

强烈推荐-A (维持)

姚记科技 002605.SZ

当前股价: 41.89 元
2020年07月13日

“大娱乐”战略快速推进，收购芦鸣科技业务再扩展

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 上证综指 | 3383 |
| 总股本(万股) | 39997 |
| 已上市流通股(万股) | 27100 |
| 总市值(亿元) | 168 |
| 流通市值(亿元) | 114 |
| 每股净资产(MRQ) | 5.0 |
| ROE(TTM) | 47.4 |
| 资产负债率 | 40.8% |
| 主要股东 | 姚朔斌 |
| 主要股东持股比例 | 17.63% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《姚记科技(002605)——一季度预告超预期,“宅”经济驱动高增长》2020-03-01
- 2、《姚记科技(002605)——疫情催生流量激增,休闲竞技手游隐形冠军》2020-02-05
- 3、《姚记科技(002605)——整合上下游资源,深耕休闲竞技类游戏》2019-11-06

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

研究助理

陈良栋
chenliangdong@cmschina.com.cn

公司发布 2020 年半年度业绩预告: 20H1 预计实现归母净利润 7.6 亿-8.3 亿元, 同比增长 440%-490%, 扣除因上海细胞治疗集团有限公司股权会计核算方法变更形成的非经损益 5.1 亿影响, 实现归母净利约为 2.5 亿-3.2 亿, 同比增长 78.54%-128.54%。20Q2 预计实现扣非归母净利约 1.1 亿-1.8 亿, 同比增长 22%-103%。

- “大娱乐”战略快速推进, 游戏等多元布局转型结果显现。2019 年收购成蹊科技剩余股权, 并控股大鱼竞技等互联网游戏公司, 在做精做强扑克牌传统主业基础上, 深耕休闲竞技类游戏, 整合上下游资源稳步推进“大娱乐”战略。目前, 成蹊科技负责国内休闲竞技类游戏研发、发行和运营, 《捕鱼炸翻天》《指尖捕鱼》近期在 iOS 端表现良好, 自主研发的《小美斗地主》2020 年上线后连续 10 天登顶 iOS 免费榜榜首。大鱼竞技在海外市场主要运营《Bingo Party》、《Bingo Journey》等游戏产品, 海外竞争力较为突出。公司国内及海外游戏板块业务整体活跃用户和流水增幅较大, 并随着国内疫情防控形势逐渐好转, 扑克牌业务也保持稳定发展。同时收购芦鸣科技, 战略投资构美入局 MCN 等, 多元化布局成功实现业务转型升级, 结果逐渐显现。
- 收购芦鸣科技实现业务规模再扩展, 增加业绩新增长点。公司以现金方式收购芦鸣科技 88% 股权, 芦鸣将成为公司全资子公司。芦鸣科技以效果广告营销为核心, 已构建覆盖数据分析、效果营销、效果优化、短视频内容生产、内容营销的互联网营销全链条。其中短视频核心团队来自于字节跳动, 围绕星图做品牌客户服务以及短视频内容孵化。芦鸣科技团队配置强且较为全面, 视频团队建立较早, 经验丰富, 游戏视频素材能力行业较为领先, 与姚记产品能力相辅相成。20 年 1-4 月芦鸣实现营收 4.32 亿, 处于业绩快速增长阶段, 芦鸣 2020-2023 年业绩承诺分别为 2700/3500/4000/4500 万, 增加业绩新增长点。
- 率先深度合作字节跳动, 游戏+营销形成双轮驱动, 将受益于头条系成长红利。姚记科技是率先与头条系合作的游戏 CP 厂商之一。自主研发的《小美斗地主》是字节跳动首款独代的棋牌麻将类游戏, 并采用广告模式, 而新版《小美斗

财务数据与估值

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 944 | 1737 | 2992 | 4416 | 5997 |
| 同比增长 | 42% | 84% | 72% | 48% | 36% |
| 营业利润(百万元) | 222 | 500 | 1384 | 1331 | 1717 |
| 同比增长 | 103% | 125% | 177% | -4% | 29% |
| 净利润(百万元) | 130 | 345 | 1020 | 937 | 1208 |
| 同比增长 | 64% | 166% | 196% | -8% | 29% |
| 每股收益(元) | 0.33 | 0.86 | 2.55 | 2.34 | 3.02 |
| PE | 128.5 | 48.6 | 16.4 | 17.9 | 13.9 |
| PB | 9.3 | 11.2 | 7.1 | 5.6 | 4.3 |

资料来源: 公司数据、招商证券

地主》将采用竖屏模式后续有望上线，麻将等其他品类游戏也有望和头条系展开进一步合作。同时公司芦鸣科技短视频核心团队来自于字节跳动，围绕星图做短视频孵化，并且公司战略参投淘宝直播头部 MCN 构美，正在布局从效果广告到品牌广告到直播带货的完整产业链条。受益于头条系成长红利，游戏+营销业务规模有望实现快速成长。

盈利预测与投资建议：公司游戏板块业务整体活跃用户和流水在 20H1 增幅较大，多元布局转型升级结果显现。同时收购芦鸣科技，业务规模再扩展，在扑克牌传统主业基础上，公司深耕休闲竞技类游戏，并且多元化布局营销、MCN 实现转型升级。公司率先深度合作字节跳动，将受益于头条系成长红利，游戏+营销业务规模有望实现快速成长，我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 10.02 亿、9.37 亿和 12.08 亿元，分别对应 16.4 倍、17.9 倍和 13.9 倍市盈率，维持强烈推荐-A 评级。

风险提示：扑克销量持续下行、新游表现不及预期、老游戏流水下滑过快、商誉减值风险等，同时考虑收购芦鸣科技 88% 股权尚需公司股东大会审议通过，收购存在资产估值风险、业绩承诺无法实现风险、审批风险、商誉减值风险等。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 638 | 873 | 2378 | 3676 | 5385 |
| 现金 | 271 | 505 | 1715 | 2696 | 4066 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 11 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 102 | 152 | 290 | 431 | 564 |
| 其它应收款 | 10 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 176 | 177 | 306 | 449 | 620 |
| 其他 | 68 | 39 | 67 | 99 | 135 |
| 非流动资产 | 2025 | 2148 | 2012 | 1890 | 1781 |
| 长期股权投资 | 435 | 294 | 294 | 294 | 294 |
| 固定资产 | 379 | 374 | 371 | 367 | 364 |
| 无形资产 | 1089 | 1303 | 1172 | 1055 | 950 |
| 其他 | 122 | 177 | 175 | 174 | 174 |
| 资产总计 | 2663 | 3021 | 4391 | 5566 | 7166 |
| 流动负债 | 779 | 1015 | 1253 | 1549 | 1901 |
| 短期借款 | 386 | 455 | 455 | 455 | 455 |
| 应付账款 | 157 | 338 | 587 | 863 | 1191 |
| 预收账款 | 13 | 16 | 29 | 42 | 58 |
| 其他 | 223 | 206 | 182 | 189 | 197 |
| 长期负债 | 0 | 434 | 434 | 434 | 434 |
| 长期借款 | 0 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 其他 | 0 | 334 | 334 | 334 | 334 |
| 负债合计 | 779 | 1450 | 1688 | 1983 | 2335 |
| 股本 | 398 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| 资本公积金 | 667 | 135 | 135 | 135 | 135 |
| 留存收益 | 734 | 958 | 1818 | 2449 | 3376 |
| 少数股东权益 | 85 | 78 | 349 | 598 | 920 |
| 归属于母公司所有者权益 | 1798 | 1493 | 2353 | 2984 | 3911 |
| 负债及权益合计 | 2663 | 3021 | 4391 | 5566 | 7166 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|----------|------------|-------------|------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 244 | 708 | 939 | 1322 | 1692 |
| 净利润 | 130 | 345 | 1020 | 937 | 1208 |
| 折旧摊销 | 46 | 55 | 176 | 162 | 150 |
| 财务费用 | 15 | 24 | 23 | 23 | 23 |
| 投资收益 | 6 | 15 | (524) | (28) | (23) |
| 营运资金变动 | (8) | 179 | (28) | (22) | 11 |
| 其它 | 54 | 90 | 272 | 250 | 322 |
| 投资活动现金流 | (427) | (688) | 484 | (13) | (18) |
| 资本支出 | (74) | (72) | (41) | (41) | (41) |
| 其他投资 | (353) | (617) | 524 | 28 | 23 |
| 筹资活动现金流 | 189 | 121 | (213) | (329) | (304) |
| 借款变动 | 130 | 381 | (30) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 108 | (531) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (40) | (40) | (160) | (306) | (281) |
| 其他 | (10) | 310 | (23) | (23) | (23) |
| 现金净增加额 | 6 | 141 | 1210 | 981 | 1370 |

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

| 单位: 百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|------------|------------|-------------|------------|-------------|
| 营业收入 | 944 | 1737 | 2992 | 4416 | 5997 |
| 营业成本 | 497 | 603 | 1050 | 1542 | 2129 |
| 营业税金及附加 | 18 | 15 | 26 | 38 | 52 |
| 营业费用 | 94 | 341 | 625 | 914 | 1277 |
| 管理费用 | 64 | 115 | 202 | 297 | 414 |
| 研发费用 | 52 | 110 | 183 | 275 | 384 |
| 财务费用 | 10 | 25 | 23 | 23 | 23 |
| 资产减值损失 | (5) | (24) | (23) | (24) | (24) |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 13 | 13 | 22 | 15 | 15 |
| 投资收益 | 5 | (16) | 503 | 13 | 8 |
| 营业利润 | 222 | 500 | 1384 | 1331 | 1717 |
| 营业外收入 | 0 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 222 | 500 | 1386 | 1332 | 1719 |
| 所得税 | 29 | 57 | 94 | 146 | 190 |
| 少数股东损益 | 63 | 98 | 271 | 249 | 321 |
| 归属于母公司净利润 | 130 | 345 | 1020 | 937 | 1208 |

主要财务比率

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 42% | 84% | 72% | 48% | 36% |
| 营业利润 | 103% | 125% | 177% | -4% | 29% |
| 净利润 | 64% | 166% | 196% | -8% | 29% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 47.3% | 65.2% | 64.9% | 65.1% | 64.5% |
| 净利率 | 13.7% | 19.9% | 34.1% | 21.2% | 20.1% |
| ROE | 7.2% | 23.1% | 43.4% | 31.4% | 30.9% |
| ROIC | 8.9% | 21.6% | 38.6% | 29.1% | 28.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 29.3% | 48.0% | 38.4% | 35.6% | 32.6% |
| 净负债比率 | 14.5% | 19.4% | 12.7% | 10.0% | 7.8% |
| 流动比率 | 0.8 | 0.9 | 1.9 | 2.4 | 2.8 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.7 | 1.7 | 2.1 | 2.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 存货周转率 | 2.5 | 3.4 | 4.4 | 4.1 | 4.0 |
| 应收帐款周转率 | 9.5 | 13.1 | 13.5 | 12.2 | 12.0 |
| 应付帐款周转率 | 3.3 | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 2.1 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| EPS | 0.33 | 0.86 | 2.55 | 2.34 | 3.02 |
| 每股经营现金 | 0.61 | 1.77 | 2.35 | 3.31 | 4.23 |
| 每股净资产 | 4.52 | 3.73 | 5.88 | 7.46 | 9.78 |
| 每股股利 | 0.10 | 0.40 | 0.77 | 0.70 | 0.91 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 128.5 | 48.6 | 16.4 | 17.9 | 13.9 |
| PB | 9.3 | 11.2 | 7.1 | 5.6 | 4.3 |
| EV/EBITDA | 62.2 | 29.4 | 10.6 | 11.0 | 8.8 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。2018年水晶球第三名，第一财经第二名。2019年新财富第三名。

陈良栋，招商证券研发中心传媒行业研究助理。新加坡国立大学应用经济学硕士，2019年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。