

掌趣科技 (300315.SZ)

综合传媒行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

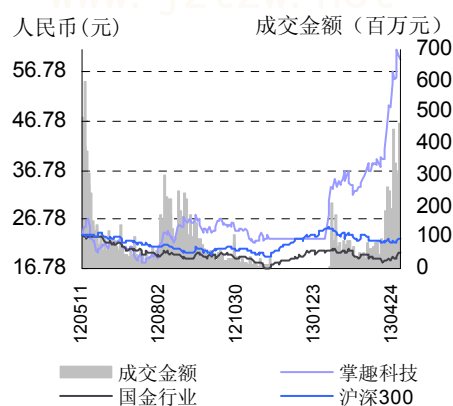
市价(人民币): 59.36元

内生与外延并举驱动高成长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	40.91
总市值(百万元)	97.15
年内股价最高最低(元)	61.38/17.85
沪深300指数	2529.94



相关报告

1. 《内生与外延并举,加大智能机游戏渠道布局》, 2013.4.21

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.454	0.503	0.982	1.403	1.848
每股净资产(元)	1.82	5.39	6.24	7.45	9.17
每股经营性现金流(元)	0.44	0.32	0.83	1.35	1.77
市盈率(倍)	N/A	45.46	50.08	35.04	26.60
行业优化市盈率(倍)	20.46	26.53	26.25	26.25	26.25
净利润增长率(%)	34.72%	47.79%	95.22%	42.89%	31.76%
净资产收益率(%)	24.88%	9.33%	15.73%	18.84%	20.17%
总股本(百万股)	122.75	163.66	163.66	163.66	163.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **收入结构持续优化:** 2013年一季度公司的收入结构继续优化,因为公司持续加大页面游戏和智能机的产品投入力度,公司在13年一季度实现的五千余万收入中,互联网页面游戏业务收入同比增加149.19%,占营业收入比重同比增加11.27个百分点,智能手机游戏业务收入同比增加308.13%,占营业收入比重同比增加7.55个百分点,传统手机游戏业务收入同比减少8.97%,占营业收入比重同比减少25.33个百分点。
- **内生增长重在打造游戏大作:** 公司以打造出业界知名的游戏大作为目标,在游戏内容和游戏质量上夯实公司的竞争力。2013年计划发行智能机手机游戏30余款,代表作包括《石器时代OL》、《西游降魔篇》、《热血足球经理》、《魔兽来了》;计划发行跨平台移动-web双端和多端的游戏产品15-18款,代表作包括《大话海贼》、《热血足球经理》、《虎啸中原》、《九州战魂》、《三国到》。
- **发行渠道布局领先:** 公司加大对智能机游戏业务的布局,根据市场变化迅速建立优质高效的渠道库;与国内主要的iOS渠道伙伴91手机助手、PP助手、同步推等建立了紧密的合作关系,与国内主要的安卓推广平台腾讯、360合作,并与小米、联想、TCL、HTC等著名国产智能机厂商预装合作。公司旗下《石器时代》等产品在Android、iPhone平台逐步上线,销售业绩良好,月收入有望过千万。智能机游戏业务的不断培育将实现业务结构调整,并支撑公司业绩。
- **外延式扩张能力强:** 公司外延式扩张的执行战略为:1.持续围绕游戏产业链进行扩张;2.坚持并购标的与公司业务的互补与整合效应;3.寻求产业链不同环节及风险投资的合作共赢。智能机游戏的并购,对于开发商,要坚持早期布局,成长期投资与成熟的规模性企业并购并行;对于发行商,现阶段重点关注具有海外发行能力的公司,也关注在产品代理发行方面有特殊资源和优势的公司;对于渠道平台,重点关注能够持续带来用户,用户粘性大,针对性强的渠道和平台。

投资建议

- 考虑到动网先锋的并购,预测公司2013-2015年EPS分别为0.98、1.40、1.85元,当前股价对应PE分别为60、42、32倍。维持“增持”评级。

风险提示

- 传统手机业务下滑;智能机业务不达预期;并购风险。

王铮

分析师 SAC 执业编号: S1130511060001
(8621)61038285
wang_zheng@gjzq.com.cn

交流要点

投资并购具体规划

- 我们有一个整体的策略，首先我们要围绕整个游戏的产业链，进行持续的价值投资，产业链的概念就是说，从游戏角度主要分三个环节，开发、发行，以及有平台运营，这三个环节，每个平台都有不同的公司，不同整个行业的局面，也就是我们要围绕这个产业链的环节进行投资，而且是持续性的；第二点是要坚持与公司业务的互补与整合效应的策略；第三点是寻求与产业链不同环节以及风险投资的合作共赢。
- 智能机游戏投资策略从三方面来说，对于开发商，要坚持早期布局，成长期投资与成熟的规模性企业并购并行；对于发行商，现阶段重点关注具有海外发行能力的公司，也关注在产品代理发行方面有特殊资源和优势的公司；对于渠道平台，重点关注能够持续带来用户，用户粘性大，针对性强的渠道和平台。
- 网页游戏投资策略方面，首先通过对于动网先锋的并购和整合，建立了完整的开发能力，并获取了腾讯开放平台的发行能力；接下来考虑拥有顶级、核心制作人的开发商，进一步夯实、加强掌趣科技在自主研发上开发实力，点面结合，完善整体开发布局；同时在适当的时机，考虑拥有互联网以及移动互联网资源的渠道平台商，开拓联运市场的发行能力，并着眼于页游和智能机游戏未来的整合发行能力。

2013 年发展规划

- 公司 2012 年做了两件大事，一件是在公司发展的阶段上进行了强力的转型和布局。2012 年 1 季度的产品《石器时代》吹响了掌趣在智能机游戏爆发时代的一个冲锋号角，除了石器之外，我们还布局了更加重量级的产品，计划在 2013 年度陆续上线，所以 2012 年做的第一个大事就是加强自主研发，研发和发行并重，甚至研发更加强的局面。另一件事是成功收购动网先锋。
- 展望公司 2013 年继续做两件大事：第一个大事把我们游戏的研发再要上升到一个新的高度；另一件大事是在资本上立体性的布局，继续投资和并购。除此以外，还要做到三化，即精品化、全球化和精细化。

产品战略与手游渠道成本

- 这两个问题可以一起回答，产品计划没有一个固定的说法，首先我们要判断什么样的游戏能赚钱，其次我们是否具备做这个产品的能力，最后是我们做的产品被别人模仿了怎么办。当这三个问题都想清楚的时候，实际上这个产品的整个研发发行的计划就出来了。

页游和手游，开发产品需要时间投入的人员和资金

- 基本上页游和手游开发规模相似，笼统一点说需要 6 到 12 个月，根据不同的类型，人员规模从 30 到 60 人都有可能，页游和手游的费用基本上就是研发人员的费用，还有一个如果有版权，就会有一些版权的费用，还有引擎的费用。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	117	184	225	540	750	1,000	货币资金	135	101	706	869	1,050	1,311
增长率		56.5%	22.7%	139.6%	38.9%	33.3%	应收款项	16	25	45	112	155	207
主营业务成本	-47	-86	-105	-270	-370	-500	存货	0	0	0	0	1	1
%销售收入	40.4%	47.0%	46.6%	50.0%	49.3%	50.0%	其他流动资产	0	6	18	43	58	77
毛利	70	97	120	270	380	500	流动资产	152	132	769	1,023	1,263	1,595
%销售收入	59.6%	53.0%	53.4%	50.0%	50.7%	50.0%	%总资产	84.4%	55.4%	84.2%	90.1%	91.8%	93.3%
营业税金及附加	-4	-6	-8	-14	-19	-25	长期投资	0	0	1	2	1	1
%销售收入	3.1%	3.2%	3.5%	2.5%	2.5%	2.5%	固定资产	3	80	79	78	76	74
营业费用	-3	-4	-4	-11	-15	-20	%总资产	1.6%	33.5%	8.6%	6.9%	5.5%	4.3%
%销售收入	2.2%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	25	27	65	31	35	39
管理费用	-20	-27	-33	-59	-83	-110	非流动资产	28	106	144	112	113	115
%销售收入	16.7%	14.6%	14.7%	11.0%	11.0%	11.0%	%总资产	15.6%	44.6%	15.8%	9.9%	8.2%	6.7%
息税前利润 (EBIT)	44	61	75	186	264	345	资产总计	180	239	914	1,135	1,376	1,709
%销售收入	37.6%	33.1%	33.3%	34.5%	35.2%	34.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	2	15	16	20	24	应付款项	10	14	23	62	85	115
%销售收入	-0.2%	-1.0%	-6.6%	-3.0%	-2.6%	-2.4%	其他流动负债	2	1	8	37	44	51
资产减值损失	1	0	0	0	0	0	流动负债	12	15	31	100	129	166
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	1	0	2	0	0	0	其他长期负债	0	0	1	0	0	0
%税前利润	2.7%	0.1%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	12	15	32	100	129	167
营业利润	46	63	91	202	284	369	普通股股东权益	168	224	882	1,021	1,219	1,500
营业利润率	39.2%	34.1%	40.5%	37.5%	37.8%	36.9%	少数股东权益	0	0	0	14	28	42
营业外收支	1	1	4	3	3	3	负债股东权益合计	180	239	914	1,135	1,376	1,709
税前利润	47	64	95	205	287	372	比率分析						
利润率	39.7%	34.9%	42.3%	38.1%	38.2%	37.2%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-5	-8	-13	-31	-43	-56	每股指标						
所得税率	11.2%	13.2%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.337	0.454	0.503	0.982	1.403	1.848
净利润	41	56	82	175	244	316	每股净资产	1.370	1.824	5.389	6.240	7.448	9.166
少数股东损益	0	0	0	14	14	14	每股经营现金净流	0.342	0.445	0.319	0.834	1.346	1.767
归属于母公司的净利润	41	56	82	161	230	302	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	35.2%	30.3%	36.5%	29.8%	30.6%	30.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	24.58%	24.88%	9.33%	15.73%	18.84%	20.17%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	22.98%	23.32%	9.01%	14.16%	16.69%	17.70%
净利润	41	56	82	175	244	316	投入资本收益率	23.25%	23.60%	7.34%	15.30%	17.98%	19.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	1	5	8	9	10	主营业务收入增长率	99.18%	56.55%	22.72%	139.61%	38.89%	33.33%
非经营收益	-1	0	-2	-4	-3	-3	EBIT增长率	168.03%	38.18%	23.28%	148.28%	41.57%	30.81%
营运资金变动	2	-2	-34	-42	-29	-34	净利润增长率	201.18%	34.72%	47.79%	95.22%	42.89%	31.76%
经营活动现金净流	42	55	52	136	220	289	总资产增长率	258.83%	32.75%	282.74%	24.20%	21.23%	24.25%
资本开支	-2	-83	-25	28	-7	-8	资产管理能力						
投资	-12	-4	1	-1	0	0	应收账款周转天数	37.9	38.7	55.5	75.0	75.0	75.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	0.3	#DIV/0!	#DIV/0!	0.5	0.5	0.5
投资活动现金净流	-14	-87	-24	27	-7	-8	应付账款周转天数	33.6	25.6	38.4	50.0	50.0	50.0
股权募资	93	0	609	0	-11	0	固定资产周转天数	8.9	158.8	127.9	51.2	35.4	25.4
债权募资	0	0	0	-1	0	1	偿债能力						
其他	0	-1	-32	0	-21	-21	净负债/股东权益	-80.22%	-45.05%	-80.07%	-83.89%	-84.20%	-84.93%
筹资活动现金净流	93	-1	577	-1	-32	-20	EBIT利息保障倍数	-226.5	-33.5	-5.1	-11.4	-13.3	-14.1
现金净流量	121	-34	605	162	181	261	资产负债率	6.49%	6.23%	3.49%	8.78%	9.38%	9.79%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	6	6	19
增持	0	3	5	8	13
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.56	1.57	1.61	1.56

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-04-21	增持	49.16	N/A

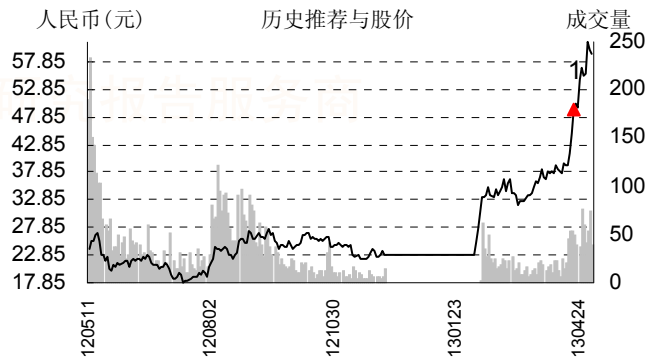
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net