

姚记科技 (002605.SZ)

销售费用影响短期业绩, 游戏与扑克牌驱动长期成长

2024 年 04 月 30 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 (分析师)

fangguangzhao@kysec.cn

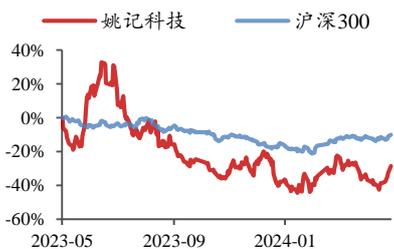
tianpeng@kysec.cn

证书编号: S0790520030004

证书编号: S0790523090001

日期	2024/4/29
当前股价(元)	25.49
一年最高最低(元)	48.20/19.11
总市值(亿元)	105.04
流通市值(亿元)	84.06
总股本(亿股)	4.12
流通股本(亿股)	3.30
近 3 个月换手率(%)	353.32

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《公司可转债发行落地, 助力长期成长 —公司信息更新报告》-2024.1.23
- 《三大业务表现良好, 或继续驱动公司业绩高增长 —公司信息更新报告》-2023.11.17
- 《游戏业务延续亮眼表现, 看好业绩持续高增长—公司信息更新报告》-2023.9.1

● 2023 年业绩大增, 游戏与扑克牌业务或继续驱动增长, 维持“买入”评级

公司 2023 年实现营业收入 43.1 亿元 (同比+10.01%), 归母净利润 5.6 亿元 (同比+61.37%), 主要系游戏板块随产品迭代更新, 优化了玩家体验, 同时公司优化了游戏投放推广策略, 合理安排投放节奏, 游戏推广费用较 2022 年有所下降, 从而带来利润增长。2024Q1 实现营业收入 9.8 亿元 (同比-17.38%, 环比+33.47%), 归母净利润 1.5 亿元 (同比-23.94%, 环比+3036.81%), 2024Q1 利润同比下降主要系公司海外游戏业务运营模式调整, 导致销售推广费用增加所致。基于公司业绩及业务预期, 我们下调 2024-2025 并新增 2026 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.08/7.86/8.54 (2024-2025 年前值为 8.11/9.63) 亿元, 对应 EPS 分别为 1.72/1.91/2.07 元, 当前股价对应 PE 分别为 14.3/12.9/11.9 倍, 我们看好扑克牌和游戏业务继续驱动公司业绩增长, 维持“买入”评级。

● 2024Q1 毛利率较稳定, 销售费用增加或驱动后续游戏收入增长

公司 2023 年毛利率为 37.63% (同比-1.07pct), 主要系毛利率较低的互联网营销收入占比提升所致。2024Q1 毛利率为 37.78% (同比+3.6pct, 环比-13.51pct), 公司新扑克牌生产基地建成后, 有望降低生产成本, 带动毛利率提升。2024Q1 销售费用率为 7.29% (同比+3.4pct, 环比-6.14pct), 海外游戏业务运营模式调整, 导致销售费用率提升, 后续有望驱动游戏流水及收入增长。

● 三大业务持续向好, 助力公司长期成长

(1) 游戏: 公司捕鱼品类核心游戏表现稳健, 核心游戏《捕鱼炸翻天》《指尖捕鱼》基本保持在 iOS 畅销榜前 150 名, 同时公司进一步推进海外市场布局, 寻求新的利润增长点。(2) 扑克牌: 公司积极推进“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”, 新扑克牌生产基地有望进一步提高公司生产线智能化水平, 提升生产效率和降低生产成本, 进一步提高市场竞争力。(3) 互联网营销: 公司首创 VTATM 模型, 为游戏发行市场营销策划提供方法论, 在巨量引擎营销科学“认证服务商”资质基础上进阶为“金牌认证服务商”, 互联网创新营销能力持续提升。

● 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,915	4,307	4,891	5,422	5,826
YOY(%)	2.8	10.0	13.6	10.9	7.4
归母净利润(百万元)	349	562	708	786	854
YOY(%)	-39.3	61.4	25.9	11.0	8.6
毛利率(%)	38.7	37.6	39.5	41.4	41.5
净利率(%)	8.9	13.1	14.5	14.5	14.7
ROE(%)	13.1	18.3	18.3	17.2	16.1
EPS(摊薄/元)	0.85	1.36	1.72	1.91	2.07
P/E(倍)	29.1	18.1	14.3	12.9	11.9
P/B(倍)	3.8	3.2	2.6	2.2	1.9

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1725	1967	2291	3002	3906
现金	757	721	1653	2367	3181
应收票据及应收账款	443	700	0	0	0
其他应收款	36	24	44	32	50
预付账款	74	66	93	84	107
存货	381	417	463	482	531
其他流动资产	33	38	38	38	38
非流动资产	2681	2757	2651	2592	2546
长期投资	136	124	109	95	84
固定资产	395	401	471	507	513
无形资产	88	84	38	-12	-32
其他非流动资产	2062	2147	2034	2002	1981
资产总计	4405	4723	4942	5594	6452
流动负债	1526	1325	821	777	837
短期借款	506	399	399	399	399
应付票据及应付账款	632	551	0	0	0
其他流动负债	387	376	422	378	438
非流动负债	151	144	140	138	138
长期借款	0	0	-4	-6	-6
其他非流动负债	151	144	144	144	144
负债合计	1676	1470	961	915	975
少数股东权益	25	32	51	70	99
股本	406	412	412	412	412
资本公积	49	129	129	129	129
留存收益	2250	2709	3312	3981	4724
归属母公司股东权益	2704	3222	3930	4608	5378
负债和股东权益	4405	4723	4942	5594	6452

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	582	450	732	767	823
净利润	358	594	727	805	882
折旧摊销	62	62	60	72	72
财务费用	7	13	3	-20	-45
投资损失	14	-18	-127	-35	-41
营运资金变动	32	-314	104	-54	-44
其他经营现金流	109	112	-35	-1	-1
投资活动现金流	-169	-256	220	37	30
资本支出	67	246	-30	26	38
长期投资	-92	-42	15	14	11
其他投资现金流	-10	32	174	49	57
筹资活动现金流	-297	-194	-20	-90	-40
短期借款	98	-107	0	0	0
长期借款	-55	0	-4	-2	-1
普通股增加	2	6	0	0	0
资本公积增加	12	80	0	0	0
其他筹资现金流	-354	-173	-16	-88	-39
现金净增加额	125	2	932	714	813

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3915	4307	4891	5422	5826
营业成本	2400	2686	2960	3177	3406
营业税金及附加	15	18	30	25	27
营业费用	476	319	489	553	606
管理费用	228	288	298	331	350
研发费用	265	243	352	385	408
财务费用	7	13	3	-20	-45
资产减值损失	-95	-77	-103	-106	-118
其他收益	38	41	42	48	42
公允价值变动收益	-2	2	27	9	9
投资净收益	-14	18	127	35	41
资产处置收益	0	1	20	5	7
营业利润	437	713	859	950	1040
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	3	2	4	3	3
利润总额	434	712	856	948	1038
所得税	76	118	128	142	156
净利润	358	594	727	805	882
少数股东损益	10	32	19	19	29
归属母公司净利润	349	562	708	786	854
EBITDA	504	776	904	983	1051
EPS(元)	0.85	1.36	1.72	1.91	2.07

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.8	10.0	13.6	10.9	7.4
营业利润(%)	-30.9	63.1	20.5	10.6	9.5
归属于母公司净利润(%)	-39.3	61.4	25.9	11.0	8.6
获利能力					
毛利率(%)	38.7	37.6	39.5	41.4	41.5
净利率(%)	8.9	13.1	14.5	14.5	14.7
ROE(%)	13.1	18.3	18.3	17.2	16.1
ROIC(%)	11.3	16.4	16.6	15.5	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	38.1	31.1	19.4	16.4	15.1
净负债比率(%)	-8.6	-9.3	-31.5	-42.1	-50.8
流动比率	1.1	1.5	2.8	3.9	4.7
速动比率	0.8	1.1	2.1	3.1	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	10.2	7.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	14.4	12.4	28.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.85	1.36	1.72	1.91	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	1.09	1.78	1.86	2.00
每股净资产(最新摊薄)	6.56	7.82	9.54	11.18	13.05
估值比率					
P/E	29.1	18.1	14.3	12.9	11.9
P/B	3.8	3.2	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	19.8	12.7	9.9	8.4	7.1

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