

# 姚记科技 (002605.SZ)

## 主业稳健，球星卡业务开辟新空间

**增持**

### 核心观点

**业绩符合预期，业绩下滑为短期原因。**公司发布 2021 年业绩预告：2021 年公司预计实现归母净利润 5.4~6.04 亿，同比减少 45%~51%，实现扣非归母净利润 4.95~5.49 亿，同比减少 3%~13%，其中预计 21Q4 实现归母净利润 0.79~1.44 亿，同比变化-26.84%~32.87%。公司归母净利润下降主要原因：1) 21Q1 对上海细胞治疗集团股权由权益法核算变更为以公允价值计量，且变动计入当期损益的金融资产形成较大的非经常损益；2) 公司加大游戏研发力度导致研发费用增加；3) 扑克牌业务的原材料价格上涨，导致采购成本增加。公司业绩符合预期，业绩下滑为短期影响，主业基本面稳健向上。

**收购卡淘，布局球星卡全产业链。**公司进军体育文化收藏卡球星卡业务，目前公司已战略投资卡淘，下设 DAKA(国内最大的卡片 IP 发行商)与 Card Hobby(国内最大的二手收藏卡交易平台)。DAKA 已签约、发行的产品覆盖足球(中超、欧洲五大顶级联赛)、篮球(CBA)、电竞(LOL)等。Card Hobby 在国内球星卡二手交易平台占到 70%-80%份额，具有绝对龙头地位，未来潜力更大，Card Hobby 年 GMV 在 2021 年突破 6 亿元，同比增速超 300%。

**球星卡行业发展势头迅猛，中国潜力巨大。**从一级发行端来看，全球知名公司 Panini、Topps 都有 20 亿+的销量，在销售层面，其以盲盒的形式做销售。从二级交易端看，目前北美二手交易市场超 100 亿美元，至 2027 年行业产值有望突破 900 亿美元。目前海外的二手交易市场是一级市场规模的 5 倍以上。体育卡片收藏行业在中国刚刚起步，具有广泛的球迷用户基础，未来 3-5 年中国体育产业市场会有爆发，发展前景巨大，卡牌当前是体育产业中的一个重要价值点，2020 年中国球星卡业务增速达 205%，超全球行业增速。

**风险提示：**球星卡业务不及预期；政策监管风险；游戏版号停止发放。

**投资建议：**公司三大主业“游戏+扑克+广告”平稳，主业之外新布局的球星卡业务空间较大：1) 球星卡在国内为新兴市场，从 IP 储备到一级发行到二手交易，公司有望搭建国内最大的球星卡交易综合平台；2) 公司将持续拓展 IP 资源，扑克牌销售体系和公司的营销渠道流量对球星卡将有显著协同作用；3) IP 与实体卡平台基础之上，元宇宙时代球星卡具备更多业务拓展可能。考虑到球星卡业务尚属于投入布局期，我们暂不考虑其业绩贡献，预计公司 21-23 年归母净利润 5.76/7.20/8.44 亿，同比增速 -47.3%/25.1%/17.2%，EPS 为 1.42/1.78/2.08 元，对应 PE 为 13/11/9X，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 1,737  | 2,562  | 3,864  | 4,891  | 6,131  |
| (+/-%)       | 84.0%  | 47.5%  | 50.8%  | 26.6%  | 25.4%  |
| 净利润(百万元)     | 345    | 1093   | 575.74 | 719.98 | 843.91 |
| (+/-%)       | 165.9% | 217.1% | -47.3% | 25.1%  | 17.2%  |
| 每股收益(元)      | 0.86   | 2.70   | 1.42   | 1.78   | 2.08   |
| EBIT Margin  | 38.1%  | 31.3%  | 17.4%  | 17.3%  | 15.8%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 23.1%  | 53.1%  | 23.4%  | 24.3%  | 23.7%  |
| 市盈率 (PE)     | 22.7   | 7.2    | 13.8   | 11.0   | 9.4    |
| EV/EBITDA    | 13.0   | 11.4   | 14.6   | 12.4   | 11.3   |
| 市净率 (PB)     | 5.24   | 3.84   | 3.22   | 2.67   | 2.23   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 传媒·游戏 II

**证券分析师：张衡**

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn xiaayan2@guosen.com.cn

S0980517060002

**证券分析师：夏妍**

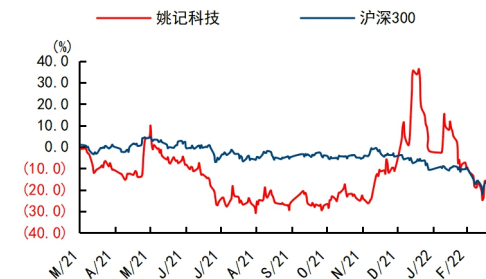
021-60933162

S0980520030003

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 增持(维持)          |
| 合理估值        | 21.80 - 25.20 元 |
| 收盘价         | 19.56 元         |
| 总市值/流通市值    | 7922/6377 百万元   |
| 52 周最高价/最低价 | 32.81/16.07 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 309.85 百万元      |

#### 市场走势

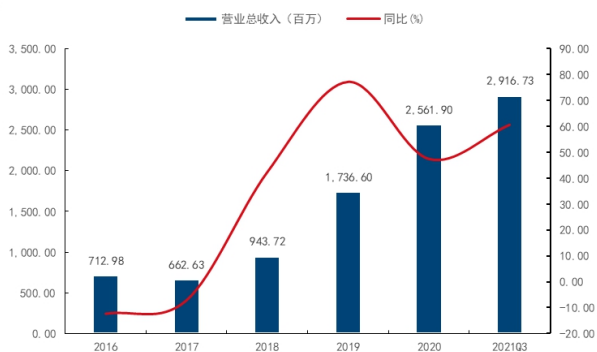


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

**业绩符合预期，业绩下滑为短期原因。**公司发布 2021 年业绩预告：2021 年公司预计实现归母净利润 5.4~6.04 亿，同比减少 45%~51%，实现扣非归母净利润 4.95~5.49 亿，同比减少 3%~13%，其中预计 21Q4 实现归母净利润 0.79~1.44 亿，同比变化-26.84%~32.87%，环比变化-15.13%~54.14%。公司归母净利润下降主要原因：1) 21Q1 对上海细胞治疗集团有限公司股权由权益法核算变更为以公允价值计量，且变动计入当期损益的金融资产形成较大的非经常损益；2) 为提高游戏业务的综合竞争力，加大研发力度导致研发费用增加；3) 扑克牌业务的原材料价格上涨，导致采购成本增加。整体来看，公司业绩符合预期，业绩下滑为短期影响，主业基本面稳健向上。

图1：姚记科技营业收入及增速（单位：百万、%）



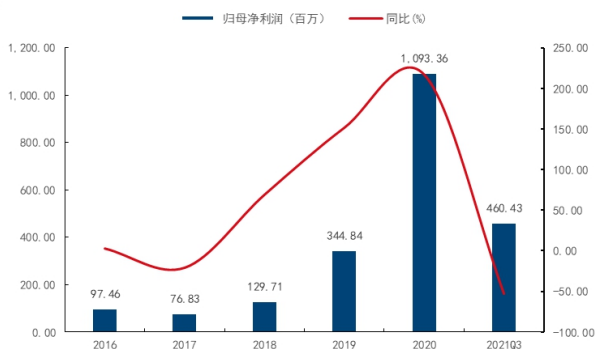
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：姚记科技单季营业收入及增速（单位：百万、%）



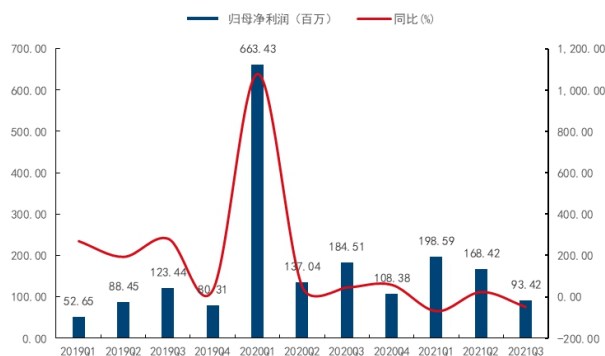
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：姚记科技归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

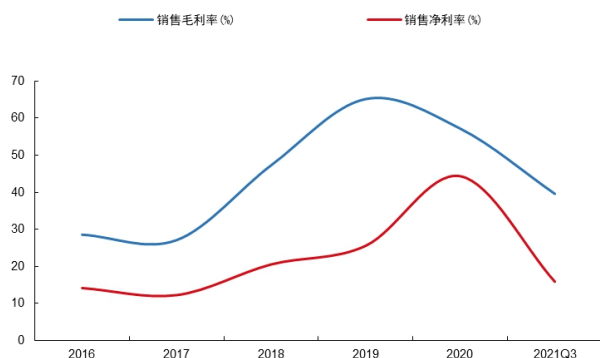
图4：姚记科技单季归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

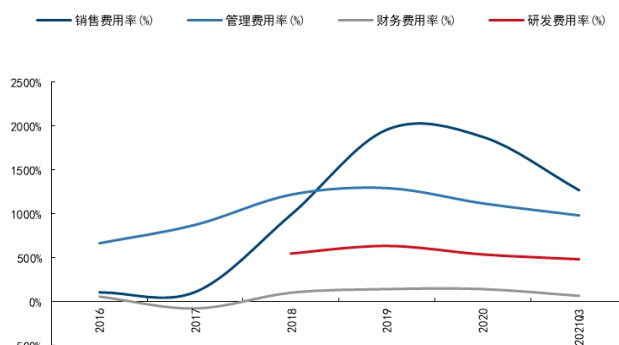
预计 21 年公司净利率和毛利率略有承压主要因扑克牌业务和游戏业务的成本扩张，预计公司费用率端将保持平稳。

图5: 姚记科技毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 姚记科技费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司收购卡淘, 布局球星卡全产业链。**公司在持续加码投入发展现有的游戏业务、互联网营销和扑克牌的基础上, 进军体育文化收藏卡球星卡业务。目前姚记科技已战略投资卡淘, 下设 DAKA (国内最大的卡片 IP 发行商) 与 Card Hobby (国内最大的二手收藏卡交易平台)。DAKA 已签约、发行的产品覆盖足球 (中超、欧洲五大顶级联赛)、篮球 (CBA)、电竞 (LOL) 等。Card Hobby 在国内球星卡二手交易平台占到 70-80% 份额, 具有绝对龙头地位, 未来潜力更大, Card Hobby 年 GMV 在 2021 年突破 6 亿元, 同比增速超过 300%。

图7: Card Hobby 平台



资料来源: Card Hobby、国信证券经济研究所整理

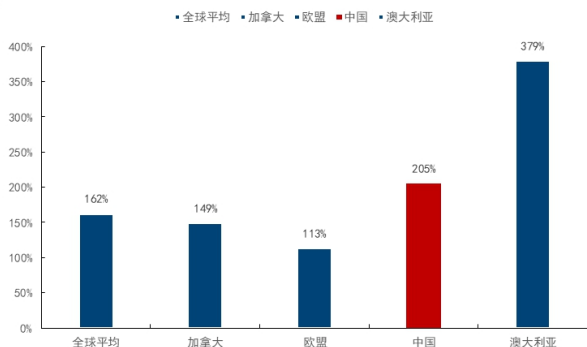
图8: Card Hobby 平台球星卡



资料来源: Card Hobby、国信证券经济研究所整理

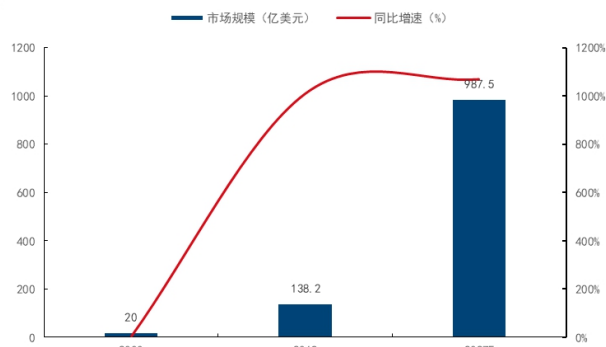
**球星卡行业发展势头迅猛, 中国潜力巨大。**从一级发行端来看, 全球知名企业 Panini、Topps 都有 20 亿+的销量。在销售层面, 以盲盒的形式做销售。从二级交易端看, 目前北美二手交易市场超过 100 亿美元, 至 2027 年行业产值有望突破 900 亿美元。目前海外的二手交易市场是一级市场规模的 5 倍以上。体育卡片收藏行业在中国刚刚起步, 具有广泛的球迷用户基础, 未来 3-5 年中国体育产业市场会有爆发, 发展前景巨大, 卡牌当前是体育产业中的一个价值点, 2020 年中国球星卡业务增速达 205%, 超全球行业增速。

图9：2020 年全球球星卡消费部分国家/地区增速（%）



资料来源：智研咨询、国信证券经济研究所整理

图10：2000-2027E 全球球星卡市场规模预测



资料来源：智研咨询、国信证券经济研究所整理

**风险提示：**球星卡业务不及预期；政策监管风险；游戏版号停止发放。

**投资建议：**公司三大主业“游戏+扑克+广告”保持稳健增长，主业之外新布局的球星卡业务空间较大：1）球星卡在国内为新兴市场，从 IP 储备到一级发行到二手交易，公司有望搭建国内最大的球星卡交易综合平台；2）公司将持续拓展 IP 资源，扑克牌销售体系和公司的营销渠道流量对球星卡将有显著协同作用；3）IP 与实体卡平台基础之上，元宇宙时代球星卡具备更多业务拓展可能。考虑到球星卡业务尚属于投入布局期，我们暂不考虑其业绩贡献，预计公司 21-23 年归母净利润 5.76/7.20/8.44 亿，同比增速-47.3%/25.1%/17.2%，EPS 为 1.42/1.78/2.08 元，对应 PE 为 13/11/9X，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

| 代码        | 公司简称 | 股价     | 总市值<br>亿元 | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       | 投资评级 |
|-----------|------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |      |        |           | 20A   | 21E   | 22E   | 23E   | 20A   | 21E   | 22E   | 23E   |      |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 21.48  | 497.02    | 1.31  | 1.22  | 1.48  | 1.73  | 16.40 | 17.61 | 14.51 | 12.42 | 买入   |
| 603444.SH | 吉比特  | 340.91 | 247.75    | 14.58 | 21.97 | 25.58 | 29.74 | 23.38 | 15.52 | 13.33 | 11.46 | 买入   |
| 002602.SZ | 世纪华通 | 6.19   | 462.80    | 0.4   | 0.42  | 0.51  | 0.65  | 15.48 | 14.74 | 12.14 | 9.52  | 买入   |
| 300315.SZ | 掌趣科技 | 3.61   | 99.82     | 0.12  | 0.35  | 0.39  | -     | 30.08 | 10.31 | 9.26  | -     | 增持   |
| 300031.SZ | 宝通科技 | 19.75  | 79.88     | 1.13  | 1.22  | 1.52  | 1.84  | 17.48 | 16.19 | 12.99 | 10.73 | 增持   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2019        | 2020        | 2021E        | 2022E        | 2023E        | 利润表（百万元）          | 2019         | 2020        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 505         | 659         | 1470         | 2282         | 3049         | 营业收入              | 1737         | 2562        | 3864         | 4891         | 6131         |
| 应收款项             | 152         | 277         | 423          | 536          | 672          | 营业成本              | 603          | 1096        | 2223         | 2922         | 3767         |
| 存货净额             | 177         | 271         | 337          | 402          | 467          | 营业税金及附加           | 15           | 32          | 48           | 60           | 74           |
| 其他流动资产           | 39          | 93          | 193          | 245          | 307          | 销售费用              | 341          | 481         | 703          | 792          | 981          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>873</b>  | <b>1300</b> | <b>2424</b>  | <b>3465</b>  | <b>4495</b>  | 管理费用              | 115          | 150         | 216          | 272          | 340          |
| 固定资产             | 411         | 382         | 408          | 446          | 478          | 财务费用              | 25           | 36          | (27)         | (14)         | (33)         |
| 无形资产及其他          | 275         | 74          | 71           | 68           | 65           | 投资收益              | (15)         | 494         | 15           | 20           | 25           |
| 投资性房地产           | 1168        | 2101        | 2101         | 2101         | 2101         | 资产减值及公允价值变动       | 19           | 100         | (30)         | (20)         | (20)         |
| 长期股权投资           | 294         | 29          | 79           | 129          | 179          | 其他收入              | (142)        | (48)        | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>3021</b> | <b>3886</b> | <b>5083</b>  | <b>6209</b>  | <b>7318</b>  | 营业利润              | 500          | 1313        | 685          | 858          | 1007         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 485         | 519         | 464          | 489          | 491          | 营业外净收支            | 1            | (6)         | 5            | 5            | 5            |
| 应付款项             | 338         | 408         | 857          | 1126         | 1453         | 利润总额              | 500          | 1307        | 690          | 863          | 1012         |
| 其他流动负债           | 192         | 223         | 472          | 600          | 766          | <b>所得税费用</b>      | 57           | 173         | 93           | 117          | 137          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1015</b> | <b>1150</b> | <b>1793</b>  | <b>2216</b>  | <b>2710</b>  | 少数股东损益            | 98           | 41          | 22           | 27           | 32           |
| 长期借款及应付债券        | 100         | 215         | 215          | 215          | 215          | 归属于母公司净利润         | 345          | 1093        | 576          | 720          | 844          |
| 其他长期负债           | 334         | 407         | 543          | 723          | 725          |                   |              |             |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>434</b>  | <b>622</b>  | <b>758</b>   | <b>939</b>   | <b>940</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2019</b>  | <b>2020</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>1450</b> | <b>1772</b> | <b>2551</b>  | <b>3154</b>  | <b>3651</b>  | 净利润               | 345          | 1093        | 576          | 720          | 844          |
| 少数股东权益           | 78          | 54          | 69           | 88           | 110          | 资产减值准备            | 20           | (18)        | 1            | 0            | 1            |
| 股东权益             | 1493        | 2060        | 2463         | 2967         | 3558         | 折旧摊销              | 54           | 50          | 41           | 48           | 55           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3021</b> | <b>3886</b> | <b>5083</b>  | <b>6209</b>  | <b>7318</b>  | 公允价值变动损失          | (19)         | (100)       | 30           | 20           | 20           |
|                  |             |             |              |              |              | 财务费用              | 25           | 36          | (27)         | (14)         | (33)         |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | 营运资本变动            | 194          | (1051)      | 522          | 349          | 233          |
| 每股收益             | 0.86        | 2.70        | 1.42         | 1.78         | 2.08         | 其它                | 46           | 51          | 14           | 18           | 22           |
| 每股红利             | 0.29        | 0.52        | 0.43         | 0.53         | 0.63         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>639</b>   | <b>25</b>   | <b>1184</b>  | <b>1156</b>  | <b>1173</b>  |
| 每股净资产            | 3.73        | 5.09        | 6.08         | 7.33         | 8.78         | 资本开支              | 0            | (96)        | (95)         | (104)        | (104)        |
| ROIC             | 32%         | 30%         | 24%          | 39%          | 49%          | 其它投资现金流           | 0            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 23%         | 53%         | 23%          | 24%          | 24%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>141</b>   | <b>168</b>  | <b>(145)</b> | <b>(154)</b> | <b>(154)</b> |
| 毛利率              | 65%         | 57%         | 42%          | 40%          | 39%          | 权益性融资             | 0            | 39          | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 38%         | 31%         | 17%          | 17%          | 16%          | 负债净变化             | 100          | 115         | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 41%         | 33%         | 19%          | 18%          | 17%          | 支付股利、利息           | (115)        | (210)       | (173)        | (216)        | (253)        |
| 收入增长             | 84%         | 48%         | 51%          | 27%          | 25%          | 其它融资现金流           | (516)        | 111         | (56)         | 26           | 1            |
| 净利润增长率           | 166%        | 217%        | -47%         | 25%          | 17%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(545)</b> | <b>(40)</b> | <b>(229)</b> | <b>(190)</b> | <b>(252)</b> |
| 资产负债率            | 51%         | 47%         | 52%          | 52%          | 51%          | <b>现金净变动</b>      | <b>234</b>   | <b>154</b>  | <b>811</b>   | <b>812</b>   | <b>767</b>   |
| 息率               | 1.5%        | 2.7%        | 2.2%         | 2.7%         | 3.2%         | 货币资金的期初余额         | 271          | 505         | 659          | 1470         | 2282         |
| P/E              | 22.7        | 7.2         | 13.8         | 11.0         | 9.4          | 货币资金的期末余额         | 505          | 659         | 1470         | 2282         | 3049         |
| P/B              | 5.2         | 3.8         | 3.2          | 2.7          | 2.2          | 企业自由现金流           | 0            | (400)       | 1052         | 1023         | 1021         |
| EV/EBITDA        | 13.0        | 11.4        | 14.6         | 12.4         | 11.3         | 权益自由现金流           | 0            | (174)       | 1019         | 1061         | 1051         |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032