

夯实主业优势，多元布局贡献新看点

——姚记科技(002605)公司首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点：

● 深耕休闲游戏品类，核心产品长线稳定运营

公司旗下成蹊科技深耕捕鱼、棋牌等多种休闲类游戏，主力产品《指尖捕鱼》、《捕鱼炸翻天》运营多年，产品表现稳定。大鱼竞技专注海外，聚焦 Bingo 游戏，主要运营产品《Bingo Party》、《Bingo Sapes》，截止 2023 年初海外游戏产品已发行至全球超 100 个国家和地区，累计注册用户超 3500 万。公司储备休闲游戏新品，后续有望陆续上线，立项上以长周期运营为目标，优化公司矩阵的稳定性，进一步巩固休闲游戏赛道优势，有望带动后续业绩增长。

● 扑克牌业务扩产提效，数字营销业务顺周期修复

公司深耕扑克牌行业多年，2022 年实现扑克牌销量 10.37 亿副，毛利率近年稳定在 20% 以上。计划在滁州地区建设产业基地，规划年产量 6 亿副。伴随产能提升，公司计划提升在中国内陆省份市场份额，并积极拓展海外市场。同时顺应消费者对扑克牌高品质追求，上新品提升平均销售单价，推动量价齐升。数字营销业务 22 年受宏观环境影响有所下滑，子公司芦鸣科技以字节跳动系信息流广告营销为核心，具备丰富投放经验和广泛媒体资源，今年随宏观经济恢复业务复苏周期有望逐步开启。

● 布局球星卡、宝可梦卡牌，贡献新看点

2022 年公司战略投资上海超旺公司，其下设卡牌发行商 DAKA 与卡牌交易平台卡淘 CardHobby，正式布局球星卡业务。DAKA 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，平台二级交易量快速增长。另外，参股公司姚记潮品获经典 IP 衍生游戏宝可梦卡牌代理，产品受众广泛，玩法社交属性强，持续扩大线下布局，贡献新看点。

● 投资建议与盈利预测

公司业务多元布局，游戏业务产品周期改善，23 年业绩修复确定性强，扑克牌业务基本盘稳定，数字营销业务顺周期复苏，球星卡及宝可梦卡牌等方向贡献新看点。我们预计 23-25 年公司归母净利润为 7.07/8.77/10.45 亿元，对应 EPS 为 1.74/2.16/2.57 股，对应 PE 为 15/12/10x，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，行业政策风险。

基本数据

52 周最高/最低价（元）：47.34 / 12.26

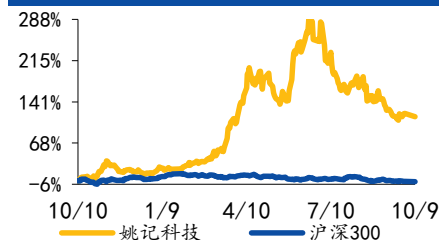
A 股流通股（百万股）：329.52

A 股总股本（百万股）：412.20

流通市值（百万元）：8626.83

总市值（百万元）：10791.42

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐
执业证书编号 S0020519080002
电话 021-51097188
邮箱 lulu@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3807.25	3914.85	4765.55	5557.26	6370.93
收入同比(%)	48.61	2.83	21.73	16.61	14.64
归母净利润(百万元)	573.90	348.56	707.32	876.57	1044.83
归母净利润同比(%)	-47.51	-39.27	102.93	23.93	19.19
ROE(%)	23.44	12.89	21.52	20.90	19.94
每股收益(元)	1.41	0.86	1.74	2.16	2.57
市盈率(P/E)	18.54	30.53	15.04	12.14	10.18

资料来源：Wind, 国元证券研究所

目 录

1.公司简介：扑克牌龙头企业，创新求变实现业务拓展	4
2.财务分析：收入端稳定增长，业绩恢复势头显现	7
3.行业分析：扑克牌市场稳定，游戏及广告行业逐渐复苏	9
3.1 扑克牌市场：行业格局稳定，品质化成为新趋势	9
3.2 移动游戏市场：供给端改善，行业加速复苏，AI 技术促进产业升级	9
3.3 数字营销：2022 年广告市场阶段性承压，宏观经济恢复有望带动复苏	11
4.公司业务：夯实主业优势，多元布局贡献新看点	13
4.1 扑克牌：传统业务贡献稳定业绩，增产提效优化产能步履不停	13
4.2 游戏运营：深耕休闲游戏品类，打造精品游戏平台	14
4.3 数字营销：宏观环境复苏有望重回增长，计划积极拓展海外业务	18
4.4 新业务：布局球星卡、宝可梦卡牌，贡献新看点	19
5.盈利预测与估值	23
6.风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截止 2023H1）	5
图 3：2018-2023H1 公司营业收入及同比增速	7
图 4：2018-2023H1 归母净利润及同比增速	7
图 5：2018-2023H1 年公司营业收入拆分及同比增速	8
图 6：2018-2023H1 公司分业务毛利率	8
图 7：2018-2023Q1 公司主要期间费用率	8
图 8：2014-2019 年中国扑克牌消费量及增速	9
图 9：2014-2020 年中国扑克牌出口量及增速	9
图 10：2018-2023H1 中国移动游戏市场规模及同比增速	10
图 11：2018-2023H1 中国游戏市场用户规模及同比增速	10
图 12：2021-2023.8 版号发放数量	10
图 13：腾讯 AI Lab 在游戏产业链中的应用	11
图 14：2020-2024E 中国广告市场规模变化	12
图 15：2022.1-2023.7 中国广告花费变化	12
图 16：2021Q1-2023Q2 中国互联网广告市场规模变化	12
图 17：姚记扑克主要产品	13
图 18：2018-2022 年公司扑克牌业务毛利率	13
图 19：姚记科技扑克牌年销量、销量及产销比	14
图 20：姚记扑克产能扩充历程	14
图 21：姚记科技游戏运营业务营收及占比变化	14
图 22：成蹊科技、大鱼竞技营收及占比游戏业务营收变化	14
图 23：成蹊科技业绩承诺额及实际完成额（万元）	15

图 24: 成蹊科技主要游戏产品	15
图 25: 《捕鱼炸翻天》iOS 畅销榜排名	16
图 26: 《指尖捕鱼》iOS 畅销榜排名	16
图 27: 大鱼竞技业绩承诺额、实际完成额及完成率 (万元、%)	17
图 28: 大鱼竞技主要游戏产品	17
图 29: 公司研发投入金额 (万元) 及同比变化 (%)	18
图 30: 公司数字营销业务收入及同比增速	18
图 31: 2020-2023 年芦鸣科技业绩承诺及完成情况	18
图 32: 球星卡构成要素	19
图 33: 球星卡产业链	20
表 1: 姚记科技 2022 年股权激励计划	5
表 2: 公司主要董事及高管履历	6
表 3: 公司部分产品运营情况和平均月流水	15
表 4: 球星卡基本形式和具体介绍	20
表 5: 决定球星卡要素举例	21
表 6: 卡淘平台交易流程	21
表 7: 卡淘卖家交易手续费和奖励标准	22
表 8: 公司收入拆分 (百万元)	23

1.公司简介：扑克牌龙头企业，创新求变实现业务拓展

公司为国内老牌的扑克牌龙头企业，多元布局游戏、数字营销、球星卡等领域，拓展业务发展空间。公司前身为上海姚记扑克股份有限公司，创建于1994年。传统扑克纸牌业务方面，公司旗下姚记扑克经历多年行业深耕，享有较高的行业地位和知名度，是中国文教体育用品协会向社会公布的“中国扑克牌行业知名品牌”的六大品牌之一，收购万盛达进一步巩固扑克龙头的地位。上市后公司从传统纸牌制造业向互联网领域转型，拓展游戏运营、数字营销等业务，逐步实现以移动游戏业务为重心，不断向互联网领域扩张的竞争格局。游戏运营业务方面，公司先后完成对成蹊科技、大鱼竞技的全资收购，成蹊科技擅长捕鱼、斗地主等轻度休闲游戏研运，旗下代表产品包括《指尖捕鱼》、《捕鱼炸翻天》等。大鱼竞技专注于欧美轻度游戏市场，尤其Bingo品类的研发、推广和运营，主要产品《Bingo Party》和《Bingo Scapes》在国内外均具有较强的竞争力。数字营销方面，2020年公司收购字节跳动旗下效果代理商芦鸣科技涉足数字营销领域，以信息流广告为主，为品牌客户提供在线营销解决方案。新业务方面，2022年公司通过战略投资上海超旺公司，完成对卡牌交易及发行平台Card Hobby的A轮亿元级融资，进入球星卡领域，实现新业务拓展。

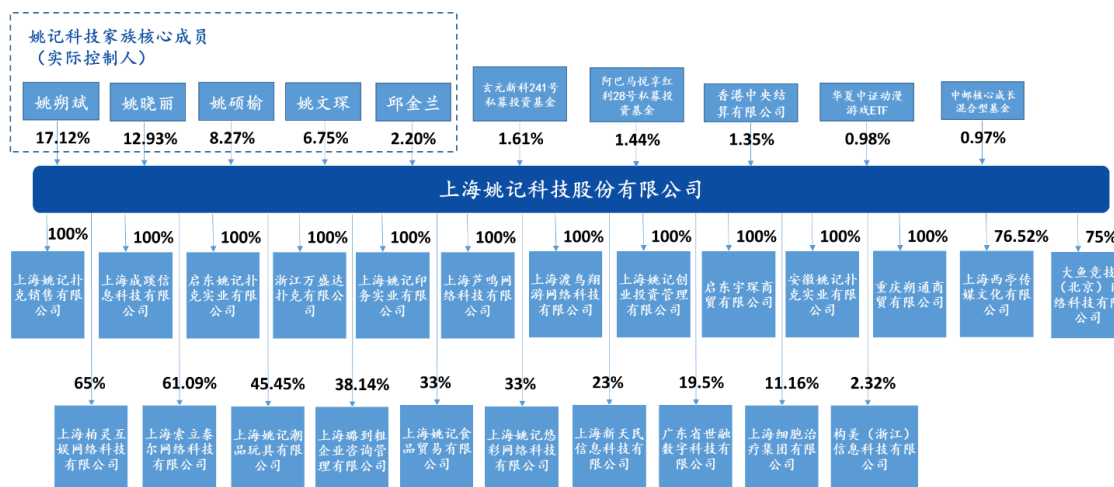
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司股权结构稳定，保持经营稳健。姚记科技作为家族企业，五位核心的家族成员构成公司实际控制人，截止2023H1合计持股47.27%，其中姚朔斌持股比例为17.12%。创始人家族成员股权与公司深度绑定，保证公司股权结构稳定，运营稳健。

图 2：公司股权结构（截止 2023H1）



资料来源：wind，公司公告，国元证券研究所

股权激励充分调动员工积极性，深度绑定公司核心人员。为调动员工工作积极性，姚记科技持续推进员工持股及股权激励计划，公司分别于 2018 年、2019 年和 2022 年实行多期股权激励计划，2022 年 12 月，公司向董事唐霞芝及 128 名公司技术骨干授予股票期权 1400 万份，向公司 12 名董监高授予限制性股票 400 万股，将公司盈利与公司高级管理人员及核心技术骨干利益绑定，进一步规范管理层决策，促进公司长期健康发展。

表 1：姚记科技 2022 年股权激励计划

业绩考核目标	份额	价格
第一个行权期以 2022 年为基数，2023 年满足以下两条件之一： ①营业收入较 2022 年增长 5%或以上；②净利润较 2022 年增长 5%或以上 第二个行权期以 2022 年为基数，2024 年满足以下两条件之一： ①营业收入较 2022 年增长 10%或以上；②净利润较 2022 年增长 10%或以上 第三个行权期以 2022 年为基数，2025 年满足以下两条件之一： ①营业收入较 2022 年增长 15%或以上；②净利润较 2022 年增长 15%或以上 第四个行权期以 2022 年为基数，2026 年满足以下两条件之一： ①营业收入较 2022 年增长 20%或以上；②净利润较 2022 年增长 20%或以上	股票期权 1400 万份	14.91 元/股
第一个解除禁售期以 2022 年为基数，2023 年满足以下两条件之一： ①营业收入较 2022 年增长 5%或以上；②净利润较 2022 年增长 5%或以上 第二个解除禁售期以 2022 年为基数，2024 年满足以下两条件之一： ①营业收入较 2022 年增长 10%或以上；②净利润较 2022 年增长 10%或以上 第三个解除禁售期以 2022 年为基数，2025 年满足以下两条件之一： ①营业收入较 2022 年增长 15%或以上；②净利润较 2022 年增长 15%或以上 第四个解除禁售期以 2022 年为基数，2026 年满足以下两条件之一： ①营业收入较 2022 年增长 20%或以上；②净利润较 2022 年增长 20%或以上	限制性股票 400 万股	7.46 元/股

资料来源：公司公告，国元证券研究所

创始人家族基层工作经验丰富，高管团队专业背景深厚，保障公司规范治理。公司董事长兼总经理姚朔斌为创始人长子，2005 年起开始在公司就职，曾任销售部副经理、物流部经理等职务；公司副董事长兼副总经理姚硕榆为创始人次子，2006 年开始加入公司，曾任公司生产调度部副经理、采购部经理等职位，创始人家族团队深入行业多年，熟悉公司基层业务流程，治理经验丰富。公司其余高管均具有专业知识背景以及丰富的行业从业经验，有助于规范公司治理，促进公司长期可持续发展。

表 2：公司主要董事及高管履历

姓名	职务	性别	年龄	履历
姚朔斌	董事长、总经理	男	40 岁	2005 年 9 月起任职于本公司，曾任销售部副经理、物流部经理，现任公司董事长、总经理。
姚硕榆	副董事长、副总经理	男	40 岁	2006 年起任职于本公司，曾任公司生产调度部副经理、采购部经理等职，现任本公司副董事长、副总经理、兼任上海姚记扑克销售有限公司总经理。
唐霞芝	董事	女	66 岁	历任陕西省红旗水泥制品总厂财务处会计、处长，陕西广厦审计事务所项目经理，陕西五联会计事务所项目经理，陕西高德会计事务所有限公司发起人、副主任会计师，上海万隆会计师事务所项目经理，公司财务总监、副总经理，曾任公司副总经理、财务总监，现任公司董事。
卞大云	董事、副总经理、董事会秘书	男	32 岁	上海财经大学学士学位，持有董事会秘书资格证书；曾任职于普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）上海分所审计部，新天资本投资经理。
梁美锋	副总经理、财务总监	女	40 岁	浙江大学本科学历，经济学学士；曾任职于德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）、中国民生投资股份有限公司

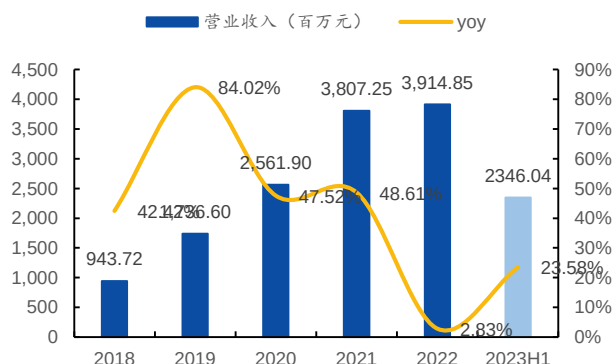
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 财务分析：收入端稳定增长，业绩恢复势头显现

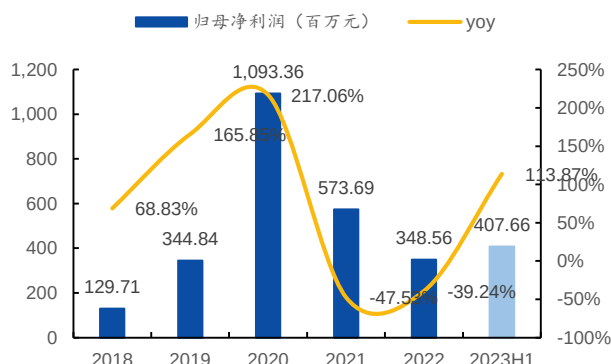
内生外延助力公司营收持续增长，利润端有所波动，2023 年盈利能力修复。公司整体业务表现稳健，2018 年开始，公司相继收购成蹊科技、大鱼竞技等优质游戏公司，开始布局游戏运营业务；2020 年公司收购芦鸣科技，业务进一步向数字营销领域转型。公司整体营业收入保持稳定增长，2018-2022 年营业收入从 9.44 亿元增长至 39.15 亿元；2018-2020 年公司归母净利润由 1.30 亿元增长至 10.93 亿元，2021-2022 年受市场宏观环境影响以及公司加大游戏业务推广力度，利润端短暂承压。2023 年开始，疫情及市场压制因素逐渐消化，广告及游戏行业经营环境持续好转，游戏行业前期投放效果显现，逐渐进入利润回收期，2023 年开始公司利润端修复，23H1 实现营业总收入 23.46 亿，同比增长 23.58%，归母净利润 4.08 亿，同比增长 113.87%。

图 3：2018-2023H1 公司营业收入及同比增速

图 4：2018-2023H1 归母净利润及同比增速



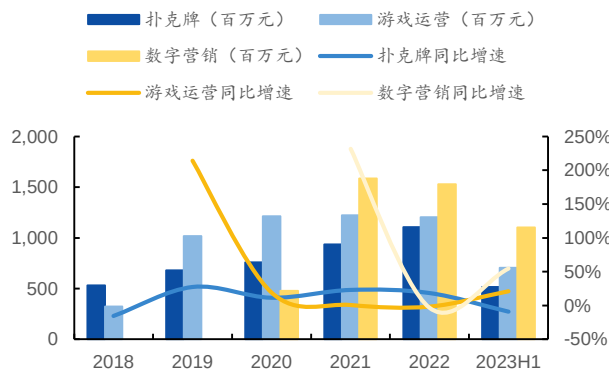
资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

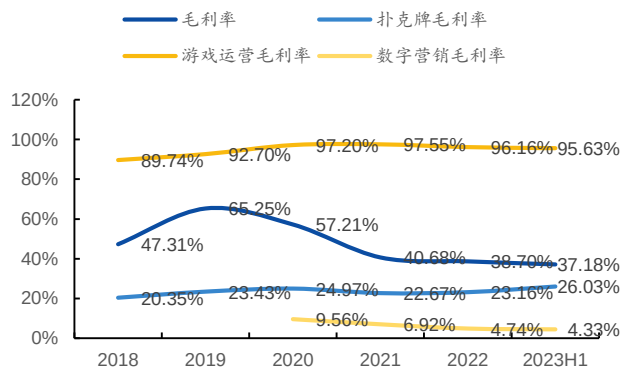
分业务看，公司业务多元化布局，游戏运营贡献高毛利率，扑克牌业务毛利率表现稳定。2022 年数字营销收入 15.31 亿元，同比下降 3.43%；游戏运营收入 12.03 亿元，同比下降 1.59%；扑克牌业务收入 11.07 亿元，同比增长 18.54%。2022 年数字营销、游戏运营、扑克牌三项业务占比分别为 39.09%、30.73%和 28.29%。毛利率水平看，游戏运营业务保持高毛利率，2023H1，公司整体毛利率水平在 37.18%，游戏运营/数字营销/扑克牌业务毛利率分别为 95.63%/4.33%/26.03%。

图 5：2018-2023H1 年公司营业收入拆分及同比增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

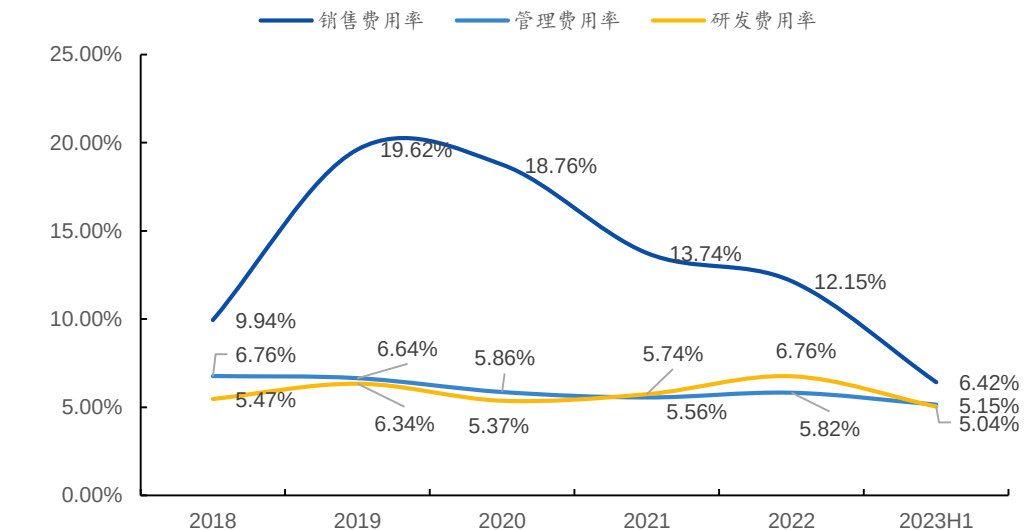
图 6：2018-2023H1 公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

期间费用率方面，公司管理费用/研发费用相对稳定，销售费用随产品上线周期变化有所波动。2018-2020 年，公司陆续完成对子公司成蹊科技、大鱼竞技、芦鸣科技的收购，销售费用率随收入体量及业务推广变化有所波动。2023H1，公司销售/管理/研发费用率分别为 6.42%/5.15%/5.04%。其中，销售费用率下降明显，主要为公司新游上线投放成本前置，2023 年游戏逐步进入利润回收期，管理及研发费用率约在 5% 左右。2023H1 公司净利润率为 18.17%，同比提升 10.35pct，盈利水平改善明显。

图 7：2018-2023H1 公司主要期间费用率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

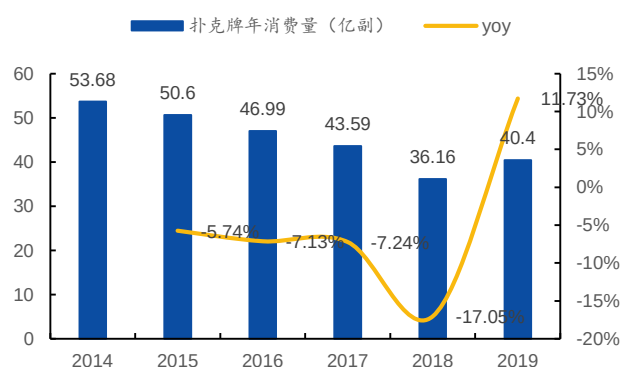
3.行业分析：扑克牌市场稳定，游戏及广告行业逐渐复苏

3.1 扑克牌市场：行业格局稳定，品质化成为新趋势

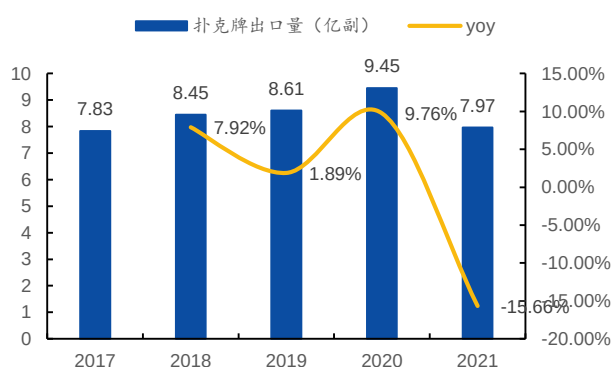
扑克牌行业日趋成熟，年消费量平稳增长。我国作为纸牌行业的生产和消费大国，也是扑克牌出口大国。2019年，我国扑克牌年消费量已达40.40亿副。2021年中国扑克牌出口量达7.97亿副，据中国海关数据显示，2017年至2021年，我国扑克牌净出口数量常年维持在7亿副以上。

图 8：2014-2019 年中国扑克牌消费量及增速

图 9：2017-2021 年中国扑克牌出口量及增速



资料来源：中国文教体育用品协会，智研咨询，公司公告，国元证券研究所



资料来源：中国海关，公司公告，国元证券研究所

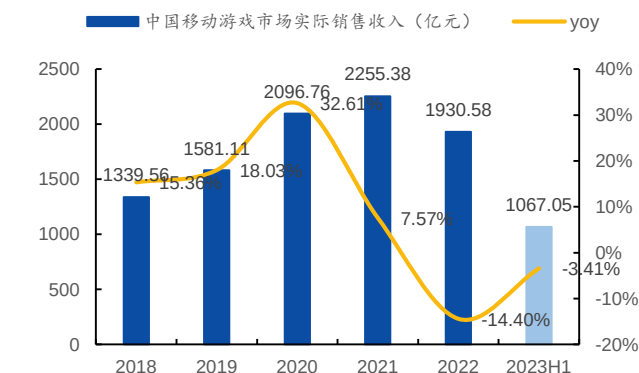
低质扑克牌市场进一步出清，追求品质化成为纸牌行业新趋势。随着人民可支配收入的提升，消费者对于纸牌品质的要求更高，低价竞争难以适应现有的市场环境。专业化的纸牌生产企业采用专业的工艺及生产设备，使用高质量的生产材料，提供高品质的扑克牌产品吸引消费者，受益于规模效应，在保证生产成本的前提下，提升原材料的议价能力，提升整体利润水平。扑克牌作为低值易耗品，消费者对价格敏感度低，高品质扑克对低品质扑克的替代效应明显，低品质扑克牌市场需求进一步萎缩。同时，国家对于环保的监管趋严，部分中小厂商难以购入符合国家环保标准的生产设备，加速扑克牌行业市场出清，市场份额进一步向大型高端扑克牌制造企业集中。

3.2 移动游戏市场：供给端改善，行业加速复苏，AI 技术促进产业升级

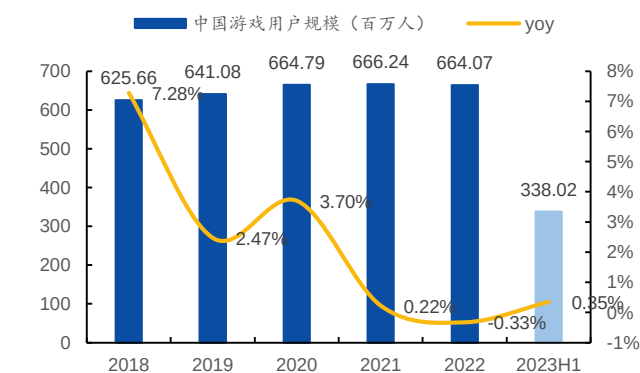
2022 年受供给端以及疫情等因素影响，移动游戏行业承压，2023 年二季度以来，底部向上，增长良好。2022 年，中国游戏市场实际销售收入为 2658.84 亿元，同比下降 10.33%，移动游戏市场实现销售 1930.58 亿，同比下滑 14.40%，主要受到疫情、用户规模下降以及新品上线较少等原因影响。2023 年上半年，移动游戏市场实现销售收入 1067.05 亿元，同比下降 3.41%；分季度来看，二季度移动游戏市场明显回暖，同比增速回正，二季度实现销售收入 580.11 亿元，同比增长 15.92%，7 月同比增长 51.09%，月度移动游戏销售收入达到 221.10 亿元。

图 10：2018-2023H1 中国移动游戏市场规模及同比增速

图 11：2018-2023H1 中国游戏市场用户规模及同比增速



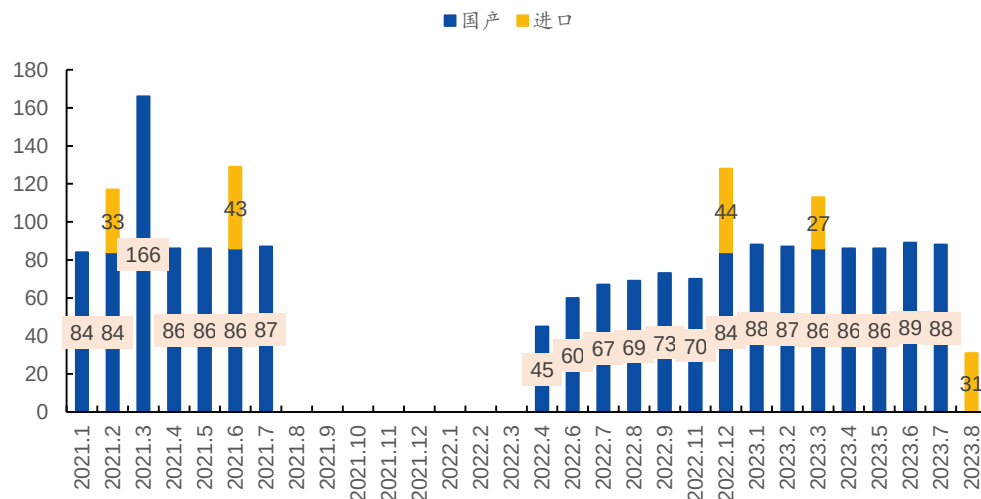
资料来源：伽马数据，国元证券研究所



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

游戏版号逐步恢复常态化发放，供给侧改善。 国产版号方面，1-7 月国家新闻出版署分别下发版号 88/87/86/86/86/89/88 款，今年以来国产游戏版号按月如期下发，发放频率保持稳定，且月均数量较去年版号恢复以来有明显提升。同时，今年进口游戏版号也分别在 3 月、8 月共下发 58 款，相比 2022 年情况好转。从发放厂商和产品分布来看，恢复发放前期版号主要为中小厂商，22 年底开始头部大厂重点产品陆续获批，包括腾讯《无畏契约》、《黎明觉醒》、《白夜极光》；网易《逆水寒手游》等。

图 12：2021-2023.8 版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所

官媒肯定游戏产业价值，政策释放积极信号。 人民网 2022 年 11 月 16 日发布《人民财评：深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，指出从海外国家游戏产业发展历程中，电子游戏早已摆脱娱乐产品的单一属性，已成为对一个国家产业布局、科技创新具有重要意义的行业。文章强调游戏产业价值，指出其在数字化转型以及文化传播的正向作用，并肯定了前期未成年保护以及防沉迷等规定完善和落地的阶段性成果。2023 年 4 月 16 日经济日报发表《正视电子竞技产业的价值》指出电竞与前沿科技紧密结合，在政策扶持下规范发展将形成巨大规模，促进人才就业，肯定电

竞行业积极价值。政策导向已趋稳定并进入细化落实层面，过渡到常态化监管阶段。

近期催化因素方面，电竞入选亚运会正式比赛项目，有望扩大游戏品牌影响，拉新+回流带动行业增长。杭州亚运会共设有7个电竞比赛项目，包括《英雄联盟》、《王者荣耀》（亚运版）、《和平精英》（亚运版）、《FIFA Online4》、《梦三国 2》、《DOTA2》、《街霸5》，主要研发及发行厂商包括腾讯、完美世界、电魂网络。根据伽马数据，2022 年中国电竞产业收入为 1445.03 亿元，电竞用户规模约为 4.88 亿人。此次入选亚运会正式项目，有望扩大游戏品牌效应，促进回流和拉新。

长期来看，生成式 AI 赋能产业升级，游戏是 AIGC 主题下核心落地应用领域。1) 降本增效。AI 能够辅助游戏工业化生产以及营销侧的素材产出和投放优化，实现海量内容的快速供给，包括文案、美术、地图设计、语音交互以及营销端的买量投放等，快速提升游戏生产效率和内容更新，缩短开发周期及人工成本，目前已开始快速应用到游戏公司研发买量环节。2) 玩法变革。游戏对比文字、图片以及音视频等表现形式具备强交互性，AI 接入能够在 NPC 智能交互以及场景丰富度上大幅提升用户侧的沉浸式体验和自由度，游戏可玩性提升有望进一步驱动玩家活跃度、在线时长增长，玩法创新带动付费频次和付费深度的提升。

图 13：腾讯 AI Lab 在游戏产业链中的应用



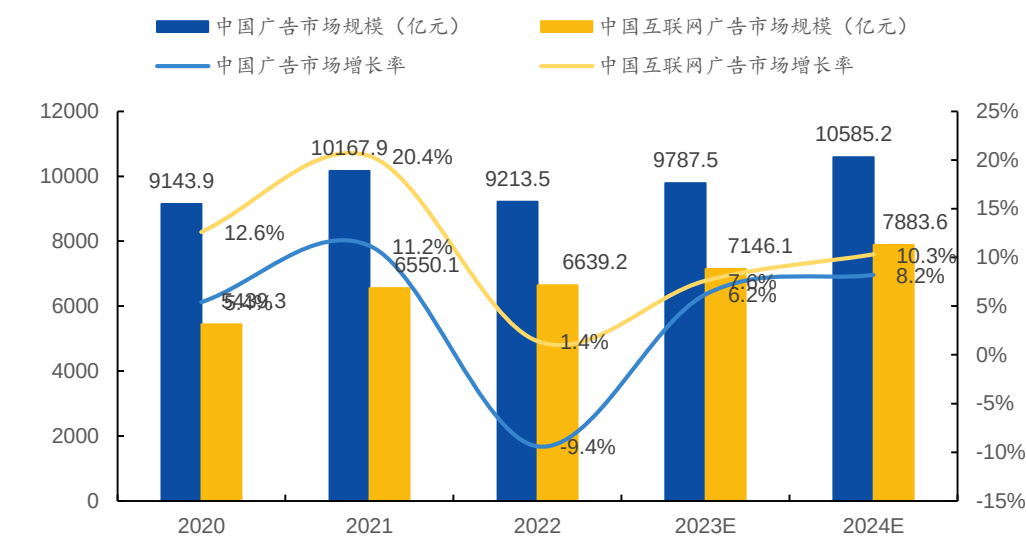
资料来源：量子位，国元证券研究所

3.3 数字营销：2022 年广告市场阶段性承压，宏观经济恢复有望带动复苏

2022 年受宏观环境影响广告市场阶段承压，互联网广告市场展现韧性。2022 年受国际形势波动及疫情反复等宏观因素影响，广告市场阶段性承压。根据 QuestMobile 数据，2022 年中国广告市场规模为 9213.5 亿元，同比减少 9.4%。其中，互联网广告市场经过高速发展逐步进入结构性调整期，在市场总体波动情况下依然展现较强韧性，规模达到 6639.2 亿元，同比增长 1.4%。2023 年预计随着宏观

环境的修复以及 AIGC 技术升级带动降本增效，行业增速有望逐步恢复。

图 14：2020-2024E 中国广告市场规模变化

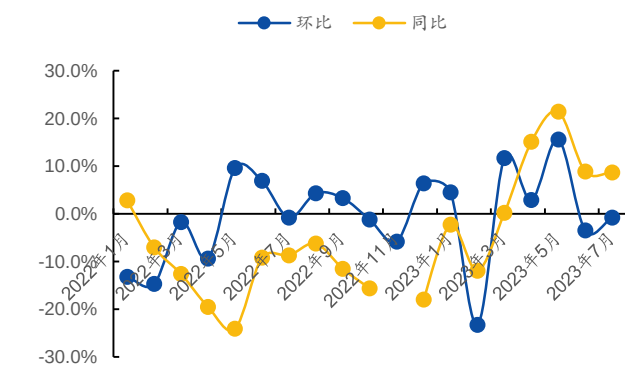


资料来源：Questmobile，国元证券研究所注：互联网广告未包含：1) 联等渠道合作费用(即应用商店内广告)，2) 游戏内广告、音频内广告，3) 扣除广告收入中含佣金的部分。

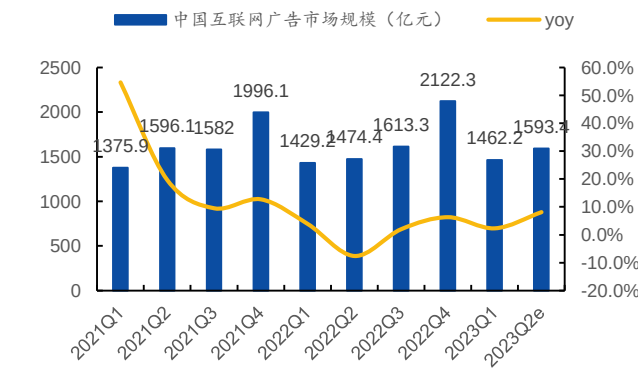
宏观经济持续恢复有望带动营销行业复苏，2023 年 1-7 月互联网广告市场规模同比保持增长。根据 CTR 数据显示，今年 1-7 月广告市场同比上涨 5.4%。7 月份广告市场花费同比增长 8.7%，与上月涨幅基本持平；月度花费环比微跌 0.8%，跌幅较上月收窄 3 个百分点。根据 QuestMobile 数据，互联网广告市场从 2022 年下半年开始同比恢复增长，2023Q2 互联网广告市场规模同比增长 8.1%。

图 15：2022.1-2023.7 中国广告花费变化

图 16：2021Q1-2023Q2 中国互联网广告市场规模变化



资料来源：CTR，国元证券研究所



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

注：互联网广告未包含：1) 联等渠道合作费用(即应用商店内广告)，2) 游戏内广告、音频内广告，3) 扣除广告收入中含佣金的部分。

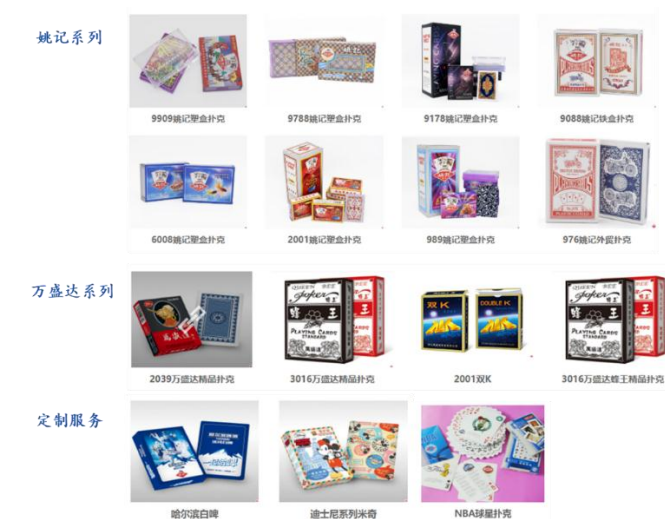
4.公司业务：夯实主业优势，多元布局贡献新看点

4.1 扑克牌：传统业务贡献稳定业绩，增产提效优化产能步履不停

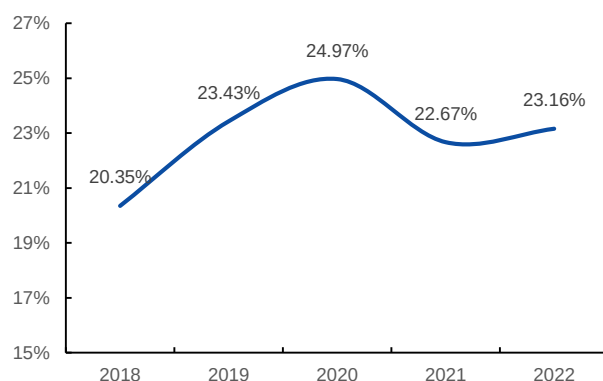
公司深耕扑克牌行业多年，贡献稳定业绩。公司起家于扑克牌的生产及销售业务，深耕扑克牌行业多年，旗下子公司上海姚记销售、启东姚记扑克实业、安徽姚记扑克实业、浙江万盛达扑克等子公司负责扑克牌的生产及销售工作。2022年公司实现扑克牌销量10.37亿副，2021年公司扑克牌销售国内市场份额约为29%。2022年，公司扑克牌业务毛利率维持在23.16%，较2021年上升0.49pct，近年毛利率均在20%以上。公司拓展游戏运营和数字营销业务为传统扑克牌销售业务提供多元渠道，通过“第55张扑克牌”推广移动游戏业务，实现多业务协同发展。

图 17：姚记扑克主要产品

图 18：2018-2022 年公司扑克牌业务毛利率



资料来源：公司官网，国元证券研究所

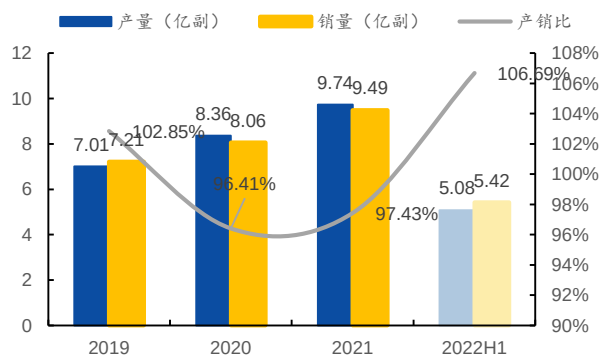


资料来源：公司公告，国元证券研究所

姚记和万盛达双系列知名度较高，定制服务发展良好。“姚记扑克”拥有自身大量的粉丝群体，2015年收购浙江万盛达后，进一步丰富公司扑克牌产品种类，现阶段公司扑克牌分为姚记系列和万盛达系列，在国内外具有一定的影响力。姚记系列包含塑盒、铁盒和纸盒产品，款式包含长牌、双幅、精品扑克等，可以满足消费者多种需求；万盛达系列主要为精品扑克，老人头、双K和蜂王样式。除了以上两个产品，公司还提供扑克牌定制加工服务，根据客户提供的特定主体设计定制扑克牌，合作客户包括迪士尼、NBA、百威啤酒等国内外知名企业，代表产品有哈尔滨白啤系列、迪士尼米奇系列、NBA球星系列等，定制服务发展势头良好。

滁州项目缓解产能压力，规划年产量6亿副。随着行业内中小厂商的快速出清，市场对大厂商的产能要求高，公司现有产能已过饱和，2019-2022年，公司产销比保持在100%左右，现有产能限制扑克牌业务后续发展。上市后，公司不断进行产能扩充计划，2015年收购万盛达扑克，补充渠道及产能；2020年公司将产能向启东基地转移；2021年公司开始计划在安徽滁州投资建设智能制造产业园，2023年发行可转债，预计该产业园将于2023年底至2024年初建成投入使用，后续产能逐步释放，最终有望将带来年产6亿副的产能提升。

图 19：姚记科技扑克牌年销量、销量及产销比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 20：姚记扑克产能扩充历程



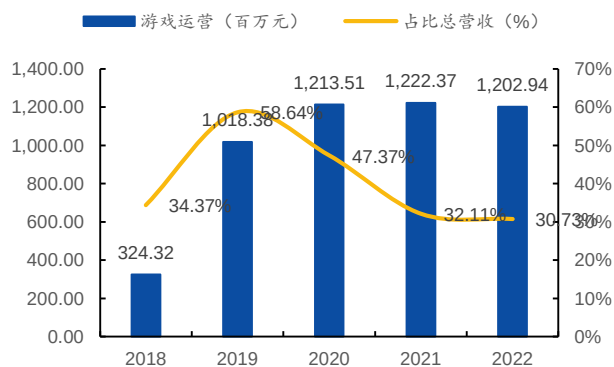
资料来源：公司公告，国元证券研究所

伴随产能提升，公司利用自身品牌及产品优势进一步拓展在中国的市场份额，同时积极布局海外市场，提升扑克牌整体销量。顺应消费者对扑克牌高品质追求，公司上新攒蛋牌等多品类的扑克牌产品，优化扑克牌使用感受，提升公司扑克牌平均销售单价，伴随销售量和销售单价的双提升，有望带动扑克牌业务增长。

4.2 游戏运营：深耕休闲游戏品类，打造精品游戏平台

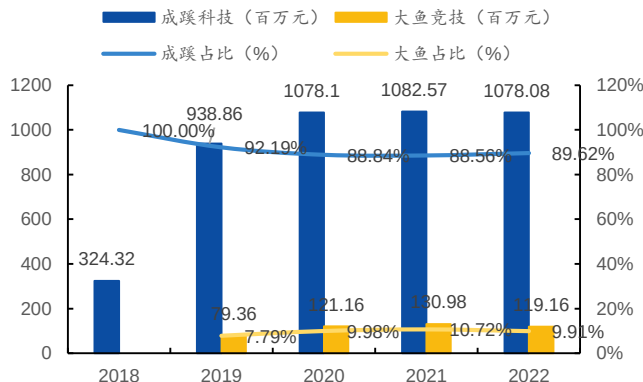
先后收购子公司成蹊科技和大鱼竞技开展游戏运营业务。2018-2020 年，公司先后以合计 13.36 亿元和 5.53 亿元的价格完成对游戏公司成蹊科技及大鱼竞技的收购，切入休闲移动游戏运营。2022 年，公司实现游戏运营业务营业收入 12.03 亿元，占公司总营收 30.73%，其中成蹊科技营收 10.78 亿元、大鱼竞技营收 1.19 亿元，分别占比游戏业务营收 89.62%和 9.91%，成蹊科技主要覆盖国内游戏业务，大鱼竞技覆盖海外游戏业务。

图 21：姚记科技游戏运营业务营收及占比变化



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 22：成蹊科技、大鱼竞技营收及占比游戏业务营收变化



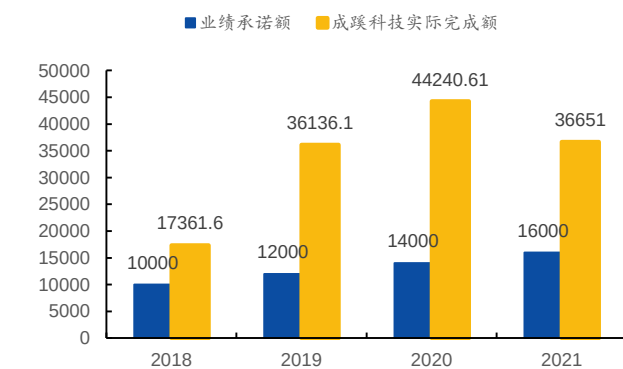
资料来源：公司公告，国元证券研究所

成蹊科技深耕休闲游戏领域，业绩表现优秀。成蹊科技成立于 2013 年，主要从事互联网休闲娱乐游戏产品的开发、运营及推广，公司收购成蹊科技时设定 2018-2021 年业绩承诺额分别为 1/1.2/1.4/1.6 亿元，实际成蹊科技 2018-2021 年扣非归母净利润实现 1.74/3.61/4.42/3.67 亿元，超额完成承诺额，2022 年成蹊科技实现扣非归母净利润 2.95 亿元。

成蹊科技主要运营的游戏平台为“鱼丸游戏”，涵盖捕鱼、棋牌等多种休闲类游戏，公司游戏产品在休闲游戏领域排名靠前，优势捕鱼类游戏市场进入存量竞争，用户粘性相对较高。根据公司公告，公司移动游戏主力产品为《指尖捕鱼》、《捕鱼炸翻天》。其中《指尖捕鱼》2014年1月上线，运营期已超过9年，2021年平均月流水在7000万元以上；《捕鱼炸翻天》2018年1月上线，运营期超过5年，平均月流水从2019年的3475.90万元增长至2021年的6813.04万元。2022年公司成功推出了自主研发的3D捕鱼游戏《捕鱼新纪元》，上线以来表现良好。

图 23：成蹊科技业绩承诺额及实际完成额（万元）

图 24：成蹊科技主要游戏产品



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图标	游戏名	游戏类型	上线平台
	捕鱼大侠	休闲捕鱼游戏	Android平台
	姚记捕鱼	休闲捕鱼游戏	Android平台
	鱼丸捕鱼大作战	休闲捕鱼游戏	Android平台
	鱼丸深海狂鲨	休闲捕鱼游戏	Android平台
	指尖捕鱼	休闲捕鱼游戏	ios平台、Android平台
	小美斗地主	棋牌类手游	Android平台

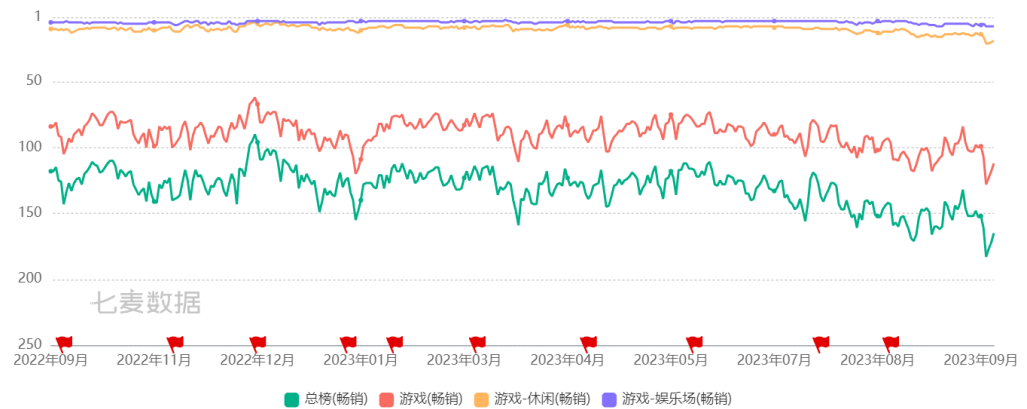
资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 3：公司部分产品运营情况和平均月流水

序号	游戏名称	上线时间	是否仍在运营	平均月流水（万元）		
				2021 年	2020 年	2019 年
1	小美斗地主	2019 年 5 月	是	120.77	691.2	327.38
2	姚记捕鱼	2019 年 9 月	是	154.78	8.1	2.36
3	指尖捕鱼	2014 年 1 月	是	7,009.98	8,126.22	8,391.82
4	捕鱼炸翻天	2018 年 1 月	是	6,813.04	5,230.11	3,475.90
5	大神捕鱼	2018 年 11 月	是	454.86	496.08	124
6	黄金捕鱼场	2018 年 12 月	是	250.78	257.12	136.8
7	Fishbox	2019 年 1 月	是	89.93	61.96	12.71
8	齐齐来麻将	2020 年 5 月	是	335.88	24.75	-
9	Bingo Party	2017 年 5 月	是	2,834.64	3,202.00	2,254.29
10	Bingo Journey	2018 年 12 月	是	1,831.81	2,209.42	871.12

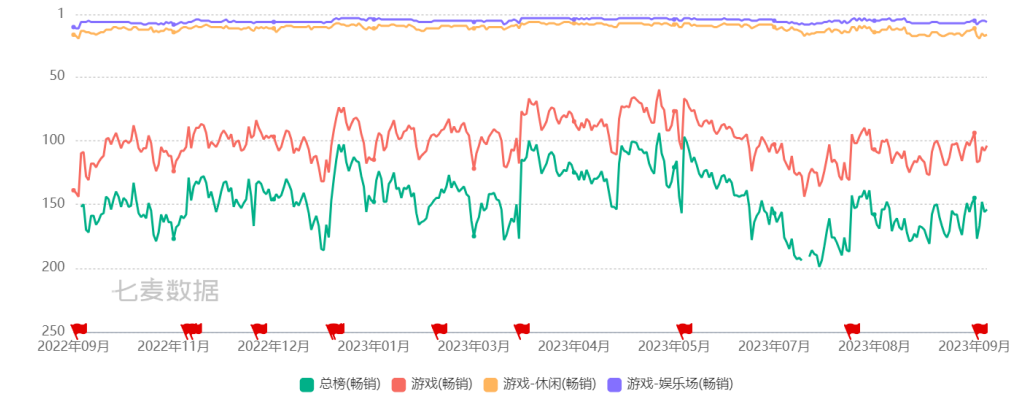
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 25:《捕鱼炸翻天》iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

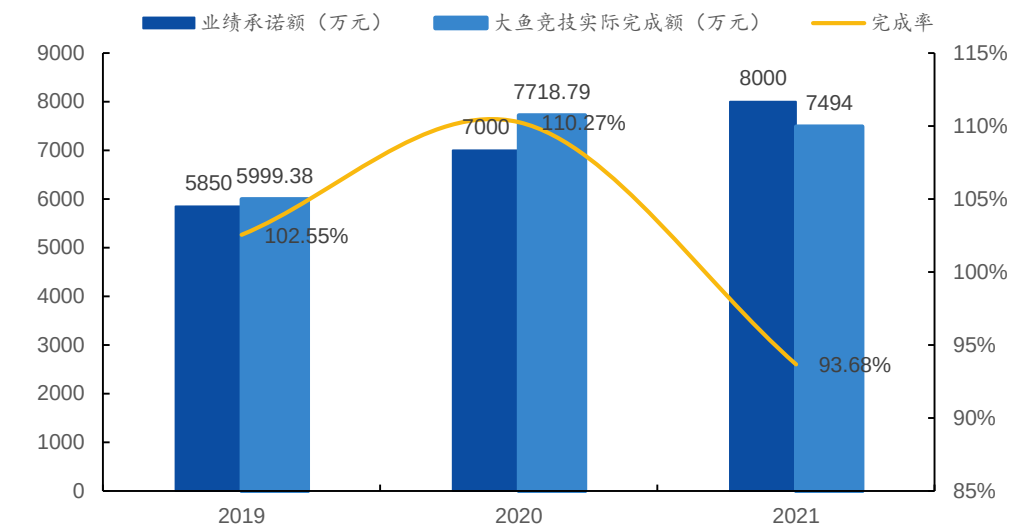
图 26:《指尖捕鱼》iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

大鱼竞技专注海外市场，聚焦 Bingo 类游戏。大鱼竞技成立于 2016 年，专注欧美轻度游戏市场，尤其是 Bingo 品类研发、推广和运营。公司收购大鱼竞技时设定 2019-2021 年业绩承诺额分别为 5850/7000/8000 万，大鱼竞技 2019-2021 年扣非归母净利润为 5999/7719/7494 万，业绩达成率分别为 102.55%/110.27%/93.68%。

图 27：大鱼竞技业绩承诺额、实际完成额及完成率（万元、%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

大鱼竞技旗下主要运营的游戏产品为《Bingo Party》、《Bingo Sapes》，在包括 App Store、Facebook 和 Google play 等多个海外平台运营。Bingo 系列产品在海外市场排行榜排名靠前。截至 2023 年初，海外游戏产品已发行至全球超过 100 个国家和地区，累计注册用户超过 3500 万人，多次取得 Google Play 全球推荐。

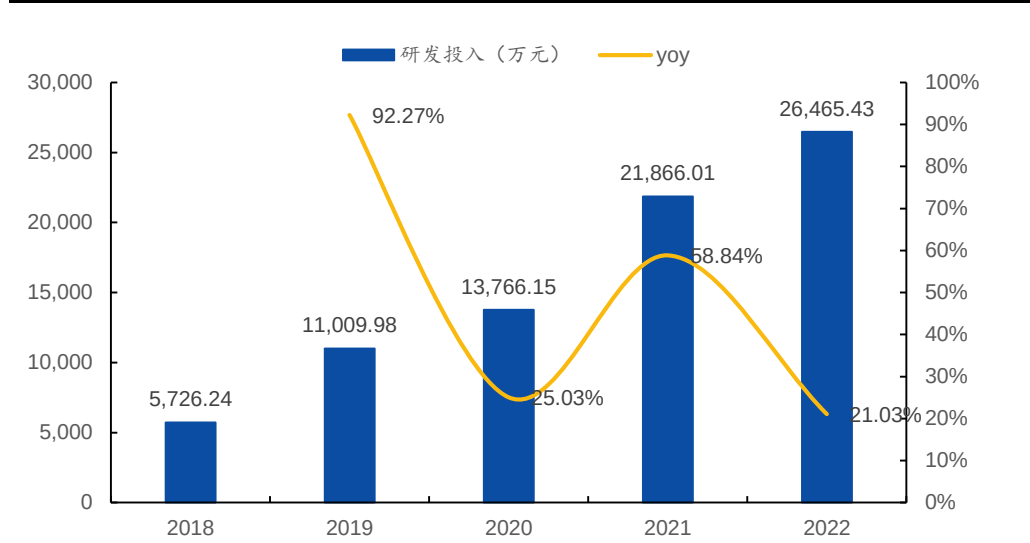
图 28：大鱼竞技主要游戏产品



资料来源：大鱼竞技官网，国元证券研究所

公司近年来持续加大研发投入和投放力度，坚持精品游戏发展路线。为提升用户体验，实现以用户为中心的优化理念，公司加大研发投入，2022 年公司研发投入提升至 2.65 亿元。公司相继成立“红桃工作室”、“梅花工作室”、“方块工作室”，后续将以工作室形式开发精品手机游戏，提升游戏市场份额。公司还成立“π 工作室”，开发建设广告投放系统和广告效果监控系统，打通了曝光-点击-激活-注册-付费-留存等全链条数据，根据广告效果及时调整投放策略，实时跟踪游戏的运营情况，及时掌握用户状态，提高运营效率。

图 29：公司研发投入金额（万元）及同比变化（%）



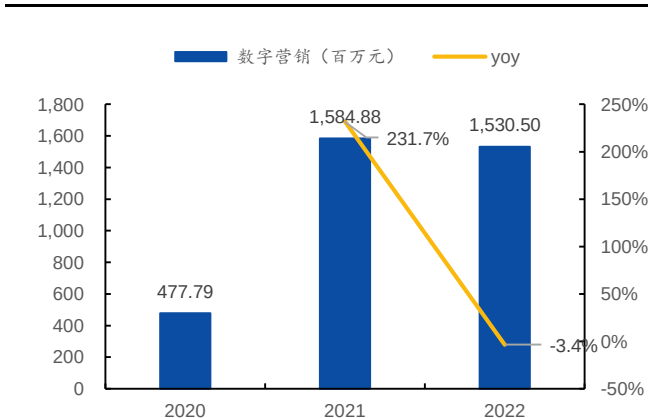
资料来源：公司公告，国元证券研究所

储备有新品在手，坚持长周期运营为目标。公司储备多款休闲品类产品，后续有望陆续上线，立项上以长周期运营为目标，优化公司产品矩阵的稳定性，进一步巩固休闲游戏赛道优势，有望带动后续业绩增长。

4.3 数字营销：宏观环境复苏有望重回增长，计划积极拓展海外业务

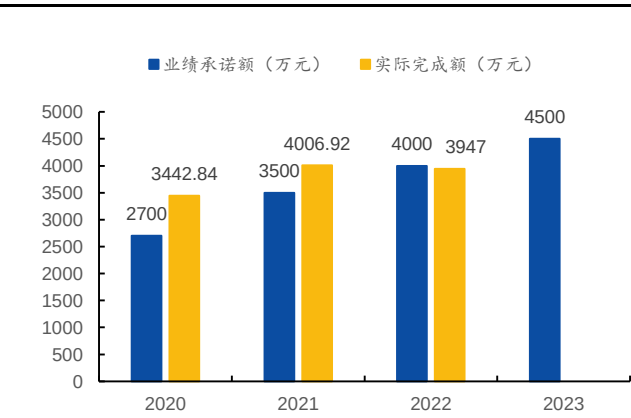
公司收购芦鸣科技切入数字营销业务。芦鸣科技成立于 2017 年，以字节跳动系信息流广告营销为核心，构建了覆盖数据分析、效果营销、效果优化、短视频内容生产、内容营销的互联网营销一体化服务，主要客户行业来自网络服务、电商、游戏、金融、教育、快消品等。公司 2019 年对芦鸣科技进行 A 轮融资，以 3000 万收购 12% 股权，围绕以短视频为中心的互联网营销领域进行布局。2020 年 6 月，公司以 2.63 亿元收购了剩余 88% 的股权，芦鸣科技成为全资子公司。2022 年受广告市场波动影响，公司数字营销收入略有下降，今年随着宏观经济复苏，业务有望逐步好转。

图 30：公司数字营销业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 31：2020-2023 年芦鸣科技业绩承诺及完成情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司互联网创新营销以信息流广告为主，盈利来源为广告客户收入和媒体流量采买

成本差。公司构建了覆盖数据分析、效果营销、效果优化、短视频内容生产的互联网营销全链条，为品牌客户提供在线营销解决方案。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。公司开展信息流广告业务的模式包括获取用户流量、广告素材制作及广告效果优化，达到在短视频媒体上的精准投放。结合 CPC（每次点击成本）、CPM（每千次展示成本）计量结算方式向广告客户收取费用。公司向媒体流量供应商获取用户流量用于在线投放广告，并主要根据相同机制支付流量购买成本。信息流广告的盈利来源于广告客户收入与媒体流量采买成本差。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，提供策划营销、创意设计、品牌传播、内容制作一体化整合营销服务。

公司具备丰富的投放经验和广泛的媒体资源，提高客户营销价值，计划布局出海业务。首先，公司拥有多支强大的视频产出团队，能够针对不同品牌生产多样独特的创意内容，公司通过技术赋能运营，开发智能化系统后台对接媒体平台 Marketing API，提高产出效率；其次，营销业务的核心成员来自 4A 广告公司和主流短视频媒体平台，深谙媒体投放逻辑和投放算法，对用户增长和品牌曝光拥有专业丰富的实操经验，有针对性地对广告物料、投放时段、目标人群、投放媒体、投放地域、人群拓展等方面进行优化，为客户提供整体优化方案；第三，覆盖了较为全面的主流短视频媒体平台，为客户提供整合营销服务，培养行业头部矩阵客户。芦鸣科技以字节跳动系信息流广告营销为核心，根据公司公告，公司在巩固国内业务基础上，计划积极开拓海外市场，带动业务增长。随着海外 TikTok 商业化程度不断提升和广告体量的增长，有望带来更多的市场机会。

4.4 新业务：布局球星卡、宝可梦卡牌，贡献新看点

球星卡发展历史久远，是主要的体育 IP 衍生品之一。19 世纪末到 20 世纪初，棒球卡收藏在美国逐渐流行，后续烟草公司开始将其包含在香烟盒内一同出售，球星卡受欢迎度日益提升并逐渐发展。球星卡一般正面显示球星肖像、姓名、年龄等信息，反面是球星比赛技术统计数据等信息，经过鉴定机构鉴定后的球星卡主要含有评级分数、球星肖像、亲笔签名、发行商、系列名称等要素。

图 32：球星卡构成要素

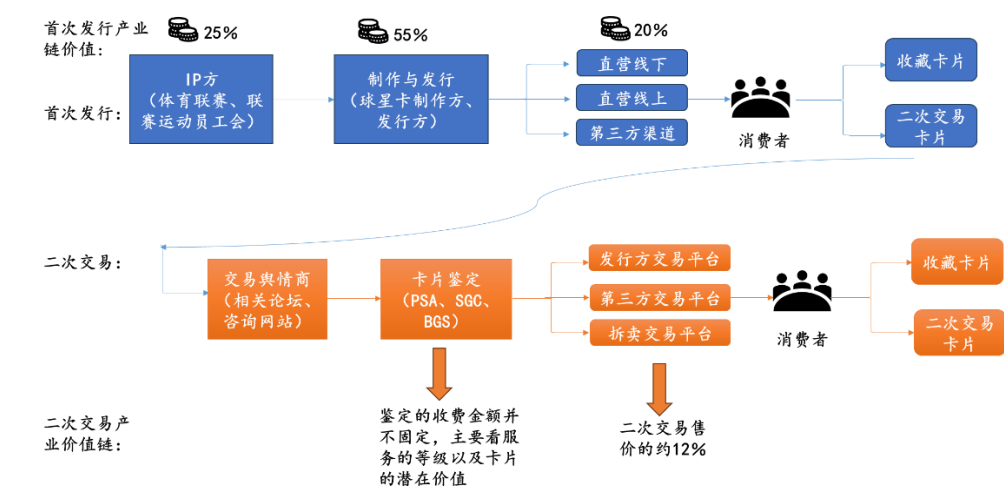


资料来源：卡特菲力克，华经产业研究院，ebay，国元证券研究所

球星卡商业模式主要包括一级市场售卡以及二级市场的再交易。产业链上游主要由

IP 组成，包括全球知名体育赛事 IP（NBA、英超等），具有较强的用户群体。发行商通过依据授权 IP 制作、发行球星卡，以盲盒形式出售给消费者，主要发行商包括 Panini、Topps 等，其中制作与发行是一级产业链中价值较高的部分。二级市场主要是指球星卡在销售者手中进行二次流转的交易市场，消费群体主要目的在于收藏或者投资从而产生再次交易卡片的需求。体育明星卡片在欧美已经有 50 年历史，卡片生产商在全球范围内历史悠久，二手市场发展较为成熟。根据姚记科技公告显示，发行端，Panini、Topps 都有 20 亿+的销量。从二级交易端看，北美二手交易市场超过 100 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。

图 33：球星卡产业链



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

表 4：球星卡基本形式和具体介绍

球星卡形式	具体介绍
普卡	数量多，价值较低，收整套具备价值。正面印球员照片，背面有球员本人、场上数据等
平行卡	与普卡大致相同，增添了标志、钢印或者印刷签名等
特卡	卡面的设计和图案较普卡特殊
新秀卡	也称作 RC（Rookie Card），通常为新秀球员所出的卡，分普通、限量 RC。陆续出现 RC 球衣、RC 地板、RC 签名卡
交换卡	有标示“交换”等字眼，寄回换取实卡。原因主要为球星签名不及或球星卡生产过程中出现相关问题
限量卡	有准确的限量张数，同时还有签名限量。比较珍贵是同背号，也即限量的数字和该球员的球衣背号相同
签字卡	球员在球星卡上签名。第一种是卡签，球员直签；第二种为贴纸签，球星卡公司为节约生产时间，让球员在纸上签好一定数量的名字，等卡制作好后再贴签字
球衣卡	公司跟球星签约后买下球员球衣，并裁剪球衣一小部分制作在卡里面，经由认证
patch 卡	带缝纫线的球衣卡，料质上跟球衣卡是一样的，颜色比普通球衣要丰富，且通常都有裁切到球衣上裁缝的线、纹路，卡片更为美观
TAG 卡	球衣的下摆标签
球衣签和 patch 签	球衣和签字在一张卡上，价格比单纯的球衣或签字要高

资料来源：中国收藏家协会体育纪念品收藏委员会官网，国元证券研究所

决定球星卡的价值的主要来自流行性、稀缺性以及卡片质量三个维度。流行性主要是指球员的流行度以及卡片本身的流行度；稀缺性主要是卡片所记录事件的稀缺程度、卡片发行数量等；卡片质量主要是卡片的保存状态。

表 5：决定球星卡要素举例

序号	要素	具体要素
1	球员流行度	是否是知名球星？
2	卡片流行度	卡片是否具备独特意义？（如代表球员职业生涯高光时刻的卡片可以获得更高定价）
3	卡片稀缺度	是否是签名卡、球衣卡等更为稀缺的形式？
4	卡片本身情况	卡片是否有明显的破损/印刷问题？
5	球队流行度	是否处于一流球队？
6	是否有机构评分	卡片质量是否获得专业鉴定机构的认可？（主要的鉴定机构如 PSA、SGC）

资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

通过战略投资，参与体育文化收藏卡发行商及交易平台卡淘的开发、运营及卡牌发行业务。2022 年公司投资上海璐到粗企业管理咨询有限公司，根据公司 2023 年半年报，目前公司持有璐到粗 38.14% 股权，根据爱企查显示，璐到粗控制企业包括上海达咖文化发展有限公司、上海超旺信息科技有限公司，其下设 DAKA（国内最大的卡片 IP 发行商）与 CardHobby（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。卡淘 CardHobby 成立于 2015 年 3 月，是球星卡收藏交流网站与球星卡交易 APP 平台的服务提供商，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。CardHobby 年 GMV 在 2021 年突破 6 亿元，同比增速超过 300%。

表 6：卡淘平台交易流程

流程	具体介绍
注册账户	1. 缴纳注册保证金 新用户的注册，需通过支付宝实名认证，认证时将从您的支付宝账户中收取 100 元人民币作为用户注册保证金，该保证金将按照 1:1 的比例转化为卡淘点（CARD HOBBY POINT）放入您的 CHP 卡淘点账户（用户可以在的卡淘点账户中按 1:1 货币等值进行充值。卡淘点用于竞价担保金的支付、上架费及交易手续费的支付） 2. 认证成为买家 用户通过支付宝实名认证且缴纳足额的注册保证金，即认证成为「买家」。 3. 认证成为卖家 当买家好评数达到 50 以后，可通过认证自助申请卖家资格，买家成功签约且缴纳 1000 元作为卖家资格保证金后，即认证为卖家。
发布商品	1. 刊登类型：竞价、一口价 2. 选择出售类型和要出售商品的类目，所有竞价形式上架的商品，起拍金额统一默认 1 元 3. 填写商品详细信息 4. 信息填写完成后点击发布商品，或者将该商品放入仓库
购买商品	购买商品分为：一口价出售类型和竞价出售类型。对于卖家设置了竞价担保金的商品，必须先缴纳竞价担保金，然后才能正常出价
买家报价	如果卖家在发布一口价商品时勾选允许买家提出报价，则买家可以对卖家的一口价商品进行报价。如有买家报价，卖家将收到系统通知
付款与发货	完成订单支付，卖家发货，买家收货，确认后交易完成

资料来源：卡淘，国元证券研究所

表 7：卡淘卖家交易手续费和奖励标准

交易总额（人民币，单位：元）	交易手续费奖励比例（%）	当期交易完件手续费实际费率（%）
交易总额 ≤ 60,000	0	5%
60,000 < 交易总额 ≤ 200,000	0.5%	4.5%
200,000 < 交易总额 ≤ 300,000	0.8%	4.2%
300,000 < 交易总额 ≤ 400,000	1%	4%
400,000 < 交易总额 ≤ 500,000	1.2%	3.8%
500,000 < 交易总额 ≤ 1,000,000	1.7%	3.3%
1,000,000 < 交易总额 ≤ 3,000,000	2%	3%
3,000,000 < 交易总额 ≤ 6,000,000	2.2%	2.8%
交易总额 > 6,000,000	2.42%	2.58%

资料来源：卡淘，国元证券研究所

参股姚记潮品，扩充宝可梦集换式卡牌代理，扩大线下卡牌布局。宝可梦 IP 知名度高，受众广泛。PTCG（宝可梦集换式卡牌）自成体系的还原游戏世界观的独创玩法叠加持续举办赛事催化，能够吸引用户参与购买和参加比赛，卡牌的持续更新以及社交玩法，能增加用户购买产品的频次和活跃度，增强用户粘性。线下门店渠道布局集中在潮品店、潮玩店、卡店和文具店等类型，受众较为广泛。姚记潮品是宝可梦集换式卡牌中国大陆地区代理商之一，根据姚记科技 2023 年半年报，目前公司持有姚记潮品 18% 股权。截止 2023 年 6 月，根据姚记潮品公众号，其宝可梦卡牌合作门店已经覆盖全国 28 个省份。

5. 盈利预测与估值

核心假设：

整体看，公司游戏业务产品周期改善，23 年业绩修复确定性强，扑克牌业务基本盘稳定，数字营销业务顺周期复苏，球星卡及宝可梦卡牌等方向贡献新看点。

营收端，游戏业务方面，公司存量游戏 22 年由于推广成本前置，23 年开始进入利润回收期，带动业绩高增长，后续储备新品有望陆续上线，保障产品矩阵长周期运营，我们预计 23-25 年游戏收入分别为 15.04/17.37/19.80 亿元。扑克牌业务占据龙头地位，具有较强的议价能力，近年毛利率在 20% 以上，滁州工厂计划年产能 6 亿副，后续投产有望逐步扩大产能，预计 23-25 年扑克牌收入为 11.96/13.87/15.96 亿元。数字营销为顺周期业务，有望随宏观环境复苏逐步恢复，预计 23-25 年收入为 19.90/23.48/26.99 亿元。此外，2022 年初公司战略布局球星卡业务，后参股的姚记潮品获宝可梦卡牌代理，预计 23 年两块业务 GMV 有望实现快速增长，贡献投资收益。**毛利端**，公司游戏业务及扑克牌业务模式较为成熟，预计毛利率水平保持稳定，数字营销业务受益于经济周期恢复，投放转化效率有望提升，预计毛利率水平有望较上半年逐步回暖。

表 8：公司收入拆分（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1736.60	2561.90	3807.25	3914.85	4765.55	5557.26	6370.93
毛利	1133.10	1465.73	1548.90	1514.94	1874.50	2172.47	2480.65
毛利率	65.25%	57.21%	40.68%	38.70%	39.33%	39.09%	39.00%
分业务							
游戏运营							
收入	1018.38	1213.51	1222.37	1202.94	1503.68	1736.75	1979.89
毛利	943.99	1179.59	1192.41	1156.72	1443.53	1667.28	1900.69
毛利率	92.70%	97.20%	97.55%	96.16%	96.00%	96.00%	96.00%
数字营销							
收入		477.79	1584.88	1530.50	1989.65	2347.78	2699.95
毛利		45.66	109.71	72.6114	89.53	110.35	126.90
毛利率		9.56%	6.92%	4.74%	4.50%	4.75%	4.85%
扑克牌							
收入	680.10	758.43	934.31	1107.49	1196.09	1387.46	1595.58
毛利	159.35	189.36	211.84	256.53	310.98	360.74	414.85
毛利率	23.43%	24.97%	22.67%	23.16%	26.00%	26.00%	26.00%
其他业务收入							
收入	38.12	112.16	65.69	73.92	76.14	85.28	95.51
毛利		51.12	34.94	29.08	30.46	34.11	38.20
毛利率		45.57%	53.19%	39.34%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 7.07/8.77/10.45 亿元，对应 EPS 为 1.74/2.16/2.57 股，对应 PE 为 15/12/10x。对比可比公司估值，低于行业平均，我们认为公司 23 年业绩修复确定性较强，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：可比公司估值

公司代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002555.SZ	三七互娱	480.39	33.03	38.17	43.30	14.54	12.59	11.09
002624.SZ	完美世界	253.36	13.54	17.75	20.09	18.71	14.27	12.61
603444.SH	吉比特	262.95	14.98	17.80	20.02	17.55	14.77	13.13
002602.SZ	世纪华通	368.90	19.00	24.73	29.91	19.42	14.92	12.33
002558.SZ	巨人网络	250.02	13.14	15.68	17.67	19.03	15.94	14.15
平均						17.85	14.50	12.66

资料来源：wind，国元证券研究所 注：市值日期为 2023.10.9，三七互娱、世纪华通、巨人网络盈利预测采用 wind 一致预期

6.风险提示

头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，行业政策风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1350.72	1724.74	2282.74	3214.68	4372.65
现金	582.16	757.10	984.23	1781.14	2707.48
应收账款	322.73	442.73	545.62	636.55	728.10
其他应收款	29.96	36.15	42.57	49.22	56.99
预付账款	62.99	74.41	89.63	104.94	120.49
存货	317.52	381.39	527.34	543.72	650.23
其他流动资产	35.36	32.97	93.35	99.10	109.37
非流动资产	2636.88	2680.63	2772.09	2863.14	2949.22
长期投资	21.93	136.27	160.23	170.00	180.00
固定资产	389.83	394.80	473.46	557.82	642.57
无形资产	70.85	87.87	57.50	45.60	31.75
其他非流动资产	2154.27	2061.68	2080.90	2089.72	2094.90
资产总计	3987.61	4405.37	5054.83	6077.81	7321.88
流动负债	1308.50	1525.55	1571.37	1660.21	1836.24
短期借款	408.16	506.17	483.01	459.07	476.04
应付账款	107.86	225.52	271.67	318.07	365.19
其他流动负债	792.48	793.86	816.69	883.07	995.01
非流动负债	225.05	150.90	153.08	157.98	153.99
长期借款	55.07	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	169.97	150.90	153.08	157.98	153.99
负债合计	1533.55	1676.45	1724.45	1818.20	1990.22
少数股东权益	5.91	24.54	42.96	65.79	92.99
股本	404.44	406.46	412.20	412.20	412.20
资本公积	37.37	49.50	49.90	49.90	49.90
留存收益	2022.71	2249.77	2855.47	3732.04	4776.87
归属母公司股东权益	2448.15	2704.38	3287.42	4193.83	5238.66
负债和股东权益	3987.61	4405.37	5054.83	6077.81	7321.88

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	540.71	582.30	526.35	922.80	1047.90
净利润	567.48	358.14	725.73	899.40	1072.03
折旧摊销	54.63	61.73	66.08	82.16	100.64
财务费用	27.16	6.94	2.07	-15.89	-36.82
投资损失	-8.34	13.82	-20.00	-25.00	-25.00
营运资金变动	-85.58	32.41	-231.93	-21.80	-68.11
其他经营现金流	-14.63	109.26	-15.60	3.93	5.16
投资活动现金流	-127.89	-169.20	-144.80	-150.13	-174.12
资本支出	105.44	67.29	155.00	170.00	185.00
长期投资	-96.29	92.29	25.58	9.36	9.93
其他投资现金流	-118.74	-9.62	35.77	29.24	20.81
筹资活动现金流	-462.71	-297.35	-154.42	24.25	52.56
短期借款	-66.14	98.01	-23.16	-23.94	16.97
长期借款	-160.23	-55.07	0.00	0.00	0.00
普通股增加	2.41	2.02	5.74	0.00	0.00
资本公积增加	15.66	12.13	0.40	0.00	0.00
其他筹资现金流	-254.42	-354.44	-137.40	48.19	35.59
现金净增加额	-53.17	124.96	227.13	796.92	926.34

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3807.25	3914.85	4765.55	5557.26	6370.93
营业成本	2258.35	2399.91	2891.05	3384.79	3886.23
营业税金及附加	15.98	15.00	25.72	25.98	30.43
营业费用	523.29	475.73	552.80	627.97	700.80
管理费用	211.54	227.97	238.28	277.86	318.55
研发费用	218.66	264.65	277.89	291.78	306.37
财务费用	27.16	6.94	2.07	-15.89	-36.82
资产减值损失	-6.12	-94.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	9.48	-2.17	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.34	-13.82	20.00	25.00	25.00
营业利润	632.28	436.98	837.70	1037.10	1235.58
营业外收入	0.04	0.29	0.20	0.20	0.22
营业外支出	3.02	3.46	3.73	3.52	3.58
利润总额	629.30	433.81	834.18	1033.79	1232.22
所得税	61.82	75.68	108.44	134.39	160.19
净利润	567.48	358.14	725.73	899.40	1072.03
少数股东损益	-6.42	9.58	18.42	22.83	27.21
归属母公司净利润	573.90	348.56	707.32	876.57	1044.83
EBITDA	714.06	505.66	905.85	1103.38	1299.40
EPS (元)	1.42	0.86	1.74	2.16	2.57

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	48.61	2.83	21.73	16.61	14.64
营业利润 (%)	-51.84	-30.89	91.70	23.80	19.14
归属母公司净利润 (%)	-47.51	-39.27	102.93	23.93	19.19
获利能力					
毛利率 (%)	40.68	38.70	39.33	39.09	39.00
净利率 (%)	15.07	8.90	14.84	15.77	16.40
ROE (%)	23.44	12.89	21.52	20.90	19.94
ROIC (%)	30.77	20.97	35.67	41.33	45.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.46	38.05	34.11	29.92	27.18
净负债比率 (%)	46.61	31.08	28.87	26.07	24.67
流动比率	1.03	1.13	1.45	1.94	2.38
速动比率	0.79	0.88	1.12	1.61	2.03
营运能力					
总资产周转率	0.97	0.93	1.01	1.00	0.95
应收账款周转率	13.02	10.00	9.34	9.15	9.08
应付账款周转率	24.89	14.40	11.63	11.48	11.38
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.41	0.86	1.74	2.16	2.57
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.33	1.43	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	6.02	6.65	8.09	10.32	12.89
估值比率					
P/E	18.54	30.53	15.04	12.14	10.18
P/B	4.35	3.93	3.24	2.54	2.03
EV/EBITDA	13.63	19.25	10.74	8.82	7.49

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188