

# 姚记科技 (002605)

证券研究报告  
2025年03月04日

## 卡牌业务布局拓展业务边界，关注各业务板块协同发展

### 事件：

姚记科技 (002605) 于 2025 年 2 月 28 日召开第六届董事会第十六次会议、第六届监事会第十四次会议，会议审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意公司在不影响募集资金项目开展和使用计划的前提下，使用总额不超过人民币 1 亿元的部分闲置募集资金暂时补充流动资金，使用期限自董事会审议通过之日起不超过 12 个月。

### Q3 收入段短期承压，扣非净利润增速转正

2024 年前三季度，公司实现营业收入 27.90 亿元，同比下滑 21.89%；归母净利润 4.24 亿元，同比下滑 23.95%；扣非归母净利润 4.06 亿元，同比下滑 22.42%。单季度看，三季度公司实现营业收入 8.81 亿元，同比下滑 28.08%；归母净利润 1.40 亿元，同比下滑 6.72%；扣非归母净利润 1.37 亿元，同比增长 7.55%，环比改善显著。

### 扑克牌业务产能释放或贡献业绩增量，关注游戏及营销业务底部反转可能

公司前三季度营收同比下滑 21.89% 主要系数字营销板块业务结构调整及游戏板块充值流水波动导致的营业收入减少。24 年上半年，公司扑克牌业务实现营收 4.91 亿元，同比小幅下滑 4.72%；游戏业务实现营收 5.13 亿元，同比下滑 27.28%；数字营销业务则实现营收 8.79 亿元，同比下滑 20.29%。其中，1) **扑克牌业务**，2024 年 1 月，姚记科技通过向不特定对象发行可转换公司债券，募集资金 5.83 亿元，用于年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目。同时，公司持有上海璐道粗体育文化发展有限公司 38% 股份，间接持有 DAKA 文化和 CardHobby 卡淘股权，有望不断拓展卡牌业务边界。2) **游戏业务**，公司深耕捕鱼游戏领域，旗下多个工作室团队保持优质内容的持续生产能力。国内游戏产品主要有《捕鱼炸翻天》《指尖捕鱼》《姚记捕鱼 3D 版》《捕鱼新纪元》《大神捕鱼》《小美斗地主》《鱼丸捕鱼大作战》等休闲类游戏。海外游戏产品主要有《Bingo Party》《Bingo Journey》《Bingo Wild》《Bingo Home Design》《黄金捕鱼场》《fish box》《Fishing New Era》《捕鱼派对》等。3) **数字营销业务**，公司将携手巨量引擎输出更多优质营销案例，积极布局全域生态营销链路。

**投资建议：**公司收入及利润短期承压，后续有望受益于扑克牌业务产能释放贡献业绩增量，我们下调公司 2024E-2026E 年收入为 42.04 / 46.24 / 50.31 亿元，同比变化 -2.4% / +10% / +8.8%。2024E-2026E 年归母净利润为 5.75 / 6.73 / 7.98 亿元，对应 PE 分别为 19.60 / 16.75 / 14.13 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**卡牌业务扩展不及预期；游戏业务流水恢复不及预期；广告市场恢复不及预期；行业政策风险。

| 财务数据和估值       | 2022     | 2023     | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 3,914.85 | 4,306.87 | 4,203.51 | 4,623.86 | 5,030.76 |
| 增长率(%)        | 2.83     | 10.01    | (2.40)   | 10.00    | 8.80     |
| EBITDA(百万元)   | 925.45   | 1,146.04 | 916.42   | 1,090.19 | 1,257.55 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 348.56   | 562.46   | 575.28   | 673.11   | 797.96   |
| 增长率(%)        | (39.24)  | 61.37    | 2.28     | 17.01    | 18.55    |
| EPS(元/股)      | 0.84     | 1.36     | 1.39     | 1.62     | 1.92     |
| 市盈率(P/E)      | 32.34    | 20.04    | 19.60    | 16.75    | 14.13    |
| 市净率(P/B)      | 4.17     | 3.50     | 3.16     | 2.92     | 2.66     |
| 市销率(P/S)      | 2.88     | 2.62     | 2.68     | 2.44     | 2.24     |
| EV/EBITDA     | 5.01     | 7.02     | 10.23    | 9.16     | 7.25     |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 传媒/游戏 II  |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格   | 27.19 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 414.77      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 333.41      |
| A 股总市值(百万元)   | 11,277.68   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9,065.53    |
| 每股净资产(元)      | 8.01        |
| 资产负债率(%)      | 30.39       |
| 一年内最高/最低(元)   | 37.66/16.50 |

### 作者

|   |     |
|---|-----|
| <b>孔蓉</b>   | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110521020002<br>kongrong@tfzq.com   |     |
| <b>孙海洋</b>  | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518070004<br>sunhaiyang@tfzq.com |     |
| <b>曹睿</b>   | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110523020003<br>caorui@tfzq.com     |     |

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《姚记科技-半年报点评:数字营销业务高增长，游戏板块利润释放》 2023-09-04
- 《姚记科技-公司点评:游戏板块高增长，关注新业务推进》 2023-07-11
- 《姚记科技-季报点评:利润增长显著，过往研发推广成效凸显》 2023-04-30

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)        |                 |                 |                 |                 |                   | 利润表(百万元)         |               |               |               |               |               |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                   | 2022            | 2023            | 2024E           | 2025E           | 2026E             |                  | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| 货币资金              | 757.10          | 720.81          | 2,522.10        | 2,311.93        | 2,515.38          | 营业收入             | 3,914.85      | 4,306.87      | 4,203.51      | 4,623.86      | 5,030.76      |
| 应收票据及应收账款         | 442.73          | 700.34          | 156.55          | 868.07          | 290.43            | 营业成本             | 2,399.91      | 2,686.23      | 2,564.01      | 2,774.17      | 2,967.99      |
| 预付账款              | 74.41           | 66.32           | 74.24           | 77.84           | 84.86             | 营业税金及附加          | 15.00         | 18.06         | 17.13         | 18.65         | 20.29         |
| 存货                | 381.39          | 417.44          | 337.16          | 479.29          | 394.20            | 销售费用             | 475.73        | 318.79        | 382.50        | 393.00        | 402.43        |
| 其他                | 69.12           | 61.89           | 76.07           | 67.21           | 82.95             | 管理费用             | 227.97        | 287.92        | 234.20        | 246.29        | 252.88        |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>1,724.74</b> | <b>1,966.80</b> | <b>3,166.12</b> | <b>3,804.34</b> | <b>3,367.82</b>   | 研发费用             | 264.65        | 242.68        | 245.74        | 258.03        | 286.10        |
| 长期股权投资            | 136.27          | 124.20          | 124.20          | 124.20          | 124.20            | 财务费用             | 6.94          | 13.46         | 72.02         | 123.66        | 143.57        |
| 固定资产              | 394.80          | 401.42          | 351.26          | 301.10          | 250.94            | 资产/信用减值损失        | (110.14)      | (88.61)       | (99.38)       | (99.38)       | (99.38)       |
| 在建工程              | 30.16           | 193.92          | 368.82          | 660.32          | 776.92            | 公允价值变动收益         | (2.17)        | 2.22          | 15.00         | 15.00         | 15.00         |
| 无形资产              | 87.87           | 84.25           | 80.70           | 77.15           | 73.60             | 投资净收益            | (13.82)       | 17.60         | 1.89          | 1.89          | 1.89          |
| 其他                | 2,031.52        | 1,952.81        | 1,947.54        | 1,936.95        | 1,937.82          | 其他               | 213.79        | 95.71         | (110.00)      | (115.00)      | (120.00)      |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>2,680.63</b> | <b>2,756.60</b> | <b>2,872.52</b> | <b>3,099.72</b> | <b>3,163.49</b>   | <b>营业利润</b>      | <b>436.98</b> | <b>712.81</b> | <b>715.43</b> | <b>842.56</b> | <b>995.01</b> |
| <b>资产总计</b>       | <b>4,405.37</b> | <b>4,723.39</b> | <b>6,038.64</b> | <b>6,904.06</b> | <b>6,531.30</b>   | 营业外收入            | 0.29          | 0.81          | 0.55          | 0.55          | 0.55          |
| 短期借款              | 506.17          | 399.14          | 1,262.39        | 1,770.42        | 1,090.39          | 营业外支出            | 3.46          | 1.66          | 2.56          | 2.56          | 2.56          |
| 应付票据及应付账款         | 632.40          | 550.77          | 547.07          | 640.76          | 630.06            | <b>利润总额</b>      | <b>433.81</b> | <b>711.96</b> | <b>713.42</b> | <b>840.55</b> | <b>993.00</b> |
| 其他                | 305.63          | 231.01          | 325.71          | 426.65          | 351.96            | 所得税              | 75.68         | 117.83        | 114.15        | 134.49        | 158.88        |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>1,444.20</b> | <b>1,180.92</b> | <b>2,135.17</b> | <b>2,837.82</b> | <b>2,072.41</b>   | <b>净利润</b>       | <b>358.14</b> | <b>594.13</b> | <b>599.27</b> | <b>706.06</b> | <b>834.12</b> |
| 长期借款              | 0.00            | 0.00            | 138.99          | 0.00            | 0.00              | 少数股东损益           | 9.58          | 31.67         | 23.99         | 32.95         | 36.16         |
| 应付债券              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00              | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>348.56</b> | <b>562.46</b> | <b>575.28</b> | <b>673.11</b> | <b>797.96</b> |
| 其他                | 150.90          | 144.07          | 147.48          | 145.77          | 146.63            | 每股收益(元)          | 0.84          | 1.36          | 1.39          | 1.62          | 1.92          |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>150.90</b>   | <b>144.07</b>   | <b>286.47</b>   | <b>145.77</b>   | <b>146.63</b>     |                  |               |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>       | <b>1,676.45</b> | <b>1,469.53</b> | <b>2,421.65</b> | <b>2,983.60</b> | <b>2,219.04</b>   | <b>主要财务比率</b>    | <b>2022</b>   | <b>2023</b>   | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  |
| 少数股东权益            | 24.54           | 32.35           | 44.85           | 59.01           | 76.19             | <b>成长能力</b>      |               |               |               |               |               |
| 股本                | 406.46          | 412.10          | 414.77          | 414.77          | 414.77            | 营业收入             | 2.83%         | 10.01%        | -2.40%        | 10.00%        | 8.80%         |
| 资本公积              | 49.50           | 129.49          | 163.92          | 163.92          | 163.92            | 营业利润             | -30.89%       | 63.12%        | 0.37%         | 17.77%        | 18.09%        |
| 留存收益              | 2,249.77        | 2,709.29        | 3,009.15        | 3,298.24        | 3,677.56          | 归属于母公司净利润        | -39.24%       | 61.37%        | 2.28%         | 17.01%        | 18.55%        |
| 其他                | (1.35)          | (29.37)         | (15.70)         | (15.47)         | (20.18)           | <b>获利能力</b>      |               |               |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>2,728.92</b> | <b>3,253.87</b> | <b>3,616.99</b> | <b>3,920.46</b> | <b>4,312.26</b>   | 毛利率              | 38.70%        | 37.63%        | 39.00%        | 40.00%        | 41.00%        |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>4,405.37</b> | <b>4,723.39</b> | <b>6,038.64</b> | <b>6,904.06</b> | <b>6,531.30</b>   | 净利率              | 8.90%         | 13.06%        | 13.69%        | 14.56%        | 15.86%        |
|                   |                 |                 |                 |                 |                   | ROE              | 12.89%        | 17.46%        | 16.10%        | 17.43%        | 18.84%        |
|                   |                 |                 |                 |                 |                   | ROIC             | 21.29%        | 37.28%        | 31.39%        | 48.38%        | 37.21%        |
|                   |                 |                 |                 |                 |                   | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |               |               |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2022</b>     | <b>2023</b>     | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | <b>2026E</b>      | 资产负债率            | 38.05%        | 31.11%        | 40.10%        | 43.22%        | 33.98%        |
| 净利润               | 358.14          | 594.13          | 575.28          | 673.11          | 797.96            | 净负债率             | -8.65%        | -9.48%        | -30.60%       | -13.47%       | -32.73%       |
| 折旧摊销              | 61.73           | 61.86           | 53.71           | 53.71           | 53.71             | 流动比率             | 1.13          | 1.48          | 1.48          | 1.34          | 1.63          |
| 财务费用              | 10.22           | 12.64           | 72.02           | 123.66          | 143.57            | 速动比率             | 0.88          | 1.17          | 1.32          | 1.17          | 1.43          |
| 投资损失              | 13.82           | (17.60)         | (1.89)          | (1.89)          | (1.89)            | <b>营运能力</b>      |               |               |               |               |               |
| 营运资金变动            | 34.35           | (351.12)        | 556.25          | (644.45)        | 554.35            | 应收账款周转率          | 10.23         | 7.54          | 9.81          | 9.03          | 8.68          |
| 其它                | 104.03          | 150.35          | 38.99           | 47.95           | 51.16             | 存货周转率            | 11.20         | 10.78         | 11.14         | 11.33         | 11.52         |
| <b>经营活动现金流</b>    | <b>582.30</b>   | <b>450.27</b>   | <b>1,294.36</b> | <b>252.10</b>   | <b>1,598.85</b>   | 总资产周转率           | 0.93          | 0.94          | 0.78          | 0.71          | 0.75          |
| 资本支出              | 110.99          | 165.34          | 171.48          | 293.21          | 115.75            | <b>每股指标(元)</b>   |               |               |               |               |               |
| 长期投资              | 114.34          | (12.07)         | 0.00            | 0.00            | 0.00              | 每股收益             | 0.84          | 1.36          | 1.39          | 1.62          | 1.92          |
| 其他                | (394.53)        | (409.50)        | (359.50)        | (597.82)        | (245.46)          | 每股经营现金流          | 1.40          | 1.09          | 3.12          | 0.61          | 3.85          |
| <b>投资活动现金流</b>    | <b>(169.20)</b> | <b>(256.24)</b> | <b>(188.01)</b> | <b>(304.61)</b> | <b>(129.71)</b>   | 每股净资产            | 6.52          | 7.77          | 8.61          | 9.31          | 10.21         |
| 债权融资              | (200.63)        | (122.26)        | 931.10          | 244.93          | (823.37)          | <b>估值比率</b>      |               |               |               |               |               |
| 股权融资              | (73.76)         | (314.87)        | (236.15)        | (402.59)        | (442.32)          | 市盈率              | 32.34         | 20.04         | 19.60         | 16.75         | 14.13         |
| 其他                | (22.96)         | 242.84          | 0.00            | 0.00            | 0.00              | 市净率              | 4.17          | 3.50          | 3.16          | 2.92          | 2.66          |
| <b>筹资活动现金流</b>    | <b>(297.35)</b> | <b>(194.29)</b> | <b>694.95</b>   | <b>(157.66)</b> | <b>(1,265.69)</b> | EV/EBITDA        | 5.01          | 7.02          | 10.23         | 9.16          | 7.25          |
| 汇率变动影响            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00              | EV/EBIT          | 5.29          | 7.36          | 10.87         | 9.63          | 7.57          |
| <b>现金净增加额</b>     | <b>115.76</b>   | <b>(0.26)</b>   | <b>1,801.30</b> | <b>(210.18)</b> | <b>203.45</b>     |                  |               |               |               |               |               |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |  | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |