

移动游戏龙头归来，多个国际化IP引领海内外业务协同发展

——掌趣科技首次覆盖报告

公司深度

● 公司是国内领先移动游戏开发商、发行商和运营商

公司成立于2004年8月，主营业务包括移动游戏、互联网页面游戏及其周边产品的产品开发、代理发行和运营维护，已自主研发和代理发行了200余款游戏产品。目前公司通过内生加外延的整合、协同，公司的手游及页游产品全面覆盖了卡牌、重度ARPG、休闲、竞速、射击、体育、策略塔防等主流游戏类型，成为行业产品门类全的开发、发行和运营商

● 《奇迹》IP领衔，公司IP储备丰富，重点游戏经营数据保持较高增速

公司拥有《奇迹》、《拳皇》、《一拳超人》、《魔法门》与《塔防三国志》等多款知名IP。公司运营模式主要采取自主运营与第三方运营，对应外部运营商主要有腾讯等其他知名公司。公司的拥有的重点IP《奇迹》系列是由韩国网禅开发的一款MMORPG网络游戏，2002年在中国大陆正式上线运营，玩家反响强烈，并在其后的数年内保持了较高的热度。2018年，《奇迹MU：觉醒》一经上线便冲至榜单首位，目前上线两年有余，《奇迹MU：觉醒》在App Store上的免费RPG游戏榜上仍长期排名前列，并为公司提供较好的现金流。

● 未来公司产品线品类丰富，《一拳超人》出海前景广阔

公司2020年计划上线多款新产品，包括《罗兰创世录》、《黑暗之潮》、《街霸：对决》、《那些需要守护的》、《修普诺斯 Hypnos》等；根据TapTap数据，《那些需要守护的》与《修普诺斯》获得了较高的关注。此外，2019年在国内市场火爆的《一拳超人：最强之男》等产品也将陆续上线海外。《一拳超人》系列在海外同样拥有较为广泛的粉丝基础，2018年其漫画总销量已突破1400万册，2019年漫画单行本销量依然荣登日本前十，出海前景广阔。

● 看好公司未来游戏产品线及出海业务，首次覆盖给予“强烈推荐”评级

公司未来产品线品类丰富，出海前景广阔，我们预计2020年至2022年公司的归母净利润分别为6.51亿、10.24亿、12.84亿；EPS分别为0.24、0.37、0.47；对应PE分别为33、21、17。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**新产品上线进度和质量不及预期，海外市场发行效果不及预期等。

财务摘要和估值指标（日期）

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,970	1,617	2,008	2,775	3,313
增长率(%)	11.4	-17.9	24.2	38.2	19.4
净利润(百万元)	-3,150	364	651	1,024	1,284
增长率(%)	-1293.6	-111.5	79.1	57.3	25.3
毛利率(%)	61.3	56.1	58.4	62.5	63.9
净利率(%)	-159.9	22.5	32.4	36.9	38.7
ROE(%)	-60.4	6.5	10.9	14.5	15.2
EPS(摊薄/元)	-1.14	0.13	0.24	0.37	0.47
P/E	36.9	-5.4	33.1	21.1	16.8
P/B	1.1	3.3	3.5	3.0	2.5

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测，股价时间为2020年7月14日

强烈推荐（首次评级）

马笑（分析师）

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280520070001

陈磊（分析师）

chenlei3@xsdzq.cn

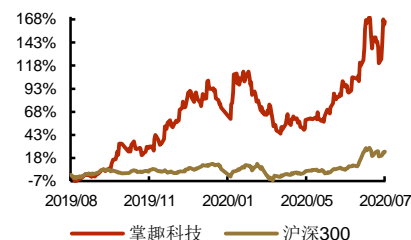
证书编号：S0280520040001

市场数据

时间 2020.07.31

收盘价(元):	9.39
一年最低/最高(元):	3.25/9.99
总股本(亿股):	27.57
总市值(亿元):	258.93
流通股本(亿股):	26.32
流通市值(亿元):	247.17
近3月换手率:	194.27%

股价一年走势



相关报告

关键假设

未来中国手游市场规模至少保持 6%-10% 增长，2020 年达到 1600 亿以上；公司无重大新增开支；游戏版号发放正常。

我们与市场的观点的差异

我们较为充分地展现了公司的海外运营情况，认为公司的海外业务或将继续发力，创造新的业绩增长极。

股价上涨的催化因素

《全民奇迹 2》即将上线，该款游戏在 6 月底腾讯发布会露面，IP 知名度非常高，特别在中、韩两国有较深玩家基础，若上线流水表现较高，或将对股价上涨产生重大催化。

投资风险

尽管已被多次证明优秀游戏公司可以保持长期稳定发展势头，且游戏创作已高度工业化，但其亦为艺术创作，存在观众认可度与创作团队的偏差，预期流水并非始终达到预期；

手游市场规模增速已降至个位数，加之玩家成熟度与日俱增，市场存量博弈十分激烈；

公司海外收入占比较高，根据 2020 年上半年 TikTok（抖音海外版）和微信等 App 在美国、印度等地的遭遇看，海外市场虽然增长较快，但同样存在一定政策性的风险。

目 录

1、 公司简介：成为移动端精品游戏的上游厂商	5
1.1、 公司历史沿革	5
1.2、 公司股权结构	5
1.3、 公司管理层贯彻研运一体战略效果显著	6
2、 公司近年来财务状况总体良好，“包袱”已甩轻装上阵	7
2.1、 营业收入总体处于上升赛道	7
2.2、 利润增速回归正轨，成本增加总体符合业绩增速	8
2.3、 公司营收结构以境内手游为主	9
2.4、 公司毛利率超过五成，国内业务毛利率继续上升	9
2.5、 公司费用率总体保持稳定	10
3、 多个全球化 IP 领先，助力公司海内外协同发展	11
3.1、 手游市场规模增速保持增长，手机已成为第一大游戏平台	11
3.2、 公司产品线丰富，重点游戏经营数据保持较高增速	11
3.3、 《一拳超人》IP 领衔，公司重点产品运营数据良好	14
3.4、 海外业务体量稳步增长	15
4、 未来产品线品类丰富，《一拳超人》系列 IP 成为下一个出海重点	17
5、 投资建议：看好公司研发实力叠加大厂合作，空间广阔	18
6、 风险提示	18
7、 附录	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 公司历史沿革	5
图 2： 公司股权结构	6
图 3： 公司近五年来营收规模增长较大	8
图 4： 公司利润增速回到正轨	8
图 5： 营收结构（按业务划分）	9
图 6： 营收结构（按区域划分）	9
图 7： 公司费用结构及趋势	11
图 8： 中国手游市场规模不断扩大	11
图 9： 手游市场规模占比不断提升	11
图 10： 《一拳超人：最强之男》App Store 排名	12
图 11： 《奇迹 MU：觉醒》App Store 排名	13
图 12： 《奇迹 MU：觉醒》ARPU 值不断提升	13
图 13： 《拳皇 98 终极之战 OL》游戏截图	14
图 14： 《拳皇 98 终极之战 OL》App Store 多个排名稳中有升	14
图 15： 公司 2019 年分季度活跃用户数	15
图 16： 公司 2019 年分季度 ARPU	15
图 17： 公司 2019 年海外分季度活跃用户数	16
图 18： 公司 2019 年海外分季度 ARPU 值	17
图 19： 《修普诺斯》游戏截图	18

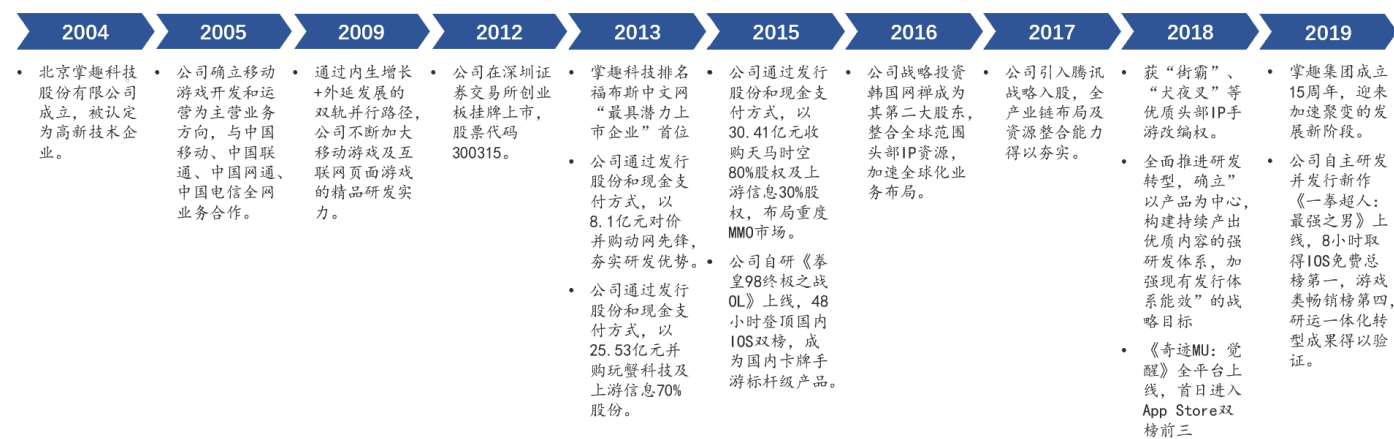
表 1: 公司管理层履历	6
表 2: 2018 年与 2019 年营收结构对比表	9
表 3: 2019 年公司营业收入、成本与毛利率	10
表 4: 公司费用支出明细	10
表 5: 公司制作与运营的主要游戏	11
表 6: 掌趣科技五大主营游戏相关信息	16
表 7: 公司未来产品线品类丰富	17
表 8: 可比公司估值一览	19

1、公司简介：成为移动端精品游戏上游厂商

1.1、公司历史沿革

公司是国内领先的移动终端游戏开发商、发行商和运营商。公司成立于2004年8月，注册于中关村科技园，是国家高新技术企业和双软认证企业。公司主营业务包括移动终端游戏、互联网页面游戏及其周边产品的产品开发、代理发行和运营维护，已自主研发和代理发行了200余款游戏产品。公司确立了“精品化、泛娱乐化、平台化、全球化”的战略，在“内生增长”的基础上，加强“外延发展”，持续投资、并购有发展潜力的公司及团队。通过内生加外延的整合、协同，公司的手游及页游产品全面覆盖了卡牌、重度ARPG、休闲、竞速、射击、体育、策略塔防等主流游戏类型，成为行业产品门类全的研发、发行商。

图1：公司历史沿革

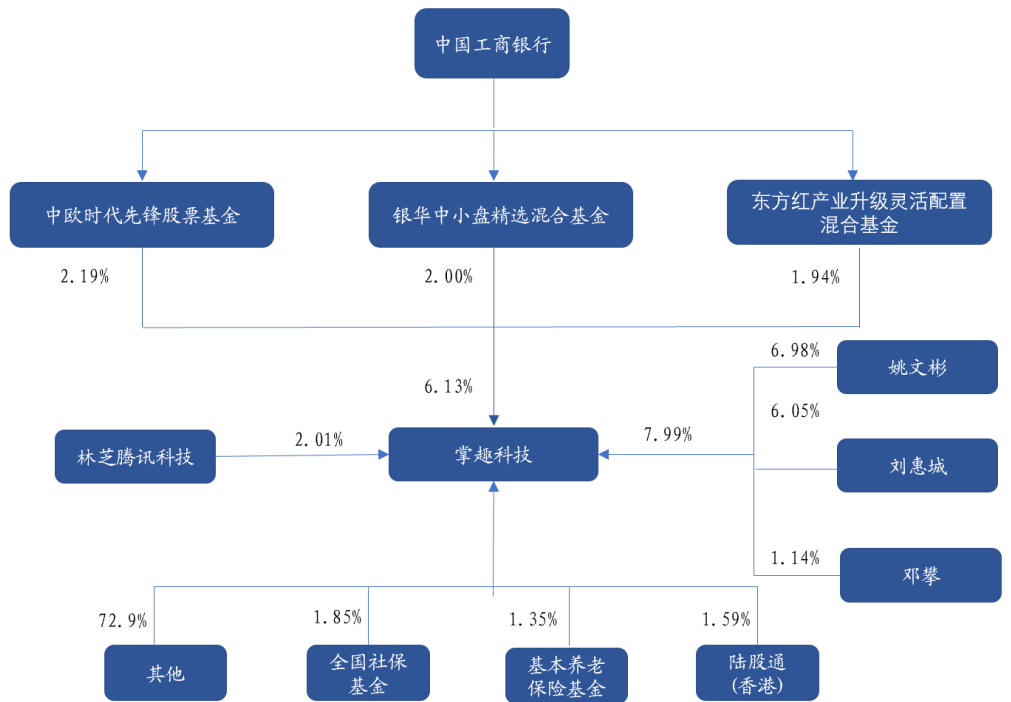


资料来源：公司官网，新时代证券研究所-

1.2、公司股权结构

股权：机构纷纷看好，股权较为分散，截至2020年6月，前十大股东之中有一半属于机构持股，持股比例达到了9.57%，其中不乏社保基金和养老基金，中国工商银行旗下的三只基金在前十大股东中榜上有名，合计的持股比率高达6.13%。现任公司董事长、总经理刘惠城持股比率为6.05%，公司创始人第一大股东姚文彬持股比率6.98%，原董事长总经理邓攀的持股比率为1.14%。由此可见公司的股权结构相对分散，没有形成单一公司或个人一家独大的状况，各种基金纷纷将其纳入投资组合之中，也从侧面反映了资本市场对于公司的长期看好。

图2: 公司股权结构



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.3、公司管理层贯彻研运一体战略效果显著

管理层: 换帅三年, 公司实现跨越式发展; 公司在 2018 年完成了新的管理层变更, 以刘惠城为首的管理团队启动了研运一体化改革; 2020 年 1 月集团战略目标正式升级为“建立全球化的研发与发行体系、加速次世代技术/美术突破和迭代、树立买量市场产品与发行标杆”, 进一步提升管理体系能效, 持续改革组织架构并设计更科学激励机制。

表1: 公司管理层履历

名字	公司职位	履历
刘惠城	现任公司董事长、总经理	清华大学经管学院高级管理人员工商管理硕士。曾任北京聚水联动科技有限公司执行董事、总经理, 北京久播网络技术有限公司监事。目前兼任北京双城兄弟科技有限公司执行董事、经理, 上海今誉科技中心(有限合伙)执行事务合伙人。
姚文哲	现任公司副总经理	南京理工大学科技情报专业本科学历。历任电子工业部科技情报研究所项目经理、北京讯合科技有限公司技术总监、北京蓬天科技有限公司系统管理部总监、TELUS 系统咨询分析师、华为科技有限公司项目经理、益百利信息科技(北京)有限公司 Experian Marketing Services China 总经理。2013 年 7 月加入公司, 曾任公司副董事长, 董事。

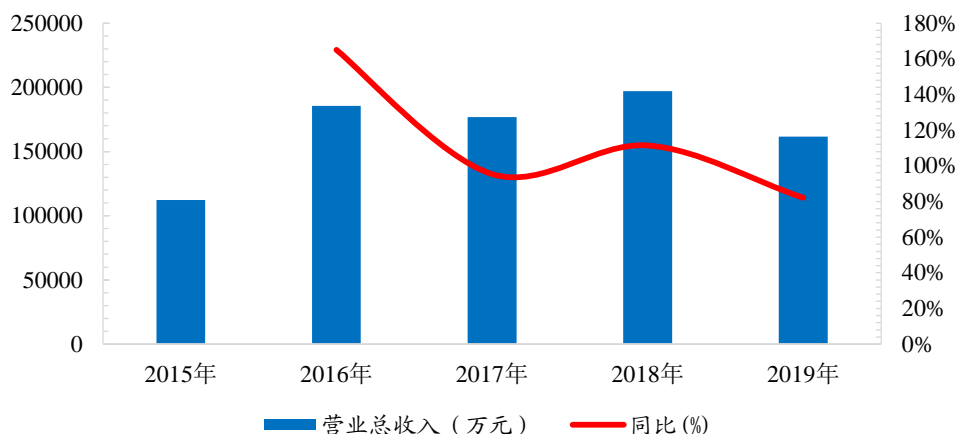
名字	公司职位	履历
黄迎春	现任公司董事、财务负责人、副总经理	毕业于中南财经政法大学会计专业，本科学历，高级会计师、注册会计师、注册评估师、注册税务师、国际注册内部审计师。历任北京中洲光华会计师事务所有限公司高级经理、天健正信会计师事务所有限公司高级经理、大华会计师事务所有限公司高级经理。黄迎春女士于2012年12月加入公司任公司财务总监。
张沛	现任公司副总经理	清华大学工程物理系学士。历任北京光之翼互动咨询公司项目经理，北京空中信使信息技术有限公司手机游戏事业部运营主管，北京龙迹天地科技有限公司手机游戏部门总监、副总裁兼手机网游部门总监，北京幻方朗睿软件科技有限公司业务运营部总监。2010年1月加入公司，历任公司手游事业部产品总监、移动游戏事业部副总经理。兼任博斯兄弟（北京）汽车文化传媒有限公司法人、执行董事。
姬景刚	现任公司副总经理	清华大学软件工程硕士。历任北京搜狐新时代信息技术有限公司软件工程师、Real Networks China Inc.技术经理、XPD Media 技术总监、Gaia Online China 游戏研发总监、完美世界（北京）网络技术有限公司高级总监。2014年3月加入公司历任公司研发中心重度项目部总经理。
程骏	现任公司副总经理	武汉大学计算机科学与技术专业，本科学历。曾任北京麒麟网文化股份有限公司高级副总裁、小米通讯技术有限公司小米互娱副总经理。现任北京玩蟹科技有限公司总经理。
牟正文	现任公司副总经理	毕业于北京邮电大学工业设计专业，本科学历。曾任北京千橡网景科技发展有限公司运营主管、余波软件（北京）有限公司产品经理、上海盛大网络发展有限公司北京分公司产品经理、乐元互动（北京）游戏技术有限公司高级产品经理。现任上游信息科技（上海）有限公司董事、总经理。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、公司近年来财务状况总体良好，“包袱”已甩轻装上阵

2.1、营业收入总体处于上升赛道

公司营收从2015年的11.24亿元快速增长到2016年的18.55亿元，2017年及其以后营收保持稳定18亿元上下，根据2019年年度报告，公司实现营业收入16.17亿元，同比下降17.93%，主要系公司自研重点游戏产品的上线时间延迟。目前公司版号获取顺利，2020年有望出现新产品上线高峰。

图3： 公司近五年来营收规模增长较大

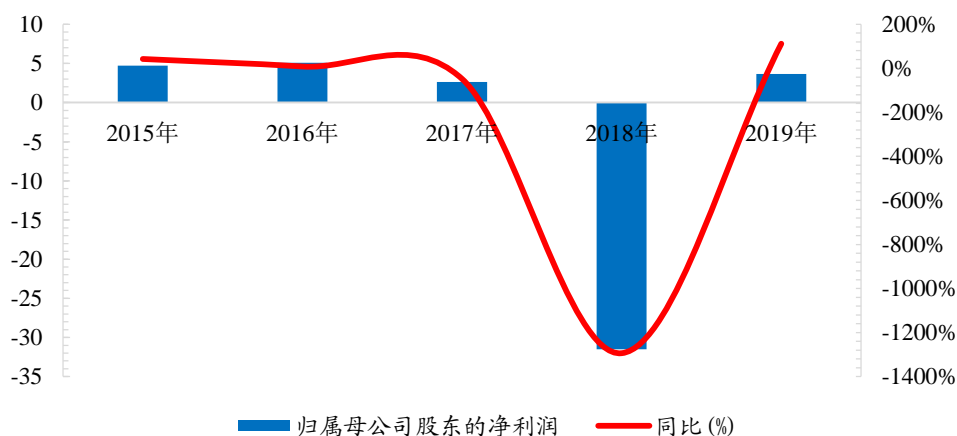
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 利润增速回归正轨， 成本增加总体符合业绩增速

2019年公司实现归属于上市公司普通股股东净利润3.64亿元，比上年同期增加35.14亿元，主要系上年同期资产减值损失金额较大所致。但原有游戏产品保持了良好的业绩贡献，新增产品亦表现亮眼。

公司2015年至2019年的营业总成本随着营收的上升逐步变化，2018年总营业成本突增的原因是2018年计提商誉减值准备33.80亿元、计提被投资公司相关可供出售金融资产减值准备1.50亿元、计提长期股权投资减值准备1.09亿元，合计36.4亿元，对公司2018年经营业绩和财务状况产生较大影响。

具体来说，公司自研重点游戏产品《奇迹MU：觉醒》、《大掌门2》在2018年一季度上线后市场表现出色，有力带动公司营业收入保持增长。然而，受到中国移动游戏市场增速快速下滑、页游行业整体萎缩、行业监管环境趋严、产品上线延迟，以及部分被投资公司业务、人员调整等综合因素的影响，被投资公司的估值预测下降，导致相关计提。

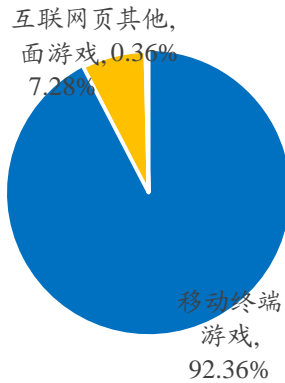
图4： 公司利润增速回到正轨

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、公司营收结构以境内手游为主

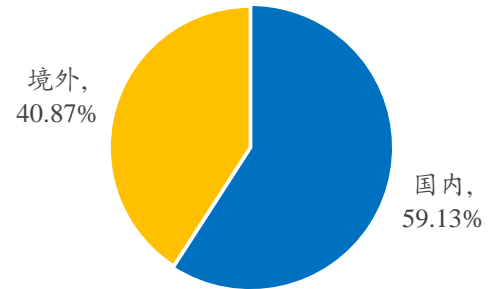
公司的主营业务是游戏研发与运营，收入结构主要以游戏为主，2019 年的营收中，移动终端游戏占据了绝大多数的收入比例，互联网页面游戏的营收相对较少，体现出公司专注于移动端口的市场导向。

图5: 营收结构（按业务划分）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图6: 营收结构（按区域划分）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

从营收的区域分布来看，公司在出海游戏方面业绩喜人，2019 年占到了总营收的 40%，对比 2018 年来看，公司海外营收占比上升了近 7%，公司在海外市场的竞争里逐步增强，出海创收增长迅速。

表2: 2018 年与 2019 年营收结构对比表

	2019 年		2018 年		同比增减
	金额（元）	占营业收入比重	金额（元）	占营业收入比重	
营业收入合计	1,616,948,596.92	100%	1,970,323,556.32	100%	
分产品					
移动终端游戏	1,493,347,255.75	92.36%	1,871,891,412.92	95.00%	-20.22%
互联网页面游戏	117,704,954.52	7.28%	93,086,420.26	4.72%	26.45%
其他	5,896,386.65	0.36%	5,345,723.14	0.28%	10.30%
分地区					
国内	956,136,087.33	59.13%	1,316,796,632.48	66.83%	-27.39%
境外	660,812,509.59	40.87%	653,526,923.84	33.17%	1.11%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.4、公司毛利率超过五成，国内业务毛利率继续上升

公司 2019 年的营业毛利率为 56.10%；按品类划分的移动终端游戏在 2019 年毛利率为 53.38%，同比下降 7.06%；国内业务的毛利率为 57.60%，同比上升 3.29%；境外业务的毛利率为 53.93%，同比下降 21.36%。总体来说，公司在主要市场上的毛利率处于上升态势，但受海外游戏的市场竞争愈发激烈影响，境外业务的毛利率略有下降。

表3: 2019 年公司营业收入、成本与毛利率

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年同 期增减
分行业						
信息服务业	16.17	7.10	56.10%	-17.93%	-6.99%	-5.17%
分产品						
移动终端游戏	14.93	6.96	53.38%	-20.22%	-5.99%	-7.06%
分地区						
国内	9.56	4.05	57.60%	-27.39%	-32.62%	3.29%
境外	6.61	3.04	53.93%	1.11%	88.52%	-21.36%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2.5、公司费用率总体保持稳定

公司 2019 年总费用为 5.05 亿元, 其中销售费用为 3759.69 万元, 占总营收比率为 2.30%, 同比增长 19.74%; 管理费用 1.18 亿元, 占比为 7.33%, 同比减少 -15.37%; 财务费用为 -2982.63 万元, 主要是利息费用支出减少所致。

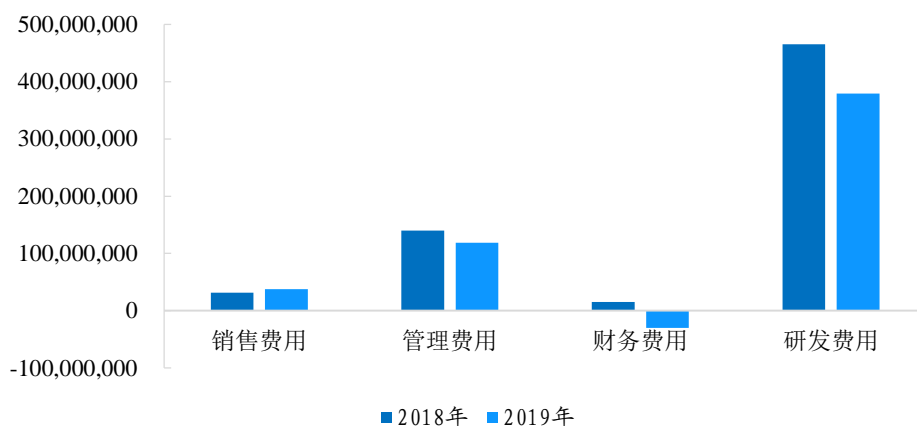
表4: 公司费用支出明细

	2019 年	2018 年	同比增减	占营收比率	重大变动说明
销售费用 (万元)	3759.69	3139.83	19.74%	2.30%	
管理费用 (万元)	11849.05	14000.63	-15.37%	7.33%	
财务费用 (万元)	-2982.63	1554.58	-291.86%	-1.84%	主要系利息支出减少所致。
研发费用 (万元)	37930.99	46525.84	-18.47%	23.46	

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

公司重视研发投入, 2019 年公司研发费用 3.79 亿元, 占比 23.46%。与 2018 年费用结构对比, 研发费用、销售费用占比提高, 利息费用、管理费用占比下降。2019 年公司总费用同比下降 18.97%, 综合和营收规模保持合理趋势。

图7: 公司费用结构及趋势



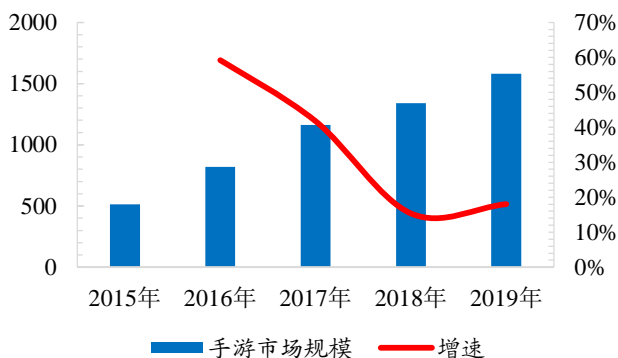
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、多个全球化 IP 领先, 助力公司海内外协同发展

3.1、手游市场规模增速保持增长, 手机已成为第一大游戏平台

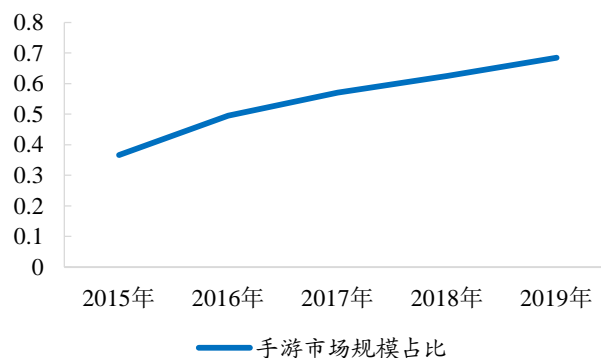
根据游戏工委数据, 手游市场规模不断增加, 2019 年仍有 20% 以上增速, 且近年来增速逐渐加快。从整个游戏市场规模的结构来看, 手机已成为目前最主要的游戏平台, 占据总市场规模的 68% 以上。根据中商产业研究院, 未来三年手游玩家人数还将继续增长, 达到近 7 亿人的水平。

图8: 中国手游市场规模不断扩大



资料来源: 智研咨询, 新时代证券研究所

图9: 手游市场规模占比不断提升



资料来源: 智研咨询, 新时代证券研究所

3.2、公司产品线丰富, 重点游戏经营数据保持较高增速

公司拥有《拳皇》、《奇迹》、《一拳超人》、《魔法门》与《塔防三国志》等多款知名 IP。公司运营模式主要采取自主运营与第三方运营, 对应外部运营商主要有腾讯等其他公司。

表5: 公司制作与运营的主要游戏

游戏名称	游戏类型	运营模式	对应运营商名称	游戏分发渠道	收费方式
奇迹 MU: 觉醒	MMORPG	自主运营; 第三方运营	腾讯等	APP Store; 安卓市场	道具收费
拳皇 98 终极之战 OL	格斗	自主运营; 第三方运营	腾讯等	APP Store; 安卓市场	道具收费

游戏名称	游戏类型	运营模式	对应运营商名称	游戏分发渠道	收费方式
一拳超人：最强之男	卡牌	自主运营	自主运营	APP Store； 安卓市场	道具收费
魔法门之英雄无敌：战争纪元	策略	自主运营； 第三方运营	腾讯等	APP Store； 安卓市场	道具收费
塔防三国志 II	塔防	自主运营； 第三方运营	腾讯等	APP Store； 安卓市场	道具收费

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司的重点产品之一《一拳超人：最强之男》是一款正版授权的卡牌游戏，游戏高度还原了动漫人物形象，于2019年6月上线中国大陆，上线首日便取得了App Store免费总榜第一、游戏类畅销榜4，并两次获得苹果商店推荐，陆续斩获华为应用市场“2019最佳卡牌游戏奖”、2019金翎奖“玩家最喜爱的移动网络游戏”、2019金陀螺奖“年度风云移动游戏网游”等奖项。该游戏上线已一年有余，目前该游戏稳定在App Store免费策略游戏榜前200左右。

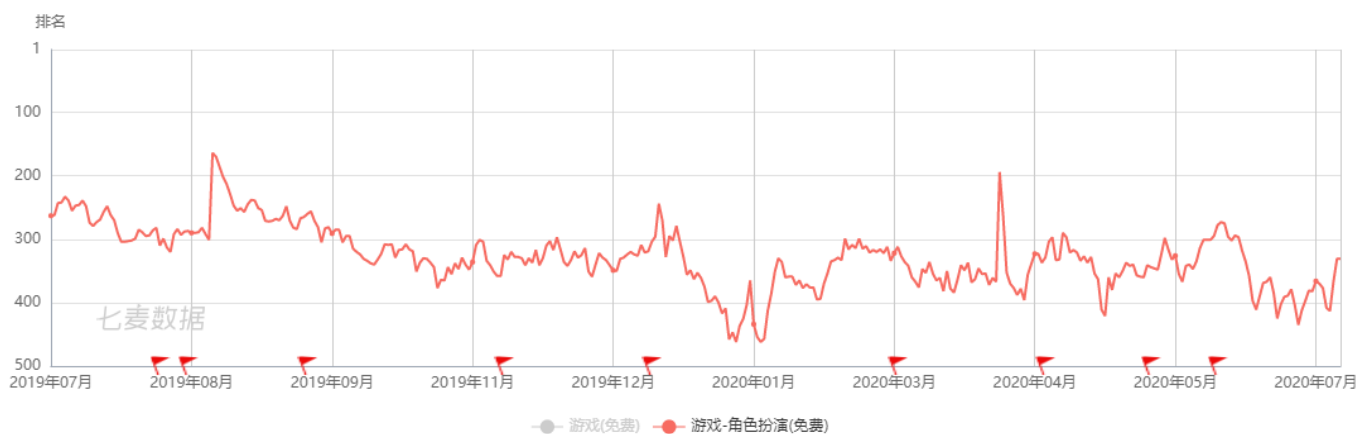
图10: 《一拳超人：最强之男》App Store 排名



资料来源：七麦数据，新时代证券研究所

公司拥有的另一款国际化IP是《奇迹》系列，《奇迹MU》是由韩国网禅开发的一款MMORPG网络游戏，2002年在中国大陆正式上线运营。2001年《奇迹MU》被韩国多家官方权威游戏机构评选为“最佳网络游戏”，2002年在中国运营后玩家反响强烈，并在其后的数年内保持了较高的热度。2019年2月，正版授权的《奇迹MU：觉醒》上线东南亚地区，在泰国、新加坡、菲律宾等国家和地区App Store及Google Play下载、畅销双榜Top 5，并荣获2019 Google Play年度最佳对战游戏奖。2018年《奇迹MU：觉醒》一经上线便冲至榜单首位，目前上线两年有余，《奇迹MU：觉醒》在App Store上的免费RPG游戏榜上仍长期排名前400。

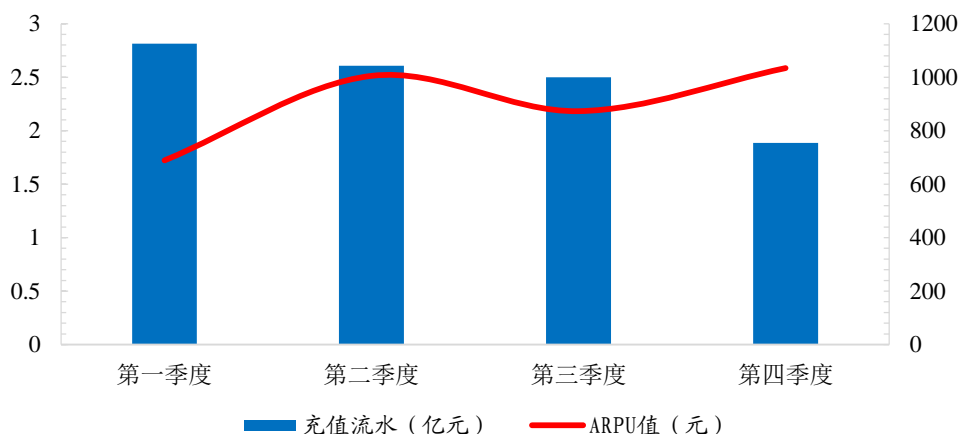
图11: 《奇迹 MU: 觉醒》App Store 排名



资料来源: 七麦数据, 新时代证券研究所

从《奇迹 MU: 觉醒》的游戏业务数据上看, 游戏在 2019 年的流水达到了近 10 亿元, 且在各个季度基本保持稳定。季度平局 ARPU 值约 900 元左右, 并且在 2019 年全年稳中有升。

图12: 《奇迹 MU: 觉醒》ARPU 值不断提升



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

《拳皇 98 终极之战 OL》同样为一款经典 IP 授权产品, 该产品是 SNK 正版授权连击卡牌手游, 高度还原拳皇经典格斗家形象和技能。《拳皇》IP 始于 1994 年, 为街机时代经典的 IP 之一, 于 1994 年至 2003 年每年推出新作。由于街机时代的结束, 该 IP 被雪藏一段时间后授权至公司运营正版手游。

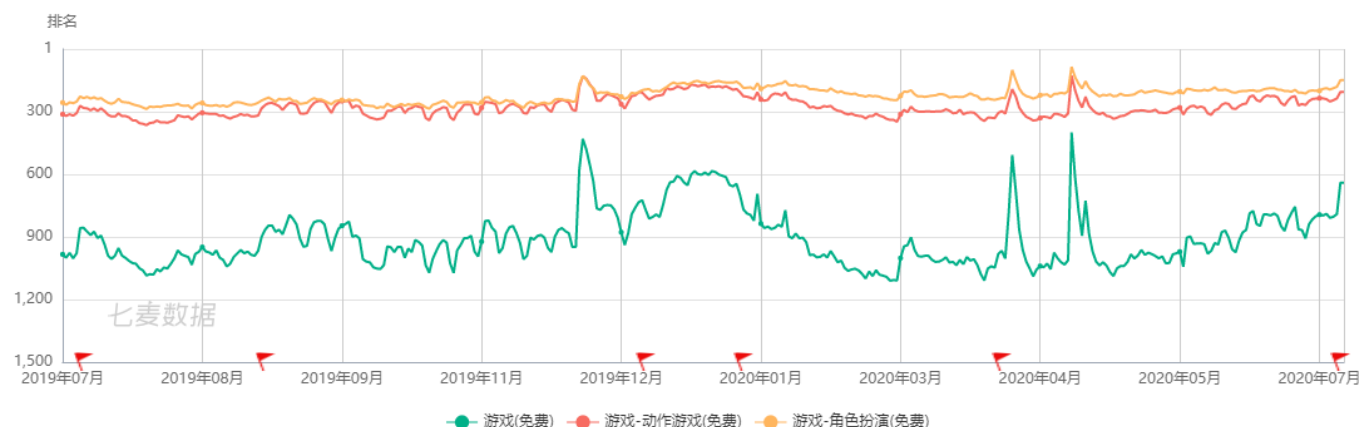
图13: 《拳皇 98 终极之战 OL》游戏截图



资料来源: 游戏截图, 新时代证券研究所

作为格斗游戏双寡头 IP (另一款是《街头霸王》), 《拳皇 98 终极之战 OL》显示除了超强的生命力, 其上线时间已超过 5 年, 在 App Store 免费角色扮演游戏榜上仍能排到前 200 名, 并且, 在近期有稳中有升的现象, 十分难能可贵。《拳皇 98 终极之战 OL》在 2019 年给公司带来的游戏收入贡献仍然排名第二, 达到近 4 亿元, 显示出了超强 IP 带来的超强 LTV。

图14: 《拳皇 98 终极之战 OL》App Store 多个排名稳中有升



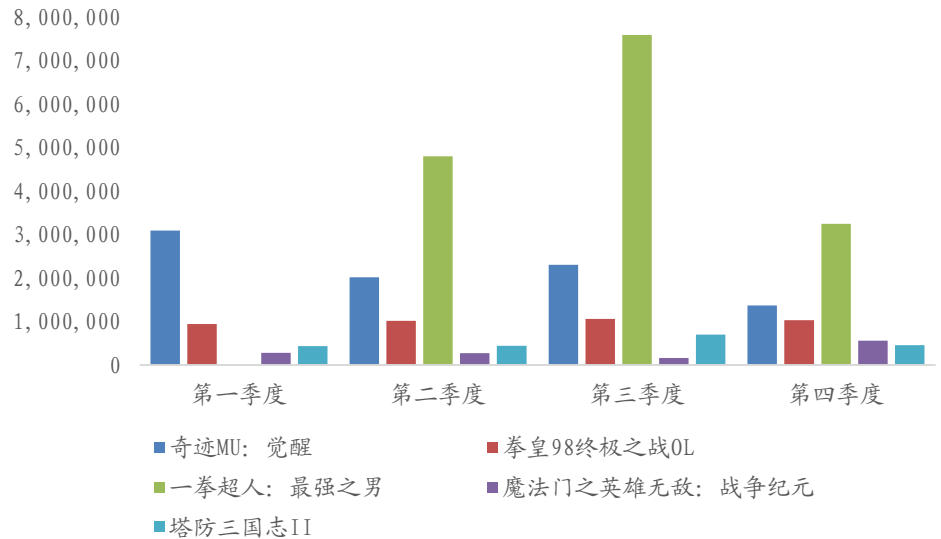
资料来源: 七麦数据, 新时代证券研究所

3.3、《一拳超人》IP 领衔, 公司重点产品运营数据良好

2019 年公司强势推出《一拳超人: 最强之男》, 上线后季度用户活跃用户数突破 700 万, 三个季度的收入就达 2.64 亿元。《奇迹 MU: 觉醒》上线多年经久不衰,

2019 年收入 3.94 亿元；另外，同样作为上线多年的《拳皇 98 终极之战 OL》，2019 年收入仍有 3.88 亿元，可以看出，经典 IP 加公司的精品运营策略带来长期稳定的现金流。

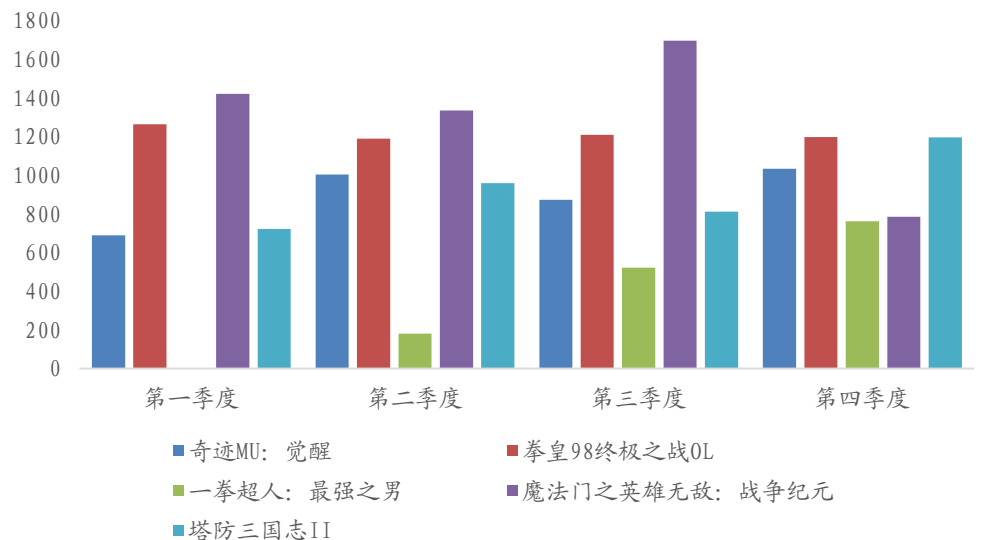
图15: 公司 2019 年分季度活跃用户数



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

从季度 APRU 值可以看护，公司季度 ARPU 值在 2019 年全年基本保持稳定增长。《拳皇 98 终极之战 OL》上线五年有余，季度 ARPU 值仍可以保持千元以上《塔防三国志 II》在 2019 年的季度 ARPU 值保持上升态势。这些都可以看出公司践行“研运一体”带来的产品超长 LTV 和玩家粘性。

图16: 公司 2019 年分季度 ARPU



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.4、海外业务体量稳步增长

近年来公司境外业务不断扩展，在海外发行了包括《拳皇 98 终极之战 OL》、《奇迹 MU: 觉醒》、《魔法门之英雄无敌: 战争纪元》、《塔防三国志 II》、《全民奇

迹》等重点产品。海外运营模式主要采取自主运营与第三方运营，对应外部运营商主要有网禅、爱洛克、育碧等。

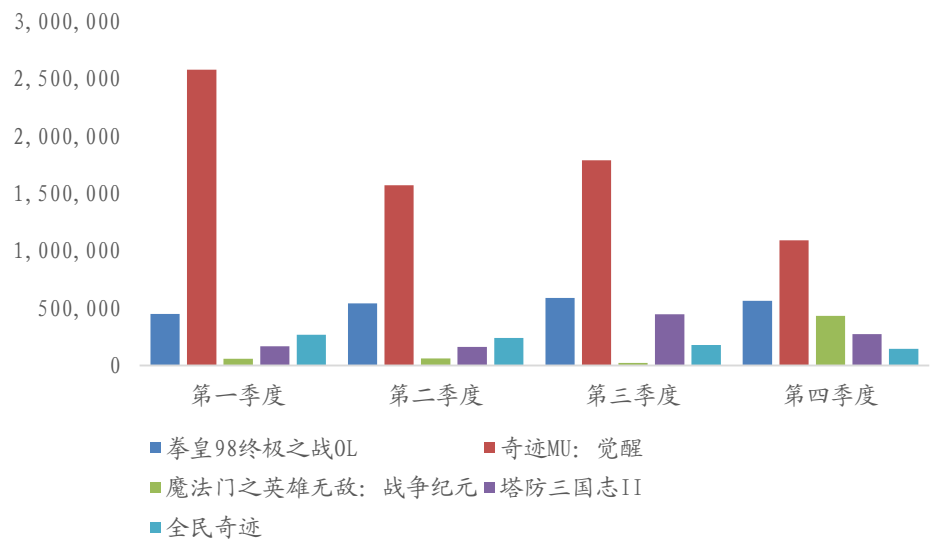
表6: 掌趣科技五大主营游戏相关信息

游戏名称	游戏类型	运营模式	合作运营
拳皇 98 终极之战 OL	格斗	自主运营	本公司
奇迹 MU: 觉醒	MMORPG	自主运营; 第三方运营	网禅等
魔法门之英雄无敌: 战争纪元	策略	自主运营; 第三方运营	育碧等
塔防三国志 II	塔防	第三方运营	苏州爱洛克有限公司
全民奇迹	RPG	第三方运营	网禅等

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

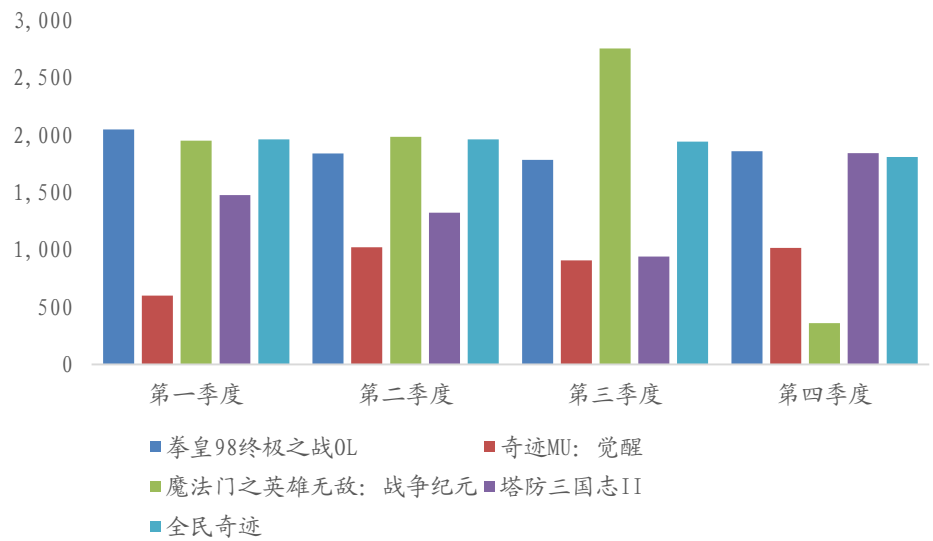
《奇迹》系列 IP 在全球范围特别是中、韩两国玩家中有着重要地位。从 2019 年的境外运营数据来看,《奇迹 MU: 觉醒》的季度活跃玩家数量远起其他游戏, 稳定在 150 万以上, 著名 IP《拳皇》系列的《拳皇 98 终极之战 OL》排名第二, 季度活跃玩家人数在 50 万左右。

图17: 公司 2019 年海外分季度活跃用户数



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

从 ARPU 值角度来看, 海外产品的 ARPU 值分布较为平均, 有多款游戏的季度 ARPU 值达到了近 2000 元的水平; 其中, 育碧的经典 IP《魔法门》系列的《魔法门之英雄无敌: 战争纪元》季度 ARPU 值一度超过 2700 元。

图18: 公司 2019 年海外分季度 ARPU 值

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

4、未来产品线品类丰富,《一拳超人》系列 IP 成为下一个出海重点

公司 2020 年计划上线多款新产品, 包括《罗兰创世录》、《黑暗之潮》、《街霸: 对决》、《那些需要守护的》(TapTap 评分 9.2, 预约人数 28939)、《修普诺斯 Hypnos》(TapTap 评分 8.7, 预约人数 39472) 等; 根据 TapTap 数据,《那些需要守护的》与《修普诺斯》获得了较高的关注,《那些需要守护的》TapTap 评分目前高达 9.2 分, 预约人数近 3 万人, 目前已经过二轮测试并已拿到版号。

表7: 公司未来产品线品类丰富

游戏名称	游戏类型	是否取得版号	TapTap 预约数
罗兰创世录	PRG	是	
黑暗之潮		是	
街霸: 对决	格斗	是	17000+
那些需要守护的	塔防	否	29000+
修普诺斯	Roguelike	否	39000+
一拳超人: 最强之男	卡牌	是	350000+ (安装)

资料来源: TapTap, 新时代证券研究所

此外, 2019 年在国内市场火爆的《一拳超人: 最强之男》等产品也将陆续上线海外。《一拳超人》系列在海外同样拥有较为广发的粉丝基础, 2018 年其漫画总销量已突破 1400 万册, 2019 年漫单行本销量依然荣登日本前十。

图19: 《修普诺斯》游戏截图



资料来源：游戏截图，新时代证券研究所

5、投资建议：看好公司研发实力叠加大厂合作，空间广阔

我们认为，公司有用众多经典且经考验的海内外优秀 IP，且拥有较好的长线运营能力并已在《奇迹》等游戏上 LTV 上证实，看好公司未来持续推出包括《奇迹》续作、《那些需要守护的》、《修普诺斯》等优秀产品。另外，在《街霸：对决》上线后，公司有望形成“拳皇+街霸”的协同效应，充分笼络格斗游戏玩家。综上所述，我们预计 2020 年至 2022 年公司的归母净利润分别为 6.51 亿、10.24 亿、12.84 亿；EPS 分别为 0.24、0.37、0.47；对应 PE 分别为 33、21、17。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

6、风险提示

新产品上线进度和质量不及预期，海外市场发行效果不及预期等。

7、附录

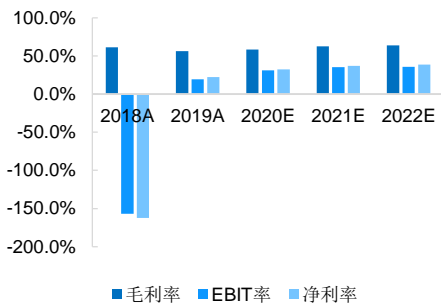
表8: 可比公司估值一览

公司简称	证券代码	市值 (亿元)	PE				市净率
			TTM	20E	21E	22E	
掌趣科技	300315.SZ	200.47	73.98	24.12	19.36	16.31	3.59
吉比特	603444.SH	376.81	41.05	34.26	28.86	25.22	12.40
电魂网络	603258.SH	124.17	42.99	33.00	25.28	22.31	6.32
凯撒文化	002425.SZ	137.60	78.92	54.22	22.77	15.59	3.30
三七互娱	002555.SZ	918.83	38.46	33.13	27.94	23.96	12.80
完美世界	002624.SZ	725.52	44.48	30.57	25.80	22.22	7.15
奥飞娱乐	002292.SZ	119.43	549.89	81.18	53.37	38.41	2.97
昆仑万维	300418.SZ	285.99	20.09	13.65	15.65	11.26	5.28
盛天网络	300494.SZ	60.70	82.50	56.16	36.57	27.99	5.79

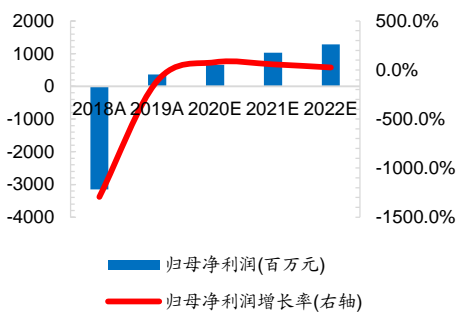
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

附：财务预测摘要

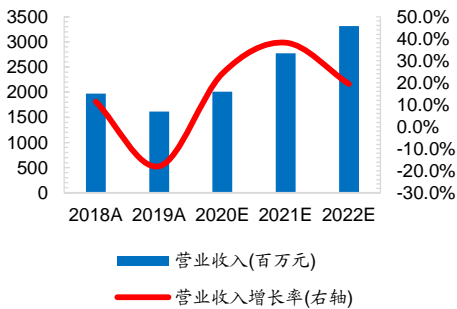
1、毛利率、EBIT率、净利率



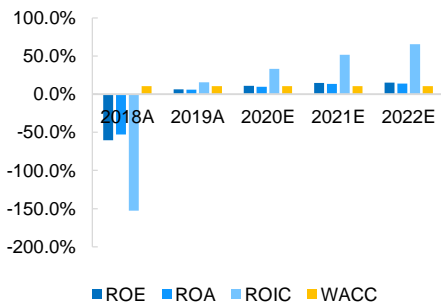
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1970	1617	2008	2775	3313
营业成本	763	710	836	1041	1195
折旧和摊销	131	142	48	12	-8
营业税费	9	4	8	10	12
销售费用	31	38	40	42	50
管理费用	140	118	141	180	199
财务费用	16	-30	-35	-48	-72
公允价值变动损益	0	-74	10	-2	-12
投资收益	87	121	104	114	106
营业利润	-3026	366	685	1070	1312
利润总额	-3051	361	680	1056	1300
少数股东损益	54	-4	27	29	13
归属母公司净利润	-3150	364	651	1024	1284

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	5857	5987	7019	7888	9479
流动资产	1596	1901	2867	3655	5161
货币资金	1241	1682	2336	3211	4426
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	182	81	304	185	423
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	20	10	27	24	37
存货	0	0	0	0	0
可供出售投资	693	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1119	1189	1317	1442	1568
固定资产	33	22	34	51	56
无形资产	158	70	-2	-60	-105
总负债	729	440	794	630	936
无息负债	679	407	764	603	911
有息负债	50	33	30	27	25
股东权益	5128	5547	6225	7258	8542
股本	2757	2757	2757	2757	2757
公积金	3837	3831	3831	3831	3831
未分配利润	-1627	-757	-290	440	1415
少数股东权益	-1	-1	25	54	66

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	846	515	622	830	1139
净利润	-3095	360	678	1053	1296
折旧摊销	131	142	48	12	-8
净营运资金增加	-373	164	-45	74	-17
其他	4183	-151	-60	-309	-133
投资活动产生现金流	-196	111	0	21	16
净资本支出	57	54	-62	-45	-42
长期投资变化	-131	96	-128	-126	-126
其他资产变化	-269	261	-189	-150	-152
融资活动现金流	-868	-201	31	25	58
股本变化	-1	0	0	0	0
债务净变化	-554	-289	354	-164	306
无息负债变化	213	-272	357	-161	308
净现金流	-170	437	653	876	1214

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.4	-17.9	24.2	38.2	19.4
净利润增长率	-1159.2	111.6	88.3	55.3	23.1
EBITDA 增长率	-901.7	115.3	47.6	47.5	19.6
EBIT 增长率	-1363.1	110.1	99.5	57.0	21.9
估值指标					
PE	36.9	-5.4	33.1	21.1	16.8
PB	1.1	3.3	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	-6.9	44.1	28.9	18.7	14.7
EV/EBIT	-6.6	64.2	31.2	19.0	14.6
EV/NOPLAT	-6.5	64.4	31.3	19.0	14.6
EV/Sales	10.4	12.3	9.6	6.7	5.2
EV/IC	3.9	3.6	3.1	2.6	2.0
盈利能力 (%)					
毛利率	61.3	56.1	58.4	62.5	63.9
EBITDA 率	-150.1	28.0	33.2	35.5	35.5
EBIT 率	-156.7	19.2	30.8	35.0	35.8
税前净利润率	-153.6	22.7	34.1	38.5	39.6
税后净利润率 (归属母公司)	-162.2	22.4	32.3	36.8	38.6
ROA	-52.8	6.0	9.7	13.3	13.7
ROE (归属母公司) (摊薄)	-60.4	6.5	10.9	14.5	15.2
经营性 ROIC	-152.6	15.4	33.0	51.8	65.6
偿债能力					
流动比率	2.3	5.1	3.9	6.4	5.9
速动比率	2.1	4.7	3.6	6.0	5.6
归属母公司权益/有息债务	102.7	166.6	206.9	266.3	340.3
有形资产/有息债务	32.6	57.7	96.8	137.0	209.5
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-1.14	0.13	0.24	0.37	0.47
每股红利	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.97	0.11	0.23	0.30	0.41
每股自由现金流(FCFF)	0.30	0.17	0.28	0.35	0.45
每股净资产	1.86	2.01	2.25	2.61	3.07
每股销售收入	0.71	0.59	0.73	1.01	1.20

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马笑，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，传媒互联网行业组长。5年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员、投资经理等岗位。2018年东方财富&Choice·中国最佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名。

陈磊，伦敦大学玛丽女王学院理学硕士，2020年加入新时代证券，多年证券行业从业经验，具备买方与卖方复合行业研究经历，紧密跟踪传媒行业上市公司，注重实战与前瞻性研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>