

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	18.84
总股本/流通股本(亿股)	4.18 / 3.38
总市值/流通市值(亿元)	79 / 64
52周内最高/最低价	32.61 / 18.51
资产负债率(%)	29.0%
市盈率	16.79
第一大股东	姚朔斌

研究所

分析师: 王晓萱  
SAC 登记编号: S1340522080005  
Email: wangxiaoxuan@cnpsec.com  
分析师: 王思  
SAC 登记编号: S1340525080002  
Email: wangsi1@cnpsec.com

姚记科技(002605)

业绩阶段性承压，把握短剧风口再成长

● 事件回顾

公司发布 2025 年年报及 2026Q1 季报。2025 年全年，公司实现营收 26.89 亿元，同比-17.8%；实现归母净利润 4.67 亿元，同比-13.34%；实现扣非归母净利润 4.3 亿元，同比-14.92%。其中，25Q4 公司实现营收 5.8 亿元，同比+20.51%，结束长达 8 个季度的连续下滑，然而实现归母净利润 0.77 亿元，同比-33.02%，主要系芦鸣科技计提 2887 万元商誉减值。26Q1，公司实现营收 7.89 亿元，同比微增 1.31%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比微降 0.64%；实现扣非归母净利润 1.37 亿元，同比微降 2.48%，表明核心盈利能力略有承压。

● 事件点评

三大业务均有调整，关注小游戏成长与扑克牌产能释放。1) 游戏业务，25 年实现营收 8.65 亿元，同比下降 14.78%，或因公司老游戏流水自然下降所致。26 年，公司游戏业务在保障捕鱼等核心产品稳健情况下，聚焦中轻度小游戏赛道，同时开拓海外市场，为后续业务回暖打下基础。2) 扑克牌业务，25 年实现营收 9.23 亿元，同比下降 14.69%。我们认为，随着公司“年产 6 亿副扑克牌生产基地项目”投入使用，同时优化渠道布局，仍有望凭借品牌和规模优势维持稳健增长。3) 营销业务，25 年实现营收 8.79 亿元，同比下降 23.01%，或因公司主动调整业务结构，优化低毛利业务。26 年，公司整合全域流量矩阵与分层达人资源，建立标准化与定制化结合的营销体系；同时组建 AI 小组，打通内容生成到智能投放的全闭环迭代，实现数据驱动的持续优化，从而有望实现业务高质量发展。

业务结构优化毛利率相对稳健，注重费用优化。25 年公司毛利率为 43.54%，同比+0.1pct，主要系低毛利营销业务占比下降所致。25 年全年，公司实现销售费用率 6.05%，同比下降 1.99pct，主要系游戏板块持续优化投放策略，降低投放费用所致；26Q1，公司实现销售费用率 4.09%，同比下降 3.9pct，主要系公司继续降低游戏板块投放，同时管理、研发费用率也有不同程度下降，分别为下降 1.5、1.0pct。

公司构建短剧产业“基础设施”，谋求业务转型与再成长的关键战略抓手。公司依托“上海国际短视频中心”这一基础设施，整合资金、场景、人才与 AI 技术，构建起从 IP 创作、拍摄制作到投流发行的全产业链闭环，同时引入基金池和生态伙伴加速内容孵化。上海国际短视频中心成立于 2020 年底，目前已完成 200 余个室内场景建设，包括医院、地铁站、上海老洋房、创意公司、现代办公等，可满足多领域、多行业短视频拍摄需求，未来预计完成 8000 平街道外景，包括百货商场外观等。我们认为，这种“制播一体化”的平台模式，既能发挥其在流量运营和数字营销上的既有优势，也为公司打开了高增长的内容消费市场，有望成为驱动未来价值重估的核心引擎。

### ● 盈利预测与投资建议

我们认为，当前压制公司业绩的核心因素（消费低迷+广告需求收缩）已持续两年，2026Q1 收入增速转正是积极信号，公司有望优化业务结构，同时切入短剧高景气赛道重回增长态势。我们预测，公司 2026-2028 年营收为 28.74、30.83、32.65 亿元，同比+6.88%、7.30%、5.88%；归母净利润为 5.53、6.47、6.85 亿元，同比+18.48%、16.96%、5.75%。

### ● 风险提示：

行业政策监管风险，市场需求降低风险，市场消费偏好转移风险，海外政策变化风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2689	2874	3083	3265
增长率(%)	-17.80	6.88	7.30	5.88
EBITDA（百万元）	689.20	842.02	956.93	1010.97
归属母公司净利润（百万元）	467.13	553.44	647.31	684.56
增长率(%)	-13.34	18.48	16.96	5.75
EPS(元/股)	1.12	1.33	1.55	1.64
市盈率(P/E)	16.84	14.21	12.15	11.49
市净率(P/B)	2.06	1.91	1.76	1.62
EV/EBITDA	13.52	8.38	7.02	6.18

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2689	2874	3083	3265	营业收入	-17.8%	6.9%	7.3%	5.9%
营业成本	1518	1628	1743	1849	营业利润	-16.2%	20.5%	15.9%	6.2%
税金及附加	19	19	21	22	归属于母公司净利润	-13.3%	18.5%	17.0%	5.8%
销售费用	163	143	150	165	<b>获利能力</b>				
管理费用	248	223	212	222	毛利率	43.5%	43.4%	43.5%	43.4%
研发费用	161	145	137	144	净利率	17.4%	19.3%	21.0%	21.0%
财务费用	44	19	12	6	ROE	12.2%	13.5%	14.5%	14.1%
资产减值损失	-29	-12	-4	-4	ROIC	11.2%	12.1%	13.0%	12.7%
<b>营业利润</b>	<b>572</b>	<b>689</b>	<b>799</b>	<b>848</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	29.0%	27.0%	25.9%	24.3%
营业外支出	2	2	2	2	流动比率	2.81	3.29	3.61	4.12
<b>利润总额</b>	<b>571</b>	<b>687</b>	<b>797</b>	<b>847</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	82	108	120	131	应收账款周转率	6.36	7.32	7.43	7.55
<b>净利润</b>	<b>488</b>	<b>579</b>	<b>677</b>	<b>716</b>	存货周转率	3.25	3.39	3.58	3.51
<b>归母净利润</b>	<b>467</b>	<b>553</b>	<b>647</b>	<b>685</b>	总资产周转率	0.51	0.52	0.52	0.51
<b>每股收益(元)</b>	<b>1.12</b>	<b>1.33</b>	<b>1.55</b>	<b>1.64</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.12	1.33	1.55	1.64
货币资金	1188	1557	1874	2315	每股净资产	9.14	9.85	10.71	11.61
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	379	406	424	441	PE	16.84	14.21	12.15	11.49
预付款项	125	95	123	119	PB	2.06	1.91	1.76	1.62
存货	512	448	524	528	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>2312</b>	<b>2616</b>	<b>3049</b>	<b>3504</b>	净利润	488	579	677	716
固定资产	823	824	820	805	折旧和摊销	85	136	148	159
在建工程	36	37	55	60	营运资本变动	-109	48	-56	1
无形资产	89	104	123	117	其他	30	35	33	33
<b>非流动资产合计</b>	<b>3109</b>	<b>3096</b>	<b>3100</b>	<b>3059</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>495</b>	<b>798</b>	<b>802</b>	<b>909</b>
<b>资产总计</b>	<b>5421</b>	<b>5712</b>	<b>6148</b>	<b>6563</b>	资本开支	-183	-122	-149	-116
短期借款	145	120	95	70	其他	13	-1	0	0
应付票据及应付账款	409	412	455	475	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-170</b>	<b>-122</b>	<b>-150</b>	<b>-117</b>
其他流动负债	269	263	294	306	股权融资	40	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>823</b>	<b>795</b>	<b>845</b>	<b>851</b>	债务融资	-21	-28	-26	-26
其他	747	746	745	744	其他	-226	-276	-309	-325
<b>非流动负债合计</b>	<b>747</b>	<b>746</b>	<b>745</b>	<b>744</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-207</b>	<b>-304</b>	<b>-335</b>	<b>-351</b>
<b>负债合计</b>	<b>1571</b>	<b>1541</b>	<b>1590</b>	<b>1595</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>114</b>	<b>369</b>	<b>317</b>	<b>441</b>
股本	418	417	417	417					
资本公积金	215	207	207	207					
未分配利润	2919	3139	3400	3676					
少数股东权益	33	58	88	119					
其他	267	350	446	549					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3851</b>	<b>4171</b>	<b>4558</b>	<b>4968</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>5421</b>	<b>5712</b>	<b>6148</b>	<b>6563</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

### 上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

### 深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048