

2024 年 12 月 03 日

姚记科技 (002605.SZ)

投资评级：增持（首次）

——基本盘稳健，卡牌布局深度推进

证券分析师

陈良栋

SAC: S1350524100003

chenliangdong@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024 年 12 月 02 日

收盘价 (元)	31.62
一年内最高/最低 (元)	37.66/16.50
总市值 (百万元)	13,089.66
流通市值 (百万元)	10,517.08
总股本 (百万股)	413.97
资产负债率 (%)	30.39
每股净资产 (元/股)	8.01

资料来源：聚源数据

投资要点：

- ▶ **扑克牌稳步拓张，攒蛋驱动增长。**作为中国扑克牌行业龙头，公司长期深耕行业：1) 生产上，公司是目前国内唯一实现全自动化生产的扑克牌制造企业，具有工业化、环保化、规模化优势；2) 质量上，公司产品“姚记”扑克牌品质卓越，图案精美，在国内外市场享有良好声誉，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。3) 渠道上，公司通过各级经销商实现产品的快速销售，结合公司移动互联网游戏业务发挥协同效应，形成线上和线下客户相互导向的良性发展，拓宽扑克牌产品的销售渠道。截至 2021 年，公司扑克牌市占率达 25%，后续安徽滁州 6 亿副扑克牌生产基地建成后，公司产能将大幅提升，市占率有望于 2028 年提升至 32%。此外公司顺应攒蛋热潮，推出“姚记攒蛋”品牌扑克牌，有望凭借全国 1.4 亿攒蛋玩家基础，进一步推动扑克牌业务增长。
- ▶ **游戏业务稳健发展，核心产品保持长青。**公司旗下成蹊科技推出的《指尖捕鱼》《捕鱼炸翻天》《姚记捕鱼 3D 版》，通过不断迭代更新，持续保持用户吸引力和市场竞争力，长期位于 IOS 畅销榜前列，构筑公司强韧业绩基本盘。公司积极开拓海外市场，旗下大鱼竞技推出的多款 Bingo 品类游戏已覆盖全球 100 多个国家和地区，多次获得 Google Play 全球推荐，呈现较高增长潜力。此外，公司投资的南京呆萌猫旗下《天天爱攒蛋》游戏注册用户已超 4000 万人，有望与公司攒蛋扑克牌业务形成线上线下协同，增厚公司业绩。
- ▶ **广告营销全链路覆盖，或将受益 TikTok 增长。**公司旗下芦鸣科技广告营销业务以信息流广告为主，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。公司与字节跳动深度合作拥有“巨量引擎广告代理商”“巨量引擎 KOL 采买合作机构”“巨量千川服务商”“巨量金牌认证服务商”等资质，未来随着字节海外流量增长，公司有望分享 TikTok 海外广告收入高增红利。
- ▶ **卡牌布局深度推进，打造姚记“卡世界”。**2022 年 1 月，公司通过战投持有上海璐到粗企业管理咨询有限公司 38% 股份，间接持有 DAKA 文化和 Card Hobby 卡淘股权。其中 DAKA 文化是国内领先的卡牌 IP 发行商，签约并发行的产品涵盖足球、篮球、电子竞技、影视及网络综艺等领域。卡淘聚焦体育类卡牌收藏交易，是国内专业度较高的头部二手收藏卡平台。公司有望融合 DAKA 文化 IP 发行优势和卡淘专业化服务优势，不断拓展卡牌业务边界，打造姚记“卡世界”。
- ▶ **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.8/7.0/8.0 亿元，同比增速分别为 3.3%/20.0%/15.3%，当前股价（2024 年 12 月 02 日）对应的 PE 分别为 22.5/18.8/16.3 倍。我们选取吉比特、恺英网络为可比公司，鉴于公司卡牌业务的成长潜力，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ▶ **风险提示。**市场竞争加剧风险，政策监管趋严风险，新游进展不及预期风险

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,915	4,307	4,353	4,688	5,229
同比增长率 (%)	2.83%	10.01%	1.07%	7.69%	11.55%
归母净利润 (百万元)	349	562	581	697	804
同比增长率 (%)	-39.27%	61.37%	3.29%	20.00%	15.29%
每股收益 (元/股)	0.84	1.36	1.40	1.68	1.94
ROE (%)	12.89%	17.46%	16.25%	17.42%	17.89%
市盈率 (P/E)	37.55	23.27	22.53	18.77	16.29

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	721	1,166	1,509	1,983
应收票据及账款	708	534	575	642
预付账款	66	74	80	89
其他应收款	24	33	36	40
存货	417	421	447	494
其他流动资产	30	27	29	33
流动资产总计	1,967	2,255	2,675	3,280
长期股权投资	124	136	151	166
固定资产	423	555	757	937
在建工程	194	306	192	0
无形资产	84	86	92	98
长期待摊费用	18	17	15	13
其他非流动资产	1,913	1,913	1,904	1,900
非流动资产合计	2,757	3,014	3,111	3,114
资产总计	4,723	5,269	5,786	6,394
短期借款	399	438	448	428
应付票据及账款	551	583	619	684
其他流动负债	376	484	515	570
流动负债合计	1,325	1,505	1,582	1,682
长期借款	9	7	6	4
其他非流动负债	135	135	135	135
非流动负债合计	144	142	140	138
负债合计	1,470	1,647	1,722	1,821
股本	412	414	414	414
资本公积	129	128	128	128
留存收益	2,680	3,034	3,460	3,950
归属母公司权益	3,222	3,576	4,002	4,492
少数股东权益	32	46	62	81
股东权益合计	3,254	3,622	4,064	4,573
负债和股东权益合计	4,723	5,269	5,786	6,394

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	594	547	648	762
折旧与摊销	76	85	104	124
财务费用	13	15	15	13
投资损失	-18	-8	-18	-14
营运资金变动	-314	297	-10	-10
其他经营现金流	98	56	76	70
经营性现金净流量	450	992	815	945
投资性现金净流量	-256	-343	-193	-122
筹资性现金净流量	-194	-205	-279	-348
现金流量净额	2	445	343	475

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,307	4,353	4,688	5,229
营业成本	2,686	2,774	2,946	3,255
税金及附加	18	18	19	21
销售费用	319	314	330	370
管理费用	288	256	269	297
研发费用	243	262	270	291
财务费用	13	15	15	13
资产减值损失	-77	-63	-68	-76
信用减值损失	-12	-11	-12	-13
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	18	8	18	14
公允价值变动损益	2	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	41	50	60	58
营业利润	713	699	838	966
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	2	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	712	696	836	963
所得税	118	102	122	141
净利润	594	595	714	823
少数股东损益	32	14	16	19
归属母公司股东净利润	562	581	697	804
EPS(元)	1	1	2	2

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	10.01%	1.07%	7.69%	11.55%
营业利润增长率	63.12%	-1.99%	19.93%	15.25%
归母净利润增长率	61.37%	3.29%	20.00%	15.29%
经营现金流增长率	-22.67%	120.40%	-17.86%	15.90%
盈利能力				
毛利率	37.63%	36.27%	37.15%	37.76%
净利率	13.80%	13.66%	15.22%	15.73%
ROE	17.46%	16.25%	17.42%	17.89%
ROA	11.91%	11.03%	12.05%	12.57%
估值倍数				
P/E	23.27	22.53	18.77	16.29
P/S	3.04	3.01	2.79	2.50
P/B	4.06	3.66	3.27	2.91
股息率	2.85%	1.73%	2.08%	2.39%
EV/EBITDA	11	15	12	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。