

掌趣科技 (300315)

证券研究报告

2020年11月11日

年底与腾讯合作头部作品，保障 21 年增长

公司于 2020 年 10 月 28 日晚公布 2020 年第三季度报告，公司 2020Q1-Q3 实现营收 13.66 亿元，同比增长 13.69%。归母净利润 4.85 亿元，同比增 40.51%，扣非后归母净利润 3.74 亿元，同比下降 11.68%。经拆分，20Q3 实现营收 4.40 亿元，同比下降 12.96%，环比下降 14.92%；归母净利润 0.41 亿元，同比下降 69.19%，环比下降 88.19%；扣非后归母净利润 1.05 亿元，同比下降 41.26%，环比下降 41.4%。20Q3 非经常性损益为 -0.64 亿元，主要系公司间接投资的掌阅 Q3 股价下跌近 32%，导致其他非流动性金融资产的公允价值变动亏损。

毛利率：公司 20Q1-Q3 毛利率 74.91%，同比增加 16.70pct。20Q3 毛利率 73.83%，同比增加 16.45pct，主要系公司执行新收入准则将推广费从主营业务成本调至销售费用核算所致。**净利率：**公司 20Q1-Q3 净利率 35.28%，同比增加 6.82pct。20Q3 净利率 9.23%，同比下降 17.04pct，归因《真红之刃》导致游戏推广费用提升和投资掌阅等的公允价值亏损。

公司 20Q1-Q3 四项费用为 6.73 亿元，同比上升 125.8%，整体费用率 49.28%，同比增加 24.5pct。经拆分，公司 20Q3 四项费用为 2.75 亿元，同比增长 152.29%，整体费用率 62.46%，同比增加 40.86pct，主要系《真红之刃》新游上线推广导致销售费用上升，20Q1-Q3 销售费用 3.25 亿元，同比增长 1392.63%，销售费用率 23.81%，同比增加 22.00pct。经拆分，Q3 销售费用为 1.4 亿元，同比增长 1730.70%，环比增长 122.7%，较 Q2 销售费用增加 0.77 亿元。我们预计 Q4 由于奖金支出，除销售费用外各项费用均会有环比上涨。2020Q1-Q3 公司经营性现金流净额为 2.81 亿元，去年同期为 3.18 亿元，同比下降 11.64%。

目前公司头部游戏《一拳超人：最强之男》港澳台地区排名稳定，定档 11 月 26 日上线的腾讯代理《街霸：对决》有望为公司业绩（主要系明年业绩）带来弹性，后续 3 款（《街霸：对决》、《全民奇迹 2》、《黑暗之潮》）已有版号的腾讯独代大作主要业绩贡献在 21 年，因此 21 年业绩高速增长依然可期，20Q4 及 21Q1 业绩压力不大，目前至 11 月 9 日掌阅科技 Q4 收盘价已录得涨幅 43.63%，国金天吉持有掌阅科技 410 万股，公司占国金天吉实际持股比例 74.25%。

投资建议：公司三季度经营性业绩受《真红之刃》新游推广费用及新 IP 购置费用等影响短期承压，加上投资掌阅等公允价值变动导致非经损失，三季度迎来季度业绩低位。考虑到《真红之刃》表现以及后续作品上线计划，我们相应调整公司盈利预测，20-22 年归母净利润分别为 5.75 亿/10.44 亿/12.94 亿（原来分别为 6.4/11.5/13.6 亿），对应估值 30x/17x/14x，维持“买入”评级。

风险提示：项目上线延期；流水不达预期；行业竞争加剧及监管趋严等风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,970.32	1,616.95	1,813.07	2,531.76	3,068.50
增长率(%)	11.43	(17.93)	12.13	39.64	21.20
EBITDA(百万元)	(2,447.02)	1,011.28	651.56	1,039.57	1,291.42
净利润(百万元)	(3,149.93)	363.60	575.47	1,044.42	1,294.10
增长率(%)	(1,293.63)	(111.54)	58.27	81.49	23.91
EPS(元/股)	(1.14)	0.13	0.21	0.38	0.47
市盈率(P/E)	(5.57)	48.23	30.48	16.79	13.55
市净率(P/B)	3.42	3.16	2.67	2.31	1.97
市销率(P/S)	8.90	10.85	9.67	6.93	5.72
EV/EBITDA	(3.10)	14.31	21.90	12.36	9.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.36 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,757.48
流通 A 股股本(百万股)	2,632.23
A 股总市值(百万元)	17,537.60
流通 A 股市值(百万元)	16,740.99
每股净资产(元)	2.07
资产负债率(%)	8.59
一年内最高/最低(元)	10.08/4.62

作者

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

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

股价走势



资料来源：贝格数据

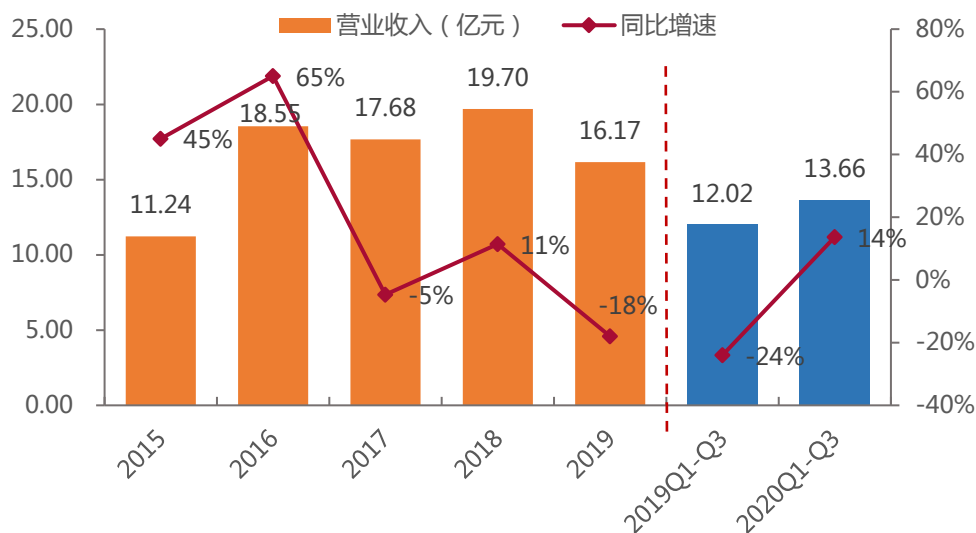
相关报告

- 1 《掌趣科技-半年报点评:业绩超预期,除非经外 Q2《一拳超人》内生表现优异,展望未来腾讯合作 3 款游戏及其他自研大作》 2020-08-27
- 2 《掌趣科技-公司点评:第二期员工持股计划披露,彰显长期信心》 2020-08-18
- 3 《掌趣科技-首次覆盖报告:五年磨一剑苦练内功,携产品多渠道蓄势再发》 2020-07-07

1. 财报解读

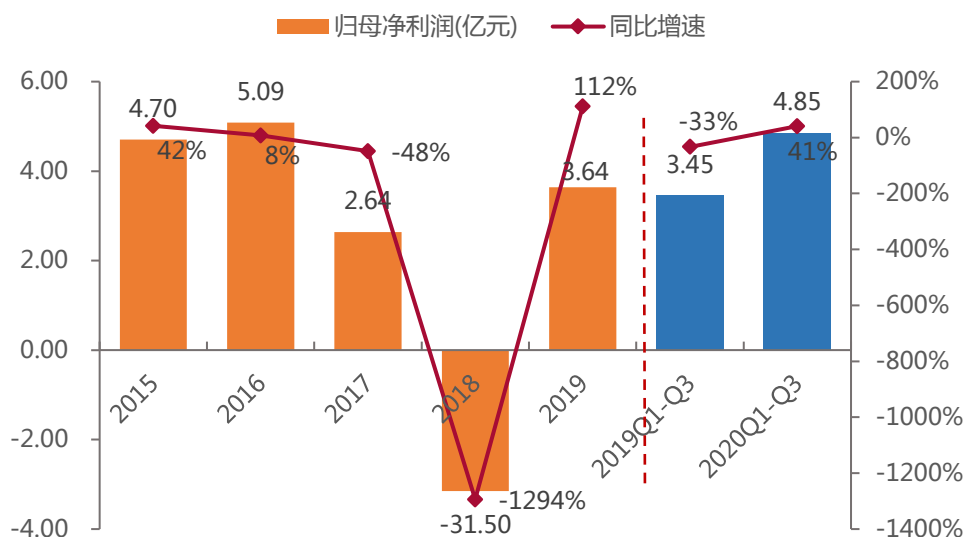
掌趣科技 2020 年前三季度实现营收 13.66 亿元，同比增长 13.69%，归母净利润 4.85 亿元，同比增长 40.51%，扣非后归母净利润 3.74 亿元，同比下降 11.68%。

图 1：掌趣科技 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 营业总收入及增速 1



资料来源：公司公告，天风证券研究所

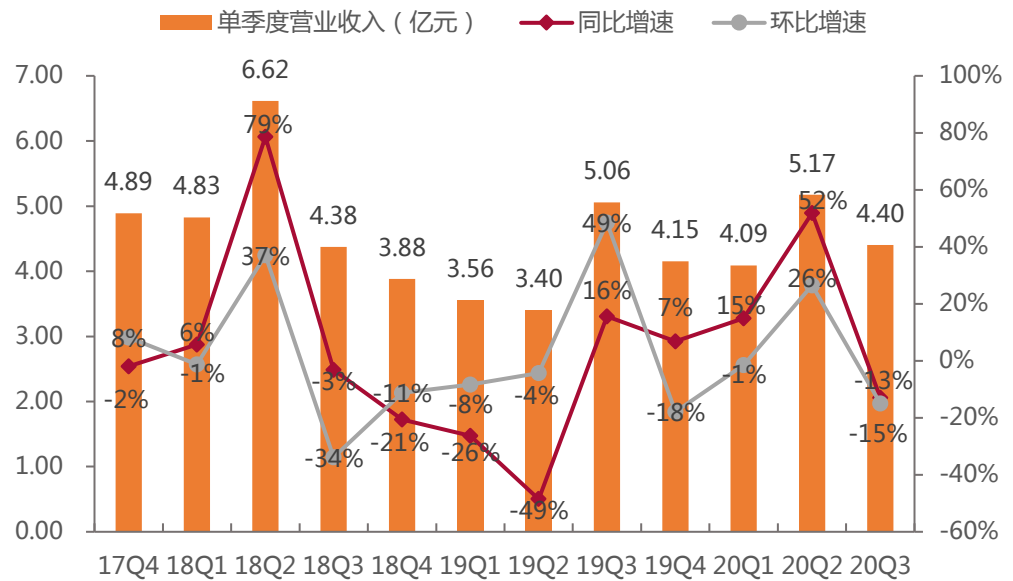
图 2：掌趣科技 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 归母净利润及增速



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

分季度来看，Q3 实现营收 4.40 亿元，同比下降 12.96%，归母净利润 4126.05 万元，同比下降 69.19%，扣非后归母净利润 1.05 亿元，同比下降 41.26%。

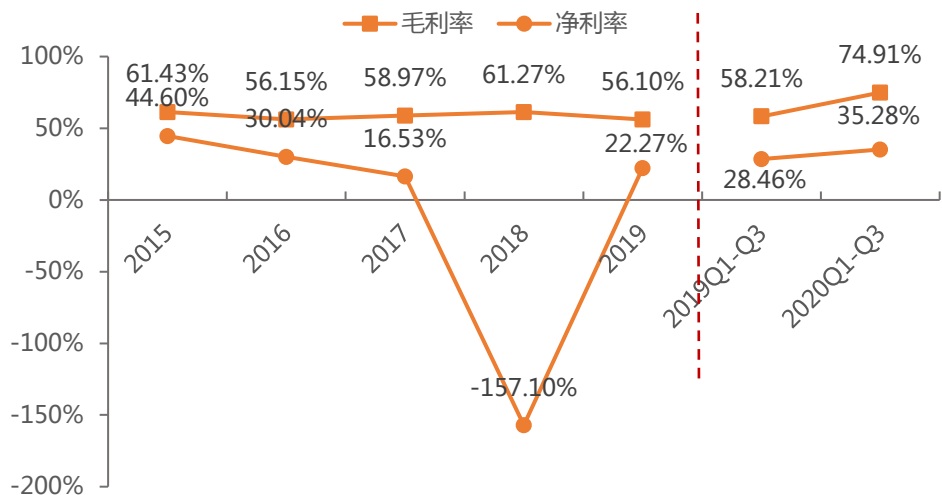
图 3：掌趣科技 17Q4-20Q3 营业总收入及增速 2



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率方面，公司 20Q1-Q3 毛利率 74.91%，同比增加 16.70pct，净利率 35.28%，同比增加 6.82pct，其中 20Q3 毛利率 73.83%，同比增加 16.45pct，净利率 9.23%，同比下降 17.04pct。

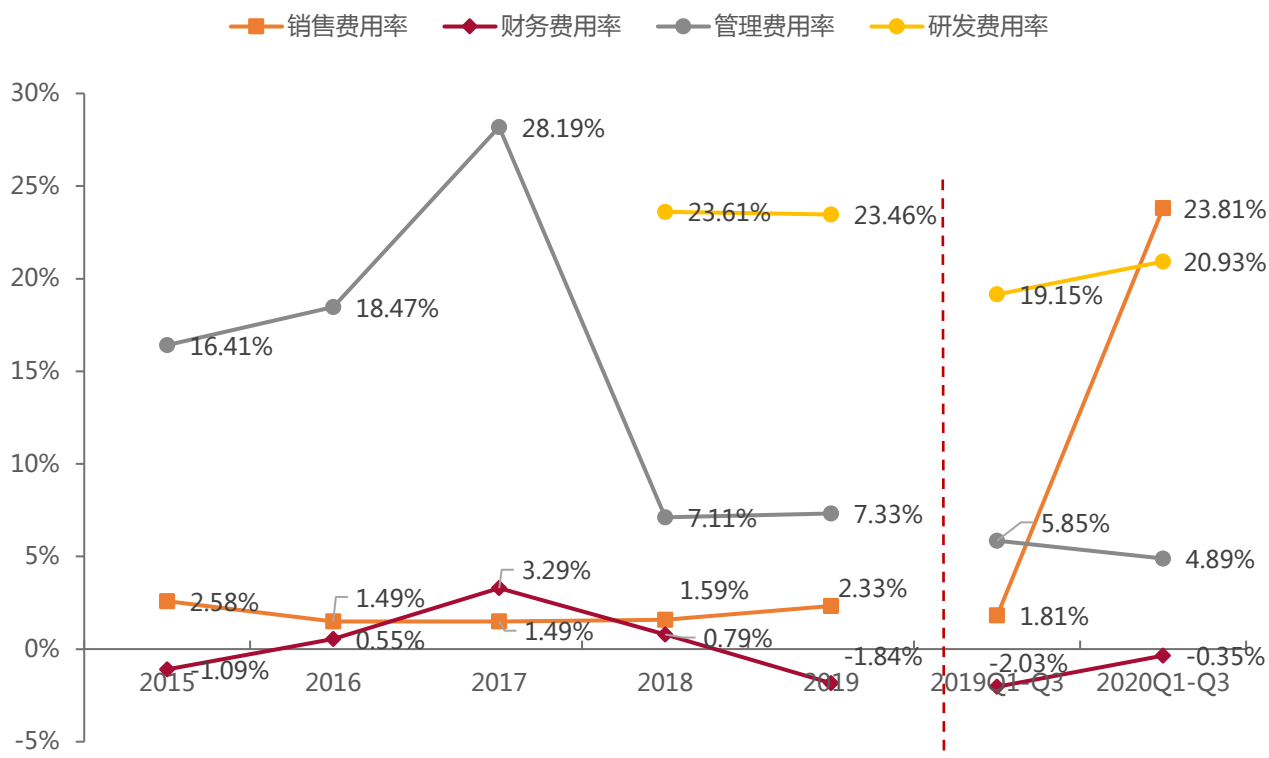
图 4：掌趣科技 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 毛利率与净利率 3



资料来源：公司公告，天风证券研究所

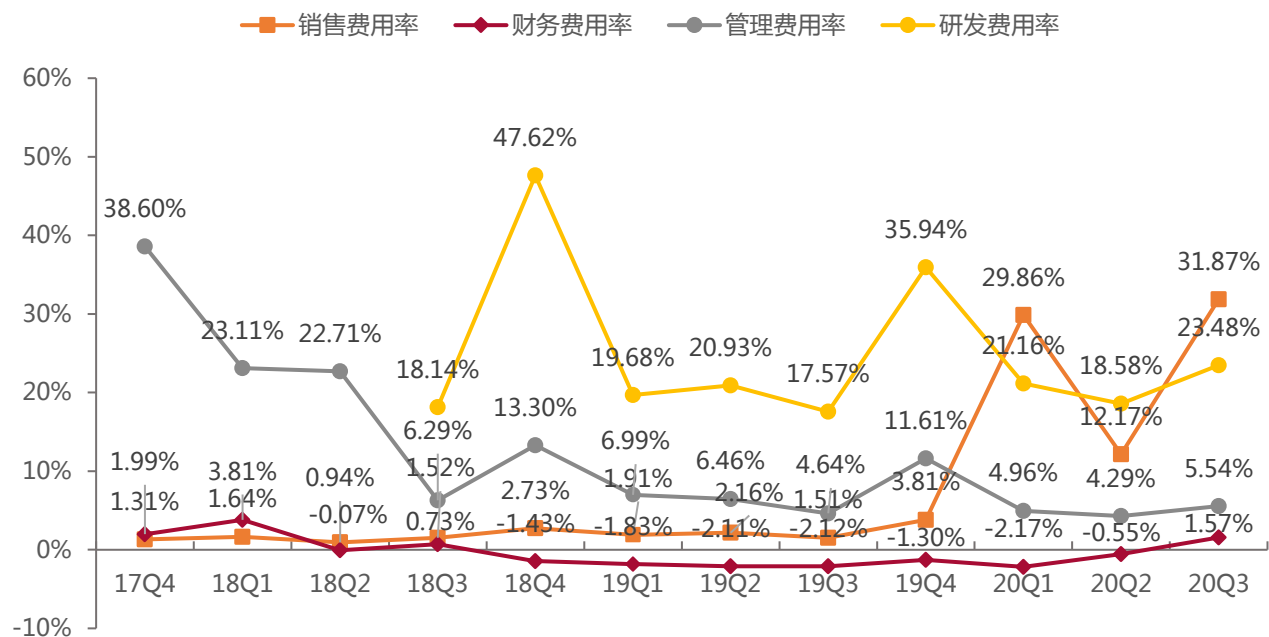
四项费用方面,20Q1-Q3 公司销售费用 3.25 亿元,同比增长 1392.63%,销售费用率 23.81%,同比增加 22.00pct,管理费用 6684.56 万元,同比下降 4.90%,管理费用率 25.82%,同比增加 0.83pct,财务费用-479.40 万元,同比增长 80.38%,财务费用率-0.35%,同比增加 1.68pct,研发费用 2.86 亿元,同比增长 24.28%,研发费用率 20.93%,同比增加 1.78pct。

图 5: 掌趣科技 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 费用率 4



资料来源:公司公告,天风证券研究所

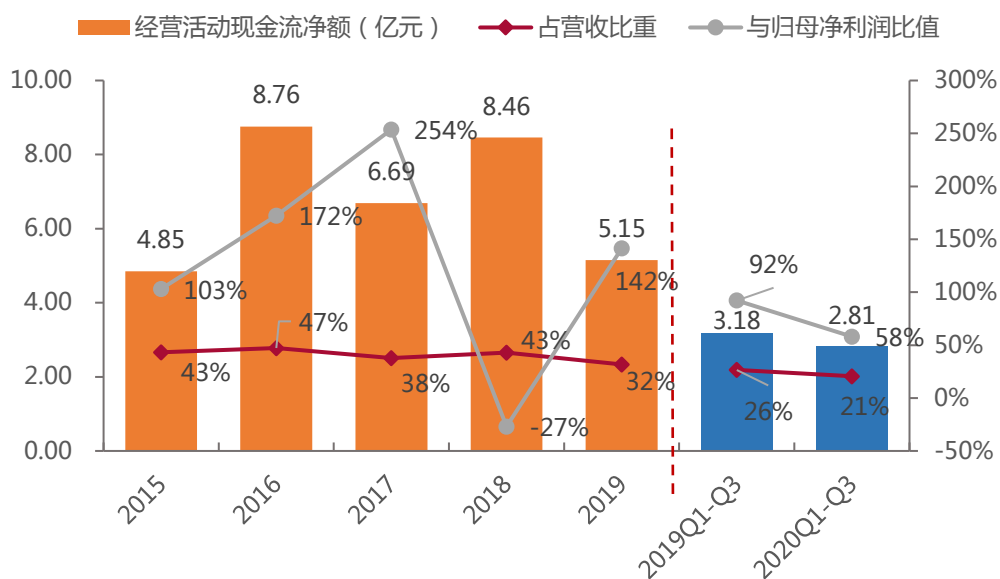
图 6: 掌趣科技 17Q4-20Q3 费用率 5



资料来源:公司公告,天风证券研究所

2020Q1-Q3 公司经营性现金流净额为 2.81 亿元，去年同期为 3.18 亿元，同比下降 11.64%。

图 7：掌趣科技 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 经营性现金流情况 6



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：《真红之刃》近三个月 iPhone 畅销榜排名（截至 2020 年 10 月 27 日）



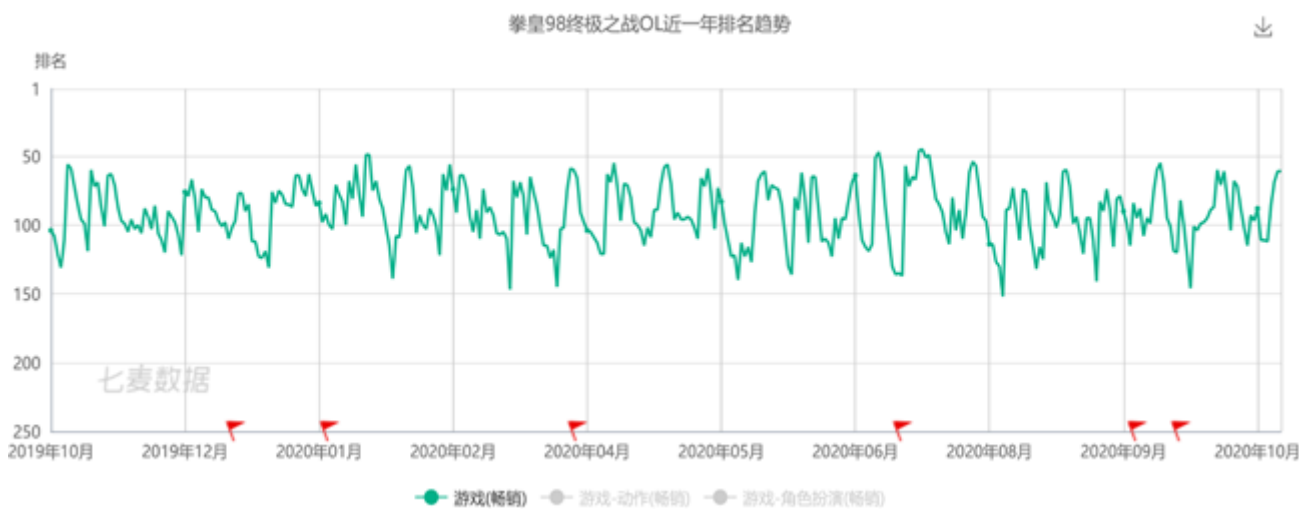
资料来源：七麦数据，天风证券研究所

图 9:《奇迹 MU》近一年 iPhone 畅销榜排名 (截至 2020 年 10 月 27 日)



资料来源:七麦数据,天风证券研究所

图 10:《拳皇 98》近一年 iPhone 畅销榜排名 (截至 2020 年 10 月 27 日)



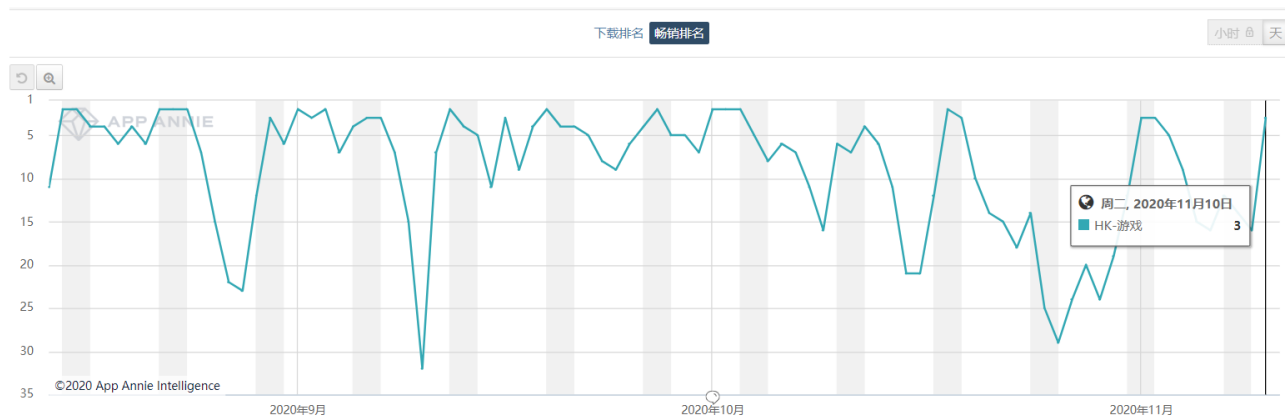
资料来源:七麦数据,天风证券研究所

图 11:《一拳超人》近一年 iPhone 畅销榜排名 (截至 2020 年 10 月 27 日)



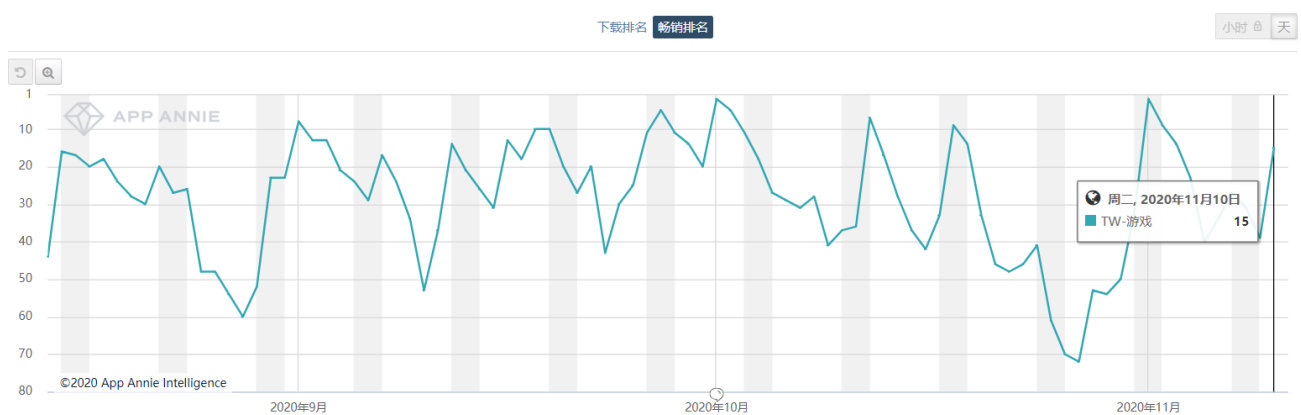
资料来源:七麦数据,天风证券研究所

图 12: 《一拳超人: 最强之男》近三个月香港地区 iphone 畅销榜排名 (截至 2020 年 11 月 10 日)



资料来源: app annie, 天风证券研究所

图 13: 《一拳超人: 最强之男》近三个月台湾地区 iphone 畅销榜排名 (截至 2020 年 11 月 10 日)



资料来源: app annie, 天风证券研究所

表 1: 游戏 pipeline

游戏名称	(预计) 上线时间	类型	备注	有无版号
全民奇迹 2	预计上线时间: 大概率 21 年 Q1	MMORPG	腾讯发行	有
街霸: 对决	预计上线时间: 2020 年 11 月 26 日	角色扮演	腾讯发行	有
黑暗之潮: 契约	预计上线时间: 2021 年年中	动作	腾讯发行	有
那些需要守护的	预计上线时间: 2020 年	策略		有
修谱诺斯	预计上线时间: 2020 年	剧情		无
真红之刃	已于 2020 年 8 月 5 日上线	角色扮演		有
寻侠之侠影	已于 8 月获得版号	修仙		有

资料来源: taptap, 腾讯先游, 黑暗之潮官网, 全民奇迹 2 官网, chinajoy, 公司公告, 天风证券研究所

表 2: 掌趣科技 2020 年非经常性损益项目和金额季度对比 (单位: 元)

非经常性损益项目	20Q1-Q3	20Q3	20H1	20Q2	20Q1
计入当期损益的政府补助	16,053,109.15	3,512,411.76	12,540,697.39	9,939,539.29	2,601,158.10
其他非流动金融资产的公允价值变动收益	120,845,602.32	-96,358,712.49	217,204,314.81	211,682,609.84	5,521,704.97
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	3,397,567.32	5,112,141.78	-1,714,574.46	866,608.63	-2,581,183.09
其他符合非经常性损益定义的损益项目	4,014,001.43	742,144.02	3,271,857.41	1,438,325.31	1,833,532.10
减: 所得税影响额	33,561,992.50	-22,857,987.95	56,419,980.45	54,490,916.75	1,929,063.70
合计	110,748,287.72	-64,134,026.98	174,882,314.70	169,436,166.32	5,446,148.38

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 掌阅科技 2020 年各季度涨幅 (公司占国金天吉实际持股比例 74.25%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,240.53	1,682.39	3,060.33	4,250.84	4,907.98
应收票据及应收账款	182.46	81.13	358.63	39.11	442.95
预付账款	122.39	104.04	76.91	111.01	109.08
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	50.34	33.04	70.17	44.23	81.70
流动资产合计	1,595.73	1,900.60	3,566.04	4,445.19	5,541.71
长期股权投资	1,119.46	1,189.45	1,189.45	1,189.45	1,189.45
固定资产	32.93	21.88	43.03	84.26	124.55
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	158.33	69.67	(7.64)	(7.64)	(7.64)
其他	2,950.81	2,805.55	2,421.80	2,466.84	2,557.69
非流动资产合计	4,261.53	4,086.55	3,682.64	3,802.52	3,935.81
资产总计	5,857.26	5,987.16	7,248.68	8,247.71	9,477.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	200.19	124.48	75.75	145.49	124.57
其他	499.54	250.24	322.65	388.95	325.23
流动负债合计	699.73	374.72	398.40	534.44	449.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	265.72	88.57	118.10
其他	29.46	65.57	34.66	43.23	47.82
非流动负债合计	29.46	65.57	300.37	131.80	165.92
负债合计	729.19	440.29	698.78	666.24	615.72
少数股东权益	(0.58)	(1.36)	(7.00)	(19.86)	(33.63)
股本	2,757.48	2,757.48	2,757.48	2,757.48	2,757.48
资本公积	3,837.39	3,831.10	3,831.10	3,831.10	3,831.10
留存收益	2,337.74	3,223.95	3,799.42	4,843.84	6,137.94
其他	(3,803.97)	(4,264.31)	(3,831.10)	(3,831.10)	(3,831.10)
股东权益合计	5,128.06	5,546.86	6,549.90	7,581.47	8,861.80
负债和股东权益总计	5,857.26	5,987.16	7,248.68	8,247.71	9,477.51

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(3,095.45)	360.04	575.47	1,044.42	1,294.10
折旧摊销	131.28	141.80	80.16	5.17	7.56
财务费用	34.46	5.03	0.00	0.00	0.00
投资损失	(86.68)	(121.25)	(190.00)	(50.00)	0.00
营运资金变动	206.17	(668.65)	77.12	410.93	(606.31)
其它	3,656.11	797.90	(5.64)	(12.86)	(13.77)
经营活动现金流	845.90	514.88	537.10	1,397.66	681.58
资本支出	(3,331.96)	5.30	90.92	71.43	45.41
长期投资	(0.53)	69.99	0.00	0.00	0.00
其他	3,136.94	36.02	39.08	(101.43)	(95.41)
投资活动现金流	(195.55)	111.32	130.00	(30.00)	(50.00)
债权融资	23.78	0.00	277.62	100.47	126.03
股权融资	(241.47)	(443.10)	433.21	0.00	0.00
其他	(650.18)	242.19	0.00	(277.62)	(100.47)
筹资活动现金流	(867.87)	(200.91)	710.84	(177.15)	25.56
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(217.52)	425.29	1,377.94	1,190.50	657.14

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,970.32	1,616.95	1,813.07	2,531.76	3,068.50
营业成本	763.08	709.76	459.74	503.76	608.18
营业税金及附加	8.97	4.38	3.63	5.06	6.14
营业费用	31.40	37.60	415.34	436.10	501.52
管理费用	140.01	118.49	116.89	122.73	141.14
研发费用	465.26	379.31	436.08	479.69	527.66
财务费用	15.55	(29.83)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	3,681.55	(80.96)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(74.18)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	86.68	121.25	190.00	50.00	0.00
其他	(196.22)	64.81	(380.00)	(100.00)	0.00
营业利润	(3,025.94)	366.30	571.40	1,034.41	1,283.86
营业外收入	0.14	0.37	0.00	0.00	0.00
营业外支出	25.44	5.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	(3,051.25)	361.03	571.40	1,034.41	1,283.86
所得税	44.20	0.99	1.57	2.84	3.53
净利润	(3,095.45)	360.04	569.83	1,031.56	1,280.33
少数股东损益	54.49	(3.56)	(5.64)	(12.86)	(13.77)
归属于母公司净利润	(3,149.93)	363.60	575.47	1,044.42	1,294.10
每股收益 (元)	(1.14)	0.13	0.21	0.38	0.47

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	11.43%	-17.93%	12.13%	39.64%	21.20%
营业利润	-1295.21%	-112.11%	55.99%	81.03%	24.12%
归属于母公司净利润	-1293.63%	-111.54%	58.27%	81.49%	23.91%
获利能力					
毛利率	61.27%	56.10%	74.64%	80.10%	80.18%
净利率	-159.87%	22.49%	31.74%	41.25%	42.17%
ROE	-61.42%	6.55%	8.78%	13.74%	14.55%
ROIC	-44.92%	11.29%	18.96%	31.34%	43.99%
偿债能力					
资产负债率	12.45%	7.35%	9.64%	8.08%	6.50%
净负债率	-23.73%	-30.33%	-42.48%	-54.74%	-53.96%
流动比率	2.28	5.07	8.95	8.32	12.32
速动比率	2.28	5.07	8.95	8.32	12.32
营运能力					
应收账款周转率	8.61	12.27	8.25	12.73	12.73
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	0.25	0.27	0.27	0.33	0.35
每股指标 (元)					
每股收益	-1.14	0.13	0.21	0.38	0.47
每股经营现金流	0.31	0.19	0.19	0.51	0.25
每股净资产	1.86	2.01	2.38	2.76	3.23
估值比率					
市盈率	-5.57	48.23	30.48	16.79	13.55
市净率	3.42	3.16	2.67	2.31	1.97
EV/EBITDA	-3.10	14.31	21.90	12.36	9.38
EV/EBIT	-2.95	16.54	24.98	12.42	9.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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