

姚记科技 (002605.SZ)

优于大市

年报及1季报点评：收入利润短期承压，盈利质量稳健

核心观点

25年营收利润双降，毛利率企稳，销售费用优化。1) 2025年公司实现营业收入26.89亿元，归母净利润4.67亿元，同比分别下降17.80%、13.34%，对应全面摊薄EPS 1.12元（2024年为1.31元）。营收下滑主要受互联网营销业务主动收缩影响（数字营销收入8.79亿元，同比-23.01%），叠加游戏业务（8.65亿元，-14.78%）和扑克牌业务（9.23亿元，-14.69%）阶段性承压。利润降幅（-13.34%）小于营收降幅（-17.80%），主因销售费用同比大幅下降38.14%至1.63亿元（游戏板块优化投放策略），规模效应下净利润率提升至18.16%（2024年为17.23%）。综合毛利率43.54%，同比基本持平（2024年43.44%），各业务毛利率稳定在合理区间。经营活动现金流量净额4.95亿元，同比-16.72%，盈利质量整体稳健；2) 2026年Q1公司实现营业收入7.89亿元，同比增长1.31%；归母净利润1.40亿元，同比微降0.64%，对应EPS 0.33元（2025Q1为0.34元）。

捕鱼休闲品类矩阵持续稳定，关注中轻度小游戏赛道表现。1) 游戏业务2025年收入8.65亿元（-14.78%），毛利率维持91.41%（同比-4.74pct）。《捕鱼炸翻天》《指尖捕鱼》《姚记捕鱼3D版》等捕鱼休闲品类矩阵持续稳定贡献流水。海外游戏方面，大鱼竞技实现营收0.97亿元、净利润0.31亿元，《Bingo Party》《Bingo Journey》等产品保持稳定；2) 25年移动游戏板块推进多项AI技术落地：引入AI编程工具实现“人机互审”缩短开发周期、上线自研数据分析平台实现用户画像与流失预测、AIGC全流程覆盖原画/模型/动画等美术环节，降本增效成果显著。

互联网营销主动收缩聚焦利润，达人全链路补齐生态。1) 数字营销业务2025年收入8.79亿元（-23.01%），但毛利率同比提升2.75pct至10.51%，显示公司主动收缩低毛利业务规模、聚焦盈利质量的战略意图；2) 正式落地达人全链路营销业务，构建规模化达人矩阵覆盖抖音、快手、小红书、视频号、B站等平台，补齐“品牌策略+内容创意+媒介投放+达人营销+效果运营”全链条闭环；26年将组建AI数据优化小组，形成“AI内容生成、智能投放、数据实时反馈、内容策略迭代”全闭环，进一步提升投放效率与客户服务深度。

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：考虑游戏及营销业务压力，我们下调26/27年盈利预测至5.77/6.23亿元（原值为6.69/7.01亿元），新增28年盈利预测为6.46亿元；摊薄EPS=1.38/1.49/1.55元，当前股价对应PE=15/14/14x。关注休闲游戏及AI营销领域扩展潜力，继续维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,271	2,689	2,823	2,931	3,039
(+/-%)	-13.0%	-17.8%	5.0%	3.8%	3.7%
归母净利润(百万元)	539	467	577	623	646
(+/-%)	-4.2%	-13.3%	23.6%	7.9%	3.8%
每股收益(元)	1.30	1.12	1.38	1.49	1.55
EBIT Margin	20.7%	21.6%	24.3%	24.9%	25.0%
净资产收益率 (ROE)	15.4%	12.2%	13.7%	13.5%	12.7%
市盈率 (PE)	16.1	18.7	15.1	14.0	13.5
EV/EBITDA	14.0	16.2	13.3	12.2	11.5
市净率 (PB)	2.47	2.29	2.08	1.89	1.72

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 证券分析师：陈瑶蓉
021-60875160 021-61761058
zhangheng2@guosen.com.cn chenyarong@guosen.com.cn
S0980517060002 S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.92元
总市值/流通市值	8738/7062百万元
52周最高价/最低价	32.97/19.00元
近3个月日均成交额	159.84百万元

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) - 中报业绩点评：短期业绩承压，毛利率有所提升》——2025-09-03
《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

25 年营收利润双降，毛利率企稳，销售费用大幅优化

1) 2025 年公司实现营业收入 26.89 亿元，归母净利润 4.67 亿元，同比分别下降 17.80%、13.34%，对应全面摊薄 EPS 1.122 元（2024 年为 1.3148 元）。营收下滑主要受互联网营销业务主动收缩影响（数字营销收入 8.79 亿元，同比-23.01%），叠加游戏业务（8.65 亿元，-14.78%）和扑克牌业务（9.23 亿元，-14.69%）阶段性承压。利润降幅（-13.34%）小于营收降幅（-17.80%），主因销售费用同比大幅下降 38.14%至 1.63 亿元（游戏板块优化投放策略），规模效应下净利率率提升至 18.16%（2024 年为 17.23%）。综合毛利率 43.54%，同比基本持平（2024 年 43.44%），各业务毛利率稳定在合理区间。经营活动现金流量净额 4.95 亿元，同比-16.72%，盈利质量整体稳健。

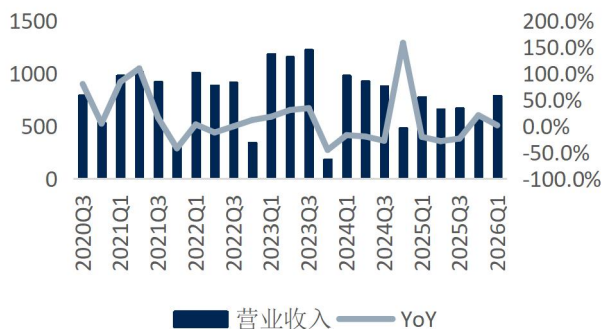
2) 2026 年 Q1 公司实现营业收入 7.89 亿元，同比增长 1.31%；归母净利润 1.40 亿元，同比微降 0.64%，对应 EPS 0.33 元（2025Q1 为 0.34 元）。营收端平稳开局，利润端基本持平。毛利率 37.94%（2025Q1 为 44.29%），同比下降 6.35pct，主要因收入结构变化（低毛利的数字营销业务占比阶段性提升）。销售费用 3,225 万元（同比-48.42%），延续优化趋势；研发费用 3,221 万元（同比-18.57%），投入节奏有所放缓。

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、%）



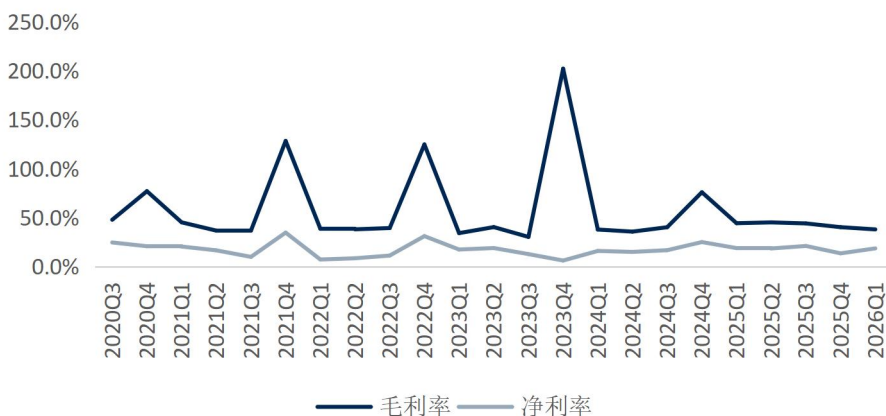
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

捕鱼休闲品类矩阵持续稳定, 关注中轻度小游戏赛道表现

1) 游戏业务 2025 年收入 8.65 亿元 (-14.78%), 毛利率维持 91.41% (同比 -4.74pct), 虽收入端承压但盈利能力依然强劲。核心子公司上海成蹊信息科技有限公司实现营收 7.69 亿元、净利润 3.13 亿元 (净利率约 40.7%), 是公司最核心的利润来源。《捕鱼炸翻天》《指尖捕鱼》《姚记捕鱼 3D 版》等捕鱼休闲品类矩阵持续稳定贡献流水。海外游戏方面, 大鱼竞技实现营收 0.97 亿元、净利润 0.31 亿元, 《Bingo Party》《Bingo Journey》等产品保持稳定。

2) 2025 年移动游戏板块推进多项 AI 技术落地: 引入 AI 编程工具实现“人机互审”缩短开发周期、上线自研数据分析平台实现用户画像与流失预测、AIGC 全流程覆盖原画/模型/动画等美术环节, 降本增效成果显著。

3) 2026 年战略重点转向中轻度小游戏赛道, 以“内部创业团队孵化+外部拓展引入合作”双引擎驱动, 聚焦轻量化、精品化方向, 构建 IAA 与 IAP 产品矩阵。海外市场重点开拓东南亚、中东、日韩、欧美四大市场, 储备多款全球化产品。

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

互联网营销主动收缩聚焦利润，达人全链路补齐生态。1) 数字营销业务 2025 年收入 8.79 亿元 (-23.01%)，但毛利率同比提升 2.75pct 至 10.51%，显示公司主动收缩低毛利业务规模、聚焦盈利质量的战略意图。上海芦鸣网络科技有限公司实现营收 9.25 亿元、净利润 0.41 亿元（净利率约 4.4%）；2) 正式落地达人全链路营销业务，构建规模化达人矩阵覆盖抖音、快手、小红书、视频号、B 站等平台，补全“品牌策略+内容创意+媒介投放+达人营销+效果运营”全链条闭环。荣获金投赏金奖、Top Digital 金奖、支付宝生态三项重磅大奖等行业认可；3) 2026 年将组建 AI 数据优化小组，形成“AI 内容生成→AI 智能投放→数据实时反馈→内容策略迭代”全闭环，进一步提升投放效率与客户服务深度。

扑克牌业务龙头地位稳固，6 亿副项目进入试生产。1) 扑克牌业务 2025 年收入 9.23 亿元 (-14.69%)，毛利率 29.22%（同比-1.18pct），主要受消费环境和下游渠道库存影响阶段性承压。但行业龙头地位稳固，启东姚记扑克实业净利润 0.63 亿元、浙江万盛达扑克净利润 0.48 亿元，双核驱动格局不变；2) “年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”已正式进入试生产阶段，是 2025 年最重要的资本开支成果——固定资产同比大增 54%至 8.23 亿元（占总资产 15.18%），在建工程由 2.26 亿降至 0.36 亿。新产线投产后预计显著提升智能化水平和生产效率，降低单位成本，强化公司作为国内唯一实现全自动化生产的扑克牌制造企业的竞争壁垒。

盈利预测与投资建议：考虑游戏及营销业务压力，我们下调 26/27 年盈利预测至 5.77/6.23 亿元（原值为 6.69/7.01 亿元），新增 28 年盈利预测为 6.46 亿元；摊薄 EPS=1.38/1.49/1.55 元，当前股价对应 PE=15/14/14x。关注休闲游戏及 AI 营销领域扩展潜力，继续维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
002517.SZ	恺英网络	优于大市	18.25	400	0.77	0.89	1.25	1.42	24	21	15	13
002605.SZ	姚记科技	优于大市	20.70	87	1.27	1.10	1.38	1.49	16	19	15	14

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)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1081	1188	2191	2355	2663	营业收入	3271	2689	2823	2931	3039
应收款项	500	408	72	75	77	营业成本	1850	1518	1594	1655	1716
存货净额	423	512	364	375	387	营业税金及附加	19	19	20	21	22
其他流动资产	120	193	17	17	18	销售费用	263	163	169	176	182
流动资产合计	2124	2312	2653	2833	3156	管理费用	273	248	201	194	195
固定资产	760	858	969	1065	1135	研发费用	187	161	154	156	164
无形资产及其他	93	89	86	84	81	财务费用	27	44	(8)	(19)	(32)
投资性房地产	1968	2027	2027	2027	2027	投资收益	(3)	22	3	3	3
长期股权投资	124	136	166	196	226	资产减值及公允价值变动	3	(11)	15	15	0
资产总计	5069	5421	5900	6204	6625	其他收入	(156)	(136)	(154)	(156)	(164)
短期借款及交易性金融负债	160	163	500	300	200	营业利润	683	572	710	766	795
应付款项	437	409	113	116	120	营业外净收支	(2)	(1)	0	0	0
其他流动负债	251	251	227	233	240	利润总额	681	571	710	766	795
流动负债合计	848	823	840	650	560	所得税费用	117	82	107	115	119
长期借款及应付债券	535	562	562	562	562	少数股东损益	25	21	27	29	30
其他长期负债	139	185	215	245	275	归属于母公司净利润	539	467	577	623	646
长期负债合计	674	747	777	807	837	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1521	1571	1617	1457	1397	净利润	539	467	577	623	646
少数股东权益	36	33	79	126	137	资产减值准备	(78)	14	2	4	2
股东权益	3511	3818	4205	4622	5091	折旧摊销	50	55	93	104	117
负债和股东权益总计	5069	5421	5900	6204	6625	公允价值变动损失	(3)	11	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	27	44	(8)	(19)	(32)
每股收益	1.30	1.12	1.38	1.49	1.55	营运资本变动	(120)	(96)	372	28	28
每股红利	0.97	0.57	0.46	0.49	0.51	其它	84	(4)	9	8	9
每股净资产	8.47	9.14	10.07	11.07	12.19	经营活动现金流	472	448	1038	751	803
ROIC	14.17%	10.82%	11%	11%	11%	资本开支	0	(152)	(187)	(187)	(187)
ROE	15.35%	12.24%	14%	13%	13%	其它投资现金流	0	(11)	0	0	0
毛利率	43%	44%	44%	44%	44%	投资活动现金流	0	(174)	(181)	(181)	(181)
EBIT Margin	21%	22%	24%	25%	25%	权益性融资	2	40	0	0	0
EBITDA Margin	22%	24%	28%	28%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-13%	-18%	5%	4%	4%	支付股利、利息	(403)	(237)	(191)	(206)	(213)
净利润增长率	-4%	-13%	24%	8%	4%	其它融资现金流	691	268	337	(200)	(100)
资产负债率	31%	30%	29%	26%	23%	融资活动现金流	(112)	(166)	146	(406)	(313)
股息率	4.6%	2.7%	2.2%	2.4%	2.4%	现金净变动	360	107	1003	164	308
P/E	16.1	18.7	15.1	14.0	13.5	货币资金的期初余额	721	1081	1188	2191	2355
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7	货币资金的期末余额	1081	1188	2191	2355	2663
EV/EBITDA	14.0	16.2	13.3	12.2	11.5	企业自由现金流	0	304	809	510	547
						权益自由现金流	0	572	1151	325	472

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