

姚记科技 (002605.SZ)

游戏业务延续亮眼表现，看好业绩持续高增长

2023 年 09 月 01 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

方光照（分析师）

田鹏（联系人）

fangguangzhao@kysec.cn

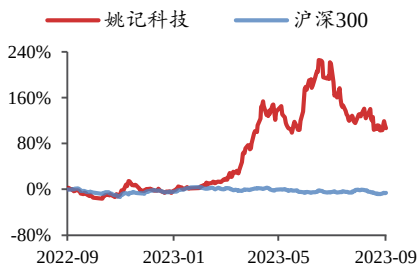
tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790121100012

日期	2023/9/1
当前股价(元)	30.04
一年最高最低(元)	48.20/12.00
总市值(亿元)	123.83
流通市值(亿元)	98.99
总股本(亿股)	4.12
流通股本(亿股)	3.30
近 3 个月换手率(%)	338.17

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2 业绩符合预期，游戏业务或继续驱动高增长——公司信息更新报告》-2023.7.11

《2023Q1 业绩大增，游戏业务有望持续带来业绩弹性——公司信息更新报告》-2023.5.1

《看好游戏主业回暖驱动业绩持续提升——公司信息更新报告》-2023.4.21

● 游戏利润增长驱动公司 2023H1 业绩大增，维持“买入”评级

公司 2023H1 实现营业收入 23.46 亿元(同比+23.58%)，归母净利润 4.08 亿元(同比+113.87%)，扣非归母净利润 3.96 亿元(同比+117.96%)。2023Q2 实现营业收入 11.58 亿元(同比+30.32%，环比-2.54%)，归母净利润为 2.09 亿元(同比+111.87%，环比+5.56%)。2023H1 游戏收入和扑克牌收入分别同比增长 21.04% 和-9.22%，公司业绩增长主要源自不断迭代游戏产品并优化投放推广策略，使得游戏板块利润持续释放。我们维持 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 7.49/8.98/10.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.82/2.19/2.48 元，当前股价对应 PE 分别为 16.5/13.7/12.1 倍，我们看好公司游戏业务继续驱动业绩增长，维持“买入”评级。

● 销售费用率下降带动净利率提升，盈利能力或持续改善

2023H1 公司毛利率为 37.18%(同比-1.16pct)，销售费用率 6.42%(同比-10.78pct)，管理费用率 5.15%(同比-0.01pct)，研发费用率 5.04%(同比-1.03pct)。公司优化游戏投放策略致销售费用率大幅下降，同时持续推进降本增效使得管理费用率与研发费用率也有所下行，带动公司净利率同比提升 7.34pct 至 17.38%。我们判断公司游戏版本调整或致短期费用率波动，但基于多年积累的休闲游戏长线运营经验和品牌效应，老游戏或延续稳定表现，驱动盈利能力长期提升。

● 捕鱼品类优势明显，随产品迭代与集中度提升，游戏业务有望持续增长

根据七麦数据，自 2023 年以来，《捕鱼炸翻天》基本维持在 IOS 畅销榜前 100 名，《指尖捕鱼》基本维持在 IOS 畅销榜前 120 名。《捕鱼新纪元》自 2022 年 11 月上线以来基本维持在 IOS 休闲游戏畅销榜前 150 名。我们认为，依托于多年积累的用户群体和研发运营经验，公司在捕鱼游戏品类优势明显，核心产品上线多年依然在 IOS 畅销榜排名靠前，表现出很强的用户粘性。随着公司捕鱼类产品不断迭代及捕鱼游戏细分赛道因合规原因带来的集中度提升，公司捕鱼类游戏用户规模及流水有望继续提升，驱动公司业绩持续增长。

● 风险提示：游戏流水下滑，扑克牌销量下滑、数字营销业务回暖不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,807	3,915	4,811	5,545	6,165
YOY(%)	48.6	2.8	22.9	15.2	11.2
归母净利润(百万元)	574	349	749	898	1,017
YOY(%)	-47.5	-39.3	114.8	20.0	13.2
毛利率(%)	40.7	38.7	40.2	41.4	41.7
净利率(%)	14.9	9.1	16.7	16.7	17.0
ROE(%)	23.1	13.1	22.7	21.4	19.9
EPS(摊薄/元)	1.40	0.85	1.82	2.19	2.48
P/E(倍)	21.5	35.4	16.5	13.7	12.1
P/B(倍)	5.0	4.6	3.6	2.9	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1351	1725	1682	2417	3274
现金	582	757	1053	1746	2513
应收票据及应收账款	323	443	0	0	0
其他应收款	30	36	45	49	56
预付账款	63	74	94	100	116
存货	318	381	457	490	556
其他流动资产	35	33	33	33	33
非流动资产	2637	2681	2873	2980	3041
长期投资	22	136	242	348	455
固定资产	390	395	525	581	602
无形资产	71	88	38	-16	-77
其他非流动资产	2154	2062	2068	2067	2062
资产总计	3988	4405	4555	5397	6316
流动负债	1309	1526	869	908	895
短期借款	408	506	506	506	506
应付票据及应付账款	366	632	0	0	0
其他流动负债	535	387	363	401	389
非流动负债	225	151	154	153	150
长期借款	55	0	3	2	-1
其他非流动负债	170	151	151	151	151
负债合计	1534	1676	1023	1061	1045
少数股东权益	6	25	79	107	137
股本	404	406	406	406	406
资本公积	37	49	49	49	49
留存收益	2023	2250	2880	3665	4560
归属母公司股东权益	2448	2704	3453	4229	5134
负债和股东权益	3988	4405	4555	5397	6316

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	541	582	402	789	917
净利润	567	358	803	926	1046
折旧摊销	55	62	57	72	83
财务费用	27	7	11	4	-16
投资损失	-8	14	-118	-152	-66
营运资金变动	-86	32	-295	10	-88
其他经营现金流	-15	109	-56	-72	-42
投资活动现金流	-128	-169	-84	31	-51
资本支出	105	67	143	73	38
长期投资	96	-92	-105	-106	-107
其他投资现金流	-119	-10	165	210	94
筹资活动现金流	-463	-297	-22	-127	-99
短期借款	-66	98	0	0	0
长期借款	-160	-55	3	-1	-3
普通股增加	2	2	0	0	0
资本公积增加	16	12	0	0	0
其他筹资现金流	-254	-354	-25	-127	-96
现金净增加额	-53	125	296	693	767

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3807	3915	4811	5545	6165
营业成本	2258	2400	2879	3251	3592
营业税金及附加	16	15	35	39	34
营业费用	523	476	592	776	795
管理费用	212	228	289	333	333
研发费用	219	265	289	333	370
财务费用	27	7	11	4	-16
资产减值损失	-6	-95	0	0	0
其他收益	71	38	35	40	46
公允价值变动收益	9	-2	27	33	17
投资净收益	8	-14	118	152	66
资产处置收益	0	0	20	25	11
营业利润	632	437	926	1073	1212
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	3	3	4	3
利润总额	629	434	923	1069	1209
所得税	62	76	120	143	162
净利润	567	358	803	926	1046
少数股东损益	-6	10	55	28	30
归属母公司净利润	574	349	749	898	1017
EBITDA	695	504	984	1130	1259
EPS(元)	1.40	0.85	1.82	2.19	2.48

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	48.6	2.8	22.9	15.2	11.2
营业利润(%)	-51.8	-30.9	112.0	15.8	13.0
归属于母公司净利润(%)	-47.5	-39.3	114.8	20.0	13.2
获利能力					
毛利率(%)	40.7	38.7	40.2	41.4	41.7
净利率(%)	14.9	9.1	16.7	16.7	17.0
ROE(%)	23.1	13.1	22.7	21.4	19.9
ROIC(%)	18.3	11.3	20.4	19.3	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	38.5	38.1	22.5	19.7	16.5
净负债比率(%)	5.4	-8.6	-15.4	-28.5	-38.1
流动比率	1.0	1.1	1.9	2.7	3.7
速动比率	0.7	0.8	1.3	2.0	2.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	13.3	10.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	25.0	14.4	25.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.40	0.85	1.82	2.19	2.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	1.42	0.98	1.92	2.23
每股净资产(最新摊薄)	5.96	6.59	8.41	10.30	12.51
估值比率					
P/E	21.5	35.4	16.5	13.7	12.1
P/B	5.0	4.6	3.6	2.9	2.4
EV/EBITDA	17.8	23.8	13.8	11.4	9.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn