

# 掌趣科技 (300315.SZ)

## 走出底部，迎接新生

### 核心观点:

#### 1) 公司简介: 2016-2018 年三年调整, 新管理团队内部革新底部重生

公司于 2016 年以来市场关注度逐步降低。2017 年年底原子公司天马时空创始人刘惠城接任之后, 经历了 2 年时间的调整, 在管理团队、技术升级、研运一体三方面做出了全面的改革。当前公司新董事长占股 6.05%, 业务团队和架构调整完毕, 研运一体的新产品《一拳超人》等产品证明了新团队的研究+发行能力, 我们认为当前公司已经开始步入正轨。

#### 2) 核心投资逻辑: 公司多品类、高流水、强技术的研发体系仍在

公司目前以天马、玩蟹为主, 扎根 MMO、卡牌主赛道, 拓展品类新增量。作为 UE4、Unity 和 H5 三大引擎升级后的研发型公司, 其多品类、高流水、强技术的研发体系位于市场一流行列, 且公司通过投资持续绑定奇迹 IP, 也已在《拳皇 98》、《全民奇迹》、《奇迹: 觉醒》等头部产品上证明自己的研发能力。产品周期上公司 19H2 开始反转, 由于版本号因素未能释放的产能将逐步释放, 根据广电总局版署披露, 版本号恢复以来公司已有 10 款游戏过审, 未来将有《我的英雄学院》、《街霸》、《真红之刃》等产品。

#### 3) 公司产品、资产、治理均边际改善, 当前安全边际较高

公司债务还完后资产负债表结构优化, 商誉减值已经在去年计提较充分, 当前公司账上储备有 12 亿元现金, 发展弹药充足, 公司的经营性现金流持续为正, 安全边际较高。中长期来看, 公司重新确立“以产品为中心, 构建持续产出优质内容强研发体系, 提升现有发行体系能效”的战略目标, 以刘惠城为中心的新任核心团队, 均为行业老兵、拥有丰富的业务经验。

**投资建议:** 我们认为, 公司处于走出底部的阶段, 在资产质量、管理团队、产品周期上均有望迎来边际改善, 考虑到明年公司的产品周期反转、管理调整到位和头部产品排期合理, 我们预计明年公司有望实现流水、收入和净利润的高增长。我们认为公司 2019-2021 年有望实现净利润 4.74 亿元、9.40 亿元和 11.28 亿元, 当前对应 PE 估值约为 25.8X、13.0X 和 10.8X, 考虑到行业可比公司的估值水平, 我们给予公司对应 2020 年归母净利润 16X PE 的估值, 对应合理价值 5.46 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 新产品延期、老产品下滑过快的风险, 公司治理风险, 商誉和其他资产减值风险, 行业政策监管趋严的风险。

### 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1768.21	1970.32	1504.75	2146.90	2572.95
增长率(%)	-4.66	11.43	-23.63	42.67	19.84
EBITDA(百万元)	642.85	676.12	569.10	811.74	1041.75
净利润(百万元)	263.89	-3149.93	473.62	940.31	1127.90
增长率(%)	-48.11	-1293.63	-115.04	98.54	19.95
EPS(元/股)	0.10	-1.14	0.17	0.34	0.41
市盈率(P/E)	58.38	—	25.79	12.99	10.83
市净率(P/B)	1.80	1.90	2.29	2.09	1.90
EV/EBITDA	23.32	14.40	18.82	12.37	8.94

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

4.43 元

合理价值

5.46 元

前次评级

买入

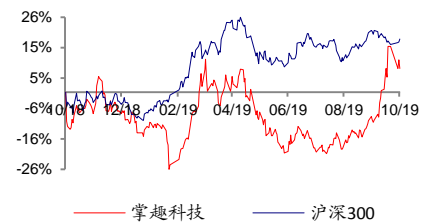
报告日期

2019-10-11

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2757/2600
总市值/流通市值(百万元)	12216/11520
一年内最高/最低(元)	4.74/3.02
30 日日均成交量/成交额(百万)	89/383
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	35.06/2.55

### 相对市场表现



### 分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

### 分析师:

朱可夫



SAC 执证号: S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意, 朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

## 目录索引

一、公司发展历史：2016-2018 历经三年调整.....	5
1. 公司历史：2015 年前大量并购，2016 年起大股东减持套现 .....	5
2. 当前股东梳理：公司无实际控制人，新董事长占股 6.05% .....	6
3. 公司 19H1 因无新品，收入净利润双双同比下滑.....	7
二、手游变局：买量平台逐步成为新渠道，ARPG 和二次元均为细分大市场 .....	9
1. 买量平台崛起决定游戏公司的商业模式需要研运一体 .....	9
2. 精品游戏研发竞争激烈，技术革新换代考验厂商迭代能力.....	11
3. 公司所在的 ARPG 和二次元卡牌均为较大赛道.....	12
三、此前错过黄金发展期，公司当前以天马、玩蟹为主扎根研发主赛道寻求增量拓展...	14
1. 公司错失 2016-2018 年的发展期，但二线龙头实力犹在 .....	14
2. 子公司均已经完成对赌，天马时空和玩蟹科技深耕细分子品类.....	15
3. 19H1 天马时空和玩蟹科技目前为公司创收主力，上游&动网保持稳定 .....	17
四、公司或将在 2020 年迎来产品、资产、团队的重重反转 .....	19
1. 高流水、多品类、强技术的研发体系仍在，产品或迎来爆发期.....	19
2. 商誉减值计提相对较充分，资产质量显著改善 .....	24
3. 新管理层洗削更革，重新确立以产品为中心的战略方向 .....	29
五、财务状况：营收利润低谷期即将过去，公司现金流整体稳定.....	31
1. 公司 18Q4-19Q2 进入营收的历史低谷期，毛利率水平近期波动较大.....	31
2. 公司经营性现金流持续流入，账上现金充沛资产质量改善.....	32
六、盈利预测与投资建议.....	34
风险提示 .....	38

## 图表索引

图 1: 2012-2019 年公司上市以来股价走势图和大事纪.....	5
图 2: 公司原股东姚文彬和叶颖涛减持股份情况一览.....	7
图 3: 2012-19H1 公司营业收入和增速.....	7
图 4: 2012-19H1 公司归母净利润和增速.....	7
图 5: 2014-19H1 公司营收拆分情况.....	8
图 6: 2014-2018 年公司主营业务成本拆分情况.....	8
图 7: 12H1-19H1 手游市场收入增长情况.....	9
图 8: 17Q1-19Q2 手游市场收入增长情况.....	9
图 9: 2019 年预计买量运营的市场增速仍将快于手游市场的增速.....	10
图 10: 研运一体模式能够让研发和发行业务协同发展.....	11
图 11: 2018 年相比 2017 年手机的运存升级明显.....	11
图 12: 16Q1-17Q2 国内 IP 游戏市场仍有较大潜力.....	13
图 13: ARPG 类的市场我们认为约为 300 亿人民币/年.....	13
图 14: 国内的二次元游戏市场预计处于快速增长中.....	13
图 15: 头部的二次元游戏流水非常稳定.....	13
图 16: 游族网络 2012-19H1 的收入净利润情况.....	14
图 17: 恺英网络 2012-19H1 的收入净利润情况.....	14
图 18: 吉比特 2012-19H1 的收入净利润情况.....	15
图 19: 完美世界 2013-19H1 的收入净利润情况.....	15
图 20: 天马时空 2013-2018 年收入净利润情况.....	18
图 21: 玩蟹科技 2013-19H1 收入净利润情况.....	18
图 22: 上游信息 2013-19H1 收入净利润情况.....	18
图 23: 动网先锋 2013-19H1 收入净利润情况.....	18
图 24: 2014 年上线以来全民奇迹累计流水超过 82 亿.....	19
图 25: 2016 年上线以来拳皇 98 累计流水超过 35 亿.....	19
图 26: 2018 年天马时空旗下《奇迹 MU: 觉醒》全年流水接近 24 亿元.....	20
图 27: 市场排名较高的奇迹类手游的自发行后 IOS 畅销榜排名推移.....	21
图 28: 公司主要出品的头部作品排名推移.....	22
图 29: 公司内部对三大引擎进行了新一轮的升级.....	24
图 30: 2012-2018 年公司各类资产减值情况.....	26
图 31: 2017 年年底公司的资产结构分布.....	28
图 32: 19H1 末公司的资产结构分布.....	28
图 33: 公司的财务净收入已经于 19Q1 正式转正.....	29
图 34: 新董事长上任之后进行了新一轮的架构调整.....	30
图 35: 当前公司的主要管理层架构情况一览.....	30
图 36: 16Q1-19Q2 公司净收入和净利润情况推移.....	31
图 37: 16Q1-19Q2 公司毛利率和净利率率情况推移.....	31
图 38: 16Q1-19Q2 公司三费率情况推移.....	32
图 39: 16Q1-19Q2 公司三费情况推移.....	32
图 40: 18Q1-19Q2 公司应收账款和周转率情况.....	33
图 41: 18Q1-19Q2 公司预收账款和预付账款情况推移.....	33

图 42: 17Q1-19Q2 公司经营性现金流和现金净增加额 .....	33
图 43: 17Q1-19Q2 公司账上现金储备和有息负债情况 .....	33
表 1: 掌趣科技 19H1 前十大股东持股情况一览 .....	6
表 2: Unity3D 和 UE4 游戏引擎框架比较一览 .....	12
表 3: 掌趣并购的四家子公司基本情况一览 .....	15
表 4: 掌趣并购的四家子公司业绩对赌情况一览 .....	16
表 5: 2014-2019 年公司出品的主要手游产品一览 .....	22
表 6: 公司 2018 年底以来获得了 10 款游戏版号 .....	23
表 7: 截止 2018 年底公司商誉减值情况一览 .....	25
表 8: 截止 2018 年底公司可供出售金融资产基本情况一览 .....	26
表 9: 截止 2018 年底公司联营公司基本情况一览 .....	27
表 10: 未来主营业务预测和核心假设 .....	34
表 11: 公司主营业务构成和 2019-2021 年未来毛利率预测 .....	35
表 12: 公司未来投资收益预测基本逻辑 .....	36
表 13: 掌趣科技移动游戏增速和整体毛利率对于净利润的敏感性测试 .....	36
表 14: 掌趣科技可比公司 2019-2021 年对比估值表 .....	37

## 一、公司发展历史：2016-2018 历经三年调整

### 1. 公司历史：2015 年前大量并购，2016 年起大股东减持套现

掌趣科技成立于2004年，从事页游和手游行业。最初曾从事如功能机增值服务等业务，2010年之后公司全面转向互联网，而公司于2012年5月在创业板挂牌上市，主要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。公司随后在2013-2015年相继并购了动网先锋、玩蟹科技、上游信息、天马时空四家子公司，员工人数扩充至千人以上。伴随着对于优质资产的并购，公司上市后依靠频繁并购迅速做大市值，搭上牛市便车，公司在2015年3月，最高市值突破540亿元人民币。随后4月份2015年年报披露玩蟹科技和上游信息并未完成业绩承诺，大股东在高位减持，优质游戏产出断档，导致股价持续下跌。公司在2018年年报中计提了36.8亿的资产损失减值，而2016年开始公司前任董事长姚文彬逐步减持退出上市公司后，2017年原天马时空创始人刘惠城正式接任新董事长，公司此后经历了长达2年的调整期。

公司目前从2015年以来，已经自主研发和代理发行超过200余款游戏产品，其中《全民奇迹》、《奇迹MU：觉醒》、《拳皇98终极之战OL》等已上线明星产品全球累计流水超百亿元，另外研发《一拳超人：最强之男》、《境界：灵压对决》、《我的英雄学院：入学季》、《真红之刃》、《街霸：对决》等多款重磅精品新作。

图1：2012-2019年公司上市以来股价走势图和大事纪



数据来源：Wind，公司官网，广发证券发展研究中心

## 2. 当前股东梳理：公司无实际控制人，新董事长占股 6.05%

公司当前整体股权结构较为分散，新董事长占股约为6.05%。2017年12月15日，通过掌趣科技第四次临时股东大会，刘惠城正式成为掌趣科技董事长及总经理。而姚文彬目前仍为掌趣科技最大股东，持股占比接近7%。掌趣现任高管中刘惠城持有1.67亿股股票，占高管持股比例的99.96%，其持股成本约5.13元/股，当前占公司总股本的6.09%。另外还有腾讯公司通过旗下子公司持有公司2%的股份。公司于2018年2月7日披露了第一期员工持股计划，该计划最终以大宗交易方式累计买入公司股票5515万股，占公司总股本的2.00%，成交金额合计32111万元，成交均价为5.82元/股。当前公司前十大股东占公司总股本仅为26.2%，整体无实际控制人；而公司19H1公告，从3月-9月持续回购社会公开股份，目前已经以3.6元/股均价回购超过1亿元，仍有1亿元额度（按照上限计算）。

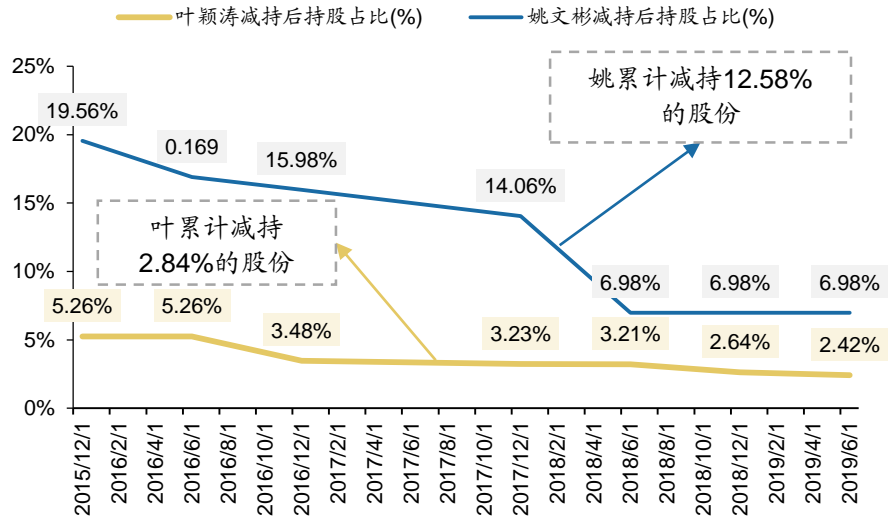
表 1：掌趣科技 19H1 前十大股东持股情况一览

排名	股东名称	持股数量 (百万股)	占总股本比 例(%)	备注
1	姚文彬	192.5	7.0%	公司原董事长
2	刘惠城	166.9	6.1%	公司新董事长，原天马时空创始人
3	叶颖涛	66.7	2.4%	公司原 CEO
4	林芝腾讯科技有限公司	55.4	2.0%	腾讯子公司
5	北京掌趣科技股份有限公司-第一期员工持股计划	55.2	2.0%	员工持股，其中刘惠城持有份额 48.5%
6	中国工商银行股份有限公司-易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	48.2	1.8%	
7	邓攀	41.8	1.5%	公司原 CEO
8	香港中央结算有限公司(陆股通)	37.0	1.3%	
9	中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	33.1	1.2%	
10	中国建设银行股份有限公司-华安创业板 50 交易型开放式指数证券投资基金	26.5	1.0%	
合计		723.3	26.2%	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司原大股东姚文彬过去三年陆续减持，目前仍持有6.98%公司股份。2016年年初，姚文彬和叶颖涛解除一致行动人关系，8月，姚文彬宣布辞去掌趣董事长职务，不再担任公司任何职务。此后两人在之后的两年时间抛售了所持的掌趣股票。截止2018年年初，姚文彬手中掌趣股份仅剩13%。2018年6月，姚以7.19亿元的价格向掌趣现任董事长刘惠城转让了1.4亿股，进一步减持手中股份，经计算其累计减持金额高达27.03亿元。过去4年姚文彬累计减持12.58%的公司股份，当前持股占公司总股本的6.98%；而叶颖涛累计减持公司2.84%的股份，当前持股占公司总股本的2.42%。

图2: 公司原股东姚文彬和叶颖涛减持股份情况一览

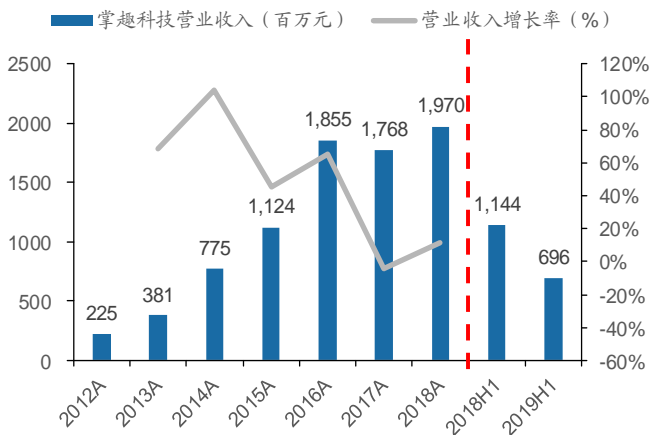


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 3. 公司 19H1 因无新品, 收入净利润双双同比下滑

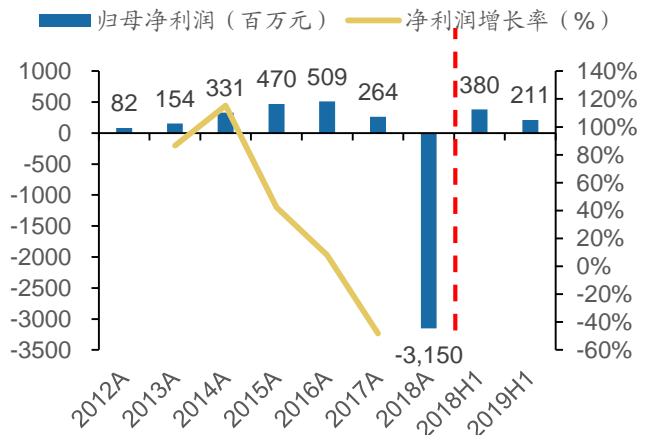
公司2018年-19H1期间业绩处于低迷期。2018年公司发行了大作《奇迹: 觉醒》, 收入同增11%至19.7亿元, 但18Q4公司计提了36.8亿的资产减值(其中主要包括33.8亿的商誉减值、1亿的长期股权投资减值以及1.5亿的可供出售金融资产减值), 导致公司净利润2018年亏损31.5亿元。2018年3月后版号暂停, 公司近1年的时间里面没有新的游戏大作发行, 因此19H1的业绩收到了较严重的影响, 19H1公司收入同降39%至6.96亿元, 同时公司净利润同比下滑45%至2.11亿元, 扣非净利润同比下滑34.9%至2.44亿元。

图3: 2012-19H1公司营业收入和增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

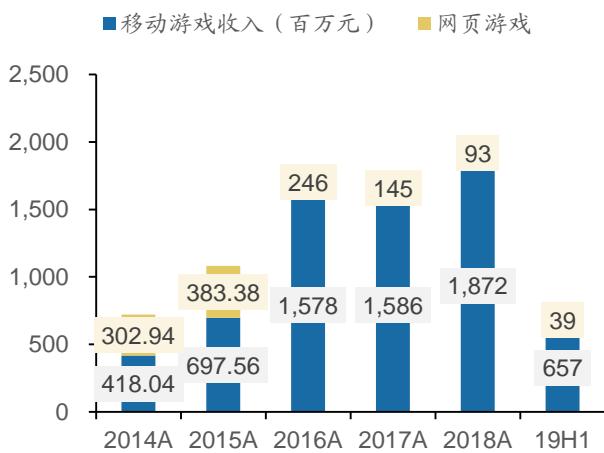
图4: 2012-19H1公司归母净利润和增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

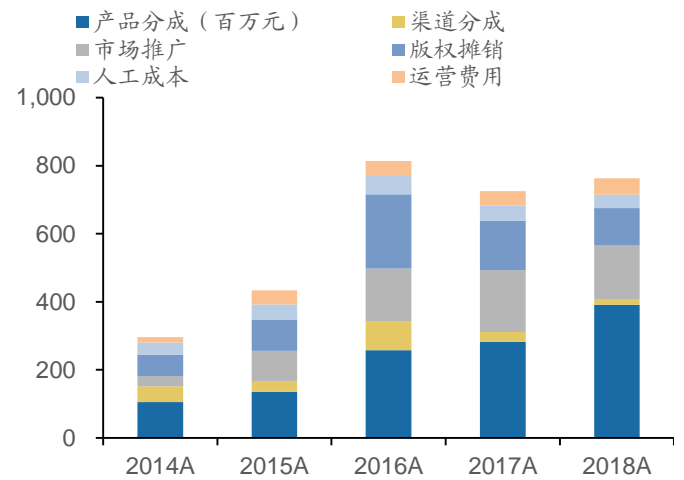
公司目前基本上以手游收入为主，成本结构中主要以IP成本居多。2014年公司手游收入约为4.2亿元，页游收入约为3.1亿元，分别占总收入的58%和42%，而经过5年时间的转型，2018年公司手游收入约为18.7亿元，网页游戏收入约为9309万元，分别占比约为95%和5%，标志着公司早已完成了手游端的转型。而19H1公司页游收入仍有3935万元，相对保持稳定，收入下滑主要系手游同比下滑40.04%至6.57亿元。在成本结构上，公司主要包括产品分成、渠道分成、市场推广、版权摊销、人工成本、运营费用等，其中主要以产品分成和版权摊销成本为主，两项成本均与IP成本相关，2018年来看，产品分成在营业成本中占比超过51%，版权摊销成本占比约为14%，二者合计约为5亿元，由于2019年公司发行新品较少，我们预计该项成本有望略下滑。

图5: 2014-19H1公司营收拆分情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 2014-2018年公司主营业务成本拆分情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



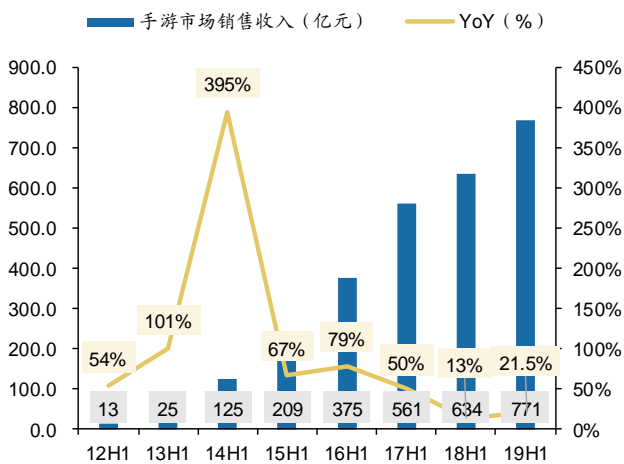
## 二、手游变局：买量平台逐步成为新渠道，ARPG 和二次元均为细分大市场

我们认为公司主要从事的手游行业仍有长足的增长空间，而在结构性的变化上，买量平台的崛起倒逼上游的研发商也需要培养自己的买量团队和发行能力；精品游戏竞争更加激烈倒逼研发商进行技术升级；整体上我们认为公司主要从事的两个子赛道ARPG和二次元均规模较大，公司已经沉淀了较强的研发实力。

### 1. 买量平台崛起决定游戏公司的商业模式需要研运一体

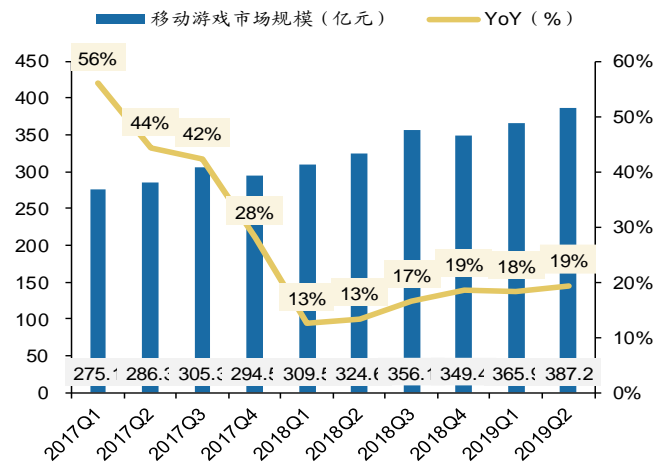
我们认为游戏整体行业相较2018年回暖迹象明显，而其中手游行业仍有一定的发展空间。根据伽马数据统计，上半年国内游戏市场同增9%至1140.2亿元，其中游戏用户数同增5.1%至5.54亿人（游戏工委口径约为6.2亿人），相比去年同期3.9%略有提速；年化ARPU值微涨3.3%至411.6元/年，相比去年1.2%的增速同样有所回暖。手游市场是行业增长的最大动力。根据游戏工委的口径，移动游戏同比增长21.5%至770.7亿元（伽马的口径为同增18.8%达到753.1亿元），均高于去年同期的增速12.9%。手游用户规模约为6.2亿人，相比去年Q3末的5.9亿人增加了3000万人左右，同比增速约为6%。按照伽马口径的单个季度来看，19Q2行业增速约为19.3%，符合我们的预期，相比19Q1的18.2%提升约1.1pct。在行业中长期的发展空间上，我们首先认为中国游戏厂商仍能够有较大的海外市场可以占领，另外本身随着付费率和ARPU值的提升，国内市场也可以保持稳定的增量空间。

图7：12H1-19H1手游市场收入增长情况



数据来源：伽马数据，游戏工委，广发证券发展研究中心

图8：17Q1-19Q2手游市场收入增长情况

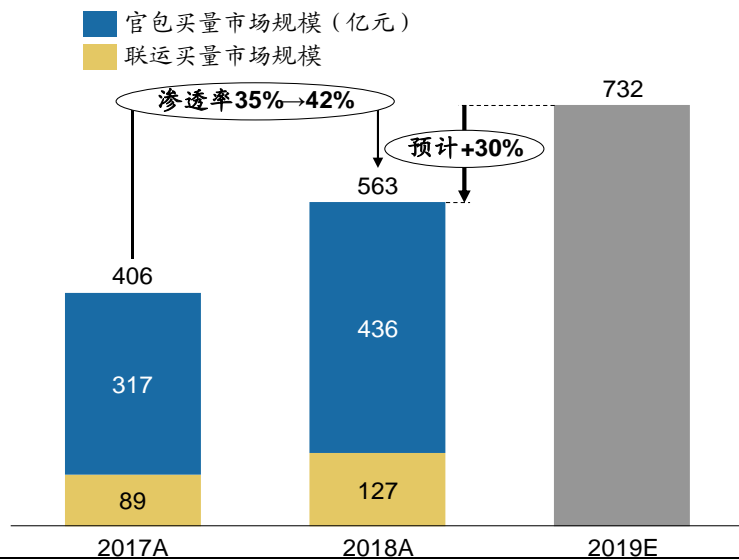


数据来源：伽马数据，游戏工委，广发证券发展研究中心

而在产业链结构上，买量平台的崛起加速了研运一体的进程，研发商也开始需要建立自己的买量投放团队。在整体游戏广告规模上，我们认为随着超级App地位更加稳固，进行广告投放的游戏公司将持续增加，整体流量运营规模盘子有望进一步增长。

根据硬核联盟统计，2017年官包买量（指的是app买量而非渠道内投放广告）创造的流水规模达到317亿元，联运买量市场（通过渠道联合运营投放广告）创造的流水规模达到89亿元，二者合计406亿元占手游市场比例的35%左右。而2018年官包买量市场约为436亿元、联运买量市场达到127亿元，二者合计563亿元占整体手游市场的42%左右，而2019年整体买量运营市场游戏创造的流水或进一步增长30%以上。

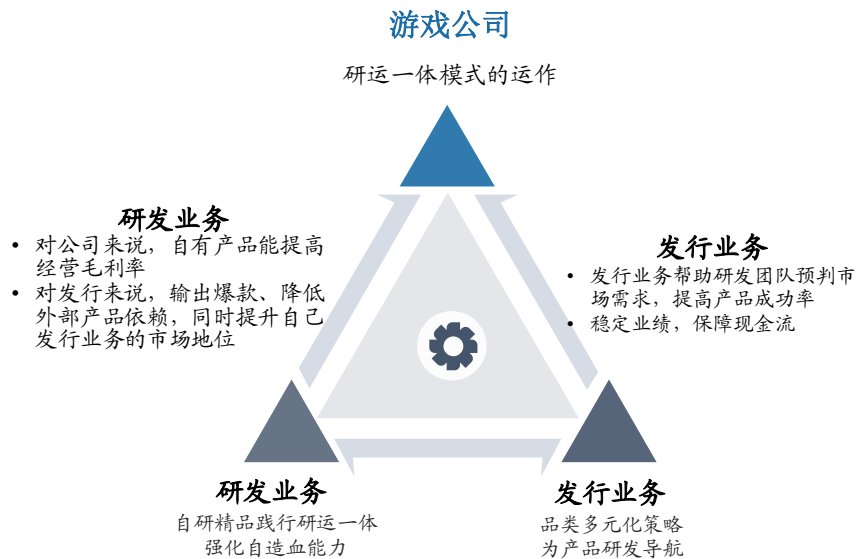
图9：2019年预计买量运营的市场增速仍将快于手游市场的增速



数据来源：硬核联盟《2019年手游白皮书》，广发证券发展研究中心

为什么会有模式上的影响？主要系在流量运营上，研运一体的产品相比研运分离的产品拥有更大的优势。首先在同一个公司内部，研发和运营的协同将会更加紧密，且不容易出现利益冲突（一般第三方发行商由于有多款产品，更偏向于短期冲高变现；第一方发行更加重视IP价值选择长线）。研发条线能够提高公司经营的毛利率，同时保证内容供应不用依赖于外部；发行能够帮助研发团队识别市场需求，另外由于自研产品前期投入较大，失败风险较大，发行业务可以为公司提供较为稳定的现金流。具体在流量运营端，研运一体的公司能够承受前期更高的广告费用（相当于挤压部分研发部门的利润），从而赢得更大的用户规模，形成网络效应和先发优势。

图10: 研运一体模式能够让研发和发行业务协同发展

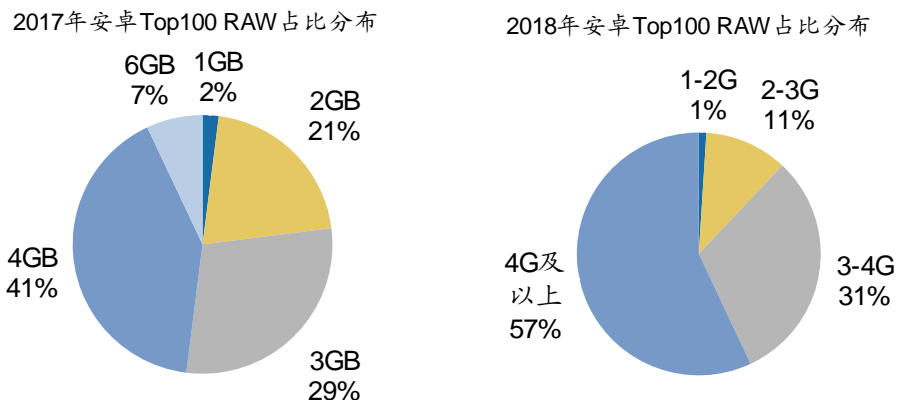


数据来源: Facebook《2019年手游出海投放手册》，广发证券发展研究中心

## 2. 精品游戏研发竞争激烈，技术革新换代考验厂商迭代能力

而第二个结构性的变化是随着研发激烈的竞争，精品游戏对于技术要求也越来越高。我们以很简单的包体大小举例说明，运存和存储空间提升速度或远超我们的预计。根据Wetest的抽样调查，2017年仍有23%的玩手游手机RAW在2GB以下，2018年3GB以下RAW的手机已经降至12%，而3GB以上手机的比例已经从77%提升11pct至88%。随着存储器价格下降和手机设计创新，手机换机带来的存储空间提升也将提速。这说明整体的研发门槛在不断提升。

图11: 2018年相比2017年手机的运存升级明显



数据来源: WeTest《2018年中国移动游戏质量白皮书》，广发证券发展研究中心

技术上的要求从引擎的升级过程也可以窥见趋势。国内游戏公司已经开始逐步使用Unreal4引擎开发程序，UE4一般适合大型3A游戏市场，其在性能、效果呈现、开放

性等方面领先，而之前国内通用的Unity和Cocos引擎更加适合中小型团队用于打造入门级端游或移动端游戏，在跨平台性、开发效率、学习难度方面占优。但由于用户对于高品质、深沉浸式体验的产品需求大大提升，研发商也在不断提升自身的游戏引擎技术，大厂中腾讯、网易均由自建的引擎团队，如网易的Messiah引擎曾帮助其快速开发了《荒野行动》等手游。我们预计未来行业公司将越来越多使用Unreal4引擎开发手游。

**表 2: Unity3D 和 UE4 游戏引擎框架比较一览**

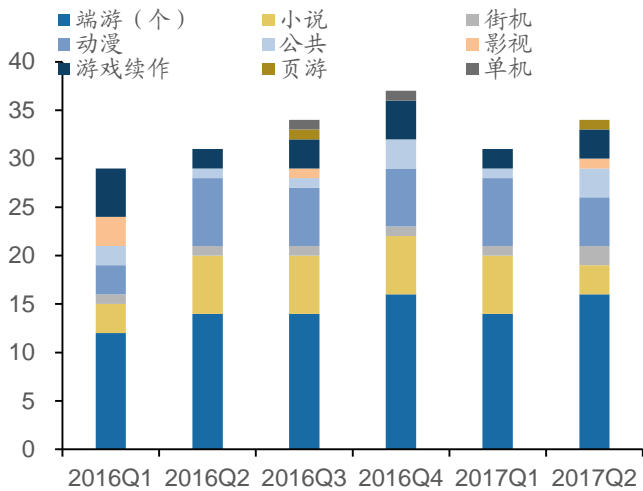
属性	Unity3D	Unreal 4	胜出
性能	多线程部分性能较弱。	引擎本身非常庞大，拥有非常多的组件需要进行深度优化。优化到位的情况下可以发挥强大的性能。	Unreal 4
效果呈现	3D 画质和视觉效果不如 UE4 等引擎。	视觉效果呈现好，画面水准高，光照和物理渲染效果出色。	Unreal 4
跨平台和适配性	非常强大简便的跨平台和适配性。	移动平台兼容性差，显示效果差异和问题较多。	Unity3D
开放性	源代码不公开。	开放源代码，可以不断获得反馈和修复。	Unreal 4
AI	本身很弱但是有丰富的 AI 插件，或者可以项目自己定制。	本身集成 Behaviour Tree。	相似
开发效率	开发难度低，效率高。	开发难度大，效率低。	Unity3D
学习难度	易于上手，开发者可获得的学習资源较多。	上手较难，对美术和策划要求高。	Unity3D
人员储备	国内开发人员基数广	国内开发人员较少	Unity3D
价格	每开发者用户每月 125 美元	免费使用，发行后支付流水的 5%	-

数据来源：Unity 官网，Unreal 官网，广发证券发展研究中心

### 3. 公司所在的 ARPG 和二次元卡牌均为较大赛道

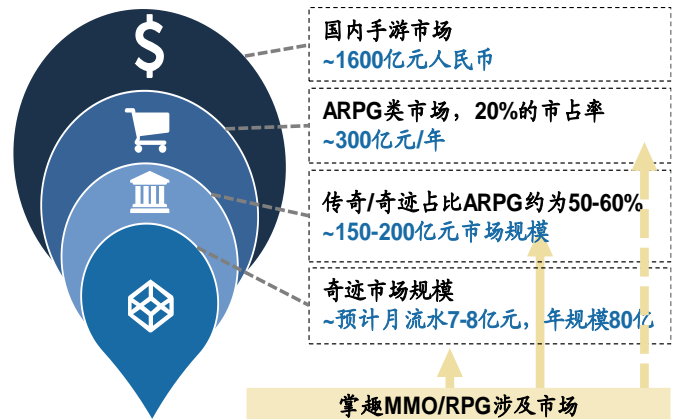
除了行业整体的变化趋势之外，从细分赛道而言，公司主力产品的领域（奇迹ARPG和二次元卡牌）均为较大的赛道。ARPG市场相对竞争较为激烈，公司主要以强大的技术引擎和过硬的美术著称。根据七麦数据，我们梳理了Top1000收入的游戏当中，ARPG类别的数量高居第一，占比达到16%。我们预计从流水口径上，ARPG市场在整体手游市场里面占比约为20%左右（根据伽马数据，ARPG在18H1手游占比约为29.9%，我们预计其他类别挤占了ARPG份额），而其中单纯奇迹类（西方魔幻）ARPG类市场每年约有小100亿的市场规模。根据App Annie，我们按照iOS端流水来推算各个厂商在ARPG市场当中的市占率，可以发现三七目前排名最高且遥遥领先第二名，而掌趣科技受惠于《奇迹：觉醒》、《全民奇迹》两款爆款产品，市占率整体也较高，但2019年因为缺少新产品而有所滑落。

图12: 16Q1-17Q2国内IP游戏市场仍有较大潜力



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

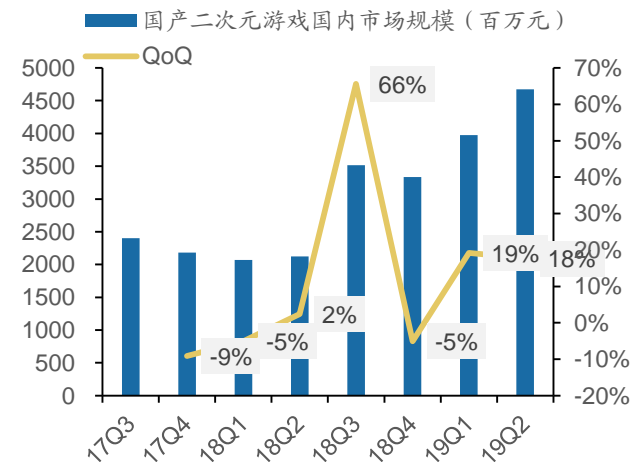
图13: ARPG类的市场我们认为约为300亿人民币/年



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

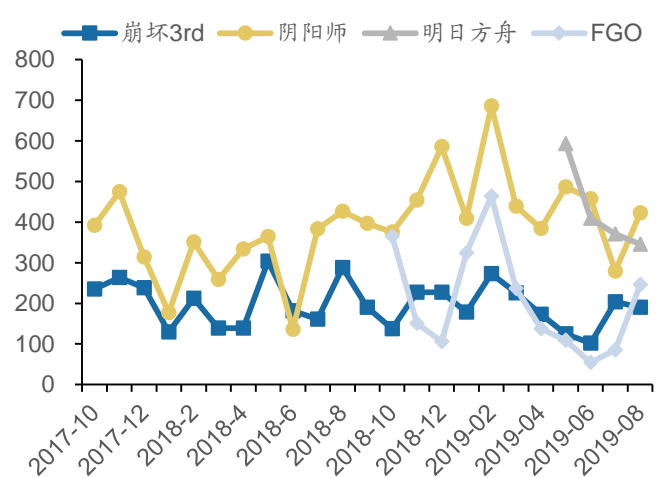
在二次元卡牌类游戏方面, 我们认为公司也有较强的实力。我们认为在日漫领域, 公司已经储备了较多IP, 而此前公司在卡牌方面的研发经验十分丰富, 未来有望成为公司新的营收增量。根据App Annie和Sensor Tower, 我们认为二次元市场整体在国内有接近150-200亿的市场空间 (主要选取Top70的产品), 这一市场2018年以来随着各家厂商的入局迅速发展, 19Q1-Q2环比季度增速保持在19%左右。是手游领域为数不多的确定性增长领域。另外这一市场的特点是头部产品的流水非常稳定, 我们选取《崩坏3》、《阴阳师》、《明日方舟》和《FGO》四款头部作品, 可以发现其相比其他类别的游戏衰减程度更慢。而从版号来看, 公司目前已经储备了《一拳超人》、《我的英雄学院》、《死神》、《初音未来》等日本顶级IP, 准备进行卡牌式改编, 此前公司的《拳皇98》也曾取得了累计流水超过35亿元的成绩, 证明公司在这一领域的潜力。

图14: 国内的二次元游戏市场预计处于快速增长中



数据来源: Bilibili, 广发证券发展研究中心

图15: 头部的二次元游戏流水非常稳定



数据来源: Bilibili, 广发证券发展研究中心

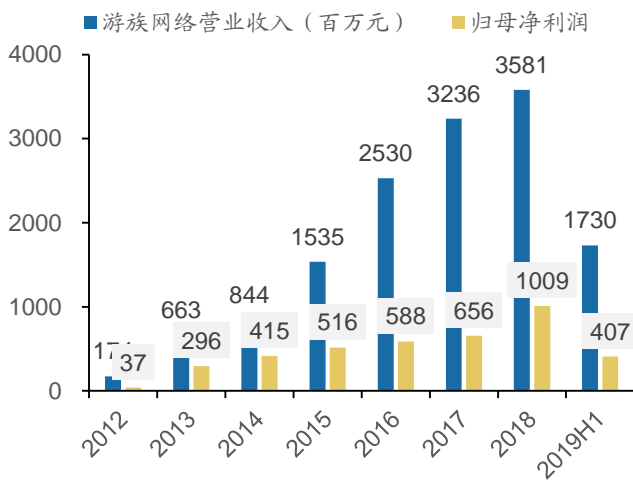
### 三、此前错过黄金发展期，公司当前以天马、玩蟹为主 扎根研发主赛道寻求增量拓展

公司当前主要以四家并购子公司为主要业务主力，其中天马时空、玩蟹科技实力较强，上游信息和动网先锋次之。四家公司当前已全部完成对赌，在子赛道上分工明确、相互协作，帮助公司在主赛道（ARPG&卡牌）上树立优势，不断拓展品类增量。

#### 1. 公司错失 2016-2018 年的发展期，但二线龙头实力犹在

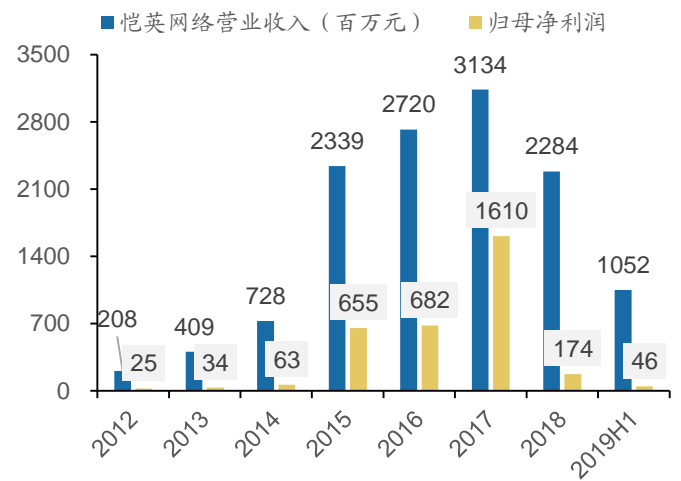
我们认为公司在2016-2018年的战略摇摆和管理层动荡让公司错过了这一黄金发展期。与其他公司比较来看，公司2016年开始起收入体量便已经达到20亿元量级，考虑到公司部分头部作品给腾讯代理，2018年我们认为公司的总流水大概保持在40-50亿元左右，与游族网络处于同一量级，略高于吉比特。而公司在2016年净利润突破5亿元后，连续三年因为各类资产减值吞噬净利润，净利润增长几近停滞，管理层的动荡也影响了公司的收入扩张。而2016-2019年同期竞争对手如吉比特已经逐渐将利润提升至7亿元以上的量级，今年按照wind一致预期有望突破9亿元；而游族网络的收入体量在2018年突破35亿，当年内生净利润也达到8亿元以上的量级。

图16：游族网络2012-19H1的收入净利润情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

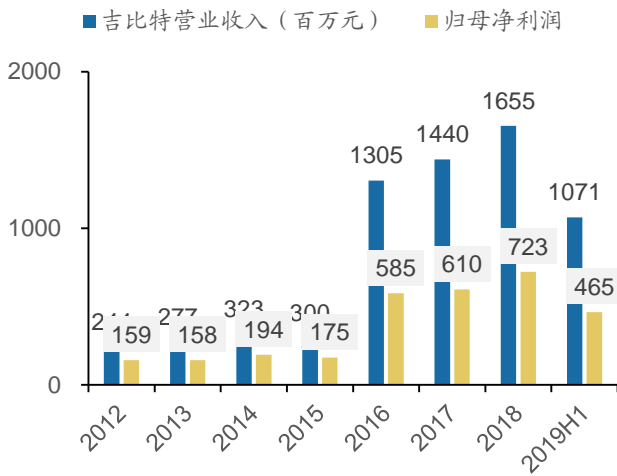
图17：恺英网络2012-19H1的收入净利润情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

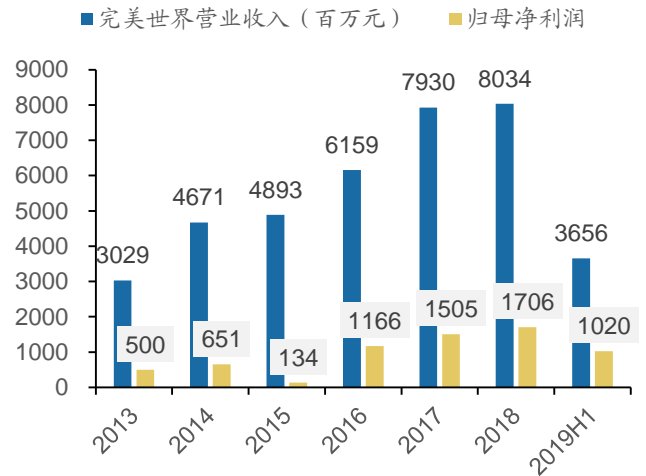
我们认为公司的合理定位应该是手游行业当中的二线中等厂商，扩张后对于子公司的整合将成为工作重点。总结来看，公司错失这2016-2018年核心发展时期与此前的盲目并购扩张相关，公司在2013-2018年连续并购了4家子公司，本身扩张过快，同时又因为子公司背负对赌业绩压力而缺少整合。同样的扩张较快、未能完成很好整合的恺英网络在2017通过外延并购达到公司收入利润峰值之后，从18H1以来公司收入和净利润加速下滑。而对应的A股游戏龙头公司，如完美世界，在2015年成功中概股借壳上市回归之后，并未进行大规模的并购，依靠内生增长实现了46%的净利润增长，按照Wind一致预期，公司今年净利润有机会突破20亿元，相比2015年有望实现超过70%的增长。

图18: 吉比特2012-19H1的收入净利润情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 完美世界2013-19H1的收入净利润情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 2. 子公司均已经完成对赌, 天马时空和玩蟹科技深耕细分子品类

而从子公司的情况来看, 公司的研发实力已经反复得到了证明。掌趣是通过并购不断增强自身研发实力的。旗下子公司过往均有开发爆款手游经验, 擅长领域覆盖从页游到MMORPG, 卡牌和休闲手游等多种游戏类型, 总结来看四家公司的情况如下:

- ▶ 天马时空: 最强子公司, 研发领域主要以MMO为主, 当前还需要承担技术平台和发行平台的职能。代表作品包括《全民奇迹MU》、《奇迹MU: 觉醒》等。
- ▶ 玩蟹科技: 2013年并购标的, 主要以卡牌、二次元、动作等类型游戏为主。目前创始人叶凯等已经离开公司, 在离开之前公司的代表作主要包括《大掌门》、《拳皇98终极之战OL》等, 而离开之后公司依然有《大掌门2》、《一拳超人-最强之男》等头部作品
- ▶ 上游信息: 2013年并购标的, 主要以塔防和休闲游戏为主。代表作品为《塔防三国志》, 当时的创始人刘智君已经离职, 而此前该款作品的策划牟正文成为了上游信息的负责人。
- ▶ 动网先锋: 公司最早并购标的, 主要以页游和H5游戏为主。代表作包括《商业大亨》(页游)和《街头篮球》(手游), 除此之外公司有优玩游戏(海外叫做Dovogames)页游平台, 手游端还开发过《镇魂街》等IP作品。

表3: 掌趣并购的四家子公司基本情况一览

概况	天马时空	玩蟹科技	上游信息	动网先锋
成立时间	2010年	2009年	2012年	2002年
创始人团队	刘惠诚	叶凯&胡磊&曾廷坤 (创始团队已离职)	刘智君&马晓阳 (创始团队已离职)	宋海波&李智超 (创始团队已离职)

<b>发展历史</b>	天马时空成立以来专注网络在线游戏领域，于2014年推出首款MMORPG手游《全民奇迹MU》，一举成为年度现象级产品，天马时空也迅速跻身手游行业的领先者行列。天马时空于2015年加入掌趣集团，目前立足于国内市场，同时积极布局海外，研运一体。	玩蟹科技旗下产品涉猎历史、武侠、魔幻等多种题材，涵盖角色扮演，策略，卡牌，动作等多种类型手机网络游戏。玩蟹科技于2013年加入掌趣科技，后推出《大掌门2》，《拳皇98终极之战OL》等火爆一时的现象级产品。	上游网络是中国优秀社交游戏和社交应用开发商。自成立以来已陆续研发了《塔防三国志》等多款网页及移动端游戏产品。专注研发业务的同时，公司积极拓展代理发行业务，推出了《镇魂街》、《蛮荒战神》等多款优质网页游戏及H5游戏，并与国内外多家优秀发行商及运营商建立了广泛的合作关系。	动网先锋成立以来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。动网先锋做网页游戏起家，2012年后，企业又拓展了移动游戏研发及代理发行业务。
<b>代表作品</b>	《全民奇迹MU》 《奇迹MU：觉醒》	《大掌门》 《拳皇98终极之战OL》 《一拳超人之最强之男》	《塔防三国志》	《商业大亨》（页游） 《街头篮球》
<b>擅长领域</b>	MMORPG 手游	卡牌手游	社交及轻度游戏	网页，手游

资料来源：Wind，公司官网，广发证券发展研究中心

收购历程上，公司分别于2013年并购动网先锋、2013年并购70%的上游信息和100%的玩蟹科技股份，并随后在2015年并购了剩下的上游信息30%股份。2015年公司并购了天马时空80%股份，交易对价约为18亿元，2018年将剩余20%的股份也并入公司，交易对价2.5亿元。整体公司并购4家公司总计花费超过48亿元。而如Wind提取的下表所示，从对赌情况来看，动网先锋、玩蟹科技均压线完成对赌；上游信息和天马时空也完成了对赌业绩的95%以上。四家公司5年累计实现的净利润也超过了23.5亿；其中动网先锋累计3年实现了2.89亿元的净利润，上游信息累计实现了4.23亿元的净利润，玩蟹科技累计完成了超过8.5亿元的净利润，而天马时空累计完成了超过7.84亿元的净利润。

表 4：掌趣并购的四家子公司业绩对赌情况一览

并购公司	项目	对赌情况统计（单位：亿元）					2013-2017 累积情况
		2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	
动网先锋	对赌条件：净利润不低于（亿元）	0.7485	0.9343	1.1237	-	-	2.81
	实际完成情况	0.8368	0.9359	1.1126	-	-	2.89



	对赌完成率	111.80%	100.17%	99.01%	-	-	102.81%
上游信息	对赌条件: 净利润不低于 (亿元)	0.75	1.25	(调整后)1.11	(调整后)1.34	-	4.45
	实际完成情况	0.79	1.03	1.11	1.3	-	4.23
	对赌完成率	105.33%	82.40%	100.00%	97.01%	-	95.06%
玩蟹科技	对赌条件: 净利润不低于 (亿元)	1.2	1.6	2	2.4	-	7.2
	实际完成情况	1.82	1.25	1.81	3.62	-	8.5
	对赌完成率	151.70%	78.10%	90.50%	150.80%	-	118.06%
天马时空	对赌条件: 净利润不低于 (亿元)	-	-	2.11	2.59	3.3	8
	实际完成情况	-	-	2.64	2.63	2.57	7.84
	对赌完成率	-	-	125.10%	101.50%	77.90%	98.00%

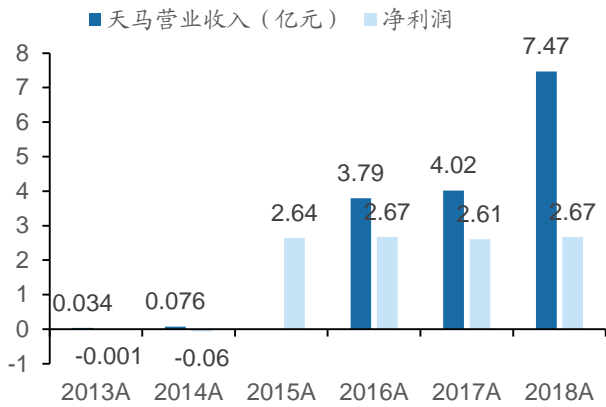
资料来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

### 3. 19H1 天马时空和玩蟹科技目前为公司创收主力, 上游&动网保持稳定

我们对各个公司的经营情况进行详细的梳理发现, 目前公司的创收主力主要集中在天马时空和玩蟹科技身上, 但上游信息和动网先锋也能够贡献稳定利润。

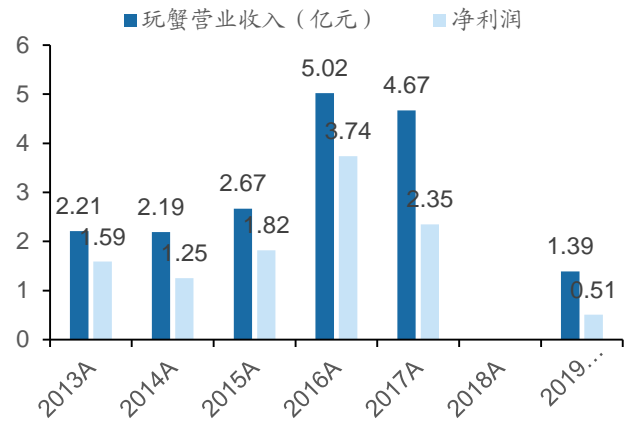
- **天马时空:** 承诺其2015年、2016年、2017年实现的净利润(合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润)分别不低于2.11亿元、2.59亿元、3.30亿元。实际于2015年和2016年完成业绩承诺, 分别实现净利润2.64亿元和2.67亿元, 2017年实现净利润2.61亿元, 仅完成对赌的78%, 整体2015-2017年业绩承诺期内总对赌完成率为98.0%。业绩对赌期过后, 公司2018年仍实现了2.8亿净利润, 主要系《奇迹: 觉醒》在当期发行。
- **玩蟹科技:** 承诺其2013 年度、2014 年度、2015 年度、2016 年度实现的净利润(合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润)分别不低于1.2 亿元、1.6 亿元、2 亿元、2.4 亿元。实际于2013年和2016年完成业绩承诺, 分别实现1.82亿元和3.62亿元, 2014和2015年对赌完成率分别为78%和91%, 整体上2013-2016年玩蟹科技实现总净利润8.5亿元, 业绩承诺期内总对赌完成率为118.1%。对赌期过去后, 公司19H1贡献净利润5100万, 考虑到公司下半年还有大量产品上线, 整体仍能保持1.5亿元以上的净利润水平。

图20: 天马时空2013-2018年收入净利润情况



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

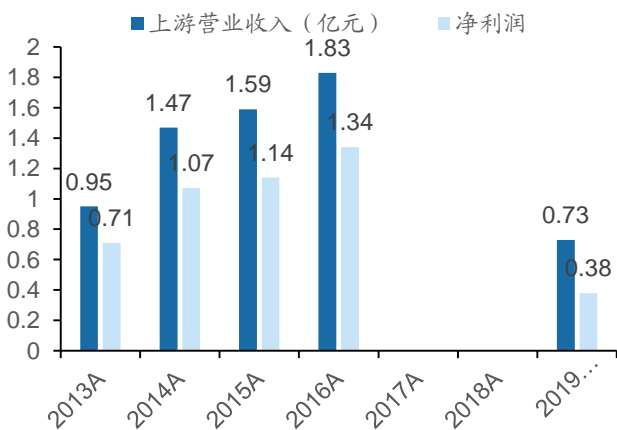
图21: 玩蟹科技2013-19H1收入净利润情况



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

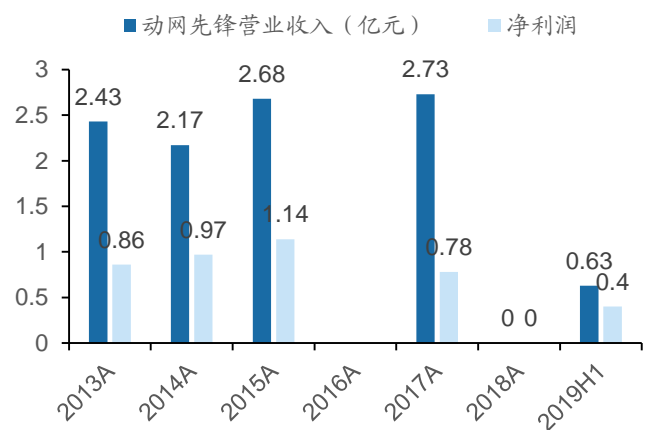
- **上游信息:** 承诺其2013 年度、2014 年度、2015 年度、2016 年度实现的净利润(合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润)分别不低于0.75 亿元、1.25 亿元、1.11 亿元(调整后)、1.34 亿元(调整后)。实际于2013年和2015年完成业绩承诺,分别实现净利润0.79亿元和1.11亿元,2014和2016年对赌完成率约为82%和97%,整体上2013-2016业绩承诺期内总对赌完成率为95.1%。对赌期完成后,公司19H1实现了净利润3800万,整体每年仍能保持小1个亿的盈利水平。
- **动网先锋:** 承诺其2013 年度、2014 年度、2015 年度实现的净利润(合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润)分别不低于人民币7,485 万元,9,343 万元,11,237 万元。实际于2013年和2014年完成业绩承诺,分别实现净利润8368万元和9359万元,而2013-2015业绩承诺期内总对赌完成率为102.8%。对赌期完成后,公司19H1实现了净利润4000万元,整体仍能保持每年小1个亿的盈利水平。

图22: 上游信息2013-19H1收入净利润情况



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图23: 动网先锋2013-19H1收入净利润情况



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

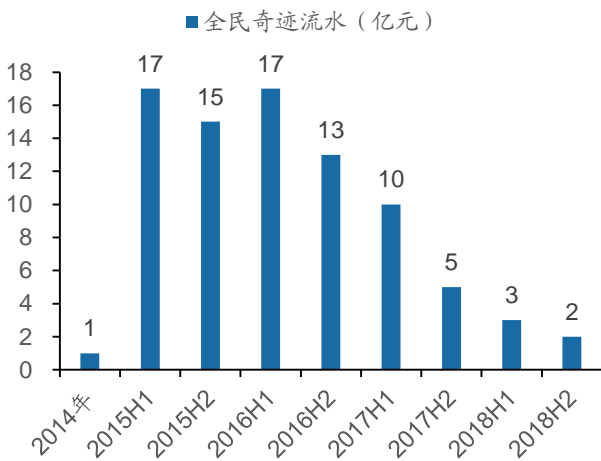
## 四、公司或将在 2020 年迎来产品、资产、团队的重重反转

我们认为在当前的时点上，公司有望迎来基本面的反转。在产品周期上，公司由于版号待发而滞后的产能或将在19H2-20H1充分释放（公司2018年底以来拿到10款版号）；而资产质量上公司充分计提了商誉和部分金融资产的减值，另外还掉债务之后公司账上仍剩余较多现金；而另外新董事长上任之后调整了新的管理团队，业务战斗力更加充沛。

### 1. 高流水、多品类、强技术的研发体系仍在，产品或迎来爆发期

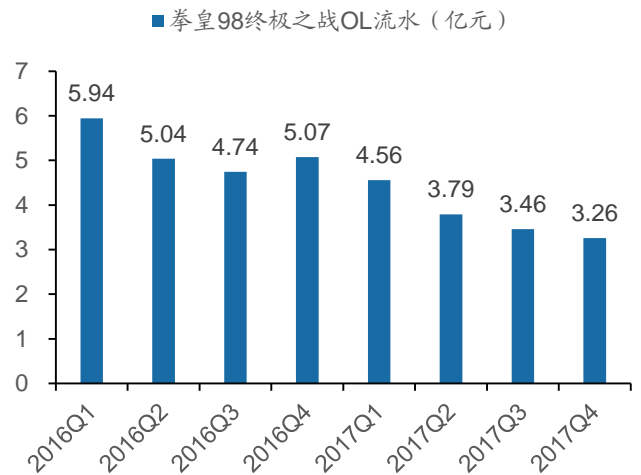
我们认为公司的研发实力处于强二线的水平。首先在头部爆款游戏的水平上，掌趣科技通过《全民奇迹MU》和《拳皇98终极之战OL》等S级手游产品的经验，已具备了工业化、流程化打造爆款作品的的能力，在ARPG和卡牌类游戏领域跻身前列，截止2018年底，《全民奇迹》和《拳皇98》两款游戏产品的累积流水分别突破80亿和35亿元大关；而2018年1月底上线的《奇迹MU：觉醒》也于当年突破了流水24亿元，未来随着《奇迹MU：觉醒》在海外收入的提升，其累积流水将上升一个新的高度。几款作品中，《全民奇迹》和《拳皇98》峰值流水接近3亿元，《奇迹MU：觉醒》首月流水超过5亿元等，均说明了公司在打造爆款游戏上的能力。而根据游戏陀螺，公司近期自研自发的《一拳超人：最强之男》上线8小时候登顶App Store榜首，上线12天流水破亿，首月流水达到了2亿元，有望成为公司的另外一款爆款产品，目前仍保持在iOS畅销榜50-60名左右。

图24：2014年上线以来全民奇迹累计流水超过82亿



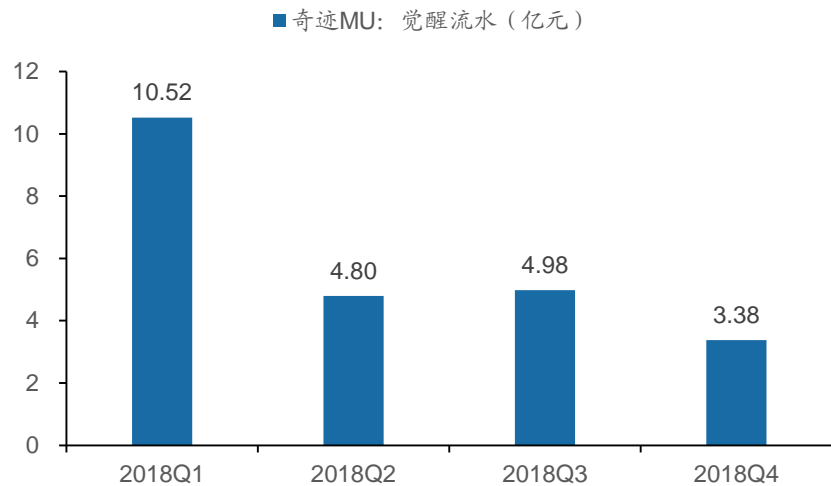
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图25：2016年上线以来拳皇98累计流水超过35亿



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图26: 2018年天马时空旗下《奇迹MU: 觉醒》全年流水接近24亿元

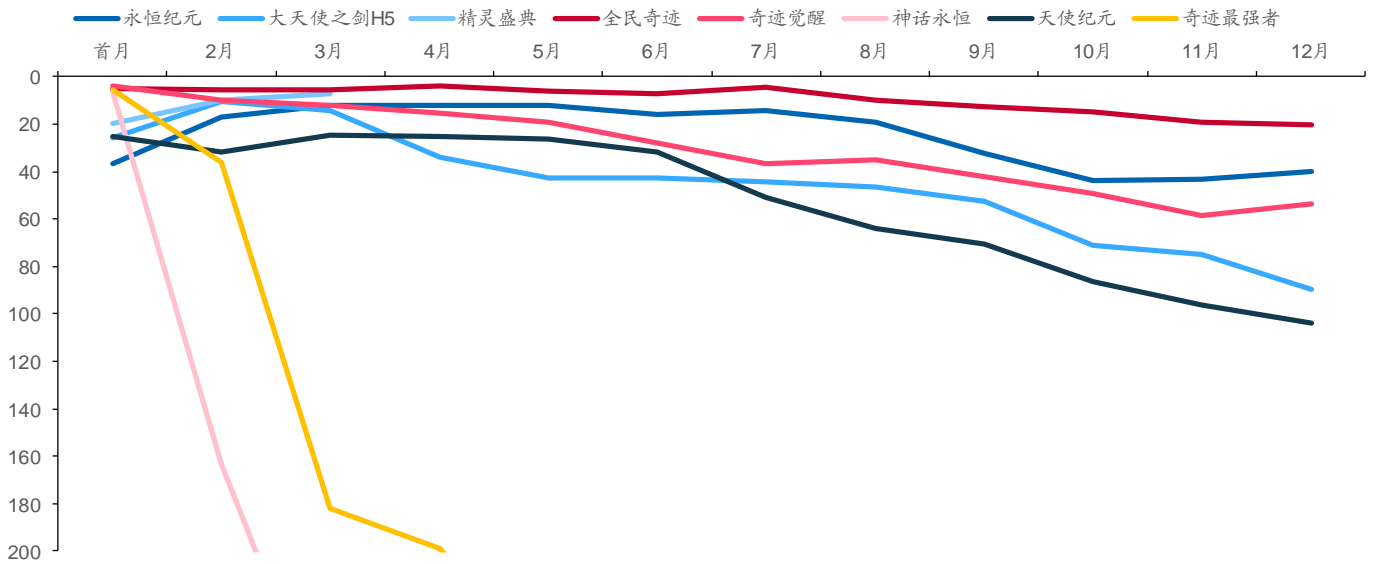


数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

其次在魔幻ARPG领域, 我们认为公司与三七互娱可并称研发实力最强的公司。我们统计了2017年以来进入过iOS畅销榜排名Top30名的奇迹类游戏, 根据七麦数据, 统计的8款游戏中主要包括三七互娱的3款、掌趣科技的3款和游族网络、龙图游戏各一款。而从排名来看, 掌趣科技研发、中手游发行的《神话永恒》排名掉落较快, 而始终保持前列的分别是三七的《精灵盛典》、掌趣的《全民奇迹》、三七互娱的《永恒纪元》、掌趣的《奇迹觉醒》、三七的《大天使之剑H5》5款产品, 在第12个月仍保持了畅销榜Top100的排名。而游族的《天使纪元》排名逐渐在半年逐步掉出了Top50, 一年左右掉出了Top100。因此综合来看, 我们认为公司在奇迹IP类游戏的研发上可以与三七并称市场最强。

图27: 市场排名较高的奇迹类手游的自发行后IOS畅销榜排名推移

名称	发行时间	开发商	发行商	名称	发行时间	开发商	发行商
永恒纪元	2016-11-04	三七互娱	三七互娱	神话永恒	2017-05-04	中手游及天马时空	中手游网络
大天使之剑H5	2017-09-29	三七互娱	三七互娱	奇迹觉醒	2018-01-03	天马时空	腾讯
精灵盛典	2019-06-26	三七互娱	三七互娱	全民奇迹	2014-12-02	天马时空&恺英网络	恺英网络
天使纪元	2018-01-06	游族网络	游族网络	奇迹最强者	2017-12-07	塔人网络	龙图游戏

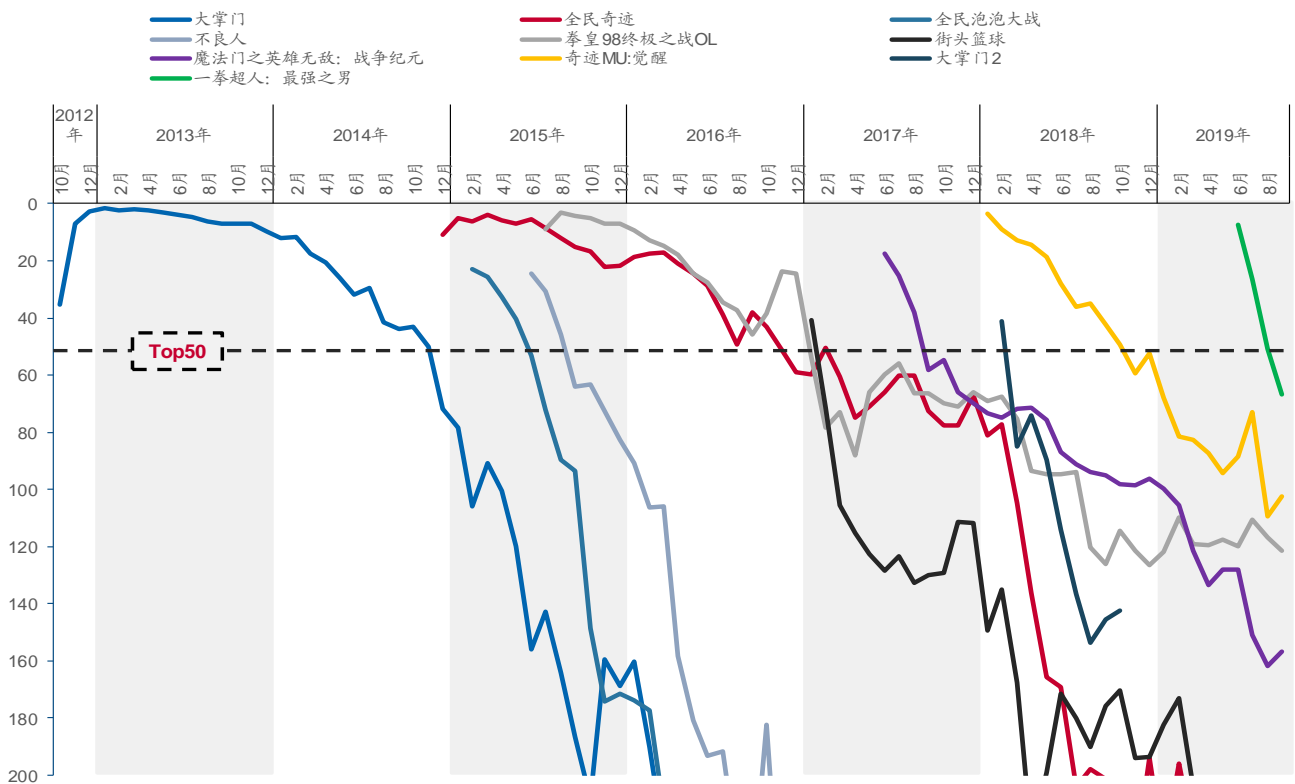


数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

除了在头部作品上, 公司曾经在多个手游领域取得高流水, 头部作品数量极多。我们选取了公司的6个代表作品, 《全民奇迹》、《拳皇98》、《奇迹MU: 觉醒》均在首月排名进入过IOS畅销榜前十, 且均在第二个月仍然保持10名左右的排名, 在1年后也能够保持在Top50排行榜内。这三款作品分别属于奇迹类ARPG和日漫卡牌。而《街头篮球》、《大掌门2》、《一拳超人: 最强之男》属于公司的二线产品, 其特点是在首月平均畅销榜排名仍能够保持在Top50左右, 而随后下滑速度较快, 次月到3月左右只能保持Top100的排名。这三款作品分别属于体育类、卡牌类和二次元卡牌, 这说明公司在多个品类均取得过较好的成绩。我们选取的10款产品时间跨度上从2013年到2019年横跨6年, 品类横跨卡牌、策略、二次元、ARPG、体育等多个游戏类型, 而其中有8款在发行后进入畅销榜Top50, 4款第一年稳定在Top50, 足以证明公司强劲的研发能力。

对比其他公司来看, 游族网络仅《天使纪元》、《权力的游戏》两款游戏在畅销榜的排名上达到掌趣S级作品的水平; 恺英网络仅代理掌趣科技的作品《全民奇迹》进入能算上掌趣的S级产品水平; 完美目前在排名数据上较好的也仅有三款产品《完美世界》、《诛仙》、《神雕侠侣2》等。综合来看我们认为市场或远低估了掌趣科技的研究能力。

图28: 公司主要出品的头部作品排名推移



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

而18H2-19H1由于版号问题几无新产品发出,后续公司将逐步迎来挤压产能释放期。我们梳理公司过往的产品线可以发现,2015年完成了4家公司的并购之后,其正常的产能为一年7-9款游戏,2016年由于公司管理层变动而产能锐减。而2018年下半年到2019年上半年,公司一共就产出了一款《初音未来: 梦幻歌姬》和2019年6月份的《一拳超人: 最强之男》,产能严重不足,我们认为这主要与2018年3月份后国产游戏版号审批暂停相关。而2018年12月份恢复版号审批以来,公司已经拿到了10个游戏版号,数量居于A股游戏公司前列,其中包括《我的英雄学院》、《真红之刃》、《街霸: 对决》等头部作品。考虑到公司仍处于不断拿版号的过程当中,我们认为19H2-2020年公司将迎来接连游戏大作的产能释放期。

表 5: 2014-2019 年公司出品的主要手游产品一览

年份	游戏	研发商	发行商	发行时间	游戏类型	最高畅销榜排名	最高下载榜排名
2014	全民奇迹	天马时空&恺英网络	恺英网络	2014.12.02	3DARPG	1	9
2015	疯狂出租车	Hitmaker ( Sega AM3 )	掌趣科技	2015.01.09	竞速游戏	226	>1500
2015	饥饿鲨: 进化	Ubisoft	掌趣科技	2015.02.02	动作冒险	179	86
2015	终极车神 2	掌趣科技	掌趣科技	2015.04.08	体育竞技		
2015	穿越吧! 主公	玩蟹科技	玩蟹科技	2015.04.09	RPG		
2015	石器时代 2-3D 正版	掌趣科技	掌趣科技	2015.05.18	回合制 RPG		

2015	仙魂	动网先锋	腾讯		RPG		
2015	灵域	9377&PPS 游戏	9377&PPS 游戏	2015.06	ARPG		
2015	不良人	掌趣科技&若森数字	掌趣科技	2015.06.03	RPG	16	48
2015	拳皇 98 终极之战 OL	掌趣科技&玩蟹科技	腾讯	2015.07.23	动作卡牌	2	1
2016	拳皇 14	SNK PLAYMORE	掌趣科技代理	2016.08.25	格斗		
2017	街头篮球	掌趣科技	腾讯	2017.01.04	体育竞技	11	1
2017	神话永恒	中手游&天马时空	中手游	2017.05.04	MMORPG	2	216
2017	魔法门之英雄无敌: 战争纪元	玩蟹科技	腾讯	2017.06.21	策略卡牌	6	15
2017	龙族世界	掌趣科技	掌趣科技	2017.08.08	MMORPG	31	511
2017	斗罗大陆 3-龙王传说		掌趣科技	2017.09.25	动作卡牌 RPG	6	376
2017	饥饿鲨: 世界	Ubisoft	掌趣科技	2017.12.12	动作冒险	139	5
2018	奇迹 MU:觉醒	天马时空	腾讯	2018.01.03	MMORPG	3	11
2018	大掌门 2	玩蟹科技	天马时空	2018.02.06	RPG	7	183
2018	初音未来: 梦幻歌姬	掌趣科技	腾讯	2018.09.26	二次元音乐	104	>1500
2019	一拳超人: 最强之男	掌趣科技	掌趣科技	2019.06.19	回合制卡牌	4	1

资料来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

从2018年底以来,公司在引进版号上分别拿到了《一拳超人》、《BLEACH》、《我的英雄学院》、《热血足球》、《街霸》5款游戏的版号,主要以日本动漫IP和街机游戏IP为主,在当前这两类均为IP转化率最高的游戏类型之一;而在国产游戏版号上,公司也拿到了《冷械岛》、《恋之农场》、《塔防纪元》、《纽扣兄弟》、《真红之刃》5款产品,类型涵盖ARPG、休闲经营、塔防等类型。

表 6: 公司 2018 年底以来获得了 10 款游戏版号

序号	名称	出版公司	制作公司	文号	时间
1	一拳超人: 最强之男	掌趣科技	掌趣科技	国新出审[2019]1317 号	2019/3/29
2	境·界—灵压对决	掌趣科技	掌趣科技	国新出审[2019]1546 号	2019/5/13
3	我的英雄学院: 入学季	掌趣科技	掌趣科技	国新出审[2019]2049 号	2019/7/19
4	热血足球	掌趣科技	掌趣科技	国新出审[2019]2176 号	2019/8/8
5	街霸: 对决	掌趣科技	掌趣科技	国新出审[2019]2415 号	2019/8/28
6	冷械岛	掌趣科技	掌趣科技	国新出审[2018]1244 号	2018/12/29
7	恋之农场		上游信息	国新出审[2019]564 号	2019/2/11
8	塔防纪元		动网先锋	国新出审[2019]632 号	2019/2/26

9	纽扣兄弟	掌趣科技	掌趣科技	国新出审[2019]791号	2019/2/28
10	真红之刃	掌趣科技	掌趣科技	国新出审[2019]1863号	2019/6/28

资料来源：Wind，国家广电总局，广发证券发展研究中心

而公司的强研发实力是基于公司沉淀已久的技术积累。子公司天马时空在2014年率先使用全新Unity3D引擎打造产品，重现了《奇迹》IP端游的精美3D画质，因此其当年能够成为爆款ARPG产品。而2018年以来，公司对于游戏引擎又进行了一轮升级，根据公司的公开信披露，公司已经针对UE4引擎开发了一套通用框架，方便现在的研发人员进行无缝对接，未来将有部分高品质游戏使用UE4引擎进行开发；而另外公司技术团队也对Unity3D引擎进行了新一轮的升级；H5方面也进行了相应的3D改造和升级。除此之外，公司还打通了各个子公司之间的数据壁垒，建立了专业的大数据分析平台，对旗下所有游戏产品展开智能化的数据挖掘与分析，为精准化推广和精细化运营提供帮助。

图29：公司内部对三大引擎进行了新一轮的升级



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

## 2. 商誉减值计提相对较充分，资产质量显著改善

我们认为，市场整体较为担心的商誉问题已经在去年得到了较充分的解决，后续减值压力不大。2018年底掌趣科技商誉期末账面余额较年初减少63%，主要系公司计提商誉减值准备所致。多家子公司计提比例超过70%，计提商誉减值原因在于各子公司预期收入均有大幅度下降。计提商誉减值后2018年末掌趣科技商誉仍然超过20亿，占总资产比例超过三分之一。从具体构成上来说：

➢ 华娱聚友：公司的全部商誉仅为289万元，且预期收入或仍能保持平稳。



- 好运通讯: 公司已经将502万元商誉全部计提减值。
- 富姆乐: 公司已经将1198万元商誉全部计提减值。
- 动网先锋: 公司累计已经计提了6.5亿元减值, 当前动网账面商誉还剩下约1.2亿元, 考虑到公司仍能贡献几千万元级别的利润, 当前商誉减值压力或不大。
- 玩蟹科技: 公司累计计提商誉减值达到了11.2亿元, 账面商誉还剩下4.1亿元左右, 考虑到公司2019年上半年就贡献5063万元左右, 我们认为当前的剩余商誉或减值压力不大。
- 上游信息: 公司2018年计提减值3.5亿元, 累计计提商誉减值达到4.8亿元, 账面商誉当前还剩3.7亿元左右, 考虑到公司2019年上半年贡献净利润3847万元, 我们认为后续的减值压力较小。
- 天马时空: 公司2018年计提商誉减值达到13.1亿元, 累计计提商誉减值达到13.2亿元, 当前账面商誉仍有约13.1亿元, 在目前剩余商誉占比中超过60%, 考虑到公司中报中天马时空对于公司净利润的贡献未及10%, 我们认为天马或在2019年存在一定的减值压力。

表 7: 截止 2018 年底公司商誉减值情况一览

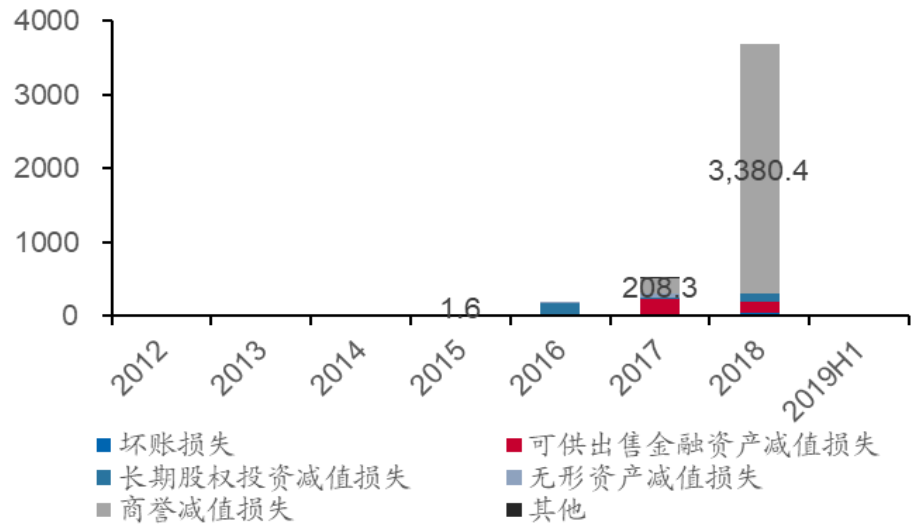
被投资单位名称或 形成商誉的事项	预测期收入增长 率范围	账面原值 (百万元)		减值准备 (百万元)			期末账面价值- 商誉减值计提
		商誉期初 账面原值	商誉期末账 面原值	商誉减值准 备期初余额	本期增加商 誉减值准备	本期减少商 誉减值准备	
北京华娱聚友科技 发展有限公司	- 34.29%~21.19%	2.89	2.89	-			2.89
广州市好运通讯科 技有限公司	-	5.02	0	5.02		5.02	0
北京富姆乐信息技 术有限公司	-	11.98	11.98	11.98			11.98
海南动网先锋网络 科技有限公司	-61.19% ~ - 10.30%	719.66	719.66	52.65	600.04		119.62
北京玩蟹科技有限 公司	-34.91% ~ 2.61%	1,527.99	1,527.99	-	1,121.00		406.98
上游信息科技(上 海)有限公司	-7.05% ~ 2.38%	721.05	721.05	124.87	353.31		367.73
北京天马时空网络 科技有限公司	1.19 ~ 43.24%	2,611.55	2,611.55	13.82	1,305.99		1,305.56
<b>合计</b>		<b>5,600.14</b>	<b>5,595.12</b>	<b>208.34</b>	<b>3,380.36</b>		<b>2,011.44</b>

资料来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

我们此前提到公司2016-2018年处于战略调整期, 而公司在财务上已经充分计提了大量的资产减值, 公司2016-2018年累计计提的资产减值超过38亿元, 其中商誉减值

超过35亿元，长期股权投资减值1亿元，可供出售金融资产减值约1.5亿元。我们认为一方面这是公司2013-2015年盲目扩张投资带来了资产的重估，另外一方面公司的投资组合已经充分经历了减值测试考验，部分以成本入价的资产甚至按照公允价值计算仍有升值可能。

图30: 2012-2018年公司各类资产减值情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

梳理公司当前的可供出售金融资产可以发现，公司2018年计提了1.49亿元的减值，累计计提了3.76亿元的减值，可供出售金融资产减去减值准备后的账面价值约为6.05亿元。剩余公司投资组合资产均以成本入账，我们认为部分优质组合还存在升值空间。公司持有国金天吉3.14亿元，而此前掌阅科技公告国金天吉2019年以来已经累计减持掌阅股份3.08%，当前持有的5.9%股份拟在未来清仓式减持，考虑到国金天吉在2015年投资掌阅科技4亿人民币，当时公司一级市场估值约为40亿元，当前退出账面仍有一定浮盈利。而另外公司是南山资本的基石LP，投资了南山蓝月资产管理公司1亿元，该基金投资的项目包括斗鱼、笑果文化、摩天轮票务等多家明星公司，我们认为亦能给公司带来较多的账面回报。

表 8: 截止 2018 年底公司可供出售金融资产基本情况一览

被投资单位	按成本计量 2018 年 期末余额 (百万元)	本年减值准备增加额 (百万元)	减值准备期末余额 (百万元)
深圳国金天吉创业投资企业 (有限合伙)	314.82	—	—
北京体育之窗文化股份有限公司	300	121.03	253.61
南山蓝月资产管理 (天津) 合伙企业 (有限合伙)	100	—	—
<b>投资 1 亿元的分界线</b>			
掌上纵横信息技术 (北京) 股份有限公司	50	—	25.1
北京大神圈文化科技有限公司	36.54	0.47	29.83

北京乐享方登网络科技有限公司	27.21	1.71	26.13
杭州玄机科技信息技术有限公司	24	—	—
上海冠润创业投资合伙企业	16.76	—	—
成都有明堂互动科技有限公司	12.82	—	—
北京橙子维阿科技有限公司	10.67	0.14	8.61
幸福互动（北京）网络科技有限公司	10	—	—
北京乐客灵境科技有限公司	10	9.57	9.57
深圳国金天惠创业投资企业（有限合伙）	9.47	—	—
深圳前海掌趣创享股份投资企业（有限合伙）	9.1	—	—
广州黑糖网络科技有限公司	7.94	6.51	6.51
上海游戏多网络科技股份有限公司	7.72	2.42	2.42
上海星游纪信息技术有限公司	7	—	—
纵横汇（北京）信息技术有限公司	6	—	6
广州战法牧网络科技有限公司	5.9	5.89	5.89
杭州君溢创业投资合伙企业（有限合伙）	5.32	—	—
LVP Seed Fund II, L.P.	4.07	—	—
苏州优格互联创业投资中心（有限合伙）	3	—	—
上海扎古网络科技有限公司	2.4	2.17	2.17
北京雷神科技互动有限公司	0	-0.9	0
<b>总计</b>	<b>980.73</b>	<b>149.01</b>	<b>375.84</b>

资料来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

而公司联营企业此前同样已经部分计提减值，2018年计提减值1.1亿元，累计减值已经达到2.85亿元，考虑到公司大部分账面期末总余额达到14亿元人民币。其中Webzen价值占比超过97%。另外其他公司加起来不到5000万元，整体对公司的影响不大，且其中除了运动保信息技术公司之外，其余公司均已经计提了减值损失。我们考虑到网禅公司2015年以来每年实现净收入约为13亿人民币左右，净利润约为3亿元左右。考虑到奇迹IP在中国的更广范围授权，我们认为网禅公司的净利润仍将稳中有升，短期减值压力不大。

表 9：截止 2018 年底公司联营公司基本情况一览

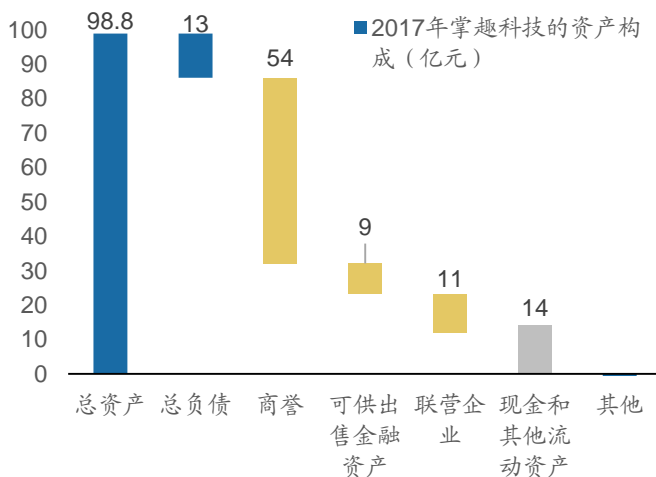
被投资单位	期初余额 (百万元)	期末余额 (百万元)	融资记录	2018 年减值准 备增加额 (百万 元)	减值准备期末 余额 (百万 元)
深圳市云悦科技有 限公司	1.9	1.9	—	-	1.9
深圳市烁动科技有 限公司	1.37	1.37	2013 年获得掌趣天使轮投 资。未有后续融资。	-	1.37

运动保信息技术 (北京)有限公司	20	20	公司注册资本 5000 万，掌趣出资 2000 万股份占比 40%	-	-
北京金石创娱网络科技有限公司	8.32	8.32	2015.3.10 获得掌趣 A 轮融资。未有后续融资。	-	6.32
北京筑巢家宜网络技术有限公司	8.66	8.66	2015 年 12 月获得祥润创投 A 轮融资，2016 年 8 月获得掌趣科技股权融资。	-	8.66
Webzen Inc.	1245.52	1364.36	IPO 上市后获掌趣 11 亿元投资，占 19.24% 股权。	109.25	266.89
<b>总计</b>	<b>1285.77</b>	<b>1404.61</b>	<b>—</b>	<b>109.25</b>	<b>285.14</b>

资料来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

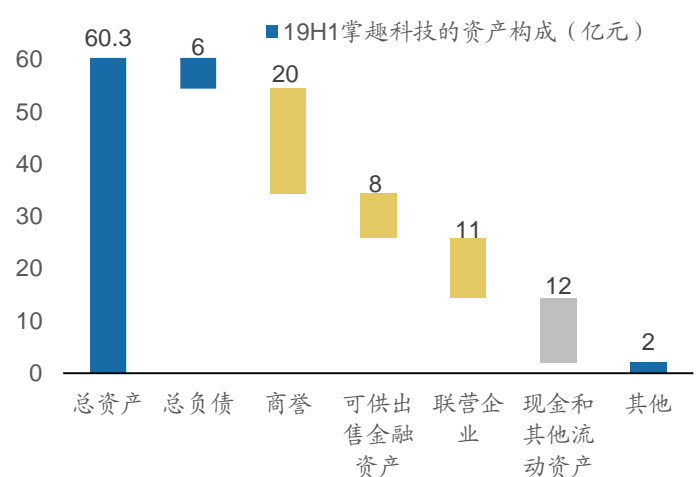
除本身商誉和其他金融资产不会进行大规模的减值外，公司的资产负债表也在逐步改善。公司在2018年还掉了8亿的应付债券。目前60亿的总资产中包括6亿的负债(主要系应付和预收款等)、20亿的商誉、19亿的公司投资组合资产和12亿的现金；对应来看，2017年底公司98.8亿的总资产中包括了13亿元的总负债，其中有息负债约为8亿元，另外还有商誉54亿元，9亿元的可供出售金融资产和长期股权投资11亿元；19H1的资产负债表相比2017年底报表质量改善非常明显。

图31：2017年年底公司的资产结构分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

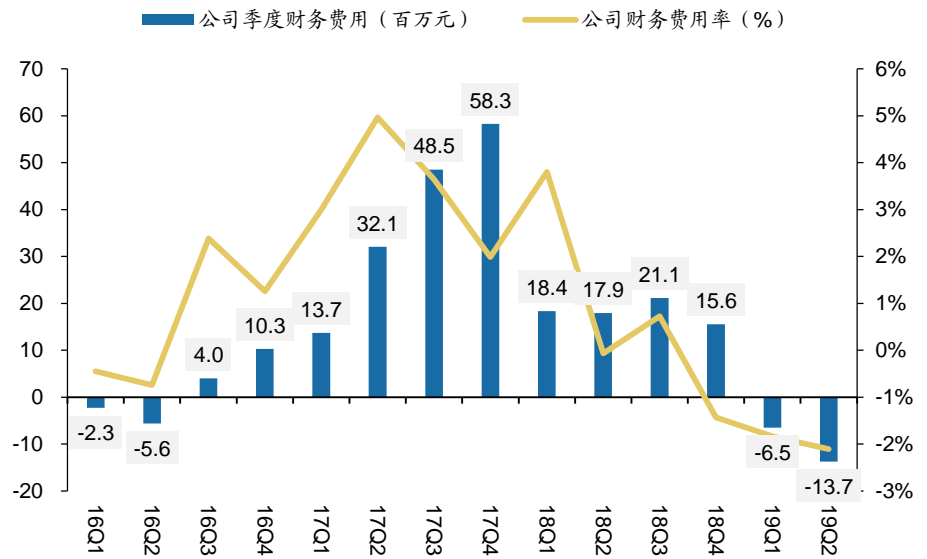
图32：19H1末公司的资产结构分布



数据来源：CNNIC，广发证券发展研究中心

由于公司还掉了债务，在单季度的财务费用上，公司已经开始实现正向的净利息收入。2017-2018年累计的财务费用分别为5826万元（其中利息支出约为5785万元）和1555万元（其中利息支出4040万元），而公司19Q1-19Q2的财务费用分别为-652万元和-1370万元。考虑到公司当前账上无有息负债且有一部分现金在手，我们预计财务费用将持续为负值，为公司贡献盈利。

图33: 公司的财务净收入已经于19Q1正式转正



数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

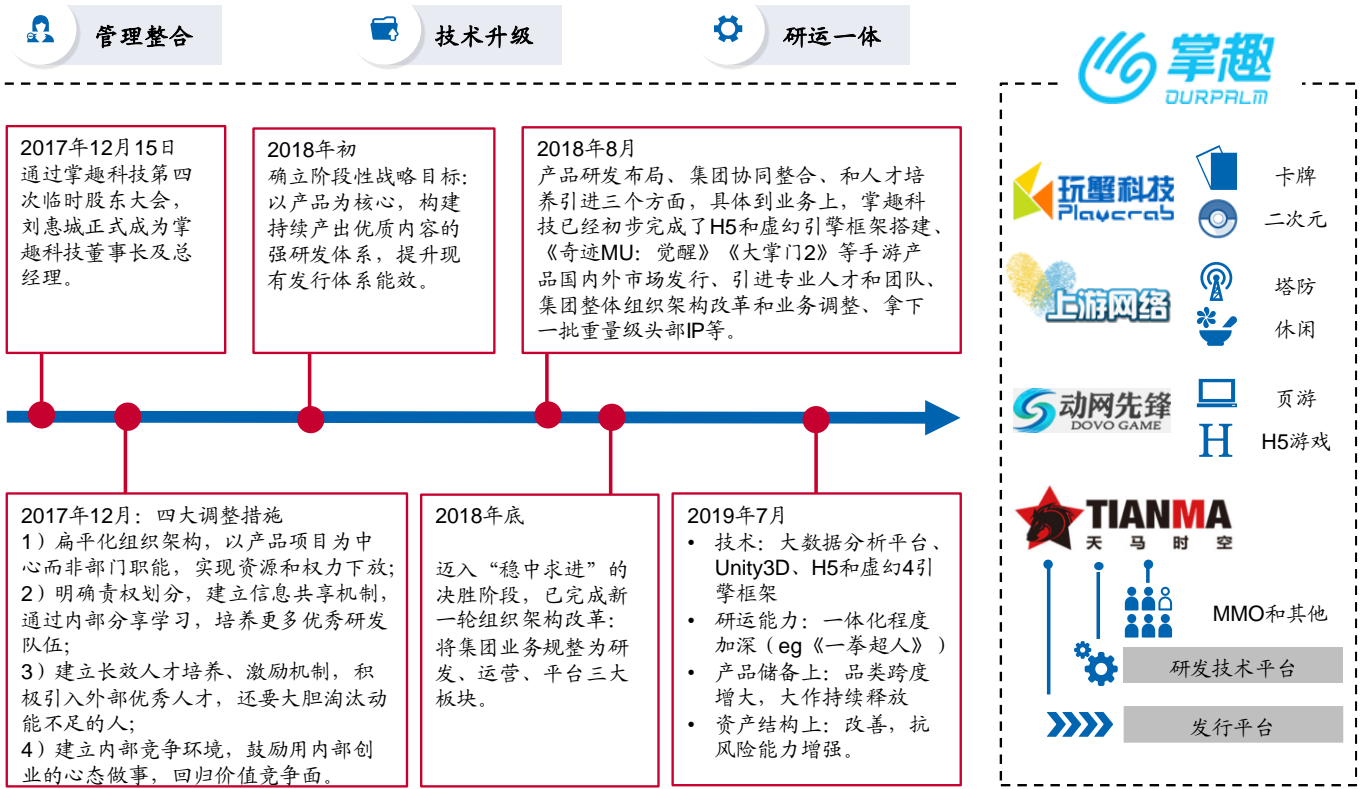
### 3. 新管理层洗削更革, 重新确立以产品为中心的战略方向

公司在2018年整体调整了管理层, 整体团队战斗力不断升级。根据公司对外公开信披露, 刘惠城接任新董事长之后主要进行了三个方面的改革: 管理整合、技术升级和研运一体:

- **管理整合:** 公司确立了“以产品为中心, 构建持续产出优质内容强研发体系, 提升现有发行体系能效”这一阶段性目标。集团的运营条线由COO黄萍负责, 玩蟹科技由原小米互娱副总经理程骏负责, 上游信息和动网先锋负责人由牟正文担任。
- **技术升级:** 正如我们前文中提到的, 公司对于底层研发框架和游戏引擎进行了新一轮的升级, 另外搭建并建立起专业大数据分析平台。
- **研运一体:** 公司将过去集团和子公司各自为战的松散协同整合为研发、运营、平台三大业务线, 依据领导型、细分型和流量型的不同产品定位设立三大工作室群。运营线在萍总带领下持续建立和完善国内发行、海外发行、投资及商务拓展体系, 并与研发部门形成紧密耦合。平台线支撑部门各司其职, 为业务部门争取到很多行业内外宝贵的资源。

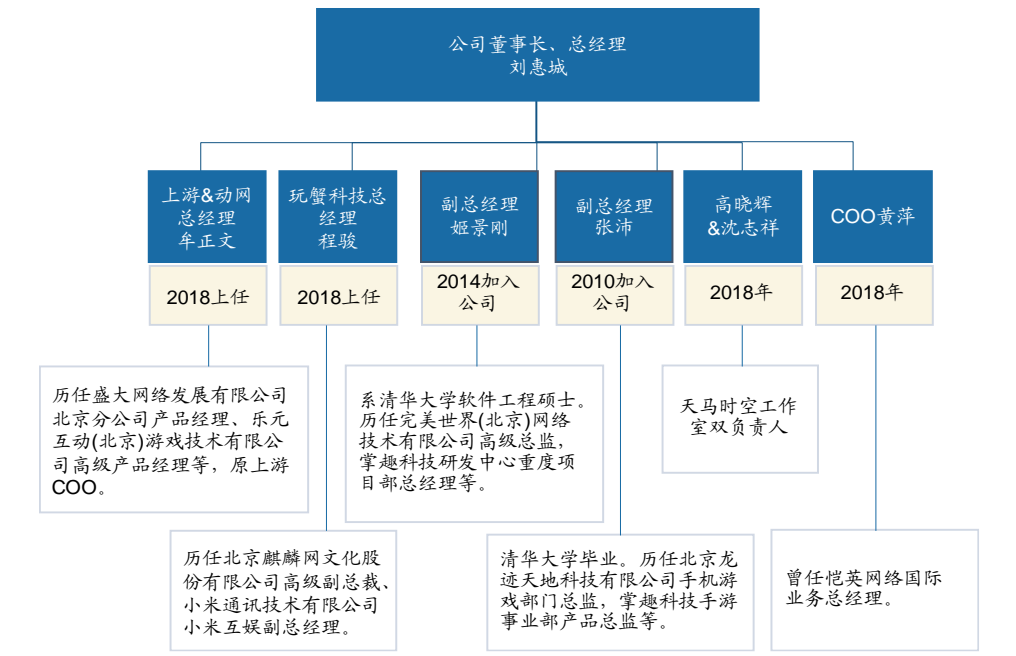
经过这一轮的管理架构调整之后, 公司已经形成了以刘惠城为核心, 各个管理条线人员各司其职的新团队, 战斗力不断升级。同时在子公司层面, 玩蟹科技主攻卡牌和二次元、上游网络主攻塔防和休闲游戏、动网先锋主攻页游和H5类型游戏, 天马主攻MMO, 另外还负责技术研发底层平台和发行平台的搭建, 子公司层面实现了协同互补的局面, 之前各自背负业绩承诺、整合难度较高的境况有了明显的改观。

图34: 新董事长上任之后进行了新一轮的架构调整



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图35: 当前公司的主要管理层架构情况一览



数据来源：Wind，公司官网，广发证券发展研究中心

## 五、财务状况：营收利润低谷期即将过去，公司现金流整体稳定

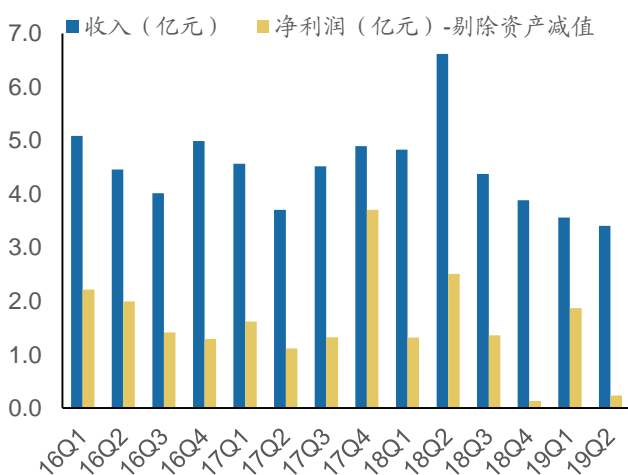
我们认为公司在短期向上的弹性上主要依赖于高流水、多品类、强技术的研发体系和产品周期的反转，而中期中新管理层的上任和重组将保证中长期公司的稳步发展。另外公司资产质量改善提供了一定的安全边际，而短期从19H1的财务表现上来看，我们认为即使在较差的产品周期下，公司财务也展现了较好的稳健性，特别是从净利润、经营性现金流和现金储备三个方面。

### 1. 公司 18Q4-19Q2 进入营收的历史低谷期，毛利率水平近期波动较大

根据掌趣科技发布的2019年半年报显示，公司2019年上半年总营收6.96亿元，同比下降39.16%；归属于上市公司普通股股东净利润2.11亿元，同比下降44.51%。业务收入比上年同期下降较大，主要系自研重点游戏产品的上线时间全部延迟。自研产品《一拳超人:最强之男》于6月19日上线，但产品业绩尚未在上半年业绩中体现。分季度来看，公司19Q1实现收入约3.6亿元和归母净利润约为1.9亿元，19Q2实现净利润约3.4亿元收入和归母净利润约为0.2亿元。而实际19Q1的扣非归母净利润约为1.5亿元，19Q2约为9301万元。

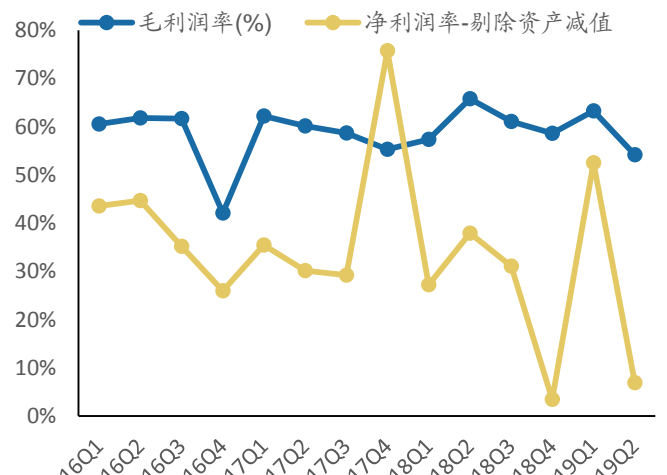
在毛利率和净利率上，由于公司的推广费用计入营业成本，所以公司的毛利率比一般游戏公司要低一些，稳定在55%-60%之间。近期由于公司自己发行的游戏流水比例上升，腾讯等第三方代理的流水比例下降（这类收入净额确认收入），因此毛利率19Q2略有下滑至54%左右。整体公司上半年的净利率约为30.31%，相比去年同期下滑约3pct，在缺少新产品发行的情况下表现稳定。

图36：16Q1-19Q2公司净收入和净利润情况推移



数据来源：Wind，公司季报，广发证券发展研究中心

图37：16Q1-19Q2公司毛利率和净利率情况推移

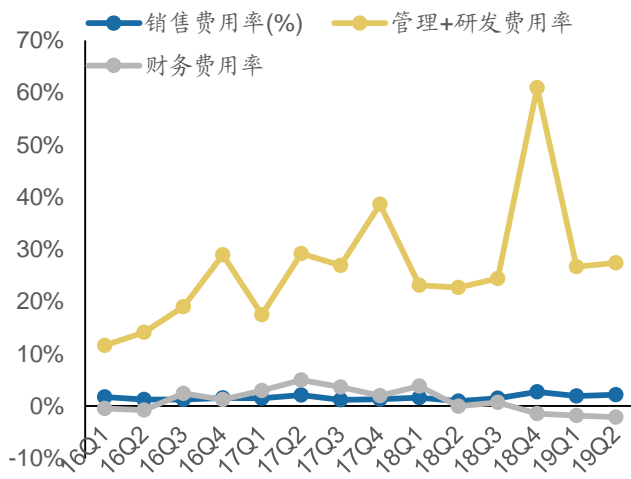


数据来源：Wind，公司季报，广发证券发展研究中心

而在费用率上，公司2016-2018年研发支出资本化的金额分别为1.42亿元、6950万元和-1832万元，逐年降低的原因主要系公司高度关注新游戏研发风险，加大研发项

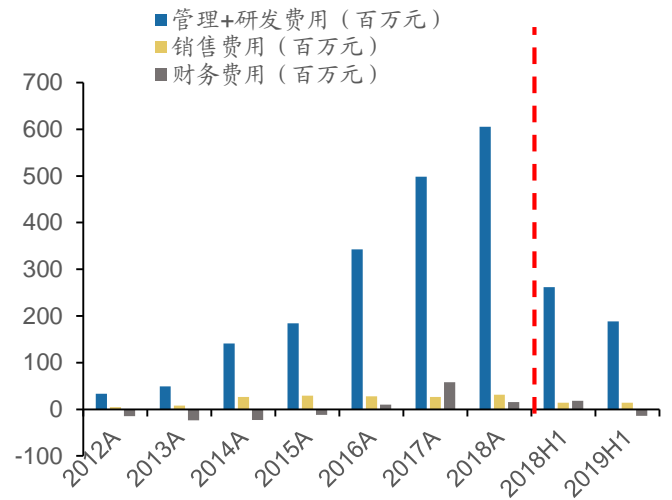
目评审力度所致。因此2018年公司管理和研发费用高达6.1亿元，其中18Q4高达2.4亿元，我们认为这或为2019-2020年部分减轻了研发开支的负担。我们预计随着新品推出，公司的管理研发费用率将迅速下行。19H1掌趣科技销售、管理（剔除研发费用）、财务费用率分别为2.03%、6.73%和-1.97%。公司销售费用率持续低于游戏行业平均水平，主要是与效果相关的推广费用计入营业成本，另外公司重点游戏部分交由腾讯代理发行净额确认收入，另外管理费用率较2018年同期水平基本保持稳定，财务费用由于债务清理而转为净收入。

图38: 16Q1-19Q2公司三费率情况推移



数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

图39: 16Q1-19Q2公司三费情况推移



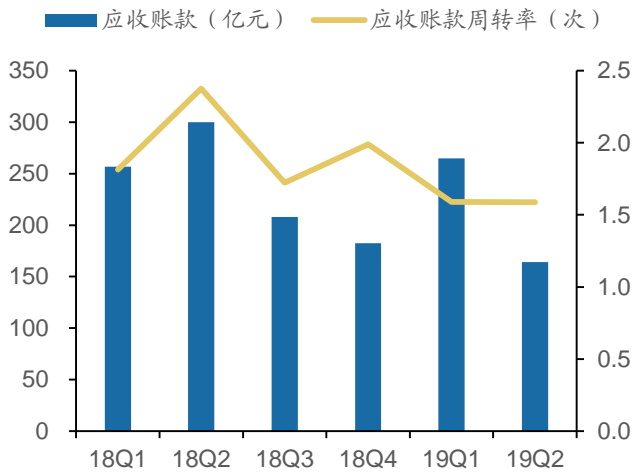
数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

## 2. 公司经营性现金流持续流入，账上现金充沛资产质量改善

公司在应收账款上同样控制较好，19Q2公司账上应收款约为1.64亿元，环比下滑38%，主要为渠道的应收款，这体现了公司对于渠道账款的催收能力较强，应收账款的季度周转率维持在1.59次左右。公司的预付账款19Q2约为1.64亿元，环比19Q1略增加12%，公司预付款主要系支付给IP方的预付分成款，之后一般是流水冲抵预付，较稳定的预付款体现了公司整体IP储备和IP游戏的流水情况较稳定。公司的预收款则主要以未完成开发游戏预收的游戏授权金为主，整体保持稳定，19Q2约为5912万元，相比19Q1的5386万元略有增加。

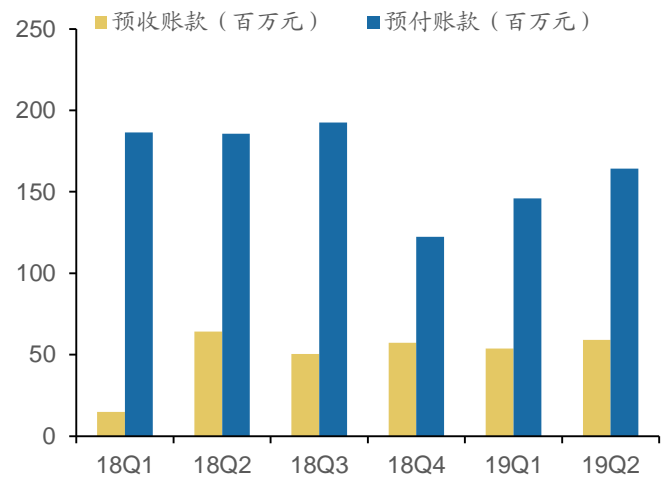


图40: 18Q1-19Q2公司应收账款和周转率情况



数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

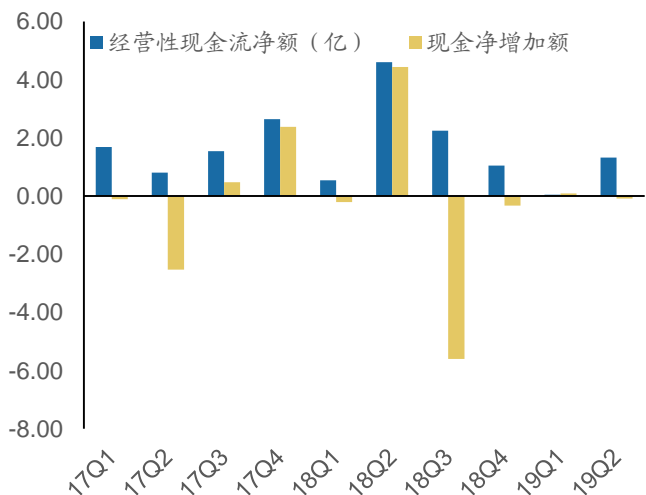
图41: 18Q1-19Q2公司预收账款和预付账款情况推移



数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

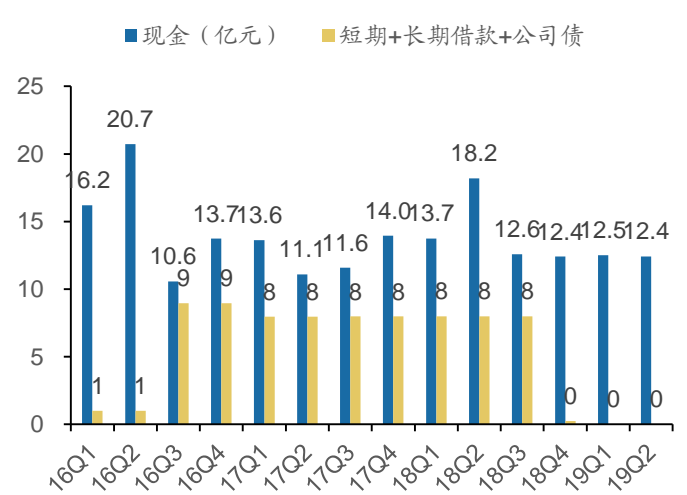
而最终要的现金流情况上, 19H1掌趣科技现金流量情况整体有所改善, 现金及现金等价物净增加额转负为正, 经营性现金流约为1.4亿元, 而此前公司的经营性现金流均为正值, 且略高于当期利润。说明公司在现金流控制得较为稳健。而公司目前有息负债在18Q4已经完全还完, 19Q2的账上现金约为12.4亿元, 考虑到19H2公司还将有新的经营性现金流流入, 我们认为公司明年的现金储备将更加丰厚。为公司开发新的游戏项目储备了充足的弹药。

图42: 17Q1-19Q2公司经营性现金流和现金净增加额



数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

图43: 17Q1-19Q2公司账上现金储备和有息负债情况



数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

## 六、盈利预测与投资建议

2018年以来，公司已经先后取得了超过10款游戏的版号，在二线公司中排名靠前。19H1以来已发行的作品主要系《一拳超人：最强之男》和《境·界—灵压对决》，首月表现均超出或符合预期，这两款游戏都将在19Q3开始贡献收入。从公司当前的产品排期来看，拿到版号的10款产品以及其他储备产品将在未来的一年时间里面陆续上线，后续值得期待的产品主要包括《我的英雄学院》、《街霸》、《真红之刃》等游戏。

- 移动游戏收入：我们综合考虑公司19H1的移动游戏收入下滑40.04%至6.57亿元，和19H2开始到明年的产品排期，假设年公司整体手游的增速将分别为-24%、45%和21%。对于2020年增速较为乐观的原因主要系公司19H1的移动游戏收入创下3年来新低主要系无新产品发布，而积压推后的产品或都将在19H2和20H1释放产能，为明年的移动游戏增长贡献收入。我们目前对核心手游上线周期的预期如下：《我的英雄学院》（假设2019年11月发行）、《真红之刃》（假设2019年12月发行）、《街霸》（假设2020年2月发行）等，且均递延2个月确认收入，考虑到公司还有后续游戏在等待版号审批和19H1的低基数，我们认为公司明年移动游戏收入增速将迎来高增长。
- 页游和其他收入：考虑到公司2018年页游和其他收入同比下滑36%至9309万元，我们认为老产品的流水衰减幅度将会略有缩小，另外子公司上游信息也在尝试研发部分H5类型的产品，我们假设公司2019-2021年页游收入的增速分别为-14%、0%和-10%。

表 10：未来主营业务预测和核心假设

(单位：百万元)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>游戏产品</b>	<b>774.76</b>	<b>1,123.78</b>	<b>1,854.69</b>	<b>1,768.22</b>	<b>1,970.32</b>	<b>1,504.75</b>	<b>2,146.90</b>	<b>2,572.95</b>
移动游戏	418.04	697.56	1,578	1,586	1,872	1,425	2,067	2,501
YoY		67%	126%	1%	18%	-24%	45%	21%
网页游戏	302.94	383.38	246.37	144.55	93.09	80.00	80.00	72.00
YoY		27%	-36%	-41%	-36%	-14%	0%	-10%
其他	53.78	42.84	30.08	37.33	5	0	0	0
YoY		-20%	-30%	24%	-86%	-100%		

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

蓝色字体为预测值，下文同

在毛利率的假设上，公司的主营业务成本主要为产品分成、渠道分成、市场推广、版权摊销、人工成本和运营费用：

- 人工成本和运营费用：考虑到公司的运营和市场人员未来或不会大幅度扩张，我们认为未来2019-2021年3年公司的人工成本和运营费用将会分别稳定在3000万元和4000万元的水平。

- 产品分成：我们认为这一成本主要与公司的游戏产品相关，我们综合考虑2016-2018年的综合占收入比重（14%、16%和20%），假设2019-2021年产品分成占收入比重分别为16%、18%和18%。
  - 渠道分成和版权摊销：考虑到官网流量运营模式开始逐步成为研发运营类企业获取流量的主要途径，我们假设2019-2021年公司渠道分成占收入比重分别为2%、1%、1%。而版权摊销2019-2021年占收入比重每年固定约为6%。
  - 市场推广费用：公司2019年发行的新品较少，2020-2021年或将是公司的产品大年，我们预计市场推广成本2019-2021年分别约为1.33亿、3.28亿和3.44亿元。
- 上述核心假设下，我们预计2019-2021年毛利率水平约为62.5%、56.1%和58.8%。

表 11：公司主营业务构成和 2019-2021 年未来毛利率预测

主营业务成本（单位：百万元）								
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务成本	296.3	433.4	813.3	725.5	763.1	563.6	943.3	1061.2
产品分成	105.79	135.87	257.8	282.30	391.8	240.76	386.44	463.13
占收入比重（%）	14%	12%	14%	16%	20%	16%	18%	18%
渠道分成	45.79	31.08	86.0	28.60	16.6	30	30	30
占收入比重（%）	6%	3%	5%	2%	1%	2%	1%	1%
市场推广	30.19	88.92	153.8	181.83	156.8	132.6	328	343.7
占收入比重（%）	4%	8%	8%	10%	8%	9%	15%	13%
版权摊销	62.93	91.81	218.7	144.61	110.5	90.29	128.81	154.38
占收入比重（%）	8%	8%	12%	8%	6%	6%	6%	6%
人工成本	35.70	44.12	53.0	45.19	39.6	30	30	30
占收入比重（%）	5%	4%	3%	3%	2%	2%	1%	1%
运营费用	15.92	41.61	44.1	42.93	47.8	40	40	40
占收入比重（%）	2%	4%	2%	2%	2%	3%	2%	2%
<b>毛利率</b>	<b>61.8%</b>	<b>61.4%</b>	<b>56.1%</b>	<b>59.0%</b>	<b>61.3%</b>	<b>62.5%</b>	<b>56.1%</b>	<b>58.8%</b>

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

另外值得关注的是，公司的部分投资收益区别于一次性的投资收益，主要是由于权益法带来的投资收益。公司投资了Webzen约20%的股份，以权益法计入公司的投资收益分成，2016-2018年，我们按照1:166的人民币/韩币折算，Webzen实现了归母净利润约为2.53亿元、1.78亿元和3.07亿元。我们考虑到今年中国市场奇迹类游戏较为火爆（从19H2开始较多奇迹类IP作品上线），且明年还将上线部分奇迹MU和奇迹世界的IP大作，Webzen预计能够保持稳定的净利润增长，另外考虑到公司的部分投资将逐渐于2020-2021年回收（公司投资3.1亿元的国金天吉已经披露拟清仓式减持所持掌阅科技的股份，受减持新规影响，主要减持期或推至2020年），我们预计公司2019-2021年公司投资收益分别为1.01亿元、2.25亿元和2.00亿元。

**表 12: 公司未来投资收益预测基本逻辑**

单位: 人民币	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
投资净收益 (百万元)	9.73	128	87	101	225	200
Webzen 公司归母净利润 (百万元)	253	177.8	306.62	383	479	575
YoY (%)		-30%	72%	25%	25%	20%
公司 Webzen 占股比 (%)	19.70%	19.70%	20.24%	20.24%	20.24%	20.24%
Webzen 部分贡献净利润	24.9	35.0	62.1	77.6	97.0	116.4
Webzen 部分占比		27%	72%	76%	43%	58%

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

考虑到我们对于移动游戏收入2020年的增速和公司整体毛利率两个因子对于公司2020年业绩影响较大,我们针对这两个因子对公司2020年归母净利润的冲击进行了敏感性测试。移动游戏收入增速范围在35%-55%间波动,毛利率在50%-62%之间波动,则对应公司2020年归母净利润约为7.85亿元-11.10亿元,我们模型中采取的是45%的移动游戏收入增速假设和56%的公司整体毛利率假设,对应公司2020年归母净利润约为9.40亿元。考虑到公司历史上最低毛利率为2016年的56%,而另外公司明年有大量的移动游戏产品亟待推出,而今年上半年的移动游戏收入为公司3年来新低(低基数),我们认为这一假设是较为合理的。

**表 13: 掌趣科技移动游戏增速和整体毛利率对于净利润的敏感性测试**

2020 年收入增速 (%)	35%	40%	45%	50%	55%
毛利率 (%)	下方为对应 2020 年净利润 (百万元)				
50.10%	785.0	804.0	824.0	843.0	862.0
53.10%	839.0	861.0	882.0	903.0	924.0
56.10%	895.0	918.0	940.0	963.0	986.0
59.10%	948.0	973.0	998.0	1023.0	1048.0
62.10%	1002.0	1029.0	1056.0	1083.0	1110.0

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券研究发展中心

## 投资建议

我们认为,公司处于走出底部的阶段,在资产质量、管理团队、产品周期上均有望迎来边际改善,考虑到明年公司的产品周期反转、管理调整到位和头部产品排期合理,我们预计明年公司有望实现流水、收入和净利润的高增长。而从公司的资质而言,我们认为市场低估了天马、玩蟹两家公司的研发能力,整合后团队角度来看,目前掌趣已经是一家二线偏强的公司,公司产能多、流水高、品类全、技术强,在游戏引擎方面的技术实力已经走在了行业前沿,同时新团队也有望补齐发行方面的短板,我们认为公司2019-2021年有望实现净利润4.74亿元、9.40亿元和11.28亿元,当前对应PE估值约为25.8X、13.0X和10.8X。考虑到游戏产品的利润回收有一定的时滞,

19H2开始出品的新产品对于公司业绩的影响或将主要体现在2020年的报表上,另外2019年也受到版号政策限制的负面影响,非公司正常的产能和盈利状态,因此我们综合考虑下采用2020年的业绩预测进行估值。综合考虑行业可比公司的估值水平和公司预计明后年将迎来强劲的利润增长,我们给予公司对应2020年归母净利润16X PE的估值,对应合理价值5.46元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

表 14: 掌趣科技可比公司 2019-2021 年对比估值表

单位: 百万元	公司名 称	当前股 价 (元)	公司市值 (百万 元)	2019E 归 母净利润	2020E 归 母净利润	2021E 归母 净利润	2019 PE	2020 PE	2021 PE
002624.SZ	完美世界	28.20	36,454	2,144	2,475	2,815	17.0	14.7	12.9
002555.SZ	三七互娱	18.06	38,147	1,989	2,354	2,677	19.2	16.2	14.2
603444.SH	吉比特	268.90	19,329	890	1,035	1,186	21.7	18.7	16.3
002602.SZ	世纪华通	8.86	52,774	3,040	3,757	3,930	17.4	14.0	13.4
可比公司的平均估值水平							<b>18.8X</b>	<b>15.9X</b>	<b>14.2X</b>
300315.SZ	掌趣科技	4.43	12,216	474	940	1,128	25.8	13.0	10.8

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

- 1) 公司仍有部分游戏未取得版号，另外部分游戏与外部公司合作发行，因此有版号审批进度低于预期和游戏推迟上线的风险。
- 2) 公司的新游戏流水和数据不达预期的风险，公司现存游戏的流水下滑过快的风险。
- 3) 公司当前董事长持股比例较低、非第一大股东的公司治理风险。
- 4) 行业政策监管打压风险。
- 5) 公司的剩余商誉和金融资产进一步减值的风险。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,913</b>	<b>1,596</b>	<b>1,848</b>	<b>2,684</b>	<b>3,478</b>
货币资金	1,395	1,241	1,504	2,174	2,899
应收及预付	489	321	314	480	549
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	29	34	30	30	30
<b>非流动资产</b>	<b>7,971</b>	<b>4,262</b>	<b>4,230</b>	<b>4,248</b>	<b>4,233</b>
长期股权投资	1,120	1,119	1,119	1,119	1,119
固定资产	39	33	71	100	118
在建工程	0	0	10	10	10
无形资产	5,617	2,182	2,104	2,096	2,089
其他长期资产	1,195	928	925	923	896
<b>资产总计</b>	<b>9,884</b>	<b>5,857</b>	<b>6,078</b>	<b>6,932</b>	<b>7,711</b>
<b>流动负债</b>	<b>477</b>	<b>700</b>	<b>645</b>	<b>973</b>	<b>1,178</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	418	653	615	951	1,165
其他流动负债	59	47	30	22	13
<b>非流动负债</b>	<b>806</b>	<b>29</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	797	0	0	0	0
其他非流动负债	9	29	110	110	110
<b>负债合计</b>	<b>1,283</b>	<b>729</b>	<b>754</b>	<b>1,083</b>	<b>1,287</b>
股本	2,758	2,757	2,757	2,757	2,757
资本公积	4,109	3,837	3,837	3,837	3,837
留存收益	1,678	-1,500	-1,302	-775	-199
归属母公司股东权益	8,532	5,129	5,327	5,853	6,430
少数股东权益	69	-1	-2	-4	-6
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,884</b>	<b>5,857</b>	<b>6,078</b>	<b>6,932</b>	<b>7,711</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1768</b>	<b>1970</b>	<b>1505</b>	<b>2147</b>	<b>2573</b>
营业成本	725	763	564	943	1061
营业税金及附加	6	9	4	4	5
销售费用	26	31	28	40	48
管理费用	119	140	87	88	105
研发费用	-	465	285	300	360
财务费用	58	16	-22	-23	-34
资产减值损失	512	3682	98	-3	-3
公允价值变动收益	167	0	-59	0	0
投资净收益	128	87	101	225	200
<b>营业利润</b>	<b>258</b>	<b>-3026</b>	<b>525</b>	<b>1042</b>	<b>1250</b>
营业外收支	-24	-25	-2	0	0
<b>利润总额</b>	<b>234</b>	<b>-3051</b>	<b>523</b>	<b>1043</b>	<b>1251</b>
所得税	-58	44	51	104	125
<b>净利润</b>	<b>292</b>	<b>-3095</b>	<b>472</b>	<b>939</b>	<b>1126</b>
少数股东损益	28	54	-2	-2	-2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>264</b>	<b>-3150</b>	<b>474</b>	<b>940</b>	<b>1128</b>
EBITDA	643	676	569	812	1042
EPS (元)	0.10	-1.14	0.17	0.34	0.41

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>669</b>	<b>846</b>	<b>421</b>	<b>777</b>	<b>996</b>
净利润	292	-3,095	472	939	1,126
折旧摊销	124	131	32	40	48
营运资金变动	91	162	-226	25	-2
其它	162	3,648	144	-226	-176
<b>投资活动现金流</b>	<b>-179</b>	<b>-196</b>	<b>-61</b>	<b>168</b>	<b>143</b>
资本支出	-182	-57	-104	-57	-57
投资变动	-6	-139	101	225	200
其他	9	0	-59	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-429</b>	<b>-868</b>	<b>-97</b>	<b>-276</b>	<b>-414</b>
银行借款	-300	-773	0	0	0
股权融资	0	3	0	0	0
其他	-129	-95	-70	-276	-414
<b>现金净增加额</b>	<b>62</b>	<b>-218</b>	<b>263</b>	<b>670</b>	<b>726</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,373</b>	<b>1,395</b>	<b>1,241</b>	<b>1,504</b>	<b>2,174</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,395</b>	<b>1,225</b>	<b>1,504</b>	<b>2,174</b>	<b>2,899</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-4.7	11.4	-23.6	42.7	19.8
营业利润增长	-52.1	-1271.7	-117.4	98.5	20.0
归母净利润增长	-48.1	-1293.6	-115.0	98.5	19.9
<b>获利能力</b>					
毛利率	59.0	61.3	62.5	56.1	58.8
净利率	16.5	-157.1	31.4	43.7	43.8
ROE	3.1	-61.4	8.9	16.1	17.5
ROIC	10.9	27.1	23.9	36.9	51.6
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	13.0	12.4	12.4	15.6	16.7
净负债比率	-6.8	-23.7	-28.2	-37.2	-45.1
流动比率	4.01	2.28	2.87	2.76	2.95
速动比率	3.61	2.11	2.70	2.57	2.78
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.17	0.25	0.25	0.33	0.35
应收账款周转率	6.02	8.61	7.84	7.68	7.88
存货周转率	—	—	3650	3650	3650
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.10	-1.14	0.17	0.34	0.41
每股经营现金流	0.24	0.31	0.15	0.28	0.36
每股净资产	3.09	1.86	1.93	2.12	2.33
<b>估值比率</b>					
P/E	58.4	—	25.8	13.0	10.8
P/B	1.8	1.9	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	23.3	14.4	18.8	12.4	8.9

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：高级分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14 楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。



研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(01398)公司有投资银行业务关系。
- (4) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(00939)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。