掌趣科技（300315）

公司研究/深度报告

技术革新与腾讯渠道双加持，看好产品大年

—掌趣科技深度报告

深度研究报告/传媒　　2020 年 07 月 10 日

报告摘要：

● 老牌手游厂商并购，建立现有研发体系，UE4引擎增加产品力

掌趣科技作为 2004 年成立的，2012 年上市的游戏企业。上市后兼顾内生增长与外延并购。吸纳收购天马时空、动网先锋、玩蟹科技、上游信息，扩张游戏品类，发展 MMORPG 与卡牌成为优势品类。同时强势入股网禅科技，拥有其 20%的股权，加强奇迹 IP 绑定。公司重视研发投入，2020Q1 研发投入/毛利 28%，在 A 股主要游戏上市公司排名第 2。2018 年，掌趣科技已经初步完成了 H5 和虚幻 4 引擎框架搭建。和原有的 Unity3D 框架一起组成掌趣科技的开发引擎矩阵，先前的研发投入逐渐体现出成果，下半年即将上线的《全民奇迹 2》和《黑暗之潮》都采用了虚幻 4 引擎制作。

● 股权调整稳定内部研发结构，商誉风险释放卸下重担

公司原有大股东姚文彬 2016 年辞去董事长职位逐步退出公司，2017 年引入腾讯战略投资 4.9 亿元，股份占比 2%，每股成本约为 8.8 元。同年天马时空核心人物刘惠城出任董事长。以奇迹 MMO 立足的天马时空再并入掌趣后不断提升研发能力，新董事长进一步确立研发结构，2018 年初步搭建虚幻游戏引擎构架，2019 年取得突破，2020 年开始产出游戏，预计公司已经完成技术迭代。并购遗留商誉已从 17 年末 54 亿下降至 19 年 19.5 亿，减值风险减少。

● 新游储备丰富，经典IP游戏《全民奇迹2》、《街霸：对决》助力未来产品大年

（1）《全民奇迹 2》的奇迹 IP 曾经是与传奇齐名的经典老端游，用户年龄层相对较高，普遍具有高 ARPU 值特征，掌趣旗下天马时空曾研发两款成功奇迹手游《全民觉醒》与《觉醒：奇迹》，我们认为经典 IP+多款奇迹研发经验+引擎升级后的《全名奇迹 2》有望再次验证逻辑保障业绩增长。（2）《街霸：对决》与公司前作《拳皇 98 终极之战 OL》类似，延续日本格斗 IP＋创新连击卡牌的玩法，并进一步提升了画面的效果，作为与拳皇类似的全球性 IP，预计《街霸：对决》有望重现《拳皇 98》的耀眼成绩。（3）除此之外，公司未来新游储备还包括《真红之刃》、《罗兰创世录》、《黑暗之潮》、《那些需要守护的》、《修普诺斯》等，海外市场也将持续发力上线新游，看好公司新游优异表现增厚业绩。

● 投资建议

随着在研产品陆续上线，看好公司中长期发展潜力。6月1日，公司发布1-2亿规模的回购计划，价格不超过8.61元/股，回购总金额不低于人民币1亿元不超过人民币2亿元，彰显公司对后续业绩信心。我们预测公司2020-2022利润为7.7、10.4、12.4亿元，对应当前股价PE为34X、25X、21X，未来业绩弹性较高，维持“推荐“评级。

● 风险提示

新游上线流水不及预期，老游流水不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,617	2,392	2,960	3,465
增长率（%）	-17.9%	47.9%	23.8%	17.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	364	769	1,041	1,242
增长率（%）	111.5%	111.5%	35.4%	19.3%
每股收益（元）	0.13	0.28	0.38	0.45
PE（现价）	46.24	33.54	24.77	20.76
PB	3.03	3.88	3.35	2.88

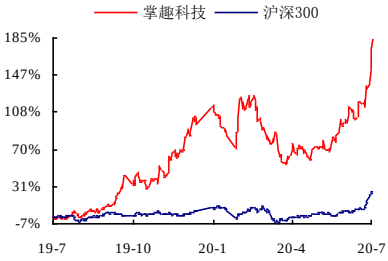
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　9.35 元

交易数据	2020-7-10
近 12 个月最高/最低(元)	9.46/3.24
总股本（百万股）	2,757
流通股本（百万股）	2,632
流通股比例（%）	95.46
总市值（亿元）	258
流通市值（亿元）	246

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号：　S0100519030001

电话：　010-85127513

邮箱：　liuxin@mszq.com

研究助理：张昱

执业证号：　S0100119070042

电话：　021-60876733

邮箱：　zhangyu_@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号：　S0100518110001

电话：　010- 85127513

邮箱：　zhongqi@mszq.com

相关研究

1. 掌趣科技(300315.SZ)2019 年报&2020Q1 业绩点评：海外市场持续推进，游戏储备丰富业绩可期

目录

一、管理层结构改善，商誉减值风险基本释放 3
（一）高速并购扩张的老牌手游公司，产品矩阵完善 3
（二）商誉调整到位，风险得到释放 3
（三）股权调整基本完成，公司管理层逐步理顺 4
（四）营收复苏迹象明显，研发投入占比行业领先 5
（五）子公司各有所长，游戏矩阵完备 9
（六）股权回购，凸显管理层未来信心 10
二、未来产品大年，虚幻引擎提升游戏品质 10
（一）新游有序推出，为业绩保驾护航 11
（二）深耕 MMORPG 领域，绑定网禅持续推动奇迹 IP 端转手，看好《全民奇迹 2》再现辉煌 11
（三）研发能力为主导，虚幻 4 团队业内领先 15
（四）《街霸：对决》腾讯代理，经典 IP+创新玩法预计表现抢眼 16
三、盈利预测 19
（一）收入预测 19
（二）费用预测 19
（三）投资建议 20
四、风险提示 20
插图目录 22
表格目录 22

一、管理层结构改善，商誉减值风险基本释放

（一）高速并购扩张的老牌手游公司，产品矩阵完善

高速并购扩张的老牌手游公司。掌趣科技成立于 2004 年 8 月，并于 2012 年 5 月在创业板上市，公司自成立以来已自主研发和代理发行了 200 余款游戏产品。公司坚持了“精品化、泛娱乐化、平台化、全球化”的战略，在“内生增长”的基础上，加强“外延发展”，持续投资、并购有发展潜力的公司及团队。**上市后公司先后以 8.1 亿元收购动网先锋、以 29.17 亿元并购玩蟹科技和上游信息以及以 29.28 亿元收购天马时空，形成了现有的研发体系布局。**通过内生加外延的整合、协同，公司的手游及页游产品全面覆盖了卡牌、重度 MMORPG、休闲、赛车、射击、体育、策略塔防等主流游戏类型，成为行业产品门类全的研发、发行商。此外，公司还积极布局海外业务和强化与平台的战略合作，公司在 2015 年参股 B 站；2016 年，公司战略投资韩国网禅成为第二大股东，整合全球 IP 资源，加快全球化布局。**2017 年 6 月，公司引入腾讯战略入股，成为第一家获得腾讯投资认可的 A 股游戏公司。**

图1:公司成立以来业务发展历程



资料来源：公司网站，民生证券研究院

（二）商誉调整到位，风险得到释放

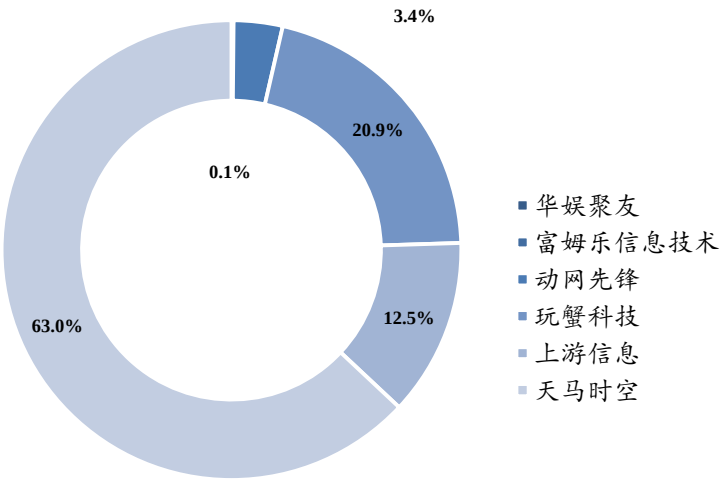
公司原来 56 亿的商誉在经过 18、19 年的大幅减值后风险得到释放，截至 19 年底公司总商誉在 20 亿左右，其中 63%来自子公司天马时空。考虑到天马时空在 19 年增加了 6 千万的减值计提准备，以及 2020 下半年会有高期待值的《全民奇迹 2》等游戏上线，我们认为其减值压力较小。商誉占比 20%的玩蟹科技有 IP《拳皇》和《街霸》，其 19 年上线的《一拳超人》表现亮眼，我们认为公司减值压力较小。

表1：公司 2019 商誉变动情况（单位：百万元）

被投资公司名称或形成商誉的事项	账面原值	本期商誉减值准备	商誉净额
华娱聚友	2.89	0	2.89
富姆乐信息技术	11.98	11.98	0
动网先锋	719.66	652.7	66.96
玩蟹科技	1527.99	1,121.00	406.99
上游信息	721.05	478.18	242.87
天马时空	2611.55	1,385.20	1226.35
合计	5595.12	3,649.06	1946.06

资料来源：公司 2019 年年报，民生证券研究院

图2:公司商誉净额分布情况



资料来源：公司 2019 年年报，民生证券研究院

（三）股权调整基本完成，公司管理层逐步理顺

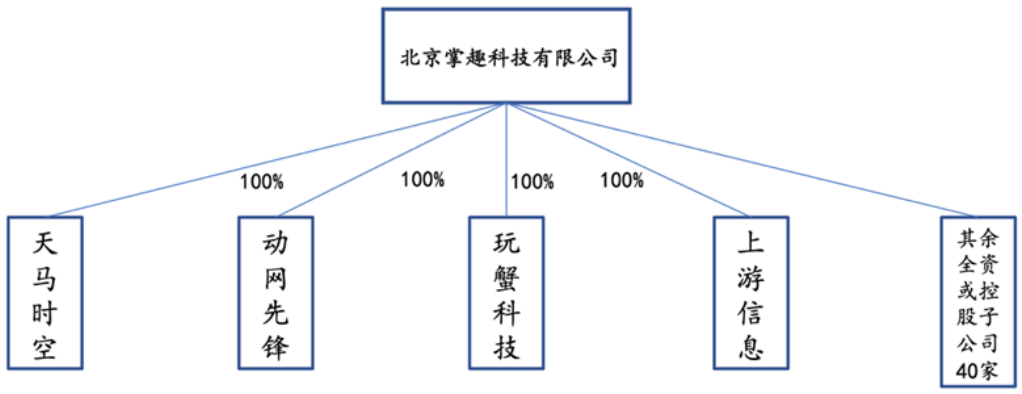
股权结构已基本完成调整，新董事长大力推动内部革新重塑公司研发能力。2016 年公司创始人原董事长姚文彬辞去职务，并将所持有的部分股份先后转让给腾讯战投、员工持股计划和现任董事长刘惠城，而不再担任公司任何职务，截至 2020 年 Q2，姚文彬所持股份已由 16 年中报的 17.80%降为 6.98%，而新掌门人刘惠城占比 6.05%为第二大股东。目前前十大股东占总股本 27.10%，整体无实控人。现任董事长为子公司天马时空创始人，具有深厚的研发背景，是天马时空的游戏制作人，也是《全民奇迹》的主要缔造者，自上任以来进行了一系列改革，逐步理顺公司管理层，实现了公司研发运营能力的重塑。

表2：2016 年以来公司主要股东变化情况

	2016 中报			2020/5/29	
排名	股东名称	占比	排名	股东名称	占比
1	姚文彬	17.80%	1	姚文彬	6.98%
2	叶颖涛	5.26%	2	刘惠城	6.05%
3	华谊兄弟传媒股份有限公司	5.00%	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	2.19%
4	刘惠城	2.71%	4	林芝腾讯科技有限公司	2.01%
5	刘智君	2.30%	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	2.00%
6	邓攀	1.96%	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	1.94%
7	邱祖光	1.69%	7	全国社保基金一一八组合	1.85%
8	宋海波	1.63%	8	香港中央结算有限公司(陆股通)	1.59%
9	叶凯	1.02%	9	基本养老保险基金一二零六组合	1.35%
10	中央汇金资产管理有限责任公司	0.88%	10	邓攀	1.14%
	合　　计	40.25%		合　　计	27.10%

资料来源：wind，民生证券研究院

图3:公司控股子公司分布



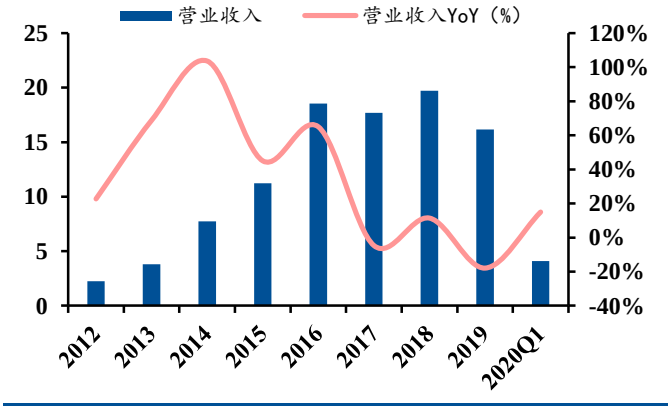
资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）营收复苏迹象明显，研发投入占比行业领先

公司营收情况和产品上线周期高度相关，2018 年-2019 年期间业绩因资产减值和版号原因陷入低潮，20 年复苏迹象明显。公司营收上市至 18 年期间，营收由 3.81 亿增长至 19.70 亿，其增长速度随着公司产品的周期波动。18 年由于公司计提了合计 36.8 亿元的资产减值，且 18 年 3 月游戏版号暂停发放，导致公司在近一年的时间里没有新产品问世，因此公司 2018 年、2019 年两

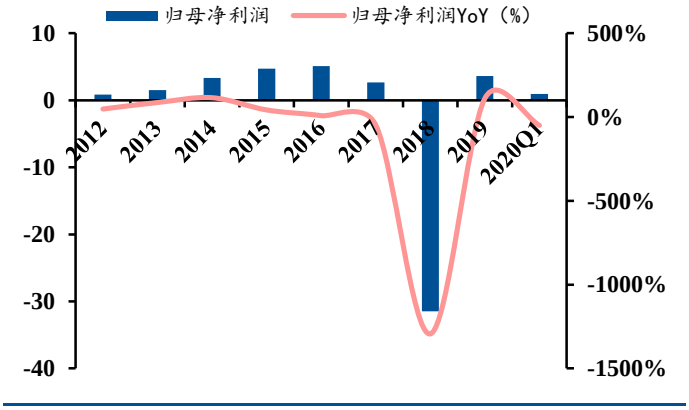
年整体业绩收到了较大影响。但随着 19 年 H2 以来《我的英雄学院：入学季》和《一拳超人：最强之男》两款市场表现出色的游戏的发行，公司营收重新回到增长轨道，2020 年 Q1，公司营收 4.09 亿元，同比增长 14.97%。随着《真红之刃》、《全民奇迹 2》等游戏下半年的陆续上线，我们预计公司业绩将有望进一步改善。

图4:公司营业收入（单位：亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

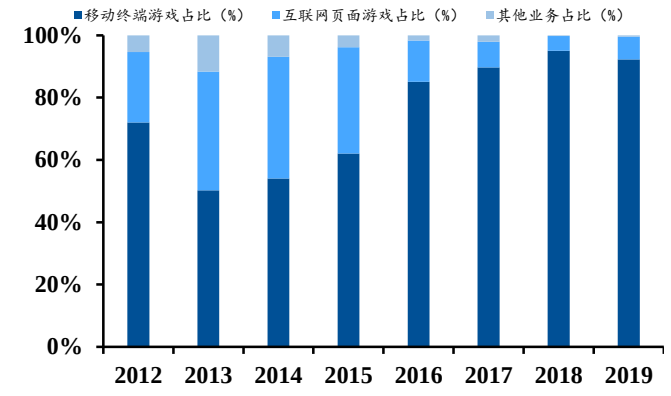
图5:公司归母净利润（单位：亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

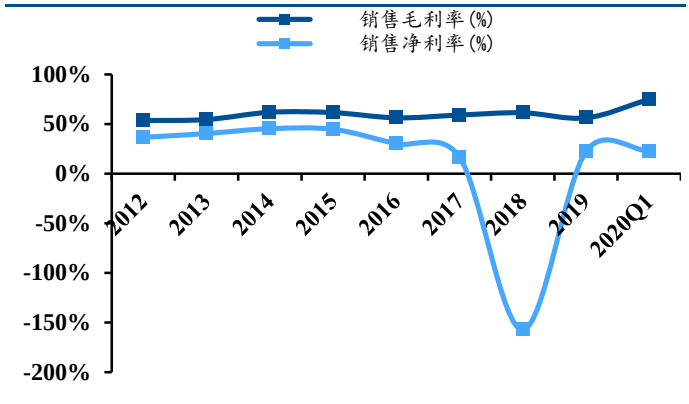
公司收入以手游为主，毛利率维持稳定。公司业务从类型上看以手游收入为主。2019 年移动端营收 14.93 亿，同比下滑 20.25%，而公司早期占据 3 成左右份额的页面游戏份额经过多年的转型已经降至不足 8%。**从地区上看，公司海外市场拓展成果显著，**公司海外营收占比 40.87%，在 2019 年整体业绩下滑的背景下，海外营收仍然基本保持稳定。

图6:公司主营业务收入构成



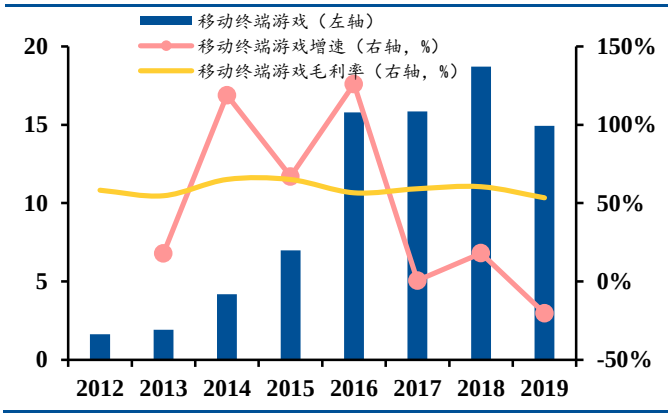
资料来源：wind，民生证券研究院

图7:公司毛利率和净利率情况



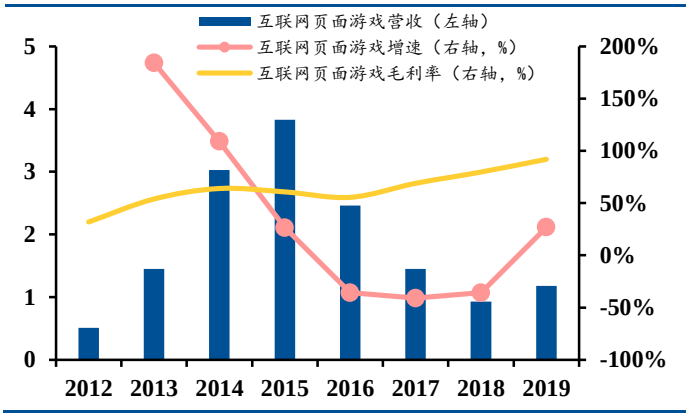
资料来源：wind，民生证券研究院

图8:公司手游营收（亿元）、增速及毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

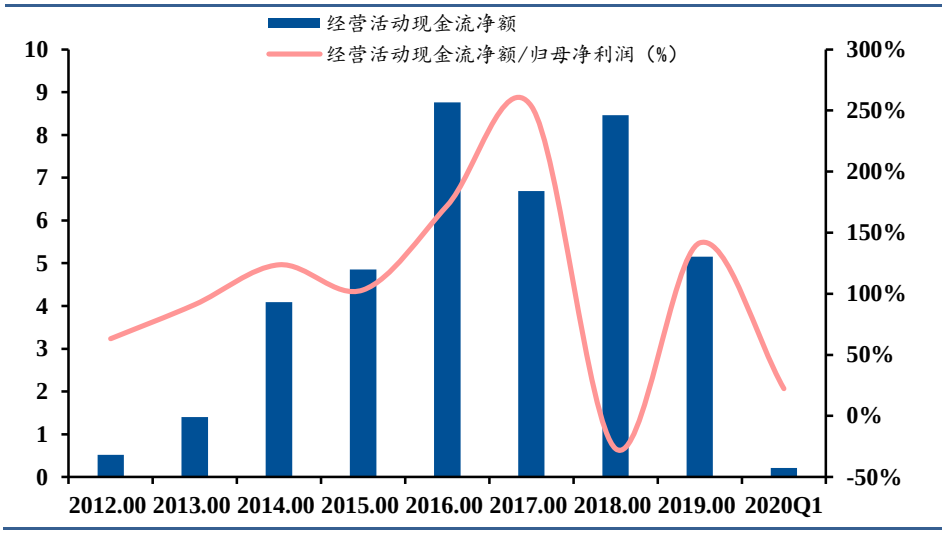
图9:公司页游营收（亿元）、增速及毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

公司现金充沛，经营性现金流持续流入。公司 2019 年经营性活动现金流净额为 5.15 亿元，同期归母净利润 3.64 亿元，可覆盖当期归母净利润。同时公司自 2017 年以来单季度经营性现金流净额均为正值，货币资金储备较为充裕。

图10:公司现金流情况（单位：亿元）

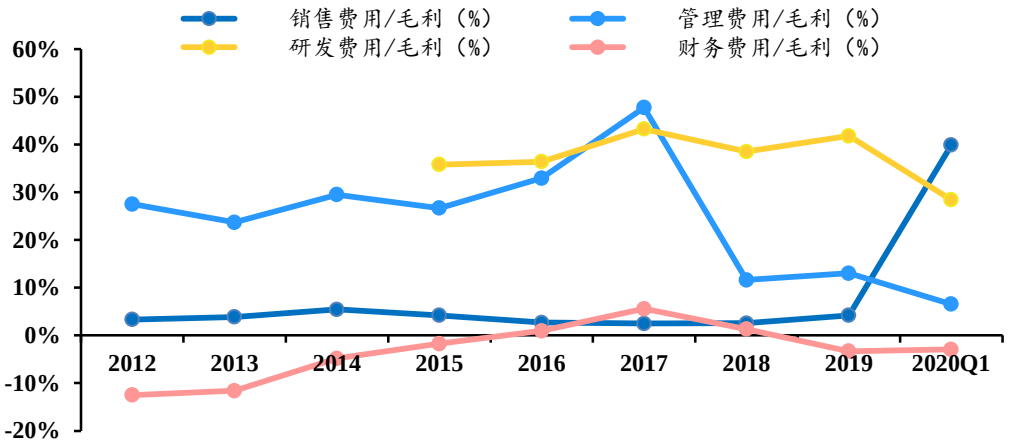


资料来源：wind，民生证券研究院

公司重视研发投入，整体费用/毛利值维持稳定。公司 2020Q1 研发投入 0.87 亿元，同比增长 23%，研发投入/毛利 28%，在 A 股主要游戏上市公司排名第 2，处于行业领先水平，2019 年整体研发投入 3.79 亿元，研发人员占比在主要游戏上市公司中靠前，人均研发费用约 40 万元。

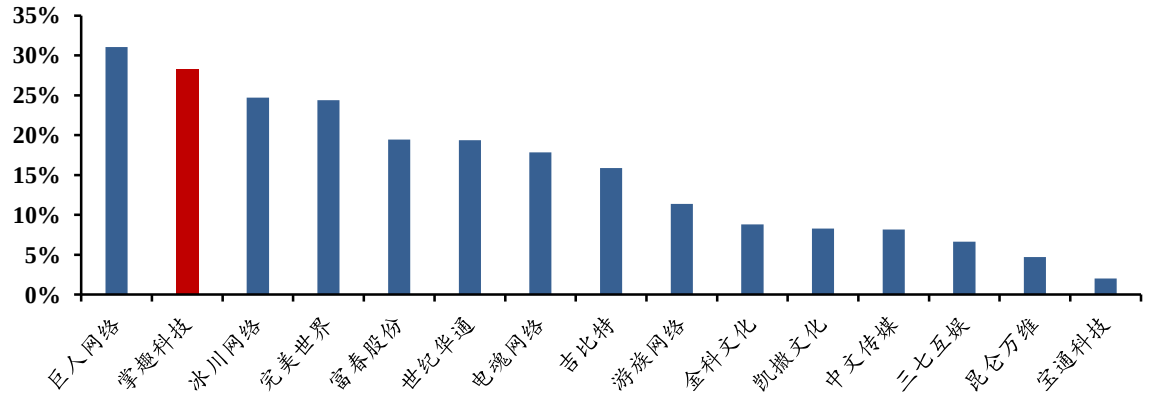
销售/毛利保持平稳，2020Q1 上升到 39.87%，主要原因是公司加大了新游戏买量，同时调整了会计准则，把推广费从成本调整至销售费用。公司管理费用/毛利 2018 年大幅下降，从 2017 年的 47.75%下降到 11.6%，同比下降 36%，2020Q1 进一步下降至 6.54%。同时研发投入/毛利变化不大。公司管理层趋于稳定，内部架构趋于清晰，公司坚定推动研发。

图11:公司费用/毛利



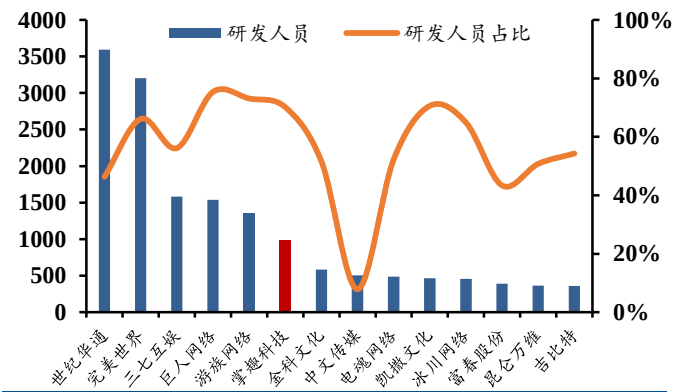
资料来源：wind，民生证券研究院

图12:游戏公司 2020Q1 研发费用/毛利



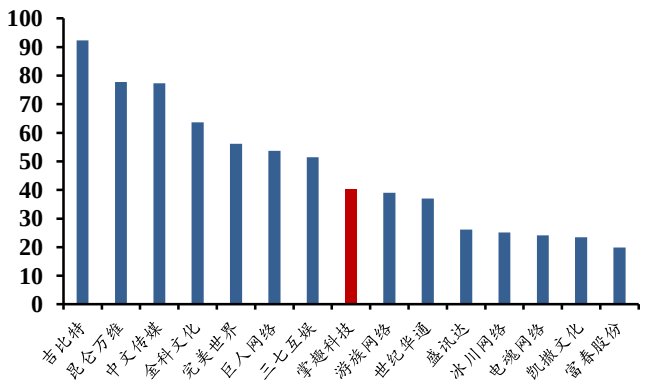
资料来源：wind，民生证券研究院

图13:2019 年度业内研发人员对比（人、%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图14:2019 年度人均研发费用（万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

（五）子公司各有所长，游戏矩阵完备

目前掌趣公司旗下主要有四家全资子公司，以天马时空、玩蟹科技为研发创收主力，上游信息与动网先锋也稳定贡献营收。各自覆盖细分领域不同，整体游戏矩阵全面。

现任董事长出身的天马时空，整体实力最为强劲，注重研发一体。深耕 MMORPG 领域，坐拥奇迹 IP，在 2014 年、2018 年分别拿出了《全民奇迹》、《奇迹 MU 觉醒》两部优秀的奇迹游戏。2015-2017 年三年对赌期间，前两年均超额完成业绩承诺，唯 2017 年由于未推出新的主力游戏以及《全民奇迹》流水下滑，仅实现 2.61 亿净利润。整体对赌期内完成业绩承诺率为 98%。

玩蟹科技专长于二次元卡牌类游戏，手握《一拳超人》、《我的英雄学院》、《死神》、《初音未来》等二次元大 IP 以及《魔法门》代理 ，曾开发《一拳超人：最强之男》和《拳皇 98：终极之战》。2013 年到 2016 年四年对赌期内，14-15 年未完成业绩承诺，整体上超额 18.1%完成业绩预期。原创始人胡磊在离开掌趣后创立 TOPJOY，亦作为《街霸：对决》的研发被委托人。鉴于原玩蟹对于卡牌类游戏的深刻理解，游戏表现可期。

上游信息以《塔防三国志》打开局面，专长塔防类、轻度游戏。有一支能熟练运用 H53D 引擎的开发团队。2013-2015 三年对赌期内 13-15 年未能完成对赌。整体业绩承诺完成率为 95.1%。

动网先锋专长页游领域，曾推出《商业大亨》。同时旗下游玩平台经营页游平台业务。2013-2015 三年对赌期内全部完成业绩承诺。整体完成率为 103.8%。

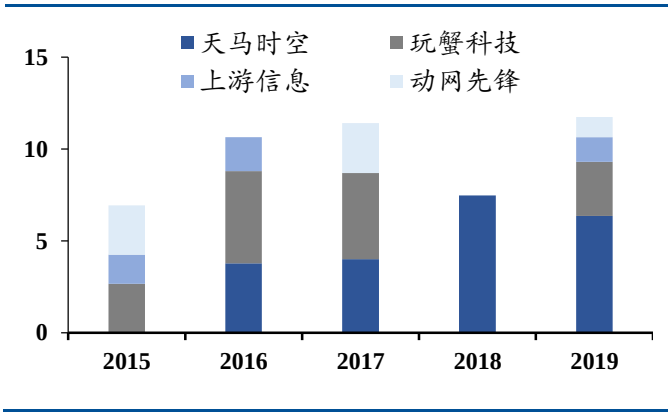
表3：子公司介绍

	天马时空	玩蟹科技	上游信息	动网先锋
创始团队	刘惠城	叶凯、胡磊、曾廷坤（已退出）	刘智君、马晓阳（已退出）	宋海波、李智超（已退出）
核心人物	刘惠城	刘惠城	牟正文	牟正文
发展历史	创立于 2010 年。2014 年全民奇迹 MU 正式全平台上线，全网首日流水突破 2600 万。2015 年全民奇迹 MU 单月流水突破 5 亿，长期占据大陆、港澳台、韩国各大榜单 TOP5 前列，成为全球顶级 MMORPG 手游标杆。同年加入掌趣集团。现战略为全面推进研发转型，确立”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”。自研发行双轨并行。	创立于 2009 年。2011 年《大掌门》在当乐网内测，排行前 10。同年 12 月流水单日破 180 万，APP 双榜排行第一。2013 年加入掌趣集团。2015 年推出《拳皇 98 终极之战 OL》 App Store 双榜第一，畅销榜 TOP2。2019 年推出两大二次元 IP 手游：《我的英雄学院：入学季》和《一拳超人：最强之男》。	创立于 2012 年，同年主力产品《塔防三国志》上线。2015 年加入掌趣科技。2016 年《塔防三国志》手游全平台上线。上线三日 ios 付费榜第三。	创立于 2002 年，2008 年首款网页游戏《商业大亨 OL》官方网站上线。2013 年加入掌趣集团。2017 年动景手游《3D 坦克争霸 2》、《街头篮球》上线。
主力作品	《全民奇迹 MU》，《神话永恒》，《奇迹 MU 觉醒》	《大掌门 2》、《拳皇 98 终极之战》、《我的英雄学院：入学季》、《一拳超人：最强之男》。	《塔防三国志》、《修谱诺斯》	《3D 坦克争霸 2》、《街头篮球》、《商业大亨》
专注题材	MMORPG	CAG	塔防、页游、H5 游戏	ARPG、页游

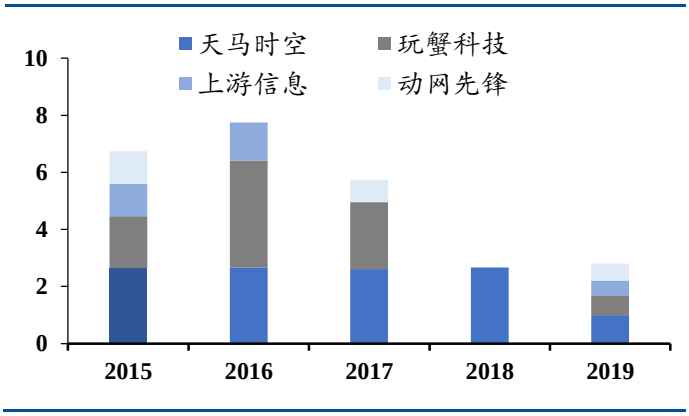
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图15:子公司营业收入（单位：亿元）

图16:子公司净利润（单位：亿元）



资料来源：公司年报，民生证券研究院（2018 年仅披露一家）



资料来源：公司年报，民生证券研究院（2018 年仅披露一家）

表4：全资子公司业绩承诺完成情况（亿元）

全资子公司		2013	2014	2015	2016	2017
天马时空	业绩承诺			2.11	2.59	3.3
	实际利润			2.64	2.67	2.61
玩蟹科技	业绩承诺	1.2	1.6	2	2.4	
	实际利润	1.59	1.25	1.82	3.77	
上游信息	业绩承诺	0.75	1.25	1.11	1.34	
	实际利润	0.71	1.07	1.14	1.34	
动网先锋	业绩承诺	0.75	0.93	1.12		
	实际利润	0.86	0.97	1.14		

资料来源：Wind，公司年报，民生证券研究院

（六）股权回购，凸显管理层未来信心

2020 年 6 月 1 日召开的第四届董事会第五次会议审议通过了回购方案，拟斥自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，用于员工持股计划或者股权激励。本次回购股份的资金总额不低于人民币 1 亿元(含)且不超过人民币 2 亿元(含)，回购价格不超过人民币 8.61 元/股(含)。本次回购彰显了管理层对公司发展前景的信心，同时，拟推出的员工持股计划将有效调动公司高管骨干的积极性，有助于公司的未来增长，刺激公司潜力释放。

二、未来产品大年，虚幻引擎提升游戏品质

（一）新游有序推出，为业绩保驾护航

下半年预计共发布多款新游，其中关注度较高的为《全民奇迹 2》、《街霸：对决》、《真红之刃》、均已取得版号。

于 7 月初获得版号的魔幻大作**《全民奇迹 2》**预计今年 Q4 上线，画面拥有虚幻 4 引擎的强大加持，相比前几作进步巨大。掌趣旗下的天马时空主导开发的《全民奇迹》，曾在 2015 年首月流水达 7 亿左右，截至目前总流水已经达到 83 亿元，累计注册用户 2.1 亿人次。第二款奇迹游戏《奇迹 MU：觉醒》在 2017 年首月也达到了 5 亿元左右。我们预测《全民奇迹 2》在腾讯推广与虚幻引擎的双重优势下，首月业绩流水将会好于前作。腾讯渠道的应用宝当前预约量 10.5 万人。

《街霸：对决》预计今年 Q3 上线，官网披露预约量达到 237 万，本作与掌趣的另一款游戏《拳皇 98 终极之战 OL》玩法 IP 都相类似，即日本格斗游戏 IP+连击卡牌玩法。《拳皇 98 终极之战 OL》上线首月便达到了 2.5 亿月流水，我们预计同样类型的《街霸：对决》将会有较好的表现。

《真红之刃》预计今年 Q3 上线，同样为一款奇迹类的魔幻 MMORPG 游戏，与画面完全升级后的《全民奇迹 2》不同，更偏向还原传统奇迹体验。

图17:公司主要游戏储备

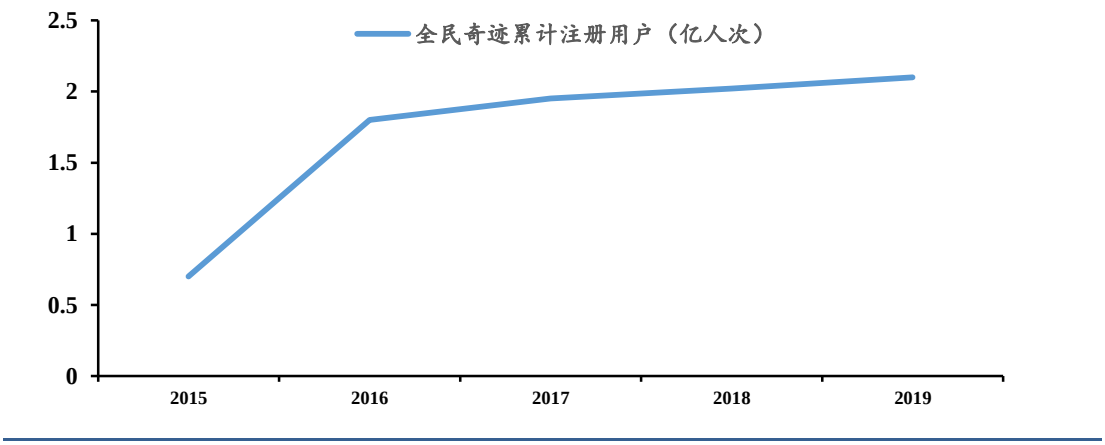
	自研/代理	国内/国外	游戏类型	版号
修普诺斯 Hypnos	自研	国内	SLG	有版号
那些需要守护的	自研	国内	二次元	有版号
真红之刃	自研	国内	MMORPG	有版号
纽扣兄弟	代理	国内	ARPG	有版号
奇迹 H5				-
街霸：对决	腾讯代理	国内	卡牌	有版号
全民奇迹 2（奇迹 3）	腾讯代理	国内	MMORPG	有版号
黑暗之潮	自研		MMORPG	有版号
黑兰创世录	自研		MMORPG	有版号

资料来源：公司年报，广电总局，民生证券研究院

（二）深耕 MMORPG 领域，绑定网禅持续推动奇迹 IP 端转手，看好《全民奇迹 2》再现辉煌

掌趣科技与奇迹 IP 拥有者 WebZen 网禅公司有着长期稳定的合作，拥有 20%股份。2016 起参股网禅 20%的股份更是进一步绑定了合作关系。双方采取 IP 授权分成的合作模式，保证 IP 供给稳定。子公司天马时空背靠奇迹 IP，推出的作品游戏质量不断进步，在此基础上《全民奇迹 2》的表现可期。奇迹系列曾是在中国 2001-2010 年间火热的现象级端游，玩家积淀深厚。2002 首次登陆中国的《奇迹 MU》端游，上线首月注册用户规模就达到 1500 万，在 2003 年就让九城有能力与手握《传奇》的盛大同台竞技。《全民奇迹》手游 2015 年推出后截止至 2019 年，累计用户已经 2.1 亿，贡献收入 83 亿元。奇迹 IP 的手游号召力获得初步验证。

图18:《全民奇迹》注册用户人次

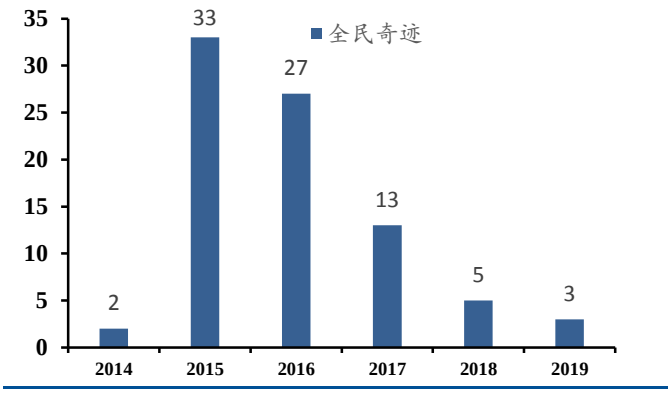


资料来源：恺英网络年报，民生证券研究院

如今原奇迹端游的玩家大多数已经是 30-45 岁的中年男性群体，这类用户收入稳定，充值意愿更强，对 IP 的忠诚度更高，有助于提高奇迹手游的 ARPU 值。根据掌趣科技 2019 年报数据计算，《奇迹 MU：觉醒》的 ARPU 值达到了 704 元。根据中国人口普查数据，1975-1990 年间出生的男性公民大约为 1.6 亿人。奇迹类手游潜在受众广泛.

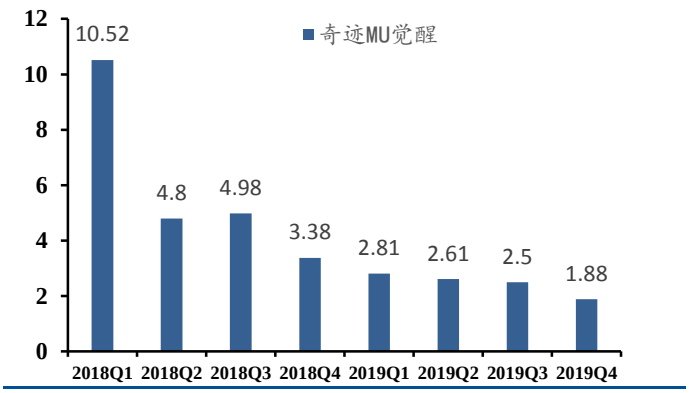
掌趣科技旗下的天马时空深耕奇迹 IP 游戏多年，对于奇迹类游戏研发运营积累了丰富的经验。游戏质量不断精进，2014 年研发的《全民奇迹》和 2018 年研发的《奇迹 MU：觉醒》，上线初期都表现亮眼。从游戏画面截图，我们也能看出每一世代游戏的进步。游戏逐渐从 2.5D 进化到 3D，引擎也进化到 UE4，画面体验提升巨大。我们预测《全民奇迹 2》将会成为新的突破之作。

图19:《全民奇迹》流水（单位：亿元）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图20:《奇迹 MU：觉醒》流水（单位：亿元）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

精心打磨玩法，《全民奇迹 2》游戏质量提升明显。为了在现有的玩法上进行突破，《全民奇迹 2》在研发上也是精心打磨，大胆尝试。用更好的画面质量与游戏玩法去扩大用户群体，寻求突破。采用了虚幻 4 引擎的本作在画质、光影、粒子效果相交同类作品有了巨大的提升。此前市面上的《龙族幻想》作为少有的 UE4 开发 MMO 游戏获得无数赞誉，并在国内和日本都取得了亮眼的成绩。目前市场上有 UE4 经验的 MMO 手游开发者并不多，而掌趣使用 UE4 的开发团队已经开始

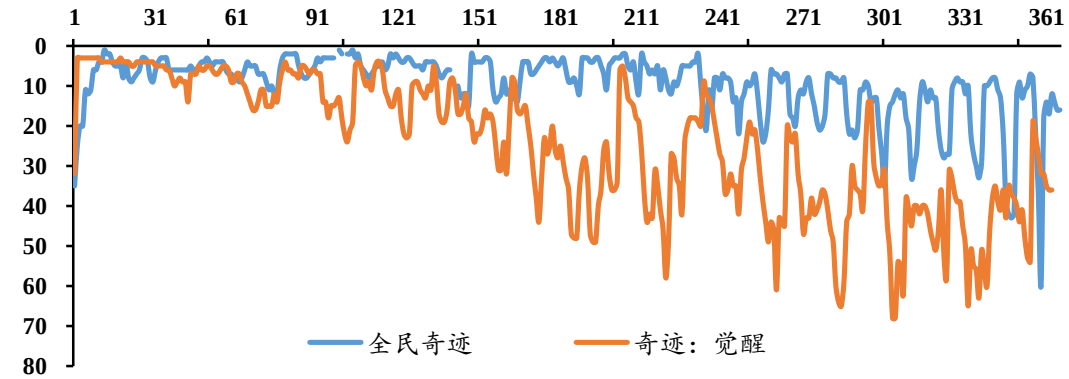
正式产出游戏。

图21:《全民奇迹》（左上）《奇迹 MU：觉醒》（右上）《全民奇迹 2》（下）游戏画面对比



资料来源：TAPTAP，哔哩哔哩，民生证券研究院

图22:《全民奇迹》及《奇迹 MU：觉醒》ios 畅销榜首年排名



资料来源：七麦数据，民生证券研究院

《真红之刃》自研自发的奇迹手游。掌趣的另一款手游《真红之刃》更偏向于传统买量驱动的奇迹手游，市面上画面玩法类似的奇迹类手游《精灵盛典》和《天使纪元》都曾获得不错的成绩。

图23:《精灵盛典》及《真红之刃》游戏画面

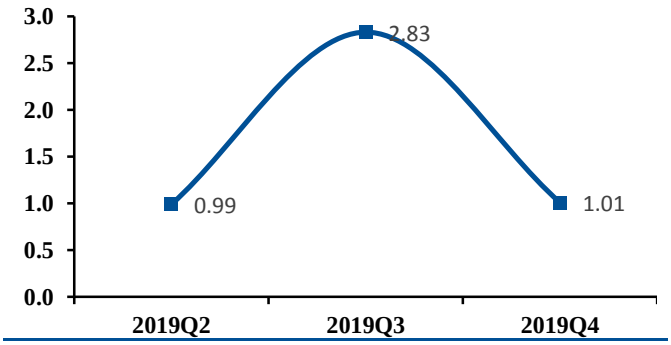




资料来源：BiliBili，TAPTAP，民生证券研究院

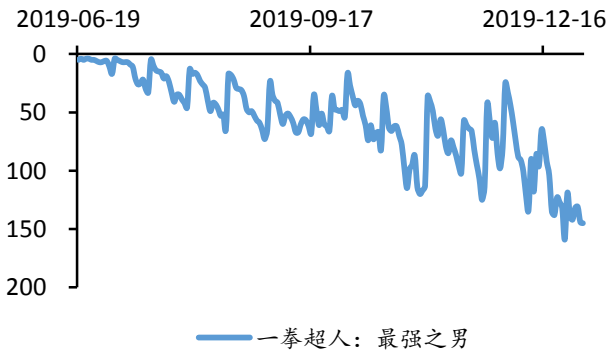
自研自发《一拳超人》表现优异，强化买量确认研运一体能力。另外一款《一拳超人：最强之男》是一款于 2019 年 6 月上线的回合制卡牌手游，借力人气漫画 IP《一拳超人》收获超高热度，游畅销榜曾冲进前十名。截至 2020 年 7 月，TapTap 下载量达到 35W，应用宝下载量达到 69W。《一拳超人：最强之男》。掌趣展露发行能力，游戏上线前期买量投入巨大。2019 年 Q3 在巨量引擎的投入可以游戏 APP TOP10。

图24:《一拳超人：最强之男》历史流水（单位：亿元）



资料来源：公司年报与季报，民生证券研究院

图25:《一拳超人：最强之男》2019 年畅销榜排名



资料来源：七麦数据，民生证券研究院

图26:2019 年巨量引擎 Q3 游戏 APP 投放金额 TOP10

图27:《一拳超人：最强之男》游戏画面



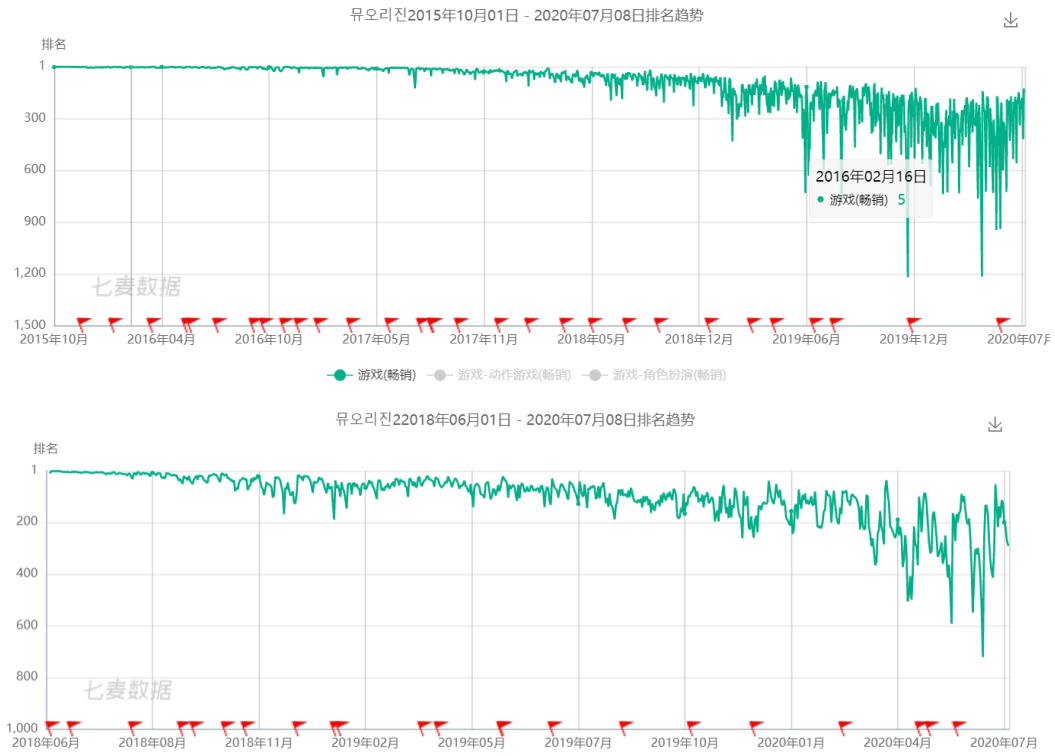
资料来源：APP GROWING，民生证券研究院



资料来源：bilibili，民生证券研究院

奇迹作为韩国本土 IP，看好未来出海表现。作为韩国本土 IP，奇迹相关作品曾在韩国取得众多优秀成绩，前作《全民奇迹 1》及《奇迹 MU：觉醒》在韩国上线时表现优异，iOS 畅销榜排名前列，我们亦看好公司奇迹新作在韩国以及港台市场的出海前景。

图28:奇迹类出海游戏韩国 ios 畅销榜排名（全民奇迹 奇迹觉醒）



资料来源：七麦数据，民生证券研究院

（三）研发能力为主导，虚幻 4 团队业内领先

掌趣在 2018 年后，便确立了以产品为核心，构建持续产出优质内容的强研发体系的战略，率先建立了一只成熟的虚幻 4 引擎开发团队。2017 年，出身于天马时空，曾经担当《全民奇迹 MU》一线制作的刘惠城接管掌趣后，便着手开始了以研发为导向的转型和改革。到 2018 年，掌趣科技已经初步完成了 H5 和虚幻 4 引擎框架搭建。和原有的 Unity3D 框架一起组成掌趣科技的开发引擎矩阵。如今，先前的研发导向转型投入的开始逐渐体现出成果。下半年即将上线的《全民奇迹 2》和《黑暗之潮》都采用了虚幻 4 引擎制作，质量相较于采用 Unity3D 更加精细。由于手机性能的不断提升以及虚幻 4 引擎对于移动端优化的改进，虚 4 正在成为越来越多国际主流移动端游戏研发商的选择。国内目前拥有能运用虚幻 4 开发游戏的成熟团队的游戏厂商并不多，限于完美世界，掌趣科技等大型厂商。同时，虚幻 4 也开始采用更加弹性的分成条款，有利于掌趣科技提升未来利润水平。

表5：虚幻 4 与 Unity 对比

	虚幻 4	Unity
收费	5%流水分成 / 定制条款	200 美元/月
是否开源	否	是
画面效果	光影和粒子效果素质极高	3D 表现较弱
性能	组件多，性能强大	多线程表现较差
移动平台兼容性	正在优化	优秀
开发难度	较高	低
开发者社区	人员较少，刚刚起步	成熟

资料来源：CSDN，民生证券研究院

（四）《街霸：对决》腾讯代理，经典 IP+创新玩法预计表现抢眼

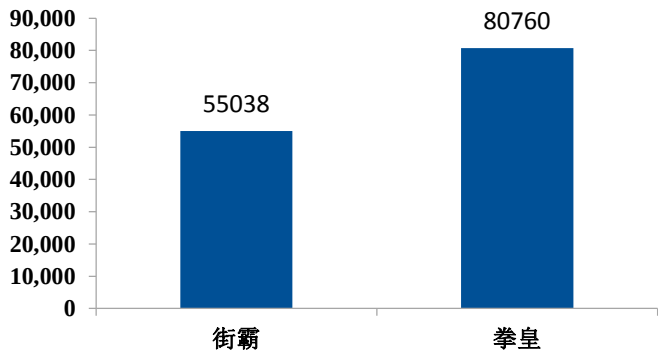
《街霸：对决》的原作是日本 CAPCOM（卡普空）公司于 1987 年推出的格斗类单机街头霸王，经过产品不断推陈出新，街霸系列在全球范围内受到广泛的欢迎。目前街头霸王系列的全球累计销量超过 4400 万套，在格斗游戏领域具有非常高的地位。街霸在中国格斗游戏的市场中也同样受到玩家的喜爱，根据百度资讯指数，街霸与拳皇在网民心目中具有几乎相等地位，且街霸的热度不断上升，资讯指数同比去年增加 39%。

图29:街霸一代游戏画面



资料来源：百度百科，民生证券研究院

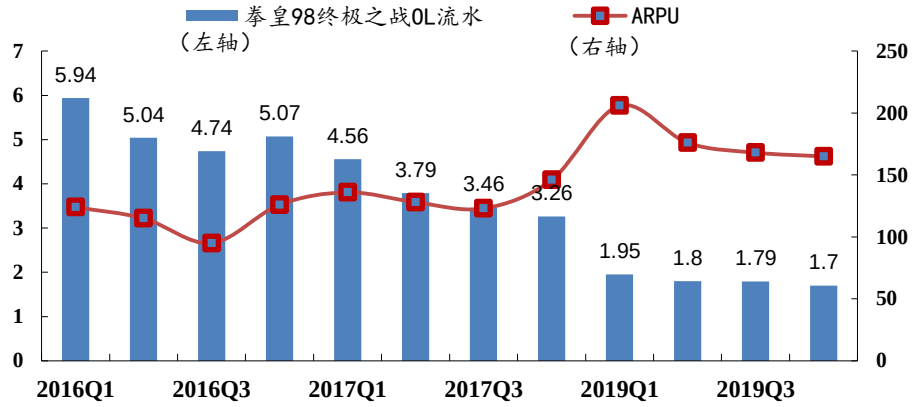
图30:街霸与拳皇两大 IP 百度咨询指数对比



资料来源：百度指数，民生证券研究院

连击卡牌类玩法，街霸前作表现优异。与《街霸：对决》玩法相似的两款游戏是公司之前开发的《拳皇 98 终极之战 OL》与《一拳超人：最强之男》。其中，《拳皇 98 终极之战 OL》由日本 SNK 官方授权，掌趣旗下的玩蟹科技开发，腾讯独家代理发行的一款以拳皇为题材的动作卡牌类手游， 2015 年 7 月上线，首月就达到 2.5 亿的流水，且流水长期保持稳定，作为一款近五年的长寿游戏不断贡献收入。ARPPU 一直保持稳定，用户长时间付费意愿较强。《街霸：对决》与《拳皇 98 终极之战 OL》都是日本格斗游戏 IP+连击卡牌类玩法，类似的《一拳超人》则采用了动漫 IP+卡牌玩法制作。我们预测过去的产品逻辑将会在《街霸：对决》上再次获得验证。

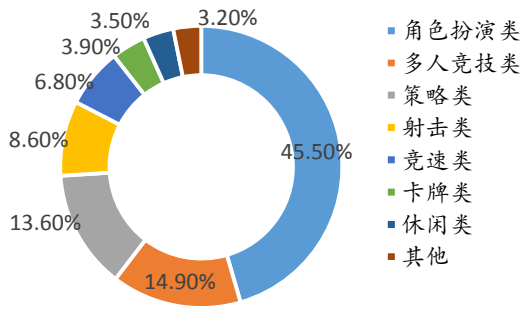
图31:拳皇 98 终极之战 OL 历史流水（亿元）及 ARPRU（元）



资料来源：公司年报及公告，民生证券研究院。注：2018 年数据未公布

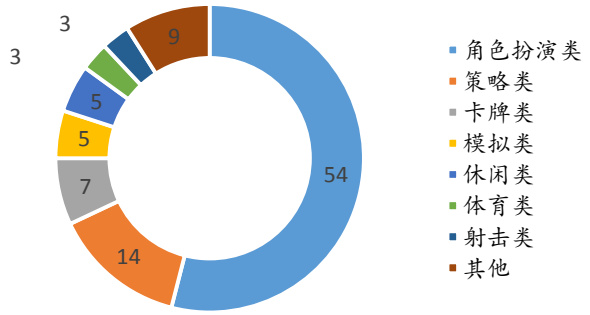
卡牌游戏市场较为稳定，占据游戏市场一席之地。从数量角度看，2019 年收入前 100 移动游戏产品中，有 7 款是卡牌类游戏 ，20Q1 收入前 100 移动游戏产品中有 8 款是卡牌类游戏。从收入角度看，2019 年收入前 100 移动游戏产品中卡牌类游戏占比 3.9%，20Q1 收入前 100 移动游戏产品中卡牌类游戏占比 4.1%。

图32:19 年收入前 100 移动游戏产品类型占比（收入角度）



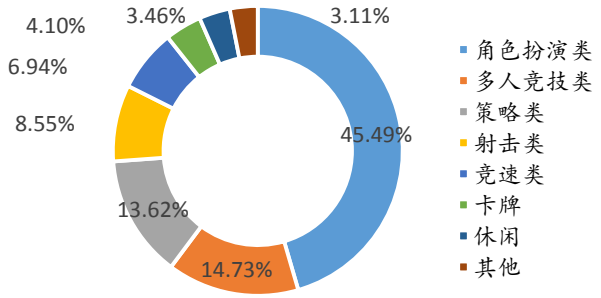
资料来源：GPC，CETT，IDC，民生证券研究院

图33：19 年收入前 100 移动游戏产品类型占比（数量角度）



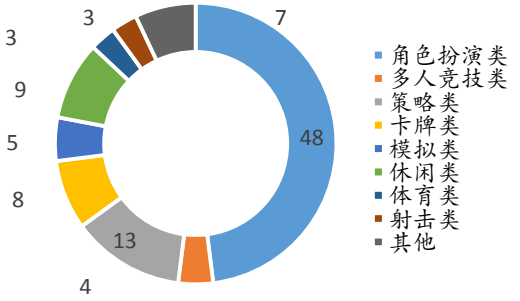
资料来源：GPC，CETT，IDC，民生证券研究院

图34：20Q1 收入前 100 移动游戏产品类型占比(收入角度)



资料来源：GPC，CETT，IDC，民生证券研究院

图35：20Q1 收入前 100 移动游戏产品类型占比（数量角度）



资料来源：GPC，CETT，IDC，民生证券研究院

经典 IP 还原+新游戏模式开拓。回到《街霸：对决》，本作具有以下两大特点：1.经典 IP 还原：游戏沿袭街霸风格，拓展 IP 感染力。在角色、场景、格斗技能等方面实现重现，吸引玩过街霸系列的怀旧老玩家。2.游戏开拓新的模式，原有的格斗游戏由于技能组合操作复杂，限制了游戏群体继续扩大，新游采用即时制连携战斗，使玩家可以操控多个格斗家实时 QTE（quick time event），保留游戏打击感的同时大大降低技能释放的复杂度，更易于新玩家上手。游戏目前仍在测试阶段，在游戏的好评中，玩家大多因为前作街霸 IP 的原因而选择此游戏，另外游戏在操作上做了一些简化，吸引不少拥有碎片化时间的游戏玩家。

图36：街霸：对决战斗画面



资料来源：哔哩哔哩，民生证券研究院

图37：拳皇 98 终极之战 OL 战斗画面



资料来源：哔哩哔哩，民生证券研究

三、盈利预测

（一）收入预测

根据公司目前的营业情况和盈利能力，预计营业总收入在 2020-2022 年逐年增加，分别为 23.92 亿、29.60 亿、34.65 亿。其中移动网络游戏营业收入上升势头明显，预计 2020-2022 年公司移动端游戏营业收入分别为 22.81 亿、28.6 亿、33.74 亿。公司互联网页面游戏营业收入 2020-2022 年维持较平稳，略有下降，分别为 1.059 亿、0.95 亿、0.86 亿。其他业务占比较少，可忽略不计。预计公司 2020-2022 营业成本为 5.81 亿、7.25 亿、8.53 亿，预计主要投入在手游研发及推广上。预计随着与腾讯合作的第三方代理游戏发行，公司 2020 年毛利率将有较大提升，从 2019 年的 56.1%到 2020 年的 75.7%，主要是由于手游毛利率从 53.4%提升到 75%，预计 2021 年继续维持在 75.5%左右。手游增速预计主要来自 2020 年会推出的腾讯代理游戏《全民奇迹 2》、《街霸：对决》及自研自发的《黑暗之潮》、《真红之刃》等。

表6：公司 2016-2022E 收入成本结构（百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**1768.21**	**1970.32**	**1,616.94**	**2,391.85**	**2,960.02**	**3,465.23**
YOY	-4.7%	11.4%	-17.9%	47.9%	23.8%	17.1%
互联网页面游戏	144.55	93.09	117.70	105.93	95.34	85.80
YOY	-41.3%	-35.6%	24.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
移动网络游戏	1,586.34	1,871.89	1,493.34	2,280.92	2,859.68	3,374.43
YOY	0.5%	18.0%	-20.2%	52.7%	25.4%	18.0%
其他业务		5.35	5.90	5.00	5.00	5.00
YOY			10.3%	-15.3%	0.0%	0.0%
营业成本	**725.45**	**763.08**	**709.76**	**581.62**	**725.25**	**852.99**
互联网页面游戏	44.91	18.89	9.50	10.59	9.53	8.58
移动网络游戏	647.90	740.58	696.23	570.23	714.92	843.61
其他主营业务		3.61	4.03	0.80	0.80	0.80
毛利率	**59.0%**	**61.3%**	**56.1%**	**75.7%**	**75.5%**	**75.4%**
互联网页面游戏	68.9%	79.7%	91.9%	90.0%	90.0%	90.0%
移动网络游戏	59.2%	60.4%	53.4%	75.0%	75.0%	75.0%
其他业务		32.4%	31.6%	84.0%	84.0%	84.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）费用预测

根据公司目前游戏储备和开发情况，我们预计管理费用率和研发费用率都将维持平稳状态，随着营收逐步上升。预计 2020-2022 年公司管理费用分别为 1.2 亿、1.18 亿、1.39 亿，管理费用率分别为 5%、4%、4%、。预计 2020-2022 年掌趣科技研发费用分别为 4.31 亿、4.74 亿、5.54 亿，研发费用率分别为 18.0%、16.0%、16.0%。预计 2019-2021 年掌趣科技销售费用分别为 4.78 亿、5.92 亿、6.93 亿， 其中 2020 年公司更改会计准则，把推广费用调整到销售费用使其大幅上升。

表7：公司 2017-2022E 费用情况

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用（百万）	26	31	38	478	592	693
销售费用率	1.5%	1.6%	2.3%	20.0%	20.0%	20.0%
管理费用（百万）	119	140	118	120	118	139
管理费用率	6.8%	7.1%	7.3%	5.0%	4.0%	4.0%
研发费用（百万）	379	465	379	431	474	554
研发费用率	21.4%	23.6%	23.5%	18.0%	16.0%	16.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）投资建议

随着在研产品陆续上线，看好公司中长期发展潜力。6 月 1 日，公司发布 1-2 亿规模的回购计划，价格不超过 8.61 元/股，回购总金额不低于人民币 1 亿元不超过人民币 2 亿元，彰显公司对后续业绩信心。我们预测公司 2020-2022 利润为 7.7、10.4、12.4 亿元，对应当前股价 PE 为 34X、25X、21X，游戏上市公司龙头 21 年 PE 为 29X，公司未来业绩弹性较高，维持“推荐“评级。

表8：同类上市公司的估算值水平对比（2020 年 7 月 10 日收盘价）

证券代码	证券简称	市值（亿元）	PE(2020E)	PE(2021E)	PE(TTM)
300315.SZ	掌趣科技	258	33.54	24.76	95.2
002555.SZ	三七互娱	1,035	37.31	31.46	43.3
002624.SZ	完美世界	776	32.66	27.56	47.6
603444.SH	吉比特	452	41.41	34.92	49.7
002602.SZ	世纪华通	1,066	27.13	22.66	36.9

资料来源：wind，民生证券研究院（三七互娱、完美世界、吉比特、世纪华通为 WIND 一致预期）

四、风险提示

新游上线流水不及预期，老游流水不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,617	2,392	2,960	3,465
营业成本	710	582	725	853
营业税金及附加	4	8	9	11
销售费用	38	478	592	693
管理费用	118	120	118	139
研发费用	379	431	474	554
EBIT	367	774	1,042	1,215
财务费用	-30	8	24	21
资产减值损失	81	5	5	5
投资收益	121	112	107	113
营业利润	366	893	1,137	1,321
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	361	893	1,137	1,321
所得税	1	133	108	93
净利润	360	759	1,029	1,227
归属于母公司净利润	364	769	1,041	1,242
EBITDA	509	796	1,066	1,241

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,682	3,632	4,656	5,867
应收账款及票据	81	389	356	421
预付款项	104	110	120	142
存货	0	99	41	64
其他流动资产	33	60	57	64
流动资产合计	1,901	4,290	5,230	6,558
长期股权投资	1,189	1,189	1,189	1,189
固定资产	22	15	8	1
无形资产	70	111	151	194
非流动资产合计	4,087	4,121	4,155	4,190
资产合计	5,987	8,410	9,385	10,748
短期借款	0	1,000	1,000	1,000
应付账款及票据	124	350	252	335
其他流动负债	250	361	404	457
流动负债合计	375	1,711	1,656	1,792
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	66	66	66	66
非流动负债合计	66	66	66	66
负债合计	440	1,777	1,722	1,858
股本	2,757	2,757	2,757	2,757
少数股东权益	-1	-11	-23	-37
股东权益合计	5,547	6,634	7,663	8,890
负债和股东权益合计	5987	8410	9385	10748

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-17.9%	47.9%	23.8%	17.1%
EBIT 增长率	-34.6%	110.6%	34.6%	16.7%
净利润增长率	111.5%	111.5%	35.4%	19.3%
盈利能力				
毛利率	56.1%	75.7%	75.5%	75.4%
净利润率	22.3%	31.8%	34.8%	35.4%
总资产收益率 ROA	6.1%	9.1%	11.1%	11.6%
净资产收益率 ROE	6.6%	11.6%	13.5%	13.9%
偿债能力				
流动比率	5.07	2.51	3.16	3.66
速动比率	4.79	2.39	3.06	3.54
现金比率	4.49	2.12	2.81	3.27
资产负债率	7.4%	21.1%	18.3%	17.3%
经营效率				
应收账款周转天数	29.75	59.36	43.84	44.32
存货周转天数	0.00	62.05	20.68	27.58
总资产周转率	0.27	0.33	0.33	0.34
每股指标（元）				
每股收益	0.13	0.28	0.38	0.45
每股净资产	2.01	2.41	2.79	3.24
每股经营现金流	0.19	0.21	0.37	0.44
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	46.79	33.93	25.06	21.00
PB	3.07	3.93	3.39	2.92
EV/EBITDA	30.11	29.46	21.05	17.09
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	360	759	1,029	1,227
折旧和摊销	142	22	24	26
营运资金变动	-44	-109	24	13
经营活动现金流	515	591	1,026	1,209
资本开支	-53	-56	-58	-62
投资	96	0	0	0
投资活动现金流	111	56	48	51
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-24	1,000	0	0
筹资活动现金流	-201	1,303	-50	-50
现金净流量	425	1,949	1,024	1,210

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司成立以来业务发展历程 3
图 2: 公司商誉净额分布情况 4
图 3: 公司控股子公司分布 5
图 4: 公司营业收入（单位：亿元）及增速 6
图 5: 公司归母净利润（单位：亿元）及增速 6
图 6: 公司主营业务收入构成 6
图 7: 公司毛利率和净利率情况 6
图 8: 公司手游营收（亿元）、增速及毛利率情况 7
图 9: 公司页游营收（亿元）、增速及毛利率情况 7
图 10: 公司现金流情况（单位：亿元） 7
图 11: 公司费用/毛利 8
图 12: 游戏公司 2020Q1 研发费用/毛利 8
图 13: 2019 年度业内研发人员对比（人、%） 8
图 14: 2019 年度人均研发费用（万元） 8
图 15: 子公司营业收入（单位：亿元） 9
图 16: 子公司净利润（单位：亿元） 9
图 19: 《全民奇迹》流水（单位：亿元） 12
图 20: 《奇迹 MU：觉醒》流水（单位：亿元） 12
图 24: 《一拳超人：最强之男》历史流水（单位：亿元） 14
图 25: 《一拳超人：最强之男》2019 年畅销榜排名 14
图 26: 2019 年巨量引擎 Q3 游戏 APP 投放金额 TOP10 14
图 27: 《一拳超人：最强之男》游戏画面 14
图 29: 街霸一代游戏画面 17
图 30: 街霸与拳皇两大 IP 百度咨询指数对比 17
图 31: 拳皇 98 终极之战 OL 历史流水（亿元）及 ARPRU（元） 17
图 32: 19 年收入前 100 移动游戏产品类型占比（收入角度） 18
图 33: 19 年收入前 100 移动游戏产品类型占比（收入角度） 18
图 34: 20Q1 收入前 100 移动游戏产品类型占比（收入角度） 18
图 35: 20Q1 收入前 100 移动游戏产品类型占比（数量角度） 18
图 36: 街霸：对决战斗画面 18
图 37: 拳皇 98 终极之战 OL 战斗画面 18

表格目录

表 1: 公司 2019 商誉变动情况（单位：百万元） 4
表 2: 2016 年以来公司主要股东变化情况 5
表 3: 子公司介绍 9
表 4: 全资子公司业绩承诺完成情况 10
表 5: 虚幻 4 与 Unity 对比 16
表 6: 公司 2016-2022E 收入成本结构（百万） 19
表 7: 公司 2017-2022E 费用情况 20
表 8: 同类上市公司的估算值水平对比（2020 年 7 月 9 日收盘价） 20

分析师与研究助理简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

张昱，民生证券研究院文化传媒&海外互联网研究员，墨尔本大学金融学硕士，2019年7月加入民生证券。2019年获得Wind第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。