



买入（维持）

所属行业：传媒/游戏 II
当前价格(元)：19.60

证券分析师

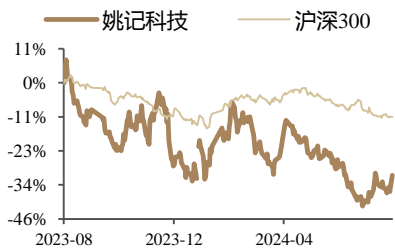
马笑

资格编号：S0120522100002
邮箱：maxiao@tebon.com.cn

王晶晶

资格编号：S0120524080001
邮箱：wangjj5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	16.39	-3.16	-9.72
相对涨幅(%)	18.60	0.70	-2.02

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《姚记科技(002605.SZ) 23Q3 财报点评：利润端维持高速增长，各项业务经营稳定》，2023.10.31
- 《姚记科技(002605.SZ) 23Q2 财报点评：利润持续释放，继续看好下半年的持续性》，2023.9.3

潮玩卡牌战略持续推进，看好游戏及营销业务回暖

投资要点

- 事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 实现营收 19.08 亿元，同比-18.65%；归母净利润 2.84 亿元，同比-30.29%；扣非净利 2.69 亿元，同比-32.05%。24Q2 单季营收 9.27 亿元，环比-5.58%；归母净利润 1.33 亿元，环比-11.6%；扣非净利 1.19 亿元，环比-20.24%。
- 收入端短期承压，毛利率端同比改善。**分业务看，公司 24H1 游戏及营销业务阶段性有所下滑，扑克牌业务相对稳健。24H1 游戏收入 5.13 亿元，同比-27.28%；数字营销收入 8.79 亿元，同比-20.29%；扑克牌收入 4.91 亿元，同比-4.72%。**毛利率方面**，公司 24H1 游戏业务毛利率 96.24%，同比+0.61pct，数字营销业务毛利率 4.99%，同比+0.66pct，扑克牌业务毛利率 30.45%，同比+4.42pct。
- 推进“大娱乐”发展战略，看好主业回暖。**公司将继续坚持“大娱乐”发展战略，积极扩大扑克牌业务的生产规模与推进移动游戏的创新研发。
 - 稳步推进募投项目，扑克牌业务有望突破产能瓶颈，提升收入规模。**公司稳步推进“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”，截至 24H1 已募集资金净额 5.75 亿元，募投项目累计投入金额 1.56 亿元。公司 2021 年扑克牌产量 9.74 亿副、2022 年扑克牌销量 10.37 亿副，已处于超负荷生产状态。募投项目实施完成后，至 2028 年公司扑克牌销量将可实现 13.56 亿副。扑克牌新产能的逐步释放，有望驱动公司收入规模的持续增长。
 - 捕鱼类游戏产品持续迭代，长线运营稳健。**公司加强对游戏产品的精细化运营以延长生命周期。国内游戏产品中捕鱼游戏基本盘稳定，《指尖捕鱼》《捕鱼炸翻天》《姚记捕鱼 3D 版》已运营多年，具有很强的玩家粘性；海外游戏产品中《Bingo Party》《Bingo Journey》《Fishing New Era》《捕鱼派对》等。
 - 技术赋能运营，精准营销提高投放回报率。**公司基于专业化视频制作团队能够批量化产出高质量内容，同时开发智能化系统后台深度对接巨量引擎 Marketing API，提高广告投放效率。
- 盈利预测：**我们看好公司游戏及营销业务回暖，扑克牌业务产能释放后贡献增量。我们预测公司 24-26 年的收入为 47.25/52.86/57.74 亿元，对应 YOY 9.7%/11.9%/9.2%，24-26 年归母净利润 6.72/7.63/8.52 亿元，对应 YOY 19.3%/13.8%/11.7%。维持“买入”评级。
- 风险提示：**流水表现不及预期，扑克牌销量下滑，数字营销业务回暖不及预期等。

股票数据

总股本(百万股)：	413.87
流通 A 股(百万股)：	332.51
52 周内股价区间(元)：	16.67-30.59
总市值(百万元)：	8,111.87
总资产(百万元)：	4,962.30
每股净资产(元)：	7.82

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,915	4,307	4,725	5,286	5,774
(+/-)YOY(%)	2.8%	10.0%	9.7%	11.9%	9.2%
净利润(百万元)	349	562	671	763	852
(+/-)YOY(%)	-39.3%	61.4%	19.3%	13.8%	11.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.84	1.36	1.62	1.84	2.06
毛利率(%)	38.7%	37.6%	38.2%	37.9%	38.0%
净资产收益率(%)	12.9%	17.5%	18.4%	18.9%	18.7%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.38	1.62	1.84	2.06
每股净资产	7.82	8.80	9.77	10.98
每股经营现金流	1.09	2.24	2.09	2.20
每股股利	0.90	1.07	1.22	1.36
价值评估(倍)				
P/E	16.10	12.09	10.63	9.52
P/B	2.84	2.23	2.01	1.78
P/S	1.88	1.99	2.14	2.46
EV/EBITDA	10.32	7.90	6.73	5.76
股息率%	4.1%	5.5%	6.2%	7.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.6%	38.2%	37.9%	38.0%
净利润率	13.8%	14.8%	15.1%	15.4%
净资产收益率	17.5%	18.4%	18.9%	18.7%
资产回报率	11.9%	13.0%	13.2%	13.5%
投资回报率	17.8%	17.3%	17.5%	17.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.0%	9.7%	11.9%	9.2%
EBIT 增长率	41.3%	8.9%	11.4%	9.5%
净利润增长率	61.4%	19.3%	13.8%	11.7%
偿债能力指标				
资产负债率	31.1%	28.5%	28.3%	25.9%
流动比率	1.5	1.8	2.0	2.4
速动比率	1.1	1.4	1.6	1.9
现金比率	0.5	0.9	1.1	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	47.8	48.3	43.1	46.6
存货周转天数	53.5	53.0	52.2	53.4
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	10.8	11.7	12.9	14.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	562	671	763	852
少数股东损益	32	28	37	39
非现金支出	164	67	70	72
非经营收益	-8	37	25	25
营运资金变动	-300	122	-32	-78
经营活动现金流	450	925	863	911
资产	-218	-63	-63	-63
投资	-41	-10	-10	-10
其他	3	-10	10	5
投资活动现金流	-256	-83	-63	-68
债权募资	-57	-26	-11	-69
股权募资	74	128	143	215
其他	-212	-418	-542	-597
融资活动现金流	-194	-317	-410	-451
现金净流量	2	526	390	392

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,307	4,725	5,286	5,774
营业成本	2,686	2,922	3,283	3,578
毛利率%	37.6%	38.2%	37.9%	38.0%
营业税金及附加	18	19	22	23
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	319	415	454	501
营业费用率%	7.4%	8.8%	8.6%	8.7%
管理费用	288	295	342	367
管理费用率%	6.7%	6.3%	6.5%	6.4%
研发费用	243	269	300	328
研发费用率%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%
EBIT	783	852	949	1,039
财务费用	13	10	-13	-33
财务费用率%	0.3%	0.2%	-0.2%	-0.6%
资产减值损失	-77	0	0	0
投资收益	18	1	12	7
营业利润	713	842	962	1,072
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	712	842	962	1,072
EBITDA	858	919	1,019	1,112
所得税	118	143	161	181
有效所得税率%	16.5%	17.0%	16.8%	16.9%
少数股东损益	32	28	37	39
归属母公司所有者净利润	562	671	763	852

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	721	1,247	1,637	2,029
应收账款及应收票据	700	568	698	798
存货	417	443	510	551
其它流动资产	128	147	154	157
流动资产合计	1,967	2,405	2,998	3,535
长期股权投资	124	134	144	154
固定资产	401	407	410	409
在建工程	194	184	175	166
无形资产	84	101	118	135
非流动资产合计	2,757	2,774	2,780	2,784
资产总计	4,723	5,179	5,778	6,319
短期借款	399	374	358	284
应付票据及应付账款	551	614	743	765
预收账款	1	1	1	1
其它流动负债	375	348	391	437
流动负债合计	1,325	1,338	1,493	1,487
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	144	139	144	149
非流动负债合计	144	139	144	149
负债总计	1,470	1,477	1,637	1,636
实收资本	412	479	577	724
普通股股东权益	3,222	3,642	4,043	4,546
少数股东权益	32	60	98	136
负债和所有者权益合计	4,723	5,179	5,778	6,319

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022 年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。曾任新时代证券 TMT 组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018 年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020 年 wind 金牌分析师。2023 年 21 世纪金牌分析师传媒互联网第 5 名；港股及海外市场第 5 名。

王晶晶，香港大学硕士，2024 年加入德邦证券，传媒互联网&海外分析师，曾就职于国投证券传媒互联网组，主要覆盖游戏、MR 等方向。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。