

2020年07月28日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

重整旗鼓再出发，迎来新一轮产品周期 买入（首次）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,617	2,599	3,357	3,851
同比(%)	-17.9%	60.8%	29.1%	14.7%
归母净利润(百万元)	364	629	1,295	1,545
同比(%)	111.5%	73.0%	105.9%	19.3%
每股收益(元/股)	0.13	0.23	0.47	0.56
P/E(倍)	65.37	37.79	18.36	15.38

投资要点

- 掌趣科技上市于 2012 年，为 A 股最早的移动游戏上市公司。公司自 2016 年经历了原股东大幅减持，2017 年末由子公司天马时空董事长刘惠城接任上市公司董事长。刘惠城接任董事长后，董事会和管理层人员在 2018 年-2019 年进行大幅调整，集团高管团队趋于年轻化，团队结构更趋合理。
- 优化组织架构，形成三大业务线。刘惠城接任董事长后，确立了“以产品为中心，构建持续产出优质内容的强研发体系，加强现有发行体系能效”的战略目标并推进一系列变革，将集团业务规整为研发、运营、平台三大业务线，亲自带队研发线，聚焦领导型、细分型和流量型三大产品类型，按照产品类型与定位整合子公司，建立以天马时空、玩蟹科技、上游网络加动网先锋为核心的三大工作室群统筹资源建设全球发行体系，并由平台线提供全方位支撑。
- 公司 2020 年下半年将迎来新一轮产品周期，《真红之刃》定档于 2020 年 8 月 5 日，由影帝沈腾代言。《街霸：对决》由 CAPCOM 正版授权，腾讯游戏独家代理发行，有望于 2020 年上线。《全民奇迹 2》由子公司天马时空研发，腾讯游戏独家代理发行，目前已拿到版号。此外，《黑暗之潮》、《修普诺斯》、《那些需要守护的》等产品也将给公司积极贡献利润。
- 近年新作海外表现优异，自发游戏成为全球爆款。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 榜单前列。
- 公司财务状况良好，2018-2019 商誉损失计提充分，风险基本释放。流动负债保持健康，经营性现金流稳定，货币资金充足。
- **盈利预测与投资评级：**公司后续重点产品蓄势待发，随着产品陆续上线，将为公司带来显著业绩增长，我们预计 2020-2022 年实现营业收入 25.99/33.57/38.51 亿元，实现净利润 6.29/12.95/15.45 亿元，实现 EPS0.23/0.47/0.56 元，对应当前 PE37.79/18.36/15.38 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**产品上线延期风险；行业政策监管趋严风险；系统性风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.62
一年最低/最高价	3.25/9.99
市净率(倍)	4.26
流通 A 股市值(百万元)	22689.83

基础数据

每股净资产(元)	2.02
资产负债率(%)	10.19
总股本(百万股)	2757.48
流通 A 股(百万股)	2632.23

相关研究

内容目录

1. 移动游戏先行者，重整旗鼓再出发	5
1.1. 起步早，成长快，A 股手游第一股	5
1.2. 经历漫长调整，组织架构改善	5
1.3. 走出低谷，重新出发	7
1.3.1. 架构调整完成，掌趣推出重点游戏	7
2. 研发创新，产品集群化优势	9
2.1. 整合子公司，三大工作室群协同发展	9
2.2. 主流品类经典 IP 持续高流水，细分领域激发新增长	10
2.2.1. MMO 和卡牌主流大类经典游戏具有长生命周期	10
2.2.2. 深耕二次元细分领域延续增长态势	12
2.3. 人口红利殆尽，技术研发当先	14
3. 渠道合作+自发买量，强化海内外运营能力	16
3.1. 和腾讯达成渠道合作	16
3.2. 组建买量中台系统，强化主流品类长线运营能力	16
3.3. 游戏出海表现惊艳，海外运营能力提升	17
4. 财务改善	19
4.1. 商誉计提充分	19
4.2. 负债结构改善	19
4.3. 现金情况良好	20
5. 盈利预测与估值	21
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 2012-2018 主要股东持股数量和比例变化 (单位: 股/%)	5
图 2: 公司业务线梳理.....	7
图 3: 公司历年营收 (单位: 亿元/%)	7
图 4: 公司历年归母净利润 (单位: 亿元/%)	7
图 5: 子公司营业收入水平 (单位: 亿元)	10
图 6: 子公司净利润水平 (单位: 亿元)	10
图 7: 《全民奇迹》与《奇迹 MU: 觉醒》IOS 端流水趋势, 以 2014 年 12 月为基数 100.....	11
图 8: 《真红之刃》宣传图.....	11
图 9: 《真红之刃》团战界面.....	11
图 10: 《拳皇 98 终极之战》宣传图.....	12
图 11: 《拳皇 98 终极之战》游戏画面.....	12
图 12: 二次元游戏市场销售收入情况 (单位: 亿元)	12
图 13: 二次元游戏市场用户情况 (单位: 亿)	12
图 14: 《一拳超人: 最强之男》游戏官网.....	13
图 15: 《街霸: 对决》宣传图.....	13
图 16: 《街霸: 对决》分屏协作战斗界面.....	14
图 17: 《街霸: 对决》组队对战界面.....	14
图 18: 国产网络游戏审批数量变化情况 (单位: 款)	14
图 19: 进口网络游戏审批数量变化情况 (单位: 款)	14
图 20: 掌趣研发投入及增速 (单位: 亿元/%)	15
图 21: 掌趣、完美、三七、游族研发费用占比.....	15
图 22: 买量市场广告投放数量级 (单位: 次)	17
图 23: 投放创意组 Top5 手游类型	17
图 24: 《奇迹 MU: 觉醒》IOS 端及 GooglePlay 端合计收入数据, 扣除渠道分成后 (单位: 美元)	17
图 25: 《一拳超人》IOS 端及 GooglePlay 端合计收入数据, 扣除渠道分成后 (单位: 美元)	17
图 26: 境外收入占比变化 (单位: 亿元/%)	18
图 27: 掌趣收购股份以来 Webzen 收入和利润情况 (亿元)	18
图 28: 公司商誉变化 (单位: 亿元)	19
图 29: 商誉余额结构 (单位: 百万元/%)	19
图 30: 负债变化情况 (单位: 亿元)	20
图 31: 2020Q1 流动负债结构 (单位: 亿元)	20
图 32: 现金流和货币资金余额情况 (单位: 亿元)	20
图 33: 掌趣科技历史周频 PS(TTM)估值.....	21
表 1: 2020 年前十大股东性质及持股情况 (单位: 万股/%)	6
表 2: 董事会及管理层人员名单.....	6
表 3: 2018 年底版号审批重启以来掌趣获得的版号.....	8
表 4: 公司历年收购梳理.....	9
表 5: 公司收购子公司梳理.....	10
表 6: 四大子公司主要信息.....	15

表 7: 掌趣由腾讯代理的游戏列表.....	16
表 8: 掌趣主要游戏流水预测表, 国内外合计 (单位: 百万元)	21
表 9: 可比公司估值表.....	22

1. 移动游戏先行者，重整旗鼓再出发

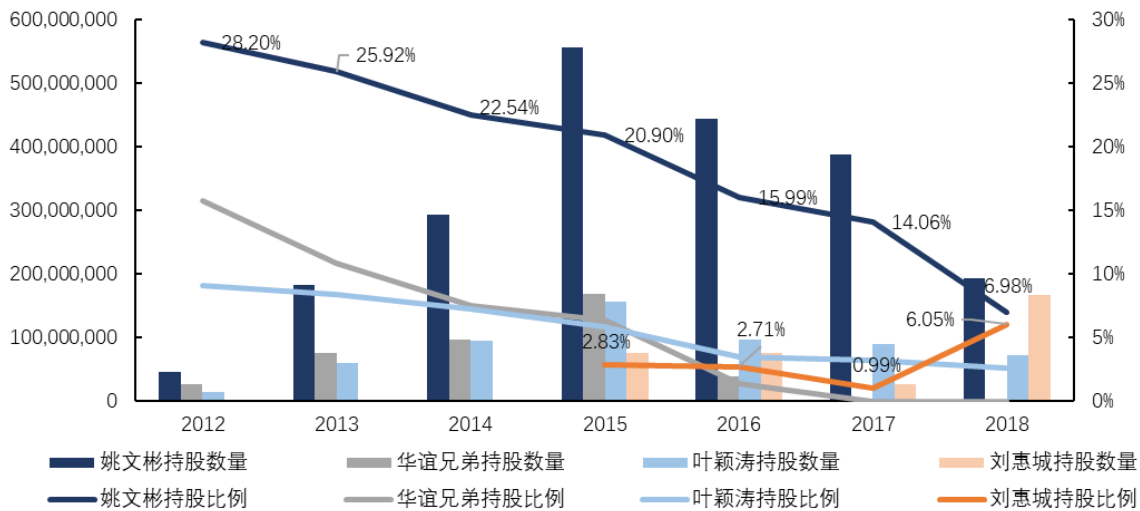
1.1. 起步早，成长快，A股手游第一股

北京掌趣科技股份有限公司于 2004 年成立，是综合型的移动终端及互联网页面游戏开发商、发行商和运营商。早在 2005 年，公司就确立了移动游戏开发运营的主营业务，2012 年掌趣科技在深交所创业板挂牌上市，成为 A 股最早的移动游戏上市公司。在“内生增长+外延发展”双轨并行的战略指引下，公司聚焦手游和页游研发，同时先后收购了动网先锋、玩蟹科技、上游信息和天马时空，并广泛进行股权战略投资，打造出《拳皇 98 终极之战》《全民奇迹 MU》等高热度爆款手游。

1.2. 经历漫长调整，组织架构改善

原大股东相继大幅减持，掌趣变更为无实际控制人公司。2016 年，时任董事长姚文彬及两大股东叶颖涛以及华谊兄弟对掌趣股权连续进行减持，同时姚文彬与叶颖涛解除一致行动关系。2017 年，姚文彬向林芝腾讯转让 55,417,497 股，并向员工持股计划转让不超过 5200 万股，2017 年末天马游戏负责人刘惠城接任董事长一职，并于 2018 年 6 月与实际控制人姚文彬达成 5.08% 的股份转让协议，完成后刘惠城持股 6.05%。姚文彬从上市前的 49.76% 和上市初期的 28.2% 减持至 6.98%，掌趣科技变更为无实际控制状态，进入治理结构调整阶段。

图 1：2012-2018 主要股东持股数量和比例变化（单位：股/%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1: 2020 年前十大股东性质及持股情况 (单位: 万股/%)

股东名称	股东性质	持股数量	持股比例
姚文彬	境内自然人	19250.79	6.98%
刘惠城	境内自然人	16689.08	6.05%
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	其他	6046.96	2.19%
林芝腾讯科技有限公司	境内非国有法人	5541.75	2.01%
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	其他	5525.46	2.00%
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	其他	5339.73	1.94%
全国社保基金一一八组合	其他	5100.04	1.85%
香港中央结算有限公司	境外法人	4380.72	1.59%
基本养老保险基金一二零六组合	其他	3728.31	1.35%
邓攀	境内自然人	3134.66	1.14%

数据来源: 巨潮资讯网, 东吴证券研究所 (注: 信息截止日期为 2020 年 7 月 1 日)

董事会和管理层换血, 团队结构更趋合理。刘惠城接任董事长后, 董事会和管理层人员在 2018 年-2019 年进行大幅调整, 邓攀、姚文哲等相继离任董事, 尚进任职董事, 黄萍任职 COO, 刘建新辞任副总经理, 玩蟹科技总经理程骏、上游信息总经理牟正文、天马时空人力资源高级总监程莉任职副总经理, 集团高管团队趋于年轻化, 来自子公司的管理人员具有丰富行业经验, 为集团与子公司的协同整合提供了内生驱动力。

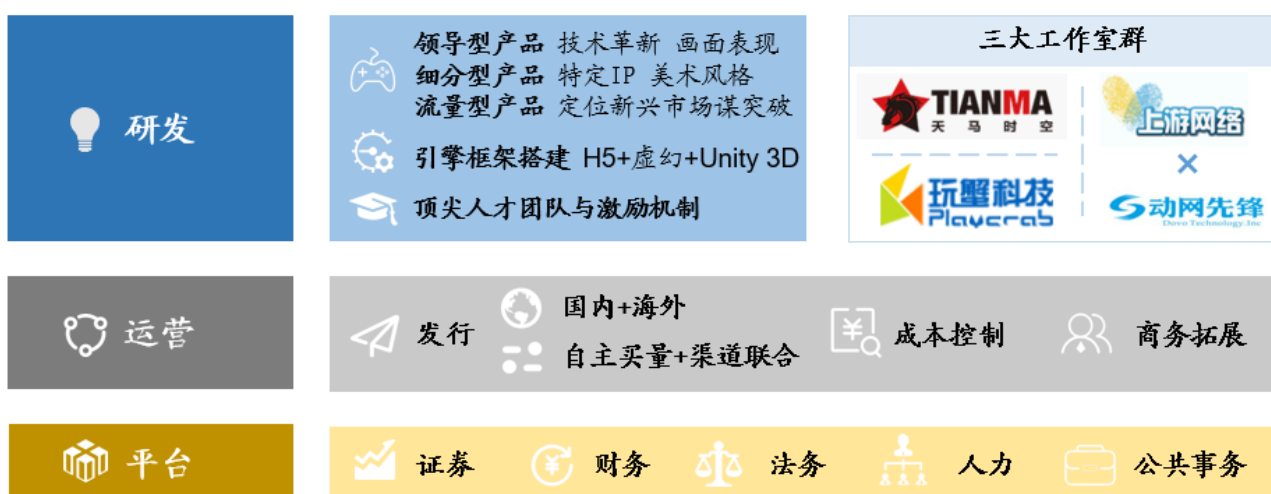
表 2: 董事会及管理层人员名单

董事会			管理层		
姓名	职务	任期起始日期	姓名	职务	任期起始日期
刘惠城	董事长、董事	2017.12.15	刘惠城	总经理	2017.11.29
王婷	董事	2018.4.27	黄迎春	副总经理	2018.12.18
尚进	董事	2018.2.27	程骏	副总经理	2018.12.18
刘志刚	董事	2019.2.18	牟正文	副总经理	2018.12.18
贾唐丽	董事	2019.10.9	程莉	副总经理	2019.1.3
黄迎春	董事	2013.10.9	王婷	副总经理	2017.10.31
姚文哲	董事 (已离任)	2016.8.2	姬景刚	副总经理	2016.5.23
罗义冰	独立董事	2018.2.27	张沛	副总经理	2013.6.25
刘守豹	独立董事	2019.10.9	姚文哲	副总经理	2015.10.23
李俊峰	独立董事	2019.10.9	黄萍	COO	2018

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

优化组织架构，形成三大业务线。刘惠城接任掌趣后，确立了“以产品为中心，构建持续产出优质内容的强研发体系，加强现有发行体系能效”的战略目标并推进一系列变革。改变集团与子公司各自为战的松散组织，将集团业务规整为研发、运营、平台三大业务线，亲自带队研发线，聚焦领导型、细分型和流量型三大产品类型，按照产品类型与定位整合子公司，建立以天马时空、玩蟹科技、上游网络加动网先锋为核心的三大工作室群，由 COO 黄萍负责运营线，统筹资源建设全球发行体系，并由平台线提供全方位支撑。

图 2：公司业务线梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

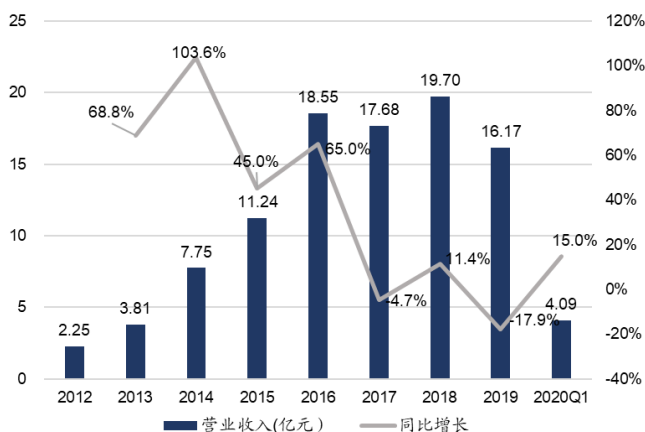
1.3. 走出低谷，重新出发

1.3.1. 架构调整完成，掌趣推出重点游戏

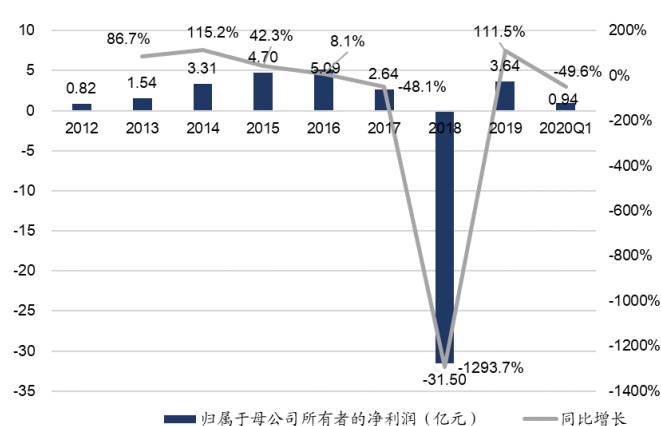
2019 年架构调整叠加版号冻结，收入陷入低谷。2018 年，《奇迹 MU：觉醒》和《大掌门 2》上线带动营业收入回升，但 2018 年 3 月中国大陆游戏版号冻结，大量游戏延后上线。游戏产品延迟上线对公司营业收入的影响延续到 2019 年，2019 年营业收入同比减少 17.9%。

图 3：公司历年营收（单位：亿元/%）

图 4：公司历年归母净利润（单位：亿元/%）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

14 个新版号充实产品储备。2018 年底版号审批重新放开以来, 掌趣先后取得多款游戏版号, 包括 2018 年获得 IP 的《街霸》, 2019 年 6 月《一拳超人: 最强之男》上线后获得成功, 《我的英雄学院: 入学季》和《境·界: 灵压对决》也于 2019 年下半年上线, 新增产品产能逐渐释放, 2019 年归母净利润为 3.64 亿元。至 2020 年第一季度, 随着《一拳超人: 最强之男》的海外成功发行, 公司营业收入增幅回升至 15%。截至 2020 年 7 月 1 日, 掌趣共获得 5 个版号, 产品上线与推广运营节奏重回正轨, 归母净利润随新游戏推广费用的增加同比有所下降。

表 3: 2018 年底版号审批重启以来掌趣获得的版号

游戏名称	运营单位	时间	文号
冷械岛	北京掌趣科技股份有限公司	2018.12.29	国新出审[2018]1244 号
纽扣兄弟	北京掌趣科技股份有限公司	2019.2.28	国新出审[2019]791 号
一拳超人: 最强之男	北京掌趣科技股份有限公司	2019.3.29	国新出审[2019]1317 号
境界-灵压对决	北京掌趣科技股份有限公司	2019.5.13	国新出审[2019]1546 号
真红之刃	北京掌趣科技股份有限公司	2019.6.28	国新出审[2019]1863 号
我的英雄学院: 入学季	北京掌趣科技股份有限公司	2019.7.19	国新出审[2019]2049 号
热血足球	北京掌趣科技股份有限公司	2019.8.8	国新出审[2019]2176 号
街霸: 对决	北京掌趣科技股份有限公司	2019.8.28	国新出审[2019]2415 号
王者罗兰	北京天马时空网络技术有限公司	2019.12.3	国新出审[2019]3665 号
黑暗之潮	北京天马时空网络技术有限公司	2020.1.10	国新出审[2020]37 号
罗兰创世录	北京天马时空网络技术有限公司	2020.2.10	国新出审[2020]224 号
全民奇迹 2	北京天马时空网络技术有限公司	2020.7.1	国新出审[2020]1396 号
修普诺思	北京昊宇上游信息科技有限公司	2020.5.11	国新出审[2020]919 号
那些需要守护的	北京昊宇上游信息科技有限公司	2020.5.28	国新出审[2020]1086 号

数据来源: 国家新闻出版署, 东吴证券研究所

2. 研发创新，产品集群化优势

2.1. 整合子公司，三大工作室群协同发展

2013年-2015年大规模并购参股，构建文娱生态布局。在内生加外延的战略下，先后收购了动网先锋、玩蟹科技 100%的股权，分两次收购了上游信息的全部股权以及天马时空 80%的股权，这些子公司分别在页游、卡牌类、塔防类和 MMO 等游戏品类具有专研优势，在并表年度均显著增厚掌趣的收入和利润。2017 年，对赌协议期全部结束，被收购公司基本完成业绩承诺。除了大规模并购，掌趣还参股大神圈、体育之窗、掌阅科技、掌上纵横、网鱼电竞、欢瑞世纪等，构建文化娱乐生态布局。

表 4: 公司历年收购梳理

时间	交易资产	交易方式	交易对价 (亿元)	业绩承诺期	业绩承诺 (万元)	实际履行 (万元)	累计承诺完成率
2013.2	海南动网先锋网络科技有限公司 100%股权	股份发行+ 现金支付	8.1	2013	7485	8367.52	102.8%
				2014	9343	9359.05	
				2015	11237	11126.31	
2013.10	北京玩蟹科技有限公司 100%股权	股份发行+ 现金支付	17.39	2013	12000	18158.50	101.5%
				2014	16000	12479.82	
				2015	20000	18089.81	
				2016	24000	36248.66	
2013.10	上游信息科技(上海)有限公司 70%股权	股份发行+ 现金支付	8.14	2013	7500	7922.57	82.3%
				2014	12500	10254.17	
				2015	15600	11116.2	
				2016	19000	13012.57	
2015.2	上游信息科技(上海)有限公司 30%股权	非公开发行 股份	3.64	2015	11000	11116.2	95.3%
				2016	13400	13012.57	
2015.2	北京天马时空网络科技有限公司 80%股权	股份发行+ 现金支付	26.78	2015	21100	26355.37	97.9%
				2016	25900	26284.45	
				2017	33000	25653.16	
2018.12	北京天马时空网络科技有限公司 20%股权	现金支付	2.5	-	-	-	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

通过整合明确子公司分工，天马时空和玩蟹科技为创收主力。2018 年掌趣将四大游戏子公司进行整合，根据各自擅长的领域形成了具有各自产品定位的三大核心工作室群，并明确了分工。随着移动游戏业务收入占比的不断提升，天马时空和玩蟹科技逐渐成为收入贡献主力。2019 年，天马时空营业收入为 6.37 亿元，占比上市公司营业收入 39.4%；

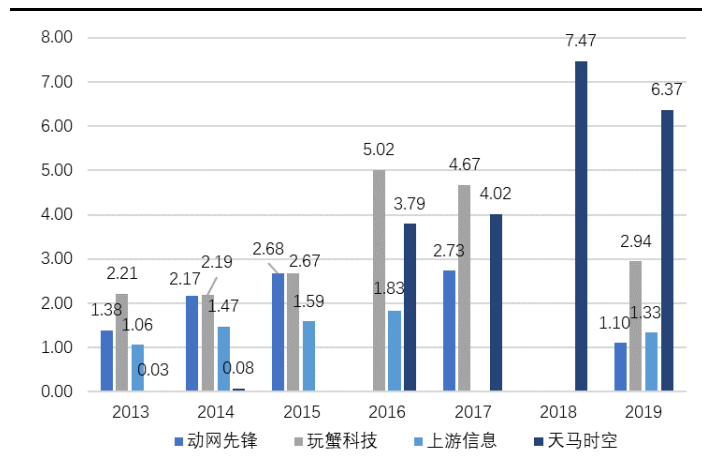
玩蟹科技营业收入为 2.94 亿元，占比上市公司营收 18.2%。

表 5: 公司收购子公司梳理

子公司	动网先锋	上游信息	玩蟹科技	天马时空
简介	成立于 2002 年，主营网页游戏及移动游戏的研发、代理发行及运营维护等业务。开发国内首款模拟经营类页游《商业大亨》，推出《寻侠》、《石器时代网页版》等自研页游和《战龙三国》、《屠龙战神》、《萌战三国志》等代理页游。2012 年开始拓展移动游戏研发及代理发行业务，推出《三分天下》、《寻侠 OL》等手游。	2012 年成立以来陆续研发了《塔防三国志》、《大圣顶住》、《QQ 空间农场》《愤怒小鸡》等多款网页及移动端游戏产品，代理发行《镇魂街》、《蛮荒战神》等多款优质网页游戏及 H5 游戏，	全球移动互联网游戏产品的开发与运营商，产品涵盖角色扮演，策略，卡牌，动作等多种类型手机网络游戏，推出了《大掌门》《拳皇 98 终极之战 OL》《穿越吧！主公》等多款手游作品。	成立于 2010 年，专注于网络在线游戏，于 2014 年推出首款 MMORPG 手游《全民奇迹 MU》，成为现象级产品，已形成自己的研发体系，开创国内游戏代码框架跨平台移植的先河。
主要领域	页游、手游	塔防策略类手游	卡牌类手游	MMO、研发+发行
代表作	《商业大亨》	《塔防三国志》	《拳皇 98 终极之战》 《一拳超人之最强之男》	《全民奇迹 MU》

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

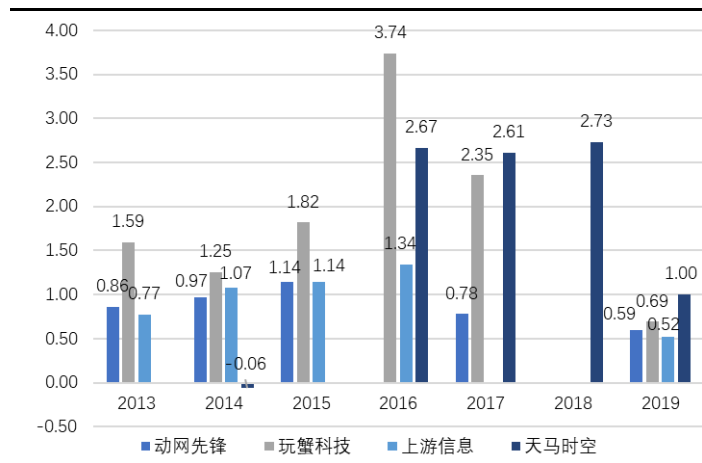
图 5: 子公司营业收入水平 (单位: 亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(注：玩蟹科技 2013 年收入为 1-11 月数据)

图 6: 子公司净利润水平 (单位: 亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

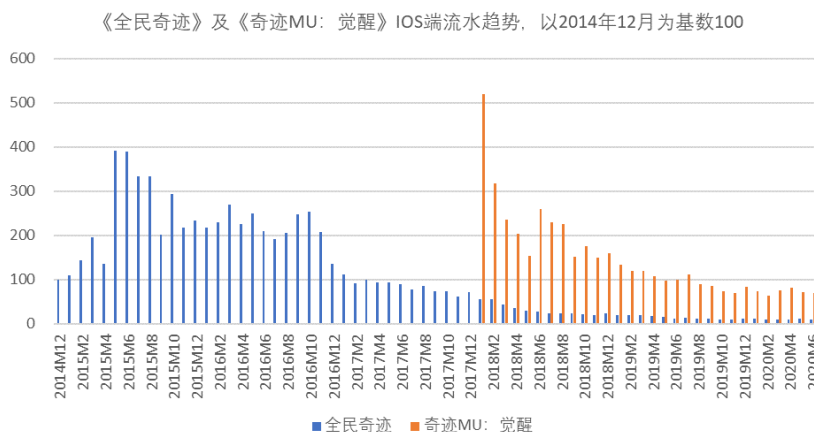
(注：玩蟹科技 2013 年净利润为 1-11 月数据)

2.2. 主流品类经典 IP 持续高流水，细分领域激发新增长

2.2.1. MMO 和卡牌主流大类经典游戏具有长生命周期

深挖奇迹 IP，游戏更新换代持续创收。掌趣在 MMORPG 和卡牌类两大主流游戏品类方面具备完善的研发实力。MMORPG 游戏以奇迹类经典 IP 为主，2016 年 3 月，掌趣投资韩国网禅成为第二大股东，获得《奇迹 MU》IP 的中国区独家开发权和收益权，通过后续围绕 IP 进行的《全民奇迹》手游开发延续了端游的成功，并在《全民奇迹》生命周期内收入出现断崖式下滑时推出《奇迹 MU：觉醒》，重新激发收入增长，最大程度释放经典 IP 的生命力。

图 7: 《全民奇迹》与《奇迹 MU：觉醒》IOS 端流水趋势，以 2014 年 12 月为基数 100



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

公司将于 2020 年 8 月 5 日推出奇迹类新作《真红之刃》，由影帝沈腾代言，奇迹 IP 接续发展。《真红之刃》是一款西方魔幻 MMORPG 手游，对经典题材通过玩法创新进行全新诠释。游戏制作运用次时代粒子特效，经典翅膀元素华丽升级。游戏具备多种原创战区玩法，并具有成熟的跨服模式，逐步开启阶段性跨服、战区、战网，给予玩家千人团战的游戏体验。

图 8: 《真红之刃》宣传图



数据来源：Tap Tap，东吴证券研究所

图 9: 《真红之刃》团战界面



数据来源：Tap Tap，东吴证券研究所

《拳皇 98 终极之战》为公司另一款代表作，作为卡牌类游戏代表作，2015 年由腾讯代理在国内上线，经典 IP 受众的高转化率带来了游戏在国内外的成功，上线 48 小时登顶国内 IOS 双榜，成为国内卡牌手游标杆级产品，前期在国内取得了优异业绩后，2015 年底和 2016 年分别在韩国、日本上线，曾先后登上韩国和日本 iOS 游戏免费榜第 1 和第 2 的位置。

图 10: 《拳皇 98 终极之战》宣传图



数据来源：腾讯游戏官网，东吴证券研究所

图 11: 《拳皇 98 终极之战》游戏画面



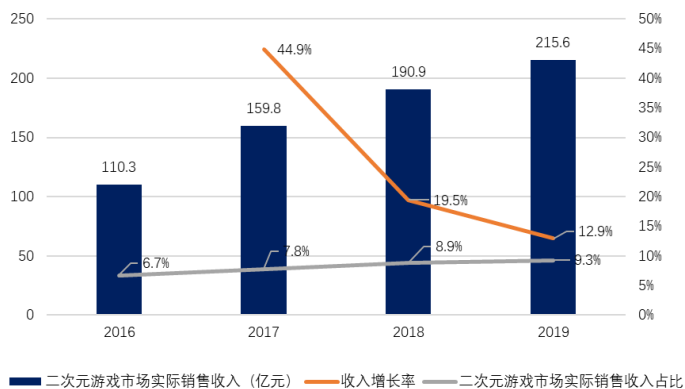
数据来源：Tap Tap，东吴证券研究所

2.2.2. 深耕二次元细分领域延续增长态势

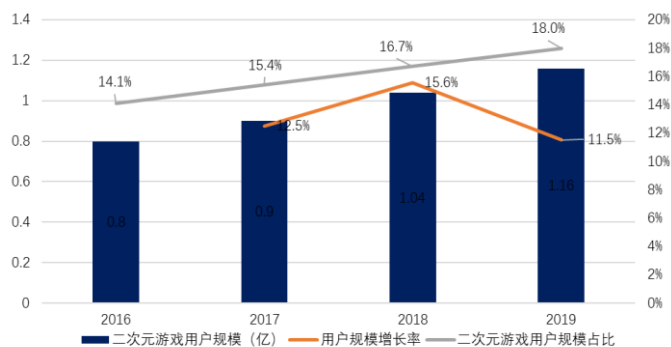
受众忠诚度高，二次元游戏市场有较为广阔的增长空间。由于二次元游戏用户多为动漫爱好者，具有忠诚度高、消费意愿强的特点，随着二次元文化在国内的迅速发展，二次元消费群体规模逐渐扩大，动漫 IP 改编游戏也将有广阔增长空间，数据显示二次元游戏市场实际销售收入近年保持两位数增长率，在游戏收入中的占比从 2016 年的 6.7% 上升至 2019 年的 9.3%。

图 12: 二次元游戏市场销售收入情况（单位：亿元）

图 13: 二次元游戏市场用户情况（单位：亿）



数据来源：GPC&IDC，东吴证券研究所



数据来源：GPC&IDC，东吴证券研究所

加强 IP 储备，深耕二次元细分领域。有了奇迹、拳皇这类经典 IP 改编游戏的成功经验，近年掌趣开始深耕二次元细分领域并进行了一系列 IP 的储备。2016 年掌趣取得了《初音未来》、《刺客信条》、《一拳超人》、《斗罗大陆 3》和《死神》IP 授权，对应的改编游戏在 2017 年至 2019 年相继问世，2018 年又获得了《街霸》和《犬夜叉》的 IP 授权，进一步充实二次元 IP 储备。

图 14: 《一拳超人：最强之男》游戏官网



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 15: 《街霸：对决》宣传图



数据来源：Tap Tap，东吴证券研究所

风靡三十年经典游戏 IP 移植手机端，《街霸：对决》承载情怀归属。《街霸：对决》由 CAPCOM 正版授权，腾讯游戏独家代理发行。日本 CAPCOM 公司推出的格斗类单机游戏《街霸》系列第一代于 1987 年发行，迄今已有超过 30 年历史，在全球具备广泛而深厚的忠实玩家基础，首款正版授权手游具有全新建模和立绘，在还原经典场景和角色招式的基础上革新战斗系统，加入择机择时的即时 QTE 联机玩法，创新多人协作共斗玩法，玩家能够在队伍内进行分屏战斗，实时共享 BOSS 血量。游戏于 2019 年 11 月

21 日开启预约和进行内测，2020 年 7 月 16 日开启新一轮升龙测试。

图 16: 《街霸：对决》分屏协作战斗界面



数据来源: Tap Tap, 东吴证券研究所

图 17: 《街霸：对决》组队对战界面

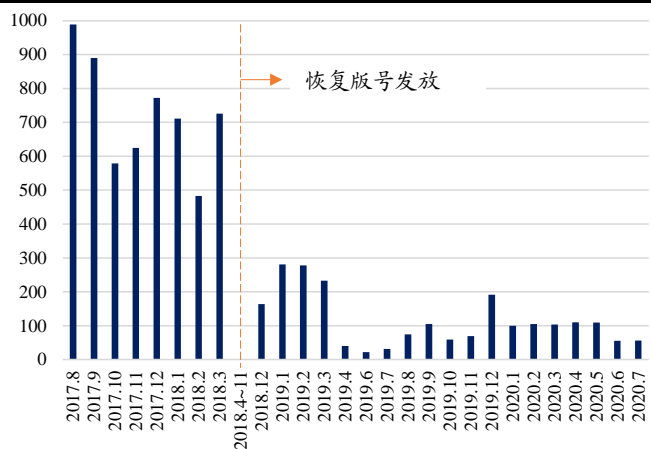


数据来源: Tap Tap, 东吴证券研究所

2.3. 人口红利殆尽，技术研发当先

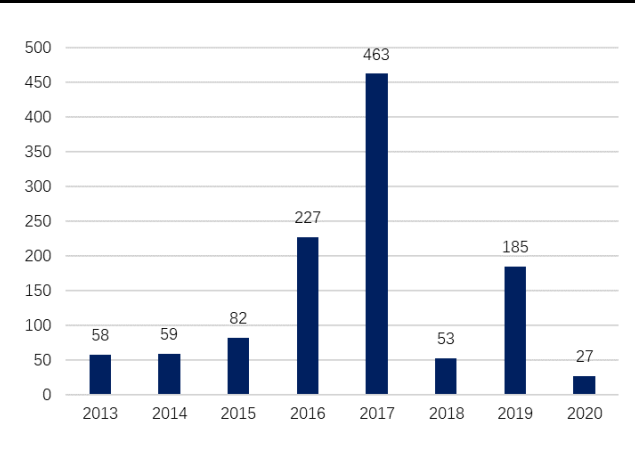
用户规模驱动力衰退，版号收缩促使行业趋于精品化。手游市场人口红利殆尽，IP 价值也被大幅消耗，依靠用户规模、玩法扩容和 IP 改编驱动的增长需要高质量支撑。2018 年底，虽然游戏版号恢复发放，但总量大幅收缩，平均每月国产网络游戏审批数量从 2017 年到 2018 年的约 700 个骤降至 2019 年的约 100 个，进口网络游戏审批数量相较于 2016 年和 2017 年也有所下降。新品节奏的放缓使得行业更加依赖内容优质的精品游戏。

图 18: 国产网络游戏审批数量变化情况 (单位: 款)



数据来源: 国家新闻出版署, 东吴证券研究所

图 19: 进口网络游戏审批数量变化情况 (单位: 款)



数据来源: 国家新闻出版署, 东吴证券研究所

深入布局引擎，形成研发“三驾马车”。2018年上半年掌趣初步完成H5和领先于行业的虚幻4游戏引擎搭建，与Unity 3D一同形成了研发拉动创收的“三驾马车”，其中后续上线的重点产品《全民奇迹2》即由虚幻4引擎开发。除了引擎的布局，掌趣还建立了大数据分析平台，在沉淀的策划能力、数值体系等经验技术基础上为精细化运营推广提供帮助。

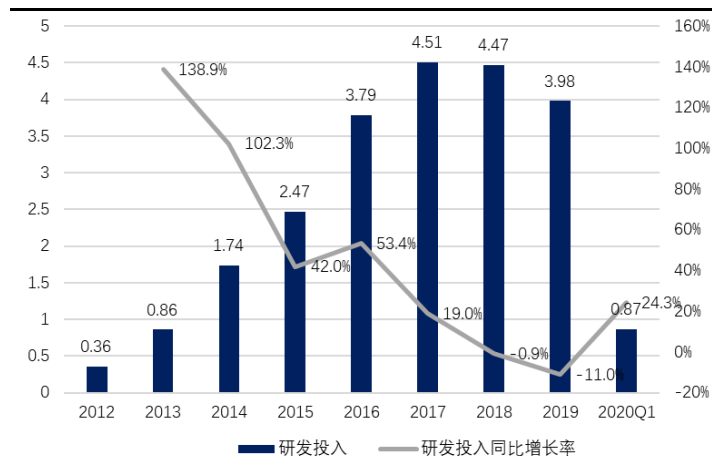
表 6: 四大子公司主要信息

引擎	Unity 3D	虚幻 4 引擎 (UE4)	H5
简介	由 Unity Technologies 开发的实时 3D 互动内容创作和运营平台，可用于创作、运营和变现实时互动的 2D 和 3D 内容，为当前大部分游戏开发所使用。	由 Epic Game 开发的从只做到发行流程全覆盖的完整产品套件，具有逼真渲染、可视化脚本开发和先进 AI 工具，虚幻编辑器具有“所见即所得”特性	H5 是一系列制作网页互动效果的技术集合，目前有多种具体引擎，包括支持 2D 的 Cocos2D 等和支持 3D 和 VR 的 Layabox 和 Egret 等
国内外代表游戏	《王者荣耀》 《炉石传说》 《崩坏 3》	《绝地求生：刺激战场》 《和平精英》 《全民奇迹 2》	《传奇世界》 《战神》

数据来源：公开资料整理，东吴证券研究所

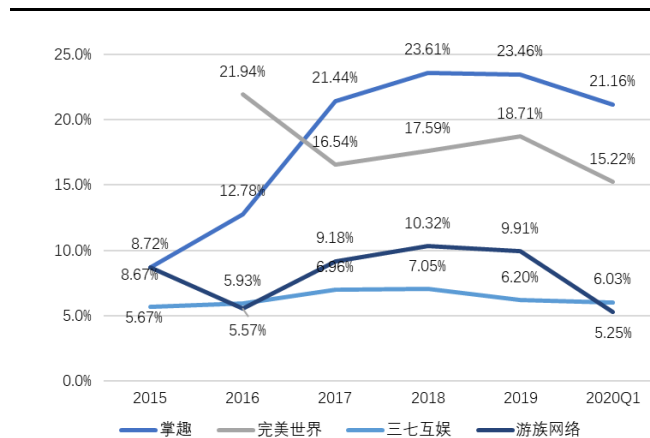
持续技术投入支撑研发框架。在“以产品为中心，构建持续产出优质内容的强研发体系并提升现有发行体系能效”的阶段目标指导下，掌趣持续进行技术研发投入，2020Q1 研发费用同比上升 24%，相对于可比公司完美世界、游族网络、三七互娱等，掌趣的研发费用在收入中占据了更大比例。

图 20: 掌趣研发投入及增速 (单位: 亿元/%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：2012-2019 年为总研发投入，2020Q1 数据为研发费用）

图 21: 掌趣、完美、三七、游族研发费用占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（用研发投入扣除资本化研发支出近似 2017 年之前掌趣研发费用）

3. 渠道合作+自发买量，强化海内外运营能力

3.1. 和腾讯达成渠道合作

与腾讯达成长期合作，借力强大渠道发行有保障。2014年，作为第一大客户腾讯贡献了掌趣营收的36.27%。2016年年底，掌趣科技与腾讯签订了排他性协议，宣布其手游《全民奇迹》续作将由腾讯在国内独家代理发行。2017年掌趣引入腾讯战略入股，当前腾讯为掌趣的第四大股东，持股比例2.01%。《拳皇98 终极之战 OL》、《街头篮球》、《奇迹 MU：觉醒》、《魔法门之英雄无敌：战争纪元》、《初音未来：梦幻歌姬》等均由腾讯代理发行，长期的磨合构建了稳固的合作关系，2020年有望上线的《街霸：对决》和《全民奇迹2》也将由腾讯发行。

表 7：掌趣由腾讯代理的游戏列表

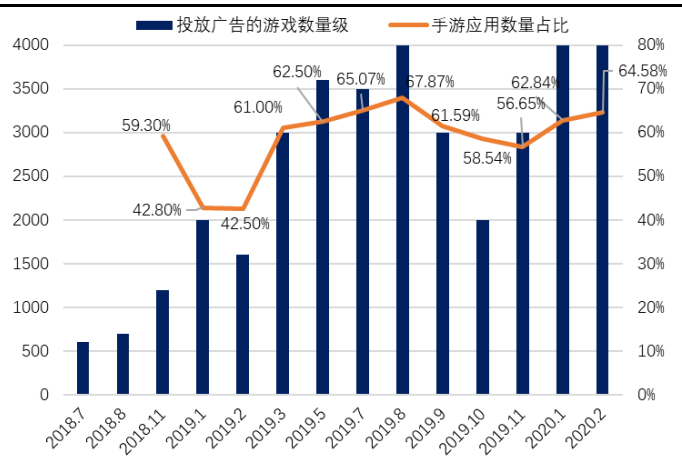
游戏名称	上线时间	游戏类型	研发商	iOS 国内游戏免费榜最高排名
《拳皇 98 终极之战 OL》	2015.7	动作卡牌	玩蟹	1
《街头篮球》	2017.1	体育竞技	掌趣	1
《奇迹 MU：觉醒》	2018.1	ARPG	天马时空	2
《魔法门之英雄无敌：战争纪元》	2017.6	策略卡牌	玩蟹	3
《初音未来：梦幻歌姬》 (已停服)	2018.9	二次元音游	掌趣	-
《街霸：对决》	测试中	动作	攸乐（委托研发）	-
《全民奇迹 2》	测试中	ARPG	天马时空	-
《黑暗之潮》	未上线	ARPG	天马时空	-

数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

3.2. 组建买量中台系统，强化主流品类长线运营能力

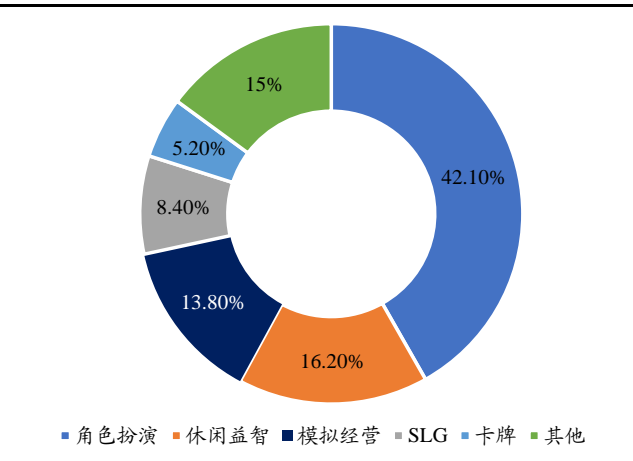
手游买量市场蓬勃增长，重品类手游投放热度高。根据 App Growing 月度买量数据显示，每月投放移动广告的游戏数量从 2018 下半年的 600 数量级快速上升至 2019 年初的 1500 以上数量级，又大幅上升至 3000-4000 数量级，2020 年以来每月手游投放广告的应用数量占比恢复到 60% 以上，买量渠道的完善使得游戏买量成为大势。在投放广告的手游中投放最多的五大游戏种类重度游戏占主导，五大买量游戏品类中 40% 为占比最大的角色扮演类游戏。

图 22: 买量市场广告投放数量级 (单位: 次)



数据来源: App Growing, 东吴证券研究所

图 23: 2019 年投放创意组 Top5 手游类型



数据来源: 热云数据, 东吴证券研究所

确立买量运营计划强化长线运营, 从研发转型研运一体化。2020 年, 掌趣集体战略目标中的提升发行体系能效升级为“树立买量市场产品与发行标杆”, 组建买量广告投放中台系统, 加强外部合作产品运营管理, 通过流量运营能力的培养进一步提高掌趣各品类尤其是擅长的 ARPG 品类重点游戏的触达效率和转化能力, 真正做到深入市场、贴近用户。

3.3. 游戏出海表现惊艳, 海外运营能力提升

近年新作海外表现优异, 自发游戏成为全球爆款。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 榜单前列。

图 24: 《奇迹 MU: 觉醒》IOS 端及 GooglePlay 端合计收入数据, 扣除渠道分成后 (单位: 美元)

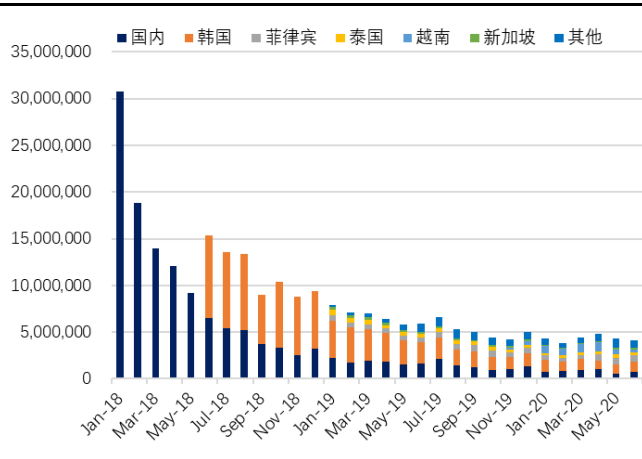
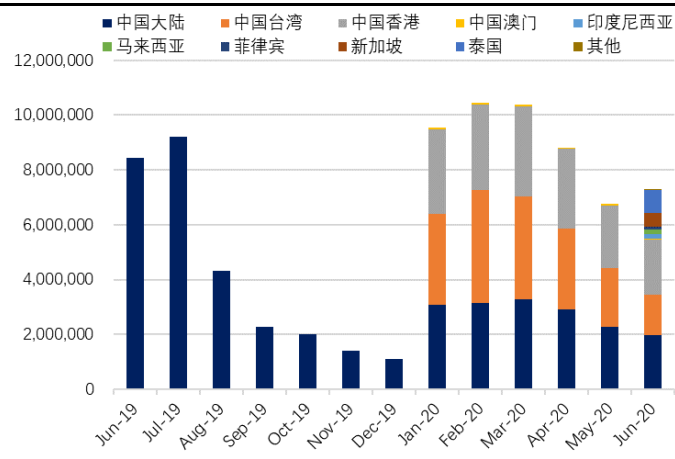


图 25: 《一拳超人》IOS 端及 GooglePlay 端合计收入数据, 扣除渠道分成后 (单位: 美元)

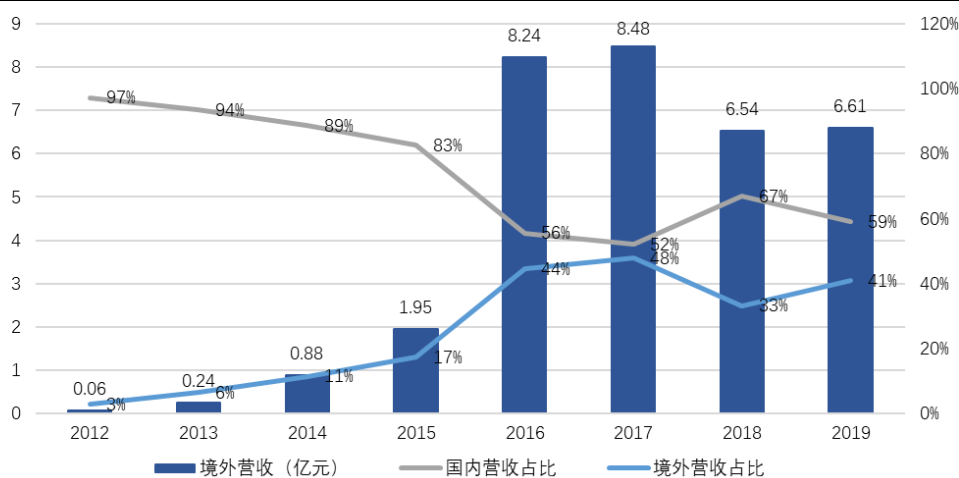


数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

境外收入的占比提高, 海外运营能力逐年提升。2016年《拳皇98》在海外大获成功, 当年境外营收占比从17%大幅提升至44%, 2019年, 《奇迹MU: 觉醒》在东南亚地区的优异表现将境外收入占比重新提升至40%以上。我们预计, 在2020年1月《一拳超人: 最强之男》开始海外运行后, 2020年掌趣海外营收将进一步大幅提高, 海外运营能力也在这次成功的海外发行中得到提升。

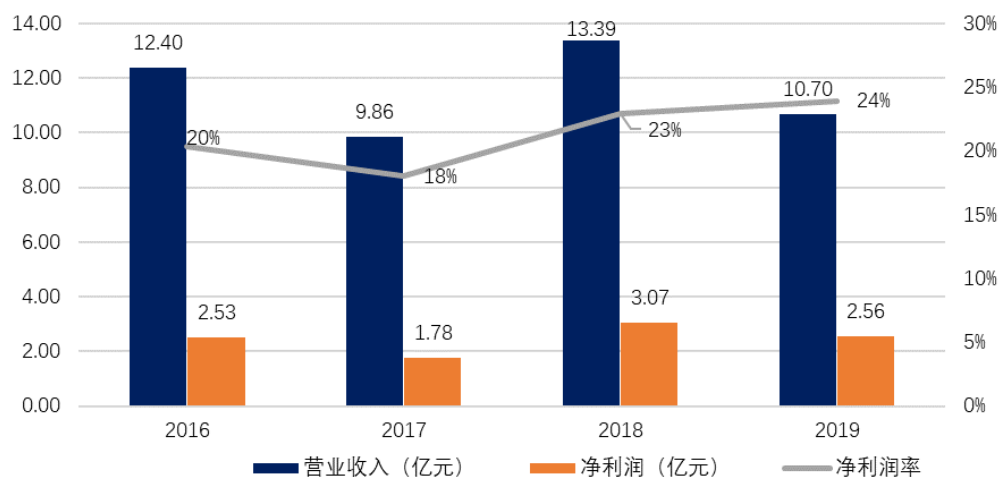
图 26: 境外收入占比变化 (单位: 亿元/%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

投资 Unity 和 Webzen, 助力海外业务拓展。除了游戏的海外运营, 掌趣在2014年参股 Unity Software Inc., 当时 Unity 的代表产品在全球 3D 手游引擎市场拥有近 50% 市场份额。2016年, 掌趣以 11 亿元人民币受让奇迹 IP 原始所有者 Webzen Inc. 19.24% 的股权, 成为第二大股东。收购股权以来 Webzen 业绩保持平稳, 奇迹 IP 系列游戏不断推陈出新。

图 27: 掌趣收购股份以来 Webzen 收入和利润情况 (亿元)



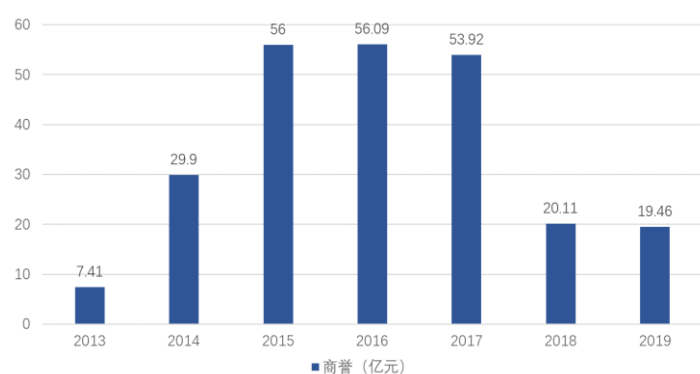
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 财务改善

4.1. 商誉计提充分

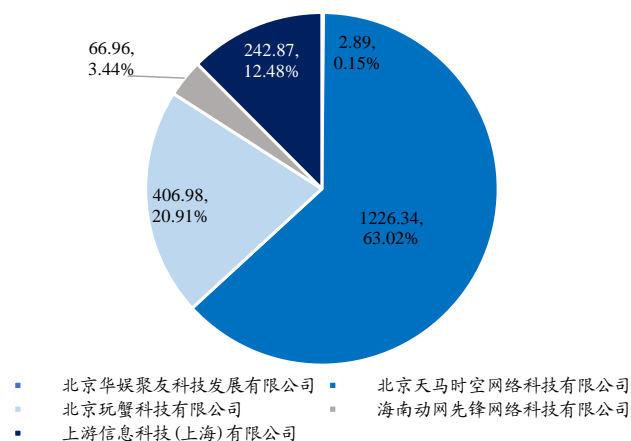
2018-2019 商誉损失计提充分，风险基本释放。2018 年由于商誉 33.81 亿元的损失计提，掌趣计提 36.8 亿元巨额资产损失减值，商誉减值风险逐渐释放，商誉余额中天马时空占 60%以上，但随着此前包括《全民奇迹 2》在内获得版号的四款游戏陆续上线，天马时空的业绩将得到进一步改善，商誉减值风险也将得到控制。

图 28: 公司商誉变化 (单位: 亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 29: 2019 年公司商誉结构 (单位: 百万元/%)



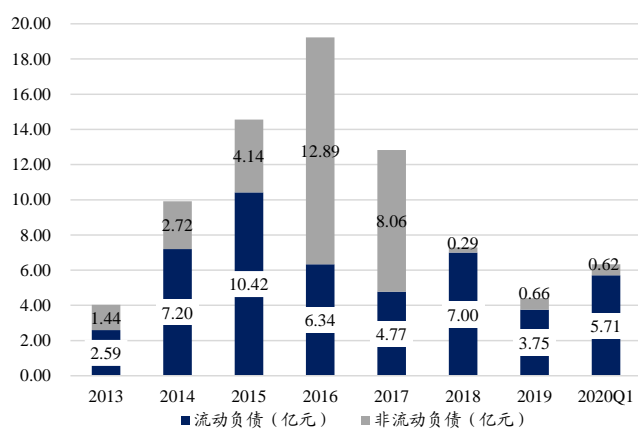
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 负债结构改善

债券偿还后负债压力减轻，流动负债保持健康。2018 年，公司对 16 年发行的两年期公司债券进行了 7.76 亿元的偿还，非流动负债压力大幅减轻，至今资产负债表总体保

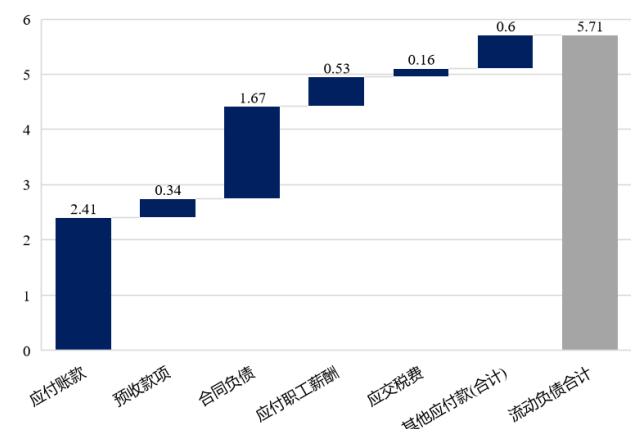
持健康状态。

图 30: 负债变化情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 31: 2020Q1 流动负债结构 (单位: 亿元)

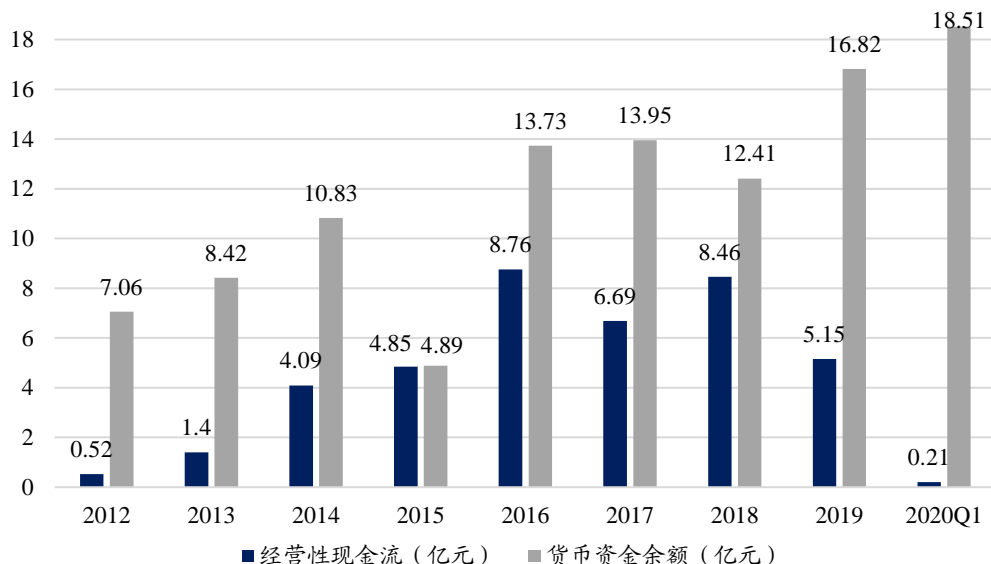


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.3. 现金情况良好

经营性现金流稳定, 货币资金充足。经营性现金流稳定且与营业收入趋势基本一致, 现金管理能力较强, 除了用于并购的年份有所减少, 货币资金始终保持增长态势, 2020Q1 货币资金达到 18.5 亿元, 现金余额充足。

图 32: 现金流和货币资金余额情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

利用充足货币资金开展回购用于员工激励。2020 年 6 月 1 日掌趣发布公告, 决定

使用不低于人民币 1 亿元，不高于人民币 2 亿元的自有资金按不超过 8.61 元/股的价格进行股票回购，并将回购股票用于实施股权激励计划或员工持股计划，该次回购表达了管理层基于良好现金管理对掌趣未来发展较高的期待和信心。截至 2020 年 6 月 30 日，公司已累计回购 3,870,900 股，占公司总股本 0.14%。

5. 盈利预测与估值

根据公司披露 2019 年流水数据进行合理推算，已上线重点游戏流水呈逐年衰减趋势，同时重点新游戏将给公司带来显著业绩增量。其中，我们预计后续上线重点产品《真红之刃》、《全民奇迹 2》、《黑暗之潮》及《街霸：对决》将为公司贡献显著业绩增量，具体流水预测见表 8。

因公司 2018 年亏损，因此我们对比历史 PS (TTM) 估值，当前估值处于历史较低水平，同时我们对比行业可比公司估值，掌趣科技 2021 及 2022 年处于明显低估状态，因此随着公司进入产品周期，业绩逐步兑现，估值有较大回升空间。

公司后续重点产品蓄势待发，随着产品陆续上线，将为公司带来显著业绩增长，我们预计 2020-2022 年实现营业收入 25.99/33.57/38.51 亿元，实现净利润 6.29/12.95/15.45 亿元，实现 EPS0.23/0.47/0.56 元，对应当前 PE37.79/18.36/15.38 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8: 掌趣主要游戏流水预测表，国内外合计 (单位: 百万元)

游戏名称	上线时间	2020E	2021E	2022E
奇迹：觉醒	2018.1	700	540	398
拳皇 98 终极之战 OL	2015.7	600	450	330
一拳超人：最强之男	2019.6	1000	740	548
魔法门之英雄无敌：战争纪元	2017.6	158	116	83
真红之刃	2020.8	760	600	420
全民奇迹 2	测试中		2500	1800
黑暗之潮	测试中		800	500
街霸：对决	测试中	850	1400	1000

数据来源：东吴证券研究所推算

图 33: 掌趣科技历史周频 PS(TTM)估值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 9：可比公司估值表（2020 年 7 月 28 日）

	EPS(摊薄)			PE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2021E
三七互娱 (002555.SZ)	1.43	1.70	1.95	30.65	25.78	22.48
完美世界 (002624.SZ)	1.25	1.40	1.59	29.98	26.70	23.45
掌趣科技 (300315.SZ)	0.23	0.47	0.56	37.79	18.36	15.38

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

1. 产品上线延期风险

游戏业务系项目制，而项目制可能存在产品延期上线风险，如若发生可能会影响公司收入。

2. 行业政策监管趋严风险

游戏行业受政策监管影响较大，若行业政策监管趋严，对公司业务及收入可能会产生影响。

3. 系统性风险

若发生系统性风险，可能对公司股价产生影响。

掌趣科技三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,901	2,844	3,492	5,518	营业收入	1,617	2,599	3,357	3,851
现金	1,682	2,212	3,039	4,733	减:营业成本	710	1,335	1,244	1,398
应收账款	81	343	205	423	营业税金及附加	4	9	10	12
存货	0	0	0	0	营业费用	38	54	73	82
其他流动资产	137	289	248	361	管理费用	118	754	923	1,047
非流动资产	4,087	4,223	4,335	4,460	财务费用	-30	-123	-126	-167
长期股权投资	1,189	1,315	1,440	1,565	资产减值损失	-81	0	0	0
固定资产	22	57	71	71	加:投资净收益	121	110	114	112
在建工程	0	0	0	0	其他收益	-74	-49	-58	-55
无形资产	70	48	25	25	营业利润	366	631	1,288	1,535
其他非流动资产	2,806	2,803	2,800	2,798	加:营业外净收支	-5	-12	-10	-10
资产总计	5,987	7,067	7,827	9,977	利润总额	361	619	1,279	1,524
流动负债	375	833	313	937	减:所得税费用	1	-2	-1	-3
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-4	-8	-15	-18
应付账款	124	486	83	557	归属母公司净利润	364	629	1,295	1,545
其他流动负债	250	347	231	380	EBIT	311	561	1,200	1,408
非流动负债	66	66	66	66	EBITDA	452	633	1,238	1,421
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	66	66	66	66	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	440	898	379	1,002	每股收益(元)	0.13	0.23	0.47	0.56
少数股东权益	-1	-9	-24	-42	每股净资产(元)	2.01	2.24	2.71	3.27
					发行在外股份(百万 股)	1315	2757	2757	2757
归属母公司股东权益	5,548	6,177	7,472	9,017	ROIC(%)	5.5%	9.1%	16.0%	15.6%
负债和股东权益	5,987	7,067	7,827	9,977	ROE(%)	6.5%	10.1%	17.2%	17.0%
					毛利率(%)	56.1%	48.6%	62.9%	63.7%
					销售净利率(%)	18.0%	24.2%	38.6%	40.1%
					资产负债率(%)	7.4%	12.7%	4.8%	10.0%
					收入增长率(%)	-17.9%	60.8%	29.1%	14.7%
					净利润增长率(%)	111.5%	73.0%	105.9%	19.3%
					P/E	65.37	37.79	18.36	15.38
					P/B	4.28	3.85	3.18	2.64
					EV/EBITDA	48.90	34.08	16.76	13.39

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>