

投资评级 优于大市 维持

静待后续新产品周期

股票数据

10月29日收盘价(元)	6.84
52周股价波动(元)	4.33-10.08
总股本/流通A股(百万股)	2757/2632
总市值/流通市值(百万元)	18861/18004

相关研究

《Q2收入利润快速增长,业绩拐点有望持续》 2020.08.28
《期待2020年新产品周期》2020.04.30
《专注研发与技术,沉淀后再出发》 2019.10.29

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.2	-25.0	-27.9
相对涨幅(%)	-5.1	-23.5	-29.9

资料来源:海通证券研究所

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@htsec.com

证书:S0850518080001

分析师:郝艳辉

Tel:(010)58067906

Email:hyh11052@htsec.com

证书:S0850516070004

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@htsec.com

证书:S0850517080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxg11774@htsec.com

证书:S0850519070002

投资要点:

- 第三季度营收有所下滑,但前三季度业绩较上年仍有所增长。**2020年1-9月,公司实现营业收入13.66亿元,同比增长13.69%;实现归母净利润4.85亿元,同比增加40.51%;扣非归母净利润3.74亿元,同比减少11.68%。公司2020年Q3实现营收4.40亿元,同比减少12.96%,归母净利0.41亿元,同比减少69.19%,扣非归母净利1.05亿元,同比减少41.26%。我们认为第三季度有所下滑的原因为:1)游戏上线初期推广加大。第三季度销售费用环比增加122.7%达1.4亿元,销售费用率环比上升19.69pct,同时新游收入递延,对收入贡献有限;2)公司的研发投入增加。前三季度公司研发费用同比增加11.30%,研发费用率同比略增1.78pct至20.93%,其中第三季度研发费用较去年同期增加16.31%。3)公允价值变动损益波动幅度较为明显。第三季度公司公允价值变动损失0.96亿元,其他权益工具投资较上年年末减少32.68%,对公司当期业绩形成较大影响。
- 毛利率整体维持稳定,持续加大研发投入。**第三季度毛利率环比小幅下滑2.03pct为73.83%,自公司年初起将推广费用计入销售费用后,毛利率总体维持稳定;因新游上线推广投入加大,销售费用率环比上升19.69pct为31.87%;管理费用率为5.54%保持稳定;研发费用率同比上升5.91pct,环比上升4.90pct达23.48%,持续加码研发投入;第三季度因购置优秀IP,相应预付分成款增加导致经营现金流有所下滑。
- 核心产品海外上线表现亮眼,多款大IP新游值得期待。**公司于8月5日上线的ARPG手游《真红之刃》获评硬核联盟超明星产品,报告期内iOS游戏畅销榜平均排名为78名。上半年核心产品《一拳超人:最强之男》表现突出,于6月上线东南亚地区,并一举登上新加坡、马来西亚、泰国、菲律宾等国Googleplay下载榜及AppStore下载榜第一。公司储备新游《街霸:对决》、《全民奇迹2》均由腾讯代理,其中依托全球知名的旗舰级IP“街霸”打造的《街霸:对决》将于11月26日上线,结合卡牌类创新玩法,目前腾讯官网预约玩家数超过580万,TapTap评分为7.2分。《全民奇迹2》由虚幻引擎4打造,已于腾讯游戏平台开放预约,此外《黑暗之潮》、《修普诺斯》也有望后续上线,新游表现值得期待。
- 盈利预测与估值分析:**我们预计公司2020~2022年的EPS分别为0.22元、0.36元和0.45元。参考同行业可比公司2021年PE一致预期,我们给予公司21年20~25倍目标PE,对应合理价值区间7.2~9.0元,维持优于大市评级。
- 风险提示:**新游戏上线延期、新游戏表现不及预期、商誉减值。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1970	1617	1834	2942	3648
(+/-)YoY(%)	11.4%	-17.9%	13.4%	60.4%	24.0%
净利润(百万元)	-3150	364	603	1000	1248
(+/-)YoY(%)	-1293.6%	111.5%	65.7%	66.0%	24.8%
全面摊薄EPS(元)	-1.14	0.13	0.22	0.36	0.45
毛利率(%)	61.3%	56.1%	74.8%	79.1%	79.2%
净资产收益率(%)	-61.4%	6.6%	10.1%	14.4%	16.2%

 资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 掌趣科技可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
完美世界	002624.SZ	28.74	1.24	1.49	1.74	23	19	17
三七互娱	002555.SZ	30.01	1.42	1.70	2.01	21	18	15
吉比特	603444.SH	470.10	15.46	19.26	22.54	30	24	21
平均						25	20	17

注: 股价取自 2020 年 10 月 29 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期。
资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 掌趣科技主营业务各分项收入预测与假设 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
收入	1617	1834	2942	3648	毛利	893	1372	2327	2890
移动游戏	1493	1728	2844	3555	移动游戏	797	1291	2253	2819
网页游戏	118	100	90	86	网页游戏	94	78	71	68
其他业务	6	7	8	8	其他业务	2	3	3	3
成本	724	462	615	758	毛利率 (%)	56.10%	74.79%	79.11%	79.22%
移动游戏	696	437	591	736	移动游戏	53.38%	74.73%	79.22%	79.30%
网页游戏	24	22	19	17	网页游戏	79.79%	78.19%	78.98%	79.77%
其他业务	4	4	5	5	其他业务	35.62%	39.18%	41.14%	41.18%

资料来源: 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	1617	1834	2942	3648
每股收益	0.13	0.22	0.36	0.45	营业成本	710	462	615	758
每股净资产	2.01	2.17	2.51	2.80	毛利率%	56.1%	74.8%	79.1%	79.2%
每股经营现金流	0.19	0.11	0.35	0.44	营业税金及附加	4	6	9	12
每股股利	0.00	0.07	0.15	0.18	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	38	422	441	584
P/E	63.40	38.26	23.05	18.47	营业费用率%	2.3%	23.0%	15.0%	16.0%
P/B	4.15	3.86	3.33	2.98	管理费用	118	119	199	244
P/S	14.26	12.57	7.84	6.32	管理费用率%	7.3%	6.5%	6.8%	6.7%
EV/EBITDA	30.11	49.69	20.07	16.00	EBIT	367	393	986	1194
股息率%	0.0%	0.9%	1.7%	2.2%	财务费用	-30	-19	-26	-37
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.8%	-1.0%	-0.9%	-1.0%
毛利率	56.1%	74.8%	79.1%	79.2%	资产减值损失	81	-1	0	0
净利润率	22.5%	32.8%	34.0%	34.2%	投资收益	121	100	80	80
净资产收益率	6.6%	10.1%	14.4%	16.2%	营业利润	366	678	1042	1301
资产回报率	6.1%	9.4%	13.4%	15.0%	营业外收支	-5	0	0	0
投资回报率	9.5%	8.3%	23.0%	28.8%	利润总额	361	678	1043	1301
盈利增长 (%)					EBITDA	509	425	999	1201
营业收入增长率	-17.9%	13.4%	60.4%	24.0%	所得税	1	81	52	65
EBIT 增长率	-34.6%	7.1%	150.7%	21.0%	有效所得税率%	0.3%	12.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	111.5%	65.7%	66.0%	24.8%	少数股东损益	-4	-6	-10	-12
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	364	603	1000	1248
资产负债率	7.4%	6.6%	7.2%	7.8%					
流动比率	5.1	6.8	7.4	7.6	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	4.8	6.6	7.2	7.4	货币资金	1682	1925	3000	3835
现金比率	4.5	5.6	6.4	6.6	应收账款及应收票据	81	171	262	330
经营效率指标					存货	0	0	0	0
应收账款周转天数	29.8	34.0	32.6	33.0	其它流动资产	137	260	231	240
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产合计	1901	2355	3494	4404
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	长期股权投资	1189	1189	1189	1189
固定资产周转率	59.0	117.4	546.6	2455.1	固定资产	22	9	1	2
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	70	75	67	62
					非流动资产合计	4087	4037	3953	3941
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	5987	6392	7446	8345
净利润	364	603	1000	1248	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-4	-6	-10	-12	应付票据及应付账款	124	92	130	159
非现金支出	237	31	13	7	预收账款	41	43	73	89
非经营收益	-38	-240	-30	-60	其它流动负债	210	211	266	334
营运资金变动	-44	-91	1	17	流动负债合计	375	346	470	583
经营活动现金流	515	296	974	1200	长期借款	0	0	0	0
资产	-53	-47	12	-5	其它长期负债	66	75	65	65
投资	96	-70	20	-70	非流动负债合计	66	75	65	65
其他	68	236	120	160	负债总计	440	421	535	648
投资活动现金流	111	119	152	85	实收资本	2757	2757	2757	2757
债权募资	-24	0	0	0	归属于母公司所有者权益	5548	5978	6929	7727
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-1	-7	-17	-29
其他	-177	-172	-50	-450	负债和所有者权益合计	5987	6392	7446	8345
融资活动现金流	-201	-172	-50	-450					
现金净流量	425	242	1076	834					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 29 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

毛云聪 互联网及传媒
 郝艳辉 互联网及传媒
 孙小雯 互联网及传媒
 陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光线传媒,平治信息,掌阅科技,芒果超媒,顺网科技,中南传媒,完美世界,电魂网络,华策影视,世纪华通,豆神教育,星河娱乐,中信出版,浙数文化,游族网络,吉比特,昆仑万维,中国电影,新媒股份,金科文化,掌趣科技,姚记科技,中文传媒,北京文化,新经典,阿里巴巴-SW,三七互娱,当代文体,慈文传媒,猫眼娱乐

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。