

姚记科技（002605）

证券研究报告

2023 年 07 月 11 日

游戏板块高增长，关注新业务推进

事件：公司发布 2023 年半年度业绩预告。23H1 预计实现归母净利润 3.98~4.18 亿元，同比增长 109%-119%；扣非后归母净利润 3.87-4.07 亿元，同比增长 113%-124%；基本每股收益为 0.98-1.03 元/股。

捕鱼游戏表现亮眼，公司游戏板块利润释放

根据游戏产业报告公众号，2023 年 1-4 月，流水 TOP50 移动游戏中捕鱼游戏的流水占比同比明显提升。公司方面，根据七麦数据，公司旗下捕鱼产品《捕鱼炸翻天》《指尖捕鱼》在 iOS 游戏畅销榜排名榜上排名稳定在 60-120 位左右。得益于捕鱼游戏亮眼表现，公司 23H1 游戏板块利润得以释放，一方面收入端随着产品不断更迭、玩家体验优化，游戏流水上升，带来营业收入增长；另一方面成本费用端公司优化游戏投放推广策略、合理安排投放节奏，2023 上半年游戏推广费用较去年同期有所下降，综合影响下游戏板块业绩同比增速显著。

新技术应用方面，公司表示目前已将 AIGC 工具应用在游戏研发的美术、代码等方面，并积极探索和开发新游戏，增强用户体验。

关注互联网营销业绩承诺完成情况，以及球星卡、PTCG 等新业务拓展

公司旗下子公司芦鸣科技此前承诺 2020/2021/2022/2023 年实现扣非归母净利润分别不低于 2700 万元/3500 万元/ 4000 万元/4500 万元。截至 2022 年底，芦鸣科技 20-22 年累计实现扣非后归母净利润 1.14 亿元。

2022 年 1 月公司以 1.08 亿元战略投资璐到粗，取得后者 38.14%股权，从而参与卡淘网及卡淘 APP 的开发与运营、卡牌发行等业务。同年公司投资姚记潮品，持股 45.45%，后者是宝可梦集换式卡牌中国大陆地区代理商。我们认为，公司卡牌业务有望形成内部协同作用，长期看有望构筑新增长曲线。

投资建议：公司主业稳健发展，同时积极探索新业务有望逐渐释放业绩，我们预计公司 2023-2025 年收入为 49.30/55.55/60.58 亿元，同比增长 25.94%/12.67%/9.06%。预计 2023-2025 年归母净利润为 7.07/8.33/9.28 亿元，同比增长 102.82%/17.77%/11.47%，对应 7 月 11 日收盘价，2023E-2025E 年 PE 分别为 22/19/17 倍。维持“买入”评级。

风险提示：政策监管风险；经济下行，用户消费不及预期；平台方合作政策变化风险；营销发展不及预期；核心业务成本风险；多领域布局管理风险；近期股价出现异动；业绩预告为初步测算结果，请以半年报为准。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,807.25	3,914.85	4,930.37	5,555.02	6,058.40
增长率(%)	48.61	2.83	25.94	12.67	9.06
EBITDA(百万元)	868.22	925.45	948.20	1,089.47	1,221.70
归属母公司净利润(百万元)	573.69	348.56	706.94	832.59	928.05
增长率(%)	(47.53)	(39.24)	102.82	17.77	11.47
EPS(元/股)	1.39	0.85	1.72	2.02	2.25
市盈率(P/E)	26.92	44.31	21.85	18.55	16.64
市净率(P/B)	6.31	5.71	4.76	3.99	3.38
市销率(P/S)	4.06	3.94	3.13	2.78	2.55
EV/EBITDA	9.75	5.01	14.48	12.18	10.10

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	37.51 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	411.73
流通 A 股股本(百万股)	329.05
A 股总市值(百万元)	15,444.04
流通 A 股市值(百万元)	12,342.68
每股净资产(元)	7.09
资产负债率(%)	34.34
一年内最高/最低(元)	48.20/12.00

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

王梦恺 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030002
wangmengkai@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

金沐阳 联系人
jinmuyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《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
- 2 《姚记科技-年报点评报告:主业稳健，关注新业务拓展带来业绩新增点》 2023-04-21
- 3 《姚记科技-半年报点评:短期业绩承压，关注新业务催化》 2022-08-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	582.16	757.10	1,462.75	1,947.63	2,836.71
应收票据及应收账款	322.73	442.73	384.63	567.05	512.66
预付账款	62.99	74.41	57.71	98.79	83.40
存货	317.52	381.39	508.40	404.77	658.21
其他	65.32	69.12	81.09	83.56	86.71
流动资产合计	1,350.72	1,724.74	2,494.59	3,101.80	4,177.69
长期股权投资	21.93	136.27	136.27	136.27	136.27
固定资产	389.83	394.80	347.73	300.66	253.59
在建工程	34.42	30.16	30.16	30.16	30.16
无形资产	70.85	87.87	83.84	79.80	75.77
其他	2,111.47	2,031.52	2,013.99	2,011.38	2,011.81
非流动资产合计	2,628.51	2,680.63	2,611.99	2,558.28	2,507.60
资产总计	3,979.23	4,405.37	5,106.57	5,660.08	6,685.30
短期借款	408.16	506.17	408.16	408.16	408.16
应付票据及应付账款	365.70	632.40	700.18	596.12	945.22
其他	479.70	305.63	429.27	508.87	480.29
流动负债合计	1,253.56	1,444.20	1,537.61	1,513.15	1,833.67
长期借款	55.07	0.00	55.07	55.07	55.07
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	161.78	150.90	239.86	184.18	191.65
非流动负债合计	216.86	150.90	294.94	239.25	246.72
负债合计	1,525.36	1,676.45	1,832.55	1,752.41	2,080.39
少数股东权益	5.95	24.54	28.79	33.70	39.08
股本	404.44	406.46	411.73	411.73	411.73
资本公积	37.37	49.50	49.50	49.50	49.50
留存收益	2,022.49	2,249.77	2,794.01	3,421.99	4,111.47
其他	(16.37)	(1.35)	(10.01)	(9.24)	(6.87)
股东权益合计	2,453.87	2,728.92	3,274.02	3,907.67	4,604.91
负债和股东权益总计	3,979.23	4,405.37	5,106.57	5,660.08	6,685.30

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	567.30	358.14	706.94	832.59	928.05
折旧摊销	54.63	61.73	51.10	51.10	51.10
财务费用	29.58	10.22	1.09	(10.79)	(24.03)
投资损失	(8.34)	13.82	(23.69)	(25.62)	(2.19)
营运资金变动	(291.24)	34.35	63.46	(219.46)	183.44
其它	188.78	104.03	5.52	6.50	7.25
经营活动现金流	540.71	582.30	804.42	634.31	1,143.62
资本支出	322.85	110.99	(88.96)	55.68	(7.47)
长期投资	(7.40)	114.34	0.00	0.00	0.00
其他	(443.33)	(394.53)	112.65	(30.06)	9.66
投资活动现金流	(127.89)	(169.20)	23.69	25.62	2.19
债权融资	(47.07)	(200.63)	44.90	30.38	(18.67)
股权融资	(107.48)	(73.76)	(167.36)	(205.44)	(238.06)
其他	(308.16)	(22.96)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(462.71)	(297.35)	(122.45)	(175.06)	(256.73)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(49.89)	115.76	705.65	484.88	889.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,807.25	3,914.85	4,930.37	5,555.02	6,058.40
营业成本	2,258.35	2,399.91	2,779.05	3,141.38	3,535.03
营业税金及附加	15.98	15.00	36.03	28.40	32.82
销售费用	523.29	475.73	655.74	722.15	666.42
管理费用	211.54	227.97	295.82	322.19	333.21
研发费用	218.66	264.65	320.47	361.08	363.50
财务费用	27.16	6.94	1.09	(10.79)	(24.03)
资产/信用减值损失	(9.07)	(110.14)	(38.11)	(41.66)	(51.67)
公允价值变动收益	9.48	(2.17)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.34	(13.82)	23.69	25.62	2.19
其他	(88.74)	213.79	0.00	0.00	0.00
营业利润	632.28	436.98	827.74	974.57	1,101.96
营业外收入	0.04	0.29	0.20	0.18	0.22
营业外支出	3.02	3.46	4.14	3.54	3.71
利润总额	629.30	433.81	823.79	971.21	1,098.46
所得税	61.99	75.68	111.33	132.12	163.17
净利润	567.30	358.14	712.46	839.09	935.30
少数股东损益	(6.38)	9.58	5.52	6.50	7.25
归属于母公司净利润	573.69	348.56	706.94	832.59	928.05
每股收益（元）	1.39	0.85	1.72	2.02	2.25

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	48.61%	2.83%	25.94%	12.67%	9.06%
营业利润	-51.84%	-30.89%	89.42%	17.74%	13.07%
归属于母公司净利润	-47.53%	-39.24%	102.82%	17.77%	11.47%
获利能力					
毛利率	40.68%	38.70%	43.63%	43.45%	41.65%
净利率	15.07%	8.90%	14.34%	14.99%	15.32%
ROE	23.44%	12.89%	21.78%	21.49%	20.33%
ROIC	44.52%	21.29%	44.09%	54.47%	54.00%
偿债能力					
资产负债率	38.33%	38.05%	35.89%	30.96%	31.12%
净负债率	5.40%	-8.65%	-27.36%	-34.83%	-49.79%
流动比率	1.03	1.13	1.62	2.05	2.28
速动比率	0.79	0.88	1.29	1.78	1.92
营运能力					
应收账款周转率	13.28	10.23	11.92	11.67	11.22
存货周转率	12.93	11.20	11.08	12.17	11.40
总资产周转率	0.97	0.93	1.04	1.03	0.98
每股指标（元）					
每股收益	1.39	0.85	1.72	2.02	2.25
每股经营现金流	1.31	1.41	1.95	1.54	2.78
每股净资产	5.95	6.57	7.88	9.41	11.09
估值比率					
市盈率	26.92	44.31	21.85	18.55	16.64
市净率	6.31	5.71	4.76	3.99	3.38
EV/EBITDA	9.75	5.01	14.48	12.18	10.10
EV/EBIT	10.30	5.29	15.30	12.78	10.54

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	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
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	邮编：518000
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com