

稳健夯实“大娱乐”战略推进，持续开拓新成长赛道

2023 年 07 月 08 日

扑克龙头依据公司禀赋实现纵深拓展，稳健夯实“大娱乐”战略推进。

➤ 股权结构稳定，打造扑克牌、游戏、营销三驾马车，核心业务发展稳健，新业务进一步增厚业绩。

扑克牌业务：巩固龙头地位，业务稳中有增。

➤ 凭借生产技术水平、产品质量和销售渠道优势，巩固龙头地位。同时公司进一步扩充产能，满足销售渠道拓展需求。2022 年 1-9 月公司扑克牌产销率增至 120%，扑克牌产能利用率较为饱和，产品销路顺畅。

游戏业务：拳头产品长线运营稳健，AI 技术有望率先赋能休闲赛道。

➤ 拳头游戏长线运营，核心产品流水稳定。国内市场上，《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》等游戏上线以来在国内 ios 休闲游戏畅销榜排名靠前且流水稳定。我们认为 1) 捕鱼休闲游戏赛道仍处于增长期，品类处于海外休闲游戏畅销榜前列；2) 游戏直播买量模式加热，休闲棋牌游戏有望实现更好转化；3) AI 重塑游戏生产过程并丰富游戏体验，小游戏应用中应用有望率先落地。

数字营销业务：23 年为业绩承诺最后一年，营销效能持续提升。

➤ 2020 年 6 月 12 日，姚记科技和郑隆腾、夏玉春等股东签订业绩承诺，芦鸣科技承诺于 2020/2021/2022/2023 年分别实现不低于人民币 2700 万元/3500 万元/4000 万元/4500 万元的净利润。目前来看，2020-2022 年芦鸣科技共实现净利润 1.1 亿元，2023 年为最后一年，公司目前已构建了营销全链条服务，渠道和客户资源优质，我们预计今年可以如期完成业绩承诺。

新赛道：前置布局球星卡和 IP 卡，拓展增长新航线。

➤ 球星卡兼具收藏和投资价值，公司球星卡布局一级和二级市场，协同效应显著。中国球星卡渗透率较低，但伴随着体育市场的发展，中国的球星卡市场有望慢慢向欧美国家靠拢；姚记潮品担任宝可梦简体中文版的代理经销商之一，分别负责卡牌桌游店铺、连锁潮玩店铺以及综合零售店铺渠道销售，IP 卡业务有序延拓。

➤ **投资建议：**考虑公司多元业务发展具备业绩韧性，捕鱼棋牌等休闲游戏品牌受益于 AI 技术赋能，球星卡、IP 卡等新赛道布局，有望贡献增量，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润为 7.33 亿元、9.38 亿元、11.16 亿元，同比增长 110%、28%、19%，当前股价分别对应 PE 21x、17x、14x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧，部分在运营游戏产品流水下滑较大的风险，新游戏表现不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3915	4880	5769	6586
增长率 (%)	2.8	24.7	18.2	14.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	349	733	938	1116
增长率 (%)	-39.3	110.4	27.9	19.0
每股收益 (元)	0.85	1.78	2.28	2.71
PE	45	21	17	14
PB	5.8	4.7	3.8	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为 2023 年 7 月 6 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

37.84 元

分析师 陈良栋

执业证书：S0100523050005

邮箱：chenliangdong@mszq.com

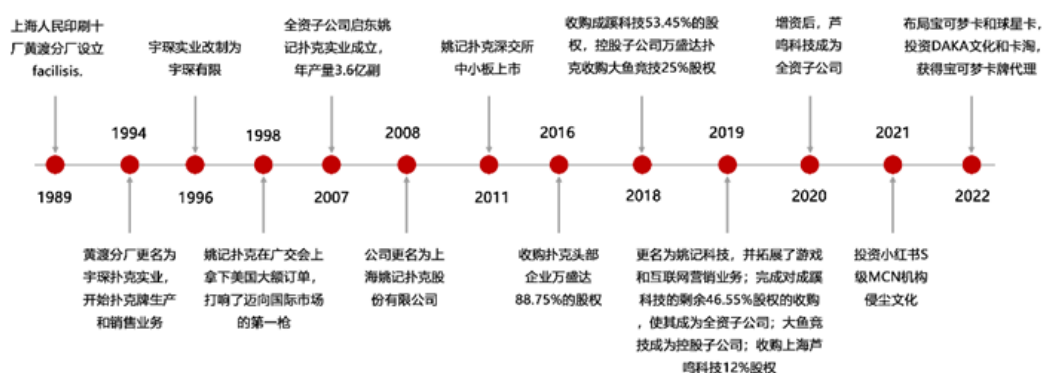
目录

1 扑克龙头纵深拓展，“大娱乐”战略稳步推进	3
2 扑克牌业务：巩固龙头地位，业务稳中有增	6
2.1 技术+质量+渠道优势巩固龙头地位	6
2.2 拓宽市场边界&提升单价，扑克牌业务稳中有增	7
3 游戏业务：拳头产品长线运营稳健，AI 技术有望率先赋能休闲赛道	9
3.1 深耕休闲游戏赛道，拳头游戏长线运营稳定	9
3.2 AI 技术深度赋能游戏产业，休闲赛道有望持续产出新形式、新玩法	10
4 数字营销业务：23 年为业绩承诺最后一年，营销效能持续提升	12
4.1 营销全链条服务，渠道和客户资源优质	12
5 新赛道：前置布局球星卡和 IP 卡，拓展增长新航线	14
5.1 球星卡兼具收藏和投资价值，背靠体育赛事具备潜力空间	14
5.2 获得宝可梦卡代理，IP 卡业务有序延拓	16
6 盈利预测与投资建议	18
6.1 盈利预测假设与业务拆分	18
6.2 估值分析及投资建议	19
7 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 扑克龙头纵深拓展，“大娱乐”战略稳步推进

扑克龙头依据公司禀赋实现纵深拓展，稳健夯实“大娱乐”战略推进。公司前身为 1989 年设立的上海人民印刷十厂黄渡分厂，1994 年更名为宇琛实业，姚文琛成为实际投资人，主营扑克牌生产和销售业务。2011 年，深交所上市，成为“中国扑克行业第一股”。2018 年公司开始积极探索成长新赛道，2018 年至 2020 年间先后完成对成蹊科技和大鱼竞技两家公司收购，深入布局国内海外休闲游戏赛道；2019 年公司从“姚记扑克”更名为“姚记科技”；2020 年完成芦鸣科技收购，延伸布局互联网营销业务。2022 年公司持续陆续投资扩展球星卡业务布局，战略投资上海璐到粗企业咨询管理有限公司，持股 38.14%。璐到粗全资控股上海达咖文化发展有限公司（简称 DAKA 文化）和上海超旺信息科技有限公司（简称卡淘 Card Hobby）。

图1：姚记科技历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

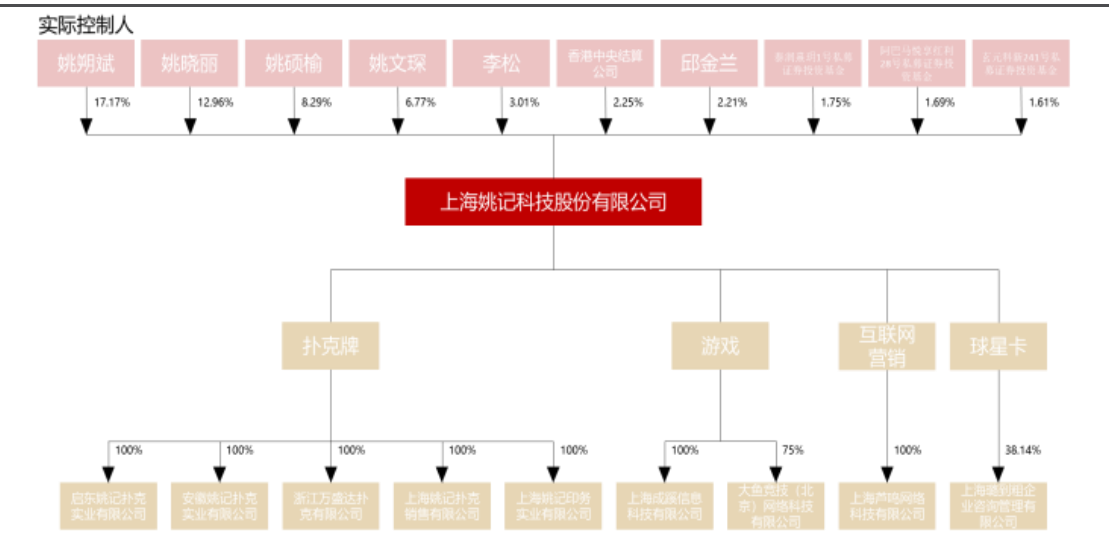
股权结构稳定。姚文琛的长子姚朔斌持股 17.17%，为公司的最终受益人。股权结构表中的前五位构成公司的实际控制人，共持股 47.40%，前八位构成一致行动人，共持股 52.45%。公司的主要高管为家族成员，股权结构稳定。

表1：姚记科技前十大股东情况

成员	持股比例
姚朔斌	17.17%
姚晓丽	12.96%
姚硕榆	8.29%
姚文琛	6.77%
邱金兰	2.21%
泰润熹玥 1 号私募证券投资基金	1.75%
阿巴马悦享红利 28 号私募证券投资基金	1.69%
玄元科新 241 号私募证券投资基金	1.61%
李松	3.01%
香港中央结算有限公司	2.25%

资料来源：wind，民生证券研究院（注：统计截至 2023 年 7 月 7 日）

图2：姚记科技股权穿透图（仅展示主要子公司）



资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至 2023 年 7 月 7 日）

打造扑克牌、游戏、营销三驾马车，核心业务发展稳健，新业务进一步增厚

业绩。1) 扑克牌业务：目前已经形成较为完善的扑克牌产品生态，包括姚记系

列 20 种扑克和万盛达系列 4 种扑克。2022 年底公司扑克牌年销量已达 10.37

亿副，海外已拓展到印度、美国市场。2) 游戏业务：公司游戏业务主要依托成

蹊科技和大鱼科技，集中休闲游戏品类。国内市场主要为捕鱼和棋牌类游戏，比

如《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》和《小美斗地主》等；海外

市场主要拓展 Bingo 游戏品类，如《Bingo Wild》和《Bingo Journey》。3)

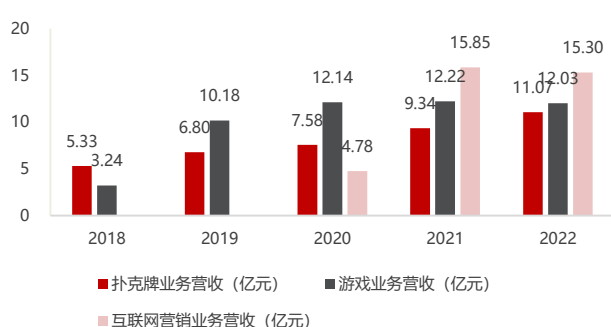
互联网营销业务：公司互联网营销板块依托芦鸣科技，以信息流广告为主，内容

营销为辅。客户主要集中于互联网、快消和游戏等公司，如字节、小红书、美团、

完美世界等；供应商主要是互联网媒体公司，如今日头条、快手等，海外广告营

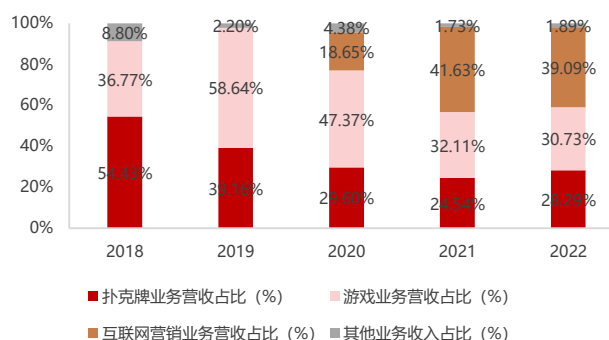
销方面和 TikTok 进行深度合作。

图3：2018-2022 年姚记科技各业务营收（亿元）

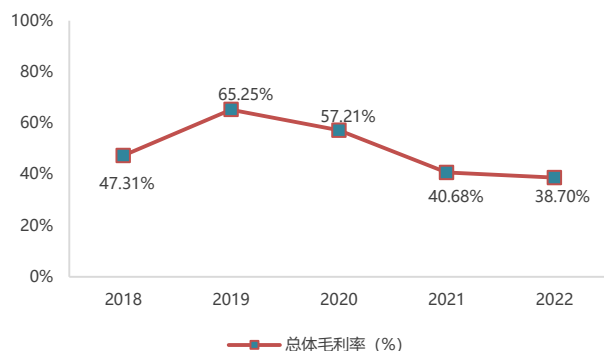


资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

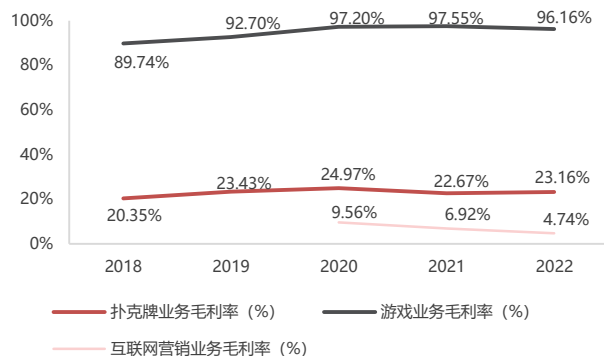
图4：2018-2022 年姚记科技各业务营收占比



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

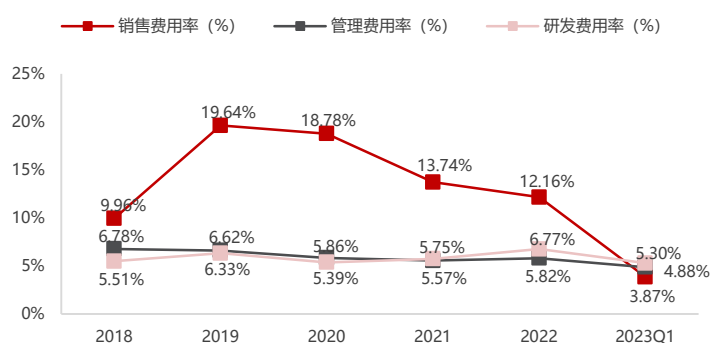
图5：2018-2022 年姚记科技总体毛利率情况


资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图6：2018-2022 年姚记科技分业务毛利率情况


资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

管理研发费用率相对稳定，游戏业务发展使得销售费率有所波动。公司的管理费用率以及研发费用率相对稳定，而销售费用率受游戏业务推广周期影响较大。

图7：2018-2023Q1 姚记科技各费用率情况


资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

2 扑克牌业务：巩固龙头地位，业务稳中有增

2.1 技术+质量+渠道优势巩固龙头地位

凭借生产技术水平、产品质量和销售渠道优势，巩固龙头地位。

1) **生产技术上**，公司是国内目前唯一实现全自动化生产的扑克牌制造企业，坚持创新驱动发展战略，持续改进专用机器设备和生产技术，掌握优质扑克牌生产所需的专用纸张规格，工艺技术优势明显，同时也符合环保要求。此外，扑克牌“姚记”为全国知名扑克品牌。

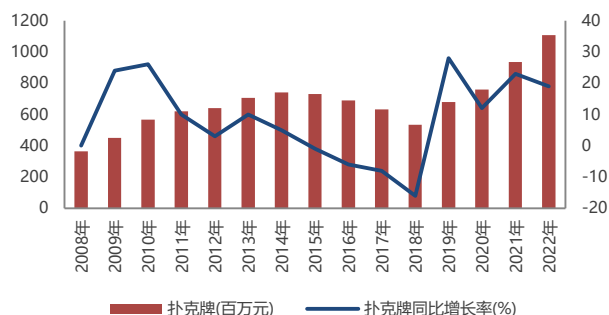
2) **产品质量上**，姚记扑克牌是“中国轻工质量信得过产品”，并培养了一批长期从事扑克牌生产的技术专家，率先使用高端专用纸张、专业上光技术和环保油墨，产品厚实耐用，品质精美。

图8：姚记扑克牌全系列产品



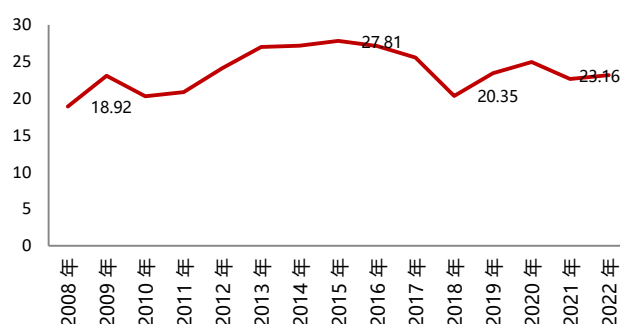
资料来源：公司官网，民生证券研究院

3) **销售渠道上**，公司采用传统经销商分销模式，通过各级经销商实现产品的快速分销，同时，结合移动互联网游戏业务，实现线上线下流量互导的优势。并通过扩大销售团队、制定新的销售策略等方式，拓宽扑克牌产品的销售渠道。

图9：2008-2022 年扑克牌业务营收及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

备注：左轴为扑克牌业务营收（百万元），右轴为业务增速（%）

图10：2008-2022 年扑克牌业务毛利率（%）


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 拓宽市场边界&提升单价，扑克牌业务稳中有增

公司进一步扩充产能，满足销售渠道拓展的需求。2022 年 1-9 月公司扑克牌产销率增至 102%，扑克牌产能利用率较为饱和，产品销路顺畅。近年来环保政策趋严影响，中小规模扑克牌企业正逐渐退出市场。同时，随着国民对于高品质生活的追求与可支配收入的增长，使其对产品品质要求进一步提高，**扑克牌作为低值易耗品，价格敏感度相对较低，品牌知名度高、产品品质好的扑克牌更易得到消费者青睐。**根据 2023 年公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书(注册稿)显示，公司拟发行可转债，募集资金总额不超过 5.8 亿元，扣除发行费用后，募集资金将投资于年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目。本项目拟在安徽省滁州市全椒县进行新生产基地的建设，进而扩大扑克牌产品的生产规模、优化现有生产布局。同时，本项目将进一步提高公司产线智能化水平、有效提升生产效率，从而提高生产水平与供货能力以满足扑克牌业务需求，进一步提高公司综合竞争实力，巩固及提升公司的市场地位，也为公司未来加大国际市场拓展力度奠定坚实的基础。

表2：公司扑克牌业务情况

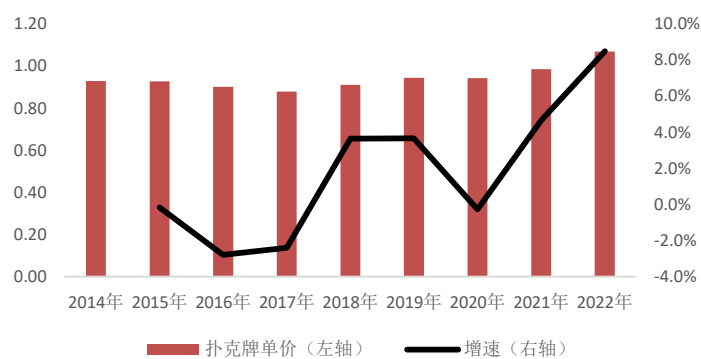
期间	产能 (亿副)	产量(亿副)	销量(亿副)	产能利用率	产销率
2019 年	5.96	7.01	7.21	117.7%	102.8%
2020 年	6.88	8.36	8.06	121.7%	96.4%
2021 年	7.56	9.74	9.49	128.8%	97.4%
2022 年 1-9 月	5.67	5.08	5.42	130.1%	102.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

备注：1) 产能利用率=产量/产能；产销率=销量/产量；2) 公司扑克牌业务产能计量口径：公司达到可使用状态的产线每年运行 250 个自然日，每日运转 24 小时，可达到的产量。

单价稳步提升，扑克牌业务收入有望稳定增长。2020 年以来，公司扑克牌单价保持 5%左右的速度增长，同时公司正进行内陆省份销售渠道拓展，销量有望继续上升，实现扑克牌业务收入稳步提升。

图11：2014-2022 年公司扑克牌单价（元）及增速变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 游戏业务：拳头产品长线运营稳健，AI 技术有望率先赋能休闲赛道

3.1 深耕休闲游戏赛道，拳头游戏长线运营稳定

公司游戏业务主要由旗下子公司成蹊科技和大鱼竞技展开，专攻捕鱼、棋牌等休闲竞技游戏赛道。国内游戏产品主要有《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》、《大神捕鱼》、《小美斗地主》、《齐齐来麻将》等休闲、养成类游戏。除此之外，棋牌类游戏也不停新增玩法更新版本，以增强游戏欢乐体验。海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》、《黄金捕鱼场》、《fish box》、《捕鱼派对》等。

图12：成蹊科技代表性游戏产品示意



资料来源：公司官网，民生证券研究院

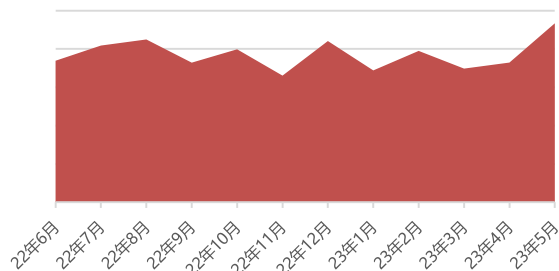
图13：大鱼竞技代表性游戏产品示意



资料来源：公司官网，民生证券研究院

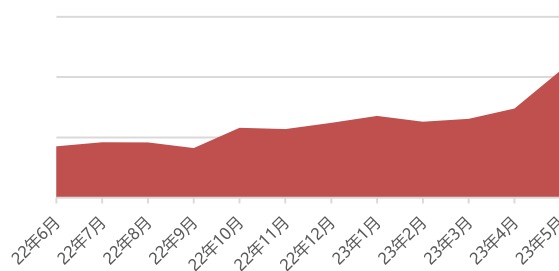
拳头游戏长线运营，核心产品流水稳定。国内市场上，《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》等游戏排名靠前且流水稳定，根据七麦数据显示，《捕鱼炸翻天》自上线起基本一直保持国内 ios 休闲游戏畅销榜前 10；《指尖捕鱼》于 2020 年初上线，基本保持在国内 ios 休闲游戏畅销榜前 15，自去年以来月流水一直处于增长态势。海外市场上，海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》、《黄金捕鱼场》、《fish box》、《捕鱼派对》等，其中《Bingo Wild》、《Bingo Journey》是目前国内出海休闲竞技类游戏单品排名靠前的游戏，在全球范围内具有较强的竞争力，在包括 AppStore、Facebook、Google Play 等平台运营。

图14：《捕鱼炸翻天》国内 ios 端流水趋势



资料来源：七麦数据，民生证券研究院

图15：《指尖捕鱼》国内 ios 端流水趋势



资料来源：七麦数据，民生证券研究院

图16:《捕鱼炸翻天》国内 ios 端近 3 个月排名

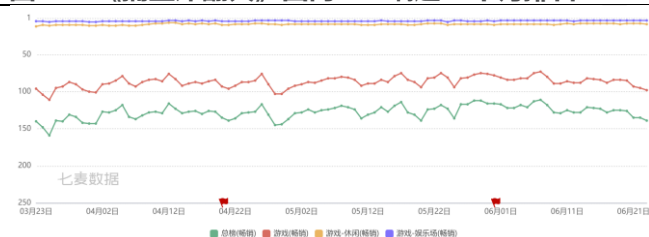
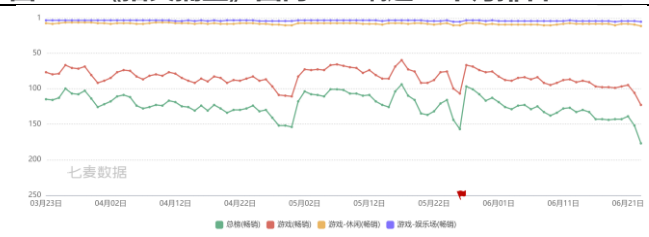


图17:《指尖捕鱼》国内 ios 端近 3 个月排名



3.2 AI 技术深度赋能游戏产业，休闲赛道有望持续产出新形式、新玩法

1) 捕鱼休闲游戏赛道仍处于增长期，品类处于海外休闲游戏畅销榜前列。

2022 年捕鱼游戏在全球的总营收突破 22.3 亿美元。东南亚市场基于移动互联网和智能手机的普及发展迅速，Newzoo 发布的报告显示，预计到 2024 年，东南亚地区将成为全球最大的捕鱼游戏市场；北美地区是全球捕鱼游戏市场的主要市场之一，占据了该市场约 32% 的份额，而且北美用户的付费意愿强；欧洲市场，尤其是英国和德国等发达国家，对捕鱼游戏也有较高的认可度和付费意愿。

图18: 马来西亚街机游戏畅销榜 (06.23)

应用榜	游戏榜	总榜
畅销榜 三	街机游戏 三	马来西亚 06.23 三
榜单竞争趋势		
榜单更新监测		
1	Fishing Casino - Tembak ...	街机游戏: 第 1 名 QY Games
2	Minecraft	街机游戏: 第 2 名 Mojang
3	FISHING FAFAFafa	街机游戏: 第 3 名 HURICANE DANCE TEAM
4	Blockman Go	街机游戏: 第 4 名 Blockman GO studio
5	捕鱼派对-全民娱乐捕鱼场	街机游戏: 第 5 名 YaoJiGame
6	Kegilaan Di Dapur - Chef Game	街机游戏: 第 6 名 ZenLife Games Ltd
7	Fishing Voyage - Ikan Klasik	街机游戏: 第 7 名 Gamehaus Network
8	Pocket Champs: Game Balapan 3D	街机游戏: 第 8 名 Madbox
9	捕鱼新纪元Online - 3D真人捕...	街机游戏: 第 9 名 Shu Yu Technology
10	1945 Air Force: Arked menembak	街机游戏: 第 10 名 FARM GLOBAL

资料来源: 点点数据, 民生证券研究院

图19: 越南街机游戏畅销榜 (06.23)

应用榜	游戏榜	总榜
畅销榜 三	街机游戏 三	越南 06.23 三
榜单竞争趋势		
榜单更新监测		
1	Bắn Cá Long Vương-tiến...	街机游戏: 第 1 名 DeeDeeFun
2	捕鱼派对-全民娱乐捕鱼场	街机游戏: 第 2 名 YaoJiGame
3	Blocky Mods	街机游戏: 第 3 名 Blockman GO studio
4	Fishing Master	街机游戏: 第 4 名 DieYiGame
5	Chiến tranh Ngân Hà (Premium)	街机游戏: 第 5 名 ONESoft GLOBAL PTE LTD
6	1945: Game ban may bay	街机游戏: 第 6 名 FARM GLOBAL
7	Fishing Voyage-Classic Fish	街机游戏: 第 7 名 Gamehaus Network
8	Higgs Bearfish	街机游戏: 第 8 名 Higgs Games
9	777Fishing-2023 Fishing Arcade	街机游戏: 第 9 名 WINWAY
10	Pocket Champs: 3D Racing Games	街机游戏: 第 10 名 Madbox

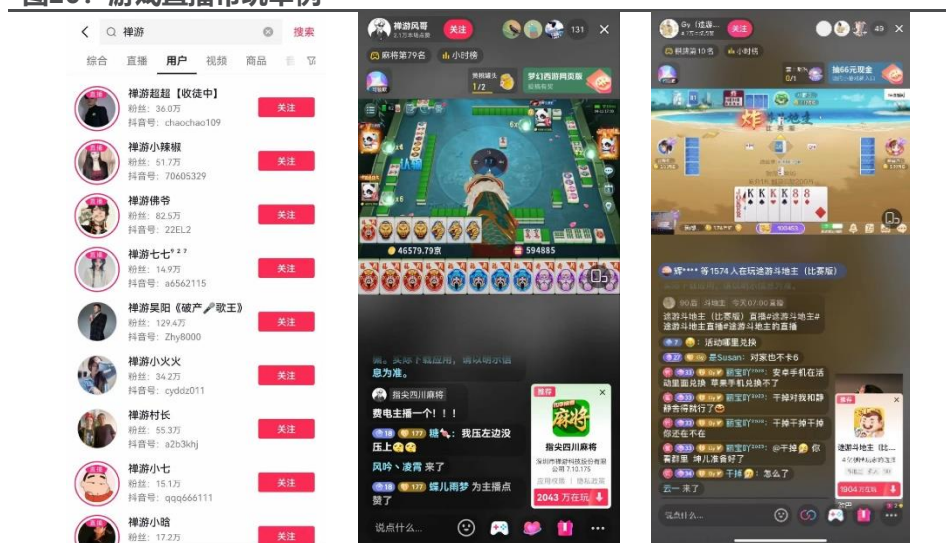
资料来源: 点点数据, 民生证券研究院

2) 游戏直播买量模式加热，休闲棋牌游戏有望实现更好转化。棋牌等休闲

轻游，玩法简单，上手容易，且直播效果娱乐性和交互性突出，通过直播带玩，

平台进一步丰富内容，主播收获人气与流量，游戏获得更大的曝光与转换。例如，禅游科技《指尖四川麻将》是抖音 2022 年棋牌游戏直播第一名，根据 DataEye，禅游科技旗下三款产品在 2022 年春节前后一个月时间内平均每天直播超 800 场。途游的《途游斗地主》也和近 7000 个主播达成合作，巨量引擎今年就推出了全域经营理念的 DouGame 厂牌，其中“DouGame 超级播”就是巨量引擎孵化的游戏主播招募项目，今年 4 月与《途游斗地主》合作发起了第一期。最终效果实现品牌广告引流破 2700 万、总曝光量 7300 万，覆盖潜在目标用户接近 400 万。

图20：游戏直播带玩举例



资料来源：抖音，民生证券研究院

图21：《途游斗地主》加入 DouGame 超级播



资料来源：上观新闻，民生证券研究院

3) AI 重塑游戏生产过程并丰富游戏体验，小游戏中应用有望率先落地。轻度游戏开发周期短，玩法机制简单，AIGC 在文本、图像、音频、视频、三维和策略六个模态的全要素生成技术，将重塑小游戏生产从游戏策划、美术设计到程序开发的全流程。根据 2023 年 4 月 23 日公司发布在 wind 平台的投资者交流纪要显示，公司也表示会将 AI 技术应用于游戏制作，进一步实现降本增效。

4 数字营销业务：23 年为业绩承诺最后一年，营销效能持续提升

4.1 营销全链条服务，渠道和客户资源优质

目前互联网营销板块以信息流广告为主，内容营销为辅，构建了覆盖数据分析、效果营销、效果优化、短视频内容生产、内容营销的互联网营销全链条，为品牌客户提供在线营销解决方案，客户主要为网络服务、游戏、互联网金融、电商、快消等行业头部公司。

1) 信息流广告业务以短视频效果广告为核心，以技术和数据驱动流量运营。子公司芦鸣科技已成为巨量引擎 A2 级综合代理商、巨量千川二星级服务商、巨量星图 KOL 采买合作机构服务商、巨量引擎营销科学认证服务商、图虫创意平台推广服务商、巨量本地推代理商等优质服务商资质，能够满足品牌方“品星效销数”一体化的全域全链路营销需求，最大化提升整体营销效益。

2) 内容营销业务包括抖音/小红书内容服务商、蓝 V 账号代运营等，公司拥有行业领先的短视频制作和内容创作团队，**并且在上海嘉定打造了上海国际短视频中心**，建设共分三期，一期利用原有的 6 个厂房（合计 2 万平方米）搭建 200 余个室内外场景供短视频拍摄和直播使用，已完成建设；二期项目可解决目前员工办公、住宿空间紧张的问题，并扩充拍摄场景至 400 个；三期项目（预计 2025 年启动）计划将剩余 4 万多平方米的厂房改建或重建，并兴建总部大楼。全部建成后，上海国际短视频中心将包含直播业务 10 万平方米、短视频业务 10 万平方米、商业办公 5 万平方米、人才公寓 5 万平方米，共计搭建 400 多个室内场景，以及 50 多个完整的户外场景，有望打造成全国首家为短视频和直播行业提供一站式服务的园区以及全国最大、最完善的行业孵化中心。

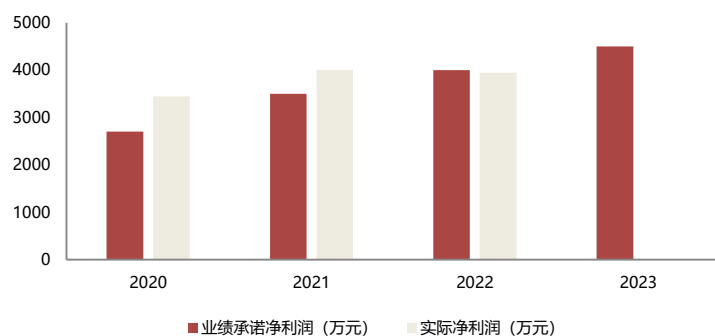
图22：上海国际短视频中心全景效果图



资料来源：上观新闻，民生证券研究院

2020年6月12日，姚记科技和郑隆腾、夏玉春等股东签订业绩承诺，芦鸣科技承诺于2020/2021/2022/2023年分别实现不低于人民币2700万元/3500万元/4000万元/4500万元的净利润。目前来看，2020-2022年芦鸣科技共实现净利润1.1亿元，2023年为最后一年，公司目前已构建了营销全链条服务，渠道和客户资源优质。我们预计今年可以如期完成业绩承诺。

图23：芦鸣科技 2020-2023 年业绩承诺及完成情况



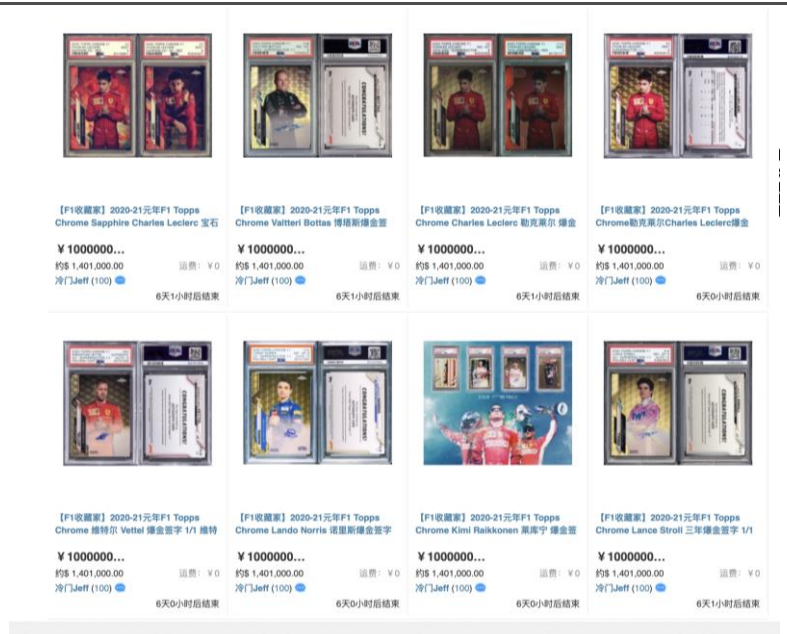
资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 新赛道：前置布局球星卡和 IP 卡，拓展增长新航线

5.1 球星卡兼具收藏和投资价值，背靠体育赛事具备潜力空间

球星卡兼具收藏和投资价值，公司球星卡布局一级和二级市场，协同效应显著。球星卡的鉴定和定价机构主要是以 BECKETT 公司为主，一张球星卡会根据该球员场上表现、人气的高低、历年系列的经典和稀有程度、和市场中的综合因素，确定球星卡价值。球星卡商业模式：1) 一级市场指的是发行商通过签订赛事版权和个人运动员版权，依据授权 IP 制作、发行以及发售球星卡。以姚记旗下 DAKA 文化为例，其官方授权的 ip 就包括曼城等国际顶级俱乐部和上海申花等中超俱乐部。2) 二级市场指的是球星卡在销售者手中进行二次流转的交易市场。球星卡经一级市场达到消费者手中后，由于消费者不同购买目的（收藏用、投资用等），部分用户会产生再次交易卡片的需求，二级交易市场应运而生。

图24：卡淘交易平台

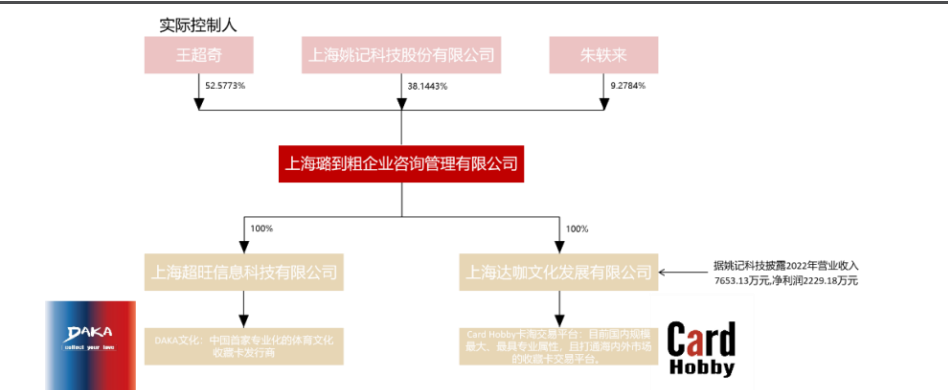


资料来源：卡淘，民生证券研究院

公司球星卡一级和二级市场双管齐下，协同效应显著。目前国内评级市场空白，商家的竞争主要集中在了发行和交易平台两方面：1) 一级市场布局：DAKA 文化是中国首家专业化的体育文化收藏卡发行商；2) 二级市场布局：卡淘交易平台是目前国内规模最大、最具专业属性，且成功打通海内外市场的头部二手收

藏卡交易平台。在球星卡的一级市场和二级市场双管齐下，协同效应显现，球星卡业务有望为公司提供新增量。在宣布投资时，姚记科技在 2022 年 1 月 26 日发布在 wind 平台的投资者调研中表示，卡淘 2021 年 GMV 突破 6 亿元，同比增速超过 300%。

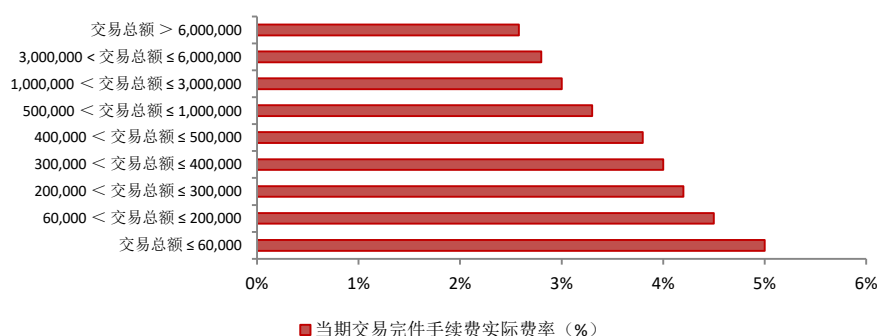
图25：公司球星卡业务布局



资料来源：企查查，公司公告，民生证券研究院

根据市场调研公司 Verified Market Research 报告显示，全球球星卡市场规模 2019 年达 138.2 亿美金，预计到 2027 年将达到 987.5 亿美元。随着球星卡热度在全球的不断升温，中国市场规模也在慢慢扩大。而卡淘 CardHobby 成立于 2015 年 3 月，是中国专业的球星卡收藏交流社区和球星卡交易平台，长期专注于球星卡收藏、交易、互联网平台及解决方案的研发和运营。目前卡淘商业模式清晰：1) 针对一口价出售类型的商品收取上架费，一口价出售类型的商品有两种刊登周期可供卖家选择，分别为 7 天和 30 天。（7 天的刊登周期，则每一标商品收取 1 元上架费；30 天刊登周期，则每一标商品收取 2 元上架费）。2) 交易手续费。卡淘针对每笔成功订单以买家支付的该笔订单的总交易金额（包括货款、运费及税费等）为基准向卖家收取 5% 的交易手续费。同时卡淘根据卖家每个结算周期的交易额发放奖励。

图26：卡淘所收取的交易费率（交易总额单位：元）

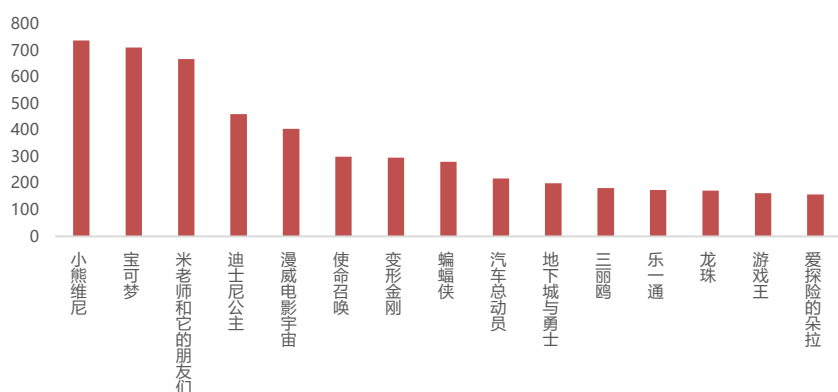


资料来源：卡淘官网，民生证券研究院

5.2 获得宝可梦卡代理，IP 卡业务有序延拓

宝可梦集换式卡牌游戏 (Pokemon Trading Card Game) 简称 PTCG，是以游戏软件《精灵宝可梦》系列的世界为主题，双人对战型集换式卡牌游戏。宝可梦卡牌是使用由 60 张卡牌组成的卡组来进行对战的游戏，两位玩家使用各自的卡组，面对面进行游戏的集换式游戏。

图27：2022 年全球 IP 收入排行前 15 名（亿美金）



资料来源：中外玩具网，民生证券研究院

宝可梦卡开启简中市场，姚记科技抢占市场先机。2022 年 10 月 28 日，PTCG 历史上的第十三个系列“太阳&月亮”被选中成为简中版本首批发行的卡牌。该系列的第一弹补充包“太阳&月亮：横空出世”被玩家称为“简中 1.0”，在之后的半年时间内，简中 PTCG 陆续发行了“横空出世”的三款补充包“泽、苍、赫”（俗称 1.0），强化包“对战精英”（1.5），补充包“交相辉映 唤、魁、沐”（2.0），强化包“炫奇争胜”（2.5），至此便已经“太阳&月亮”系列原本所包含的所有基本卡牌。2023 年 5 月，官方公布了简中版的第二个系列“剑&盾”全新登场。**风卡游戏、艾丽斯卡和姚记潮品担任了 PTCG 简体中文版的代理经销商，分别负责卡牌桌游店铺、连锁潮玩店铺以及综合零售店铺渠道销售。**其中，姚记潮品系姚记科技旗下潮玩子公司，当前已搭建遍及北京、上海、广州、重庆等 26 个省市，数百个合作门店的零售网络。

图28：“宝可梦”太阳&月亮系列卡



资料来源：宝可梦官方微博，民生证券研究院

图29：“宝可梦”剑&盾系列卡



资料来源：宝可梦官方微博，民生证券研究院

姚记潮品的零售门店承担宝可梦卡的经销和比赛职能，使得宝可梦卡持续获得更高热度。目前，上海有 58 家宝可梦卡牌合作门店，北京有 14 家宝可梦卡牌合作门店，其他各地的门店也都呈现出快速扩张的趋势。在姚记潮品零售店铺，消费者可以限量购买如 GX 起始卡组，补充包，强化包类的宝可梦卡牌商品以及宝可梦卡牌收纳盒、毛绒卡组收纳盒等宝可梦周边产品。同时，姚记潮品在全国多地举办 PTCG 商家邀请赛、玩家交流赛等比赛，其中部分赛事需要玩家支付报名费用，部分赛事需要现场购买相关商品方可参与。根据姚记科技 2022 年度报告，上海姚记潮品有限公司作为姚记科技的联营企业，姚记科技占有 45.45% 的直接持股比例。姚记潮品的注册资本为 2200 万元，总资产为 2898.02 万元，净资产为 2372.35 万元，净利润为 172.25 万元。

图30：姚记潮品北京市宝可梦卡牌合作门店列表

城市	店铺名称	具体地址
北京	玩客hobby	北京市东城区崇文门外大街40号1幢6层606-608号
北京	喵喵卡牌屋	北京市丰台区丰科路6号院2号楼15层1516
北京	一番赏北京荟聚购物中心专卖店	北京市大兴区欣宁路15号北京荟聚购物中心3层B8S街区内
北京	一番赏北京金码大厦专卖店	北京市海淀区学清路金码大厦一层102
北京	一番赏北京凯德购物中心专卖店	北京市海淀区复兴路凯德精品购物中心1层
北京	北京静电森林桌游文化空间	北京市朝阳区启阳路绿地中心B座12层
北京	桑时潮玩（龙湖北京亦庄天街）	北京市大兴区北福村镇亦庄龙湖天街B1-27桑时潮玩
北京	SVIP潮玩（乐城space3店）	北京市朝阳区东三环中路22号乐成中心2层
北京	SVIP潮玩（暖山生活店）	北京市朝阳区红军营南路36号暖山生活2层
北京	SVIP潮玩（环宇荟店）	北京市朝阳区安定路5号中海环宇荟B1
北京	潮主题邮局	北京市海淀区中关村邮政支局潮主题邮局
北京	ADD卡牌	北京市丰台区居然之家丽泽店6层前台
北京	布谷社	北京市东城区北新桥地铁站C口向北40米
北京	东东屋	北京市朝阳区建国路126号瑞泰大厦1205室

资料来源：姚记潮品公众号，民生证券研究院

图31：姚记潮品举行的宝可梦卡比赛


资料来源：姚记潮品公众号，民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

收入增速预测：公司业务板块可分为扑克牌业务、游戏业务及数字营销业务，预计 2023-2025 年实现营业总收入分别为 48.80 亿元、57.69 亿元和 65.86 亿元，分别同比增长 24.7%、18.2%、14.2%。分业务来看：

1) 扑克牌作为低值易耗品，价格敏感度相对较低，高端扑克牌对于低质量扑克牌替代效应明显，面对扑克牌市场逐步释放的市场空间，姚记扑克有望进一步提升市占率，参考过去 3 年业务平均增速，我们预计 2023-2025 年扑克牌业务同比增长 18%、15%和 11%，实现营业收入 13 亿、15 亿和 17 亿。同时扑克牌业务毛利率保持小幅波动，我们采用过去 3 年平均值作为预测，预计 2023-2025 年扑克牌业务毛利率为 23.6%、23.14%、23.3%。

2) 根据 2023 年上半年七麦数据显示，公司拳头游戏产品如《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》在 iOS 畅销榜排名表现超预期，流水保持稳健增长，23 年 Q1 开始公司优化投放推广策略，合理安排投放节奏，叠加下半年游戏新产品推出，公司游戏业务今年增速有望提升。我们预计 2023-2025 年游戏业务同比增长 32%、25%和 18%，实现营业收入 15.88 亿、19.85 亿和 23.42 亿。目前游戏业务核心产品的毛利率保持小幅波动，我们采用过去 3 年平均值作为预测，预计 2023-2025 年游戏业务毛利率为 96.97%、96.89%、96.67%。

3) 数字营销业务今年主要是随着行业 beta 驱动下，客户投放意愿恢复，增速有望回归。我们预计 2023-2025 年数字营销业务同比增长 24.3%、15.0%和 13.0%，实现营业收入 19.02 亿、21.88 亿和 24.72 亿。目前数字营销业务来源于广告客户收入与媒体流量采买成本差，公司聚焦核心品牌客户和优质客户，不断深度挖掘需求潜能，随着技术优势显现和服务水平持续提高，有望提升并稳定毛利情况，预计 2023-2025 年数字营销业务毛利率为 4.95%、4.95%、4.95%。

表3：公司主要业务收入预测

收入(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	3,915	4,880	5,769	6,586
YoY-%	2.8%	24.7%	18.2%	14.2%
扑克牌	1,107.49	1,306.83	1,502.86	1,668.17
YoY-%	18.50%	18.00%	15.00%	11.00%
毛利率	23.16%	23.60%	23.14%	23.30%
游戏运营	1,202.94	1,587.88	1,984.85	2,342.13
YoY-%	-1.59%	32.00%	25.00%	18.00%
毛利率	96.16%	96.97%	96.89%	96.67%
数字营销	1,530.50	1,902.41	2,187.77	2,472.18
YoY-%	-3.43%	24.30%	15.00%	13.00%
毛利率	4.74%	4.95%	4.95%	4.95%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

费用率预测：根据公司的历史费用水平，公司总体费用保持稳中有降。

销售费用率：23 年 Q1 开始公司优化投放推广策略，合理安排投放节奏，预计今年销售费用率相较于去年有一定程度降低，我们预计 2023-2025 年公司销售费用率为 11.4%、11.5%、11.4%；

管理费用率：公司人员和组织架构相对稳定，管理费用率保持稳定,并随着收入增长有所下降，我们预计 2023-2025 年公司销售费用率为 5.4%、5.3%、5.3%；

研发费用率：公司持续加大研发费用的投入来增加游戏业务的竞争力，跟随公司收入增长，预计研发费用率保持稳定并略有提升。我们预计 2023-2025 年公司研发费用率为 6.2%、6.3%、6.4%；

财务费用率：公司财务费用主要来自借款利息，随着 23 年公司业绩稳步增长，盈利逐步释放，借款金额逐步下降，并且预计将进一步偿还贷款，2023-2025 年公司财务费用率为 0.24%、0.12%、0.02%。

表4：公司主要费用率预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	12.2%	11.4%	11.5%	11.4%
管理费用率	5.7%	5.4%	5.3%	5.3%
研发费用率	6.2%	6.2%	6.3%	6.4%
财务费用率	0.18%	0.24%	0.12%	0.02%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

6.2 估值分析及投资建议

公司目前核心主业以扑克牌业务、游戏业务以及数字营销业务为主，其中游戏业绩贡献占比最大，因此我们选取同业代表性的游戏公司巨人网络（代表产品“征途”系列和《球球大作战》），恺英网络（代表产品传奇、奇迹品类游戏以及《高能手办团》等新品拓展），三七互娱（代表产品《凡人修仙传》《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles & Survival》等），浙数文化（数字娱乐核心板块核心子公司边锋网络持续深耕互联网休闲类游戏领域），华立科技（主营业务为游戏游艺设备及动漫 IP 衍生产品）作为同行业可比公司。采用 wind 一致预期，同行业可比公司 2023-2024 年平均 PE 为 29x 和 22x。

考虑公司持续推进“大娱乐”战略，多元业务发展具备业绩韧性，捕鱼棋牌等休闲游戏品类有望率先受益于 AI 技术赋能，同时，公司前瞻布局球星卡、IP 卡等新赛道布局，有望贡献增量，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润为 7.33 亿元、9.38 亿元、11.16 亿元，同比增长 110%、28%、19%，分别对应 PE 21x、17x、14x。估值相较同业可比公司处于较低位置，首次覆盖，给予

“推荐”评级。

表5：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002558.SZ	巨人网络	15.98	0.42	0.61	0.72	38	26	22
002517.SZ	恺英网络	15.34	0.48	0.66	0.82	32	23	19
002555.SZ	三七互娱	30.25	1.33	1.52	1.74	23	20	17
600633.SH	浙数文化	15.92	0.39	0.54	0.60	41	29	27
301011.SZ	华立科技	22.27	-0.63	0.49	0.88	-	45	25
		平均值				34	29	22
002605.SZ	姚记科技	37.84	0.85	1.78	2.28	46	21	17

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 7 月 7 日

7 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。游戏和数字营销行业格局充满变动，存在行业竞争加剧，从而导致业务发展受到影响的风险。

2) 部分在运营游戏产品流水下滑较大的风险。公司拳头产品均是长线运营产品，存在用户流失，导致在运营游戏产品流水下滑较大的风险

3) 新游戏表现不及预期的风险。新品产品表现具有不确定性，存在新品游戏正式上线后表现不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3915	4880	5769	6586
营业成本	2400	2899	3340	3763
营业税金及附加	15	20	23	26
销售费用	476	556	663	753
管理费用	228	264	306	347
研发费用	265	303	363	422
EBIT	554	886	1130	1339
财务费用	7	12	7	1
资产减值损失	-95	-7	-8	-9
投资收益	-14	17	12	13
营业利润	437	885	1126	1342
营业外收支	-3	-2	-1	-1
利润总额	434	883	1125	1341
所得税	76	135	167	201
净利润	358	748	958	1141
归属于母公司净利润	349	733	938	1116
EBITDA	629	979	1225	1448

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	757	1383	2130	3068
应收账款及票据	443	487	576	658
预付款项	74	89	102	115
存货	381	479	551	621
其他流动资产	69	84	96	106
流动资产合计	1725	2522	3456	4568
长期股权投资	136	153	165	178
固定资产	395	399	404	407
无形资产	88	88	87	87
非流动资产合计	2681	2760	2816	2864
资产合计	4405	5282	6271	7432
短期借款	506	586	654	774
应付账款及票据	632	718	828	932
其他流动负债	387	445	519	593
流动负债合计	1526	1750	2000	2300
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	151	153	151	148
非流动负债合计	151	153	151	148
负债合计	1676	1903	2151	2448
股本	406	412	412	412
少数股东权益	25	39	60	85
股东权益合计	2729	3378	4120	4984
负债和股东权益合计	4405	5282	6271	7432

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.83	24.65	18.22	14.17
EBIT 增长率	-14.44	59.93	27.44	18.58
净利润增长率	-39.27	110.37	27.86	19.01
盈利能力 (%)				
毛利率	38.70	40.58	42.10	42.87
净利率	8.90	15.03	16.25	16.94
总资产收益率 ROA	7.91	13.88	14.95	15.01
净资产收益率 ROE	12.89	21.96	23.09	22.78
偿债能力				
流动比率	1.13	1.44	1.73	1.99
速动比率	0.81	1.11	1.39	1.66
现金比率	0.50	0.79	1.07	1.33
资产负债率 (%)	38.05	36.03	34.30	32.94
经营效率				
应收账款周转天数	41.28	36.91	36.91	36.91
存货周转天数	58.01	61.16	61.16	61.16
总资产周转率	0.93	1.01	1.00	0.96
每股指标 (元)				
每股收益	0.85	1.78	2.28	2.71
每股净资产	6.57	8.11	9.86	11.90
每股经营现金流	1.41	1.99	2.57	3.05
每股股利	0.25	0.53	0.67	0.80
估值分析				
PE	45	21	17	14
PB	5.8	4.7	3.8	3.2
EV/EBITDA	24.44	15.14	11.54	9.21
股息收益率 (%)	0.66	1.39	1.78	2.11

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	358	748	958	1141
折旧和摊销	74	93	96	108
营运资金变动	29	-41	-24	-23
经营活动现金流	582	820	1058	1258
资本开支	-67	-144	-129	-130
投资	-102	0	0	0
投资活动现金流	-169	-144	-129	-130
股权募资	39	4	0	0
债务募资	-144	81	73	130
筹资活动现金流	-297	-51	-182	-191
现金净流量	125	626	748	937

插图目录

图 1: 姚记科技历史沿革	3
图 2: 姚记科技股权穿透图 (仅展示主要子公司)	4
图 3: 2018-2022 年姚记科技各业务营收 (亿元)	4
图 4: 2018-2022 年姚记科技各业务营收占比	4
图 5: 2018-2022 年姚记科技总体毛利率情况	5
图 6: 2018-2022 年姚记科技分业务毛利率情况	5
图 7: 2018-2022 年姚记科技各费用率情况	5
图 8: 姚记扑克牌全系列产品	6
图 9: 2008-2022 年扑克牌业务营收及增速	7
图 10: 2008-2022 年扑克牌业务毛利率 (%)	7
图 11: 2014-2022 年公司扑克牌单价 (元) 及增速变化	8
图 12: 成蹊科技代表性游戏产品示意	9
图 13: 大鱼竞技代表性游戏产品示意	9
图 14: 《捕鱼炸翻天》国内 ios 端流水趋势	9
图 15: 《指尖捕鱼》国内 ios 端流水趋势	9
图 16: 《捕鱼炸翻天》国内 ios 端近 3 个月排名	10
图 17: 《指尖捕鱼》国内 ios 端近 3 个月排名	10
图 18: 马来西亚街机游戏畅销榜 (06.23)	10
图 19: 越南街机游戏畅销榜 (06.23)	10
图 20: 游戏直播带玩举例	11
图 21: 《途游斗地主》加入 DouGame 超级播	11
图 22: 上海国际短视频中心全景效果图	12
图 23: 芦鸣科技 2020-2023 年业绩承诺及完成情况	13
图 24: 卡淘交易平台	14
图 25: 公司球星卡业务布局	15
图 26: 卡淘所收取的交易费率 (交易总额单位: 元)	15
图 27: 2022 年全球 IP 收入排行前 15 名	16
图 28: “宝可梦” 太阳&月亮系列卡	16
图 29: “宝可梦” 剑&盾系列卡	16
图 30: 姚记潮品北京市宝可梦卡牌合作门店列表	17
图 31: 姚记潮品举行的宝可梦卡比赛	17

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 姚记科技前十大股东情况	3
表 2: 公司扑克牌业务情况	7
表 3: 公司主要业务收入预测	18
表 4: 公司主要费用率预测	19
表 5: 可比公司 PE 数据对比	20
公司财务报表数据预测汇总	22

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026