

姚记科技 (002605.SZ)

中报业绩点评：短期业绩承压，毛利率有所提升

优于大市

核心观点

上半年营收及净利润同比向下。1) 上半年公司实现营业收入 14.38 亿元、归母净利润 2.56 亿元,同比分别下滑 24.64%、9.98%,对应全面摊薄 EPS 0.61 元;实现扣非归母净利润 2.54 亿元,同比下滑 5.43%;2) 25 年 Q2 公司实现营业收入 6.60 亿元、归母净利润 1.15 亿元,同比分别下滑 28.8%、13.7%,对应 EPS 0.28 元;3) 营收与业绩下滑主要在于数字营销及扑克牌业务短期波动。

数字营销业务下滑明显,关注扑克牌产能投放。1) 上半年游戏业务实现营业收入 4.81 亿元,同比下滑 6.33%,主要受短期流水波动影响;毛利率基本稳定,同比提升 0.15 个 pct 至 96.39%。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》、《齐齐哈尔麻将》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;2) 数字营销业务实现营业收入 5.20 亿元,同比下滑 40.76%,毛利率略提升 3.17 个 pct 至 8.16%,盈利能力持续提升;公司搭建了私有化智能广告投放平台,通过与巨量引擎 Marketing API 的深度对接,实现了从广告到优化的全流程管理、报表优化分析、素材库搭建、项目流程化等功能,实现真正的技术驱动人效,全链赋能营销。3) 扑克牌实现营业收入 4.29 亿元、同比下滑 12.72%;毛利率同比下降 0.52 个百分点至 29.93%。“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”逐步建成投产,产能释放之下有望带动扑克牌营收增速改善。

关注卡牌潮玩等新兴产业布局。1) 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;2) AI 等新技术亦在游戏、互联网营销等业务板块逐步落地应用。

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 2025/26/27 年归母净利润分别为 6.17/6.69/7.01 亿元;摊薄 EPS=1.49/1.61/1.69 元,当前股价对应 PE=19/18/17x。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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,307	3,271	3,496	3,648	3,783
(+/-%)	10.0%	-24.0%	6.9%	4.3%	3.7%
归母净利润(百万元)	562	539	617	669	701
(+/-%)	61.4%	-4.2%	14.4%	8.5%	4.7%
每股收益(元)	1.36	1.30	1.49	1.61	1.69
EBIT Margin	17.5%	20.7%	20.9%	21.4%	21.7%
净资产收益率 (ROE)	17.5%	15.4%	15.7%	15.3%	14.5%
市盈率 (PE)	20.8	21.9	19.1	17.6	16.8
EV/EBITDA	16.3	18.3	16.5	15.4	14.7
市净率 (PB)	3.63	3.36	3.00	2.69	2.43

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

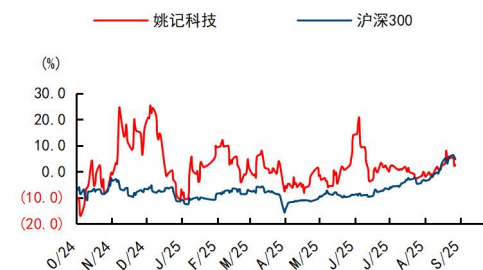
chenyao@guosen.com.cn

S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	27.71 元
总市值/流通市值	11572/9344 百万元
52 周最高价/最低价	37.66/18.91 元
近 3 个月日均成交额	410.02 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

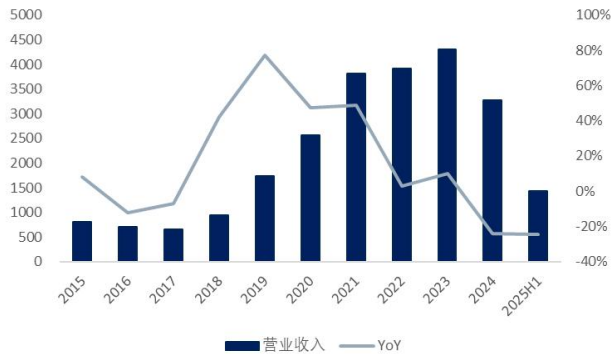
《姚记科技 (002605.SZ) -24 年年报及 25 年 Q1 业绩点评: 业绩稳健, 看好创新业务潜力》——2025-05-19

《姚记科技 (002605.SZ) - 三季报点评: 扣非业绩同比向上, 关注卡牌潮玩等创新业务发展》——2024-11-04

《姚记科技 (002605.SZ) -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》——2024-08-31

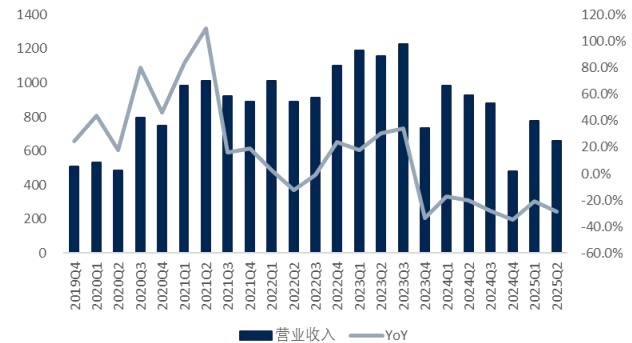
上半年营收及净利润同比向下。1) 上半年公司实现营业收入 14.38 亿元、归母净利润 2.56 亿元，同比分别下滑 24.64%、9.98%，对应全面摊薄 EPS 0.61 元；实现扣非归母净利润 2.54 亿元，同比下滑 5.43%；2) 25 年 Q2 公司实现营业收入 6.60 亿元、归母净利润 1.15 亿元，同比分别下滑 28.8%、13.7%，对应 EPS 0.28 元；3) 营收与业绩下滑主要在于数字营销及扑克牌业务短期波动。

图1：姚记科技营业收入及增速（单位：百万元、%）



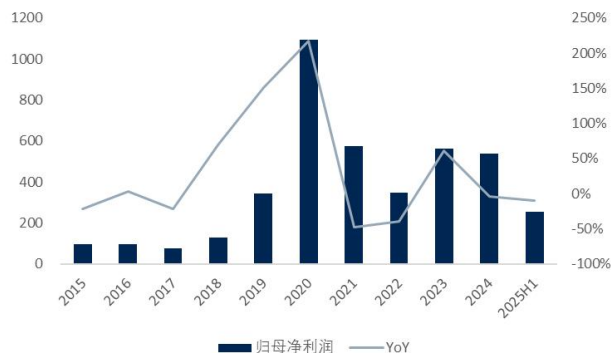
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）



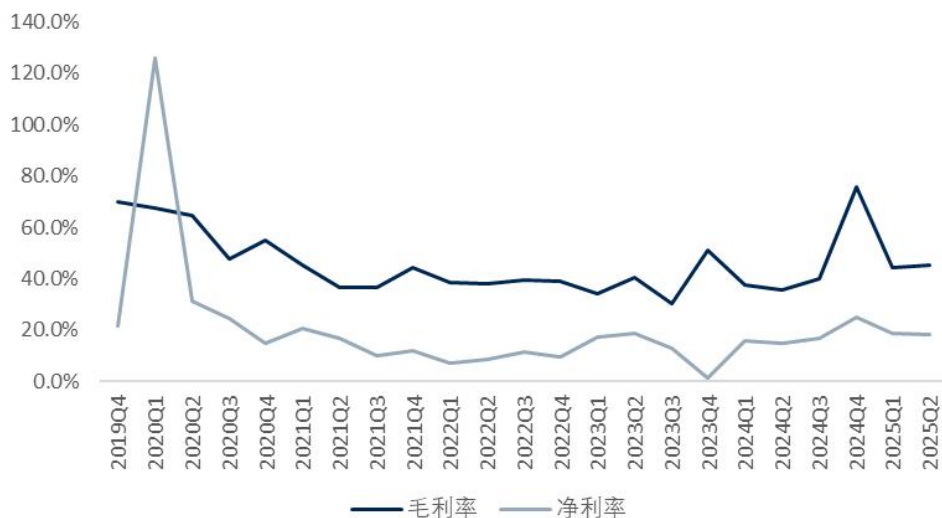
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

数字营销业务下滑明显，关注扑克牌产能投放。1) 上半年游戏业务实现营收 4.81 亿元，同比下滑 6.33%，主要受短期流水波动影响；毛利率基本稳定，同比提升 0.15 个 pct 至 96.39%。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；2) 数字营销业务实现营业收入 5.20 亿元，同比下滑 40.76%，毛利率略提升 3.17 个 pct 至 8.16%，盈利能力持续提升；公司搭建了私有化智能广告投放平台，通过与巨量引擎 Marketing API 的深度对接，实现了从广告到优化的全流程管理、报表优化分析、素材库搭建、项目流程化等功能，实现真正的技术驱动人效，全链赋能营销。3) 扑克牌实现营业收入 4.29 亿元、同比下滑 12.72%；毛利率同比下降 0.52 个百分点至 29.93%。“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”逐步建成投产，产能释放之下有望带动扑克牌营收增速改善。

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 2025/26/27 年归母净利润分别为 6.17/6.69/7.01 亿元; 摊薄 EPS=1.49/1.61/1.69 元, 当前股价对应 PE=19/18/17x。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: 可比公司估值表

公司	公司	投资	昨收盘	总市值	EPS				PE			
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002605.SZ	姚记科技	优于大市	27.61	115	1.36	1.30	1.49	1.61	21	22	19	18
002517.SZ	恺英网络	优于大市	22.84	488	0.68	0.76	1.01	1.16	33	30	23	20
603444.SH	吉比特	优于大市	451.52	325	15.62	13.12	20.02	23.07	29	34	23	20

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	721	1081	1836	2288	2817	营业收入	4307	3271	3496	3648	3783
应收款项	725	500	89	93	96	营业成本	2686	1850	2035	2114	2178
存货净额	417	423	475	492	506	营业税金及附加	18	19	20	21	22
其他流动资产	104	120	21	22	22	销售费用	319	263	273	285	295
流动资产合计	1967	2124	2421	2895	3442	管理费用	288	273	248	259	268
固定资产	595	760	722	728	715	研发费用	243	187	190	190	199
无形资产及其他	84	93	90	87	85	财务费用	13	27	(11)	(26)	(38)
投资性房地产	1953	1968	1968	1968	1968	投资收益	18	(3)	3	3	3
长期股权投资	124	124	154	184	214	资产减值及公允价值变动	(75)	3	15	15	0
资产总计	4723	5069	5355	5862	6423	其他收入	(212)	(156)	(190)	(190)	(199)
短期借款及交易性金融负债	412	160	160	160	160	营业利润	713	683	758	823	861
应付款项	551	437	147	152	157	营业外净收支	(1)	(2)	0	0	0
其他流动负债	362	251	302	313	323	利润总额	712	681	758	823	861
流动负债合计	1325	848	609	625	639	所得税费用	118	117	114	123	129
长期借款及应付债券	0	535	535	535	535	少数股东损益	32	25	28	30	31
其他长期负债	144	139	204	199	229	归属于母公司净利润	562	539	617	669	701
长期负债合计	144	674	739	734	764	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1470	1521	1348	1359	1403	净利润	562	539	617	669	701
少数股东权益	32	36	83	130	178	资产减值准备	(22)	(78)	3	0	(0)
股东权益	3222	3511	3924	4373	4842	折旧摊销	53	50	65	74	79
负债和股东权益总计	4723	5069	5355	5862	6423	公允价值变动损失	75	(3)	(15)	(15)	0
						财务费用	13	27	(11)	(26)	(38)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(319)	(120)	288	(10)	25
每股收益	1.36	1.30	1.49	1.61	1.69	其它	45	84	8	11	13
每股红利	0.34	0.97	0.49	0.53	0.56	经营活动现金流	395	472	966	730	818
每股净资产	7.82	8.47	9.46	10.54	11.67	资本开支	0	(137)	(13)	(63)	(63)
ROIC	18.64%	14.17%	13%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	17.46%	15.35%	16%	15%	14%	投资活动现金流	12	(136)	(7)	(57)	(57)
毛利率	38%	43%	42%	42%	42%	权益性融资	2	42	0	0	0
EBIT Margin	17%	21%	21%	21%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	22%	23%	23%	24%	支付股利、利息	(138)	(403)	(204)	(221)	(231)
收入增长	10%	-24%	7%	4%	4%	其它融资现金流	(169)	787	0	0	0
净利润增长率	61%	-4%	14%	9%	5%	融资活动现金流	(444)	24	(203)	(221)	(231)
资产负债率	32%	31%	27%	25%	25%	现金净变动	(36)	360	755	452	529
股息率	1.2%	3.4%	1.7%	1.9%	2.0%	货币资金的期初余额	757	721	1081	1836	2288
P/E	20.8	21.9	19.1	17.6	16.8	货币资金的期末余额	721	1081	1836	2288	2817
P/B	3.6	3.4	3.0	2.7	2.4	企业自由现金流	0	355	906	605	677
EV/EBITDA	16.3	18.3	16.5	15.4	14.7	权益自由现金流	0	1143	914	625	706

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

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