原材料成本调整，新游回本，创新营销业务长期增长，公司业绩有望稳步增长，我们给予 2022 年目标价 37.31 元，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**政策监管风险，商誉减值风险，新业务发展不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.90
一年最低/最高价	22.51/32.81
市净率(倍)	3.95
流通 A 股市值(百万元)	9267.12

### 基础数据

每股净资产(元)	5.80
资产负债率(%)	39.57
总股本(百万股)	404.68
流通 A 股(百万股)	325.74

### 相关研究

1、《姚记科技 (002605)：2021 中报点评：扑克牌业务高速增长，创新营销业务并表引领公司增长》2021-08-30

2、《姚记科技 (002605)：2020 年报点评：游戏基本盘稳健，创新营销业务接力，双轮驱动业绩持续增长》2021-04-26

## 内容目录

1. 姚记科技：短期业绩承压，长期看好业务持续升级 .....	4
2. 布局国内蓝海球星卡赛道，期待公司后续发力 .....	8
2.1. 行业由需求驱动，国内市场正处蓝海 .....	8
2.1.1. 球星卡：生于北美，体育 IP 的收藏品和投资品 .....	8
2.1.2. 需求为核心驱动力，2027 年全球市场可看向千亿美金 .....	10
2.1.3. 国内球星卡仍处于早期，下游企业大有可为 .....	11
2.2. 模式闭环、原有生态赋能，球星卡或成下一个增长点 .....	15
2.2.1. 布局球星卡发行和交易环节，打造生态闭环 .....	15
2.2.2. 原有生态赋能，业务前景可观 .....	17
3. 盈利预测与投资建议 .....	19
3.1. 盈利预测 .....	19
3.2. 分部估值 .....	19
3.3. 投资建议 .....	20
4. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1: 2021 年初木浆价格大幅上涨 .....	4
图 2: 2021 年以来公司研发费用同比高增 .....	4
图 3: 2021 年以来公司研发费用率呈现提升趋势 .....	4
图 4: 《姚记 3D 捕鱼》2021 年 11 月新版本发布后排名大幅上涨 (iPhone 畅销榜排名) .....	5
图 5: 2018 年以来姚记科技游戏和数字营销业务先后贡献收入增量 (单位: 百万元) .....	6
图 6: 公司股权结构图 (截至 2021 年三季报) .....	7
图 7: 公司对 2019 年以来股权激励的股票期权成本预计摊销情况 (单位: 万元) .....	8
图 8: NBA 斯蒂芬库里新秀卡 (含照片、亲笔签名, NBA 标志的球衣切片) 2021 年 7 月成交价 590 万美元, 创历史记录 .....	8
图 9: PWCC 500 指数走势 .....	10
图 10: 2019 年以来 50 张高端体育类卡片每日总价格走势 (单位: 美元) .....	11
图 11: 2020 年 eBAY 平台美国市场足球卡、篮球卡等销售额同比高速增长 .....	11
图 12: “球星卡”百度搜索指数变化 .....	11
图 13: 我国体育产业产出增长趋势 .....	12
图 14: 国内外头部体育赛事转播权年均费用 (亿元) .....	13
图 15: 国内球星卡主要玩家 .....	14
图 16: 卡淘平台拍卖规则图解 .....	16
图 17: 卡淘平台拍卖不同当前价对应的加价幅度 (横轴为当前价, 纵轴为加价幅度, 单位元) .....	17
图 18: 公司球星卡业务商业模式 .....	17
表 1: 姚记科技重要投资标的 .....	6
表 2: 公司 2019 年以来股权激励行权业绩考核要求 .....	7
表 3: 球星卡产业链 (标红环节为公司布局领域) .....	9
表 4: 球星卡价格的影响因素 .....	10
表 5: 球星卡市场可对标集换式卡牌游戏、潮玩和球鞋二手转售等相似市场 .....	13
表 6: 海外球星卡市场主要玩家收入规模 .....	14
表 7: DAKA 文化、中体卡业体育卡片版权具体情况对比 (不完全统计) .....	15
表 8: 全球头部球星卡制造商/发行商为球星卡版权支付的年费用在 2000 万美元上下 .....	16
表 9: 卡淘和 FANSMALL 规则和业务对比 .....	16
表 10: 实体卡对比数字卡 .....	18
表 11: cryptoslam 平台按成交金额排序 TOP10 NFT 藏品 .....	18
表 12: 公司关键财务指标测算 .....	19
表 13: 各业务可比公司估值情况 .....	20

## 1. 姚记科技：短期业绩承压，长期看好业务持续升级

公司预计 2021 年归母净利润 5.40-6.04 亿元，同比减少 51%-45%；扣非归母净利润 4.95-5.49 亿元，同比下降 13%-3%。公司预计 2021 年非经常性损益对归母净利润影响约为 0.45-0.55 亿元，非经常性损益产生的主要原因为收到政府补助，税后约 0.45 亿元。

**短期盈利波动主要受到成本和研发费用增加、非经常性损益变动影响：**

**(1) 扑克牌：**原材料价格上涨，采购成本增加。扑克牌的成本主要受到木浆影响，2021 年 1-3 月木浆价格大幅上涨，3 月初形成了全年价格最高点。而因为存在确认成本周期，因此下半年成本压力集中体现。伴随着木浆价格回调，我们认为公司纸牌盈利能力有望逐渐回升。

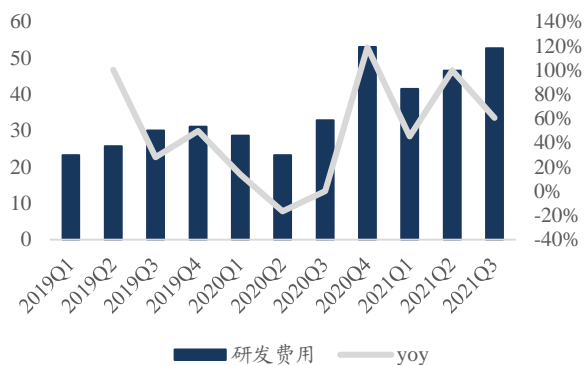
图 1：2021 年初木浆价格大幅上涨



数据来源：生意社，东吴证券研究所

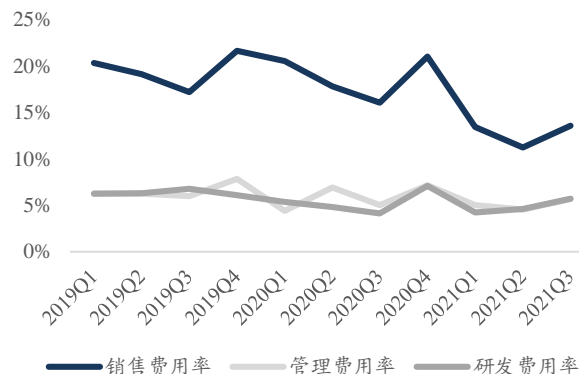
**(2) 游戏：**为提高竞争力，2021 年公司加大研发投入，前三季度研发费用同比增长 66.09%；且 2021 年下半年上线了新游《姚记 3D 捕鱼》，我们认为其前期买量投入可能是影响公司游戏业务利润的原因之一。根据七麦数据，该游戏自 2021 年 12 月至 2022 年 1 月基本稳居 iPhone 游戏畅销榜 TOP200。

图 2：2021 年以来公司研发费用同比高增



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

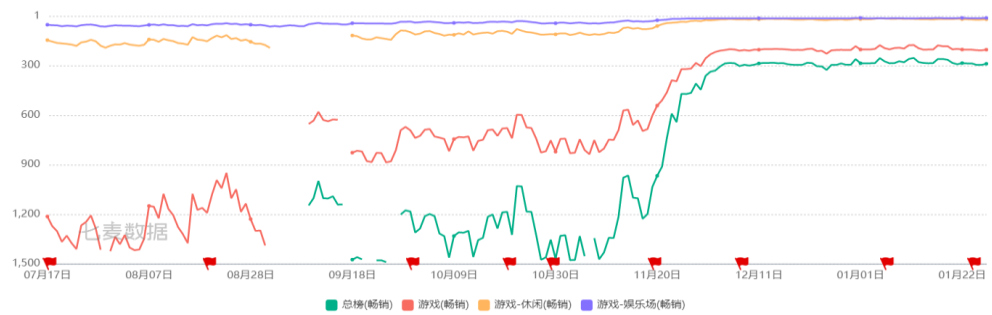
图 3：2021 年以来公司研发费用率呈现提升趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



图 4:《姚记 3D 捕鱼》2021 年 11 月新版本发布后排名大幅上涨 (iPhone 畅销榜排名)



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

(3) 2021 年 Q1 对上海细胞治疗集团有限公司股权核算方法的变更也形成了较大的非经常性损益。

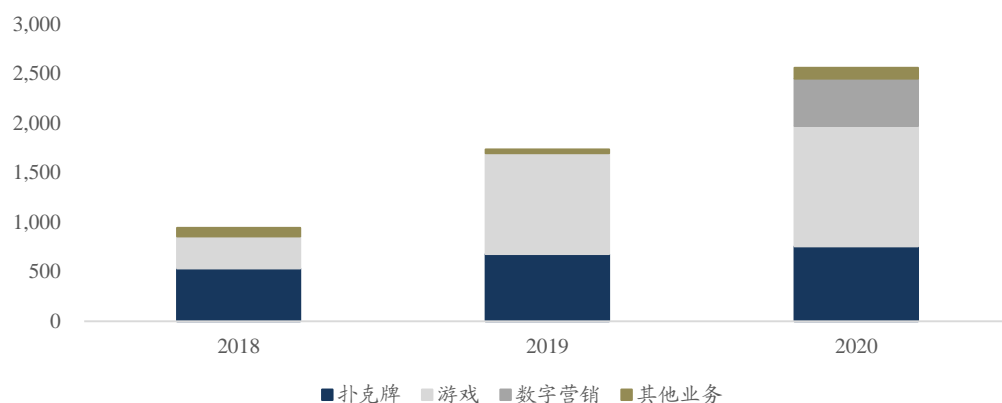
但我们认为公司长期基本盘仍较为稳健，竞争力正不断增强。公司扑克牌业务保持国内领先地位，游戏优势品类流水强劲。公司捕鱼游戏在国内同类型游戏中流水排名前列，海外的 bingo 在细分品类排名全球第二。创新营销板块，对上海国际短视频中心的投入也将增强公司内容营销领域的核心竞争力，驱动业绩增长。

考虑到公司多次成功通过投资实现业务转型升级，期待球星卡新业务成长。2022 年 1 月，公司战略投资球星卡交易和发行公司上海超旺（又名 CARD HOBBY，为与其旗下卡淘平台区分，后文皆使用标的中文名称上海超旺），持股比例约 38%，本次投资将助力公司进军球星卡市场。我们看好布局球星卡业务帮助公司实现新一轮升级，因为通过回顾公司历史可以发现，公司的游戏和互联网营销两大业务板块均是通过成功的对外投资实现的：

**第一次转型：收购成蹊科技和大鱼竞技转型游戏公司：**在主业扑克牌行业整体下滑的背景下，公司积极求变，2018 年和 2019 年先后收购优质游戏标的——成蹊科技和大鱼竞技，构建以捕鱼游戏和 BINGO 类游戏为核心的产品矩阵，成功实现从扑克牌公司向娱乐科技公司的转型，游戏业务实现快速增长。2019 年公司游戏业务已成为收入主要来源，2020 年收入规模达 12.1 亿元，同比增长 19%。

**第二次转型：2020 年收购上海芦鸣，2021 年和 2022 年分别投资头部 MCN 机构侵尘文化和构美，深化布局创新营销业务。**2020 年公司创新营销业务实现 4.8 亿元收入，在总收入中的占比达 19%；2021 前三季度实现 12.5 亿元收入，占比 43%，超过游戏成为第一大业务。

图 5: 2018 年以来姚记科技游戏和数字营销业务先后贡献收入增量 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**生态延伸: 前瞻布局大健康, 扩大生态版图。**2014、2016 和 2017 年三次增资上海细胞治疗集团有限公司, 该标的是一家集细胞治疗研发中心、细胞生产中心及细胞治疗临床应用中心为一体, 具有显著转化医学特征的细胞治疗工程技术公司, 一方面为细胞治疗的临床应用提供高效、特异、安全的细胞治疗产品, 另一方面根据临床需求, 开发更为先进的细胞治疗产品、技术及生产工艺。截至 2021 年 5 月, 上海细胞已完成 D1 轮融资, 投后估值达 69 亿元, 公司持有其 11% 股权。

表 1: 姚记科技重要投资标的

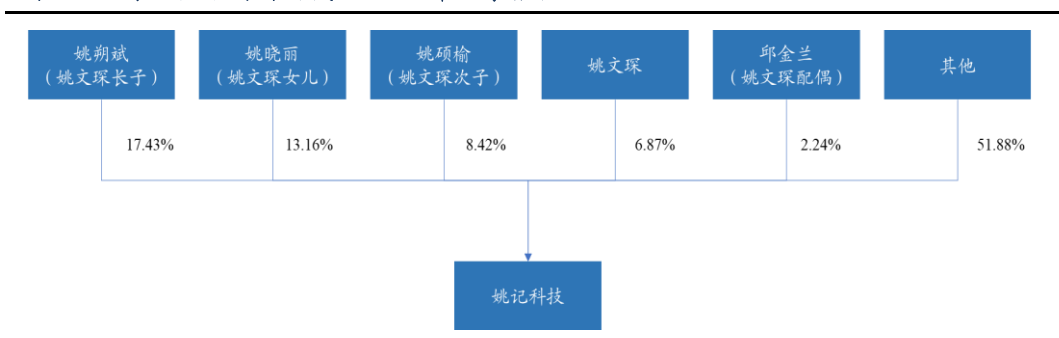
所属行业	投资对象	投资对象简介	投资时间	最终受益股份
游戏	成蹊科技	开发休闲捕鱼等游戏, 2021 年 H1 收入 5.7 亿元, 净利润 2.4 亿元。	2018/4 2019/4	100%
	大鱼竞技	首款核心产品 Bingo Party 在线上两个月内成为 Bingo 领域全球前三的产品。2021 年 H1 收入 0.7 亿元, 净利润 0.4 亿元。	2019/11 2020/8	75%
	酷顽游戏	微信小游戏平台	2019/9	76%
	卓钥科技	游戏开发商	2020/10	44%
互联网营销	上海芦鸣	互联网营销策服务商, 2021 年 H1 收入 9.5 亿元, 净利润 0.1 亿元。	2019/7 2020/6	100%
	侵尘文化	小红书头部 MCN 机构	2021/4	12%
	构美	淘宝直播头部 MCN	2022/1	2%
	纽泽文化	广告服务	2020/8	48%
	奇荔网络	广告服务	2020/7	40%
	绮绘文化	广告服务	-	40% (2020 年报)
	蒜核网络	广告服务	-	40% (2020 年报)
	新天民	大数据基础设施领域内技术开发	2019/12	23%
医疗	上海细胞治疗集团	国际性细胞治疗中心	2014/6 2016/4	11% (截至 2021 年 5 月)

			2017/12	
交通	陌问科技	公共交通智能出行工具社交应用	2015/1	5%
	中德索罗	自行车品牌中高新技术企业，生产铝合金、碳纤维等中高档自行车	2015/4	20%
	门自行车			
球星卡	上海超旺	体育文化收藏卡发行商	2022/1	38%

数据来源：企查查，天眼查，公司公告，东吴证券研究所。注：若无特别标注，持股比例为截至 2022/1/27 企查查数据。

公司充分的股权激励也持续调动团队积极性。公司自 2018 年以来持续推出股权激励政策，积极调动中层管理人员和核心技术（业务）骨干积极性。结合公司对 2021 年的业绩预告，我们认为 2019 年、2020 年第一期和 2020 年第二期中与 2021 年业绩相关的对应行权期业绩考核要求均有望达到。

图 6：公司股权结构图（截至 2021 年三季度）



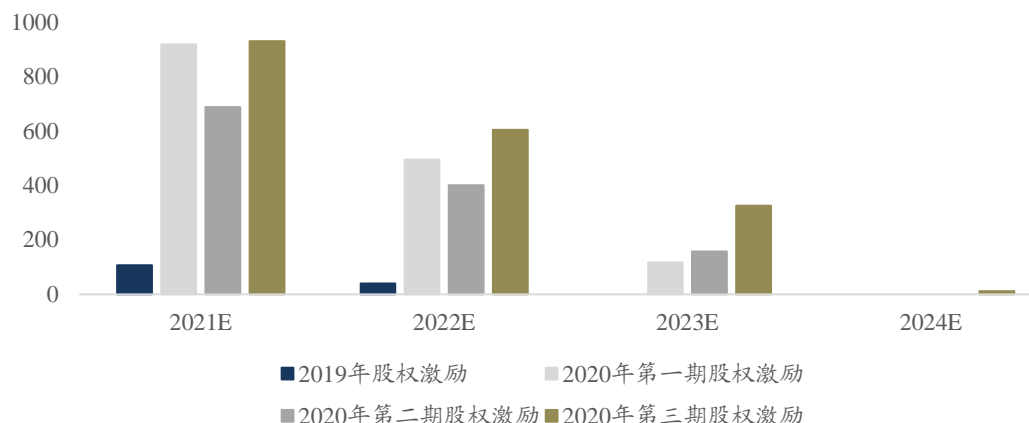
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：公司 2019 年以来股权激励行权业绩考核要求

行权期	2019 年	2020 年第一期	2020 年第二期	2020 年第三期
第一个行权期	相比 2018 年，2019 年考核净利润增长率不低于 30%；	相比 2019 年，2020 年考核净利润增长率不低于 20%；	相比 2019 年，2020 年考核净利润增长率不低于 20%；	相比 2019 年，2021 年考核净利润增长率不低于 80%（对应 2021 年考核净利润不低于 5.79 亿元）
第二个行权期	相比 2018 年，2020 年考核净利润增长率不低于 60%；	相比 2019 年，2021 年考核净利润增长率不低于 40%；（对应 2021 年考核净利润不低于 4.50 亿元）	相比 2019 年，2021 年考核净利润增长率不低于 40%；（对应 2021 年考核净利润不低于 4.50 亿元）	相比 2019 年，2022 年考核净利润增长率不低于 100%。
第三个行权期	相比 2018 年，2021 年考核净利润增长率不低于 90%。（对应 2021 年考核净利润不低于 1.86 亿元）	相比 2019 年，2022 年考核净利润增长率不低于 60%。	相比 2019 年，2022 年考核净利润增长率不低于 60%。	相比 2019 年，2023 年考核净利润增长率不低于 120%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所。注：此处考核净利润指标是以剔除本次激励计划股份支付费用影响和非经常性损益的数值作为计算依据。

图 7: 公司对 2019 年以来股权激励的股票期权成本预计摊销情况 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 布局国内蓝海球星卡赛道, 期待公司后续发力

### 2.1. 行业由需求驱动, 国内市场正处蓝海

#### 2.1.1. 球星卡: 生于北美, 体育 IP 的收藏品和投资品

球星卡是一种印有运动明星、6.3×8.85 厘米的纸质卡片, 主要在北美地区流行。其由来已久, 1880 年美国烟草制造商将其作为香烟赠品推出, 20 世纪 30 年代口香糖公司也开始效仿, 并逐渐形成美国特有的一种收藏品。球星卡有多种类型, 如普卡、特卡、球衣卡、签名卡和球衣签名卡等。球星卡首次销售模式 (B2C) 为成盒销售, 制造商以盒为最小单位售卖, 每盒中有若干张球星卡, 买家拆盒前并不知道盒中卡片是什么, 类似于盲盒。二次交易模式 (C2C) 较多元, 如单卡交易、拍卖交易等。

图 8: NBA 斯蒂芬库里新秀卡 (含照片、亲笔签名, NBA 标志的球衣切片) 2021 年 7 月成交价 590 万美元, 创历史记录



数据来源: 广州日报, 东吴证券研究所



北美已形成成熟的球星卡交易系统。球星卡产业链上游主要为 IP 方，如全球顶级体育赛事 IP，享有广泛的用户群体；卡片制造商/发行商包括帕尼尼、Topps、Upper Deck、Fanatics 等，体育联盟与制作商之间往往形成独占协议，以此限制球星卡供给。下游衍生领域众多，包括评级机构、拍卖平台、球星卡交易数据平台等。北美球星卡二级流通系统的成熟降低了买家参与难度和成本，为市场发展提供良好基础。

表 3: 球星卡产业链 (标红环节为公司布局领域)

环节及其价值	机构/平台	简况
<b>IP</b>	各职业体育联盟 (NFL、NBA、MLB、NHL 等)	手握顶级体育赛事 IP
	PANINI	拥有赛事球星卡版权: 2022 年世界杯、NFL (2026 年到期)、NBA (2025 年到期)、UFC、NASCAR、NPB。已上线采用区块链技术的数字球星卡
<b>一级市场—制造发行</b>	Topps	拥有赛事球星卡版权: 欧冠、MLB 版权 (2025 年到期)、MLS、F1。已被 Fanatics 宣布收购
<b>核心竞争要素: 版权</b>	Upper Deck	拥有赛事球星卡版权: NHL
	Fanatics	拥有赛事球星卡版权: MLB (2025 年生效)、MLBPA (2023 年生效)、NFL (2026 年生效)、NBA (2026 年生效)。
<b>一级市场—经销零售</b>	Blowout Cards	运动和其他交易卡的领先在线零售商
	Dave & Adam's Card World	美国知名球星卡经销商, 美国国内官方提交中心
<b>二级市场—评级</b>	PSA	全球业务规模最大的第三方卡片评级和认证公司, 母公司为 Collectors Universe (以下简称 CU)
价值: 买家可鉴别相似卡片	BGS	业内成立时间最长的专业球星卡评级机构, 差异化战略, 提供细分项目评分
价值	CSG	2021 年 2 月正式开展球星卡评级业务, 背靠母集团 CCG
	Genamint	AI 评级机构, 已被 CU 收购
<b>二级市场—拍卖</b>	eBAY	全球主要网购平台之一, 2020 年美国卡片类销售额同比增长 142%
价值: 线上拍卖使买家可以	Goldin Auctions	线上拍卖, 已被 Collectors Holdings 收购
实时交易	Alt	球星卡交易、估值平台, 为买卖双方提供价格变化等交易参考数据以及正品背书。2021 年 11 月 GMV 环比增长 30%
<b>核心竞争要素: 交易用户规模</b>	StarStock	2020 年 11 月-2021 年 1 月, 平台注册人数和球星卡寄售的数量增长 500%
<b>二级市场—交易数据平台</b>	Card Ladder	已被 CU 收购, 追踪 20,478 款球星卡的交易数据 (截至 2022/1/24)
价值: 买家可了解卡片实时		
价格		

数据来源: Card Ladder, 卡特菲力克, 三文娱, 懒熊体育, 东吴证券研究所。

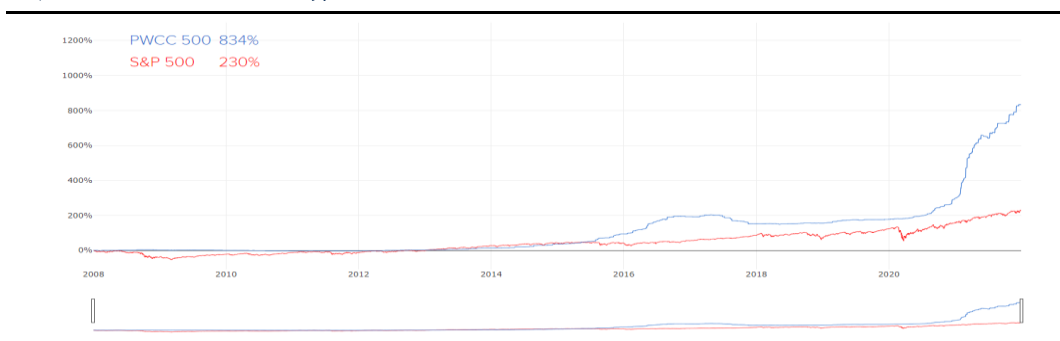
IP+优品有限供给使其具备收藏性和投资性, 类似球鞋、潮玩等市场。不同系列卡片价格在几百到几万元不等, 价格主要取决于球星人气程度, 具备体育 IP 属性; 其中的优质卡片供给有限 (顶级球星具有稀缺性; 发行商人为限制供给), 稀缺性带来溢价, 且二级交易市场也较为成熟, 使其成为北美地区特有的收藏品和投资品之一。根据美国交易卡投资、评级服务商 PWCC 发布的指数 PWCC500 走势, 2008 年 1 月至 2021 年 12 月回报率超过 800%, 远高于标普 500 的 230%; PWCC 2500 的回报率也超过 550%。(注: PWCC500 分析样本包括 500 张平均市值最高的球星卡; PWCC 2500 同理)。

表 4: 球星卡价格的影响因素

因素	与球星卡需求/价值的关联
球员/球队人气 (权重大)	与需求正相关; 首卡价值更高
卡片外观设计	与价值正相关
卡片稀缺度	与价值正相关
评级	与价值正相关
品相 (卡片完好程度)	与价值正相关

数据来源: 卡特菲力克, 东吴证券研究所

图 9: PWCC 500 指数走势



数据来源: PWCC, 东吴证券研究所

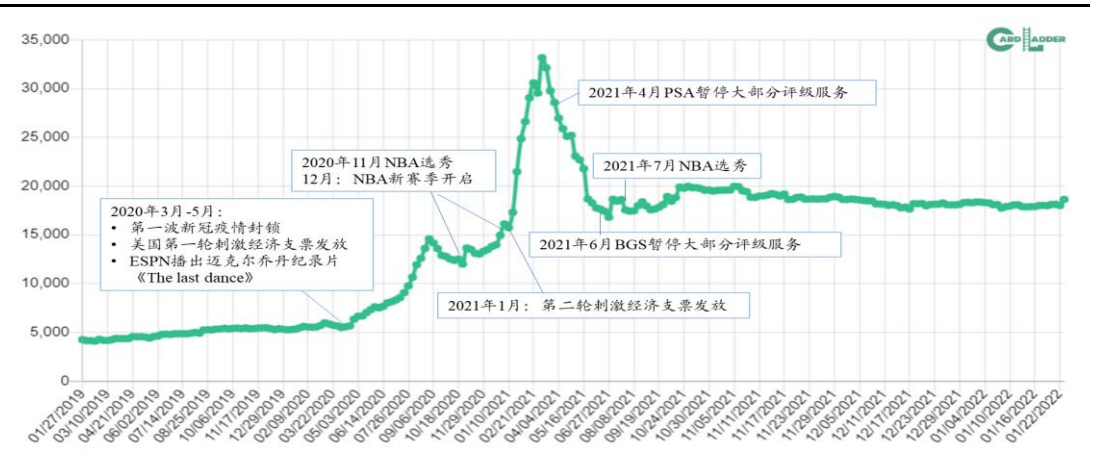
### 2.1.2. 需求为核心驱动力, 2027 年全球市场可看向千亿美金

与球鞋、潮玩等商品类似, 球星卡特性要求供给保持相对稳定的状态, 需求决定市场天花板。

**以史为鉴: 供给过度将破坏商业核心。**20 世纪 60 年代美国初级卡市曾迎来第一轮爆炸式增长, 但彼时二级流通系统尚未搭建完善, 二手需求远远落后; 而 90 年代初制造商过量发行卡片、联盟对球星卡版权随意发放、90 年代中期体育联盟运动员罢工事件最终共同导致了需求崩盘。根据福布斯报道, 1991 年球星卡市场销售额 12 亿美元, 但到 1999 年只有 4 亿美元。1996 年起各体育联盟与制造商着力于签订独占协议, 一定程度上控制了供给。

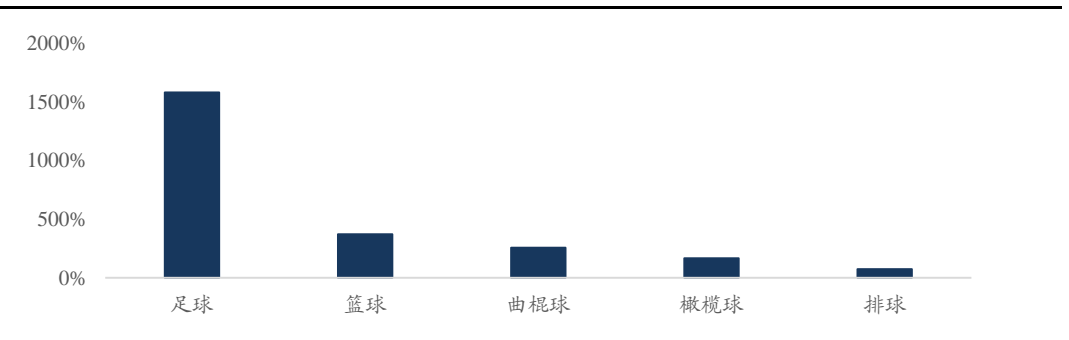
**本轮球星卡热潮受益于需求爆发增长。**2020 年 eBAY 平台美国市场卡片类销售额同比增长 142%, 其中足球卡、篮球卡销售额年增幅分别超过 1500% 和 300%。疫情之下人们娱乐方式受限、美国经济刺激政策出台提升流动性以及重要体育事件共同推动本轮球星卡热潮。长期来看, 卡牌制作更加精美 (技术力)、亚太中东等新兴市场成长有望进一步扩大市场容量。根据 Verified Market Research, 全球球星卡交易市场规模预计将从 2019 年的 138 亿美元增长到 2027 年的 988 亿美元, 2020 年至 2027 年 CAGR 达 23.01%。

图 10: 2019 年以来 50 张高端体育类卡片每日总价格走势 (单位: 美元)



数据来源: CARD LADDER, Josh Luber 报告 “Trading Cards Are Cool Again”, 东吴证券研究所

图 11: 2020 年 eBAY 平台美国市场足球卡、篮球卡等销售额同比高速增长

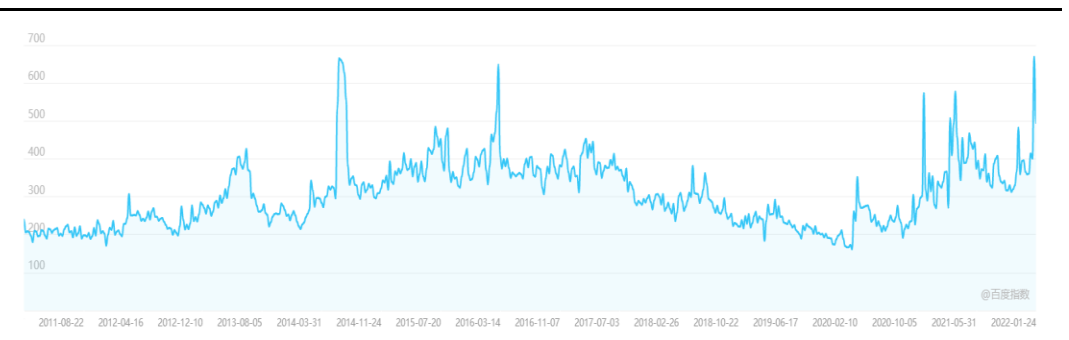


数据来源: eBay, 东吴证券研究所

### 2.1.3. 国内球星卡仍处于早期, 下游企业大有可为

相似赛道高热度和全球球星卡热潮正加速国内消费者教育。一方面, 球鞋、潮玩盲盒等相似市场的繁荣培育了消费者心智和市场环境, 另一方面, 本轮全球球星卡热潮加速国内消费者教育。2020 年国内在 eBay 平台收藏卡成交额同比增长高达 205%, 增幅排名全球第二(不包含北美市场); 公司投资的上海超旺公司旗下的卡淘平台同样受益, 用户规模实现快速增加。

图 12: “球星卡” 百度搜索指数变化



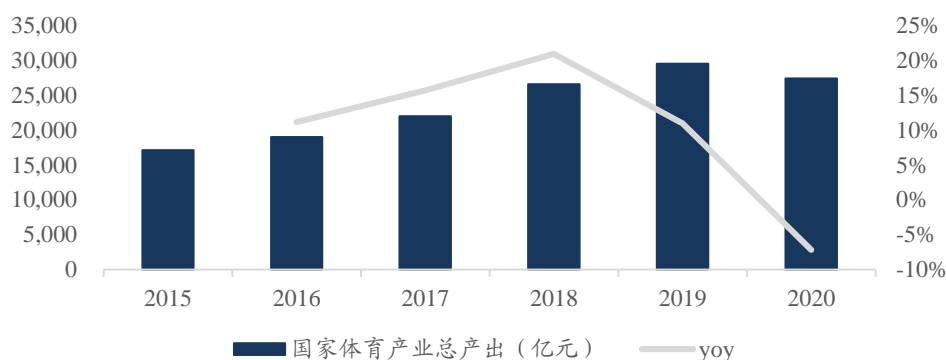
数据来源: 百度指数, 东吴证券研究所

长期来看，我们认为可以从三个维度看球星卡市场的增长空间。

**维度一：宏观看体育消费市场增长具有较高确定性和较大空间。**国内体育人均消费与发达国家相比较低，仍在增长阶段，根据央视财经，2020年我国人均体育消费金额增长超过30%。且相比美国，国内体育消费规模在体育产业中的占比也有较大提升空间。根据观研天下，2019年我国体育消费市场规模1.17万亿元，在2019年体育产业产出中占比40%；而根据艾媒咨询，2017年美国体育用品消费、职业体育赛事消费和休闲健身消费增加值占美国体育产业增加值达75.6%。且国内体育消费需求仍以体育制造用品为主，娱乐性消费、观赏性消费习惯尚未养成，球星卡更是小众市场。

**我们认为国家对体育产业、体育消费升级的支持将成为其增长的一大驱动力：**2021年8月国家印发《全民健身计划（2021—2025年）》，计划到2025年全国体育产业总规模实现5万亿元，对应2021-2025年CAGR约13%，相比2020年增长83%；同时提及要“鼓励各地创新体育消费政策、机制、模式、产品，加大优质体育产品和服务供给，促进高端体育消费回流”。球星卡作为一种娱乐型体育消费品，我们认为其增长同样具备一定确定性和空间。

图 13：我国体育产业产出增长趋势



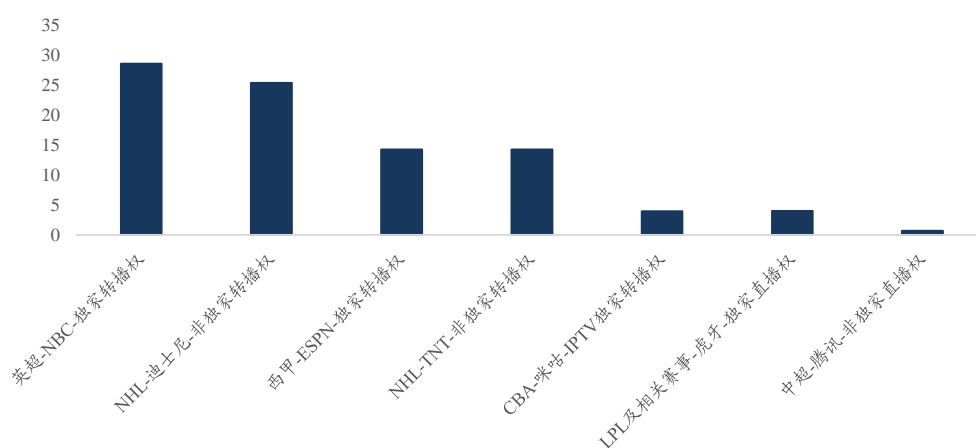
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

**维度二：对标国外，我们预计国内球星卡一二级市场空间约36-47亿元。**2020年北美体育赛事相关市场规模760亿美元（来自普华永道数据，口径包括媒体版权、门票收入、赛事赞助和衍生品销售），2020年球星卡市场规模约15-20亿美元（来自美国CNBC电视台报道，考虑到头部发行商的年销售额规模，我们估计该口径为一级市场销售额），可粗略算得成熟市场球星卡销售额在体育赛事市场规模中占比约2%-2.6%（CNBC报道未说明统计范围，但考虑到球星卡市场主要在北美，我们认为两个指标具备一定可比性）。

而根据前瞻产业研究院，国内2018年体育赛事市场规模300亿元，若粗略参照2%-2.6%的比例，对应球星卡销售额空间约6-7.8亿元。根据公司公告，海外二手交易市场是一级市场规模的5倍以上，若参照此比例，国内球星卡一二级市场总空间约36-47亿元。而根据邮人体育，2020年国内球星卡转售市场规模仅约3-4亿元，因此我们认为国内球星卡市场仍有较大增长空间。

**受众数量是主要增长点。**虽然国内球类体育 IP 价值低于美国球类体育 IP 价值（对比媒体转播权费用，2021 年英超给 NBC 独家转播权年均费用约为 2020 年 CBA 给咪咕的 IPTV 独家转播权年均费用的 7 倍），但胜在球迷基数大，且球星卡玩家在球迷中的占比较低，用户层面仍有较大增长空间。以球星卡两大品类足球和篮球为例，根据艾瑞咨询和腾讯体育数据，2018 年国内足球泛球迷数量 2 亿人，付费观赛球迷数量 1400 万人；2018 年篮球泛球迷数量 4.82 亿人，核心篮球迷数量 1.43 亿人，在 14 亿总人口中占比 10%。根据毒眸数据，同期美国篮球喜好观众 3000 万人，占美国 2018 年 3.27 亿总人口的 9%。但根据第一财经，国内卡迷仅约 5~6 万人，而美国球星卡玩家超过千万，差距巨大。虽然美国球星卡另一大品类棒球在国内并不盛行，但我们认为这不足以导致这么大的差距，核心仍是球星卡玩家在球迷中的占比不高。

图 14：国内外头部体育赛事转播权年均费用（亿元）



数据来源：新浪体育，懒熊体育，东吴证券研究所。注：年均费用=转播协议总价/合作时长（年）。汇率取 2022/1/29 数据，1 美元=6.36 元人民币。除 CBA 和咪咕签约时间为 2020 年以外，其他协议签订时间均为 2021 年。

参考美国发展经验，我们认为国内体育赛事的逐步成熟和球星卡二级流通市场的逐步完善（交易、评级等）有望驱动球星卡玩家的增长。

**维度三：横向对比，球星卡市场仍有较大成长空间。**国内球星卡市场规模与潮玩等相似品类市场规模同样有较大差距。我们认为相比其他抽卡类收藏品市场，球星卡收藏价值更高，且体育 IP 本身具有广大潜在受众，理论上可具有更高的市场天花板。参考相似市场的成长路径，我们认为行业一方面需要抓住消费主力，另一方面在市场早期需优化供给，通过爆款推动球星卡破圈。

表 5：球星卡市场可对标集换式卡牌游戏、潮玩和球鞋二手转售等相似市场

对标市场	市场规模	主要玩家收入体量
集换式卡牌游戏	2019 年中国内地批发价值约 2.46 亿元。	<p><b>卡游动漫：</b>制作发行商，拥有奥特曼等国内外 70%以上流行动漫 IP 授权。2020 年营收约 30 亿元。</p> <p><b>华立科技：</b>发行商，2020 年动漫衍生产品（大部分来自卡片销</p>



		售)收入 6,822 万元。
潮玩	2020 年中国市场规模 295 亿元。	<b>泡泡玛特:</b> 实现潮玩产业链一体化, 2020 年收入 25 亿元, 归母净利润 5 亿元。
球鞋	2019 年二手球鞋转售全球市场规模超过 400 亿元, 中国市场规模超过 69 亿元。	<b>得物:</b> 潮品转卖平台, 2020 年 GMV 500 亿元, 同比增长 92%

数据来源: 公司公告, 云涌游戏招股书, 艾媒咨询, 海豚智库, 36 氪, 好看商业, 东吴证券研究所。注: (1) 2019 年平均汇率 1 港币=0.88 元人民币, 1 美元=6.9 元人民币; (2) 集换式卡牌游戏行业市场规模为批发口径, 玩家收入为全口径, 存在差异。

**国内球星卡产业链尚不成熟, 相关企业大有可为。**除了需求端仍为小众市场, 国内球星卡产业链也处于早期建设阶段: IP 环节, 国内优势体育项目球星卡开发较少, 球类体育赛事尚不成熟; 制造发行环节, 发行商产品品类单一, 质量层次不齐; 经销零售环节, 除 PANINI 天猫旗舰店以外的渠道高度分散; 二级市场, 评级玩家较少, 二手交易平台也存在诸多用户痛点。各环节玩家在业务优化和收入规模上仍有较大提升空间。

**表 6: 海外球星卡市场主要玩家收入规模**

环节	主要玩家收入规模
制造/发行	Fanatics 2019 年收入 25 亿美元 Topps2020 年销售额 5.67 亿美元, 同比增长 23%, 实体球星卡收入占比 55%, 数字球星卡业务收入占比 6%
评级	PSA 在截至 2020/6/30 的 12 个月内收入 3.4 千万美元
拍卖交易	eBAY 2021 年 Q1 美国市场交易卡 GMV 超过 10 亿美元 Goldin Auctions 2020 年收入超过 1 亿美元 Heritage Auctions 2021 年体育产类销售额接近 2 亿美元

数据来源: eBAY 公司公告, 懒熊体育, 卡特菲力克, Sports Collectors Daily, 东吴证券研究所

**图 15: 国内球星卡主要玩家**



数据来源: FANSMALL 公众号, 东吴证券研究所整理

## 2.2. 模式闭环、原有生态赋能，球星卡或成下一个增长点

### 2.2.1. 布局球星卡发行和交易环节，打造生态闭环

公司收购的上海超旺通过旗下的 DAKA 文化和 Card Hobby 平台分别开展卡牌发行业务和交易业务。

**DAKA 文化：中国首家专业化的体育文化收藏卡发行商，曾发行过多款头部体育 IP 球星卡。** DAKA 文化成立于 2015 年，已签约、发行的产品覆盖足球（中超、欧洲五大联赛）、篮球（CBA）、电竞（LOL）等品类。另一家头部球星卡发行商中体卡业自 2018 年以来获得了多个头部体育 IP 球星卡授权，推出过国内首款采用镜面折射工艺的 CBA 官方球星卡，是公司强劲的竞争对手。体育 IP 是球星卡的核心，且头部体育赛事版权费用往往较高，掌握版权的公司具备明显优势，但国外也有 Fanatics 后来居上的先例，因此我们认为短期看版权，长期仍需关注玩家的发行实力。而公司在二级市场的布局或有望为一级业务赋能。

表 7: DAKA 文化、中体卡业体育卡片版权具体情况对比（不完全统计）

公司	体育项目	球星卡版权获取情况
DAKA 文化		<b>俱乐部：</b>
	足球	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 上海申花足球俱乐部（独家；2017-2019 年）；</li> <li>· 江苏苏宁足球俱乐部（2018 年）；</li> <li>· <b>德国多特蒙德足球俱乐部（独家；2018 年-2021 年）；</b></li> <li>· 北京中赫国安足球俱乐部（独家，2018 年）</li> </ul>
	篮球	<b>赛事：</b> CBA（独家；2015-2019 年）
	电竞	<b>LOL 俱乐部：</b> WE、OMG、EDG（均为 2018 年）
中体卡业		<b>赛事：</b> 中超联赛（独家；2018 年开始，2021 年仍有合作）；足协杯（独家，2021 年）
		<b>俱乐部：</b>
	足球	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 广州富力足球俱乐部（2018 年开始，2020 年仍有合作）；</li> <li>· 广州恒大淘宝足球俱乐部（2019 年开始，2020 年仍有合作）；</li> <li>· 深圳市足球俱乐部（2019 年开始，2020 年仍有合作）；</li> <li>· 武汉卓尔足球俱乐部（2019 年开始，2020 年仍有合作）；</li> <li>· 河北华夏幸福足球俱乐部（2019 年）；</li> <li>· 大连一方足球俱乐部（2019 年）；</li> <li>· 江苏苏宁足球俱乐部（2020 年）</li> </ul>
	篮球	<b>球队/球星：</b> 中国足协中国之队（中国大陆地区独家，2018-2021 年）；“恒大八冠王”郑智（独家，2021 年开始）；上海申花功勋队长莫雷诺（独家，2021 年开始）
		<b>CBA（独家，2021 年开始）</b>

数据来源：“中体卡业”官方微博和公众号，“DAKA 达咖文化”官方微博和公众号，三文娱，多特蒙德俱乐部官网，上海绿地申花俱乐部官网，东吴证券研究所。注：本表仅统计了公开渠道可见的球星卡版权，可能存在遗漏；括号内的时间为合作开始和合约结束年份；部分版权官方未公布签约时长，因此只写明可统计的合作年份或开始年份。

表 8: 全球头部球星卡制造商/发行商为球星卡版权支付的年费用在 2000 万美元上下

制造商/发行商	版权方	版权费用
Topps	MLBPA	2019 年 1877 万美元 2020 年 2040 万美元
帕尼尼	NFLPA	2020 年 2420 万美元

数据来源: 卡特菲力克, 东吴证券研究所

**Card Hobby (卡淘) 平台: 球星卡二手交易平台龙头, 通过收取交易佣金盈利, 类似电商商业模式。**根据公司公告和三文娱数据, 2021 年平台 GMV 突破 6 亿元, 同比增长超过 300%, 主要来自国内市场, 月 GMV 最高突破 5000 万元。主要竞争对手是国内体育潮玩收藏社区平台 FANSMALL。FANSMALL 2019 年成立, 由于有评级业务, 在专业化程度上更有优势。

表 9: 卡淘和 FANSMALL 规则和业务对比

平台	平台保证金	商家规则	特色业务
卡淘	100 元, 转为平台货币 100 元发布点	1000 元保证金, 佣金抽成 5%	· <b>求卡:</b> 每笔成功的求卡交易从匹配者账户中扣除交易金额 2.5% 的发布点
FANSMALL	200 元		· <b>评级:</b> 国际卡藏评级机构 CSG 和 CGC 中国地区独家代理机构和官方唯一认证的评级订单提交中心 · <b>平台收卡:</b> 费率 6%, 新用户首批卡片 3.5%, VIP 用户 2%。

数据来源: FANSMALL APP 和公众号, 卡淘 APP, 东吴证券研究所

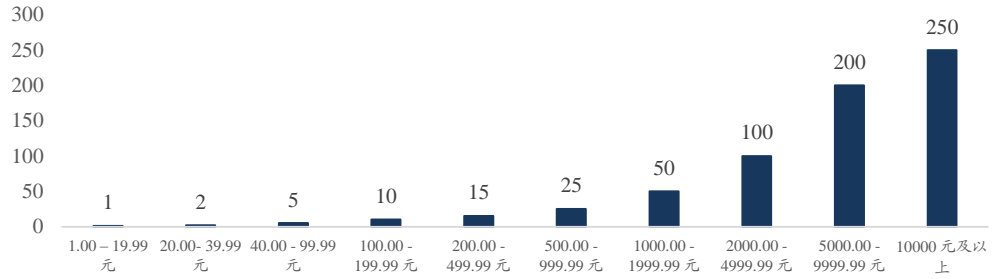
两个平台均有拍卖、拼团拆卡、直播拆卡等业务, 其中的拍卖均采用代理拍卖机制, 规则与 eBay 平台相同。此模式优势在于可以节省买卖双方时间, 买家若截标日有事不能回来参与拍卖, 可以提前出好心理价位, 到时间自动截标。

图 16: 卡淘平台拍卖规则图解

卖家	买家出价		平台显示的领先方和当前价
出售一件藏品, 起始价为 1.00 元			
	系统将根据买家输入的可接受最高出价金额自动以最小加价金额向上出价, 维持买家最高出价者的位置, 直到买家的最高出价被其他买家超过为止, 代理价格对其他会员保密。		
参与买家 (按出现时间先后自上而下排序)	买家出价		平台显示的领先方和当前价
只有买家 A	1000 元 (心理价位)		买家 A 领先, 当前价 1 元
买家 B 加入	600 元		买家 A 领先, 系统代理买家 A 出价 615 元
买家 C 加入	1000 元 (心理价位)		买家 C 出价没有高于先出价的买家 A, 买家 A 领先, 当前价 1000 元
买家 D 加入	1500 元		买家 D 出价高于买家 A, 买家 D 领先, 当前价 1025 元。若无更高出价, 买家 D 以 1025 元成交

数据来源: 卡淘平台官网, 东吴证券研究所

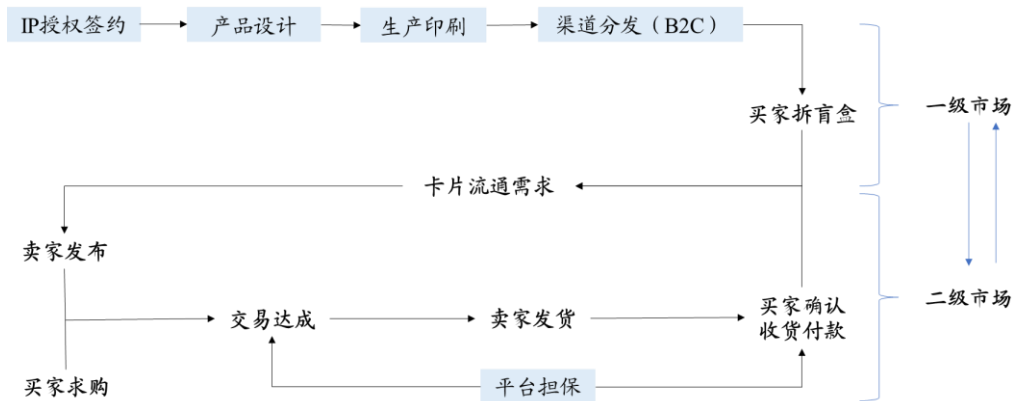
图 17: 卡淘平台拍卖不同当前价对应的加价幅度(横轴为当前价,纵轴为加价幅度,单位元)



数据来源: 卡淘平台, 东吴证券研究所

基于 DAKA 文化和卡淘平台, 公司球星卡业务将有望实现生态闭环。公司通过发行业务和交易业务, 可以打通从优质 IP 获取、产品设计、渠道分发、平台交易、专业化社群运营的完整闭环。一级市场的扩大将持续刺激二级市场交易, 而社群 KOL 带动或交易溢价也将反过来驱动一级市场发展, 实现持续双向赋能。

图 18: 公司球星卡业务商业模式



数据来源: 东吴证券研究所绘制

### 2.2.2. 原有生态赋能, 业务前景可观

除了标的本身质地较优, 公司原有业务赋能也将驱动新业务快速发展:

**产品生产环节技术复用:** 球星卡种类繁多, 牵涉不同的制造工艺, 而公司拥有一批长期专注于卡片生产的技术专家, 其高端卡片生产技术和工艺有望充分赋能球星卡的设计、生产和研发。

**获客环节助力:** (1) **用户群体复用。** 公司扑克业务和游戏业务用户群体广泛, 两项业务与球星卡联动有望推动球星卡破圈。(2) **流量触达。** 公司已覆盖超过百万家终端销售渠道, 同时公司拥有大量线上客户及线上媒体、流量资源, 有望推动球星卡线上线下的全渠道发展。

此外, 公司表示将结合区块链加速球星卡二级交易, 而海外球星卡 NFT 已取得优

异成绩。球星卡本身具有较高的收藏价值，且在海外（尤其是北美）已具备较大的用户基础，十分适合进行上链确权。NBA、NBPA 和 Dapper Labs 于 2020 年 10 月开启首款区块链收集游戏 NBA Top Shot 公测，NBA 爱好者可在游戏中购买、销售、交易并收集数字化的赛季标志性动作，用于链上游戏或锦标赛。截至 2022/1/25，NBA Top Shot 在 cryptoslam 平台上的历史成交总额已高达 8.7 亿美元，在 NFT 藏品中排名前 8。我们认为公司可通过借助区块链进一步提高球星卡流通透明度和流通效率，推动产业成长，同时为切入数字资产领域打好技术基础。

表 10: 实体卡对比数字卡

	实体卡	数字卡
发行商	帕尼尼、Topps 等公司	Dapper Labs
售卖平台	官网、官方旗舰店、线下门店、 线下展会	官网
二级市场	实体店、二手交易平台、第三 方交易平台	官网自带二级市场
防伪技术	实体卡防伪标签	NFT 代币
交易方式	第三方评估价值后邮寄发货	官网实时显示行情，交易实时到账
收藏性	有实物，可欣赏把玩	无实物，保存在个人账户

数据来源：TOPSHOT 中文社区，东吴证券研究所

表 11: cryptoslam 平台按成交金额排序 TOP10 NFT 藏品

排名	NFT 名称	类型/特征	成交金额 (亿美元)	买家数量 (千人)	持有者数量 (千人)
1	Axie Infinity	游戏	39	1,508	2,981
2	Meebits	3D 体素字符	36	6	6
3	Terraforms	-	20	2	2
4	CryptoPunks	头像	19	5	3
5	Art Blocks	生成随机艺术 品的平台	12	25	29
6	Bored Ape Yacht Club	猴子图画	12	9	6
7	Loot	黑色背景，只 包含文本	10	4	3
8	NBA Top Shot	球星卡	9	399	638
9	Mutant Ape Yacht Club	猴子图画	7	14	12
10	The Sandbox	沙盒游戏	3	20	19

数据来源：cryptoslam，东吴证券研究所。统计时间为 2022/1/25。



球星卡业务是公司未来业务重点。结合国内体育消费成长红利，基于标的质量、用户基础和公司原有能力圈，我们看好长期该业务为公司贡献新业绩增量。

### 3. 盈利预测与投资建议

#### 3.1. 盈利预测

我们对公司各业务的收入预测如下：

(1) 扑克牌业务处于成熟期，我们预计 2021-2023 年收入增速维持在 10%，对应 2021-2023 年收入为 8.34/9.18/10.09 亿元；

(2) 我们预计公司 2021 年下半年在国内外推出的新游将于 2022 年释放业绩，因此我们预计游戏业务 2021-2023 年收入增速 8%/15%/10%，对应 2021-2023 年收入为 13.11/15.07/16.58 亿元。

(3) 广告业务，我们认为公司市场份额提升将驱动业绩增长，我们预计 2021-2023 年收入分别实现 19.11/28.67/37.27 亿元，同比增长 300%/50%/30%。

综上，我们将公司 2021-2023 年收入由 49.96、59.70 和 69.32 亿元下调至 40.56、52.92、63.94 亿元，同比增长 58.32%/30.46%/20.83%。

各业务成本费用方面：(1) 扑克牌业务：2021 年原材料价格上涨影响采购成本，毛利率下降，我们认为随着成本回落，毛利率水平有望回升，我们预计 2021-2023 年扑克牌业务实现净利润 0.56/0.62/0.70 亿元。(2) 游戏业务：2021 年高研发费用和新捕鱼游戏产品买量投入拉低利润率水平，2022 年将逐渐回本，净利率水平有望回升，我们预计 2021-2023 年实现净利润 4.85/5.95/6.96 亿元。(3) 广告营销板块：随着业务逐步成熟，盈利能力有望逐步增强，我们预计 2021-2023 年实现净利润 0.43/0.70/1.08 亿元。

综上，我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 5.63/7.01/8.43 亿元，同比增长-48.5%/24.4%/20.2%。我们将 2021-2023 年 EPS 由 2.08、2.46 和 2.81 元下调至 1.39、1.73 和 2.08 元，对应 PE 分别为 16/13/11 倍。

表 12: 公司关键财务指标测算

	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	57.21%	39.84%	36.91%	34.50%
销售费用率	18.76%	13.00%	11.00%	9.30%
管理费用率	5.86%	4.50%	4.50%	4.50%
研发费用率	5.37%	5.25%	4.70%	4.20%
归母净利率	42.68%	13.88%	13.24%	13.18%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

#### 3.2. 分部估值

由于公司各业务所处成长阶段不同，因此我们采取分部估值法进行估值：

**扑克牌业务：**公司是唯一的扑克牌上市公司，我们难以找到对标公司的估值水平，且扑克牌业务体量较小，对整体估值的影响不大，当前业务发展平稳，我们给予 2022 年 20 倍 PE，则扑克牌业务对应估值约 12 亿元。

**对于游戏业务，**我们考虑到：（1）公司在休闲游戏、尤其棋牌类游戏内处于业内领先地位，而海外头部休闲游戏公司和国内游戏龙头 2022 年 PE 在 15-23 倍之间；（2）游戏行业受版号政策影响，估值受压制，正处于历史低位，我们预计 2022 年估值有望得到修复。综上，我们给予公司游戏业务 2022 年 20 倍 PE，对应市值 119 亿元。

**营销业务：**作为公司的新业务，正处于高速发展期，对标 A 股营销领域上市公司蓝色光标，我们给予 2022 年 25 倍 PE，对应市值 18 亿元。综上，我们认为公司 2022 年合理市值为 149 亿元。

表 13: 各业务可比公司估值情况

股票代码	公司名称	EPS			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002605.SZ	姚记科技	1.39	1.73	2.08	16.46	13.22	11.00
海外游戏公司							
PLTK.O	PLAYTIKA	4.55	6.58	7.60	22.18	15.34	13.27
9999.HK	网易-S	4.43	5.31	6.22	27.51	22.95	19.59
A 股游戏公司							
002555.SZ	三七互娱	1.22	1.57	1.86	20.36	15.82	13.35
603444.SH	吉比特	22.02	25.90	30.23	15.97	13.57	11.63
A 股营销公司							
300058.SZ	蓝色光标	0.26	0.32	0.38	33.69	27.38	23.05

数据来源：WIND，彭博，东吴证券研究所测算。注：EPS 单位均为元，美元兑人民币汇率和港元兑人民币汇率均取 2022/1/29 数据，分别为 1 美元=6.36 元人民币和 1 港元=0.82 元人民币；收盘价取 2022/1/28 数据。PLAYTIKA 业绩预测取彭博一致预期，网易-S 业绩预测取万得一致预期，其他公司业绩预测为我们预测值。

### 3.3. 投资建议

我们认为随着原材料成本调整，新游开始回本，以及创新营销业务长期增长，公司业绩有望实现稳步增长，根据分部估值法计算公司 2022 年市值为 149 亿元，对应 2022 年目标价 37.31 元，我们维持公司“买入”评级。

## 4. 风险提示

（1）**政策监管风险。**棋牌类游戏监管政策趋严，球星卡具备投资品属性长期看也

可能会受到监管，可能会对公司新老业务产生不利影响。

**(2) 商誉减值风险。**截至 2021/9/30，公司商誉约 12.47 亿元，存在一定的减值风险。

**(3) 新业务发展不及预期。**国内球星卡行业仍处于发展早期，且领域内业务整合可借鉴经验较少，新业务业绩贡献可能不及预期。

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>	<b>1,300</b>	<b>1,651</b>	<b>2,277</b>	<b>2,320</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,562</b>	<b>4,056</b>	<b>5,292</b>	<b>6,394</b>
现金	659	855	859	941	减:营业成本	1,096	2,440	3,339	4,188
应收账款	251	425	751	754	营业税金及附加	32	58	73	79
存货	271	217	451	387	营业费用	481	527	582	595
其他流动资产	119	153	217	239	管理费用	288	395	487	556
<b>非流动资产</b>	<b>2,587</b>	<b>2,782</b>	<b>3,359</b>	<b>4,020</b>	研发费用	138	213	249	269
长期股权投资	29	117	206	294	财务费用	36	25	19	19
固定资产	335	426	546	634	资产减值损失	1	0	0	0
在建工程	47	67	87	109	加:投资净收益	494	13	14	13
无形资产	74	76	94	128	其他收益	17	65	27	30
其他非流动资产	2,101	2,096	2,426	2,856	资产处置收益	80	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,886</b>	<b>4,433</b>	<b>5,636</b>	<b>6,341</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,313</b>	<b>674</b>	<b>833</b>	<b>1,001</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,150</b>	<b>1,314</b>	<b>1,883</b>	<b>1,807</b>	加:营业外净收支	-6	0	0	0
短期借款	474	470	470	470	<b>利润总额</b>	<b>1,307</b>	<b>673</b>	<b>833</b>	<b>1,001</b>
应付账款	408	289	665	532	减:所得税费用	173	89	106	127
其他流动负债	268	554	748	805	少数股东损益	41	21	26	31
<b>非流动负债</b>	<b>622</b>	<b>418</b>	<b>387</b>	<b>359</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,093</b>	<b>563</b>	<b>701</b>	<b>843</b>
长期借款	215	175	145	117	EBIT	1,330	686	841	1,007
其他非流动负债	407	243	242	242	EBITDA	1,387	746	924	1,109
<b>负债合计</b>	<b>1,772</b>	<b>1,732</b>	<b>2,270</b>	<b>2,166</b>	<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	75	101	133	每股收益(元)	2.70	1.39	1.73	2.08
归属母公司股东权益	2,060	2,626	3,266	4,042	每股净资产(元)	5.09	6.48	8.06	9.98
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,886</b>	<b>4,433</b>	<b>5,636</b>	<b>6,341</b>	发行在外股份(百万股)	402	405	405	405
					ROIC(%)	72.8%	36.0%	39.9%	44.1%
					ROE(%)	53.6%	21.6%	21.6%	20.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	57.2%	39.8%	36.9%	34.5%
经营活动现金流	526	685	758	940	销售净利率(%)	42.7%	13.9%	13.2%	13.2%
投资活动现金流	-32	-257	-647	-750	资产负债率(%)	45.6%	39.1%	40.3%	34.2%
筹资活动现金流	-347	-232	-108	-108	收入增长率(%)	47.5%	58.3%	30.5%	20.8%
现金净增加额	140	196	4	82	净利润增长率(%)	156.1%	-48.5%	24.4%	20.2%
折旧和摊销	57	61	83	102	P/E	8.48	16.46	13.22	11.00
资本开支	86	108	153	143	P/B	4.50	3.53	2.84	2.29
营运资本变动	-142	14	-57	-42	EV/EBITDA	6.92	12.43	10.04	8.30

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>