

证券研究报告—动态报告/公司快评

传媒

互联网

掌趣科技 (300315)

重大事件快评

买入

(调高评级)

2020年07月06日

拐点将至，新品周期开启

证券分析师：张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002
证券分析师：高博文 gaobowen@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030004
证券分析师：夏妍 021-60933162 xiayan2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030003

事项：

- 1) 6月27日腾讯游戏年度发布会公布四十余款游戏产品，其中包括掌趣科技研发的《街霸：对决》、《全民奇迹2》；
- 2) 近日公司核心产品《全民奇迹2》拿到游戏版号。

国信传媒观点：1) **业绩增速有望改善**，《奇迹觉醒》《一拳超人》等老游戏流水表现平稳，参股掌阅科技、斗鱼等股权投资收益可观，二季度业绩有望在较低基数下持续改善；2) **新产品大周期开启**，《街霸：对决》、《全民奇迹2》等游戏均已获得版号，都有着不错的预约数和前作表现，新产品周期有望带动业绩大幅增长；3) 我们**预计20-22年归母净利润分别为8.61/11.81/14.81亿，对应EPS为0.31/0.43/0.54元，当前股价分别对应同期PE为22.8/16.5/13.2X**；经历商誉减值、管理层变更后公司治理逐步改善，新品驱动下也将有望迎来全新成长周期，具备业绩与估值双重提升可能，上调评级至“买入”。

评论：

■ 老游戏流水表现平稳，参股公司投资收益可观，业绩增速有望改善

《奇迹觉醒》、《一拳超人》等老游戏表现平稳，参股公司贡献客观投资收益，Q2业绩有望显著改善。1) 受益于全民线上办公导致娱乐时长增加，2020年一季度移动游戏行业收入近550亿，同比增长超过49%，二季度增长幅度有所回落，仍保持较高增长；2) 公司核心产品《奇迹觉醒》、《拳皇98》流水均在0.6亿以上，截止4月30日，《一拳超人》累计上线11个月共计流水9个亿，老游戏流水表现稳定；3) 公司通过产业基金持有掌阅科技、斗鱼等公司较多股权，在Q2股价大幅上涨背景下有望贡献较为显著投资收益。

图 1: 奇迹觉醒畅销榜排名



资料来源:七麦数据、国信证券经济研究所整理

■ 疫情延缓新品上线节奏，重磅游戏获得版号，下半年有望开启新产品周期

由于疫情影响，不少企业延迟了新游戏研发和上线进度，从而导致新游上线和进入畅销榜数量大幅下降。6月27日腾讯游戏年度发布会公布四十余款游戏产品，其中包括掌趣科技研发的《街霸：对决》、《全民奇迹2》；而近期《全民奇迹2》获得版号标志着公司核心产品均已获得版号，新品上线节奏将更加具备主动性。其中《街霸：对决》由卡普空正版授权，官网预约量超过100万，QQ渠道预约量超过38万；《全民奇迹2》前作9个月流水超过21.5亿，有望大幅提升公司流水表现。公司下半年有望开启新产品周期，业绩拐点来临。

表 1: 公司重点游戏储备

游戏	发行方	有无版号	游戏类型	预约情况	详细信息
真红之刃	掌趣科技	有	奇迹类 ARPG	-	-
街霸对决	腾讯	有	格斗	100 万+ (官网); 38 万+ (QQ)	卡普空正版授权 前作前 9 个月流水超过 21.5 亿
全民奇迹 2	腾讯	有	奇迹类 ARPG	-	-
罗兰创世录	腾讯	有	MMORPG	-	-
黑暗之潮	腾讯	有	MMORPG	-	-

资料来源:国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 短期新产品周期开启，业绩恢复上行通道，长期渠道分散化带动优质研发商议价能力提升，上调评级至“买入”

从公司层面看，短期公司新产品周期开启，业绩恢复上行通道，迎来戴维斯双击。从行业层面看，中长期在下游渠道变化、游戏出海、新技术（云游戏等）等多重因素驱动之下，游戏行业有望持续保持高景气，掌趣科技作为优质研发商长期成长性逐步凸显。我们预计 20-22 年归母净利润分别为 8.61/11.81/14.81 亿，对应 EPS 为 0.31/0.43/0.54 元，对应当前股价 PE 为 22.8/16.5/13.2X，我们持续看好公司优秀的研发能力和新品周期下的持续成长能力，调高评级至“买入”。

附表：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
603444	吉比特	买入	541.92	388.75	11.26	15.41	17.73	48.13	35.17	30.57
603258	电魂网络	买入	54.05	129.86	0.93	1.48	1.86	58.12	36.52	29.06
002555	三七互娱	买入	44.69	914.05	1.00	1.19	1.40	44.69	37.55	31.92
002602	世纪华通	买入	15.54	958.10	0.37	0.71	0.83	42.00	21.89	18.72

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1682	2513	3426	4510
应收款项	91	132	179	214
存货净额	0	0	0	0
其他流动资产	127	184	249	298
流动资产合计	1901	2829	3853	5023
固定资产	22	35	52	61
无形资产及其他	70	67	64	61
投资性房地产	2806	2806	2806	2806
长期股权投资	1189	1209	1229	1249
资产总计	5987	6947	8004	9201
短期借款及交易性金融负债	0	12	12	8
应付款项	124	165	223	267
其他流动负债	250	561	736	857
流动负债合计	375	737	970	1132
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	66	66	66	67
长期负债合计	66	66	66	67
负债合计	440	803	1036	1199
少数股东权益	(1)	(7)	(15)	(26)
股东权益	5548	6151	6984	8027
负债和股东权益总计	5987	6947	8004	9201

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.13	0.31	0.43	0.54
每股红利	0.03	0.09	0.13	0.16
每股净资产	2.01	2.23	2.53	2.91
ROIC	21%	17%	26%	33%
ROE	7%	14%	17%	19%
毛利率	56%	60%	60%	60%
EBIT Margin	46%	29%	31%	33%
EBITDA Margin	55%	30%	32%	34%
收入增长	-18%	45%	35%	20%
净利润增长率	-112%	137%	38%	25%
资产负债率	7%	11%	13%	13%
息率	0.4%	1.3%	1.8%	2.3%
P/E	54.0	22.8	16.5	13.2
P/B	3.5	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	22.7	29.1	20.5	16.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1617	2345	3165	3798
营业成本	710	938	1266	1519
营业税金及附加	4	6	9	10
销售费用	38	55	74	88
管理费用	118	659	826	914
财务费用	(30)	(52)	(74)	(99)
投资收益	121	121	121	121
资产减值及公允价值变动	7	0	0	0
其他收入	(538)	0	0	(0)
营业利润	366	860	1186	1486
营业外净收支	(5)	(5)	(5)	(5)
利润总额	361	855	1181	1481
所得税费用	1	2	3	4
少数股东损益	(4)	(8)	(12)	(15)
归属于母公司净利润	364	861	1189	1491

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	364	861	1189	1491
资产减值准备	(3601)	25	24	27
折旧摊销	137	15	17	21
公允价值变动损失	(7)	0	0	0
财务费用	(30)	(52)	(74)	(99)
营运资本变动	(3516)	277	146	109
其它	3598	(31)	(32)	(37)
经营活动现金流	(3026)	1147	1345	1611
资本开支	3595	(50)	(55)	(55)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	3525	(70)	(75)	(75)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(71)	(258)	(357)	(447)
其它融资现金流	86	12	(0)	(4)
融资活动现金流	(57)	(246)	(357)	(451)
现金净变动	442	831	913	1084
货币资金的期初余额	1241	1682	2513	3426
货币资金的期末余额	1682	2513	3426	4510
企业自由现金流	960	927	1097	1337
权益自由现金流	1046	991	1171	1432

相关研究报告

《掌趣科技-300315-2019 年三季报点评：业绩符合预期，关注基本面反转向上可能》 ——2019-10-30

《掌趣科技-300315-2018 年半年报点评：全面研发+重磅 IP+全球化战略，精品游戏带动公司业绩》 ——2018-08-29

《掌趣科技-300315-2017 年报点评：低谷已过，爆款作品带来 18 年业绩拐点》 ——2018-05-07

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032