

传媒

2020年07月05日

掌趣科技 (300315)

——反转确立，新品将至，布局正当时

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2020年07月03日

收盘价(元)	7.72
一年内最高/最低(元)	7.97/3.19
市净率	3.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	20321
上证指数/深证成指	3152.81/12433.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年03月31日

每股净资产(元)	2.02
资产负债率%	10.19
总股本/流通A股(百万)	2757/2632
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉 A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com

联系人

袁伟嘉
(8621)23297818×转
yuanwj@swsresearch.com

投资要点：

- **基本面触底：公司治理理顺，资产风险基本释放。** 1) 股权结构和管理层调整基本到位，二次回购凸显长期信心。当前新董事长刘惠城直接持股 6.05%，腾讯战投持股 2.01%。新董事长到任后调整组织架构，并吸纳多位经验丰富的游戏从业人员进入管理层，当前新管理层调整理顺，重塑研发运营能力。19年3月、20年6月两次披露回购计划，凸显对公司长期信心。2) 资产风险基本释放，现金流较为健康。1Q20 商誉 19.64 亿元，占总资产 31%，但 84% 商誉来自玩蟹科技和天马时空两家产品储备丰富、研发能力较突出的子公司。3Q19-1Q20，公司连续三个季度现金及现金等价物净增加额转为正，经营性现金流净额自 17 年以来单季度均为正值，1Q20 期末货币资金账面值为 18.5 亿元。
- **游戏行业正迎来第三轮景气上行，优质产能储备是乘风破浪的关键。** 1) 我们在深度报告《把握第三次成长机遇-2020 年游戏行业深度专题》全面阐述了游戏产业的成长逻辑。当前正处于走出版号审批暂停低谷，叠加疫情影响取得短期弹性以及出海创造增量市场的阶段，景气度不断上行。20Q1 手游同比增速为 46%，4 月接近 160 亿元，同比增长 24.4%，5 月手游收入环比增长 11.9%。2020 年景气度上行趋势已经确立，下半年迎来版号恢复后的产能释放期。2) 整体版号发放量锐减加速中小厂商出清，内容稀缺性增强，腾讯对代理产品的依赖程度提升。公司受到过去几年管理层变动及版号审批暂停影响，份额未能提升。但新管理层上任后，公司加强研发储备；版号恢复后掌趣科技获得 14 款游戏版号，凭借丰富产能/IP 储备、与腾讯紧密合作关系，仍有望抓住成长机遇。
- **核心逻辑：研发立身，背靠腾讯，新品上线迎来业绩释放期。** 1) 公司有两大优势：研发上，技术立身，多品类布局，IP 储备丰富。坚持技术立身的核心定位，除本就擅长的 Unity3D 研发框架，完成 H5 和 UE4 引擎框架搭建；研发费用/毛利指标达到 42%，处于行业前列。渠道上，腾讯独代与自研自发自并，腾讯背书提升核心产品确定性。2) 掌趣 20 年下半年将上线多款重磅手游，其中《真红之刃》是自研自发自新尝试，《街霸：对决》《全民奇迹 2》《黑暗之潮》将交由腾讯独代，新品周期有望推动业绩释放。
- **首次覆盖，给予买入评级。** 我们预测公司 20-22 年营收分别为 21.12/26.77/32.51 亿元，归母净利润分别为 6.44/10.13/12.33 亿元，对应 PE 分别为 32/21/17x。考虑到公司新品上线时间主要集中在 20 年下半年，且公司有收入递延政策，预计业绩弹性全面呈现在 2021 年。因此参考可比公司估值和自身高速增长，给予公司 21 年目标 PE 27x，目标市值 274 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**资产减值风险，游戏项目延期/表现不及预期风险，行业监管政策边际趋严风险。

财务数据及盈利预测

	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,617	409	2,112	2,677	3,251
同比增长率(%)	-17.9	15.0	30.6	26.7	21.5
归母净利润(百万元)	364	94	644	1,013	1,233
同比增长率(%)	-	-49.6	77.2	57.3	21.7
每股收益(元/股)	0.13	0.03	0.23	0.37	0.45
毛利率(%)	56.1	74.9	73.1	74.6	77.0
ROE(%)	6.6	1.7	10.4	14.1	14.6
市盈率	59		33	21	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

预测公司 20-22 年营收分别为 21.12/26.77/32.51 亿元，同比增长 30.6%/26.7%/21.5%，归母净利润分别为 6.44/10.13/12.33 亿元，同比增长 77.2%/57.3%/21.7%。考虑到公司新品上线时间主要集中在 20 年下半年，且公司有收入递延政策，预计业绩弹性全面呈现在 2021 年。因此参考可比公司估值和自身高增速，给予公司 21 年目标 PE 27x，目标市值 274 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

1) 公司收入增长主要驱动力是手游业务，预计 20-22 年手游收入分别为 20.5/26.2/32.0 亿元，同比增长 37%/28%/22%。

2) 毛利率方面，由于 2020 年开始推广开支从营业成本科目调整至销售费用科目，毛利率大幅提升，预计 20-22 年公司整体毛利率为 73%/75%/77%。

3) 费用率方面，由于推广开支计入销售费用科目，且《真红之刃》等买量游戏将于 Q3 上线，预计 20-22 年销售费用率分别为 23.8%/19%/21.5%。管理和研发费用率变化不大，预计 20-22 年管理费用率分别为 4.8%/4.5%/4.5%，研发费用率分别为 18.3%/17%/17%。

3) 今年子公司天马时空产品集中在下半年上线，对今年业绩贡献的月份较少，且如果流水表现不及预期，仍有商誉减值风险。因此我们在 2020 年净利润预测中考虑了天马时空 4000 万商誉减值影响。

有别于大众的认识

市场对公司基本面改善认知不足，我们认为公司 17 年底以来经历管理层调整和子公司业务协同理顺，旗下团队已得到较长时间的磨合和验证，产能释放节奏逐步回到正轨。而商誉等资产风险也得到基本释放，呈现较强的反转逻辑。

市场对公司产品周期的确定性认知不足。公司 20 年下半年将上线 5 款手游产品，均已取得版号，其中《街霸》《全民奇迹 2》《黑暗之潮》由腾讯独家代理，确定性较高，《真红之刃》为自研自发的买量型产品，经过半年调整打磨，准备较为充分。

市场对公司中长期增长逻辑存疑。我们认为公司中长期增长有较强确定性，一方面版号紧平衡环境下，腾讯对于外部研发商的依赖增强，而腾讯与掌趣科技有股权绑定关系，公司重点游戏发行有较强背书。另一方面公司自身研发水平突出，有 UE4 引擎输出能力，同时加强自主发行探索、反哺研发，提升产品布局的市场敏锐度。

股价表现的催化剂

游戏流水表现超预期；激励方案落地；买量模式得到验证。

核心假设风险

商誉和其他资产减值风险；游戏项目延期或表现不及预期风险；行业监管政策边际趋严风险。

目录

1. 基本面触底：公司治理理顺，资产风险基本释放	6
1.1 历史沿革：经历高速并购扩张后逐步调整理顺	6
1.2 公司治理：股权结构和管理层调整基本到位，二次回购凸显长期信心	7
1.3 财务表现：资产风险基本释放，现金流较为健康	9
2. 游戏行业正迎来第三轮景气上行，优质产能储备是乘风破浪的关键	12
2.1 版号恢复后叠加 5G 新周期和出海，游戏迎来第三轮景气周期	12
2.2 整体版号发放量锐减，优质产能储备是提升份额关键	14
3. 公司核心逻辑：研发立身，背靠腾讯，新品上线迎来业绩释放期	16
3.1 优势一：研发突出——技术立身，多品类布局，IP 储备丰富	16
3.2 优势二：拓宽渠道——腾讯独代与自研自发并进	18
3.3 布局正当时：产能释放在即，2H20 预计上线重磅新作	20
4. 盈利预测及投资建议	21
4.1 业务分拆	21
4.2 估值分析与投资建议	21
风险提示	22

图表目录

图 1：公司成立以来大事纪	6
图 2：公司 2012-1Q20 营收及其增速（亿元，%）	9
图 3：公司 2012-1Q20 归母净利润（亿元）	9
图 4：公司 13-1Q20 商誉及其占总资产比重（亿元，%）	9
图 5：2019 年掌趣科技商誉结构	9
图 6：公司现金流情况（亿元）	11
图 7：调整后净利润与经营性现金流匹配度（亿元）	11
图 8：公司货币资金情况（亿元）	11
图 9：中国游戏市场实际销售收入（亿元，%）	12
图 10：2011-2019 手游行业规模及增速变化（亿元，%）	12
图 11：中国出海游戏收入（亿美元，%）	13
图 12：出海游戏收入占整体游戏比例（%）	13
图 13：手游市场季度规模及增速（亿元，%）	13
图 14：2016-2020 第一季度国内手游市场份额（以发行口径计算，%）	14
图 15：国产游戏版号发放情况（个）	14
图 16：进口游戏版号发放情况（个）	14
图 17：16-19 腾讯手游自研和代理产品数量变化（个，%）	15
图 18：A 股部分游戏公司 2015-2019 手游市场份额（以发行口径计算，%） ..	15
图 19：2019 年 A 股部分游戏公司研发费用/毛利	16
图 20：19 年行业 IP 改编手游收入及其占比（亿元，%）	17
图 21：19 年流水 TOP100 手游中 IP 改编手游数量占比（%）	17
图 22：《拳皇 98 终极之战 OL》流水走势（亿元）	19
图 23：《奇迹 MU：觉醒》流水走势（亿元）	19
图 24：手游流量运营模式市场规模及其占比（亿元，%）	19
表 1：掌趣科技四家游戏子公司并购情况	6
表 2：掌趣科技主要游戏子公司业绩承诺（亿元）	7
表 3：公司前 10 大股东（截至 2020.5.29）	7
表 4：公司现任高管架构	8

表 5 : 截止 2019 年底公司商誉减值情况 (百万元)	10
表 6 : 2019 年底掌趣联营公司基本情况	10
表 7 : 主要游戏子公司情况	17
表 8 : 腾讯代理发行手游情况	18
表 9 : 掌趣科技 2H20 产品储备丰富	20
表 10 : 掌趣科技收入及毛利率预测 (百万元 , %)	21
表 11 : 国内主要游戏上市公司的估值情况	22

1. 基本面触底：公司治理理顺，资产风险基本释放

1.1 历史沿革：经历高速并购扩张后逐步调整理顺

掌趣科技成立于2004年8月，2005年确立移动游戏开发和运营为主营业务方向，2012年5月在创业板挂牌上市，是最早登陆A股的手游公司之一。上市后公司**2013-2015年并购扩张**：相继并购了动网先锋、玩蟹科技、上游信息、天马时空四家游戏子公司，员工人数扩充至千人以上，2015年3月最高市值突破540亿元。**2016-2019年进入调整期**：2016年起前任董事长姚文彬逐步减持退出上市公司；2017年底原天马时空创始人刘惠城接任新董事长、18年前小米互娱副总程骏出任副总、黄萍出任公司COO；2018年计提36.8亿资产减值；18年由于版号暂停，公司在18H1-19H1几无新产品上线。19年中开始，随着《一拳超人》《境界-灵压对决》等产品上线，公司逐步进入新一轮产品周期。

图1：公司成立以来大事纪



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表1：掌趣科技四家游戏子公司并购情况

标的公司	首次披露日	交易价格/亿元	发行股票对价/亿元	现金对价/亿元	标的公司主营业务
天马时空	2015/8/13	26.78 (80%股份)	18.34	8.43	天马时空成立于2010年，深耕MMORPG手游，专注于网络在线游戏领域，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。加入掌趣后在扩展国内市场的同时积极布局海外，兼具研发运营业务。
	2018/12/19	2.5 (20%股份)	/	2.5	
玩蟹科技	2013/10/17	17.39 (100%股份)	9.71	7.68	玩蟹科技成立于2009年，旗下产品类型广泛，涵盖角色扮演、策略、卡牌、动作等多种类型手游。2013年加入掌趣科技后推出《大掌门2》、《拳皇98终极之战OL》、《一拳超人之最强之男》等现象级游戏。
上游信息	2013/10/17	8.14 (70%股份)	3.49	4.65	上游网络专注于社交游戏和社交应用的开发，自2012年成立以来陆续研发了《塔防三国志》等多款页游及端游产品。代理发行方面，公司代理了《镇魂街》、《蛮荒战神》等多款优质页游及H5游戏。
	2015/8/13	3.64 (30%股份)	3.64	/	
动网先锋	2013/2/5	8.1 (100%股份)	2.47	5.62	动网先锋成立于2002年，主营网游、端游的研发、代理发行及运营维护。公司以网页游戏起家，2012年后又拓展了端游和手游研发及代理发行业务。代表作品有《商业大亨》、《街头篮球》。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：掌趣科技主要游戏子公司业绩承诺（亿元）

子公司名称	持股比例		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
动网先锋	100%	承诺	0.75	0.93	1.12				
		实际	0.84	0.94	1.11		0.78		0.59
上游信息	100%	承诺	0.75	1.25	1.11	1.34			
		实际	0.79	1.03	1.11	1.3			0.52
玩蟹科技	100%	承诺	1.2	1.6	2	2.4			
		实际	1.82	1.25	1.81	3.62	2.35		0.69
天马时空	100%	承诺			2.11	2.59	3.3		
		实际			2.64	2.63	2.57	2.73	1.00

资料来源：Wind，申万宏源研究；

注：业绩承诺期内的实际业绩（标红）均为扣非归母净利润口径，其余为净利润口径。

1.2 公司治理：股权结构和管理层调整基本到位，二次回购凸显长期信心

股权结构优化：原创始人退出，新管理层持股比例提升，引入战投腾讯。2016年初，公司创始人姚文彬和叶颖涛解除一致行动人关系，16年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。此后通过引进战投+激励新管理层的方式，创始人逐步减持退出，截至1Q20，姚文彬累计减持12.58%的公司股份。1) 2017年6月林芝腾讯获得姚文彬转让2%股权，掌趣成为第一家获得腾讯投资的A股游戏企业。2) 转让第一期员工持股2%。3) 协议转让新董事长5.08%股权，2017年12月原天马时空创始人刘惠城正式成为公司董事长及总经理。目前刘惠城直接持股6.05%，姚文彬当前持股占公司总股本的6.98%。当前公司前十大股东占公司总股本为27.1%，整体无实际控制人。

表 3：公司前 10 大股东（截至 2020.5.29）

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	192.51	6.98%	公司原董事长
2	刘惠城	166.89	6.05%	公司新董事长，原天马时空创始人
3	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%	
4	林芝腾讯科技有限公司	55.42	2.01%	腾讯子公司
5	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%	
6	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%	
7	全国社保基金一一八组合	51.00	1.85%	
8	香港中央结算有限公司(陆股通)	43.81	1.59%	
9	基本养老保险基金一二零六组合	37.28	1.35%	
10	邓攀	31.35	1.14%	公司原 CEO
	合计	747.37	27.10%	

资料来源：Wind，申万宏源研究

新掌门人带领管理层调整理顺，研发运营能力得到重塑。1) 2017 年出任新掌门人的刘惠城兼具深厚研发背景，曾开发出世界上第一套商业 p2p 网络库；2010 年成立天马时空后担任公司的游戏制作人，同时兼任客户端、服务器端主程序，2014 年推出《全民奇迹》手游，并推动掌趣战略投资网禅（Webzen）。**2) 2018 年以来管理层调整理顺**：目前公司的管理层大多在 2010-14 年进入公司，长期丰富的管理经验使其对公司的业务有深入了解，具备较强的游戏开发运营背景。董事长刘惠城负责研发线和平台线；2018 年引进原恺英网络国际业务总经理黄萍，出任 COO 负责集团运营线；引进原小米互娱副总经理程骏负责玩蟹科技；来自上游的牟正文则负责上游信息和动网先锋。

表 4：公司现任高管架构

姓名	职务	履历
刘惠城	董事长、总经理	1977 年出生，EMBA，原天马时空创始人；2017 年 12 月加入掌趣科技，任董事长及总经理
黄迎春	董事、财务负责人、副总经理	1976 年出生，本科学历；CPA, CTA, CMA；2012 年 12 月加入公司任公司财务总监，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
王娉	董事、董事会秘书、副总经理	1982 年出生，本科学历；2010 年 11 月加入公司，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
贾唐丽	董事、总法律顾问	1981 年出生，本科学历；2010 年 4 月加入公司，2019 年 10 月起担任公司董事
黄萍	COO	曾任恺英网络国际业务总经理。
姚文哲	副总经理	1973 年出生，本科学历；2013 年 7 月加入公司，曾任公司副董事长，董事
张沛	副总经理	1980 年出生，本科学历；2010 年 1 月加入公司，历任公司手游事业部产品总监、移动游戏事业部副总经理。
姬景刚	副总经理	1977 年出生，硕士学历；曾任完美世界高级总监，2014 年 3 月加入公司，历任公司研发中心重度项目部总经理。
程骏	副总经理	1981 年出生，本科学历；曾任小米互娱副总经理。现任玩蟹科技总经理
牟正文	副总经理	1986 年出生，本科学历；原上游 COO，现任上游信息科技董事、总经理。
程莉	副总经理	1975 年出生，硕士学历；曾任完美世界（北京）网络技术有限公司人力资源高级总监。现任天马时空人力资源高级总监。

资料来源：Wind，申万宏源研究

二次回购凸显对公司信心。（1）19 年 3 月 6 日公司披露回购股份计划，截至 2020 年 2 月 26 日，公司累计回购 2786.28 万股，占公司总股本的 1.0104%，成交价为 3.32 元/股~4.45 元/股，耗资 1.06 亿元，拟用于员工持股计划。（2）掌趣科技于 2020 年 6 月 1 日晚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），预计可回购股份占公司目前已发行总股本的比例 0.42%-0.84%。截至 20 年 6 月 30 日，公司本次已累计回购 387 万股，占公司总股本的 0.14%，成交价为 6.42-6.8 元/股，耗资 2585 万元。

1.3 财务表现：资产风险基本释放，现金流较为健康

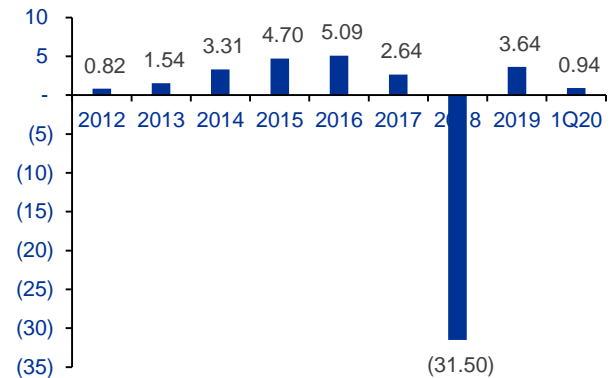
原创始人减持退出和资产减值致使 17-18 年业绩下滑，19 年复苏显现。2016 年起前任董事长姚文彬逐步减持退出上市公司，2017 年业绩下滑严重，2018 年计提 36.8 亿资产减值，当年亏损严重。2019 年减值大幅收窄，子公司业务协同与管理层调整理顺，《一拳超人》等新品上线，公司业绩扭亏。

图 2：公司 2012-1Q20 营收及其增速（亿元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

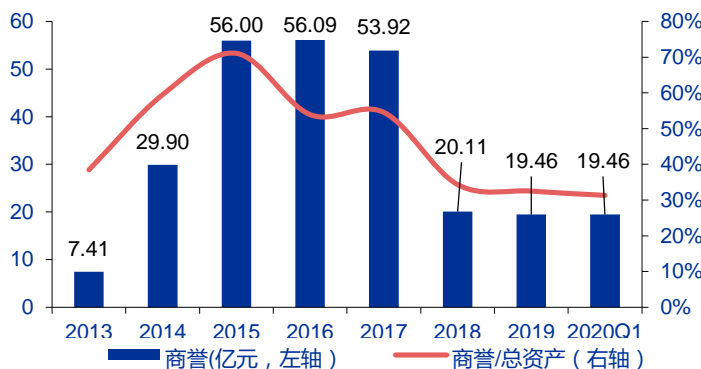
图 3：公司 2012-1Q20 归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

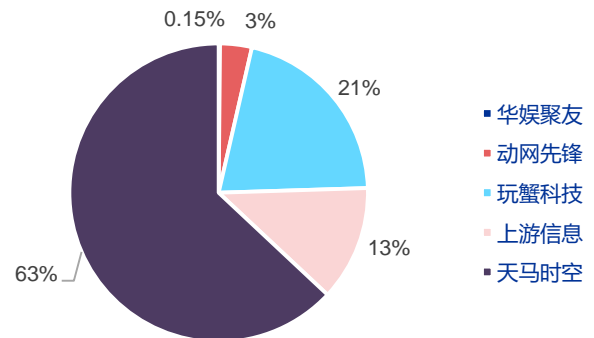
商誉减值风险已基本释放。公司 18 年计提 36.8 亿资产减值，主要包括 33.8 亿商誉减值、1.1 亿长期股权投资减值、1.5 亿可供出售金融资产减值，19 年计提资产减值损失 8095.5 万元（主要系子公司天马计提了 6535.4 万元的商誉减值准备）。截至 1Q20，公司商誉期末账面余额为 19.46 亿元，较 2017 年年底减少 64%，占总资产比例为 31%。根据公司 19 年底的商誉结构，天马时空占比最高，达到 63%，考虑到 20 年天马预计有 4 款新品上线（其中三款授权腾讯独代，侧面证明其品质较好），有望为未来几年带来业绩增量，商誉减值风险将进一步收缩。

图 4：公司 13-1Q20 商誉及其占总资产比重（亿元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：2019 年掌趣科技商誉结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 5：截止 2019 年底公司商誉减值情况（百万元）

被投资单位名称或形成商誉的事项	账面原值		商誉减值准备				期末账面价值-商誉减值计提
	期初余额	期末余额	期初余额	本期增加	本期减少	期末余额	
北京华娱聚友科技发展有限公司	2.89	2.89	-	-	-	-	2.89
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	719.66	719.66	652.70	-	-	652.7	66.96
北京玩蟹科技有限公司	1527.99	1527.99	1121.00	-	-	1,121.00	406.98
上游信息科技（上海）有限公司	721.05	721.05	478.18	-	-	478.18	242.87
北京天马时空网络科技有限公司	2611.55	2611.55	1385.21	65.39	-	1,450.60	1226.34
合计	5595.12	5595.12	3649.072	65.39		3,714.46	1946.04

资料来源：Wind，申万宏源研究

其他资产减值风险也基本可控。（1）可供出售金融资产：主要由国金天吉和南山蓝月构成。公司 19 年底持有国金天吉约 3 亿元，国金天吉在 2015 年 4 月投资掌阅科技 4 亿元，截至 19 年底，国金天吉累计减持掌阅 6.13%，1Q20 又减持 0.95%，目前仍持有掌阅科技 1.95% 的股权，考虑到掌阅科技 20 年二季度股价表现较好，国金天吉退出的话将取得一定账面收益。公司作为南山资本的基石 LP，投资了南山蓝月资产管理公司，该基金投资的项目包括斗鱼、笑果文化、摩天轮票务等多家知名项目，预计也将为公司带来不错的投资回报。（2）长期股权投资：公司对参股企业的计提减值也较为充分，截至 19 年底累计减值 2.88 亿元。参股企业中，网禅（Webzen）价值占比最高，达到 98%，考虑到奇迹 IP 国内授权范围扩大带来的业绩支撑，减值压力不大。

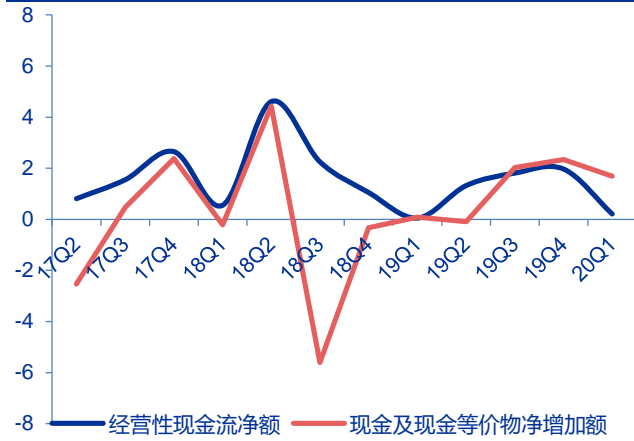
表 6：2019 年底掌趣联营公司基本情况

被投资单位	账面余额 (百万)	账面价值 (百万)	融资记录	2019 年计提 减值准备	减值准备 (百万)
Webzen Inc.	1438.74	1167.46	IPO 上市后获掌趣 11 亿元投资，占 19.24% 股权。	-	271.28
深圳市烁动科技有限公司	1.37	-	2013 年获得掌趣天使轮投资。未有后续融资。	-	1.37
北京筑巢聚合科技股份有限公司	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
北京金石创娱网络科技有限公司	8.32	2.00	2015.3.10 获得掌趣 A 轮融资。未有后续融资。	-	6.32
运动保信息技术（北京）有限公司	19.99	19.99	公司注册资本 5000 万，掌趣出资 2000 万股份占比 40%	-	-
合计	1477.08	1189.45		-	287.63

资料来源：Wind，申万宏源研究

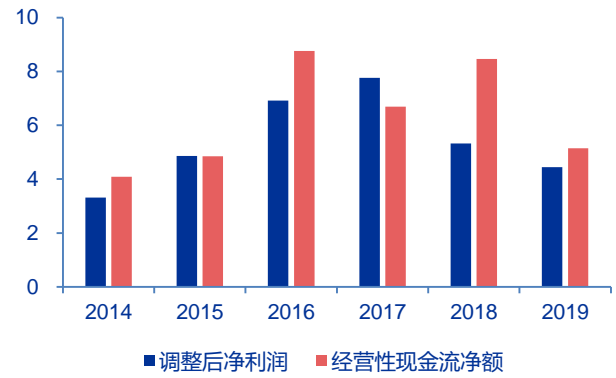
经营性现金流持续流入，货币资金储备充足。3Q19-1Q20，公司连续三个季度现金及现金等价物净增加额转负为正，经营性现金流净额自 17 年以来单季度均为正值。经营性现金流与调整后的净利润（在归母净利润基础上加回资产减值损失后的调整值）总体匹配程度较好。截至 1Q20 期末，公司货币资金账面值为 18.5 亿元，新产品上线后公司还将有新的经营性现金流流入，较为充足的现金储备有利于支撑公司精品游戏持续研发投入。

图 6：公司现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：调整后净利润与经营性现金流匹配度（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：净利润为在归母净利润基础上加回资产减值损失后的调整值

图 8：公司货币资金情况（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 游戏行业正迎来第三轮景气上行，优质产能储备是乘风破浪的关键

2.1 版号恢复后叠加 5G 新周期和出海，游戏迎来第三轮景气周期

我们在深度报告《把握第三次成长机遇-2020 年游戏行业深度专题》全面阐述了游戏产业的成长逻辑：在走出版号审批暂停低谷后，疫情影响下游戏取得短期弹性，但市场担心游戏产业中长期成长的确定性。我们认为在继 3G 移动互联网用户红利、4G 手游重度化付费红利后，当前游戏正迎来第三轮成长机遇，核心驱动逻辑是 5G 创新起点+出海+渠道分散化带来的内容议价能力提升，而随着行业出清加速，第三轮成长机遇将是龙头起舞的时代，除了腾网地位巩固，第三极也在崛起。而下半年将迎来新品上线高峰，正是布局最佳时点。

手游行业已经历两轮成长周期，正处于第三轮景气上行。1) 2011-2014：受益于 3G 用户红利。行业蓝海，竞争分散，游戏公司普遍受益；2) 2015-2017：受益于 4G 重度化红利。行业竞争激烈，腾网两强格局初步形成，大量端游/页游基因的公司+弯道超车出海的创业公司涌现，但行业没有明显的第三极。3) 18 年版号审批暂停，游戏行业增速触底，行业中小厂商加速出清。4) 2019-：随着版号恢复，产能释放，行业逐步迎来复苏。海外市场也为优秀游戏公司提供了增量市场：无论研发技术实力和商业模式创新方面，中国手游位于全球一线水平的领域。

图 9：中国游戏市场实际销售收入（亿元，%）



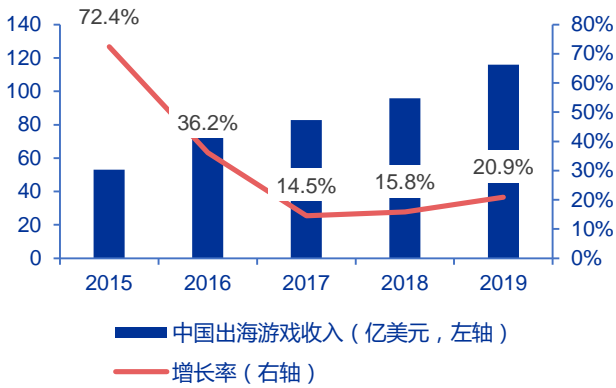
资料来源：GPC&IDC，申万宏源研究

图 10：2011-2019 手游行业规模及增速变化（亿元，%）



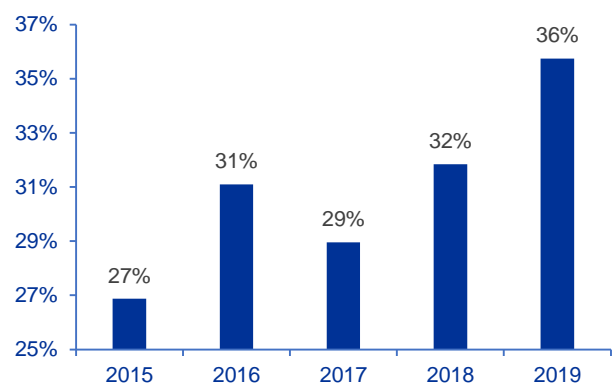
资料来源：GPC&IDC，申万宏源研究

图 11：中国出海游戏收入（亿美元，%）



资料来源：GPC&IDC，申万宏源研究

图 12：出海游戏收入占整体游戏比例（%）

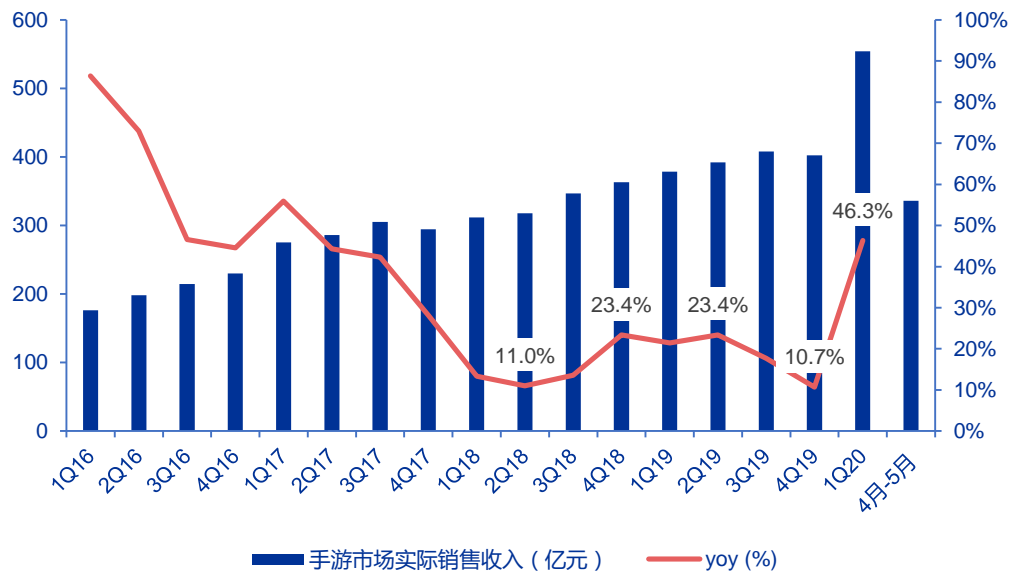


资料来源：GPC&IDC，申万宏源研究

2020 高景气度基本确立，下半年手游行业将迎来新一轮产品周期。一季度用户休闲娱乐时长爆发，1Q20 手游增长呈现较高弹性，而游戏的高留存使增长向 Q2 延续。1Q20 我国手游收入规模达到 554 亿元，同比增速为 46%。4 月移动游戏市场实际销售收入接近 160 亿元，同比增长 24.4%，20 年 5 月手游市场实际销售收入达到 176.8 亿元，环比增长 11.9%。

从下半年看，包括腾讯、网易以及 A 股重点游戏公司都将上线今年新品，如腾讯的《DNF 手游》《天涯明月刀手游》、网易的《哈利波特：魔法觉醒》《天谕手游》、三七互娱《荣耀大天使》《斗罗大陆 3D》、完美世界《新神魔大陆》《梦幻新诛仙》《战神遗迹》、吉比特《魔渊之刃》《一念逍遥》，世纪华通《龙之谷 2》和《庆余年》、掌趣科技《真红之刃》《街霸》和《全民奇迹 2》、游族网络《盗墓笔记》《少年三国志：零》等，新品周期有望推动下半年行业延续高增长，其中头部公司增速更高，获取份额扩张。

图 13：手游市场季度规模及增速（亿元，%）

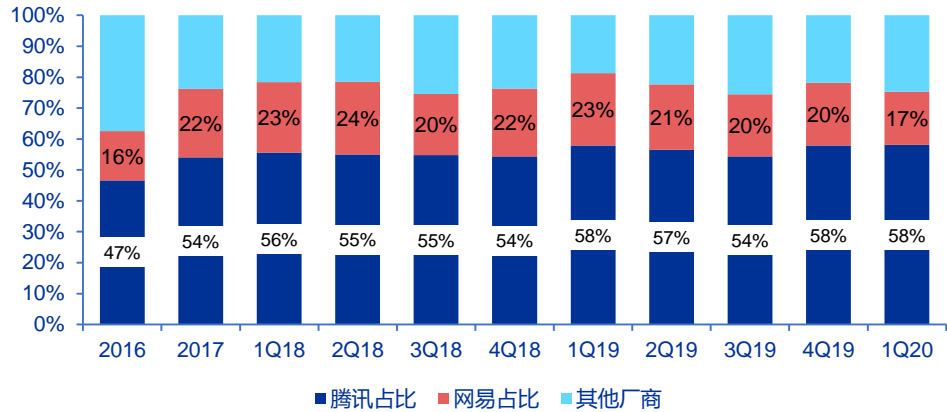


资料来源：GPC&IDC，申万宏源研究

2.2 整体版号发放量锐减，优质产能储备是提升份额关键

15-19 年来看，“腾网”双强格局（合计市占率在 70%-80%之间波动，其中腾讯游戏产品中 60-70%为代理产品）外第三极正在崛起，尤其完美世界、三七互娱 2019 年市占率提升明显。

图 14：2016-2020 第一季度国内手游市场份额（以发行口径计算，%）



资料来源：腾讯控股财报，网易财报，GPC&IDC，申万宏源研究

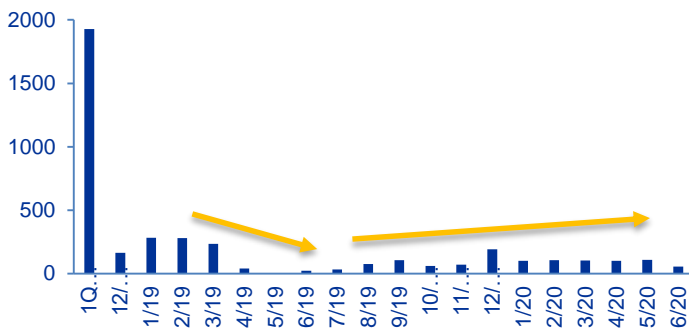
注 1：份额计算方式为——目标公司当期手游收入 ÷ 当期市场规模

注 2：由于腾讯、网易手游收入内均包含海外收入，且市场规模数据仅为国内市场，因此与实际情况存在一定偏差

注 3：由于腾讯从 4Q19 开始并表 supercell，因此腾讯手游收入减去我们预估的 supercell 部分

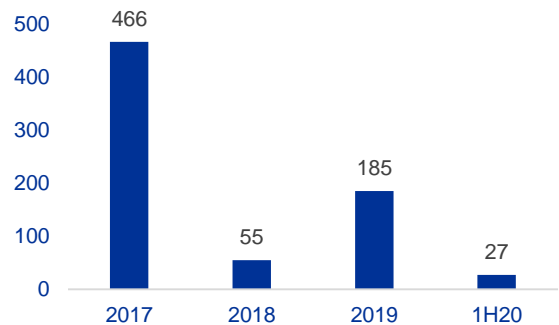
版号收紧加速中小厂商出清。18 年底版号恢复后至 20 年 6 月底，国产游戏版号共发放 2122 个，而 2017 年国产游戏获批数量达 9384 款，1Q18 达 1927 款。进口游戏版号 19 年共计发放 185 个，而 2017 年进口游戏获批数量为 466 款。在整体版号发放紧缩的情况下，优质游戏稀缺性进一步放大。

图 15：国产游戏版号发放情况（个）



资料来源：国家新闻出版署官网，申万宏源研究

图 16：进口游戏版号发放情况（个）

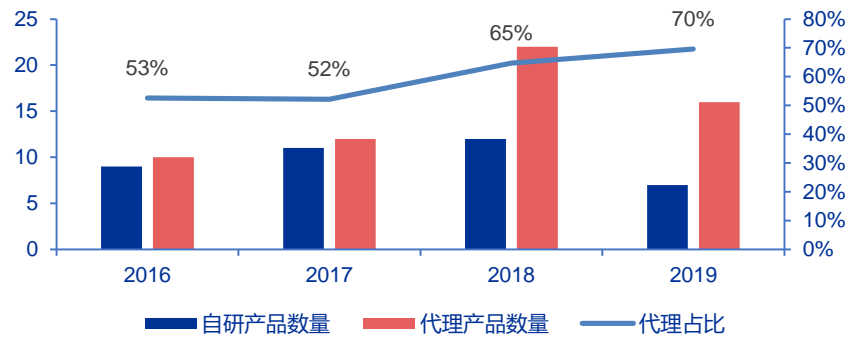


资料来源：国家新闻出版署官网，申万宏源研究

双强格局下二梯队崛起的原因：游戏不同品类背后的核心竞争要素不同，腾讯自研品类中较强的是中度竞技类和轻度休闲类（发挥自身流量价值），领先地位难以撼动。但腾

讯重度品类多用独代方式切入，合作伙伴包括西山居、祖龙、掌趣、盛趣、完美世界等二梯队公司。而随着版号收紧，内容稀缺性增强，腾讯对代理产品的依赖程度提升，16-19年其代理产品数量占比从50%升至70%。

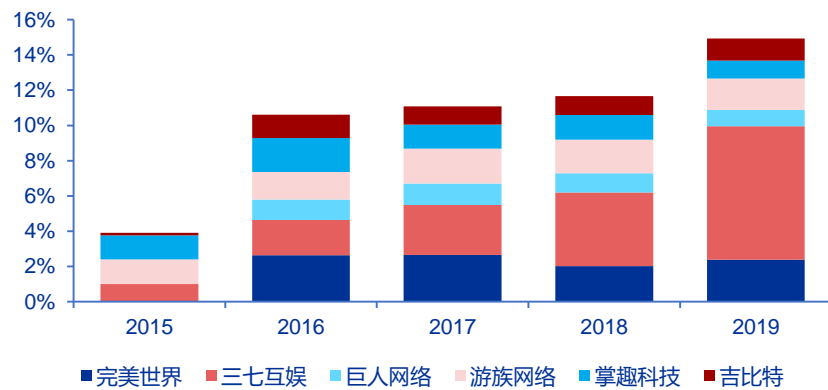
图 17：2016-2019 腾讯手游自研和代理产品数量变化（个，%）



资料来源：七麦数据，申万宏源研究

掌趣科技市占率未有提升，但凭借新品周期仍有望抓住成长机遇。组织变动叠加版号暂停影响，过去几年掌趣科技市占率未有提升。新管理层上任后，公司加强研发储备，版号恢复后已获得 14 个游戏版号，数量处于 A 股游戏公司前列，其中包括《真红之刃》《街霸：对决》和《全民奇迹 2》等重点头部作品。其中，经典 IP 加持的《街霸：对决》和采用 UE4 引擎打造的《全民奇迹 2》亮相腾讯 6.27 年度游戏发布会，引领公司进入新一轮产品周期。

图 18：A 股部分游戏公司 2015-2019 手游市场份额（以发行口径计算，%）



资料来源：各上市公司财报，申万宏源研究

注 1：份额计算方式为——目标公司当期手游收入÷当期市场规模，部分公司未单独披露手游收入的为我们估算

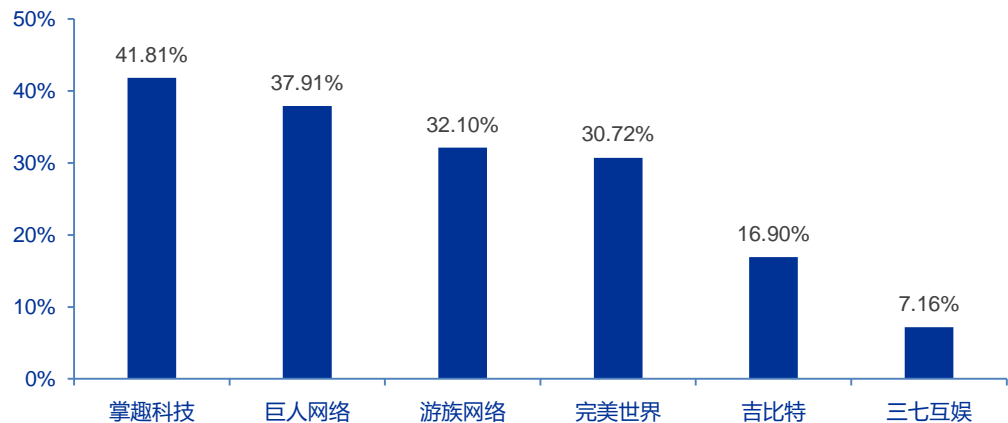
注 2：上述游戏公司包含海外收入，由于无法区分，计算份额与实际情况可能有误差

3. 公司核心逻辑：研发立身，背靠腾讯，新品上线 迎来业绩释放期

3.1 优势一：研发突出——技术立身，多品类布局，IP 储备丰富

强研发实力基于公司沉淀已久的技术积累。1) 公司新任董事长刘惠城技术出身，坚持技术立身的核心定位。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，提升现有发行体系能效”的战略方向。2) 公司研发费用/毛利指标处于行业前列，达到 42%，高于完美世界、游族网络、吉比特等公司。3) 公司已初步完成 H5 和 UE4 引擎框架搭建，叠加公司本身擅长的 Unity3D 研发框架，研发“三驾马车”已经显现，预计今年 Q4 上线的《全民奇迹 2》就采用 UE4 引擎打造。

图 19：2019 年 A 股部分游戏公司研发费用/毛利



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：由于各公司收入确认方式有所不同，采用毛利口径相对统一

子公司深耕不同细分品类，优势品类具备竞争力。公司通过并购增强自身研发实力，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。

- **天马时空**：研发领域主要以 ARPG 为主，研运一体。代表作品包括《全民奇迹》、《奇迹 MU：觉醒》等，储备产品中《真红之刃》《全民奇迹 2》《黑暗之潮》亦出自天马时空。
- **玩蟹科技**：主要以卡牌、二次元类型游戏为主。现团队负责人为程骏，代表作主要包括《大掌门》系列、《拳皇 98 终极之战 OL》、《一拳超人之最强之男》等。
- **上游信息**：主要以塔防和休闲游戏为主，代表作品为《塔防三国志》，团队负责人为该游戏策划牟正文。2020 年以来向二次元等品类探索，如《那些需要守护的》《修普诺斯》等。

- **动网先锋**：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页游平台，手游端还开发过《镇魂街》等 IP 作品。

表 7：主要游戏子公司情况

子公司	成立时间	现团队负责人	代表作品	拟上线新品/预计上线时间	擅长领域
天马	2010	刘惠城	《全民奇迹》和《奇迹 MU：觉醒》	《真红之刃》/20Q3;《全民奇迹 2》/20Q4;《黑暗之潮》/20 年底	ARPG
玩蟹	2009	程骏	《大掌门》、《拳皇 98 终极之战 OL》和《一拳超人最强之男》	《街霸：对决》(提供 IP, 外部研发)/20Q3	卡牌、二次元
上游	2012	牟正文	《塔防三国志》	《修普诺斯》/20H2	社交及轻度游戏
动网	2002	牟正文	《商业大亨》(页游)、《街头篮球》		网页

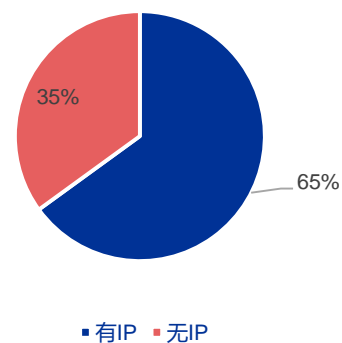
资料来源：公司公告，申万宏源研究

（3）公司 IP 储备丰富，2H20 预计推出 3 款重磅手游。

IP 游戏化路径成熟，市场容量较大。 IP 改编手游高占比趋势延续，打造爆款考验厂商研发实力与市场嗅觉。总结下来，IP 改编有如下三个鲜明特点：1) **市场规模大**：2016-2019 年，IP 改编手游收入占整体手游市场收入占比均在 60% 以上，2019 年度 IP 改编手游整体市场规模达到 984 亿；从数量上看，19 年流水 TOP100 手游中 IP 改编手游占比也达到 65%。2) **引流效率高**：IP 改编手游路径获客效率较高，原因在于现成的粉丝基础和口碑效应。成功打造爆款游戏取决于 **游戏品质（厂商研发实力）** 以及 **题材可改编性与目标受众情怀/支付能力（厂商市场嗅觉）**。3) **端游 IP 改编占比最高，动漫 IP 受众重合度高**：根据伽马数据，2018/1H19 收入榜 Top100 手游中具备客户端 IP 的占比达 30%/28%，远高于排在第二的动漫 7%/9%。但我们认为动漫 IP 的优势在于手游和动漫的用户重叠度较高，潜在转化率更高；同时，动漫受众具有粘性高、付费能力强的特征。

图 20：19 年行业 IP 改编手游收入及其占比（亿元，%）


资料来源：伽马数据，申万宏源研究

图 21：19 年流水 TOP100 手游中 IP 改编手游数量占比（%）


资料来源：伽马数据，申万宏源研究

公司 IP 改编已有成功经验，下半年大 IP 游戏有望上线。刘惠城 2015 年推动掌趣战略投资韩国网禅成为其第二大股东，奠定目前大 IP 战略雏形。2019 年下半年，公司连续

推出三款动漫 IP 改编手游，均取得较好表现。1) 19 年 6 月，公司推出自研自发自、由爆款动漫《一拳超人》改编的回合制手游《一拳超人：最强之男》，上线 8 小时登顶 App Store 免费榜，上线 12 天流水破亿，首月流水达 2 亿元；2) 19 年 8 月，公司接着推出动漫《死神》正版授权的《境界-灵压对决》，根据七麦数据，上线至今游戏在畅销榜排名 100-250 水平，表现比较稳定；3) 19 年 10 月，公司推出漫改卡牌手游《我的英雄学院：入学季》，上线后也登顶 App Store 免费榜第一。20 年下半年预计上线《真红之刃》(奇迹 IP)、《街霸：对决》(腾讯独代，街霸 IP)和《全民奇迹 2》(腾讯独代，奇迹 IP)等重点产品。有望为公司提供有力的业绩支撑。

3.2 优势二：拓宽渠道——腾讯独代与自研自发自并进

(1) 与腾讯发行合作密切，核心产品有较强确定性。

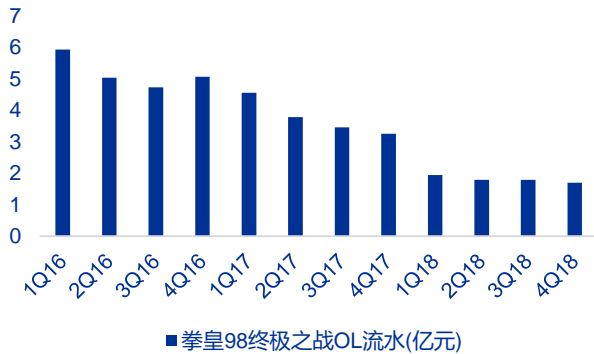
腾讯战略持股 2%，掌趣依靠腾讯分发渠道主要游戏排名表现稳健。17 年公司获得林芝腾讯(腾讯子公司)战略入股；根据 1Q20 财报，林芝腾讯持有掌趣科技 2.01% 股份，位列前 10 股东第 3，仅次于公司新旧董事长。掌趣和腾讯在业务层面早有合作，旗下动网先锋于 15 年就与腾讯合作发行了 RPG 页游《仙魂》，后续推出的《拳皇 98OL》、17 年《街头篮球》和《魔法门之英雄无敌》等手游都取得了亮眼表现；18 年交由腾讯代理的奇迹 IP 手游《奇迹 MU：觉醒》年流水突破 24 亿元，iOS 游戏畅销榜最高第 3 名，至今仍然保持在 150 名左右。总体来说，掌趣和腾讯双方合作历史较久，磨合已经完善。

20 年公司计划继续由腾讯代理发行《街霸》《全民奇迹 2》《黑暗之潮》；凭借腾讯稳固的发行渠道，叠加公司在奇迹类游戏的多年经验积累及研发实力，上述游戏具备成为爆款的潜力。

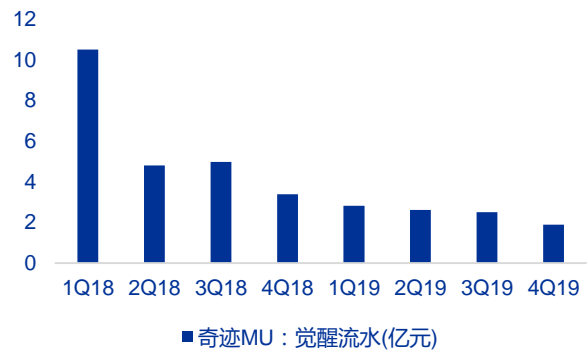
表 8：腾讯代理发行手游情况

游戏	研发商	游戏类型	最高畅销榜排名
《拳皇 98 终极之战 OL》	掌趣&玩蟹	动作卡牌	2
《街头篮球》	掌趣	体育竞技	10
《魔法门之英雄无敌》	玩蟹	策略卡牌	5
《奇迹 MU：觉醒》	天马时空	ARPG	3
《街霸》(未上线)	优乐(外部)	ACT	-
《全民奇迹 2》(未上线)	天马时空	ARPG	-
《黑暗之潮》(未上线)	天马时空	ARPG	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：《拳皇 98 终极之战 OL》流水走势（亿元）


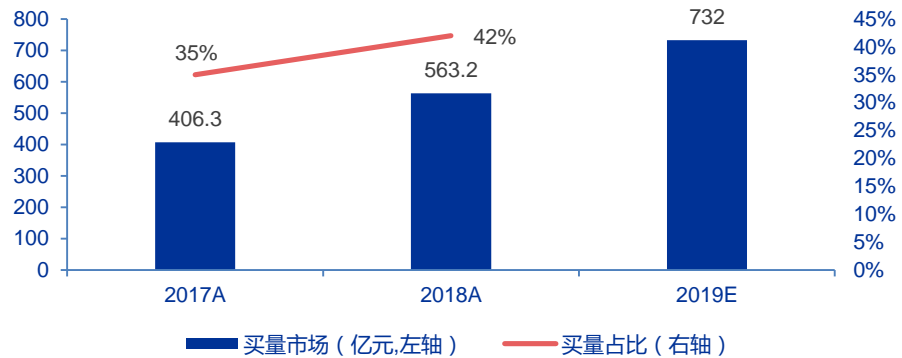
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：《奇迹 MU：觉醒》流水走势（亿元）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

（2）拓展买量发行模式，强化研运一体能力。

当前买量平台正在蓬勃发展。流量运营模式（又称买量模式）是指游戏厂商通过媒体平台直接投放游戏广告，通过用户点击、下载实现获客的推广方式。硬核联盟数据显示，2018 年中国手游买量市场规模约为 563 亿元（yoy+38.55%，官包买量+联运买量方式创造的流水规模），占手游市场总收入规模 42%，硬核联盟预计买量市场在 2019 年将达到 732 亿元，同比增长 30%。

图 24：手游流量运营模式市场规模及其占比（亿元，%）


资料来源：硬核联盟，申万宏源研究

公司正在逐步培养自己的买量和发行能力。公司优势的 ARPG 品类是主要的买量品类之一，自建发行能够助力研发业务线更快更准确地理解市场需求。公司经过调整，原来各家子公司业务彼此独立的局面得到改观，整合了研发、运营、平台三大业务线，其中运营线负责人为黄萍，已经逐步建立了涵盖国内和海外发行、投资及商务拓展体系。预计 Q3 上线的《真红之刃》将成为公司买量模式的新尝试。

公司核心生产要素为买量打法提供保证。一方面，资金较为充足。截至 1Q20 期末，货币资金账面值为 18.5 亿元，充足资金为规模化买量提供了较强的支撑。另一方面，产品数值体系较为完善。公司已经在各品类成功打造出多款头部游戏，掌舵人研发经验丰富，尤其是在 ARPG 品类有多个爆款的长线运营经验，积累了较为完善的产品数值体系。

3.3 布局正当时：产能释放在即，2H20 预计上线重磅新作

1) 2H18-1H19 由于版号暂停公司几无新产品上线。根据公司过往的产品线来看，在完成并购之后，其正常的产能为一年 5 款以上；而 2H18 至 1H19，重点游戏中公司仅推出了《初音未来：梦幻歌姬》一款，受到版号暂停影响较严重，也导致业绩相应下滑。

2) 2H19 起产品释放节奏恢复。2018 年 12 月份恢复版号审批以来，公司已经拿到了 14 款游戏版号，数量处于 A 股游戏公司前列。其中包括《我的英雄学院》（已上线）、《真红之刃》、《街霸：对决》和《全民奇迹 2》等重点头部作品。19 年 6 月起，公司以 2 个月左右间隔连续推出了 3 款漫改游戏，并均取得不错表现，产品释放节奏开始恢复。

3) 2H20 产品线储备丰富。今年下半年，公司预计逐步推出奇迹类《真红之刃》、卡普空正版授权 IP《街霸：对决》、《全民奇迹 2》和《黑暗之潮》等重点游戏，其中《街霸》、《全民奇迹 2》《黑暗之潮》由腾讯代理，我们预计上述游戏会未来业绩高增提供强力支撑。

表 9：掌趣科技 2H20 产品储备丰富

项目	类型	自研/代理	预计上线时间	备注
《真红之刃》	ARPG	自研自发	2020.7-8	有版号
《街霸：对决》	格斗	外部研发/腾讯独代	2020.8-9	有版号
《修普诺斯》	解密冒险	自研自发	2H20 海外	有版号
《全民奇迹 2》	ARPG	天马研发/腾讯独代	4Q20	有版号，UE4 引擎
《黑暗之潮》		天马研发/腾讯独代	4Q20	有版号

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测及投资建议

4.1 业务分拆

1) 收入和毛利率：随着公司 2020 年下半年开启新一轮产品周期，我们预计 20-22 年手游收入分别为 20.5/26.2/32.0 亿元，同比增长 37%/28%/22%，预计 20-22 年整体收入为 21.1/26.8/32.5 亿元，同比增长 30.6%/26.7%/21.5%。由于 2020 年开始推广开支从营业成本科目调整至销售费用科目，毛利率大幅提升，预计 20-22 年公司整体毛利率为 73%/75%/77%。

表 10：掌趣科技收入及毛利率预测（百万元，%）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,970	1,617	2,112	2,677	3,251
YOY		-17.9%	30.6%	26.7%	21.5%
手游	1,871	1,494	2,051	2,622	3,196
YOY		-20%	37%	28%	22%
页游	93	118	56	50	50
其他	5	6	5	5	5
营业成本	763	710	569	679	747
手游	741	696	561	679	739
页游	19	10	5	4	4
其他	4	4	4	4	4
毛利率	61%	56%	73%	75%	77%
手游	60%	53%	73%	74%	77%
页游	80%	92%	92%	92%	92%
其他	32%	32%	20%	20%	20%

资料来源：Wind，申万宏源研究

2) 费用率方面，由于推广开支计入销售费用科目，且《真红之刃》等买量游戏将于 Q3 上线，我们预计 20-22 年销售费用率分别为 23.8%/19%/21.5%。管理和研发费用率变化不大，预计 20-22 年管理费用率分别为 4.8%/4.5%/4.5%、研发费用率分别为 18.3%/17%/17%。

3) 净利润方面，我们预测公司 20-22 年归母净利润分别为 6.4/10.1/12.3 亿元，同比增速分别为 77.2%/57.3%/21.7%。值得注意的是，由于今年天马时空产品集中在下半年上线，对今年业绩贡献的月份较少，且如果流水表现不及预期，仍有商誉减值风险。因此我们在 2020 年净利润预测中考虑了天马时空 4000 万商誉减值影响。

4.2 估值分析与投资建议

采用可比公司估值法，选取 A 股游戏公司完美世界、三七互娱、吉比特作为估值参考。根据 Wind 一致预期，完美世界、三七互娱、吉比特 20-22 年的平均 PE 分别为 33X/28X/24X。

表 11：国内主要游戏上市公司的估值情况

公司	股价（元/股）	总市值/百万元	净利润/百万元			PE		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
完美世界	54.9	71,000	2,375	2,815	3,266	30	25	22
三七互娱	44.69	94,397	2,774	3,289	3,835	34	29	25
吉比特	541.92	38,945	1,101	1,305	1,494	35	30	26
平均						33	28	24
掌趣科技	7.72	21,288	644	1,013	1,233	33	21	17

资料来源：Wind，申万宏源研究；

注：完美世界、三七互娱、吉比特均为 Wind 一致预期，掌趣科技为申万宏源研究测算，市场数据参考日为 20 年 7 月 3 日。

投资建议：考虑到掌趣科技新品周期于 2020 年下半年开启，且公司本身收入有递延，当年业绩贡献月份较少，我们判断业绩弹性全面呈现将在明年。参考行业可比公司估值水平和掌趣科技自身高增速，我们给予公司 21 年目标 PE 27x，目标市值 274 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

（1）**资产减值风险。**根据 20 年一季报披露，掌趣科技当前合计商誉 19.5 亿元，天马时空占比 60%以上，而今年天马时空产品集中在下半年上线，对今年业绩贡献的月份较少，且如果流水表现不及预期，天马时空有商誉减值风险。

（2）**游戏项目延期/表现不及预期风险。**对于游戏公司而言，产品从制作到上线包含立项、开发、版号申请、测试等多个步骤，项目周期具有不确定性，项目延期将对收入产生影响；项目上线后表现无法准确预测，表现不及预期亦对公司业绩产生影响。

（3）**行业监管政策边际趋严风险。**游戏行业受到国家相关政策和职能部门监管，监管在版号发放、题材/品类管理、未成年保护等方面均有涉及，监管政策如边际趋严对公司收入和估值均可能产生影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,970	1,617	2,112	2,677	3,251
营业收入	1,970	1,617	2,112	2,677	3,251
手游	1,871	1,494	2,051	2,622	3,196
页游	93	118	56	50	50
其他	5	6	5	5	5
营业总成本	5,106	1,220	1,519	1,713	2,066
营业成本	763	710	569	679	747
手游	741	696	561	679	739
页游	19	10	5	4	4
其他	4	4	4	4	4
税金及附加	9	4	4	5	7
销售费用	31	38	502	509	699
管理费用	140	118	102	120	146
研发费用	465	379	387	455	553
财务费用	16	-30	-45	-55	-85
其他收益	23	17	19	20	20
投资收益	87	121	106	90	100
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-74	0	0	0
信用减值损失	0	-14	0	0	0
资产减值损失	-3,682	-81	-40	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-3,026	366	683	1,074	1,305
营业外收支	-25	-5	-11	-11	-11
利润总额	-3,051	361	673	1,063	1,294
所得税	44	1	32	53	65
净利润	-3,095	360	641	1,010	1,229
少数股东损益	54	-4	-4	-4	-4
归母净利润	-3,150	364	644	1,013	1,233

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

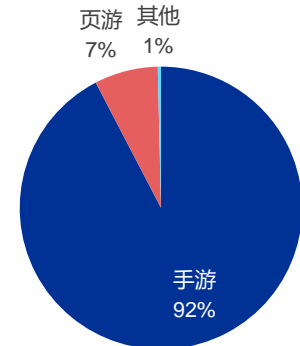
百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	-3,095	360	641	1,010	1,229
加：折旧摊销减值	3,813	223	46	6	6
财务费用	34	5	-45	-55	-85
非经营损失	-69	-43	-106	-90	-100
营运资本变动	189	-43	-64	-50	80
其它	-26	13	0	0	0
经营活动现金流	846	515	472	821	1,130
资本开支	57	53	0	0	0
其它投资现金流	-139	164	106	90	100
投资活动现金流	-196	111	106	90	100
吸收投资	3	0	0	0	0
负债净变化	-776	-24	0	0	0
支付股利、利息	95	71	-45	-55	-85
其它融资现金流	-	-106	0	0	0
融资活动现金流	-868	-201	45	55	85
净现金流	-170	437	623	966	1,315

资料来源：wind，申万宏源研究

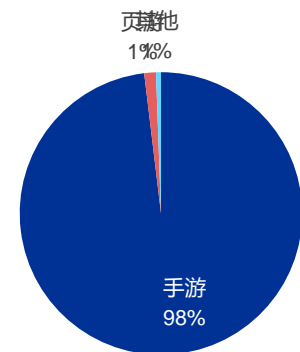
合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,596	1,901	2,648	3,784	5,119

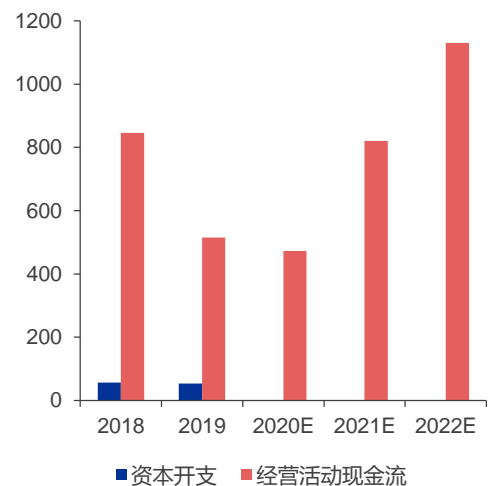
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



现金及等价物	1,244	1,682	2,305	3,271	4,586
应收款项	321	195	320	490	510
存货净额	0	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	30	23	23	23	23
长期投资	1,813	1,822	1,822	1,822	1,822
固定资产	33	22	20	19	18
无形资产及其他资产	2,416	2,243	2,198	2,194	2,189
资产总计	5,857	5,987	6,688	7,818	9,147
流动负债	678	375	435	555	655
短期借款	25	0	0	0	0
应付款项	454	319	380	500	600
其它流动负债	199	55	55	55	55
非流动负债	52	66	66	66	66
负债合计	729	440	501	621	721
股本	2,757	2,757	2,757	2,757	2,757
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	3,837	3,725	3,725	3,725	3,725
其他综合收益	33	-328	-328	-328	-328
盈余公积	128	150	190	253	330
未分配利润	-1,627	-757	-153	797	1,953
少数股东权益	-1	-1	-5	-8	-12
股东权益	5,128	5,547	6,187	7,197	8,426
负债和股东权益合计	5,857	5,987	6,688	7,818	9,147

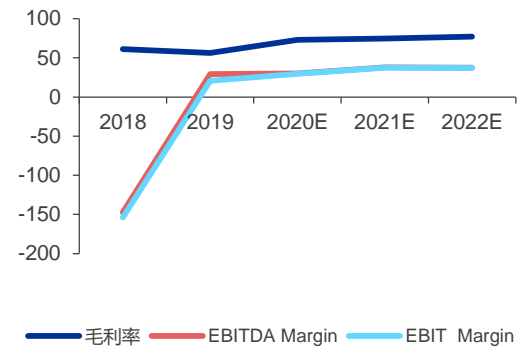
资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

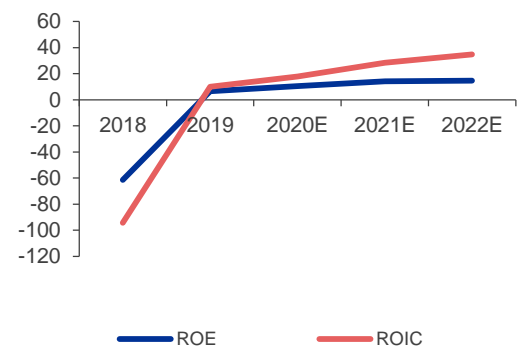
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	-1.14	0.13	0.23	0.37	0.45
每股经营现金流	0.31	0.19	0.17	0.30	0.41
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	1.86	2.01	2.25	2.61	3.06
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	-94.2	10.0	17.9	28.4	34.9
ROE	-61.4	6.6	10.4	14.1	14.6
毛利率	61.3	56.1	73.1	74.6	77.0
EBITDA Margin	-147.4	29.3	30.0	37.9	37.4
EBIT Margin	-154.1	20.5	29.7	37.6	37.2
营业总收入同比增长	11.4	-17.9	30.6	26.7	21.5
归母净利润同比增长	-1293.6	-	77.2	57.3	21.7
资产负债率	12.5	7.4	7.5	7.9	7.9
净资产周转率	0.38	0.29	0.34	0.37	0.39
总资产周转率	0.34	0.27	0.32	0.34	0.36
有效税率	-1.4	0.4	5.6	5.5	5.4
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	-6.8	58.6	33.0	21.0	17.3
P/B	4.2	3.8	3.4	3.0	2.5
EV/Sale	9.9	11.8	8.7	6.5	5.0
EV/EBITDA	-6.7	40.3	29.0	17.2	13.3
股本	2,757	2,757	2,757	2,757	2,757

资料来源：wind，申万宏源研究

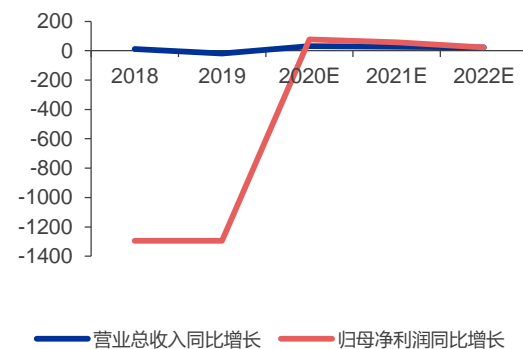
经营利润率(%)



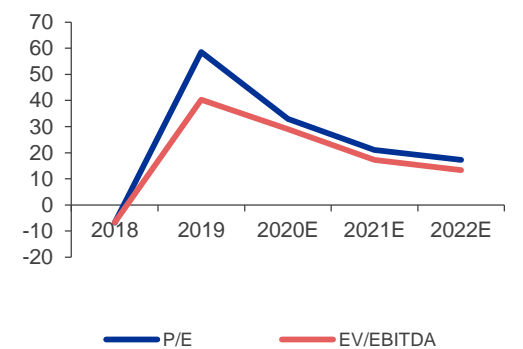
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenuoxi@swhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。