

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	22.29
总股本/流通股本(亿股)	4.12 / 3.31
总市值/流通市值(亿元)	92 / 74
52周内最高/最低价	47.34 / 19.85
资产负债率(%)	31.1%
市盈率	16.15
第一大股东	姚朔斌

研究所

分析师:王晓萱
SAC 登记编号:S1340522080005
Email:wangxiaoxuan@cnpsec.com
研究助理:刘静茹
SAC 登记编号:S1340123090003
Email:liujingru@cnpsec.com

姚记科技(002605)

扑克牌扩产增效，参投线上掼蛋平台增进业务协同

● 事件

2024年4月30日，公司发布2023年年报以及2024年一季度报，2023年实现营收43.07亿元，同比增长10.01%；归母净利润5.62亿元，同比增长61.37%；扣非后归母净利润5.19亿元，同比增长51.72%。2024Q1实现营收9.82亿元，同比下降17.38%；归母净利润1.51亿元，同比下降23.94%；扣非后归母净利润1.50亿元，同比下降21.60%。2024年5月8日，公司通过成蹊科技持有南京呆萌猫近10%股权。

● 投资要点

游戏业务经营稳健，营销业务拉动收入增长。游戏业务方面，捕鱼类游戏持续迭代更新，《指尖捕鱼》《捕鱼炸翻天》新版本流水表现良好，《姚记捕鱼3D版》《捕鱼新纪元》上线后稳步增长，国外游戏受国际局势、市场竞争剧烈以及隐私政策变动等因素的影响，业绩出现下滑，但游戏整体保持了稳健增长，全年实现营收12.26亿元，同比增长1.94%，毛利率96.01%，同比下降0.14pct。扑克牌业务方面，公司对销售架构进行了调整，降低了销售成本，并结合市场情况，合理提升了产品定价，2023年扑克牌业务实现营收10.90亿元，同比下降1.57%，毛利率为26.56%，同比增加3.40pct。目前公司扑克牌产能已处于超负荷生产状态（现有产能7.56亿副，2021年产量9.74亿副），公司积极推进“年产6亿副扑克牌生产基地建设项目”，项目建成后，扑克牌产能将提升约80%，同时本项目将进一步提高生产线智能化水平，有效提升生产效率和降低生产成本。数字营销方面，公司首创VTATM模型，助力多个客户新游首发，并探索出【定向-排除-建模】三步走思路，实现降本增效，数字营销业务全年实现营收19.12亿元，同比增长24.90%，毛利率5.46%，同比增加0.72pct。费用方面，游戏板块优化了投放推广策略，销售费用同比下降32.99%，销售费用率为7.40%，同比下降4.75pct；由于计提股权激励计划摊销费用，管理费用同比提升26.30%，管理费用率为6.69%，同比提升0.87pct。

参投线上掼蛋平台扩大休闲游戏品类布局，增进游戏板块业务协同。根据工商变更信息，公司全资子公司成蹊科技于5月8日成为南京呆萌猫网络科技有限公司股东，持股比例近10%。南京呆萌猫专注于游戏研发与运营，旗下代表产品《天天爱掼蛋》目前注册用户已超过4000万，七麦数据显示，2024年1-5月其iOS端下载量同比增长约2倍。近年来，掼蛋游戏因门槛低、耗时短、社交性强等特征在年轻群体中的渗透程度显著提升，线上掼蛋平台DAU随之快速增长，《天天爱掼蛋》作为较早运营线上掼蛋游戏的平台，结合姚记在捕鱼、棋牌、养成等休闲游戏品类的运营经验，有望与

公司原有产品形成良好协同，巩固公司在休闲游戏领域的长期优势地位。

● **投资建议：**

我们预计公司 24-26 年有望实现营业收入 47.58/52.25/57.02 亿元，归母净利润 6.61/7.65/8.84 亿元，对应 EPS 为 1.61/1.86/2.14 元，根据 2024 年 5 月 29 日收盘价，24-26 年分别对应 14/12/10 倍 PE，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

流水表现不及预期风险；市场竞争加剧风险；政策监管趋严风险不及预期风险；项目进展不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,307	4,758	5,225	5,702
增长率(%)	10.01	10.48	9.81	9.14
EBITDA（百万元）	858	910	1,030	1,168
归属母公司净利润（百万元）	562	661	765	884
增长率(%)	61.37	17.60	15.70	15.48
EPS(元/股)	1.36	1.61	1.86	2.14
市盈率（P/E）	16.33	13.89	12.00	10.39
市净率（P/B）	2.85	2.32	1.95	1.64
EV/EBITDA	10.32	8.78	6.93	5.37

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	4,306.87	4,758.14	5,224.75	5,702.20	营业收入	10.01%	10.48%	9.81%	9.14%
营业成本	2,686.23	2,958.89	3,196.42	3,422.82	营业利润	63.12%	16.28%	15.70%	15.48%
税金及附加	18.06	19.38	21.07	23.38	归属于母公司净	61.37%	17.60%	15.70%	15.48%
销售费用	318.79	399.68	444.10	490.39	获利能力				
管理费用	287.92	314.04	350.06	379.86	毛利率	37.63%	37.81%	38.82%	39.97%
研发费用	242.68	285.49	318.71	359.24	净利率	13.06%	13.90%	14.65%	15.50%
财务费用	13.46	14.02	3.80	-6.23	ROE	17.46%	16.74%	16.23%	15.78%
资产减值损失	-76.97	0.00	0.00	0.00	ROIC	17.78%	16.13%	15.62%	15.25%
营业利润	712.81	828.87	959.02	1,107.44	偿债能力				
营业外收入	0.81	0.00	0.00	0.00	资产负债率	31.11%	27.58%	25.70%	22.34%
营业外支出	1.66	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.48	1.98	2.39	2.99
利润总额	711.96	828.87	959.02	1,107.44	营运能力				
所得税	117.83	132.62	153.44	177.19	应收账款周转率	7.54	7.48	9.07	9.64
净利润	594.13	696.25	805.58	930.25	存货周转率	10.78	10.99	11.06	11.14
归母净利润	562.46	661.44	765.30	883.73	总资产周转率	0.94	0.93	0.87	0.82
每股收益 (元)	1.36	1.61	1.86	2.14	每股指标 (元)				
资产负债表					每股收益	1.36	1.61	1.86	2.14
货币资金	720.81	1,564.09	2,402.27	3,216.70	每股净资产	7.82	9.59	11.44	13.59
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
应收票据及应	700.34	571.71	580.53	601.90	PE	16.33	13.89	12.00	10.39
预付款项	66.32	82.44	89.03	91.74	PB	2.85	2.32	1.95	1.64
存货	417.44	448.68	496.47	527.52	现金流量表				
流动资产合计	1,966.80	2,744.86	3,647.54	4,519.06	净利润	594.13	696.25	805.58	930.25
固定资产	401.42	411.43	409.59	407.20	折旧和摊销	75.54	67.45	67.04	67.15
在建工程	193.92	242.74	312.18	406.19	营运资本变动	-300.31	177.57	88.29	-24.82
无形资产	84.25	87.64	93.24	95.03	其他	80.90	6.65	3.24	0.12
非流动资产合	2,756.60	2,803.70	2,844.39	2,890.38	经营活动现金流	450.27	947.92	964.15	972.69
资产总计	4,723.39	5,548.56	6,491.93	7,409.45	资本开支	-218.29	-93.96	-76.92	-110.30
短期借款	399.14	349.14	334.14	289.14	其他	-37.95	-6.59	-14.61	14.84
应付票据及应	550.77	621.84	723.14	731.83	投资活动现金流	-256.24	-100.55	-91.53	-95.46
其他流动负债	375.54	415.87	467.35	490.93	股权融资	74.44	2.69	0.00	0.00
流动负债合计	1,325.46	1,386.85	1,524.64	1,511.91	债务融资	-57.20	-50.97	-15.00	-45.00
其他	144.07	143.49	143.49	143.49	其他	-211.53	44.01	-19.44	-17.79
非流动负债合	144.07	143.49	143.49	143.49	筹资活动现金流	-194.29	-4.27	-34.44	-62.79
负债合计	1,469.53	1,530.34	1,668.13	1,655.40	现金及现金等价物净	1.95	843.28	838.18	814.43
股本	412.10	412.10	412.10	412.10					
资本公积金	129.49	132.18	132.18	132.18					
未分配利润	2,493.27	3,055.67	3,706.18	4,457.35					
少数股东权益	32.35	67.16	107.44	153.95					
其他	186.65	351.11	465.90	598.46					
所有者权益合	3,253.87	4,018.22	4,823.80	5,754.05					
负债和所有者权	4,723.39	5,548.56	6,491.93	7,409.45					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048