

姚记科技 (002605.SZ)

优于大市

24年中报点评：游戏及营销业务下滑，关注卡牌潮玩等创新业务发展

核心观点

上半年业绩同比下滑。1) 公司披露 24 年半年报，上半年实现营业收入 19.08 亿元、归母净利润 2.84 亿元，同比分别下滑 18.65%、30.29%，对应全面摊薄 EPS 0.66 元；实现扣非归母净利润 2.69 亿元，同比下滑 32.05%；2) Q2 单季度实现营业收入 9.27 亿元、归母净利润 1.33 亿元，同比分别下滑 20.0%、36.3%，对应 EPS 0.32 元；3) 业绩下滑一方面在于去年同期较高的基数效应，另一方面在于受制于宏观环境及行业背景数字营销及游戏营收出现明显下滑。

游戏及数字营销业务下滑明显，关注下半年底部反转可能。1) 上半年游戏业务实现营收 5.13 亿元，同比下滑 27.28%；毛利率基本稳定，同比提升 0.61 个 pct 至 96.24%；营收下滑明显主要在于去年同期较高基数以及产品周期等因素影响。从行业竞争格局来看，公司所处的休闲游戏品类相对稳定，国内主要有《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》、《大神捕鱼》、《捕鱼新纪元》、《小美斗地主》、《齐齐来麻将》等休闲类游戏；海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》、《黄金捕鱼场》、《fish box》、《捕鱼派对》等，整体表现相对稳定；下半年有望在去年较低基数背景下出现明显改善；2) 数字营销业务实现营业收入 8.79 亿元，同比下滑 20.29%，毛利率略提升 0.67 个 pct 至 4.99%；营收下滑主要受宏观环境等因素影响；3) 扑克牌实现营业收入 4.91 亿元、同比下滑 4.72%；毛利率同比提升 4.42 个百分点至 30.45%。同时公司持续推进“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”，产能释放之下有望带动扑克牌营收增速持续改善。

关注卡牌潮玩等新兴产业布局。公司已战略投资卡淘进军体育文化收藏卡球星卡业务；卡淘下设 DAKA（国内最大的卡片 IP 发行商）与 Card Hobby（国内最大的二手收藏卡交易平台），Card Hobby 在国内处于领先地位；球星卡之外，公司旗下姚记潮品亦获得宝可梦卡牌代理，卡牌业务布局领先。

风险提示：新业务不及预期；政策监管风险；游戏流水不及预期等。

投资建议：我们维持盈利预测，预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 6.67/7.52/8.03 亿元；摊薄 EPS=1.62/1.82/1.95 元，当前股价对应 PE=13/11/11x。我们看好公司在休闲游戏市场的竞争力以及卡牌等新业务发展潜力，继续维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,915	4,307	4,146	4,380	4,544
(+/-%)	2.8%	10.0%	-3.7%	5.6%	3.7%
归母净利润(百万元)	349	562	667	752	803
(+/-%)	-39.2%	61.4%	18.6%	12.6%	6.8%
每股收益(元)	0.86	1.36	1.62	1.82	1.95
EBIT Margin	13.6%	17.5%	19.4%	20.3%	21.0%
净资产收益率 (ROE)	12.9%	17.5%	18.2%	18.0%	17.1%
市盈率 (PE)	24.1	15.2	12.8	11.3	10.6
EV/EBITDA	17.3	12.4	11.3	10.0	9.3
市净率 (PB)	3.11	2.65	2.32	2.04	1.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

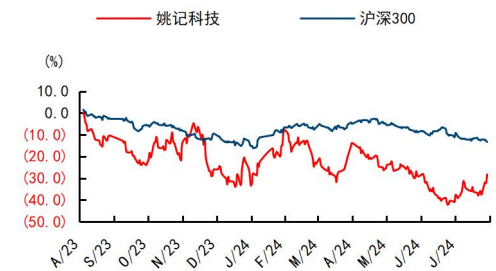
证券分析师：张衡
021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉
021-61761058
chenyaorong@guosen.com.cn
S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.68 元
总市值/流通市值	8559/6876 百万元
52 周最高价/最低价	32.11/16.50 元
近 3 个月日均成交额	155.39 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《姚记科技 (002605.SZ) - 上半年业绩高速增长，关注游戏及新业务表现》——2023-08-31
《姚记科技 (002605.SZ) - Q1 业绩高速增长，游戏及新业务值得期待》——2023-04-10

上半年业绩同比下滑。1) 公司披露 24 年半年报, 上半年实现营业收入 19.08 亿元、归母净利润 2.84 亿元, 同比分别下滑 18.65%、30.29%, 对应全面摊薄 EPS 0.66 元; 实现扣非归母净利润 2.69 亿元, 同比下滑 32.05%; 2) Q2 单季度实现营业收入 9.27 亿元、归母净利润 1.33 亿元, 同比分别下滑 20.0%、36.3%, 对应 EPS 0.32 元; 3) 业绩下滑一方面在于去年同期较高的基数效应, 另一方面在于受制于宏观环境及行业背景数字营销及游戏营收出现明显下滑。

图1: 姚记科技营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 姚记科技单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 姚记科技归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



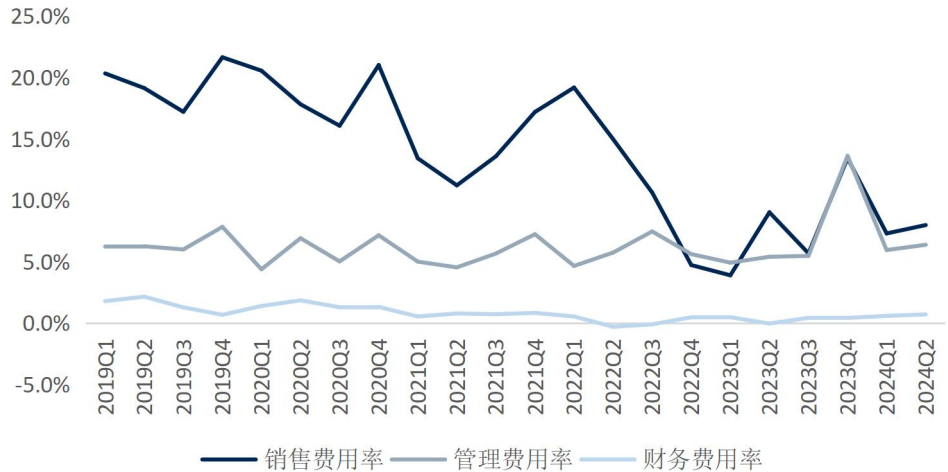
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 姚记科技单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

游戏及数字营销业务下滑明显，关注下半年底部反转可能。1) 上半年游戏业务实现营收 5.13 亿元，同比下滑 27.28%；毛利率基本稳定，同比提升 0.61 个 pct 至 96.24%；营收下滑明显主要在于去年同期较高基数以及产品周期等因素影响。从行业竞争格局来看，公司所处的休闲游戏品类相对稳定，国内主要有《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》、《大神捕鱼》、《捕鱼新纪元》、《小美斗地主》、《齐齐来麻将》等休闲类游戏，；海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》、《黄金捕鱼场》、《fish box》、《捕鱼派对》等，整体表现相对稳定；下半年有望在去年较低基数背景下出现明显改善；2) 数字营销业务实现营业收入 8.79 亿元，同比下滑 20.29%，毛利率略提升 0.67 个 pct 至 4.99%；营收下滑主要受宏观环境等因素影响；3) 扑克牌实现营业收入 4.91 亿元、同比下滑 4.72%；毛利率同比提升 4.42 个百分点至 30.45%。同时公司持续推进“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”，产能释放之下有望带动扑克牌营收增速持续改善。

图6：《捕鱼炸翻天》



资料来源：vivo 应用商店、国信证券经济研究所整理

公司已战略投资卡淘进军体育文化收藏卡球星卡业务；卡淘下设 DAKA（国内最大的卡片 IP 发行商）与 Card Hobby（国内最大的二手收藏卡交易平台），Card Hobby 在国内处于领先地位；球星卡之外，公司旗下姚记潮品亦获得宝可梦卡牌代理，卡牌业务布局领先。

图7: Card Hobby 平台



资料来源: Card Hobby、国信证券经济研究所整理

图8: Card Hobby 平台球星卡



资料来源: Card Hobby、国信证券经济研究所整理

投资建议：我们维持盈利预测，预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 6.67/7.52/8.03 亿元；摊薄 EPS=1.62/1.82/1.95 元，当前股价对应 PE=13/11/11x。我们看好公司在休闲游戏市场的竞争力以及卡牌等新业务发展潜力，继续维持“优于大市”评级。

表1:

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002517.SZ	恺英网络	优于大市	8.71	187	0.68	0.84	0.99	1.14	13	10	9	8
002555.SZ	三七互娱	优于大市	13.55	301	1.20	1.34	1.53	1.66	11	10	9	8

资料来源:

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	757	721	1511	1852	2345	营业收入	3915	4307	4146	4380	4544
应收款项	479	725	106	111	116	营业成本	2400	2686	2526	2624	2705
存货净额	381	417	609	631	649	营业税金及附加	15	18	82	85	86
其他流动资产	107	104	25	26	27	销售费用	476	319	299	315	327
流动资产合计	1725	1967	2250	2620	3136	管理费用	228	288	211	222	231
固定资产	425	595	542	552	546	研发费用	265	243	226	242	243
无形资产及其他	88	84	82	80	77	财务费用	7	13	(7)	(24)	(41)
投资性房地产	2032	1953	1953	1953	1953	投资收益	(14)	18	3	3	3
长期股权投资	136	124	154	184	214	资产减值及公允价值变动	(97)	(75)	15	15	0
资产总计	4405	4723	4981	5388	5927	其他收入	(242)	(212)	(226)	(242)	(243)
短期借款及交易性金融负债	521	412	500	300	200	营业利润	437	713	828	933	997
应付款项	632	551	188	195	201	营业外净收支	(3)	(1)	0	0	0
其他流动负债	372	362	368	382	394	利润总额	434	712	828	933	997
流动负债合计	1526	1325	1056	877	795	所得税费用	76	118	124	140	150
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	10	32	37	42	44
其他长期负债	151	144	174	204	234	归属于母公司净利润	349	562	667	752	803
长期负债合计	151	144	174	204	234	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1676	1470	1230	1081	1029	净利润	349	562	667	752	803
少数股东权益	25	32	47	64	81	资产减值准备	101	(22)	25	4	(0)
股东权益	2704	3222	3669	4172	4710	折旧摊销	50	53	58	67	71
负债和股东权益总计	4405	4723	4946	5317	5820	公允价值变动损失	97	75	(15)	(15)	0
						财务费用	7	13	(7)	(24)	(41)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	327	(319)	205	26	23
每股收益	0.86	1.36	1.62	1.82	1.95	其它	(95)	45	(10)	12	18
每股红利	0.34	0.34	0.53	0.60	0.64	经营活动现金流	828	395	931	846	915
每股净资产	6.65	7.82	8.90	10.12	11.43	资本开支	0	(124)	(13)	(63)	(63)
ROIC	13.93%	18.64%	15%	14%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	12.89%	17.46%	18%	18%	17%	投资活动现金流	(114)	(112)	(7)	(57)	(57)
毛利率	39%	38%	39%	40%	40%	权益性融资	9	74	0	0	0
EBIT Margin	14%	17%	19%	20%	21%	负债净变化	(55)	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	19%	21%	22%	23%	支付股利、利息	(138)	(138)	(220)	(248)	(265)
收入增长	3%	10%	-4%	6%	4%	其它融资现金流	(162)	(117)	88	(200)	(100)
净利润增长率	-39%	61%	19%	13%	7%	融资活动现金流	(539)	(320)	(132)	(448)	(365)
资产负债率	39%	32%	26%	22%	19%	现金净变动	175	(36)	791	341	493
股息率	1.6%	1.6%	2.6%	2.9%	3.1%	货币资金的期初余额	582	757	721	1511	1852
P/E	24.1	15.2	12.8	11.3	10.6	货币资金的期末余额	757	721	1511	1852	2345
P/B	3.1	2.6	2.3	2.0	1.8	企业自由现金流	0	239	873	721	770
EV/EBITDA	17.3	12.4	11.3	10.0	9.3	权益自由现金流	0	122	966	539	702

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032