

掌趣科技 (300315)

五年磨一剑苦练内功，携产品多渠道蓄势再发

公司是 A 股最早一批上市的综合型游戏研发商，成立于 2004 年，于 2005 年公司确立移动游戏开发和运营为主营业务方向。2013 年开始，动网先锋、玩蟹科技、上游网络等当时业界领先企业先后并购加入，2015 年 2 月以 30.41 亿收购顶尖研发商天马时空。经过多年消化商誉，以及治理结构改善。2019 年实现营收 16.17 亿元，同降 17.93%；归母净利润 3.64 亿元，扣非归母净利润 4.10 亿元。20Q1 实现营收 4.09 亿元，同增 14.97%，主要系《一拳超人》表现出色。

股权结构及内部团队结构调整，全面内部改革提振信心。2016 年 8 月姚文彬辞去董事长职务，累计出售股票达 27.03 亿元。17 年 6 月，腾讯战略投资 4.9 亿入股掌趣，持股 2%。17 年 12 月刘惠城出任董事长成为二股东，持续增持展现长期信心。2018 年公司初步完成了 H5 和虚幻游戏引擎框架搭建，连同 Unity3D 研发框架成为公司拉动创收、保有研发优势的“三驾马车”。18 年底团队调整和人才优化，规整为研发、运营、平台三大业务线，打通内部资源和信息流动。

公司是奇迹类游戏头部研发厂商，腾讯入股认同。人口红利后周期，流量 2.0 时代精品驱动，研发重要性上升。20Q1 腾讯手游市场份额达 62.8%，腾讯持有掌趣 2% 股份，双方历史上开展合作的产品流水及生命周期均有尚佳表现。公司天马时空等主要研发团队擅长 RPG 游戏品类，而 RPG 游戏品类是国内最大品类，2019 年占到行业总流水的 45.5%，公司《全民奇迹》、《奇迹 MU：觉醒》历史表现突出，18 年《MU》、20 年《一拳超人》出海表现亮眼。

产品储备丰富，面向全球，强化研发一体不单纯依赖腾讯。2019 年公司研发投入占营收比例达 25% 为 A 股最高。以天马时空及新董事长刘惠城为核心的游戏研发团队延伸游戏发行与多品类研发业务，我们预计公司 20-21 年将有 2-3 款新游戏与腾讯合作。6 月 27 日“腾讯游戏大会”发布了由掌趣科技研发、腾讯代理的国内首款正版授权手游《街霸·对决》和全新华丽魔幻 RPG《全民奇迹 2》，已开始预约，《街霸·对决》开启云游戏试玩。此外，公司从《一拳超人》到《真红之刃》都在独立拓展国内海外的买量发行能力，自研、发行双轮驱动拓展成长空间。

资产减值损失风险已大幅释放。公司间接持有掌阅科技、斗鱼部分股份，掌阅股价已从年初不到 20 元涨至 36.61 元 (6.24 收盘价)。非经对公司业绩影响较大，公司上市以来通过并购重组大量商誉。18 年末公司商誉 20.11 亿元，较 17 年底减少 33.81 亿，释放大量减值风险，19 年末 0.65 亿元商誉减值，影响明显变小。

投资观点：2020-2021 年为公司产品大年，公司布局国内外包括《真红之刃》等自研买量发行头部手游、《一拳超人》等出海游戏，还有《街霸·对决》、《全民奇迹 2》手游由腾讯独代发行。内部股权结构及团队调整基本到位，19 年截至当下两轮回购用于员工激励，彰显管理层信心。考虑公司 20 年下半年上线重磅作品贡献业绩主要在 21 年，我们预计公司 20-21 年净利分别为 6.42/11.51 亿元，对应当前估值 31/17x，可比公司三七互娱、吉比特、完美世界 21 年平均估值 27x，给予 21 年 27x 目标估值，对应目标价 11.34 元，给予“买入”评级。

风险提示：行业监管政策、市场竞争加剧、新游戏研发和运营风险、商誉减值等资产减值风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,970.32	1,616.95	2,068.98	2,808.63	3,404.06
增长率(%)	11.43	(17.93)	27.96	35.75	21.20
EBITDA(百万元)	(2,447.02)	1,011.28	718.07	1,144.71	1,354.29
净利润(百万元)	(3,149.93)	363.60	642.46	1,150.58	1,357.47
增长率(%)	(1,293.63)	(111.54)	76.69	79.09	17.98
EPS(元/股)	(1.14)	0.13	0.23	0.42	0.49
市盈率(P/E)	(6.36)	55.13	31.20	17.42	14.77
市净率(P/B)	3.91	3.61	3.03	2.58	2.20
市销率(P/S)	10.17	12.40	9.69	7.14	5.89
EV/EBITDA	(3.10)	14.31	23.35	13.25	10.65

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	7.72 元
目标价格	11.34 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,757.48
流通 A 股股本(百万股)	2,632.23
A 股总市值(百万元)	21,866.85
流通 A 股市值(百万元)	20,873.59
每股净资产(元)	2.02
资产负债率(%)	10.19
一年内最高/最低(元)	8.00/3.19

作者

文浩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
冯翠婷	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001	
fengcuiting@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 公司介绍：天马时空领衔的综合型移动游戏研发商和运营商	6
1.1. 公司历史：13 年开始持续并购，具备多产品线业务版图	6
1.2. 股权情况：刘惠城接手掌趣，奠定重生机遇	7
1.2.1. 前董事长姚文彬减持情况梳理	7
1.2.2. 腾讯入股：引进腾讯战略入股夯实渠道基础	7
1.3. 董事及高管情况：内部改革，焕然一新	8
1.4. 公司业务：深耕移动终端游戏，“三大支柱” 积聚研发及发行能力，多次迭代提升长线运营能力	9
2. 财务分析：调整期已过，自研手游、游戏出海快速发展	17
2.1. 营收和利润分析：调整期已过，未来产品上线有望产生业绩弹性贡献	17
2.2. 营业成本：买量费用归为成本端，分成成本较高	22
2.3. 毛利率及净利率：毛利率稳定，净利率受非经常性损益影响较大，业绩与头部游戏表现相关	22
2.4. 费用：费用率稳定，内部改革缩减人员，偿还外债减少利息支出	24
2.5. 现金流量：经营现金流受业绩情况影响波动，并购减少投资收缩	25
2.6. 资产减值损失：往年减值损失大显著影响业绩，剩余商誉较少风险低	27
3. 行业分析：RPG 类游戏优势，买量尝试及出海前景广阔	28
3.1. 19 年手游市场增速回暖，流量 2.0 时代 ARPU 值驱动强调研发重要性	28
3.2. RPG 类占据手游市场头部位置，奇迹类游戏历史表现突出	30
3.2.1. 头部奇迹 RPG 类游戏生命周期长，三七与掌趣研发实力强	31
3.2.2. 韩国网蝉：掌趣持股网蝉深度捆绑奇迹 IP	32
3.3. 买量发行及游戏出海空间广阔	32
3.3.1. 买量竞争进入白热化，倒逼公司提升研发能力	32
3.3.2. 海外游戏市场广阔，中国游戏认可度提升，不断打破出海天花板	34
4. 投资要点：多产品研发厚积薄发，携手腾讯深度合作，强化发行双轮驱动	35
4.1. 研发团队覆盖多品类，与腾讯深度合作	35
4.1.1. 与腾讯合作未来可期，头部游戏周期长，贡献稳定流水	36
4.1.2. 与顶尖 IP 合作情况	38
4.1.3. 未来产品储备丰富有望带来可观业绩弹性	39
4.2. 公司重视提高研发能力，培养研发人员，提高长线运营能力	40
4.2.1. 重视研发，研发投入处于 A 股行业龙头水平	40
4.3. 商誉风险大幅释放，股权投资价值含金量高，资产负债表改善明显	43
18 年计提大额商誉减值，甩开包袱轻装上阵	43
4.3.1. 公允价值变动影响当期损益，关注掌阅、斗鱼投资价值变化	43
4.3.2. 大股东质押率低，质押风险低	45
4.3.3. 大手笔股权回购，用于员工持股和股权激励计划，彰显公司信心	45
5. 盈利预测及投资观点	46
6. 风险提示	46

图表目录

图 1: 掌趣科技历史沿革.....	6
图 2: 刘惠城改革情况.....	8
图 3: 掌趣科技主要游戏产品上线时间.....	10
图 4: 《全民奇迹》上线至 2019 年流水统计 (亿元)	11
图 5: 《全民奇迹 MU》迭代版本情况 (上线共 68 个月, 迭代更新 45 个版本).....	11
图 6: 《奇迹 MU: 觉醒》2018 年上线后各季度充值流水统计 (亿元)	12
图 7: 《奇迹 MU: 觉醒》2018 年上线后各季度用户数据.....	12
图 8: 《奇迹 MU: 觉醒》2018 年上线后各季度 ARPPU 及 ARPU 值.....	12
图 9: 《奇迹 MU: 觉醒》迭代版本情况 (上线共 35 个月, 迭代更新 24 个版本).....	13
图 10: 《拳皇 98 终极之战 OL》2016-2019 各季度流水统计 (亿元)	13
图 11: 《拳皇 98 终极之战 OL》2016-2019 各季度用户数据.....	14
图 12: 《拳皇 98 终极之战 OL》2016-2019 各季度 ARPPU 值及 ARPU 值.....	14
图 13: 《拳皇 98 终极之战 OL》迭代版本情况 (上线共 60 个月, 迭代更新 34 个版本).....	15
图 14: 《一拳超人: 最强之男》2019 年上线后各季度流水 (亿元).....	15
图 15: 《一拳超人: 最强之男》2019 年上线后各季度用户数据.....	16
图 16: 《一拳超人: 最强之男》2019 年上线后各季度 ARPPU 值及 ARPU 值.....	16
图 17: 《一拳超人: 最强之男》上线以来迭代版本情况.....	16
图 18: 掌趣科技 2015-2020Q1 营业收入及增速	18
图 19: 掌趣科技 2015-2019 移动终端游戏营收及增速	19
图 20: 掌趣科技 2016Q1-2020Q1 单季度营收及同比、环比增速.....	20
图 21: 掌趣科技 2015-2020Q1 归母净利润及同比增速	20
图 22: 掌趣科技 2015-2020 Q1 扣非归母净利润及增速	21
图 23: 掌趣科技 2016Q1-2020Q1 单季度归母净利润及同比增速.....	21
图 24: 掌趣科技 2016Q1-2020Q1 单季度扣非归母及同比增速.....	22
图 25: 掌趣科技 2015-2020Q1 毛利率及净利率情况.....	23
图 26: 掌趣科技 2016Q1-2020Q1 分季度毛利率、净利率情况.....	23
图 27: 掌趣科技 2015-2020Q1 期间费用情况.....	24
图 28: 掌趣科技 2017Q3-2020Q1 单季度期间费用情况.....	25
图 29: 掌趣科技 2015-2020Q1 经营现金流与归母净利比值.....	26
图 30: 掌趣科技 2015-2020Q1 经营现金流与归母净利比值.....	26
图 31: 掌趣科技 2015-2020Q1 投资活动产生的现金流量净额情况 (单位: 亿元).....	27
图 32: 2008-2020Q1 中国移动游戏市场规模及增速.....	28
图 33: 2008-2020Q1 中国移动游戏用户规模及同比增速.....	29
图 34: 2008-2020Q1 中国移动游戏市场 ARPU 值及同比增速.....	29
图 35: 2016Q3-2020Q1 腾讯网易手机游戏市场份额.....	30
图 36: 2019 年收入前 100 移动游戏产品数量分布	30
图 37: 2019 年收入前 100 移动游戏产品收入分布	30
图 38: 2018-2019 年流水 TOP100 移动游戏中各类型游戏流水分布.....	31

图 39: 2018-2019 年流水 TOP100 移动游戏中各类型游戏数量分布	31
图 40: 19 年 6 月-8 月掌趣科技买量排名	33
图 41: 巨量引擎 19Q3 买量 top10	33
图 42: 2008-2020Q1 年中国自研游戏海外市场销售收入	34
图 43: 2019 年中国自研游戏出海类型及收入分布	34
图 44: 2018 年 4 月-2020 年 3 月主要游戏公司出海收入排名	35
图 45: 《拳皇 98 终极之战 OL》近三个月排名趋势	37
图 46: 《奇迹 MU: 觉醒》近三个月排名趋势	37
图 47: 《一拳超人》近三个月排名趋势	37
图 48: 《一拳超人》香港地区 3-5 月畅销榜排名趋势	38
图 49: 《一拳超人》台湾地区 3-5 月畅销榜排名趋势	38
图 50: 掌趣科技与顶级 IP 合作情况	39
图 51: 《街霸: 对决》	40
图 52: 《全民奇迹 2》	40
图 53: 掌趣科技 2017-2019 研发投入及占营收比重	41
图 54: 掌趣科技 2017-2019 研发人员数量及占比	41
图 55: 掌趣科技 2017-2019 人均研发投入 (单位: 万元)	41
图 56: A 股主要游戏公司 2017-2019 年研发投入合计 (单位: 亿元)	42
图 57: A 股主要游戏公司 2017-2019 年研发投入占营收比例 (%)	42
图 58: A 股主要游戏公司 2017-2019 年研发人员数量 (单位: 人)	42
图 59: 掌趣科技 2016-2019 年商誉情况	43
图 60: 国金天吉股权穿透图	44
图 61: 南山蓝月股权穿透图	45
表 1: 并购子公司情况	6
表 2: 截至 2020 年 5 月 29 日掌趣科技前十大股东持股情况	7
表 3: 掌趣科技高管情况	9
表 4: 掌趣科技 2019 年主要游戏境外收入 (亿元) 及占比	10
表 5: 掌趣科技收入确认方法、成本构成	17
表 6: 掌趣科技 2017-2019 分地区营收 (亿元) 及占比、同比 (%) 情况	19
表 7: 掌趣科技 2018-2019 年成本构成情况	22
表 8: 掌趣科技 2016-2019 年各类别员工数量 (人) 及变动情况	25
表 9: 掌趣科技近年各项资产减值损失情况 (单位: 百万元)	27
表 10: 截至 19 年 12 月 31 日掌趣科技商誉余额情况 (单位: 百万元)	27
表 11: 掌趣科技 2019 年末长期股权投资情况 (单位: 百万元)	28
表 12: 头部奇迹手游历史成绩梳理	31
表 13: 网蝉 2016-2019 业绩情况及公司持股比例变化情况	32
表 14: 2018-2019 游戏买量市场相关数据	33
表 15: 掌趣科技研发团队情况	35
表 16: 掌趣科技手游历史表现	36
表 17: 掌趣科技手游出海表现	36

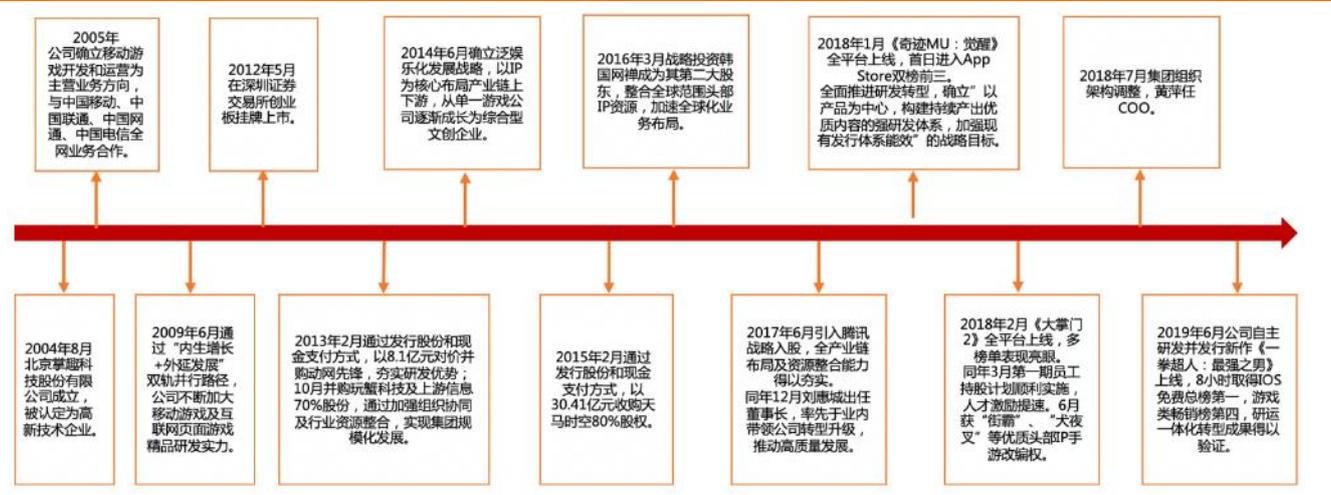
表 18: 掌趣科技游戏 pipeline.....	39
表 19: 掌趣科技旗下子公司商誉及业绩情况	43
表 20: 掌趣科技其他非流动金融资产投资情况 (单位: 亿元)	43
表 21: 掌趣科技其他权益工具投资情况	44
表 22: 可比公司质押率情况.....	45
表 23: 可比公司估值.....	46

1. 公司介绍：天马时空领衔的综合型移动游戏研发商和运营商

掌趣科技是国内领先的移动终端游戏开发商、发行商和运营商。北京掌趣科技股份有限公司成立于2004年，是国家高新技术企业和双软认证企业。2005年公司确立移动游戏开发和运营为主营业务方向，2009年6月通过“内生增长+外延发展”的双轨并行路径，公司不断加大移动游戏及互联网页面游戏的精品研发实力。2012年5月在深交所挂牌上市。

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。2013年开始，动网先锋、玩蟹科技、上游网络、天马时空等行业领军企业先后加入掌趣大家庭，此外，公司战略投资了韩国网禅、掌阅科技等泛娱乐上下游企业。通过内生加外延的整合、协同，掌趣科技的移动游戏和网页游戏产品全面覆盖了TCG、重度ARPG、休闲、赛车、FPS、SPG、SLG+TD等主流游戏类型。

图 1：掌趣科技历史沿革



资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.1. 公司历史：13 年开始持续并购，具备多产品线业务版图

公司上市后频繁并购，迅速扩大规模，自2013年开始先后并购动网、玩蟹、上游、天马四家重要的子公司，实现横向规模化发展。

表 1：并购子公司情况

子公司	业绩情况
天马时空	<ul style="list-style-type: none"> 创始人刘惠城，2015/2018 年被掌趣收购 80%/20% 股权，收购对价分别为 26.78 亿/2.5 亿； 擅长 MMORPG 大作类，代表作《全民奇迹》、《奇迹觉醒》、《大掌门 2》；
玩蟹科技	<ul style="list-style-type: none"> 2013 年被掌趣收购 100% 股权，对价为 17.39 亿元； 产品涉及历史、武侠、魔幻等多种题材，涵盖角色扮演、策略、卡牌、动作等多品类，代表作《大掌门》、《拳皇 98》、《穿越吧！主公》、《一拳超人》；
上游网络	<ul style="list-style-type: none"> 2013/2015 年被掌趣收购 70%/30% 股权，逐渐成为全资子公司，收购对价分别为 8.14 亿/3.64 亿； 擅长塔防类，代表作《塔防三国志》、《大圣顶住》、《QQ 空间农场》；
动网先锋	<ul style="list-style-type: none"> 2013 年被掌趣收购，对价 8.1 亿元； 主营页游、手游研发、代理发行、运维，代表作《商业大亨》、《街头篮球》；

资料来源：各子公司网站、公司公告、天风证券研究所

1.2. 股权情况：刘惠城接手掌趣，奠定重生机遇

1.2.1. 前董事长姚文彬减持情况梳理

截止 2020 年 5 月 29 日，掌趣科技最大股东为前董事长姚文彬，持股占比接近 7%，其未参与公司日常经营管理。2016 年 8 月姚文彬辞职，持续减持公司股票 27.03 亿。

2017 年 12 月，刘惠城出任掌趣科技董事长。截至 20 年 5 月底，刘惠城持有 1.67 亿股，占总股本的 6.05%，占高管持股比例的 99.96%，刘惠城持续增持公司股票展现对公司的长期信心。

表 2：截至 2020 年 5 月 29 日掌趣科技前十大股东持股情况

股东名称	持股数量(百万股)	占总股本比例(%)	备注
姚文彬	192.51	6.98	高管以外个人
刘惠城	166.89	6.05	高管
中国工商银行股份有限公司-中欧时代先锋股票型发起式证券投资基金	60.47	2.19	证券投资基金
林芝腾讯科技有限公司	55.42	2.01	境外法人
中国工商银行股份有限公司-银华中小盘精选混合型证券投资基金	55.25	2.00	证券投资基金
中国工商银行股份有限公司-东方红产业升级灵活配置混合型证券投资基金	53.40	1.94	证券投资基金
全国社保基金一一八组合	51.00	1.85	其他
香港中央结算有限公司(陆股通)	43.81	1.59	其他
基本养老保险基金一二零六组合	37.28	1.35	其他
邓攀	31.35	1.14	高管以外个人
合计	747.37	27.10	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

自 2015 年 3 月至 2018 年 6 月，姚文彬累计减持公司 3.63 亿股，减持比例约为 13.14%，其中：

- 2015 年 3 月至 2016 年 7 月，姚文彬通过大宗交易方式减持股份，累计减持股份比例 4.06%；
- 2017 年 6 月 26 日-30 日，姚文彬共减持 5541.75 万股，占总股本的 2%，受让方为腾讯，减持均价为 7.73 元；
- 2018 年 3 月 19 日-21 日，姚文彬共减持 5515 万股，占总股本的 2%，受让方为员工持股计划，减持均价为 5.82 元，第一期员工持股计划存续期为 2018 年 2 月 27 日至 2020 年 2 月 26 日，并已在存续期内于 2019 年 12 月 6 日公告减持完毕；
- 2018 年 6 月 11 日，姚文彬协议转让 1.4 亿股，占总股本的 5.08%，减持受让方为刘惠城，均价 5.13 元。

1.2.2. 腾讯入股：引进腾讯战略入股夯实渠道基础

2017 年，公司围绕游戏业务进行资源整合，引入林芝腾讯科技有限公司作为战略合作伙伴，增强了公司在发行、渠道、运营端的行业竞争力。公司已经与腾讯方面开展并建立了良好的业务合作关系，资本层面的结合是研发优势公司与领先的平台公司强强联合的双赢模式，将进一步深化业务合作创造更好条件，使公司业务发展再上一个新台阶。

2017 年 6 月 20 日，公司控股股东、实际控制人姚文彬持有公司股份 4.43 亿股，占总股本 15.99%。为引入重要战略合作伙伴腾讯，姚文彬通过大宗交易转让 5541.75 万股，具体受

让方为林芝腾讯科技有限公司（深圳市腾讯产业投资基金有限公司的全资子公司），交易完成后，林芝腾讯将持有掌趣科技 5541.75 万股，占公司总股本的 2.00%。

1.3. 董事及高管情况：内部改革，焕然一新

公司现任董事长刘惠城于 2017 年底至 2018 年，进行了一系列内部改革，提出阶段性战略目标为：以产品为核心，构建持续产出优质内容的强研发体系，提升现有发行体系能效。结构上完成新一轮组织架构改革，业务上完成了 H5 和虚幻引擎框架搭建，提升研运能力。

图 2：刘惠城改革情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

研发转型是刘惠城力主推动的结构性改革，主要是因为：1) **外部环境加速变化**。手游市场从红利到红海，行业周期拐点已过，集中度加剧导致存量用户流动性变慢，依托精品内容以及突出品质才有竞争力。2) **企业内部成长需求**。掌趣虽在特定品类手游研发上具备一定积累优势，但组织力不够强，壁垒性不强，研发产能不足、人才密度不够。

在刘惠城推动下，公司完成了新一轮的组织架构改革，由集团和子公司各自为战的松散协同正式调整为研发、运营、平台三大业务板块，实行统筹管理和考核。

- **研发线**是公司未来发展的关键，由刘惠城亲自带队，聚焦三大产品类型：侧重技术革新和画面表现的领导型产品、具备特定 IP 或美术风格的细分型产品、定位新兴市场突破的流量型产品。公司已整合完毕三大工作室群，目前有 7 至 8 款产品并行研发；
- **运营线**由 COO 黄萍负责，是公司统筹资源，经营协同、战略制定的核心，将全面整合国内发行、海外发行、商务、投资、企划等集团子业务，主导各业务模块经营管理、成本控制、商务拓展等运营工作；
- **平台线**包含财务、证券、法务、人力、公共事务等支撑部门，运用上市公司平台和资源，支持业务部门。

表 3：掌趣科技高管情况

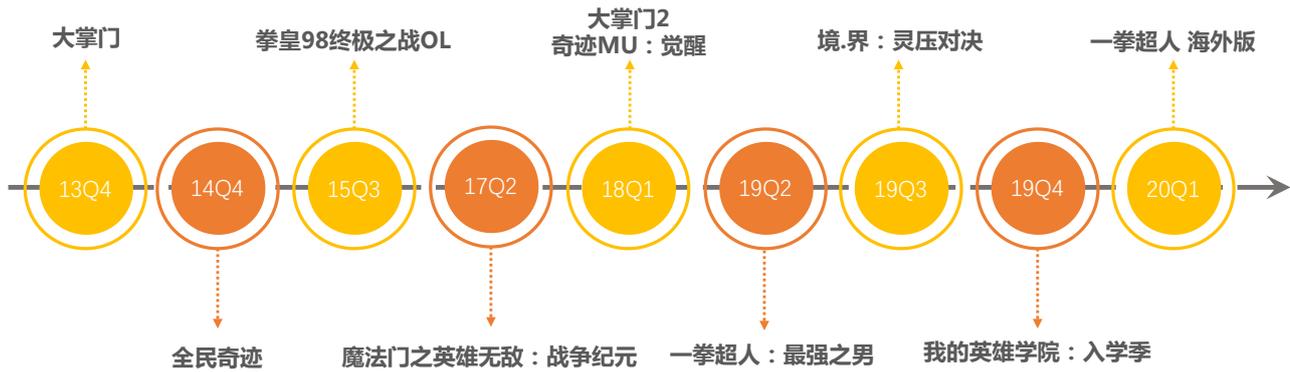
姓名	职位	经历
刘惠城	董事长、董事、总经理	曾任北京聚水联动科技有限公司执行董事、总经理，北京久播网络技术有限公司监事，北京天马合力科技中心（有限合伙）执行事务合伙人。目前兼任北京双城兄弟科技有限公司执行董事、经理，上海今誉科技中心（有限合伙）执行事务合伙人。
黄迎春	董事、财务负责人、副总经理	高级会计师、注册会计师、注册评估师、注册税务师、国际注册内部审计师。历任北京中洲光华会计师事务所有限公司高级经理、天健正信会计师事务所有限公司高级经理、大华会计师事务所有限公司高级经理。2012 年 12 月加入公司担任公司财务总监，2013 年 6 月起担任公司财务负责人，2013 年 10 月起担任公司董事，2018 年 12 月起担任公司副总经理。
姚文哲	副总经理	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。
黄萍	COO	曾任恺英网络国际业务总经理。
张沛	副总经理	清华大学毕业。历任北京龙迹天地科技有限公司手机游戏部门总监，掌趣科技手游事业部产品总监等。
姬景刚	副总经理	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，现任公司副总经理。
程骏	玩蟹科技总经理	历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。现任公司之全资子公司北京玩蟹科技有限公司总经理。
牟正文	上游信息科技总经理	历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。现任公司之全资子公司上游信息科技（上海）有限公司董事、总经理。
王娉	董事、副总经理、董事会秘书	曾任北京金和软件股份有限公司法务主管，北京慧点科技股份有限公司法务经理。2010 年加入公司，2010 年至 2017 年 10 月担任公司证券事务代表，2017 年 10 月起担任公司副总经理、董事会秘书，2018 年 4 月起担任公司董事。
程莉	副总经理	历任北京九千标准质量体系认证中心审核计划专员、北京华旗资讯数码科技有限公司人力资源经理、中兴通讯股份有限公司海外区域人力资源总监、威盛电子股份有限公司中国区人力高级经理、李宁（中国）体育用品有限公司人力资源总监、完美世界（北京）网络技术有限公司人力资源高级总监。现任公司之全资子公司北京天马时空网络技术有限公司人力资源高级总监。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.4. 公司业务：深耕移动终端游戏，“三大支柱” 积聚研发及发行能力，多次迭代提升长线运营能力

掌趣科技深耕网络游戏尤其是移动游戏的开发、发行和运营。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。以“产品为中心，构建持续产出优质内容的强研发体系，并提升现有发行体系能效”为战略方向，以“精品化、国际化、大 IP 协同”为发展战略，积极聚合行业优势资源，深化团队整合，加强研发壁垒构建，进一步加强研发实力、提升国内及海外发行能力。

图 3：掌趣科技主要游戏产品上线时间



资料来源：公司官网、TapTap、公司公告、天风证券研究所

公司业务主要分为移动终端游戏业务和互联网页面游戏业务，业务重点是移动终端游戏。公司近年在 MMO、卡牌等主流手游品类中建立较为完善的研发管理体系并取得优势，同时布局二次元、动漫等细分领域，面向不同市场定位及用户人群建立多元化产品矩阵。

2018 年在外部环境变化及企业内部成长需求的双重动因下，公司积极研发转型，构建研发壁垒，提高研发产能并优化产能结构，集中核心资源在游戏品质上突破创新，以技术、产品、内容推动企业可持续发展。公司初步完成了 H5 和虚幻游戏引擎框架搭建，连同公司所擅长的 Unity3D 研发框架，成为公司保有研发优势的“三大支柱”。2019 年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。《一拳超人：最强之男》在 2019 年为公司带来收入 2.64 亿元。

在境外游戏收入方面，2019 年《拳皇 98 终极之战 OL》及《奇迹：觉醒》合计占到境外游戏业务收入的 86.5%。2019 年 2 月《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 TOP5，并荣获 2019 Google Play 年度最佳对战游戏奖；2020 年 1 月《一拳超人：最强之男》上线港澳台地区，上线以来持续位于港澳台地区 APP Store 及 Google play 榜单前列。

表 4：掌趣科技 2019 年主要游戏境外收入（亿元）及占比

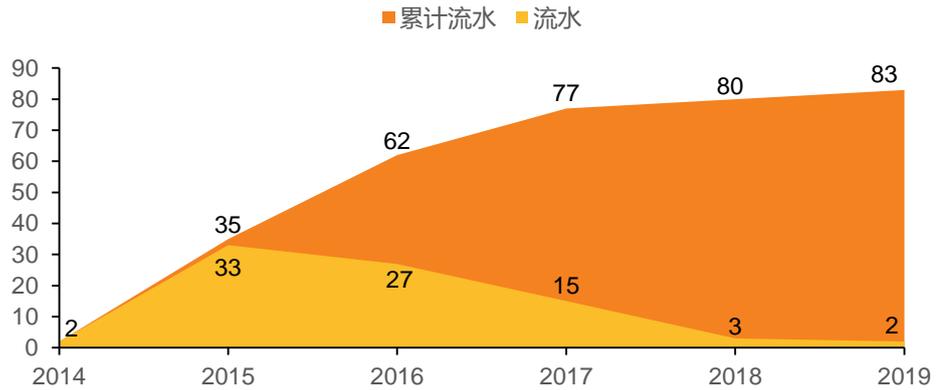
游戏名称	境外收入	占公司境外收入比例	占公司总收入比例
拳皇 98 终极之战 OL	3.12	47.19%	19.28%
奇迹：觉醒	2.60	39.34%	16.08%
魔法门之英雄无敌：战争纪元	0.35	5.33%	2.18%
塔防三国志 II	0.17	2.62%	1.07%
全民奇迹	0.16	2.48%	1.02%
境外收入合计	6.61	100%	40.87%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司三款 S 级大制作为《全民奇迹 MU》、《奇迹 MU：觉醒》、《拳皇 98 终极之战 OL》，上线以来版本迭代更新次数多催化流水提升，长线运营能力强，为公司贡献稳定流水。2019 年上线的《一拳超人》表现亮眼，为公司带来新活力。

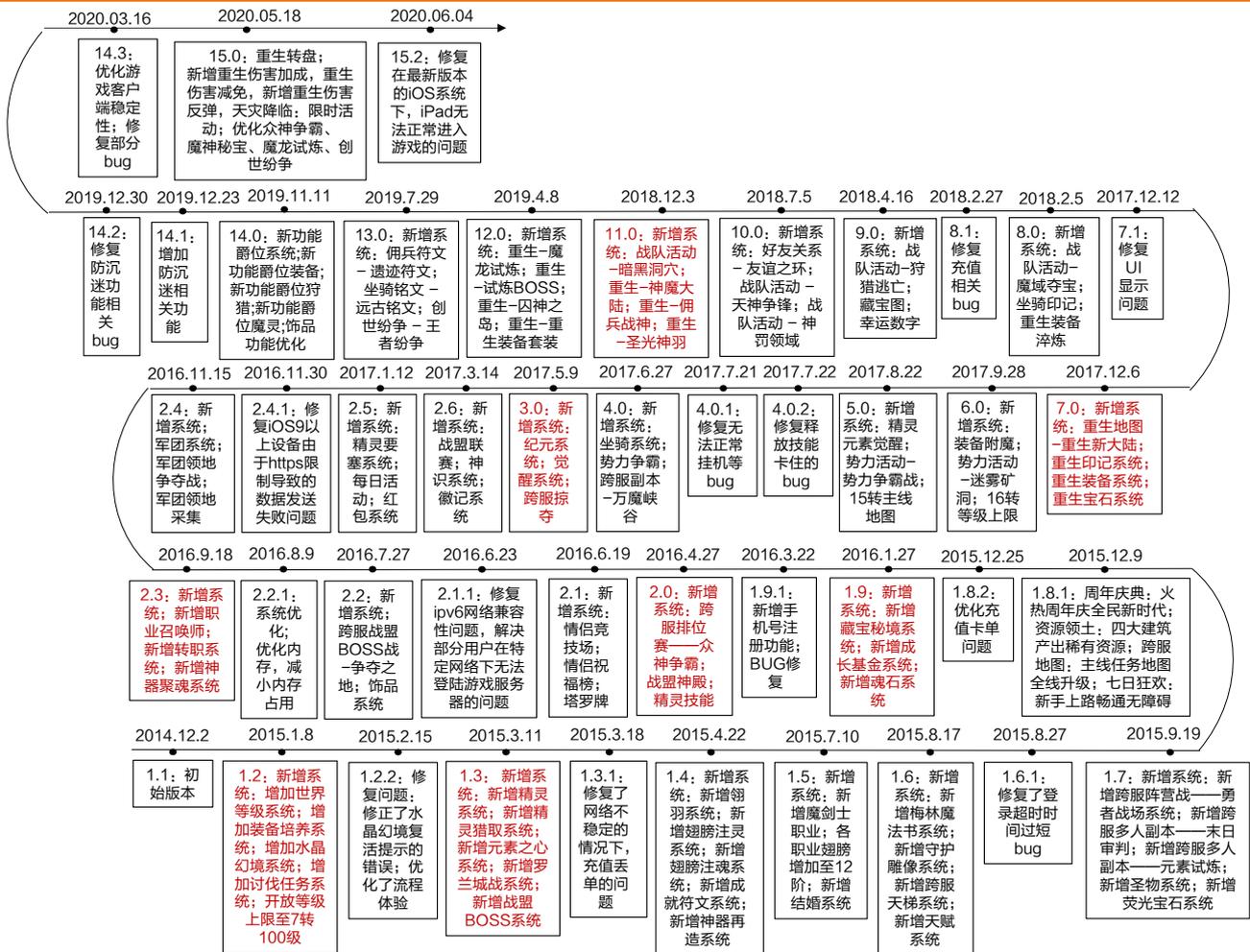
- **《全民奇迹 MU》**：于 2014 年 12 月正式全平台上线，是一款获得韩国网禅十年经典网游《奇迹 MU》正版授权的 3D 角色扮演动作手游。全民奇迹采用 Unity3D 引擎打造，完美重现了端游的精美 3D 画面。全民奇迹更集成了装备养成、人物养成、Boss 挑战、在线交易、战盟 PK 等海量内容。全网首日流水突破 2600 万，成为全球顶级 MMORPG 手游标杆，截止 2019 年累计流水突破 83 亿元。

图 4:《全民奇迹》上线至 2019 年流水统计 (亿元)



资料来源:公司公告、天风证券研究所

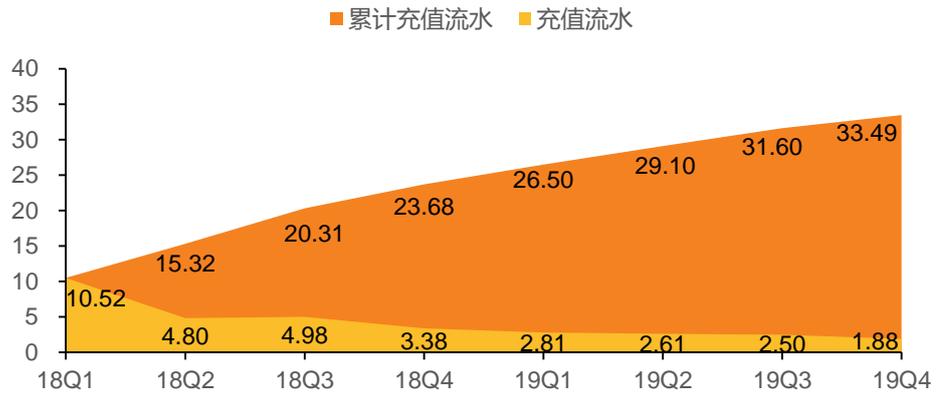
图 5:《全民奇迹 MU》迭代版本情况 (上线共 68 个月, 迭代更新 45 个版本)



资料来源:七麦数据、天风证券研究所; 注: 标红为版本迭代催化流水明显提升

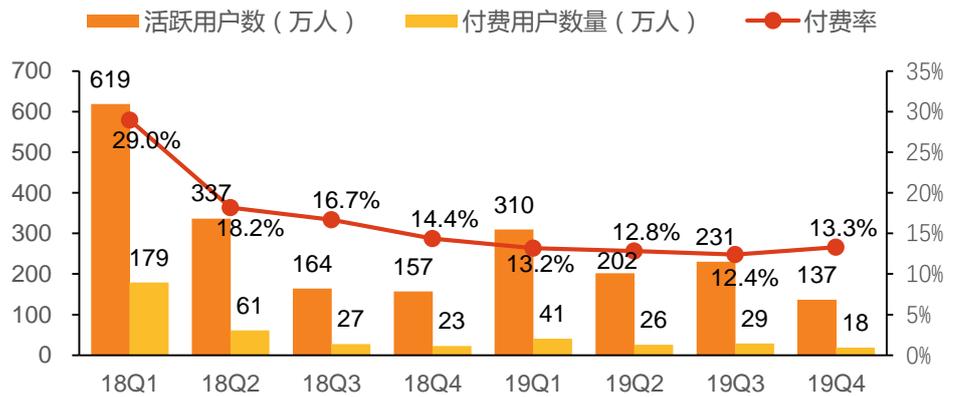
- **《奇迹 MU: 觉醒》**: 于 2018 年 1 月全平台上线, 是一款魔幻 MMORPG 手游, 游戏画面制作精良, 拥有创新跨系统社交 PK, 增强玩家粘性。上线首日就进入 App Store 双榜前三, 首年流水达 24 亿元, 19 年总流水近 10 亿元。

图 6:《奇迹 MU: 觉醒》2018 年上线后各季度充值流水统计 (亿元)



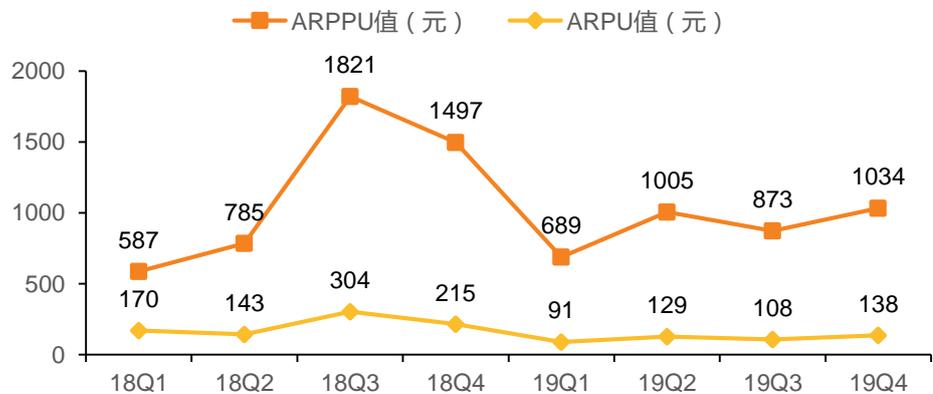
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 7:《奇迹 MU: 觉醒》2018 年上线后各季度用户数据



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 8:《奇迹 MU: 觉醒》2018 年上线后各季度 ARPPU 及 ARPU 值

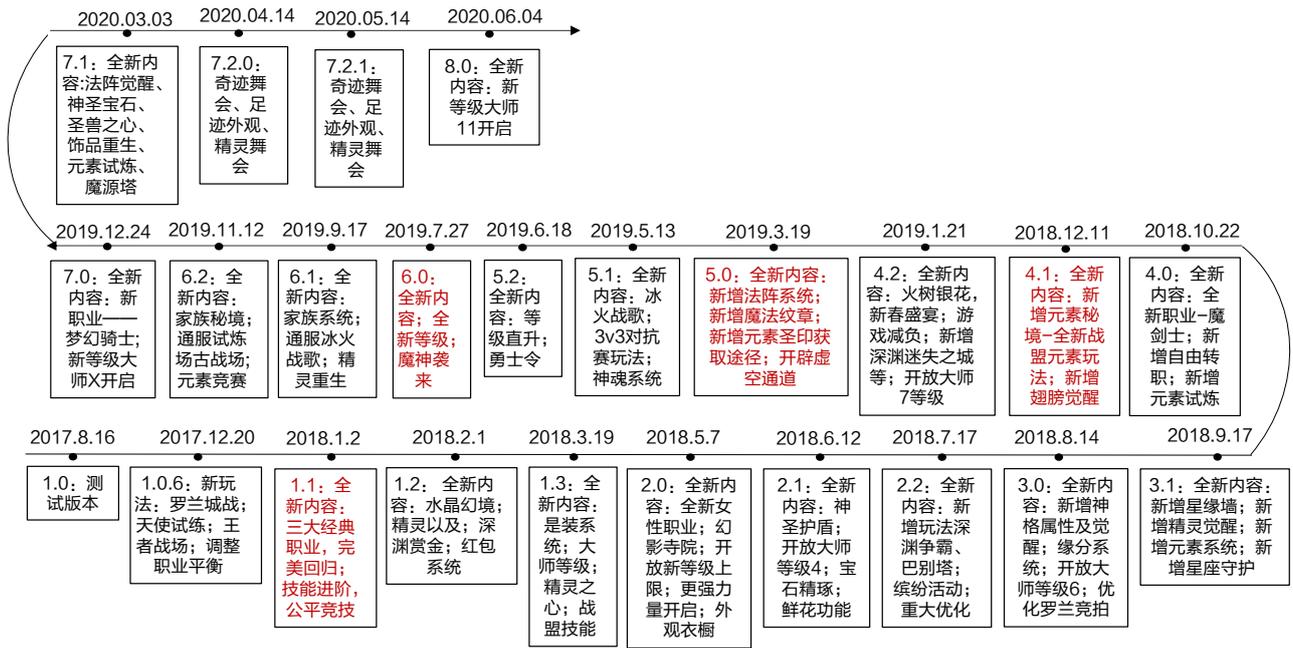


资料来源: 公司公告、天风证券研究所

《奇迹 MU》上线后付费率保持稳定, ARPPU 及 ARPU 值仍保持较高水平, 反映游戏的长期盈利能力。18Q1 游戏上线, 活跃用户数达到 619 万, 付费率高达 29.0%; 18Q3, 随着付费意愿和能力较强的核心用户沉淀、配合相应的运营活动和版本内容更新, 同时付费

户数量减少，导致 ARPPU 值大幅提高。

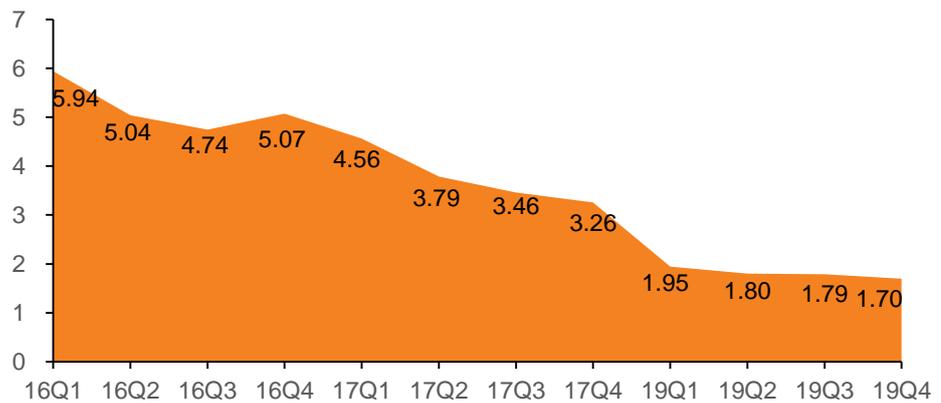
图 9：《奇迹 MU：觉醒》迭代版本情况（上线共 35 个月，迭代更新 24 个版本）



资料来源：七麦数据、天风证券研究所；注：标红为版本迭代催化流水明显提升

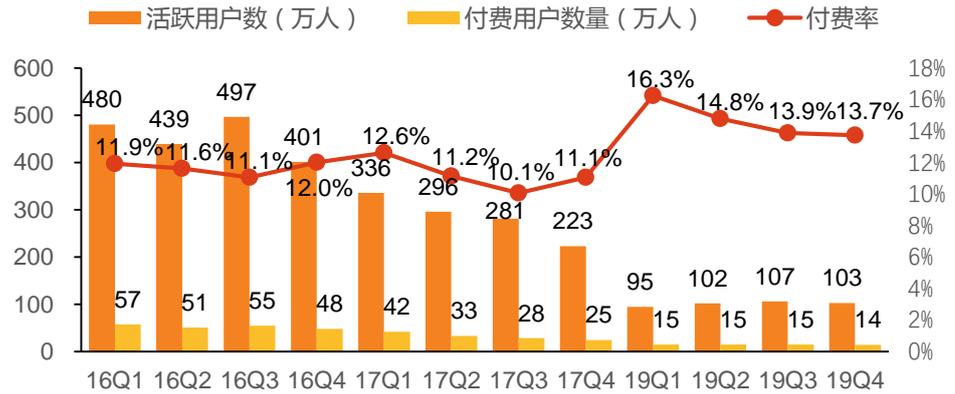
- **《拳皇 98 终极之战 OL》**: 于 2015 年 7 月上线，是一款 SNK 正版授权连击卡牌手游，高度还原拳皇经典格斗家形象和技能，突破传统卡牌战斗模式，创新的连击战斗。成为掌趣科技首款月流水过亿的 S 级精品大作，上线数小时即取得双榜第一、畅销榜 top2 的优异成绩。

图 10：《拳皇 98 终极之战 OL》2016-2019 各季度流水统计（亿元）



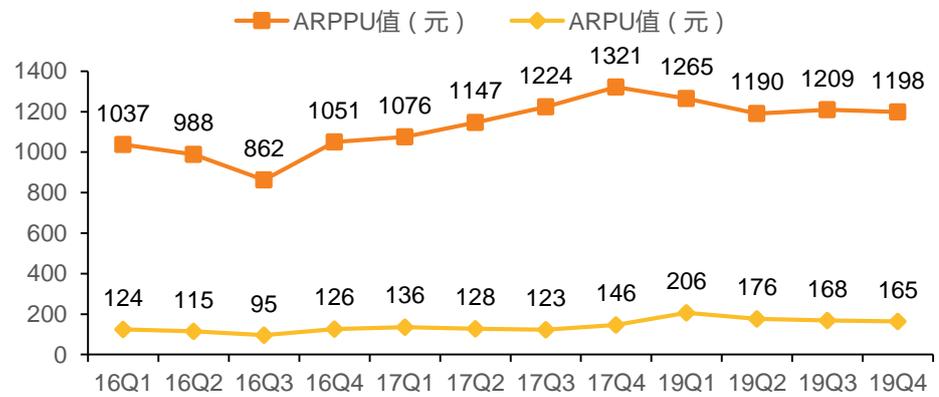
资料来源：公司公告、天风证券研究所，注：18 年数据未公布，无法统计累计流水

图 11:《拳皇 98 终极之战 OL》2016-2019 各季度用户数据



资料来源:公司公告、天风证券研究所,注:18年数据未公布

图 12:《拳皇 98 终极之战 OL》2016-2019 各季度 ARPPU 值及 ARPU 值



资料来源:公司公告、天风证券研究所,注:18年数据未公布

《拳皇 98》上线以来,尽管由于游戏生命周期的原因,活跃用户数和付费用户数出现明显下滑,但是通过版本更新和持续优化,保持了较高的付费率,且 ARPPU 及 ARPU 数据也比较稳定,没有出现明显下滑。

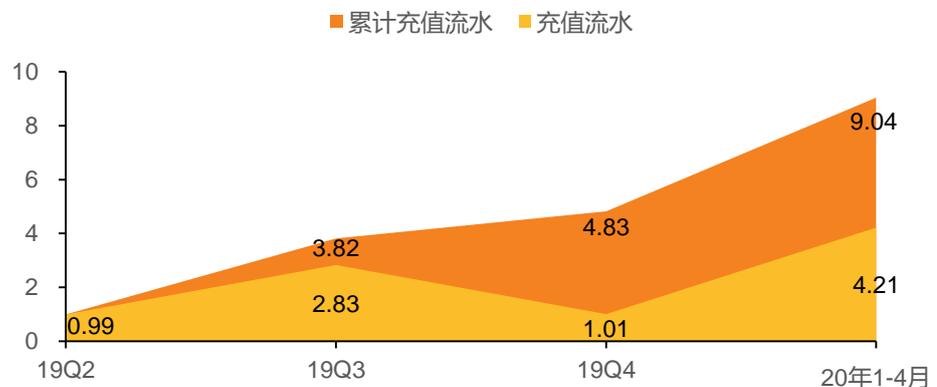
图 13: 《拳皇 98 终极之战 OL》迭代版本情况 (上线共 60 个月, 迭代更新 34 个版本)



资料来源: 七麦数据、天风证券研究所; 注: 标红为版本迭代催化流水明显提升

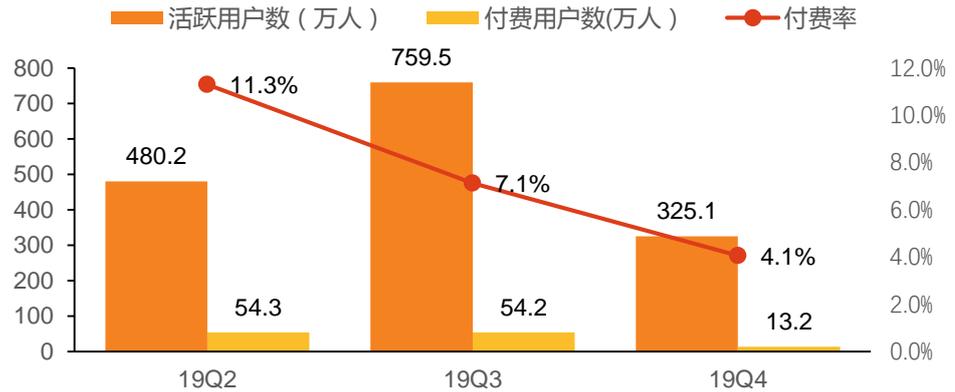
- 《一拳超人: 最强之男》:** 2019年6月《一拳超人: 最强之男》上线中国大陆, 上线首日便取得了 App Store 免费总榜第一、游戏类畅销榜 4。2020年1月《一拳超人: 最强之男》上线港澳台地区, 上线以来持续位于港澳台地区 APP Store 及 Google play 榜单前列。截止 2020年4月30日, 该游戏累计收入达到 5.0 亿元, 总充值流水近 9.0 亿元。活跃用户数达到 1889.2 万人。2020年通过多次版本更新, 丰富游戏内容, 2020年1-4月游戏流水达 4.21 亿元。6月, 推出了一周年庆特别版本及相关活动, 其中包含首届跨服实时对战锦标赛。随着周年庆活动的陆续推出, 这一赛事也成功完成了举办, 正式落下帷幕。

图 14: 《一拳超人: 最强之男》2019 年上线后各季度流水 (亿元)



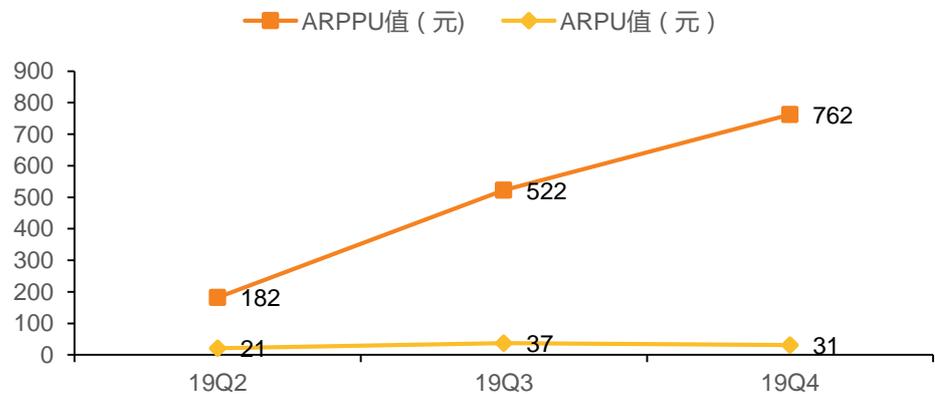
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 15: 《一拳超人: 最强之男》2019 年上线后各季度用户数据



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

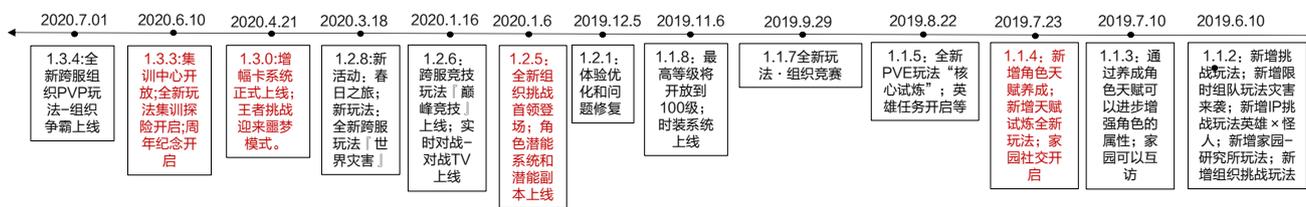
图 16: 《一拳超人: 最强之男》2019 年上线后各季度 ARPPU 值及 ARPU 值



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

《一拳超人》上线以来 ARPPU 值持续增长, 说明了核心用户的付费意愿和能力较高。截止 2020 年 4 月 30 日, 活跃用户数达到 1889 万, 付费用户数达到 146 万, 付费率为 7.77%, 与公司其他游戏付费率有一定差距。《一拳超人: 最强之男》于 6 月推出了一周年庆特别版本及相关活动, 其中包含首届跨服实时对战锦标赛, 下载量有较大的提升, 付费率有望进一步提高。

图 17: 《一拳超人: 最强之男》上线以来迭代版本情况



资料来源: 七麦数据、天风证券研究所

表 5：掌趣科技收入确认方法、成本构成

项目	确认方法或项目构成
移动终端单机游戏	在收到电信运营商或服务商提供的计费账单并经公司相关部门核对结算金额后，确认为收入
收入	<p>1) 公司官网运营的自有网络游戏：道具收费模式下，在游戏玩家实际使用虚拟货币购买虚拟道具时确认收入</p> <p>2) 公司官网运营的合作网络游戏、司与网络游戏平台合作运营的网络游戏：在取得合作方提供的按协议约定计算并经双方核对无误的计费账单后，确认为收入</p>
移动终端联网游戏、互联网页面游戏	<p>2) 公司官网运营的合作网络游戏、司与网络游戏平台合作运营的网络游戏：在取得合作方提供的按协议约定计算并经双方核对无误的计费账单后，确认为收入</p>
成本	<p>主要包括产品分成、渠道分成、市场推广、版权摊销、人工成本、运营费用。2019 年之前市场推广费计入成本，2020 年起公司执行新收入准则将推广费从主营业务成本调至销售费用核算。其中：</p> <p>1) 渠道分成：主要是《拳皇 98 终极之战 OL》使用 Kakao 渠道在韩国发行相应需支付渠道分成等。</p> <p>2) 市场推广费：主要与游戏运营方式有关，授权发行方独家代理运营则推广费用较少。（2019 年之前市场推广费用在主营业务成本中核算，2020 年调至销售费用核算）</p> <p>3) 版权摊销：年末会根据市场情况测算可回收金额相应计提减值准备，从而对下一年度版权摊销额产生影响。</p> <p>4) 人工成本：游戏业务运营人员相关的职工薪酬等成本。</p>
费用	<p>1) 销售费用：销售人员相关的职工薪酬、差旅及招待费、宣传费、办公及水电费、股权激励及市场推广费用。（2019 年之前市场推广费用在主营业务成本中核算，2020 年调至销售费用核算）</p> <p>2) 管理费用：管理人员相关的职工薪酬、房租及物业费、中介费用、办公及水电费、折旧及摊销、差旅及招待费、邮电通讯费、会议费、车辆费、股权激励及其他。</p> <p>3) 研发费用：研发人员有关的职工薪酬、折旧及摊销、房租物业费、办公及水电费、委外的设计服务、差旅交通费、装修费、股权激励及其他。</p> <p>4) 财务费用：利息支出、汇兑损益、银行手续费。</p>

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 财务分析：调整期已过，自研手游、游戏出海快速发展

2.1. 营收和利润分析：调整期已过，未来产品上线有望产生业绩弹性贡献

营收：公司营收情况随产品上线周期波动，根据公司 19 年报披露，2019 年实现营收 16.17 亿元，同比下降 17.93%，收入较上年同期下降，主要系公司自研重点游戏产品如《真红之刃》上线时间延迟，但已上线游戏表现亮眼，其中《一拳超人：最强之男》19 年 6 月 19 日上线，市场表现出色，ios 畅销榜峰值排名 4，首月流水 2 亿超市场预期。《我的英雄学院：入学季》于 19 年 10 月 19 日上线，首日登顶免费榜，峰值畅销榜排名约 30 名。其他产品预计将在 2020 年陆续上线，业绩改善有望逐步改善。2020 年 1 月《一拳超人：最强之男》上线港澳台地区，上线以来持续位于港澳台地区 APP Store 及 Google play 榜单前列。20Q1 实现营收 4.09 亿元，同比增长 14.97%，主要系《一拳超人：最强之男》海外市场表现出色所致。

图 18：掌趣科技 2015-2020Q1 营业收入及增速



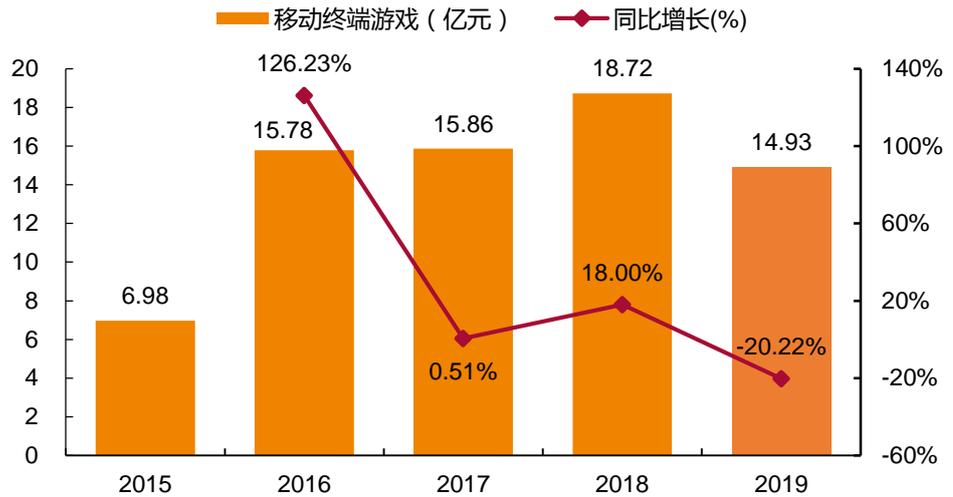
资料来源：公司公告、天风证券研究所

分业务看，公司主要依靠移动终端游戏拉动收入。19 年移动终端游戏收入 14.93 亿元，同比下降 20.22%，主要系 18 年基数大及 19 年重点自研手游上线时间延迟。

分地区看，公司近三年大力开展海外业务，海外市场开拓和发展局面良好。2019 年海外地区营收 6.61 亿元，同比增长 1.11%，海外地区营收占比为 40.87%，同比上升 7.70pct。整体营收下降的同时，海外营收仍然略有增长，标志着公司出海能力强劲。公司凭借突出的国际化发行及协同能力、优秀的海外发行能力，《奇迹 MU：觉醒》、《拳皇 98 终极之战 OL》、《魔法门之英雄无敌：战争纪元》在海外地区发行取得了优异成绩。公司将持续推进海外业务，与海外游戏公司建立 IP 授权及代理发行等合作关系。

公司以“产品为中心，构建持续产出优质内容的强研发体系，并提升现有发行体系能效”为战略方向，以“精品化、国际化、大 IP 协同”为发展战略，积极聚合行业优势资源，深化团队整合，加强研发壁垒构建，进一步加强研发实力、提升国内及海外发行能力。公司自研产品《一拳超人：最强之男》于 6 月 19 日上线，该款产品由公司自己发行。2019 年下半年，公司陆续推出《境·界：灵压对决》、《我的英雄学院：入学季》等多款不同类型游戏产品，原有产品及新产品的海外发行也将继续推进，公司积聚的优势研发产能和高效发行能力将逐步体现。

图 19：掌趣科技 2015-2019 移动终端游戏营收及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 6：掌趣科技 2017-2019 分地区营收 (亿元) 及占比、同比 (%) 情况

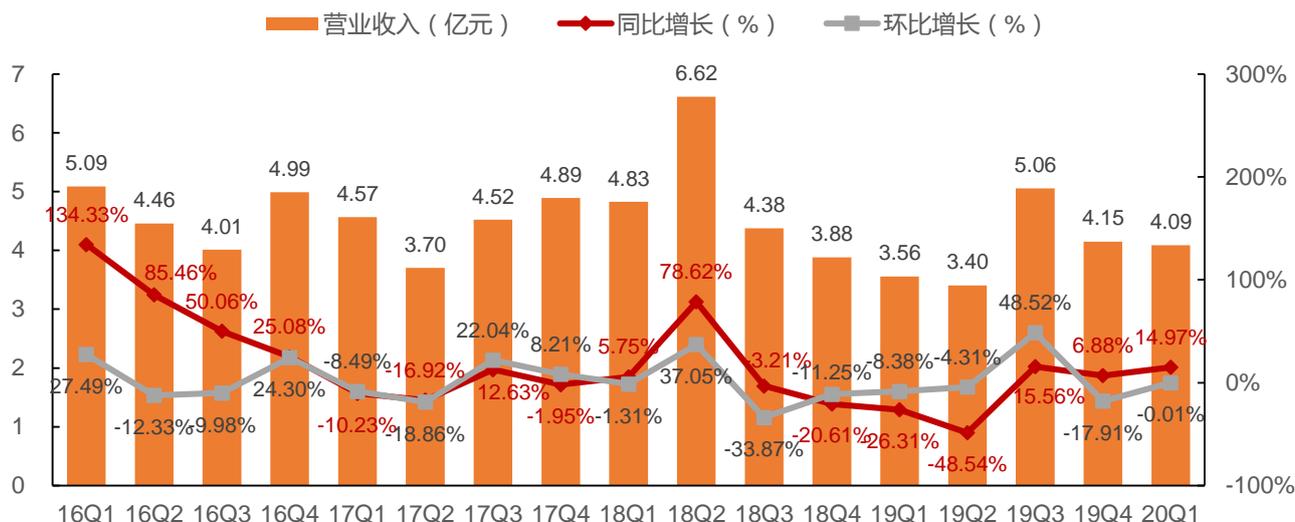
地区	2017 年		2018 年		2019 年			
	金额 (亿)	占营业收入比重	金额 (亿)	YOY	占营业收入比重	金额 (亿)	YOY	占营业收入比重
国内	9.21	52.06%	13.17	43.04%	66.83%	9.56	-27.39%	59.13%
境外	8.48	47.94%	6.54	-22.90%	33.17%	6.61	1.11%	40.87%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

分季度看，公司营收波动受到游戏上线的影响。

- 由于 18Q2 起无产品上线，18Q2 起营收下滑明显。
- 19Q1 实现营收 3.56 亿，同比下降 26.3%，环比下降 8.4%；19Q2 营业收入 3.40 亿元，同比下滑 48.5%，环比下降 4.3%。19H1 业绩下滑主要系 18Q1 两款自研产品《奇迹 MU：觉醒》和《大掌门 2》上线，18H1 基数大，及新游《一拳超人：最强之男》于 6 月 19 日上线，业绩期内贡献有限。
- 19Q3 营收 5.06 亿，同比增长 15.56%，环比增长 48.52%，主要系《一拳超人：最强之男》流水贡献。
- 19Q4 营收 4.15 亿，同比增长 6.88%。
- 20Q1 实现营收 4.09 亿元，同比增长 14.97%，主要系《一拳超人：最强之男》海外市场表现出色所致。

图 20：掌趣科技 2016Q1-2020Q1 单季度营收及同比、环比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

归母、扣非净利润：

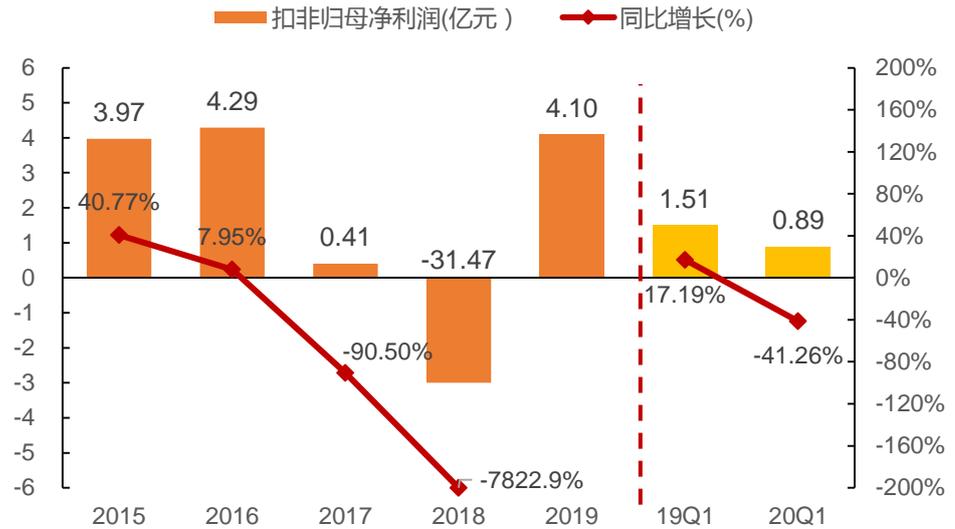
- 公司 2018 年归母净利润-31.5 亿，同比下降 1293.6%，主要系公司计提资产减值损失合计 36.82 亿元，其中商誉减值损失 33.8 亿元，长期股权投资减值损失 1.09 亿元，可供出售金融资产减值损失 1.5 亿元。
- 公司 2019 年归母净利润 3.64 亿元，比上年同期增加 35.14 亿元，主要系上年同期资产减值损失金额较大所致，扣非后净利润 4.10 亿。19 年末公司计提信用减值损失 0.14 亿元，资产减值损失 0.81 亿元，对公司 2019 年度利润总额的影响为 0.95 亿元。

图 21：掌趣科技 2015-2020Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所注：18 年公司确认大额商誉减值，净利大幅下降，为减少异常值对净利趋势影响，将 18 年的净利数据进行调整以突显趋势

图 22: 掌趣科技 2015-2020 Q1 扣非归母净利润及增速

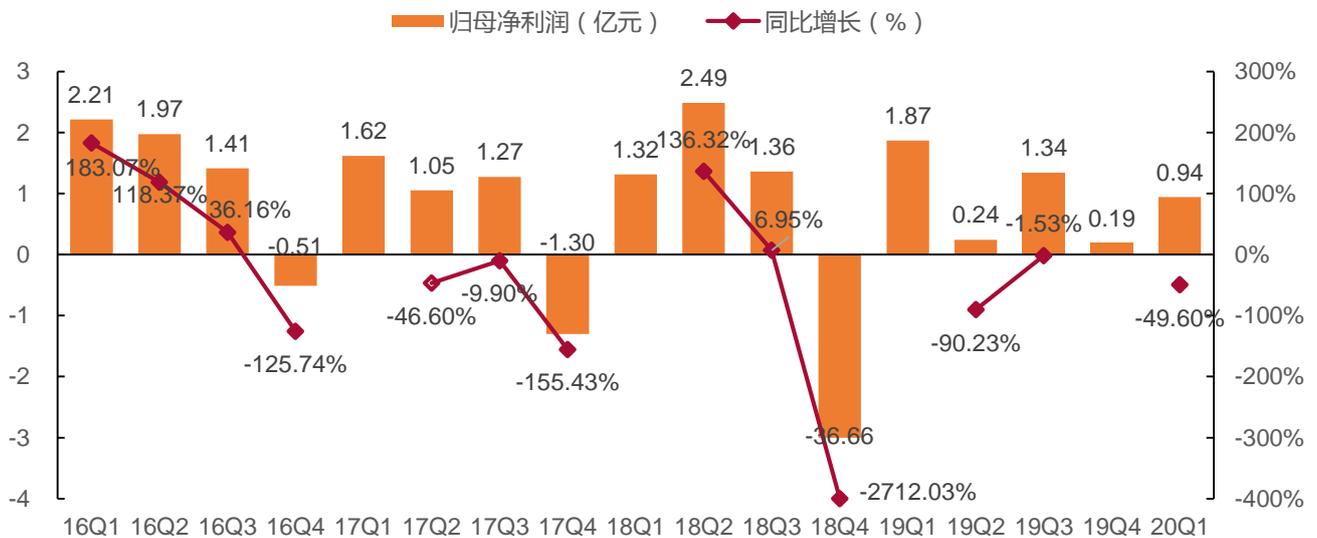


资料来源: 公司公告、天风证券研究所; 注: 18 年公司确认大额商誉减值, 净利大幅下降, 为减少异常值对净利趋势影响, 将 18 年的净利数据进行调整以突显趋势

分季度看, 公司近年业绩与头部游戏表现相关, 主要系 18H1 基数大及新游上线晚贡献少。

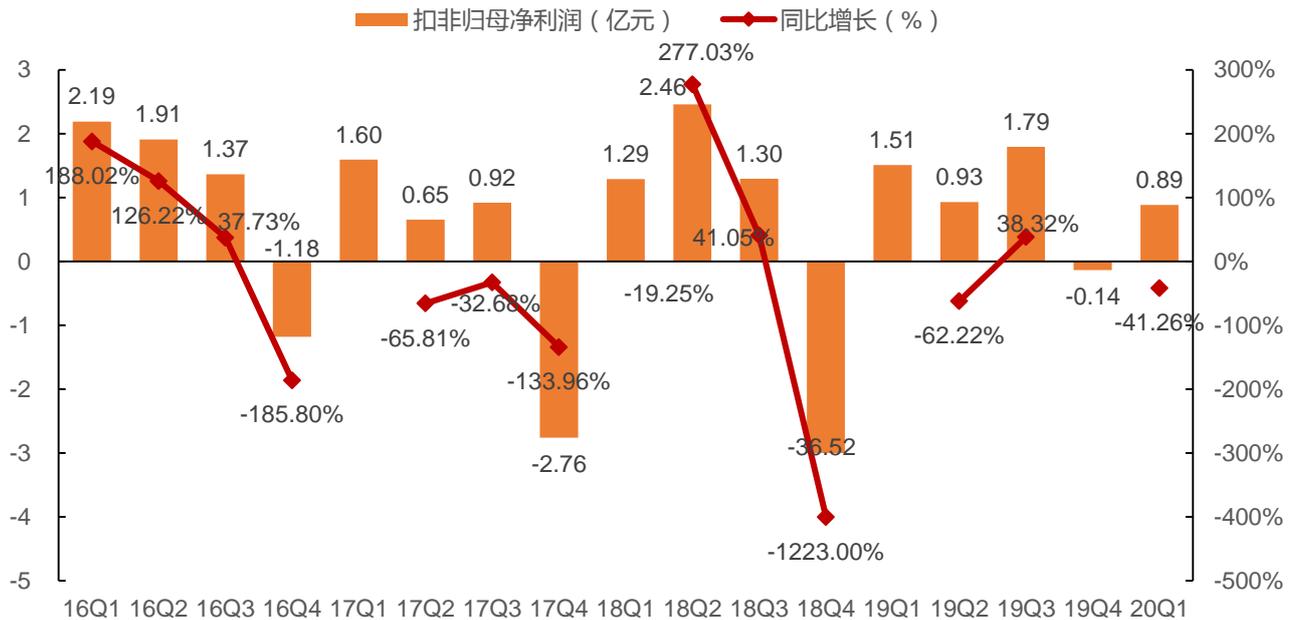
- 19Q1 归母净利 1.87 亿元, 同增 41.9%; 扣非归母净利润 1.51 亿元, 同增 17.2%;
- 19Q2 归母净利 0.24 亿元, 同降 90.2%; 扣非归母净利润 0.93 亿元, 同降 62.2%;
- 19Q3 归母净利 1.34 亿元, 同降 1.53%, 扣非归母净利润 1.79 亿元, 同增 38.32%, 符合前期预告点评预期 (中值为 1.76 亿扣非), 实际内生业绩已受游戏带动回暖。
- 19Q4 归母净利润 0.19 亿元, 扣非归母净利润-0.14 亿, 年末计提资产损失使利润减少 0.95 亿元。
- 20Q1 归母净利润 0.94 亿元, 同比下降 49.60%, 扣非归母净利润 0.89 亿元, 同比下降 41.26%, 主要系《一拳超人: 最强之男》上线港澳台地区, 推广费较大所致。

图 23: 掌趣科技 2016Q1-2020Q1 单季度归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、天风证券研究所; 注: 18Q4 公司确认大额商誉减值, 净利大幅下降, 为减少异常值对净利趋势影响, 将 18Q4 的净利数据进行调整以突显趋势

图 24：掌趣科技 2016Q1-2020Q1 单季度扣非归母及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：18Q4 公司确认大额商誉减值，净利大幅下降，为减少异常值对净利趋势影响，将 18Q4 的净利数据进行调整以突显趋势

2.2. 营业成本：买量费用归为成本端，分成成本较高

营业成本：19 年公司营业成本 7.10 亿，同比降低 6.99%。公司营业成本中影响较大的是“产品分成”及“市场推广”。由于公司此前大作主要以授权代理为主，导致“市场推广”成本占比不高。

表 7：掌趣科技 2018-2019 年成本构成情况

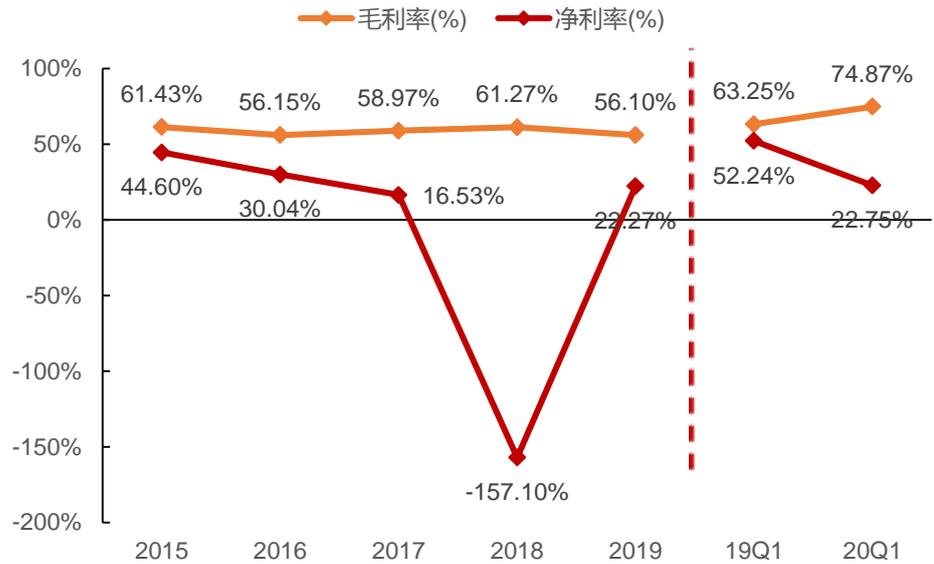
成本项目	2019 年		2018 年		同比增减
	金额 (百万元)	占营业成本比重	金额 (百万元)	占营业成本比重	
产品分成	253.34	35.69%	391.76	51.34%	-35.33%
渠道分成	12.44	1.75%	16.64	2.18%	-25.23%
市场推广	213.64	30.10%	156.83	20.55%	36.22%
版权摊销	128.71	18.13%	110.49	14.48%	16.49%
人工成本	49.20	6.93%	39.60	5.19%	24.23%
运营费用	52.43	7.39%	47.76	6.26%	9.77%
成本合计	709.76	100%	763.08	100%	-6.99%
营收总额	1616.95	-	1970.32	-	-17.93%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 毛利率及净利率：毛利率稳定，净利率受非经常性损益影响较大，业绩与头部游戏表现相关

公司近年毛利率稳定在 60%左右，净利率 18 年受资产减值损失影响下降较大。公司 19 年整体毛利率 56.10%，同比下降 5.17pct。毛利率下降主要系境外毛利率下降幅度较多，推测主要由于 19 年游戏出海推广费用较高所致。净利率受非经常性损益影响较大，19 年净利率为 22.72%。

图 25：掌趣科技 2015-2020Q1 毛利率及净利率情况

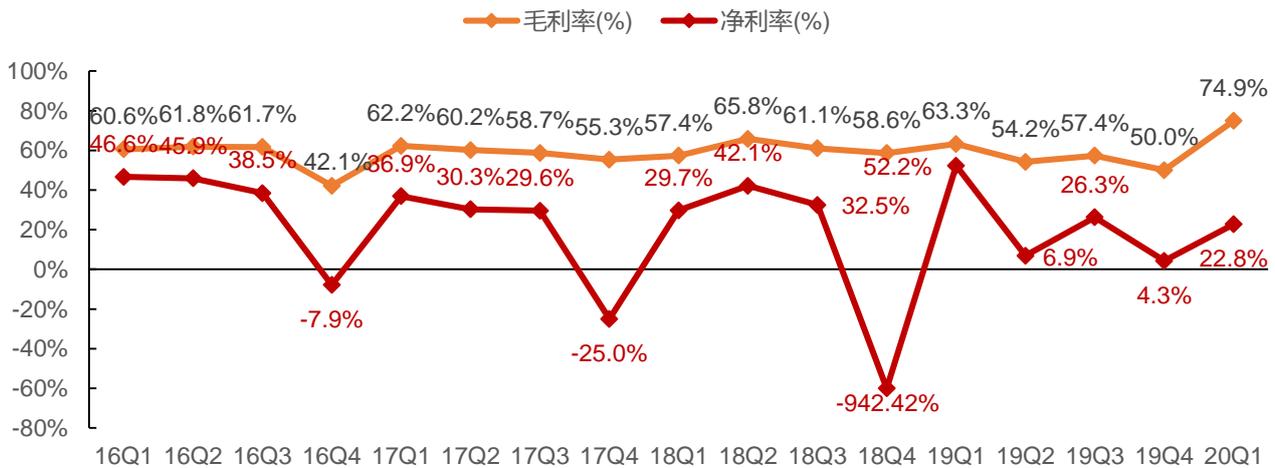


资料来源：公司公告、天风证券研究所

分季度看：

- **毛利率：16Q1-20Q1 销售毛利率总体保持稳定。**19Q1 销售毛利率 63.3%，同比上升 5.9pcts，环比增长 4.7pcts。19Q2 毛利率 54.2%，同比下降 11.6pcts，环比下降 9.1pcts。19Q3 销售毛利率 57.38%，同比下降 3.69pcts，主要与新游上线有关。**19Q4 整体毛利率 49.95%，同比下降 8.63pct，推测主要系海外推广较多所致。**20Q1 整体毛利率为 74.87%，同比上升 11.62pct，毛利率的上升主要系公司执行新收入准则将推广费从主营业务成本调至销售费用，成本下降所致。
- **净利率：19Q4 净利率为 4.33%。**20Q1 净利率为 22.75%，同比下降 29.49pct，主要系推广费开始计入销售费用，且 20Q1 新上线游戏推广费较大。

图 26：掌趣科技 2016Q1-2020Q1 分季度毛利率、净利率情况



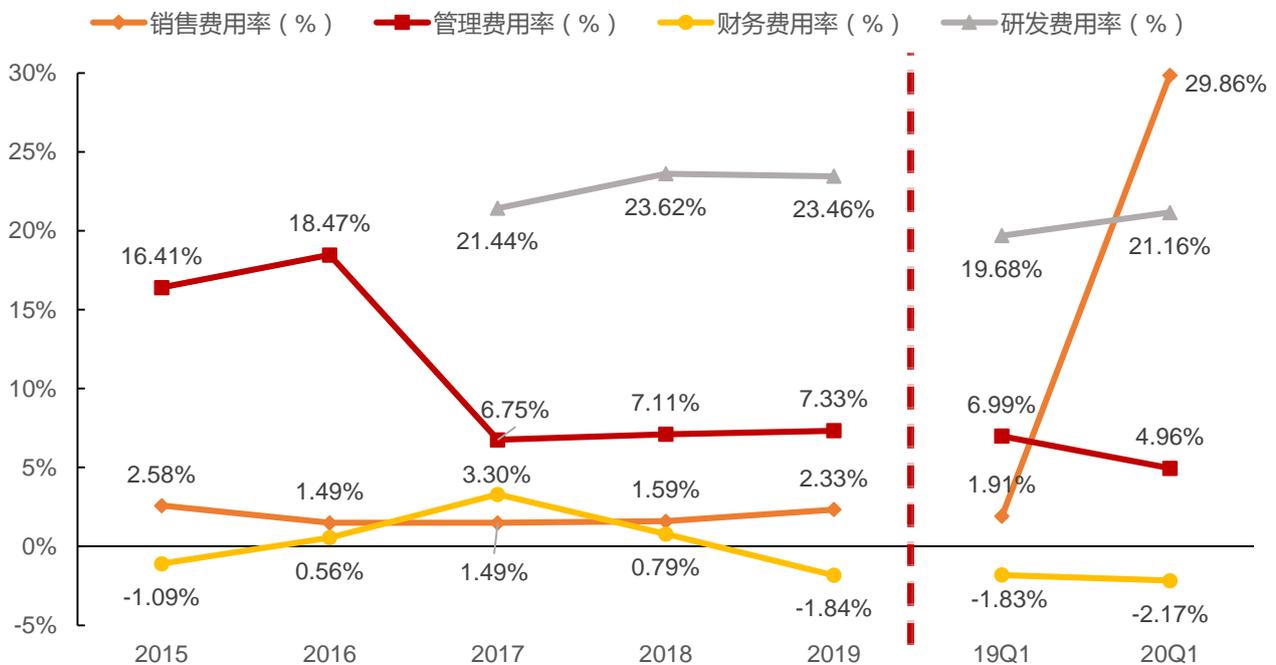
资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：18Q4 公司确认大额商誉减值，净利大幅下降，为减少异常值对净利趋势影响，将 18Q4 的净利率数据进行调整以突显趋势

2.4. 费用：费用率稳定，内部改革缩减人员，偿还外债减少利息支出

费用控制有效：研发费用提升注重研发，偿还公司债减少利息支出，销售费用率/管理费用率持平。公司 19 年四项费用率为 31.28%，同比下降 1.82pct。

- **销售费用率：**19 年公司产生销售费用 0.38 亿，同比上升 19.74%，销售费用率 2.33%，同比上升 0.74pct；
- **管理费用率：**19 年公司产生管理费用 1.18 亿，同比下降 15.37%，管理费用率 7.33%，同比上升 0.07pct；
- **研发费用率：**19 年公司产生研发费用 3.79 亿，同比下降 18.47%，研发费用率 23.46%，同比下降 0.15pct。公司重视研发投入，公司推进的研发转型战略迈入“稳中求进”的决胜阶段，已完成新一轮组织架构改革，2018 年进行**团队调整和人才优化**，内部规整为研发、运营、平台三大业务线；
- **财务费用率：**19 年公司产生财务费用-0.30 亿，同比下降 291.86%，财务费用率-1.84%，同比下降 2.63pct，主要系利息支出减少。

图 27：掌趣科技 2015-2020Q1 期间费用情况

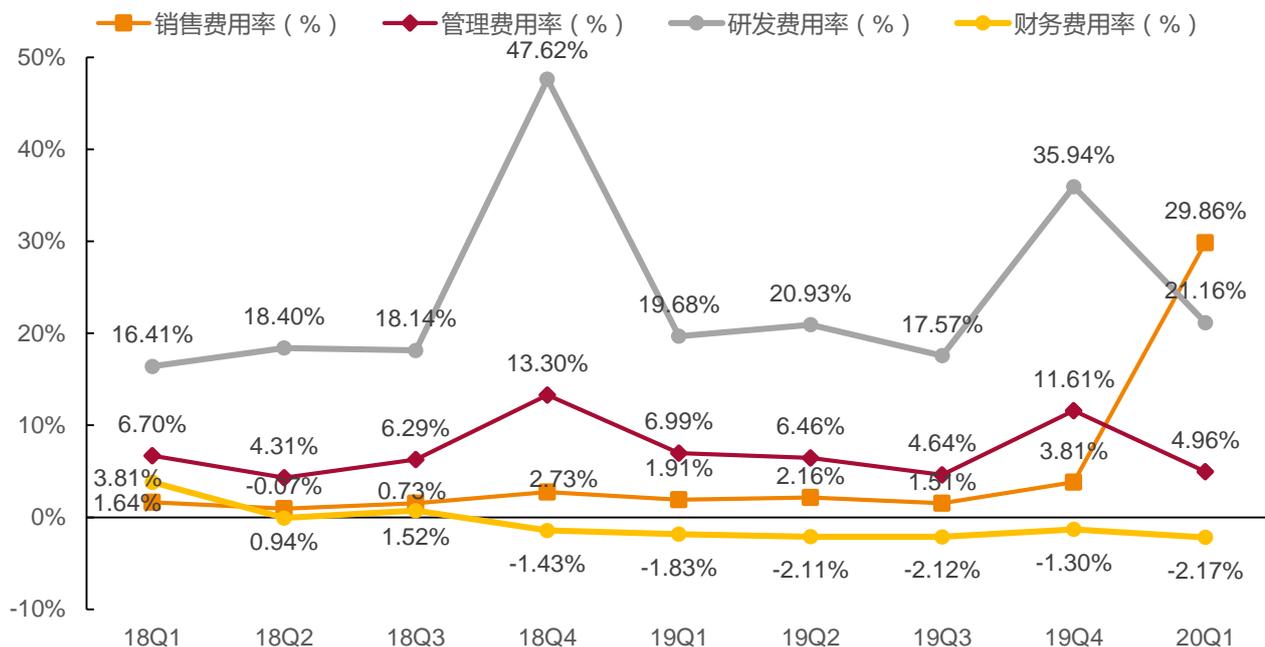


资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：2018 年实行新会计准则，将研发费用从管理费用中拆出，本图自 2017 年后分别列示管理费用率及研发费用率

分季度看：20Q1 单季度四项费用率为 53.80%，同比上升 27.05pct，主要系销售费用率提升了 27.95pct。

- **销售费用率：**20Q1 公司产生销售费用 1.22 亿，同比上升 1697.90%，销售费用率 29.86%，同比上升 27.95pct，主要系公司执行新收入准则将推广费从主营业务成本调至销售费用，且新上线游戏推广费较大所致。
- **管理费用率：**20Q1 公司产生管理费用 0.20 亿，同比下降 18.43%，管理费用率 4.96%，同比下降 2.03pct；
- **研发费用率：**20Q1 公司产生研发费用 0.87 亿，同比上升 23.59%，研发费用率 21.16%，同比上升 19.68pct；
- **财务费用率：**20Q1 公司产生财务费用-0.09 亿，同比下降 36.32%，财务费用率-2.17%，同比下降 0.34pct，主要系利息收入增加及汇兑损失减少所致。

图 28：掌趣科技 2017Q3-2020Q1 单季度期间费用情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 8：掌趣科技 2016-2019 年各类别员工数量（人）及变动情况

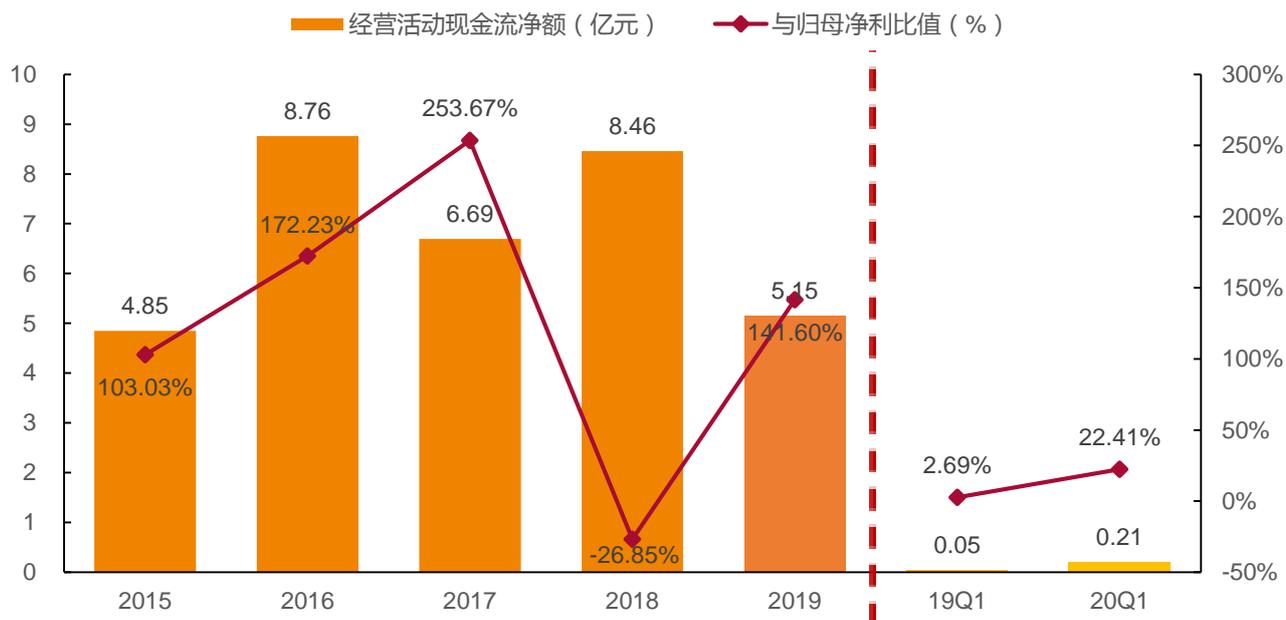
员工类别	2016 年员工人数	2017 年员工人数	2018 年员工人数	2019 年员工人数	2019 年人数变动
管理人员	177	185	135	135	0
销售人员	22	42	58	75	17
运营人员	283	430	197	212	15
研发人员	1152	1011	896	992	96
合计	1634	1668	1286	1414	128

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.5. 现金流量：经营现金流受业绩情况影响波动，并购减少投资收缩

经营活动现金流净额：公司 19 年经营性现金流净额为 5.15 亿元，同比下降 39.13%，占营收比重为 32%，主要系本期营业收入下降所致。经营现金流净额占归母净利润 141.60%，能覆盖当期归母净利润。

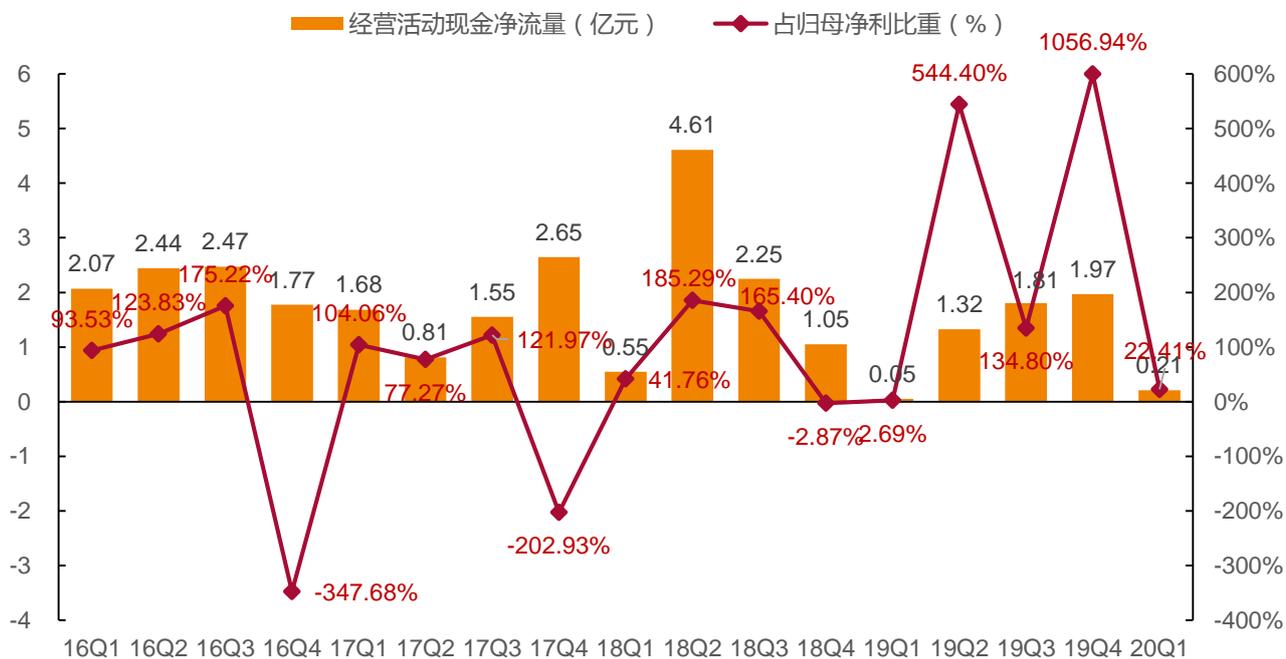
图 29：掌趣科技 2015-2020Q1 经营现金流与归母净利比值



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司 19Q4 经营性现金流净额 1.97 亿元，同比上升 87.61%，与归母净利比值为 1057%，主要系年末计提资产减值损失导致净利润较低。20Q1 经营性现金流净额为 0.21 亿元，同比增加 320%，主要系收入增加所致，与归母净利比值为 22%。

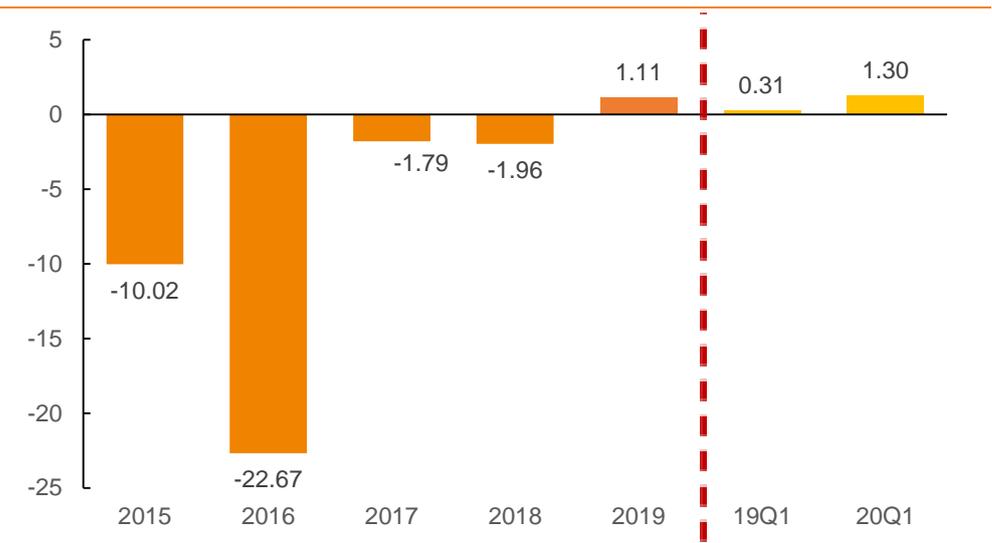
图 30：掌趣科技 2015-2020Q1 经营现金流与归母净利比值



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：19Q4 占归母净利比值过大，作图时将其修改已增强全图可视性。

投资活动现金流净额：2015-2016 年，由于公司大力并购激进投资，投资活动现金流支出额度较高，2017 年起投资显著减少。19 年投资活动现金流净额 1.11 亿元，由负转正。20Q1 单季度投资活动现金流净额 1.30 亿元。

图 31: 掌趣科技 2015-2020Q1 投资活动产生的现金流量净额情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.6. 资产减值损失: 往年减值损失大显著影响业绩, 剩余商誉较少风险低

公司上市以来通过并购重组完善产业链布局, 公司规模增大, 核心竞争力增强, 但也因此形成了较大金额的商誉。由于市场竞争环境变化, 公司近两年业绩受资产减值损失影响大, 主要包括商誉减值损失、可供出售金融资产减值损失、长期股权投资减值损失等。

- 2018 年公司计提资产减值损失合计 36.82 亿元, 其中商誉减值损失 33.80 亿元, 长期股权投资减值损失 1.09 亿元, 可供出售金融资产减值损失 1.50 亿元。以上资产减值损失影响公司 2018 年归母净利大幅下滑, 为 -31.50 亿元。
- 2019 年公司计提信用减值损失 0.14 亿元, 资产减值损失 0.81 亿元, 对公司 2019 年利润总额的影响为 -0.95 亿元。

截至 2019 年末, 公司账上商誉余额 19.46 亿元, 长期股权投资余额 11.89 亿元。从商誉余额来看, 目前账上剩余商誉依然较高的子公司主要为天马时空、玩蟹科技和上游信息, 剩余商誉分别为 12.26 亿元、4.07 亿和 2.43 亿元, 公司业务趋势看好, 商誉风险已明显减弱。

表 9: 掌趣科技近年各项资产减值损失情况 (单位: 百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019
坏账损失	3.13	2.24	14.62	39.68	0
可供出售的金融资产减值损失	0.9	16.02	223.51	149.91	0
长期股权投资减值损失	0	152.99	16.87	109.25	0
无形资产减值损失	8.86	11.47	46.35	2.35	6.28
商誉减值损失	1.63	0	208.34	3380.36	65.39
其他减值损失	1.95	0	2.48	0	9.28
合计	16.47	182.72	512.18	3681.55	80.96

资料来源: 公司公告、天风证券研究所; 注: 2019 年的其他减值为预付账款减值损失, 为和前面年份保持格式一致, 这里归为其他减值损失

表 10: 截至 19 年 12 月 31 日掌趣科技商誉余额情况 (单位: 百万元)

被投资单位名称	账面原值	减值准备	商誉余额
北京华娱聚友科技发展有限公司	2.89	0.00	2.89
北京富姆乐信息技术有限公司	11.98	11.98	0.00
海南动网先锋网络科技有限公司	719.66	652.70	66.96
北京玩蟹科技有限公司	1527.99	1121.00	406.98

上游信息科技（上海）有限公司	721.05	478.18	242.87
北京天马时空网络科技有限公司	2611.55	1385.21	1226.35
合计	5595.12	3649.07	1946.05

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 11：掌趣科技 2019 年末长期股权投资情况（单位：百万元）

联营企业	期初余额	本期增减变动					期末余额	减值准备期末余额
		减少投资	权益法确认的投资损益	其他综合收益调整	其他权益变动	其他		
深圳市云悦科技有限公司	1.90	1.90	-	-	-	-	-	-
深圳市炼动科技有限公司	1.37	-	-	-	-	-	1.37	1.37
北京金石创娱网络科技有限公司	19.99	-	-	-	-	-	19.99	-
运动保信息技术（北京）有限公司	8.32	-	-	-	-	-	8.32	6.32
北京筑巢家宜网络技术有限公司	8.66	-	-	-	-	-	8.66	8.66
Webzen Inc.	1364.36	-	52.42	-0.76	-0.16	22.88	1438.74	271.28
合计	1404.59	1.90	52.42	-0.76	-0.16	22.88	1477.08	287.63

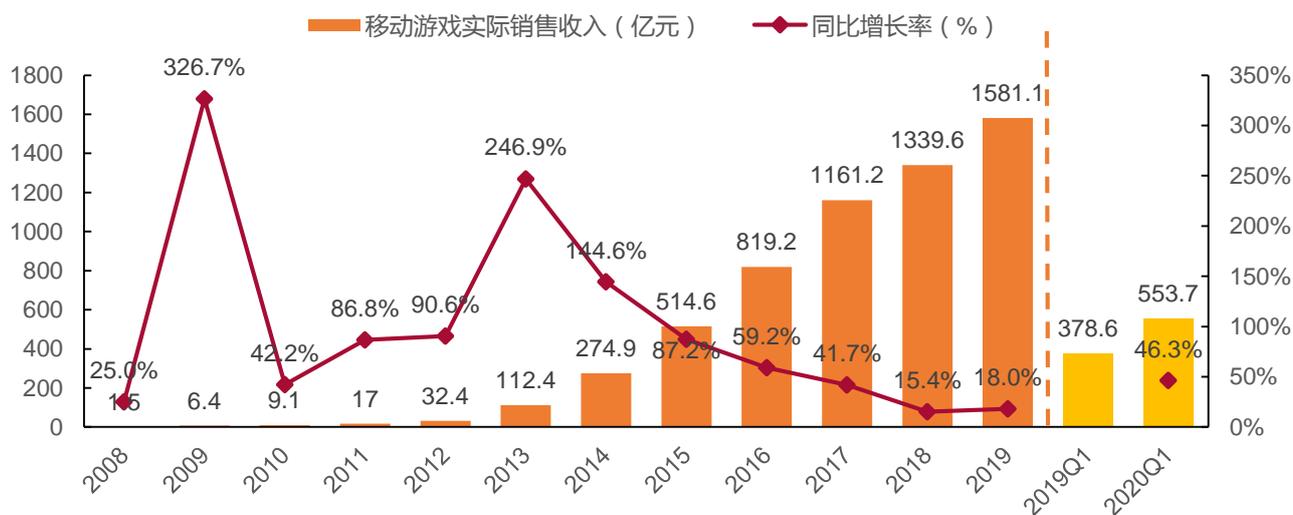
资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 行业分析：RPG 类游戏优势，买量尝试及出海前景广阔

3.1. 19 年手游市场增速回暖，流量 2.0 时代 ARPU 值驱动强调研发重要性

2019 年手游行业规模为 1581.1 亿元，同比增长 18.0%，相比 2018 年手游行业增速 15% 有所回暖，我们认为目前板块整体仍处于双位数增长的赛道中。我们按整体法梳理 15 家游戏上市公司 2019 年营收增长达 18.94%，超过游戏工委公布的游戏行业增速 8.7%，A 股游戏厂商无论在收入利润体量及研发实力都处在行业领先地位。20Q1 手游行业规模同比增长 46.26%，单季度突破 500 亿元。

图 32：2008-2020Q1 中国移动游戏市场规模及增速

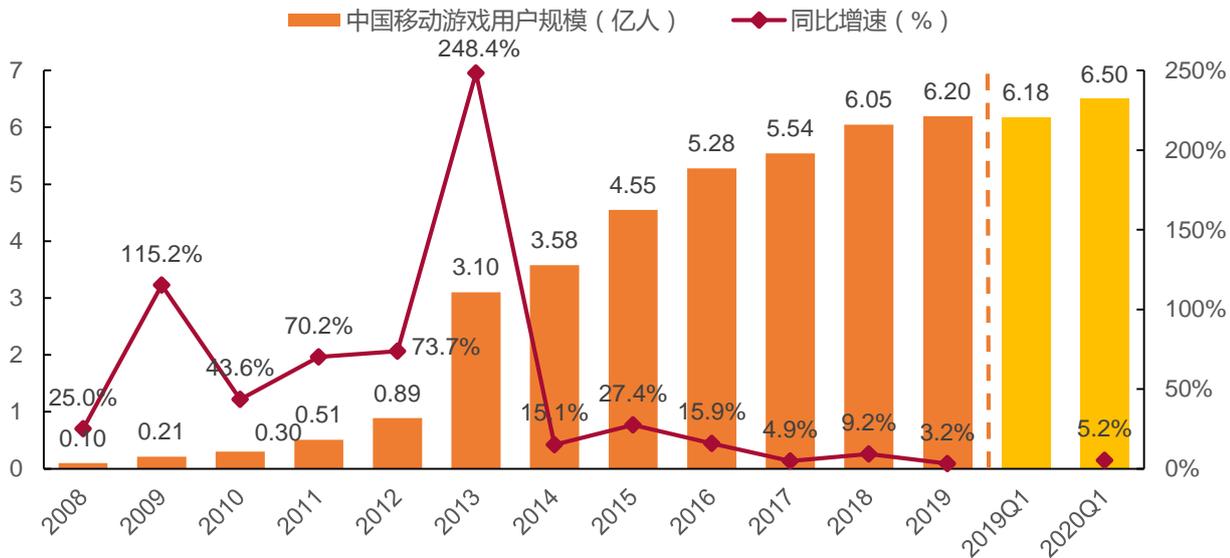


资料来源：游戏工委、伽马数据、中娱智库、国际数据公司、天风证券研究所；注：实际销售收入指游戏内所有付费用户每年玩游戏直接花费金额的总和，即总流水

流量 2.0 时代人口红利后周期，用户规模增长缓慢。19 年中国移动游戏用户规模达 6.2 亿人，同比增长 3.2%，用户规模增速趋缓，表现出移动游戏用户数量已趋于饱和，人口红利趋尽，流量 1.0 时代依靠用户规模驱动收入的逻辑需要转变。

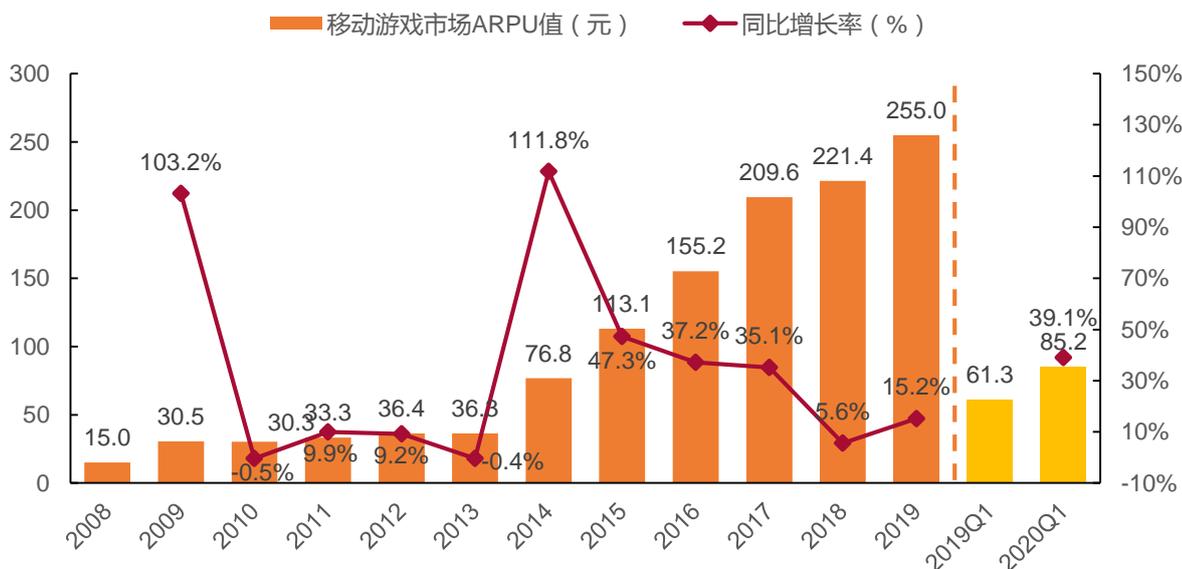
游戏市场人口红利趋尽，培养用户付费习惯，依靠 ARPU 值提升带动行业增速回暖，研发重要性再度提升。19 年中国移动游戏市场 ARPU 值为 255.0 元，同比增长 15.2%，保持两位数增长率，说明现阶段 ARPU 值增长是促进移动游戏市场增长的主要动力，游戏公司研发投入的重要性再度提升。20Q1 移动游戏市场 ARPU 值为 85.2，同比增长 39.1%。

图 33：2008-2020Q1 中国移动游戏用户规模及同比增速



资料来源：游戏工委、伽马数据、天风证券研究所

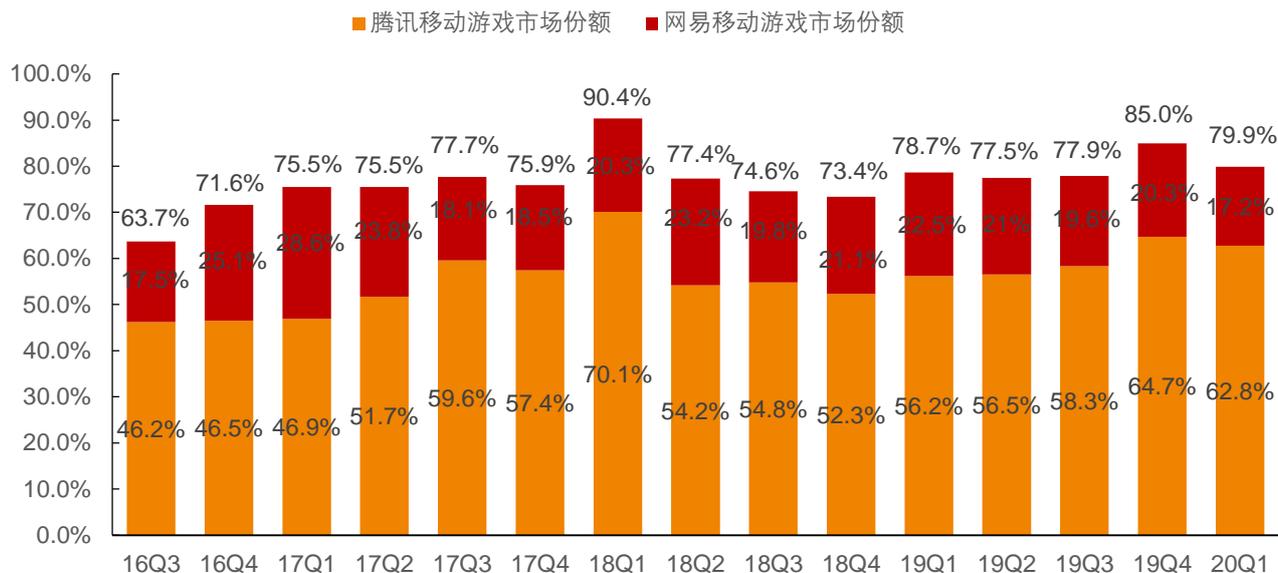
图 34：2008-2020Q1 中国移动游戏市场 ARPU 值及同比增速



资料来源：游戏工委、伽马数据、天风证券研究所

手游市场竞争格局方面，腾讯网易仍然占据手游市场较大份额。20Q1 腾讯占比达 62.8%，竞争激烈。**掌趣与腾讯合作的产品流水及生命周期均有不错的表现。**此外，腾讯为公司股东持股 2%，为公司的长期合作伙伴，认可公司的研发实力。

图 35：2016Q3-2020Q1 腾讯网易手机游戏市场份额

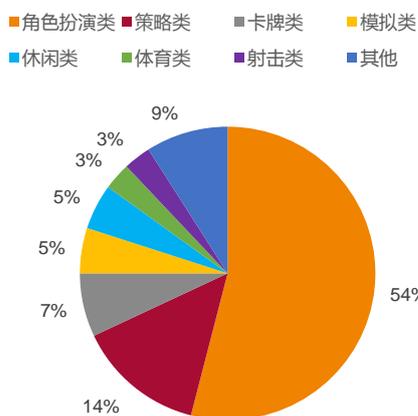


资料来源：游戏工委、公司公告、天风证券研究所

3.2. RPG 类占据手游市场头部位置，奇迹类游戏历史表现突出

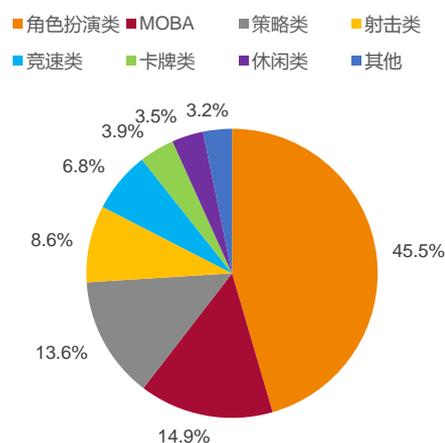
RPG 品类（角色扮演类）的移动游戏占据中国移动游戏市场头部位置，市场成熟度高，用户积累充足。按照流水口径，2019 年收入 Top100 移动游戏中 RPG 类游戏产品数量占比 54%，RPG 类游戏收入占总流水的 45.5%，19 年手游行业规模为 1581.1 亿元，则对应 2019 年 RPG 类游戏市场规模约为 719.4 亿。

图 36：2019 年收入前 100 移动游戏产品数量分布



资料来源：伽马数据、GPC、CNG、天风证券研究所

图 37：2019 年收入前 100 移动游戏产品收入分布



资料来源：伽马数据、GPC、CNG、天风证券研究所

与 2018 年情况相似，2019 年流水 TOP100 移动游戏中，ARPG 类型的游戏在产品流水及数量份额上均居于首位，说明 ARPG 游戏是仍是 2019 年移动游戏的主要类型。

图 38：2018-2019 年流水 TOP100 移动游戏中各类型游戏流水分布



资料来源：伽马数据、CNG、天风证券研究所

图 39：2018-2019 年流水 TOP100 移动游戏中各类型游戏数量分布



资料来源：伽马数据、CNG、天风证券研究所

3.2.1. 头部奇迹 RPG 类游戏生命周期长，三七与掌趣研发实力强

头部奇迹类游戏中，三七互娱和掌趣科技数量多，峰值排名基本处于顶部，上线早的产品目前仍在畅销榜排名中，能够带来较长期的稳定流水。

掌趣科技在**奇迹 RPG 品类**的研发经验充足，收购的天马时空有丰富的奇迹游戏研发经验，研发的《全民奇迹》累计全球流水 80 亿元；《奇迹 MU：觉醒》从 2018 年 1 月到 10 月充值流水超 21 亿，2018 年流水突破 24 亿，2019 年流水 9.8 亿元。

表 12：头部奇迹手游历史成绩梳理

游戏名称	研发厂商	发行年月	游戏畅销榜峰值排名	游戏畅销榜 5.20 排名
全民奇迹	掌趣科技、恺英网络	2014.12	1	217
永恒纪元	三七互娱	2016.11	2	290

大天使之剑 H5	三七互娱	2017.9	3	219
奇迹 MU: 觉醒	掌趣科技	2018.1	3	193
天使纪元	游族网络	2018.1	5	210
精灵盛典	三七互娱	2019.6	3	45
奇迹 MU: 跨时代 (港澳台)	三七互娱	2020.2	1 (香港榜)	15 (香港榜)

资料来源：七麦数据、天风证券研究所；目前排名截至 2020 年 5 月 20 日

3.2.2. 韩国网禅：掌趣持股网禅深度捆绑奇迹 IP

网禅 (Webzen Inc.) 于 2000 年 4 月成立于韩国首尔，专注于 PC 和手游的开发发行，主要产品有《奇迹 MU》、《奇迹世界》、《第九大陆》等，是奇迹 IP 的持有方。掌趣科技 2016 年以 11.01 亿元人民币投资韩国网禅 (Webzen)，获得网禅 19.24% 股权；19 年末公司长期股权投资中，投资联营企业网禅余额为 14.39 亿元，间接持股 20.24%。2019 年网禅实现净利润 2.56 亿，同比下降 16.5%。

表 13：网禅 2016-2019 业绩情况及公司持股比例变化情况

	2016	2017	2018	2019
净利润 (亿元)	2.53	1.78	3.07	2.56
同比增速 (%)	-	-29.7%	72.5%	-16.5%
持股比例 (%)	19.24%	19.24%	20.24%	20.24%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

掌趣科技基于“奇迹”IP 研发的《全民奇迹》和《奇迹 MU: 觉醒》分别于 2015 年 9 月、2018 年 6 月上线韩国市场，分别取得了峰值排名 1/2 的成绩，成功登顶。

韩国网禅授权“奇迹”IP 的公司仅有几家，以三七互娱和掌趣科技为主，游戏表现均不俗。从 2014 年恺英网络、掌趣科技《全民奇迹 MU》推出并在第二年流水到达 50 亿元开始，到 2017 龙图游戏发行的《奇迹：最强者》、三七互娱的《大天使之剑 H5》面世，到近两年涌现掌趣科技的《奇迹 MU: 觉醒》、三七互娱的《精灵盛典》与尚在封测阶段的掌趣科技《真红之刃》，以及今年在港澳台地区成绩不菲、多次获得畅销榜第一的三七互娱的《奇迹 MU: 跨时代》和流水表现优异的《精灵盛典：黎明-暗黑复仇者》。“奇迹”IP 的对用户的吸引力一直居高不下，富有粘性。

基于对“奇迹”IP 的深度布局和挖掘，掌趣成功布局并深入韩国市场，提升海外发行能力。由于与掌趣科技合作的《全民奇迹》、《奇迹 MU: 觉醒》获得成功，网禅陆续将“奇迹”IP 进行授权，如今年有望上线的《真红之刃》以及腾讯 627 游戏大会宣布的由腾讯独代、掌趣自研的《全民奇迹 2》，将拉长 IP 价值的开发，未来有望获得业绩增量。

3.3. 买量发行及游戏出海空间广阔

3.3.1. 买量竞争进入白热化，倒逼公司提升研发能力

互联网人口红利逐渐消化，买量市场竞争进入白热化阶段。截至 2020 年 3 月，中国网民数量达到 9.04 亿人，整体游戏用户规模 6.54 亿，占网民数量 72.3%，游戏人口红利已基本消失，挖掘新用户难度增大，买量的需求和力度放大。根据 App Growing，仅 2019H1 参与买量的游戏数量和投放广告数就已大幅超过 2018 全年数据，市场进入白热化竞争阶段。此外，由于版号限制 2018 年底才正式放开，导致 2019H1 新游扎堆，买量竞争更加激烈。2019 全年预计超过 12000 款游戏参与买量，投放广告数达 233 万条。

表 14：2018-2019 游戏买量市场相关数据

	2018 年	2019H1	2019 年
参与买量的游戏产品数量	超过 4000 款	8861 款	超过 12000 款
游戏投放广告数	50 万条	89.5 万条	233 万条

资料来源：App Growing、天风证券研究所

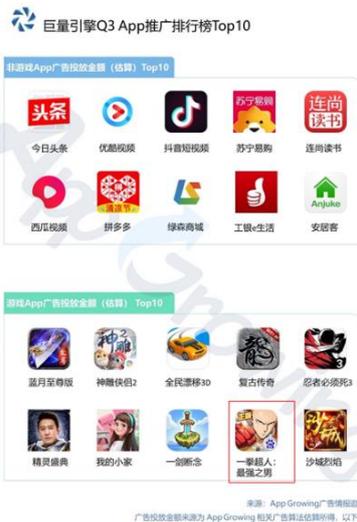
掌趣科技在字节跳动巨量引擎等平台有买量经验，19 年旗下《一拳超人：最强之男》买量投入明显。子公司天马时空于 19 年 6 月-8 月均位于买量公司排行榜 Top20，且《一拳超人》位于字节旗下巨量引擎平台 19 年 Q3 游戏 App 买量 Top10。

图 40：19 年 6 月-8 月掌趣科技买量排名



资料来源：App Growing、天风证券研究所

图 41：巨量引擎 19Q3 买量 top10



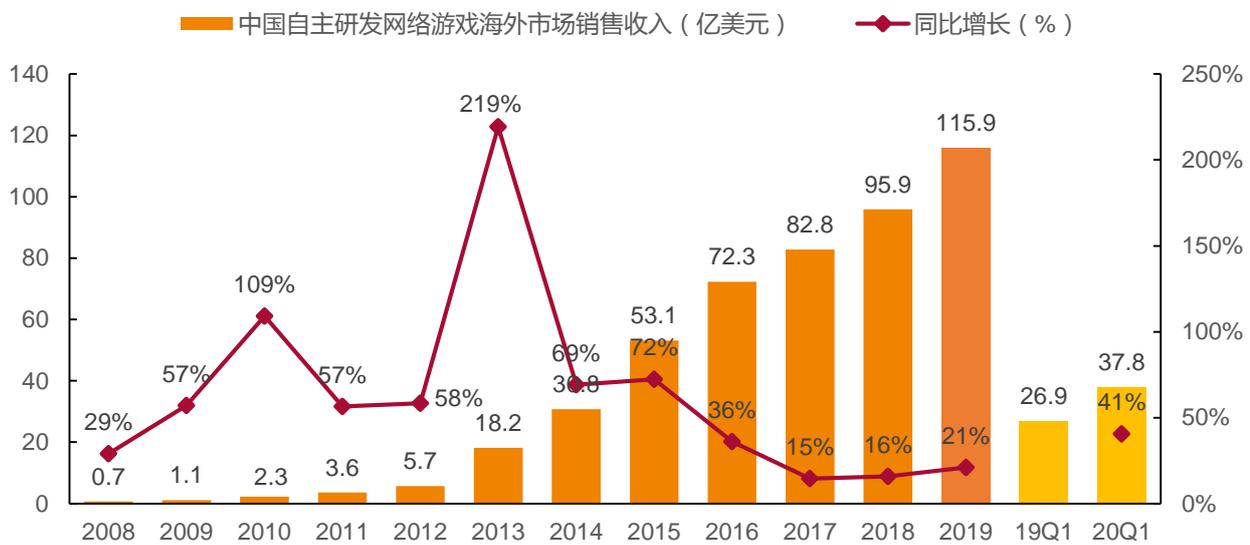
资料来源：App Growing 天风证券研究所

3.3.2. 海外游戏市场广阔，中国游戏认可度提升，不断打破出海天花板

近几年，中国游戏公司开始面向海外市场，不断提高自研游戏出海比例。根据中国音数协游戏工委（GPC）和国际数据公司（IDC）联合发布的《2019年中国游戏产业报告》，19年中国自主研发游戏海外市场销售收入为115.9亿美元，同比增长21%，继续保持强劲发展势头。

在国内游戏市场受限的情况下，出海销售成为游戏公司发展的新的机会，拥有出海能力的头部公司抓住机会拓展海外市场，中小企业也积极谋求出海道路，随着中国游戏品牌力的提升，游戏出海为中国游戏行业发展拓展新的增长点。原本具有海外发行渠道优势与用户经验的公司，在出海市场中拥有先发优势。

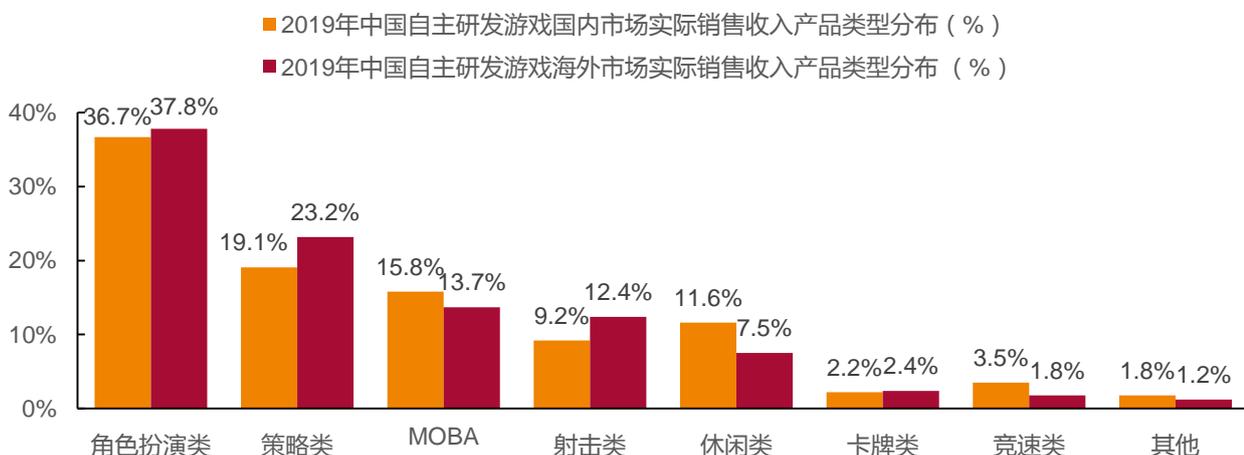
图 42：2008-2020Q1 年中国自研游戏海外市场销售收入



资料来源：伽马数据、GPC、IDC、CNG、天风证券研究所

中国自主研发游戏出海类型以**角色扮演（RPG）、策略类、多人竞技类（MOBA）**游戏为主。19年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入产品类型分布中，RPG类游戏的收入占比最高，为37.8%，说明中国自主研发的RPG类游戏出海成果好。**掌趣科技旗下天马时空擅长RPG奇迹类游戏**，有望在海外市场竞争中发挥研发经验和优势。

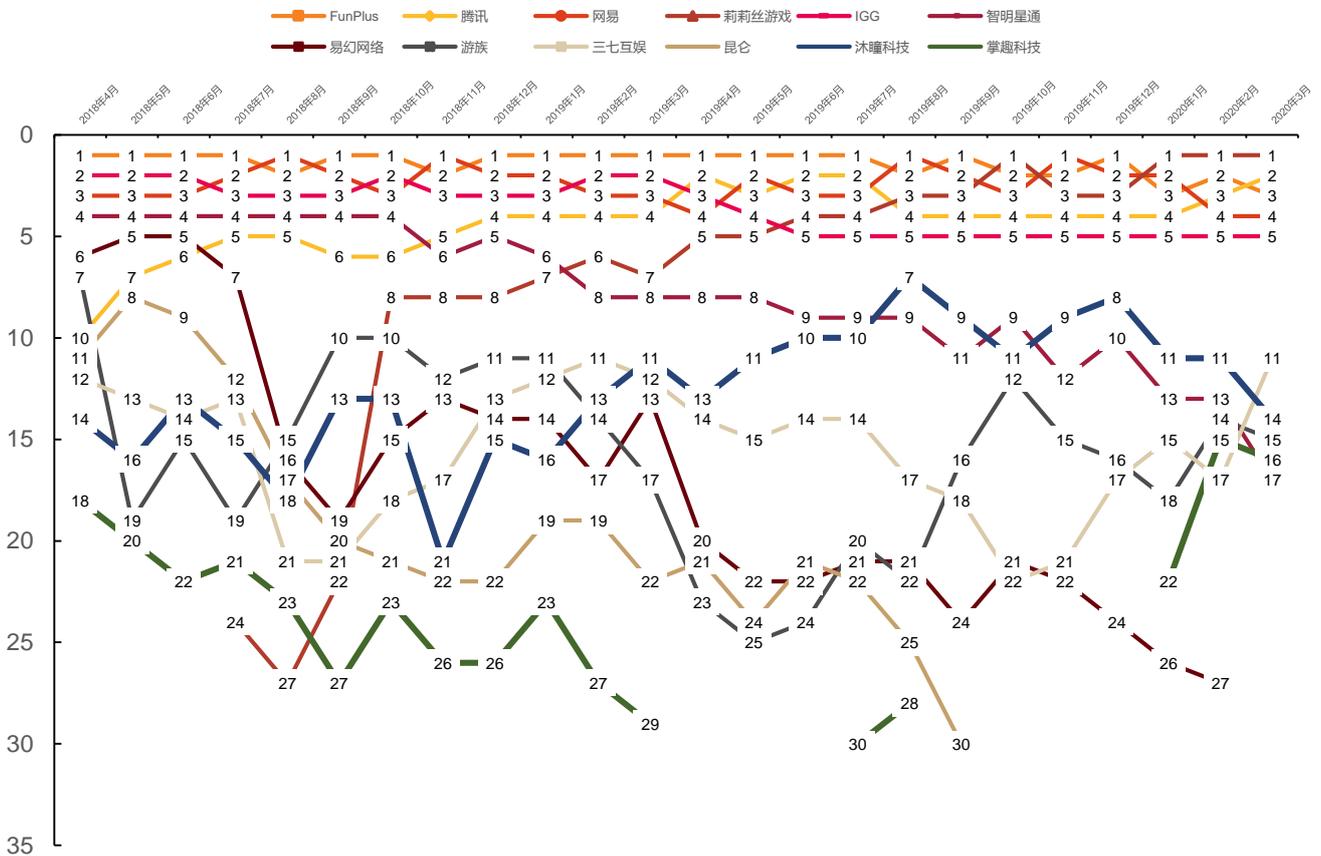
图 43：2019 年中国自研游戏出海类型及收入分布



资料来源：GPC、IDC、CNG、天风证券研究所

公司海外表现也越发强劲，2020年1月 App Annie 出海排行榜上升 16 名至第 22 名，2 月继续上升 7 名至 15 名，3 月保持在 16 名。旗下游戏《一拳超人 (One Punch Man)》自 1 月 7 日登陆港澳台市场后表现超市场预期，目前处于港澳台地区游戏畅销榜前列。

图 44：2018 年 4 月-2020 年 3 月主要游戏公司出海收入排名



资料来源：App Annie、天风证券研究所

4. 投资要点：多产品研发厚积薄发，携手腾讯深度合作，强化发行双轮驱动

4.1. 研发团队覆盖多品类，与腾讯深度合作

2013 年开始并购的 4 家子公司上游网络、天马时空、玩蟹科技、动网先锋分别擅长研发不同的游戏类型，涵盖卡牌、角色扮演、二次元等多个类别。

表 15：掌趣科技研发团队情况

研发团队	头部游戏	擅长类型
天马时空	《全民奇迹 MU》、《奇迹觉醒 MU》、《真红之刃》、《一拳超人：最强之男》（发行）	MMORPG、奇迹类
玩蟹科技	《拳皇 98》、《一拳超人：最强之男》（开发）	卡牌类、二次元类
上游网络	《塔防三国志》、《大圣顶住》、《修普诺斯》、《那些需要守护的》	塔防类
动网先锋	《商业大亨》	页游、H5

资料来源：公司官网、天风证券研究所

4.1.1. 与腾讯合作未来可期，头部游戏周期长，贡献稳定流水

2017 年公司围绕游戏业务进行资源整合，引入腾讯作为战略合作伙伴，增强发行、渠道、运营端的行业竞争力，公司已经与腾讯方面开展并建立了良好的业务合作关系。腾讯持有公司 5541.75 万股，占公司总股本的 2%，为公司的长期合作伙伴，认可公司的研发实力。

公司研发资质好，与腾讯合作的产品流水及生命周期均有不错的表现，腾讯发行的《拳皇 98》、《奇迹 MU：觉醒》的峰值排名都位居前列。

- 15 年 7 月上线的公司自研、腾讯发行《拳皇 98 终极之战 OL》畅销榜峰值 2，5 月 20 日排名 119 名；
- 18 年 1 月上线的公司自研、腾讯发行的《奇迹 MU：觉醒》峰值 3，首月流水 5 亿超市场预期，5 月 20 日 194 名。

出海方面，公司三大头部产品在各地区的峰值排名均位居前列，不少上线较早的游戏目前仍进入榜单。此外 2020 年在海外新上线的《一拳超人：最强之男》表现十分强劲，多次拿下游戏畅销榜冠军。

表 16：掌趣科技手游历史表现

游戏名称	游戏类别	上线时间	峰值排名	当前排名	发行方
大掌门	RPG	2013 年 10 月	1	482	玩蟹
全民奇迹 MU	MMORPG	2014 年 12 月	1	220	天马
拳皇 98 终极之战 OL	卡牌、动作	2015 年 7 月	2	119	腾讯
奇迹 MU：觉醒	MMORPG	2018 年 1 月	3	194	腾讯
大掌门 2	RPG	2018 年 2 月	5	397	玩蟹
魔法门之英雄无敌：战争纪元	策略类卡牌	2017 年 6 月	3	264（策略榜）	腾讯
一拳超人：最强之男	回合制卡牌	2019 年 6 月 19 日	4	166	天马
境·界：灵压对决	RPG	2019 年 8 月 29 日	61	420	天马
我的英雄学院：入学季	RPG	2019 年 10 月 19 日	23	523	天马

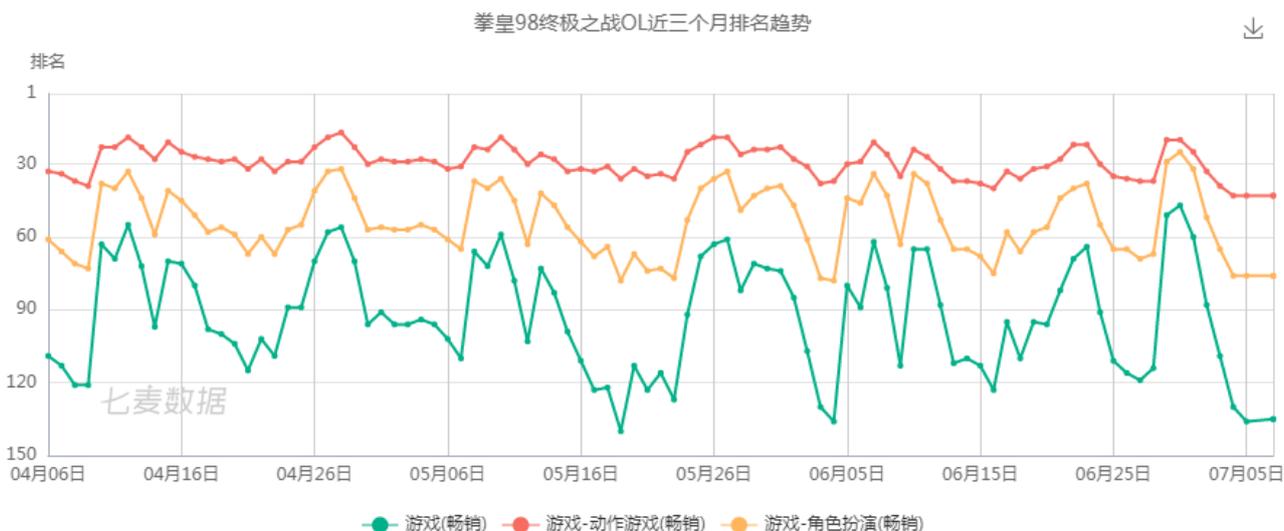
资料来源：七麦数据、公司官网、天风证券研究所；注：当前排名为 2020 年 05 月 20 日排名

表 17：掌趣科技手游出海表现

国家	全民奇迹	拳皇 98	奇迹 MU：觉醒	一拳超人
台湾	峰值排名	1	1	4
	当前排名	452	319	354
	上线时间	2015 年 5 月	2015 年 10 月	2018 年 4 月
香港	峰值排名	1	2	1
	当前排名	416	384	348
	上线时间	2015 年 5 月	2015 年 10 月	2018 年 4 月
韩国	峰值排名	1	1	2
	当前排名	901	104	229
	上线时间	2015 年 9 月	2015 年 11 月	2018 年 6 月
美国	峰值排名	37	652	243
	当前排名	当日未上榜	849	776
	上线时间	2016 年 3 月	2017 年 5 月	2019 年 5 月

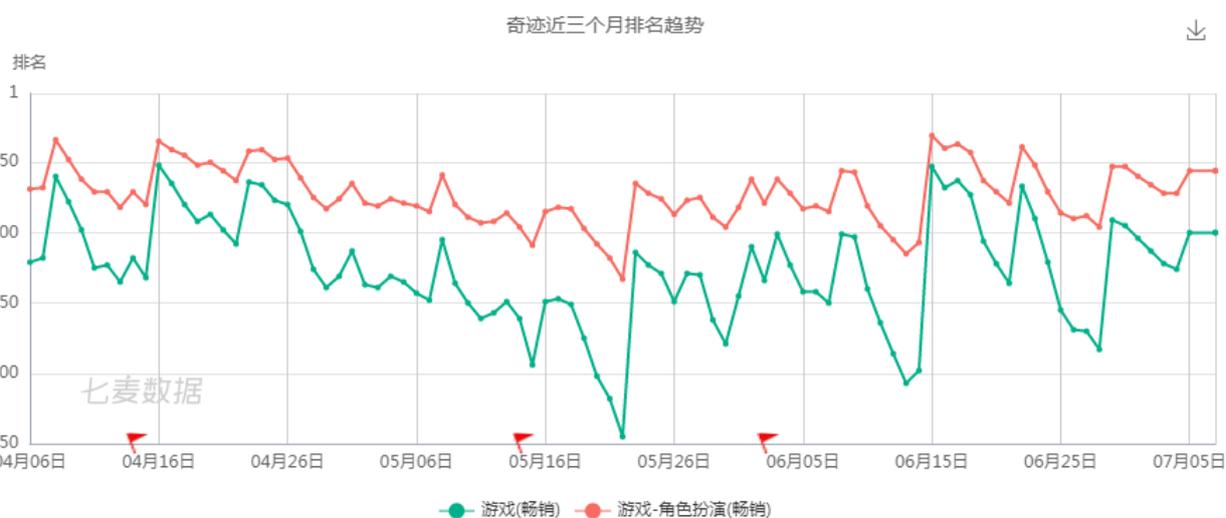
资料来源：App Annie、天风证券研究所；注：当前排名为 2020 年 05 月 19 日排名

图 45: 《拳皇 98 终极之战 OL》近三个月排名趋势



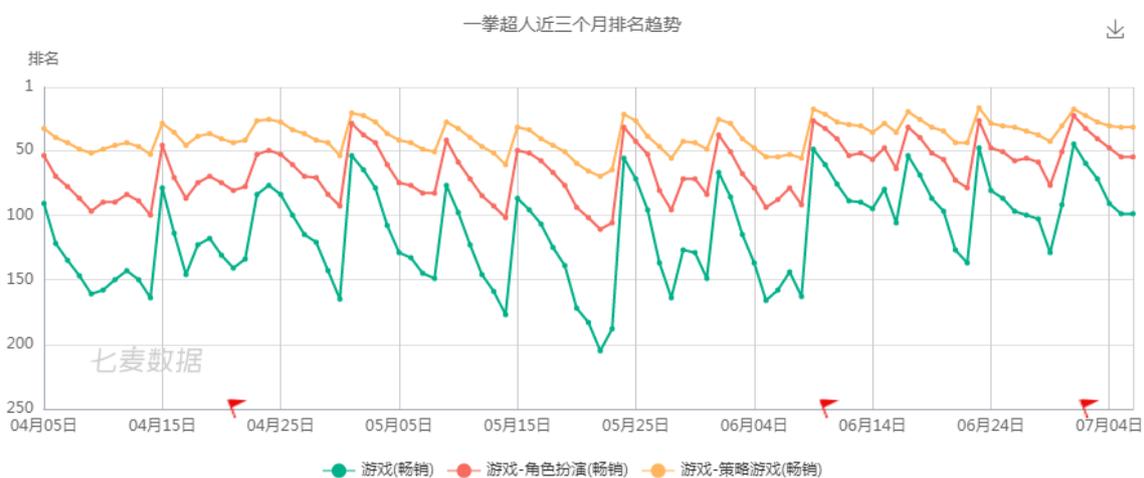
资料来源：七麦数据、天风证券研究所；注：排名数据更新至 2020 年 07 月 05 日

图 46: 《奇迹 MU：觉醒》近三个月排名趋势



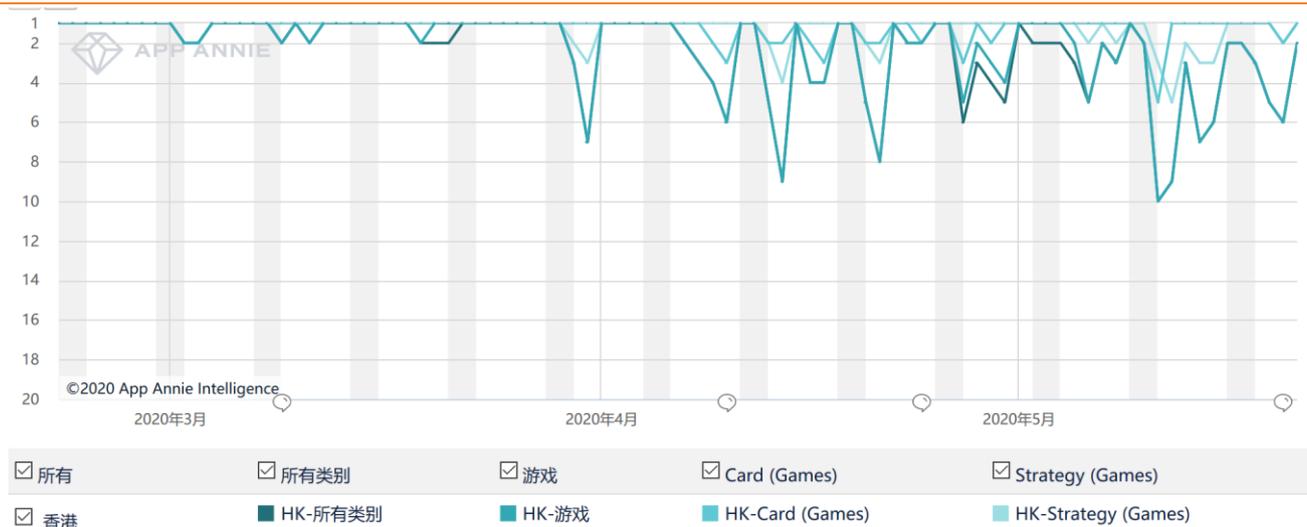
资料来源：七麦数据、天风证券研究所；注：排名数据更新至 2020 年 07 月 05 日

图 47: 《一拳超人》近三个月排名趋势



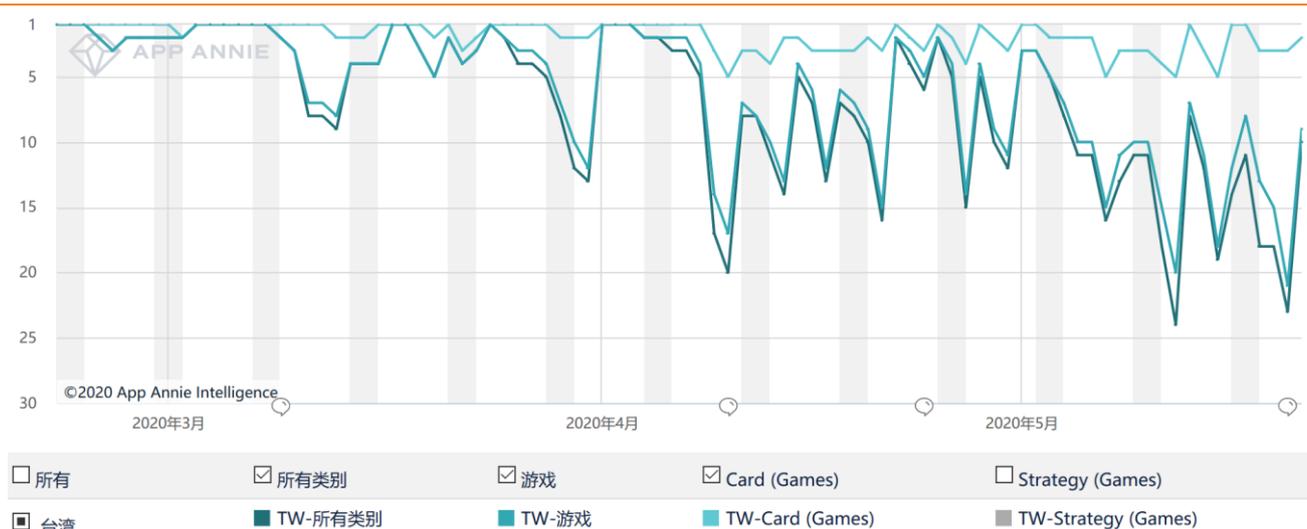
资料来源：七麦数据、天风证券研究所；注：排名数据更新至 2020 年 07 月 05 日

图 48: 《一拳超人》香港地区 3-5 月畅销榜排名趋势



资料来源: APPannie、天风证券研究所, 注: 排名数据更新至 2020 年 5 月 21 日

图 49: 《一拳超人》台湾地区 3-5 月畅销榜排名趋势



资料来源: APPannie、天风证券研究所, 注: 排名数据更新至 2020 年 5 月 21 日

4.1.2. 与顶尖 IP 合作情况

掌趣科技成立 13 年来, 与全世界范围内顶尖 IP 建立了紧密的合作关系, 拥有丰富的 IP 资源, 为公司未来游戏产品开发和运营提供了良好基础。

图 50：掌趣科技与顶级 IP 合作情况



资料来源：各公司网站、新浪科技、4399、新浪游戏、腾讯游戏、手机游戏网、天风证券研究所

4.1.3. 未来产品储备丰富有望带来可观业绩弹性

掌趣科技产品储备丰富，未来新游上线预计将带来大幅回现金流。

表 18：掌趣科技游戏 pipeline

游戏名称	上线时间	类型	简介	备注
全民奇迹 2	预计上线时间：2020 下半年（已开启预约）	MMORPG	虚幻游戏引擎研发的 3D 魔幻 MMORPG	腾讯发行
街霸：对决	预计上线时间：2020 下半年（已开启预约）	角色扮演	《街霸：对决》是腾讯代理发行的国内首款卡普空正版授权手游，街霸正版授权，联合开发	腾讯发行
黑暗之潮	预计上线时间：2020 年或者 21 年	动作		
那些需要守护的	二测结束时间：2019 年 11 月 15 日，预计上线时间：2020 年	策略 塔防		
修谱诺斯	预计上线时间：2020 年	剧情 策略 解谜	游戏核心玩法特色：有趣的“叠罗汉阵型”即时战斗沙盘探索，半开放关卡，通过征服与探索获得事件线索，在迷宫方块中探寻事件的真相	
一拳超人：最强之男	发布时间：2019/6/13	回合制卡牌 角色扮演	《一拳超人》同名动画改编手游《一拳超人：最强之男》，还原动画剧情、燃爆战斗、人气角色。是由动画正版授权，北京天马时空网络技术有限公司发行的一款回合制卡牌手游。	天马时空发行，玩蟹科技研发
境·界：灵压对决	发布时间：2019/8/29	回合制卡牌 角色扮演	境界灵压对决官方版是一款改编自热门日漫的格斗类手游，正版授权打造而成，真实还原了动画的剧	

		3D	情和经典角色,原班人马豪华的 CV 声优阵容给你原汁原味体验,感受热血刺激的战斗。游戏采用 3D 地图,为玩家展开现世、人间与虚圈这三个完全不同的世界。剧情方面,游戏中的故事将根据动画版剧情进行设定,遵循原著的故事走向。让原作粉丝在进行游戏的同时回忆起昔日的热血和燃情,与一护共同作战。
真红之刃	开测时间:2019/7/11 (未正式上线,预计 2020 年上线)	角色扮演	《真红之刃》是由韩国网禅《奇迹 MU》端游正版授权,《全民奇迹》、《奇迹 MU:觉醒》手游原班人马倾力打造的最新正版奇迹手游。在还原经典端游的基础上,进一步提升画面效果,创新游戏玩法,次时代粒子特效展现绚烂华丽的奇迹世界,恶魔广场、血色城堡等经典玩法深度还原,更有“贪婪之岛”等原创战区玩法,带给玩家超出预期的游戏体验!
我的英雄学院:入学季	发布时间:2019/10/17	回合制卡牌 角色扮演 3D 回合	《我的英雄学院:入学季》是一款国民动画《我的英雄学院》题材的卡牌策略手机游戏,原作知名英雄悉数登场,游戏深度还原经典动漫情节,人物、场景设计贴合原作设定。
大掌门 2	发布时间:2018/2/6	多人角色扮演 武侠卡牌	《大掌门 2》是由北京天马时空网络技术有限公司发行,北京玩蟹科技有限公司研发的一款经典武侠手游,该作于 2018 年 2 月 6 日正式公开测试。游戏拥有心法系统、武功系统、经脉系统等战斗培养元素,还引入了论剑、玩偶山庄、夺残章等 PVP 玩法。

资料来源:公司公告、taptap、天风证券研究所

2020 年 6 月 27 日“腾讯游戏大会”发布了由掌趣科技研发、腾讯代理的国内首款正版授权手游《街霸:对决》和全新华丽魔幻 RPG《全民奇迹 2》,已开启预约,同时《街霸:对决》开启云游戏试玩。

图 51:《街霸:对决》



资料来源:腾讯游戏大会、天风证券研究所

图 52:《全民奇迹 2》



资料来源:腾讯游戏大会、天风证券研究所

4.2. 公司重视提高研发能力,培养研发人员,提高长线运营能力

4.2.1. 重视研发,研发投入处于 A 股行业龙头水平

公司推进的研发转型战略迈入“稳中求进”的决胜阶段,已完成新一轮组织架构改革,将集团业务规整为研发、运营、平台三大板块。

2019 年,公司研发支出 3.98 亿元,占营收比例为 24.6%,研发人员数量占比稳定在 70%,

人均研发费用 2019 年有所下降，但仍在 40 万元以上。

公司 2019 年研发人员数量有所上升。2019 研发人员 992 人，比去年同期增加 96 人，同比增长 10.71%。2018 年公司进行了**团队调整和人才优化**，内部规整为**研发、运营、平台**三大业务线，打通内部资源和信息流动。2019 年，公司多款自研游戏产品发行上线，研运一体初见成效。

图 53：掌趣科技 2017-2019 研发投入及占营收比重



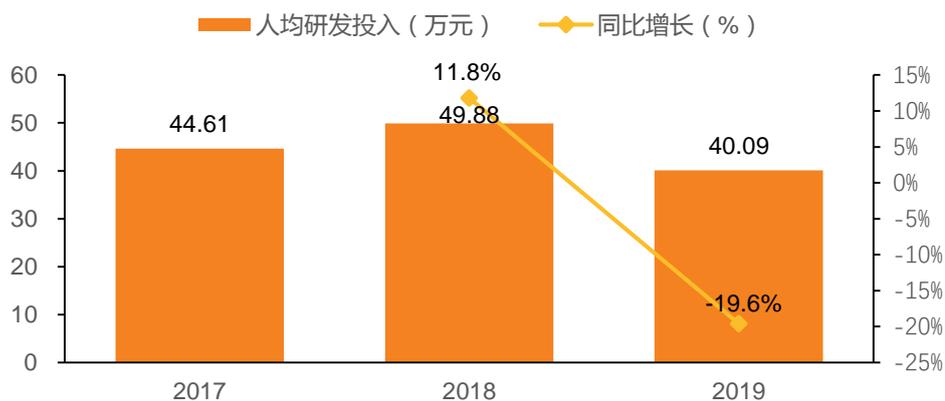
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 54：掌趣科技 2017-2019 研发人员数量及占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 55：掌趣科技 2017-2019 人均研发投入（单位：万元）

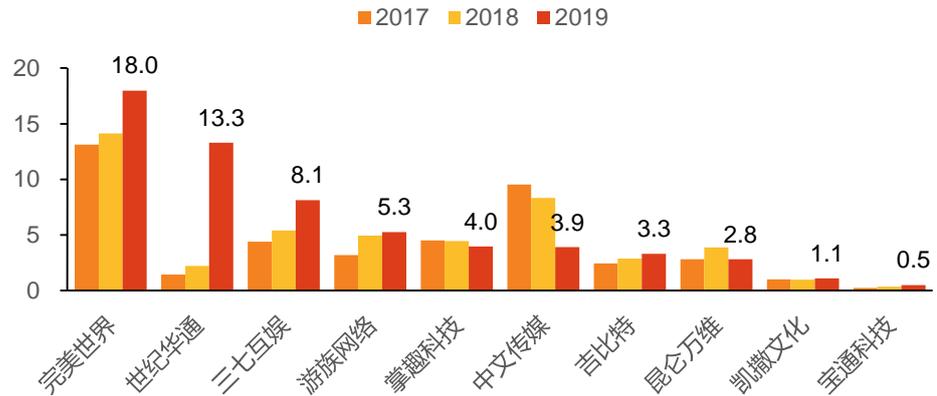


资料来源：公司公告、天风证券研究所

研发能力是游戏公司的核心竞争力，中国主要游戏公司重视研发，研发投入、研发人员数量均有所增长。2019 年数据显示，**掌趣科技研发投入处于 A 股行业领先水平**，研发投入占营收比例达 25%为 A 股最高，说明公司重视研发，预计研发投入将持续提升。

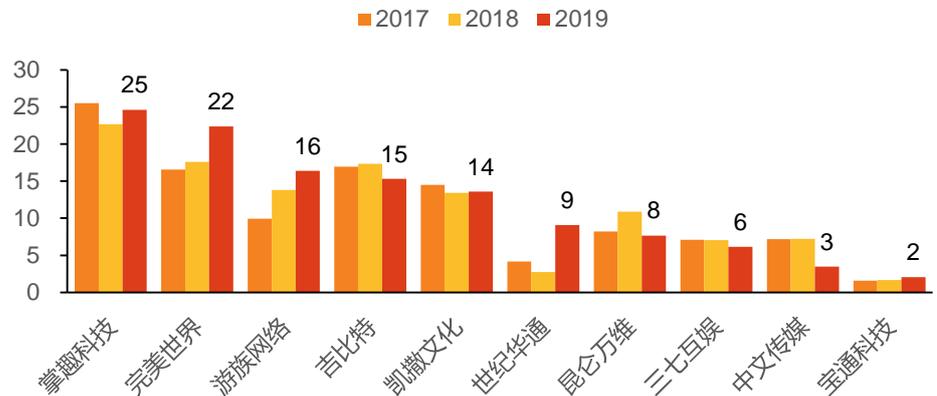
- A 股大部分游戏公司研发投入保持稳定，2019 年 10 家头部游戏公司研发投入总和为 60.3 亿元。
- 从研发投入占营业收入比例看，2017 年 10 家公司研发投入占营收比例平均值为 11.16%，19 年提升至 12.07%；
- 头部游戏公司研发人员保持稳定增长，2017 年 10 家公司研发人员数量为 9358 人，2018 年为 9877 人，2019 年 10 家公司 2019 年研发人员合计 12624 人。

图 56: A 股主要游戏公司 2017-2019 年研发投入合计 (单位: 亿元)



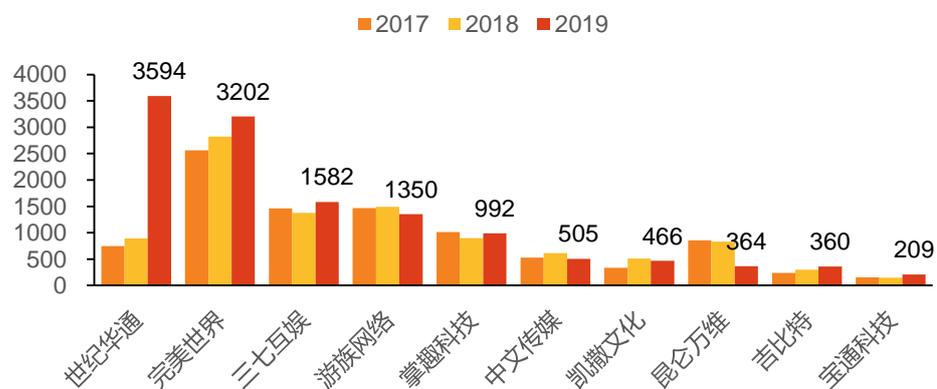
资料来源: 公司公告、天风证券研究所; 注: 数字图标为 19 年数据

图 57: A 股主要游戏公司 2017-2019 年研发投入占营收比例 (%)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所; 注: 数字图标为 19 年数据

图 58: A 股主要游戏公司 2017-2019 年研发人员数量 (单位: 人)



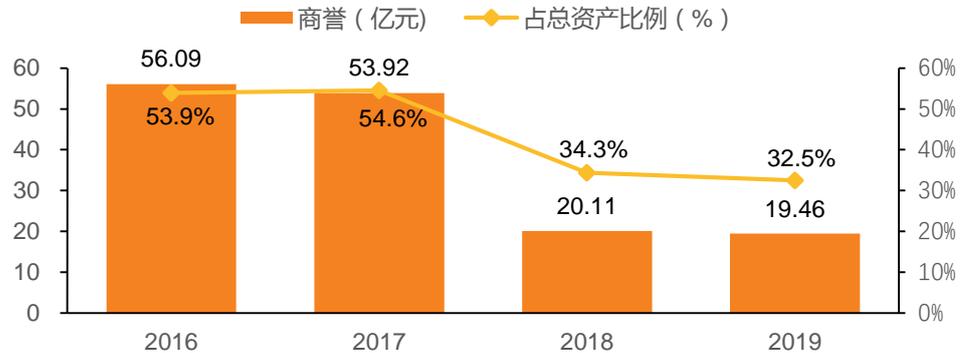
资料来源: 公司公告、天风证券研究所; 注: 数字图标为 19 年数据

4.3. 商誉风险大幅释放，股权投资价值含金量高，资产负债表改善明显

18 年计提大额商誉减值，甩开包袱轻装上阵

掌趣科技商誉 2019 年末余额为 19.46 亿，同比下降 3.25%。2018 年计提商誉减值损失 33.8 亿元，2019 年仅计提商誉减值损失 6539.4 万元，同比大幅下降。

图 59：掌趣科技 2016-2019 年商誉情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 19：掌趣科技旗下子公司商誉及业绩情况

子公司	商誉原值 (亿元)	商誉减值 (亿元)	余额 (亿元)	19 年净利润 (百万元)	YOY
北京天马时空网络科技有限公司	26.12	13.85	12.26	100.13	-63.4%
北京玩蟹科技有限公司	15.28	11.21	4.07	69.21	38.8%
北京华娱聚友科技发展有限公司	0.03	0.00	0.03	63.72	
海南动网先锋网络科技有限公司	7.20	6.53	0.67	59.32	-27.4%
上游信息科技 (上海) 有限公司	7.21	4.78	2.43	52.16	0.3%
北京富姆乐信息技术有限公司	0.12	0.12	0.00		
合计	55.95	36.49	19.46	344.53	

资料来源：公司公告、天风证券研究所，注：华娱聚友未公布 18 年净利润、富姆乐未公布 18、19 年净利润

4.3.1. 公允价值变动影响当期损益，关注掌阅、斗鱼投资价值变化

按照新会计准则，2018 年公司将“可供出售的金融资产”项目在 19 中报重分类至“其他权益工具投资”、“其他非流动金融资产”项目中，其公允价值变动可计入当期损益。

公司持有国金天吉 74.25% 股权，间接持有掌阅科技 1.9% 股权；持有南山蓝月 17.64% 股权，间接持有斗鱼 (DOYU.O) 0.77% 股权。掌阅科技股价已从年初不到 20 元涨至 36.61 元 (参考 6 月 24 日收盘价)，有望为公司 20 年业绩带来增量。

表 20：掌趣科技其他非流动金融资产投资情况 (单位：亿元)

项目	19 年 12 月 31 日余额	18 年 12 月 31 日余额
深圳前海掌趣创享股权投资企业 (有限合伙)	0.09	0.09
上海冠润创业投资合伙企业 (有限合伙)	0.17	0.17
苏州优格互联创业投资中心 (有限合伙)	0.03	0.03
南山蓝月资产管理 (天津) 合伙企业 (有限合伙)	1.36	1.42
深圳国金天惠创业投资企业 (有限合伙)	0.09	0.09
深圳国金天吉创业投资企业 (有限合伙)	3.02	4.10

杭州君溢创业投资合伙企业（有限合伙）	0.05	0.05
北京华泰瑞联并购基金中心（有限合伙）	0.01	0.59
LVP Seed Fund II,L.P.	0.05	0.04
合计	4.86	6.58

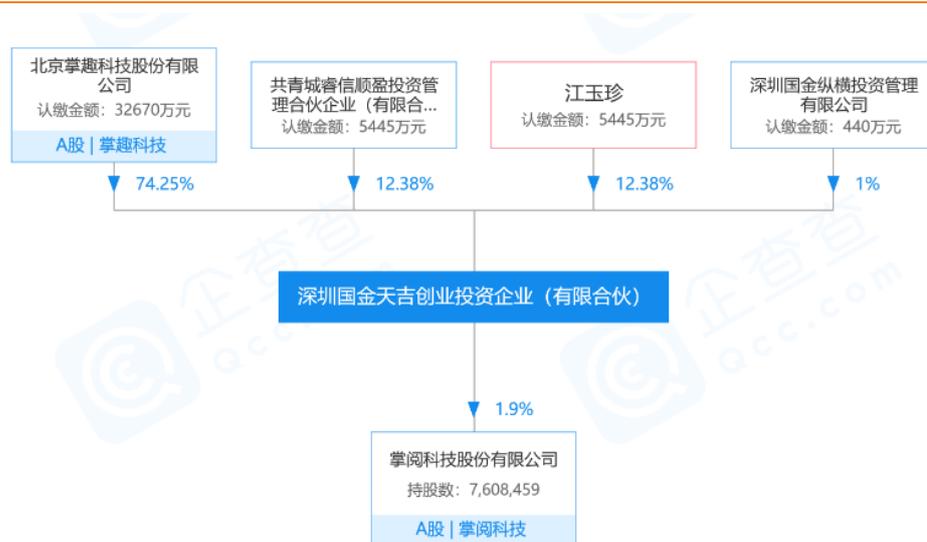
资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 21：掌趣科技其他权益工具投资情况

项目	19 年 12 月 31 日余额	18 年 12 月 31 日余额
成都有明堂互动科技有限公司	0.13	0.13
上海游戏多网络科技股份有限公司	0.03	0.05
Animoca Brands Limited	0.02	0.07
上海星游纪信息技术有限公司	0.07	0.07
北京大神圈文化科技有限公司	0.07	0.07
广州黑糖网络科技有限公司	0.01	0.01
北京橙子维阿科技有限公司	0.00	0.02
北京乐享方登网络科技股份有限公司	0.00	0.01
欢瑞世纪联合股份有限公司	0.60	0.81
体育之窗文化股份有限公司	0.13	0.46
掌上纵横信息技术（北京）股份有限公司	0.08	0.25
纵横汇（北京）信息技术有限公司		
北京乐客灵境科技有限公司	0.00	0.00
幸福互动（北京）网络科技有限公司		0.10
杭州玄机科技信息技术有限公司	0.18	0.24
广州战法牧网络科技有限公司		0.00
上海扎古网络科技有限公司	0.00	0.00
中手游科技集团有限公司	0.13	0.13
合计	1.46	2.31

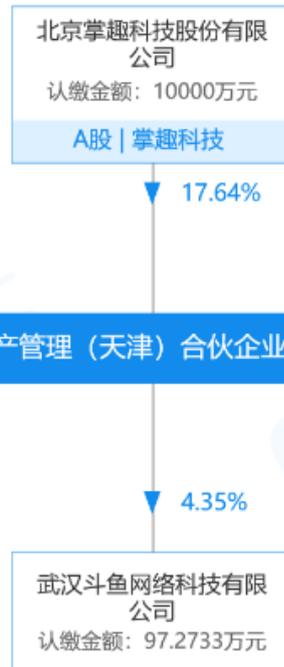
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 60：国金天吉股权穿透图



资料来源：企查查、天风证券研究所

图 61：南山蓝月股权穿透图



资料来源：企查查、天风证券研究所

4.3.2. 大股东质押率低，质押风险低

掌趣科技大股东质押率低，截至 2020 年 7 月 6 日，公司股东质押率为 0.33%，大股东质押率为 0%。与行业内其他公司相比，质押风险低。

表 22：可比公司质押率情况

证券简称	股东质押率（20200706）	证券简称	大股东质押率（20200706）
巨人网络	44.83%	恺英网络	100.00%
恺英网络	37.67%	游族网络	93.06%
世纪华通	31.18%	世纪华通	88.83%
游族网络	27.73%	巨人网络	80.92%
顺网科技	22.27%	宝通科技	61.17%
完美世界	20.85%	顺网科技	55.18%
星辉娱乐	15.05%	完美世界	48.15%
宝通科技	14.55%	星辉娱乐	41.99%
凯撒文化	7.00%	电魂网络	26.88%
电魂网络	4.20%	昆仑万维	12.46%
昆仑万维	4.08%	三七互娱	9.69%
三七互娱	2.08%	凯撒文化	8.72%
掌趣科技	0.33%	吉比特	0.00%
吉比特	0.00%	掌趣科技	0.00%

资料来源：Wind、天风证券研究所

4.3.3. 大手笔股权回购，用于员工持股和股权激励计划，彰显公司信心

2019年2月27日董事会同意公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股份，回购总金额不低于人民币1亿元（含）且不超过人民币2亿元（含），回购价格不超过人民币5.27元/股（含）。回购的股份用于实施员工持股计划或者股权激励，回购股份的实施期限为自董事会审议通过之日起12个月内（即2020年2月26日回购计划截止）。

截至2020年2月26日，公司累计回购股份27,862,843股，占公司总股本的1.0104%，最高成交价为4.45元/股，最低成交价为3.32元/股，成交金额为105,664,570.85元（不含交易费用）。公司经营情况良好，结合公司未来的盈利能力和发展前景，公司本次回购股份不会对公司的财务、经营、研发、债务履行能力等方面产生重大影响。不会导致公司控制权发生变化，也不会改变公司的上市公司地位。

6月1日，公司公告拟使用自有资金1~2亿（含）以集中竞价方式回购公司股份，用于员工持股计划或者股权激励，回购价格不超过人民币8.61元/股（含）。按照回购资金总额上限2亿元、回购价格上限8.61元/股测算，预计可回购股份数量23,228,803股，占公司目前已发行总股本的比例0.84%；按照回购资金总额下限1亿元、回购价格上限8.61元/股测算，预计可回购股份数量11,614,401股，占公司目前已发行总股本的比例0.42%，6月1日已经董事会审议通过，回购日期为该日起12个月内。由于第一次回购期间公司股价超回购最高价5.27元/股，因此未达回购计划2亿元最高上限，今次回购系上次的延续也表明公司股东及管理层长期信心。

5. 盈利预测及投资观点

盈利预测核心假设：

- 公司2020年为公司产品大年，有《真红之刃》等自研自发头部手游，有《一拳超人》等头部游戏出海，有《街霸：对决》、魔幻MMORPG《全民奇迹2》两款自研手游由腾讯独代发行，营收增长可期，考虑上线时间主要营收体现2021年
- 受重磅游戏腾讯独代发行影响，毛利率、净利率将持续提升，加之2020年公司将原成本中的市场推广费用划分至销售费用，毛利率大幅提升，销售费用率20年大幅提升，管理费用及研发费用略增。
- 资产减值损失风险已大幅释放。
- 未考虑公司未来可能的出售资产或有投资收益，但公司账上投资储备丰富，不排除非经利润增量。

投资观点：公司近年来潜心修炼，内部股权结构及团队调整基本到位，二次回购用于员工激励，彰显管理层长期信心，我们预计公司20-21年净利分别为6.42/11.51亿元，对应当前估值31/17x，可比公司三七互娱、吉比特、完美世界21年平均估值27x，给予21年27x目标估值，对应目标价11.34元，给予“买入”评级。

表 23：可比公司估值

证券简称	总市值(亿元)	2019A 净利润	2020E 净利润	2021E 净利润	2020E 增速	2021E 增速	2019PE	2020PE	2021PE
三七互娱	943.97	21.15	27.60	33.93	30.51%	22.93%	44.64	34.20	27.82
完美世界	710.00	15.03	24.00	28.80	59.70%	20.00%	47.25	29.58	24.65
吉比特	389.45	8.09	11.56	13.13	42.86%	13.58%	48.13	33.69	29.66
						平均	46.67	32.49	27.38

资料来源：wind、天风证券研究所；备注：截止2020年7月06日

6. 风险提示

- 行业监管政策风险
公司所处的游戏行业属于文化创意领域，网络游戏在上线运营前需通过相关行政部门的前置审批，在相关部门备案并通过行政部门审批后方可上线运营。随着游戏行业的发展，主管部门监管力度也在不断加强，业务经营也会随着国家出台的各项针对性政策而受到不同程度影响。
- 市场竞争加剧的风险
游戏行业在产品服务、市场渠道等方面已经形成激烈的竞争格局。新增热门游戏不断涌现使得市场竞争进一步加剧，公司若不能及时响应市场变化，快速组织并调动资源持续不断地进行新游戏和新技术的研发，或公司对市场需求的理解出现偏差，新游戏和新技术与市场需求不符，将会对公司经营业绩产生不利影响。
- 新游戏研发和运营风险
游戏产品具有更新快、可模仿性较高、玩家喜好转换等特点，随着市场的快速发展和玩家体验的升级，如果公司无法持续推出受玩家认可的成功的游戏产品，或由于研发周期延长、推广时间延长等原因造成游戏无法按计划推出，从而造成老游戏盈利能力出现下滑时，新游戏无法成功按时推出难以弥补老游戏收入的下滑，则将对公司经营业绩产生不利影响。
- 商誉减值等资产减值风险
公司上市以来通过并购重组完善产业链布局，公司规模增大，核心竞争力增强，但也因此形成了较大金额的商誉。根据《企业会计准则》规定，商誉不作摊销处理，需在未来每年年终做相应的减值测试。若并购公司业务开展情况不利，将有可能出现商誉减值，从而造成公司合并报表利润不确定风险，对公司经营管理产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,240.53	1,682.39	3,077.46	4,442.10	5,099.76
应收票据及应收账款	182.46	81.13	420.70	20.54	514.24
预付账款	122.39	104.04	91.45	105.20	138.95
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	50.34	33.04	77.71	43.34	90.65
流动资产合计	1,595.73	1,900.60	3,667.31	4,611.18	5,843.60
长期股权投资	1,119.46	1,189.45	1,189.45	1,189.45	1,189.45
固定资产	32.93	21.88	43.03	84.26	124.55
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	158.33	69.67	(7.64)	(7.64)	(7.64)
其他	2,950.81	2,805.55	2,421.80	2,466.84	2,557.69
非流动资产合计	4,261.53	4,086.55	3,682.64	3,802.52	3,935.81
资产总计	5,857.26	5,987.16	7,349.95	8,413.70	9,779.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	200.19	124.48	91.84	139.68	159.91
其他	499.54	250.24	341.49	389.56	357.89
流动负债合计	699.73	374.72	433.34	529.24	517.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	265.72	88.57	118.10
其他	29.46	65.57	34.66	43.23	47.82
非流动负债合计	29.46	65.57	300.37	131.80	165.92
负债合计	729.19	440.29	733.71	661.05	683.72
少数股东权益	(0.58)	(1.36)	(7.66)	(21.82)	(36.26)
股本	2,757.48	2,757.48	2,757.48	2,757.48	2,757.48
资本公积	3,837.39	3,831.10	3,831.10	3,831.10	3,831.10
留存收益	2,337.74	3,223.95	3,866.41	5,016.99	6,374.46
其他	(3,803.97)	(4,264.31)	(3,831.10)	(3,831.10)	(3,831.10)
股东权益合计	5,128.06	5,546.86	6,616.24	7,752.65	9,095.68
负债和股东权益总	5,857.26	5,987.16	7,349.95	8,413.70	9,779.40
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(3,095.45)	360.04	642.46	1,150.58	1,357.47
折旧摊销	131.28	141.80	80.16	5.17	7.56
财务费用	34.46	5.03	0.00	0.00	0.00
投资损失	(86.68)	(121.25)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	206.17	(668.65)	27.90	480.22	(668.49)
其它	3,656.11	797.90	(6.30)	(14.17)	(14.44)
经营活动现金流	845.90	514.88	644.22	1,521.80	582.09
资本支出	(3,331.96)	5.30	90.92	71.43	45.41
长期投资	(0.53)	69.99	0.00	0.00	0.00
其他	3,136.94	36.02	(50.92)	(51.43)	4.59
投资活动现金流	(195.55)	111.32	40.00	20.00	50.00
债权融资	23.78	0.00	277.62	100.47	126.03
股权融资	(241.47)	(443.10)	433.21	(0.00)	0.00
其他	(650.18)	242.19	0.00	(277.62)	(100.47)
筹资活动现金流	(867.87)	(200.91)	710.84	(177.15)	25.56
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(217.52)	425.29	1,395.06	1,364.65	657.66

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,970.32	1,616.95	2,068.98	2,808.63	3,404.06
营业成本	763.08	709.76	496.68	527.18	674.68
营业税金及附加	8.97	4.38	4.14	5.62	6.81
营业费用	31.40	37.60	437.60	525.12	630.14
管理费用	140.01	118.49	128.49	154.19	177.32
研发费用	465.26	379.31	464.15	556.98	668.38
财务费用	15.55	(29.83)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	3,681.55	(80.96)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(74.18)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	86.68	121.25	100.00	100.00	100.00
其他	(196.22)	64.81	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营业利润	(3,025.94)	366.30	637.92	1,139.55	1,346.73
营业外收入	0.14	0.37	0.00	0.00	0.00
营业外支出	25.44	5.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	(3,051.25)	361.03	637.92	1,139.55	1,346.73
所得税	44.20	0.99	1.75	3.13	3.70
净利润	(3,095.45)	360.04	636.16	1,136.41	1,343.03
少数股东损益	54.49	(3.56)	(6.30)	(14.17)	(14.44)
归属于母公司净利润	(3,149.93)	363.60	642.46	1,150.58	1,357.47
每股收益(元)	(1.14)	0.13	0.23	0.42	0.49

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	11.43%	-17.93%	27.96%	35.75%	21.20%
营业利润	-1295.21%	-112.11%	74.15%	78.64%	18.18%
归属于母公司净利润	-1293.63%	-111.54%	76.69%	79.09%	17.98%
获利能力					
毛利率	61.27%	56.10%	75.99%	81.23%	80.18%
净利率	-159.87%	22.49%	31.05%	40.97%	39.88%
ROE	-61.42%	6.55%	9.70%	14.80%	14.87%
ROIC	-44.92%	11.29%	21.17%	34.02%	46.47%
偿债能力					
资产负债率	12.45%	7.35%	9.98%	7.86%	6.99%
净负债率	-23.73%	-30.33%	-42.32%	-56.00%	-54.68%
流动比率	2.28	5.07	8.46	8.71	11.29
速动比率	2.28	5.07	8.46	8.71	11.29
营运能力					
应收账款周转率	8.61	12.27	8.25	12.73	12.73
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	0.25	0.27	0.31	0.36	0.37
每股指标(元)					
每股收益	-1.14	0.13	0.23	0.42	0.49
每股经营现金流	0.31	0.19	0.23	0.55	0.21
每股净资产	1.86	2.01	2.40	2.82	3.31
估值比率					
市盈率	-6.36	55.13	31.20	17.42	14.77
市净率	3.91	3.61	3.03	2.58	2.20
EV/EBITDA	-3.10	14.31	23.35	13.25	10.65
EV/EBIT	-2.95	16.54	26.28	13.31	10.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com