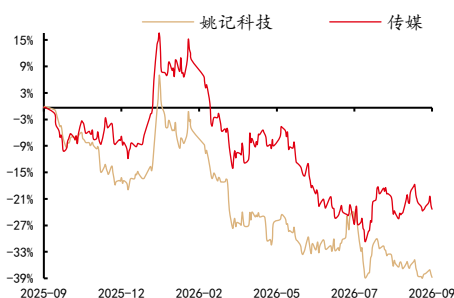


股票投资评级

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)	16.43
总股本/流通股本(亿股)	4.18 / 3.38
总市值/流通市值(亿元)	69 / 56
52周内最高/最低价	29.76 / 16.37
资产负债率(%)	29.0%
市盈率	14.64
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)

游戏业务短期承压，关注自主运营转型与盈利修复

● 事件

公司发布 2026 年半年报，26H1 实现营业收入 13.22 亿元，同比下降 8.07%；归母净利润 2.16 亿元，同比下降 15.51%；扣非归母净利润 2.23 亿元，同比下降 12.20%。26Q2 实现营业收入 5.33 亿元，同比下降 19.15%；归母净利润 0.76 亿元，同比下降 33.69%；扣非归母净利润 0.87 亿元，同比下降 24.12%，二季度经营压力有所加大。

● 投资要点

游戏收入与毛利率双重承压，费用优化部分缓冲利润下滑。26H1 游戏业务收入 4.04 亿元，同比下降 16.03%，毛利率 88.13%，同比下降 8.26 个百分点。公司综合毛利率为 40.90%，同比下降 3.75 个百分点。费用端，销售费用同比下降 32.50%，主要得益于游戏营销渠道优化及投放减少；管理费用同比下降 18.16%。我们认为，费用管控对盈利形成支撑，但游戏收入及毛利率同步回落，仍是利润承压的核心因素；后续业绩修复需要流水企稳与运营效率提升共同驱动。

扑克牌业务保持增长，数字营销仍处调整阶段。26H1 扑克牌业务收入 4.60 亿元，同比增长 7.23%，毛利率 30.04%，同比提升 0.11 个百分点；数字营销业务收入 4.50 亿元，同比下降 13.52%，毛利率 8.69%，同比提升 0.53 个百分点。我们认为，扑克牌业务收入增长、毛利率稳定，体现传统主业韧性；数字营销毛利率虽有改善，但收入收缩意味着利润贡献仍需观察，尚不足以抵消游戏业务下行压力。

自主运营调整带来当期成本，中期效果关注产品盈利及现金回收。公司披露，为提升盈利质量与经营自主性，提前终止《Bingo Wild 长期游戏发行许可协议》，并承担相应违约金；26H1 非经常性损益合计为 -721.09 万元。同期经营活动现金流量净额 1.33 亿元，同比下降 36.69%，公司解释主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少。我们认为，自主运营有望增强公司对发行节奏和用户运营的控制，但能否转化为利润增量，仍取决于获客成本、用户留存及后续流水表现；现金回收改善亦是检验经营修复的重要指标。

● 盈利预测与投资建议

公司当前的核心观察点在于游戏业务企稳及自主运营效率改善，建议关注存量游戏流水、自主运营产品投放回报及经营现金流变化。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、6.49、6.89 亿元，同比+18.48%、17.34%、6.17%。

● 风险提示：

游戏流水及新产品表现不及预期；自主运营获客成本上升；数字营销业务恢复不及预期；扑克牌原材料价格波动等。

■ 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	649.42	689.47
增长率(%)	-13.34	18.48	17.34	6.17
EPS(元/股)	1.12	1.32	1.55	1.65
市盈率(P/E)	14.69	12.40	10.57	9.96
市净率(P/B)	1.80	1.61	1.43	1.27
EV/EBITDA	13.52	7.02	5.62	4.65

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)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
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%	16.3%	6.6%
税金及附加	19	19	21	22	归属于母公司净利润	-13.3%	18.5%	17.3%	6.2%
销售费用	163	143	150	165	获利能力				
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%	21.1%	21.1%
财务费用	44	19	9	0	ROE	12.2%	13.0%	13.5%	12.8%
资产减值损失	-29	-12	-4	-4	ROIC	11.2%	11.8%	12.2%	11.6%
营业利润	572	689	801	854	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	29.0%	26.3%	24.5%	22.4%
营业外支出	2	2	2	2	流动比率	2.81	3.47	4.01	4.76
利润总额	571	687	800	853	营运能力				
所得税	82	108	121	132	应收账款周转率	6.36	7.32	7.43	7.55
净利润	488	579	679	721	存货周转率	3.25	3.39	3.58	3.51
归母净利润	467	553	649	689	总资产周转率	0.51	0.51	0.50	0.48
每股收益(元)	1.12	1.32	1.55	1.65	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.12	1.32	1.55	1.65
货币资金	1188	1701	2212	2860	每股净资产	9.14	10.19	11.51	12.91
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	379	406	424	441	PE	14.69	12.40	10.57	9.96
预付款项	125	95	123	119	PB	1.80	1.61	1.43	1.27
存货	512	448	524	528	现金流量表				
流动资产合计	2312	2760	3387	4049	净利润	488	579	679	721
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
非流动资产合计	3109	3096	3100	3059	经营活动现金流净额	495	798	804	914
资产总计	5421	5856	6486	7108	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	投资活动现金流净额	-170	-122	-150	-117
其他流动负债	269	263	294	306	股权融资	40	0	0	0
流动负债合计	823	795	845	851	债务融资	-21	-28	-26	-26
其他	747	746	745	744	其他	-226	-129	-118	-123
非流动负债合计	747	746	745	744	筹资活动现金流净额	-207	-156	-144	-149
负债合计	1571	1541	1590	1595	现金及现金等价物净增加额	114	513	511	648
股本	418	417	417	417					
资本公积金	215	191	191	191					
未分配利润	2919	3300	3754	4236					
少数股东权益	33	58	88	119					
其他	267	350	447	550					
所有者权益合计	3851	4315	4896	5513					
负债和所有者权益总计	5421	5856	6486	7108					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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融资服务,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