

日期: 2018年08月28日

行业: 传媒



分析师: 滕文飞
Tel: 021-53686151
E-mail: tengwenfei@shzq.com
SAC 证书编号: S0870510120025
研究助理: 胡纯青
Tel: 021-53686150
E-mail: huchunqing@shzq.com
SAC 证书编号: S0870116120003

爆款新游驱动业绩重回高增长

■ 公司动态事项

掌趣科技公布了2018年半年报,上半年公司实现营收 11.44 亿,同比增长 38.39%,实现归母净利润 3.80 亿,同比增长 42.39%,扣非后归母净利润 3.75 亿,同比增长 66.80%。

■ 事项点评

《奇迹 MU: 觉醒》爆款效应显著, Q2 公司业绩大幅增长

公司Q2实现营收6.62亿元,同比增长78.62%,环比增长37.05%,实现归母净利润2.49亿元,同比增长136.32%,环比增长89.08%。Q2收入利润大幅增长主要是因为新游《奇迹MU: 觉醒》、《大掌门2》市场表现突出,推动公司业绩大幅增长。尤其是《奇迹MU: 觉醒》采取联合运营模式,游戏于Q1上线,但收入确认体现在Q2及以后。上半年《奇迹MU: 觉醒》取得总流水15.32亿元,实现收入3.55亿元,占公司游戏业务收入的31.03%。游戏的国服由腾讯代理运营,上线即进入iOS畅销榜Top5;韩服由Webzen代理,游戏6月上线当日即登顶iOS免费榜,随后在iOS、GooglePlay两大渠道畅销榜也分别取得Top5、Top2的最好成绩。目前游戏国服已进入稳定运营阶段,虽然月流水较峰值有一定幅度回落,但仍保持月流水1.5亿元以上的较高水平。而该游戏在海外市场仍在持续拓展中。

加码研发投入, 产品储备可观

游戏行业属于文化创意行业,在行业用户红利逐步消失之际,产品研发能力已经成为游戏公司的核心竞争力所在。报告期内,公司研发投入 2.18 亿元,同比增长 13.56%。从对游戏开发引擎的对应情况来看,公司从传统优势的 Unity3D 研发框架进一步拓展了适合轻度游戏的 H5 以及以画面表现力见长的虚幻引擎,能够产出从高端精品到轻度休闲各类游戏作品。公司上半年还推出了首期员工持股计划,有利于激发人才主观能动性,完善核心人才与公司的利益共享与风险共担机制。从产品储备来看,公司拥有《仙剑奇侠传: 六界情缘》(仙侠类头部 IP)、《One Punch Man》、《BLEACH》、《我的英雄学院》、《犬夜叉》、《街霸》(均为日系二次元头部 IP)、《初音未来》等重量级游戏改编权,IP 储备丰富。其中《初音未来》作为腾讯极光计划重点产品已经上线,主要覆盖小众游戏群体,游戏的口碑评价良好。

基本数据 (截止 2018 年 8 月 27 日)

报告日股价 (元)	4.24
12mth A 股价格区间 (元)	3.77/8.28
总股本 (百万股)	2757.99
无限售 A 股/总股本	93.40%
流通市值 (亿元)	109.22
每股净资产 (元)	3.21

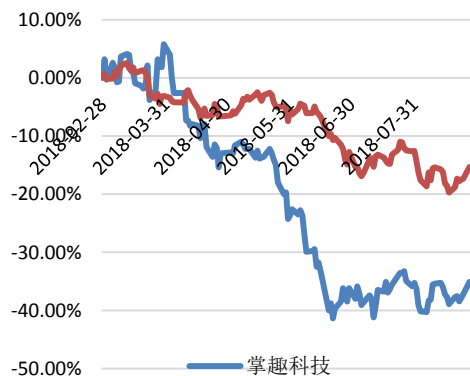
主要股东 (2018H1)

姚文彬	6.98%
刘惠城	6.07%
叶颖涛	3.21%
邓攀	2.02%
林芝腾讯科技有限公司	2.01%

收入结构 (2018H1)

移动终端游戏	95.73%
其他业务	4.27%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



首次报告日期: 2018 年 8 月 28 日

期间费用率降低, 财务费用减少

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

公司销售、管理、财务费用率分别为 1.24%、22.88%和 1.57%，较去年同期分别变动-0.52pct、+0.14pct、-2.31pct。公司销售费用率一直低于游戏行业平均水平，主要是公司与腾讯游戏深度绑定，重点游戏交由腾讯发行为主，推广费用较少。财务费用减少主要系借款利息支出及汇兑损失减少所致。另外，公司的发展经过多轮投资并购，商誉规模较大。造成公司 2017 年利润下滑的主要因素就在于确认了大额的资产减值及商誉减值准备，公司前期对出现减值迹象的体育之窗等标的的减值准备计提已经较为充分。而从公司披露的主要子公司上半年的业绩达成情况来看，华娱聚友以及去年小幅计提减值的天马时空上半年已完成去年业绩的超过 80%，业绩表现良好。唯有玩蟹科技较去年业绩达成情况较低，可能存在一定风险。整体上，我们还是认为减值准备等非经常性损益对公司业绩造成的负面影响将低于去年水平。

■ 盈利预测与估值

我们看好公司游戏产品的研发能力及丰富 IP 储备，且公司与腾讯的合作使得公司推出的新游有着较高的成功率。预计公司 2018-2020 年归母净利润为 6.22 亿元、8.31 亿元和 9.85 亿元，对应每股 EPS 分别为 0.23 元、0.30 元和 0.36 元，PE 为 18.82、14.07、11.88 倍。首次覆盖，给予“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

游戏流水不及预期；游戏产品上线时间延后；行业竞争加剧；监管趋严；无实际控制人；商誉减值风险

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1768.21	2173.20	2564.19	3042.11
年增长率	-4.66%	22.90%	17.99%	18.64%
归母净利润	263.89	621.45	831.25	984.73
年增长率	-48.11%	135.50%	33.76%	18.46%
每股收益(元)	0.10	0.23	0.30	0.36
PE	42.40	18.82	14.07	11.88

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,248.70	1,821.03	2,549.37	3,370.05
应收和预付款项	488.77	511.35	619.23	669.81
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	27.36	27.36	27.36	27.36
流动资产合计	1,764.82	2,359.74	3,195.96	4,067.21
长期股权投资	1,119.99	1,169.99	1,219.99	1,269.99
投资性房地产	63.80	56.19	48.59	40.99
固定资产和在建工程	38.75	37.83	36.52	34.80
无形资产和开发支出	5,595.83	5,526.38	5,456.93	5,416.28
其他非流动资产	991.76	981.09	970.42	970.42
非流动资产合计	7,810.12	7,771.49	7,732.45	7,732.48
资产总计	9,574.94	10,131.23	10,928.41	11,799.70
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	140.73	134.86	190.48	195.31
长期借款	797.15	797.15	797.15	797.15
其他负债	36.38	36.38	36.38	36.38
负债合计	974.26	968.39	1,024.01	1,028.84
股本	2,757.99	2,757.99	2,757.99	2,757.99
资本公积	4,109.01	4,109.01	4,109.01	4,109.01
留存收益	1,665.08	2,150.43	2,799.63	3,568.70
少数股东权益	68.60	145.41	237.77	335.16
股东权益合计	8,600.68	9,162.84	9,904.40	10,770.86
负债和股东权益总计	9,574.94	10,131.23	10,928.41	11,799.70
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	683.34	775.78	870.43	987.66
投资活动现金流	(178.63)	(38.70)	61.30	61.30
融资活动现金流	(428.89)	(164.75)	(203.38)	(228.28)
净现金流	36.57	572.33	728.35	820.68

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,768.21	2,173.20	2,564.19	3,042.11
营业成本	725.45	811.63	963.04	1,146.92
营业税金及附加	5.76	7.08	8.36	9.92
营业费用	26.38	28.25	32.82	38.33
管理费用	498.48	586.76	692.33	821.37
财务费用	58.26	39.51	34.15	27.83
资产减值损失	512.18	100.00	0.00	0.00
投资收益	128.32	50.00	50.00	50.00
公允价值变动损益	167.48	50.00	50.00	50.00
营业利润	253.17	699.96	933.48	1,097.74
营业外收支净额	(19.41)	20.00	20.00	20.00
利润总额	292.23	719.96	953.48	1,117.74
所得税	(58.47)	21.70	29.87	35.62
净利润	292.23	698.26	923.61	1,082.12
少数股东损益	(44.80)	76.81	92.36	97.39
归属母公司股东净利润	263.89	621.45	831.25	984.73
财务比率分析				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	-4.66%	22.90%	17.99%	18.64%
EBIT 增长率	-55.78%	185.25%	30.22%	15.96%
净利润增长率	29.01%	159.84%	32.27%	17.16%
毛利率	58.97%	62.65%	62.44%	62.30%
EBIT/总收入	-55.78%	185.25%	30.22%	15.96%
净利润率	-51.77%	159.84%	32.27%	17.16%
资产负债率	10.18%	9.56%	9.37%	8.72%
流动比率	10.40	14.41	14.57	18.14
净资产收益率 (ROE)	2.82%	6.89%	8.60%	9.44%
存货周转率	/	/	/	/
应收账款周转率	6.42	7.15	7.61	8.03

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。