

公司研究/首次覆盖

2020年12月29日

传媒/文化娱乐

投资评级：增持（首次评级）

## 深化改革，迎接重点新品

### 掌趣科技(300315)

当前价格(元): 4.91  
目标价格(元): 5.28

**朱璐** SAC No. S0570520040004  
研究员 SFC No. BPX711  
zhujun016731@htsc.com

**周钊** SAC No. S0570517070006  
研究员 SFC No. BQA910  
010-56793958  
zhouzhao@htsc.com

**吴晓宇** SAC No. S0570120070141  
联系人 (0755)23993324  
wuxiaoyu@htsc.com

#### 深化内部业务及管理改革，重点新品可期，首次覆盖给予“增持”评级

掌趣科技是业界领先的手游研发、运营、发行商。公司经历内部管理架构升级优化，不断推进战略转型发展，加快研运一体化进程。公司 21H1 重点新品《全民奇迹 2》、《黑暗之潮：契约》均由腾讯代理，流水规模及收入贡献值得期待，我们预计公司 2020-22 年营收分别为 16.98/25.51/30.06 亿元，归母净利润分别为 6.18/9.13/11.52 亿元，对应 EPS 分别为 0.22/0.33/0.42 元。考虑可比公司 2021 年 Wind 一致预期平均 PE 为 16X，给予公司 21 年相同估值 16X PE，对应目标价 5.28 元，首次覆盖给予“增持”评级。

#### 精品 IP 游戏创收能力较强，重点新品有望自 21 年起带动收入利润高增长

公司通过外延发展成功打造多品类游戏版图，其中围绕经典 IP 打造的 MMO 及卡牌类游戏表现突出，《全民奇迹》、《拳皇 98 终极之战 OL》、《奇迹：觉醒》等重点产品为公司带来主要收入贡献，根据公司公告，三款游戏上线首年流水均超过 20 亿元，19 年新游《一拳超人：最强之男》贡献公司 20H1 总收入的 38.8%。2020 年 11 月，掌趣取得 IP 授权、北京攸乐研发的《街霸：对决》公测上线，2021H1 公司将迎来重点新品，基于虚幻引擎 4 打造的奇迹 IP 续作《全民奇迹 2》，以及 ARPG《黑暗之潮：契约》均由腾讯代理发行，有望成为各自品类头部产品，带来显著业绩增量。

#### 深化研运一体转型，搭建全球化发行体系，构筑公司核心竞争力

掌趣科技精品游戏的持续涌现，是公司以产品为中心的强研发体系和发行体系共同助力的结果。研发方面，公司持续高投入，专注核心技术，深化研运一体转型；国内发行与腾讯深度合作，享受其渠道优势；海外发行方面不断探索，“品牌+投放”并重的发行模式基本成熟，《一拳超人：最强之男》等产品海外发行表现优异。目前公司已基本建立了能够持续输出精品内容的产业化研发和精细化运营体系，以及相对成熟的海内外发行体系。

#### 内部股权及管理调整基本到位，支撑公司长期良性发展

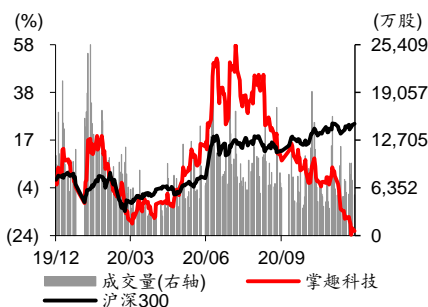
刘惠城 2017 年 12 月正式出任董事长后，进行公司内部架构改革，建立“研发、运营、平台”三大业务线，从底层机制助力公司由外延发展向内部协同整合转变，后续有望支撑公司延续良性发展态势。同时，公司现金流健康，截至 20Q3 商誉规模较 16 年末已下降 65%，减值风险部分释放。

#### 重点新品有望带来弹性，研运一体+全球化发行长期驱动增长

公司经历内部管理优化，深化战略转型，迎接重点新品。公司 20H2 上线的《街霸：对决》表现良好，21H1 重点新品有望带来催化，我们预计公司 2020-22 年归母净利润分别为 6.18/9.13/11.52 亿元，分别同比增长 70.03%/47.63%/26.17%。对应 EPS 分别为 0.22/0.33/0.42 元。考虑可比公司 2021 年平均 PE 为 16X，给予公司 2021 年相同 PE，对应目标价 5.28 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：买量竞争加剧、新游上线时间及流水不及预期、商誉减值等。

#### 一年内股价走势图



资料来源：Wind

#### 公司基本资料

总股本 (百万股)	2,757
流通 A 股 (百万股)	2,632
52 周内股价区间 (元)	4.81-9.94
总市值 (百万元)	13,539
总资产 (百万元)	6,226
每股净资产 (元)	2.07

资料来源：公司公告

#### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,970	1,617	1,698	2,551	3,006
+/-%	11.43	(17.93)	5.03	50.21	17.86
归属母公司净利润 (百万元)	(3,150)	363.60	618.23	912.68	1,152
+/-%	(1,294)	111.54	70.03	47.63	26.17
EPS (元, 最新摊薄)	(1.14)	0.13	0.22	0.33	0.42
PE (倍)	(4.30)	37.24	21.90	14.83	11.76

资料来源：公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

核心推荐逻辑及与市场不同的观点.....	4
精品 IP 游戏创收能力较强，重点新品有望自 21 年带动高增长.....	5
外延扩张发展，打造多品类游戏版图 .....	5
依托 MMORPG 及卡牌品类产品优势，精品游戏创收能力较强 .....	6
公司有效实行 IP 战略，持续打造精品 IP 产品 .....	7
重点新品陆续上线，有望自 21 年起对营收及利润形成较强拉动 .....	9
深化研运一体转型，建设全球化发行体系，增强竞争实力 .....	12
拓宽核心技术研发，持续高投入打造强研发体系 .....	12
公司研发能力获得腾讯认可，战略入股助力公司渠道发行.....	13
海外游戏发行体系日趋成熟，品宣与投放并重 .....	13
内部股权及管理调整到位，商誉减值风险部分释放 .....	15
董事长刘惠城接手后，股权结构趋稳 .....	15
内部业务线架构改革，支撑“研运一体+全球化发行”战略执行 .....	16
盈利能力 19 年起重回正轨，商誉减值风险部分释放 .....	16
盈利预测与估值假设 .....	19
盈利预测.....	19
估值与投资建议.....	21
风险提示.....	21
提及公司表 .....	22
PE/PB - Bands .....	22

## 图表目录

图表 1： 公司历史沿革.....	5
图表 2： 主要子公司及收购情况 .....	5
图表 3： 公司主要已上线产品及 iOS 游戏畅销榜排名数据一览 .....	6
图表 4： 掌趣科技主要游戏流水情况（单位：亿元） .....	6
图表 5： 2016-20H1 部分重点产品收入及占公司总游戏收入比例（单位：亿元） .....	7
图表 6： 《奇迹：觉醒》充值流水及 ARPU 值（右轴） .....	7
图表 7： 《奇迹：觉醒》用户数量及付费率.....	7
图表 8： 掌趣科技主要 IP 储备及对应游戏情况.....	8
图表 9： 《一拳超人：最强之男》充值流水及 ARPU（右轴） .....	8
图表 10： 《一拳超人：最强之男》用户数量及付费率 .....	8
图表 11： 公司 20 年以来主要产品线情况 .....	9
图表 12： 2018 年版号审批重启至今公司已获得版号情况 .....	9
图表 13： 《真红之刃》上线以来 iOS 畅销榜排名情况.....	10
图表 14： 《街霸：对决》上线以来 iOS 畅销榜排名情况 .....	10
图表 15： 《全民奇迹 2》在三大方面实现游戏品质升级.....	10

图表 16:	《奇迹：觉醒》游戏战斗画面效果.....	11
图表 17:	《全民奇迹 2》游戏战斗画面效果.....	11
图表 18:	《黑暗之潮：契约》使用 PBR 渲染.....	11
图表 19:	《黑暗之潮：契约》以亚特兰蒂斯魔幻深海为背景.....	11
图表 20:	公司三大核心技术研发框架.....	12
图表 21:	掌趣科技、完美世界、吉比特研发费用率对比.....	12
图表 22:	掌趣科技、完美世界、吉比特研发人员占比对比.....	12
图表 23:	《全民奇迹 2》由腾讯独家代理发行.....	13
图表 24:	《一拳超人：最强之男》东南亚预注册超 475 万（截至 2020 年 6 月）.....	14
图表 25:	20H1 公司主要游戏境外收入及占公司境外游戏业务收入比例.....	14
图表 26:	《一拳超人：最强之男》部分海外地区 iOS 游戏畅销榜排名.....	14
图表 27:	公司创始人及现任董事长持股比例历史变化情况（截至 2020 年 9 月 30 日）.....	15
图表 28:	公司股权结构（截至 2020 年 9 月 30 日）.....	15
图表 29:	2014-20 年前三季度营业收入变化.....	17
图表 30:	2014-20 年前三季度归母净利及扣非归母净利变化.....	17
图表 31:	2014-20 年前三季度公司毛利率及归母净利率变化.....	17
图表 32:	2014-20 年前三季度公司期间费用率变化.....	17
图表 33:	2014-20 年前三季度公司现金流情况.....	18
图表 34:	2012-20Q1-Q3 公司商誉净值及占总资产比重变化情况.....	18
图表 35:	2014-20Q3 公司商誉净值结构变化.....	18
图表 36:	公司主要移动游戏产品流水及预测（单位：百万元）.....	19
图表 37:	公司主要产品当期流水确认为收入比例.....	19
图表 38:	公司主要移动游戏产品收入及预测（单位：百万元）.....	20
图表 39:	盈利预测及关键假设.....	20
图表 40:	可比公司估值表（截至 2020 年 12 月 28 日）.....	21
图表 41:	商誉减值对 2020 年归母净利影响敏感性分析.....	21
图表 42:	报告提及公司信息.....	22
图表 43:	掌趣科技历史 PE-Bands.....	22
图表 44:	掌趣科技历史 PB-Bands.....	22

## 核心推荐逻辑及与市场不同的观点

短期来看，掌趣科技自 2021 年将迈入新产品周期，重点产品亟待上线，有望对后续业绩形成持续催化；中长期看，公司管理层及内部管理结构调整到位，研运一体+全球化发行双轮驱动下，公司行业竞争力及盈利能力有望持续提升。

**公司 MMO、卡牌类游戏研发能力突出，经典 IP 储备丰富，产品创收能力强，重点新品有望自 21 年起带来业绩弹性。**公司通过外延发展成功打造出多品类的游戏版图，其中围绕经典 IP 打造的 MMO 及卡牌类游戏表现突出。公司已依托奇迹 IP 打造出 MMORPG 产品《全民奇迹》、《奇迹：觉醒》，依托拳皇 IP 打造出手游《拳皇 98 终极之战 OL》，依托一拳超人 IP 打造出二次元卡牌手游《一拳超人：最强之男》，重点产品上线均为公司带来显著营收增量。2020 年 11 月底由掌趣取得 IP 正版授权、北京攸乐研发的格斗卡牌游戏《街霸：对决》上线以来表现良好。且根据公司公告，21H1 有望上线基于虚幻引擎 4 打造的奇迹 IP MMORPG 大作《全民奇迹 2》，以及 ARPG 手游《黑暗之潮：契约》，均由腾讯代理发行，预计将对公司 2021 年业绩形成有力催化。

**公司持续推进内部改革，不断深化“研运一体”转型，全球化发行实力逐步拓展，构筑长期核心竞争力。**自 2017 年以来，公司内部管理层更换，管理结构改革。刘惠城出任董事长后，建立“研发、运营、平台”三大业务线，从底层机制助力公司由外延发展向内部协同整合转变，当前公司内部调整改革基本到位，后续有望继续支持公司延续良性发展态势。公司以产品为中心的强研发体系和全球化的发行体系将成为公司在行业中的核心竞争力，从内部驱动公司持续输出优质内容，并实现长期运营。

研发方面，公司持续高投入，专注打造 Unity3D、虚幻引擎 4 和 H5 三项核心技术，深化研运一体转型，整体投入水平处于行业领先地位，有望持续围绕 IP 储备打造精品游戏。发行方面，公司引入腾讯战投达成深度合作，享受其渠道优势；同时不断探索海外自主发行，“品牌+投放”并重的发行模式基本成熟，《一拳超人：最强之男》等产品海外发行的优异表现也为公司全球化发行体系的构筑提供重要实战经验。公司不断推动内部深化整合，能够持续输出精品内容的产业化研发和精细化运营体系，以及日趋成熟的海内外发行体系将不断强化公司行业竞争中的核心优势。

### 与市场观点不同之处：

我们从公司历史重点产品表现复盘公司营收利润表现，并从玩法特色、技术品质等角度分析公司刚上线的《街霸：对决》以及预期 21H1 将要上线的《全民奇迹 2》、《黑暗之潮：契约》等重点新品，并对公司重点产品流水及所能贡献收入进行预测和计算，认为 21 年重点新品有望为公司带来较为显著的业绩弹性。

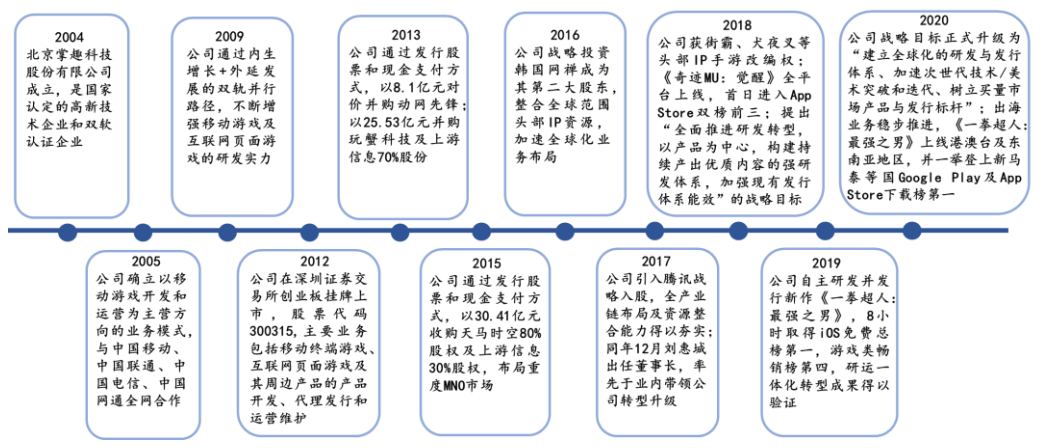
通过分析《一拳超人：最强之男》在海外的成功发行案例，我们认为公司能够根据产品题材、地区用户特点形成差异化的发行投放策略，已经形成了品牌宣传与广告投放并行，追求品效合一的发行形式，逐步建立了 IP 产品全球化发行体系。我们认为发行能力的进一步提升有望与公司优秀的产品研发能力形成共振，助力海外业务的持续拓展。

## 精品 IP 游戏创收能力较强，重点新品有望自 21 年带动高增长外延扩张发展，打造多品类游戏版图

掌趣科技是国内领先的移动游戏开发商、发行商和运营商。公司前身北京智通华网科技有限公司于 2004 年 8 月在中关村科技园注册成立，同年 10 月更名为北京掌趣科技有限公司，确立以移动游戏的研发运营为主要经营方向的业务模式。自 2008 年，公司陆续收购了华娱聚友、丰尚佳诚、广州好运三家增值服务提供商，拓展整合了电信运营商推广渠道，获得 EA 精品游戏的大陆地区代理权；自 2009 年，公司先后完成了对九号科技、大连卧龙、富姆乐三家游戏开发商的收购，实现了在手游、页游开发领域的业务突破及产品品类扩充。2010 年 10 月，公司由有限公司改制为股份有限公司，并于 2012 年登陆创业板。

公司上市后采用“内生+外延”的发展战略。2012 年上市后，公司围绕“品牌渠道为本，服务内容为王”的宗旨，坚持以“内生增长”为基础，不断通过兼并收购实现“外延发展”。2012 年至 2018 年，公司先后收购了动网先锋、上游信息、玩蟹科技和天马时空四家游戏厂商，不断扩充公司游戏业务版图，提升游戏开发实力。

图表1：公司历史沿革



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

掌趣科技主要依托天马时空、玩蟹科技、动网先锋及上游信息四家子公司实现丰富的游戏版图构建，涵盖 MMORPG、卡牌、动作、策略等多个品类。天马时空成立于 2010 年，创始人掌趣科技现任董事长兼 CEO 刘惠城，2013 年起基于 Unity3D 深耕 MMO 游戏，代表作包括 2014 年推出的 MMORPG 手游《全民奇迹》，及 2018 年推出的《奇迹：觉醒》，均为当年热门游戏，最新奇迹类 MMORPG《真红之刃》已于 2020 年 8 月 5 日公测。玩蟹科技成立于 2009 年，产品覆盖类型较广，在卡牌类游戏上成绩突出，代表作包括《一拳超人：最强之男》、《拳皇 98 终极之战 OL》、《大掌门》系列等；动网先锋成立于 2002 年，曾成功打造《商业大亨》等多款热门页游，随后拓展手游开发；于 2012 年成立的上游信息也陆续研发、代理发行了多款页游及手游，以塔防策略类为主。

图表2：主要子公司及收购情况

子公司	成立时间	收购时间及比例	团队负责人	主要领域	代表作	部分储备产品
动网先锋	2002 年	2013 年 2 月 (100%)	牟正文	RPG 手游、页游	《商业大亨》、 《街头篮球》(代理发行)	
上游信息	2012 年	2013 年 10 月 (70%) 2015 年 2 月 (30%)	牟正文	策略塔防类	《塔防三国志》	《修普诺斯》、 《那些需要守护的》
玩蟹科技	2009 年	2013 年 10 月 (100%)	程骏	卡牌、动作类	《一拳超人：最强之男》、 《拳皇 98 终极之战 OL》	
天马时空	2010 年	2015 年 2 月 (80%) 2018 年 12 月 (20%)	刘惠城	MMORPG	《全民奇迹》、 《奇迹：觉醒》、《真红之刃》	《全民奇迹 2》、 《黑暗之潮：契约》

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

### 依托 MMORPG 及卡牌品类产品优势，精品游戏创收能力较强

公司充分发挥在 MMORPG、卡牌品类的优势，打造精品游戏，实现持续创收。公司游戏版图品类丰富，MMORPG 和卡牌类分别是子公司天马时空及玩蟹科技最擅长的品类，公司围绕这两个品类打造多款产品，其中 MMO 产品《全民奇迹》、《奇迹：觉醒》、卡牌类的《拳皇 98 终极之战 OL》、《一拳超人：最强之男》均为公司带来可观的流水及利润。

图表3：公司主要已上线产品及 iOS 游戏畅销榜排名数据一览

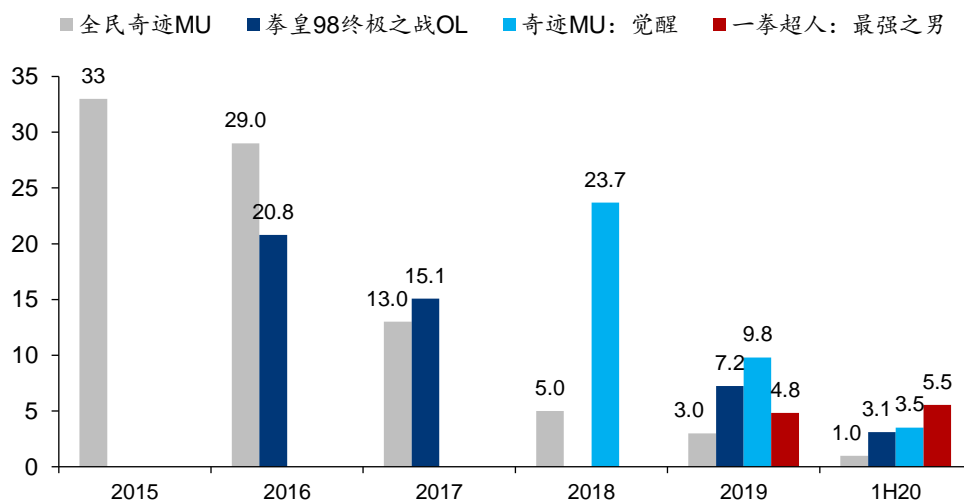
游戏名称	游戏类型	研发商	发行商	上线时间	最高排名	上线首月平均排名	20年11月平均排名
拳皇 98 终极之战 OL	连击卡牌	玩蟹科技、掌趣科技	腾讯游戏	2015.7	2	9	91
大掌门	角色扮演	玩蟹科技	玩蟹科技	2015.11	13	139	413
塔防三国志 II	策略塔防	上游网络	掌趣科技	2016.9	/	/	/
魔法门之英雄无敌：战争纪元	策略卡牌	玩蟹科技、掌趣科技	腾讯游戏	2017.6	2	22	132
奇迹：觉醒	MMORPG	天马时空	腾讯游戏	2018.1	5	16	170
大掌门 2	角色扮演	玩蟹科技	天马时空	2018.2	5	31	463
初音未来：梦幻歌姬	手机音乐游戏	掌趣科技	腾讯游戏	2018.9	/	/	/
一拳超人：最强之男	回合制卡牌	玩蟹科技	天马时空	2019.6	4	11	157
BLEACH 境·界——灵压对决	回合战斗	掌趣科技	天马时空	2019.8	61	119	469
我的英雄学院：入学季	卡牌	玩蟹科技	天马时空	2019.10	/	/	/
真红之刃	MMORPG	天马时空	天马时空	2020.8	25	60	222
街霸：对决	格斗、卡牌	掌趣科技 (IP 授权)、北京攸乐互娱	腾讯游戏	2020.11	6	17	7

注：数据截至 2020 年 12 月 24 日，排名均为大陆地区 iOS 游戏畅销榜排名

资料来源：Wind、公司官网、TapTap、七麦数据、华泰证券研究所

**MMORPG、卡牌类重点产品表现突出。**由天马时空参与开发、恺英网络独家代理的 3D MMORPG 手游《全民奇迹》是 MMO 领域代表产品之一。该游戏获得韩国网禅研发的经典网游《奇迹》正版 IP 授权，于 2014 年 10 月上线。根据 App Store 排行榜数据，游戏上线 12 天即跃升至 iOS 畅销榜第一，首日充值流水超过 2,600 万；根据恺英网络 2019 年报，截至 2019 年 12 月末，《全民奇迹》上线以来累计流水达 83 亿元。卡牌类方面，由玩蟹科技研发的卡牌类手游《拳皇 98 终极之战 OL》获得日本 SNK 官方正版授权。该游戏采用了连击战斗模式，在保留拳皇经典角色及相应技能的基础上，实现了卡牌类玩法的创新。根据公司公告，该游戏自 2015 年 7 月 13 日上线，排名迅速攀升，最高位列 iOS 免费榜第一、畅销榜第二，截至 2016 年 1 月 31 日，在中国大陆、港澳台及韩国地区总流水超过 11.5 亿元。

图表4：掌趣科技主要游戏流水情况（单位：亿元）

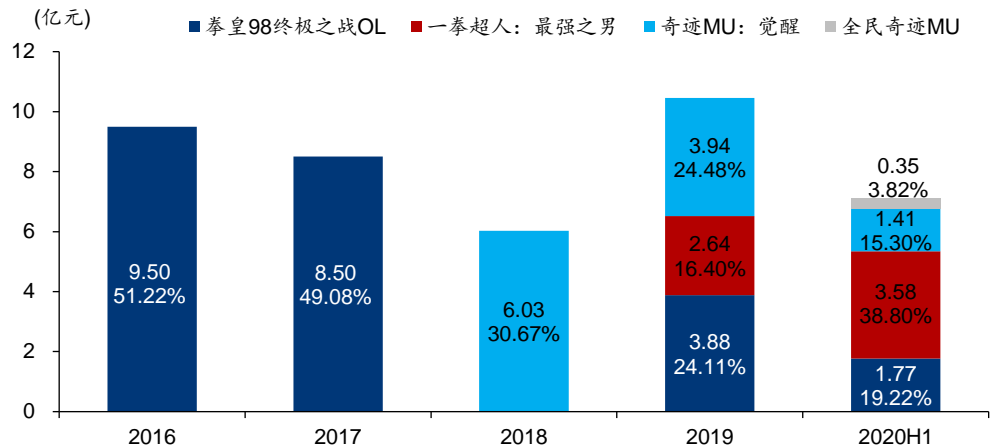


注：《拳皇 98 终极之战 OL》2015、2018 年数据未公布

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**MMO、卡牌类重度产品创收能力较强。**根据公司年报数据，2016 年和 2017 年，《拳皇 98 终极之战 OL》单游戏收入分别达 9.50 亿元和 8.50 亿元，分别占当年游戏收入的 51.22% 和 49.08%；在 2019 年和 20H1，该游戏仍带来 3.88 亿元和 1.77 亿元收入，对总营收贡献分别达 24.11% 和 19.22%。当前来看，公司 20H1 收入贡献排名前五的游戏均为 MMO 或卡牌类游戏。其中 2019 年上线的卡牌类新作《一拳超人：最强之男》20H1 总收入达 3.58 亿元，占公司游戏业务整体收入的 38.80%。

**图表5： 2016-20H1 部分重点产品收入及占公司总游戏收入比例（单位：亿元）**



注：部分年份的单游戏收入未披露

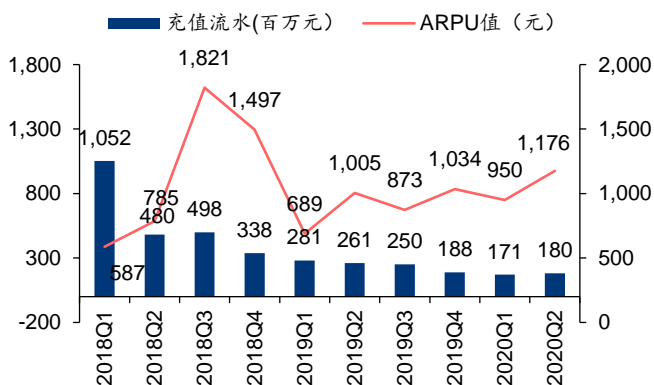
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 公司有效实行 IP 战略，持续打造精品 IP 产品

公司一直以来将 IP 协同作为重要战略内容之一。自 2013 年起，公司便将获取优质 IP 资源纳入发展战略内容；2015 年 IP 改编产品《全民奇迹》和《拳皇 98 终极之战 OL》的优异成绩，印证了公司大 IP 战略成效显著。2016 年 3 月，公司战略投资韩国网禅成为其第二大股东，获得《奇迹》IP 的中国区独家开发权和收益权。2018 年，公司确立“精品化、国际化、大 IP 协同”的核心发展战略。

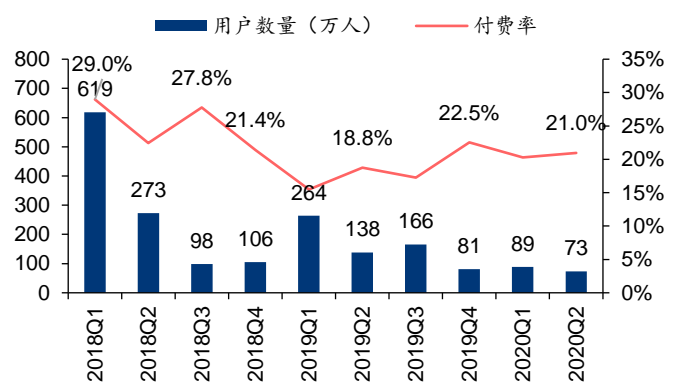
公司围绕奇迹 IP 成功打造多款重点产品，大 IP 协同助力公司实现主力创收产品接力。2014 年公司成功依托奇迹 IP 打造爆款产品《全民奇迹》，在《全民奇迹》产品生命周期步入尾声时，接力推出续作《奇迹：觉醒》并获得成功。《奇迹：觉醒》是公司于 2018 年 1 月上线的 MMORPG 手游，作为奇迹 IP 的续作，该游戏高度还原了《奇迹 MU》端游中的经典场景及职业设计，同时提供深度的社交功能，提升用户粘性。根据公司公告，游戏运营至今超过两年时间，20Q2 单季度流水达到 1.8 亿，付费率达 21%，ARPU 值超过千元。

**图表6： 《奇迹：觉醒》充值流水及 ARPU 值（右轴）**



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**图表7： 《奇迹：觉醒》用户数量及付费率**



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

除奇迹 IP 外，公司仍积极储备各类 IP，在二次元领域进行尝试，并打造出热门产品《一拳超人：最强之男》。根据公司年报，2016 年公司取得了《初音未来》、《死神》、《一拳超人》、《刺客信条》等 IP 的授权，对应的改编游戏《初音未来：梦幻歌姬》、《一拳超人：最强之男》、《BLEACH 境·界——灵压对决》已于 2017 至 2019 年相继问世。2018 年，公司又获得了《街霸》和《犬夜叉》的 IP 授权，进一步充实了游戏、二次元大 IP 储备。

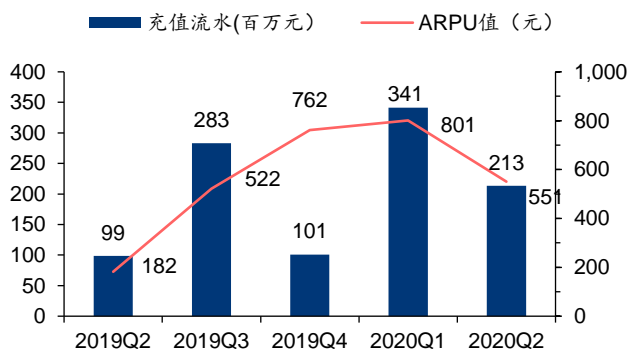
图表8：掌趣科技主要 IP 储备及对应游戏情况

IP	类型	版权获取时间	对应游戏
奇迹 MU	游戏	2014	《全民奇迹》《奇迹：觉醒》 《真红之刃》《全民奇迹 2》
画江湖之不良人	动漫	2015	《不良人》
拳皇	游戏	2015	《拳皇 98 终极之战 OL》
街头篮球	游戏	2016	《街头篮球》
魔法门	游戏	2016	《魔法门之英雄无敌：战争纪元》
疯狂兔子	动漫	2016	《疯狂兔子：无敌奔跑》
刺客信条	游戏	2016	《刺客信条 OL：同盟者》
镇魂街	漫画	2016	镇魂街页游、《镇魂街：对决》
初音未来	二次元	2016	《初音未来：梦幻歌姬》
一拳超人	动漫	2016	《一拳超人：最强之男》
死神	动漫	2016	《BLEACH 境·界——灵压对决》
我的英雄学院	动漫	2017	《我的英雄学院：入学季》
仙剑奇侠传	影视	2017	《仙剑奇侠传：六界情缘》
犬夜叉	动漫	2018	/
街头霸王	游戏	2018	《街霸：对决》

资料来源：公司公告、公司官网、华泰证券研究所

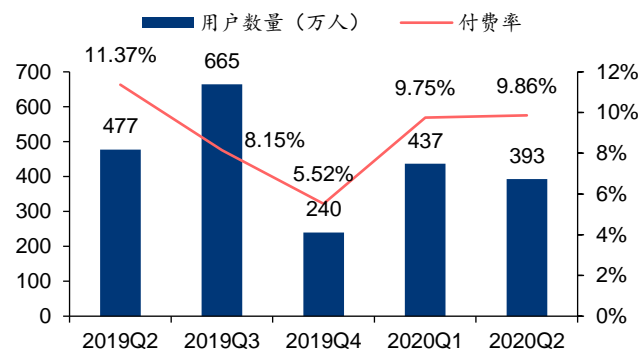
《一拳超人：最强之男》是公司二次元 IP 改编打法的成功案例。该游戏获得《一拳超人》动漫正版授权，于 2019 年 6 月 19 日正式开服，根据七麦数据，公测当日即拿下中国大陆 iOS 游戏免费榜、角色扮演类游戏（免费）、策略游戏（免费）三榜第一，及畅销榜第五，ARPU 水平持续提升。该游戏在 2020 年 1 月和 6 月上线港澳台地区和东南亚地区后，也在当地 Google Play 等榜单取得亮眼成绩，2020 年前两个季度该游戏流水数据较 19Q4 明显提升，20Q1 及 Q2 单季度流水分别达到 3.41 亿元和 2.13 亿元，20H1 该游戏共实现收入 3.58 亿元，占当期总游戏收入 38.8%。

图表9：《一拳超人：最强之男》充值流水及 ARPU（右轴）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表10：《一拳超人：最强之男》用户数量及付费率



资料来源：公司公告、华泰证券研究所



### 重点新品陆续上线，有望自 21 年起对营收及利润形成较强拉动

2019 年公司全年实现营收 16.17 亿，同比下降 17.9%，主因新品延迟上线，《一拳超人：最强之男》、《BLEACH 境·界——灵压对决》、《我的英雄学院：入学季》集中在下半年发布，主要在 2020 年贡献流水收入。同时《一拳超人：最强之男》2020 年海外上线表现亮眼，20 年前三季度公司实现营收 13.66 亿元，同比增长 13.69%。根据公司 2019 及 20H1 半年报，公司后续产品线丰富，重磅新品自 20Q4 陆续上线，由腾讯独家代理的街霸 IP 重磅手游《街霸：对决》11 月 26 日已上线。后续多款精品游戏待上线，其中《全民奇迹 2》、《黑暗之潮：契约》有望为公司 2021 年及后续营收带来显著增量。

图表11：公司 20 年以来主要产品线情况

游戏名称	上线时间	游戏类型	研发商	发行商	TapTap 评分
真红之刃	已于 2020 年 8 月 5 日上线	MMORPG	天马时空	动网先锋	4.6
街霸：对决	已于 2020 年 11 月 26 日上线	格斗、卡牌	玩蟹科技	腾讯游戏	7.5
全民奇迹 2	公司预计 21Q1 上线	MMORPG	天马时空	腾讯游戏	3.4
黑暗之潮：契约	公司预计 21H1 上线	MMORPG	天马时空	掌趣科技	-
修普诺斯	/	解密冒险	上游信息	上游信息	8.6
罗兰创世录	/	MMORPG	天马时空	腾讯游戏	-
那些需要守护的	/	塔防、二次元	上游信息	上游信息	9.0

注：截止 12 月 24 日

资料来源：游戏官网、公司公告、TapTap、华泰证券研究所

公司版号储备充足，储备产品基本均已获得版号。自 2018 年版号审批重启以来，公司共获得 17 个版号。目前储备了 8 款已获版号但尚未公测的游戏，根据腾讯游戏官网信息，《全民奇迹 2》、《黑暗之潮：契约》均将由腾讯代理。

图表12：2018 年版号审批重启至今公司已获得版号情况

游戏名称	运营单位	出版物号	时间
冷械岛	北京掌趣科技股份有限公司	ISBN 978-7-498-05587-3	2018 年 12 月 29 日
恋之农场	北京昊宇上游信息科技有限公司	ISBN 978-7-498-05979-6	2019 年 02 月 11 日
纽扣兄弟	北京掌趣科技股份有限公司	ISBN 978-7-498-06178-2	2019 年 02 月 28 日
一拳超人：最强之男	北京掌趣科技股份有限公司	ISBN 978-7-498-06456-1	2019 年 03 月 29 日
境·界——灵压对决	北京掌趣科技股份有限公司	ISBN 978-7-498-06519-3	2019 年 05 月 13 日
真红之刃	北京掌趣科技股份有限公司	ISBN 978-7-498-06562-9	2019 年 06 月 28 日
我的英雄学院：入学季	北京掌趣科技股份有限公司	ISBN 978-7-498-06584-1	2019 年 07 月 19 日
热血足球	北京掌趣科技股份有限公司	ISBN 978-7-498-06626-8	2019 年 08 月 08 日
街霸：对决	北京掌趣科技股份有限公司	ISBN 978-7-498-06727-2	2019 年 08 月 28 日
<b>尚未公测产品</b>			
王者罗兰	北京天马时空网络技术有限公司	ISBN 978-7-498-07017-3	2019 年 12 月 03 日
黑暗之潮	北京天马时空网络技术有限公司	ISBN 978-7-498-07218-4	2020 年 01 月 10 日
罗兰创世录	北京天马时空网络技术有限公司	ISBN 978-7-498-07301-3	2020 年 02 月 10 日
修普诺斯	北京昊宇上游信息科技有限公司	ISBN 978-7-498-07664-9	2020 年 05 月 11 日
那些需要守护的	北京昊宇上游信息科技有限公司	ISBN 978-7-498-07728-8	2020 年 05 月 28 日
全民奇迹 2	北京天马时空网络技术有限公司	ISBN 978-7-498-07835-3	2020 年 07 月 01 日
黑暗之潮：契约	北京天马时空网络技术有限公司	ISBN 978-7-498-08064-6	2020 年 08 月 21 日
寻侠之侠影	海南动网先锋网络科技有限公司	ISBN 978-7-498-08056-1	2020 年 08 月 21 日

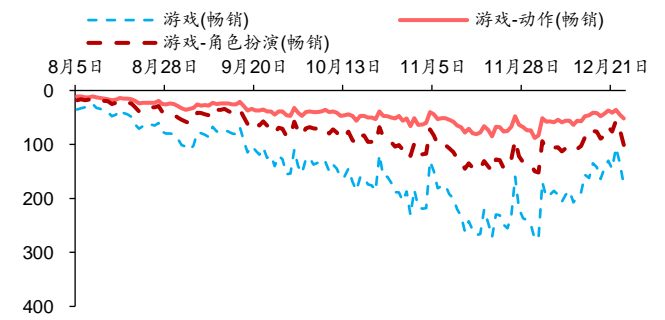
资料来源：国家新闻出版总署、华泰证券研究所

《街霸：对决》是国内首款获得卡普空正版 IP 授权的格斗卡牌类街霸手游，由掌趣科技提供 IP 授权及代理，北京攸乐研发，腾讯在大陆地区独家代理发行，2020 年 11 月 26 日上线。街霸作为经典的街机 IP，广受各年龄层玩家喜爱，此次《街霸：对决》将采用 3D 建模最高限度的还原经典 IP 中的角色、技能，以延续 IP 传统的美术风格及场景内容。同时，游戏还对原 IP 的画质进行了升级调优，通过强化视觉和音效赋予玩家“拳拳到肉”的沉浸式战斗体验，点燃了大批原 IP 忠实粉丝的游戏热情；而“潮流格斗”元素及社交文化的加入，则迎合了年轻用户群体对潮流文化及社交体验的追求，吸引了更多年轻玩家涌入，持续为游戏及 IP 创造活力。

在玩法上,《街霸:对决》对《街霸》系列传统的 1V1 格斗对打模式进行创新,采用了全新的即时连携战斗模式,玩家最多可同时选定 3 名角色出战,进行 3V3 联动式对打,通过搭配特色战斗阵容,利用角色的不同技能形成连招路线以实现连续制表达。相较于传统卡牌核心的单纯点击释放技能的自动战斗玩法,游戏将 IP 经典的动作连招与策略卡牌的养成模式相融合,加入了主动战斗的元素,赋予了玩家更多操作空间及更深的策略体验。在核心创意玩法及配套买量策略的助力下,游戏上线初期表现亮眼,根据七麦数据,游戏上线首日便一举登上 iOS 游戏免费榜第 1,上线一周稳居游戏免费榜前 5,游戏畅销榜前 10,后续排名有所波动,据伽马数据预测,游戏首月流水有望突破 2 亿元。

此外,公司 2020 年新游《真红之刃》也已于 2020 年 8 月 5 日开服,该游戏是一款西方魔幻 MMORPG 手游,由掌趣科技自主研发,邀请国内知名演员沈腾代言。游戏依旧延续奇迹游戏风格,游戏上线首日即冲入 iOS 免费榜首位、畅销游戏榜第 35 位,但根据七麦数据统计,后续游戏畅销榜排名及流水出现下滑,截至 12 月 24 日,iOS 游戏畅销榜排名为 175 位。根据 TapTap 部分玩家反馈,游戏流水下滑可能与缺乏创新点、“0 氪”或“轻氪”(指不充值或充值金额较少)玩家体验相对较差有关。

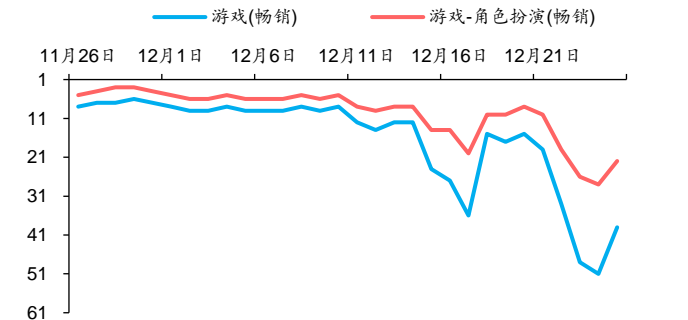
图表 13: 《真红之刃》上线以来 iOS 畅销榜排名情况



注:数据截至 12 月 24 日

资料来源:七麦数据、华泰证券研究所

图表 14: 《街霸:对决》上线以来 iOS 畅销榜排名情况



注:数据截至 12 月 24 日

资料来源:七麦数据、华泰证券研究所

《全民奇迹 2》是基于虚幻 4 引擎打造的奇迹 IP 新作,有望成为魔幻 MMO 顶级产品,比肩前序奇迹大作,根据官网信息,我们预计该游戏将有望于 2021Q1 上线。《全民奇迹 2》由掌趣科技旗下的天马时空研发,腾讯独家代理发行。所使用的虚幻引擎通过 PBR 物理实时渲染、GPU 粒子等技术,将整体游戏画面品质进一步提升,为玩家打造出电影级别的沉浸体验。游戏在虚幻 4 引擎加持下,不仅更好的保留了魔幻题材的主题特色,经典职业、技能的展现也更加华丽精细,海陆空的三栖立体探索让玩家全方位地体验到最新引擎带来的绝美视觉效果。

同时,《全民奇迹 2》中,玩家与游戏世界的互动性将进一步提升,MMO 战斗及游戏内社交体验得到优化。玩家可以和 NPC 更真实的互动,探索背后更多的故事。游戏以“历史文明”提升游戏内涵,开启失落遗迹复兴计划,结合现实中未解的神秘文明,将如巨石阵、复活岛石像等充满魔幻色彩的奇观引入游戏中,达到更强烈的沉浸感及正面的传播效果。根据《全民奇迹 2》官网信息,目前巅峰测试“众神之战”已于 12 月 1 日正式开启。除多重福利外,游戏社区还将陆续开放“捏脸大赛”、“战盟拉人”等丰富活动内容供玩家参与。同时,此次巅峰测试还在虎牙平台开启直播,通过数十名主播进行全方位的深度报道,从副本玩法、炫酷外观、自由飞行、战盟 PVP 等多角度助力玩家探索游戏,吸引了大量玩家积极参与体验。根据《全民奇迹 2》官网信息,在 2020 年度优秀游戏评选大赛(第十五届金翎奖)上,《全民奇迹 2》摘得“玩家最期待的移动网络游戏”桂冠。

图表 15: 《全民奇迹 2》在三大方面实现游戏品质升级

文化融合	玩法拓展	硬件适配
“失落遗迹文明计划”	海陆空三维立体世界	多技术组合应用
完整还原世界遗迹	AI 交互深度创新	渲染管线定制优化
打通游戏世界与现实文明		保障流畅适配

资料来源:2020 Unreal Open Day、华泰证券研究所

我们认为,《全民奇迹 2》作为首款 UE4 引擎打造的奇迹类 MMO 产品,同样由腾讯独家代理发行,有望对标公司前序研发的奇迹类头部产品《全民奇迹》及同为腾讯发行的《奇迹:觉醒》,此两款奇迹类产品分别于 2014 年 10 月和 2018 年 1 月公测,分别于 2015 年和 2018 年实现流水 33 亿和 23.7 亿。《全民奇迹 2》有望为公司 2021 年及后续收入增长带来显著贡献。

图表 16: 《奇迹:觉醒》游戏战斗画面效果



资料来源:《奇迹:觉醒》官网、华泰证券研究所

图表 17: 《全民奇迹 2》游戏战斗画面效果



资料来源:《全民奇迹 2》官网、华泰证券研究所

此外,公司储备的《黑暗之潮:契约》也有望成为 2021 年重点产品之一,根据官网测试信息,我们预期该游戏有望于 21H1 上线。该游戏是一款以魔幻海洋失落世界—亚特兰蒂斯传说为背景的暗黑 ARPG 手游,由天马时空研发,腾讯代理发行。2020 年 11 月 17 日举办的 Unity 线上技术大会上,根据掌趣科技技术专家林若峰分享内容,《黑暗之潮:契约》作为一款顶视角次世代手游,基于 3D Unity 引擎开发,通过 PBR 渲染丰富游戏的动态光影效果及战斗细节。该游戏有望通过丰富的职业角色剧情设计、独特的暗黑画风以及较高的探索自由度为玩家带来沉浸的游戏体验。截至 2020 年 12 月 24 日, TapTap 评分达到 8.7 分。

图表 18: 《黑暗之潮:契约》使用 PBR 渲染



资料来源: TapTap、华泰证券研究所

图表 19: 《黑暗之潮:契约》以亚特兰蒂斯魔幻深海为背景



资料来源: TapTap、华泰证券研究所

此外公司还储备有《修普诺斯》、《那些需要守护的》等多款游戏,有望陆续上线。根据公司官网信息,《修普诺斯》作为一款使用 Cocos Creator 引擎开发的科幻解谜类卡牌养成游戏,采用了赛博朋克式画风以营造游戏核心的近未来科技感,通过错综复杂的剧情设计及立体化的战斗格局为玩家带来虚拟现实和人工智能的强烈交互体验,根据 TapTap 信息,截至 2020 年 12 月 24 日,该游戏已历经两次测试, TapTap 评分达 8.6, 预约人数超 4.8 万,并斩获了十二届 CGDA 优秀游戏制作人大赛“最佳移动游戏设计创新奖”。

公司的另一款储备作品《那些需要守护的》则是一款二次元养成塔防手游,截至 2020 年 12 月 24 日已在 TapTap 积累了 3.5 万玩家预约,评分高达 9.0。公司新产品涉及解谜、二次元、暗黑等当下热门元素品类并已凭借独特风格吸引了一批种子玩家的关注,用户评价及期待值较高,未来上线后有望助力公司在细分赛道取得一定成果。

## 深化研运一体转型，建设全球化发行体系，增强竞争实力

掌趣科技拥有较强研发体系和发行体系。2013-2015年，公司通过收购的方式迅速扩大产品品类版图。2016年起，公司战略重心开始由外延扩张向内部协同整合转移，2017年公司设立“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。至2019年，公司不断推动内部深化整合，已基本建立了能持续输出精品内容的产业化研发和精细化运营体系，及日趋成熟的海内外发行体系。我们认为，研运一体的深化改革和日趋成熟的全球化发行体系将构筑起公司的核心竞争力。

## 拓宽核心技术研发，持续高投入打造强研发体系

现任董事长注重研发，积极调整发展战略，公司开启研发转型之路。公司现任董事长刘惠城是天马时空的董事长兼创始人。2017年12月，刘惠城出任公司董事长后，便明确了公司“以产品为中心，构建持续产出优质内容的强研发体系，并提升现有发行体系能效”的战略目标。2018年上半年，公司依照此战略方向，初步完成了H5和虚幻游戏引擎框架搭建，连同公司所擅长的Unity3D研发框架，打造为公司积淀研发优势、持续创收的“三驾马车”。

图表20：公司三大核心技术研发框架

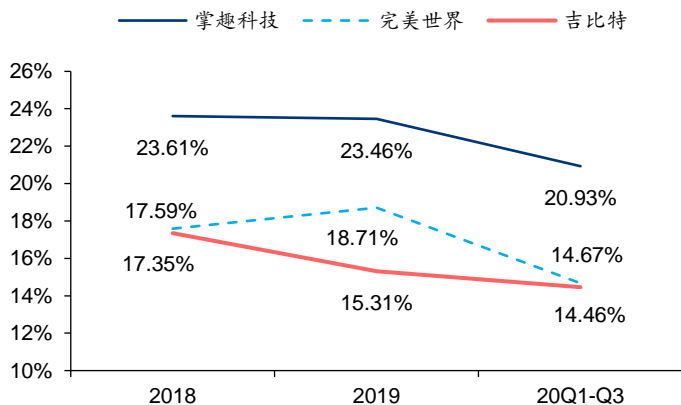
研发技术	具体技术情况
Unity 3D	由 Unity Technologies 开发的实时 3D 互动内容创作和运营平台，可用于创作、运营和变现实时互动的 2D 和 3D 内容，为当前大部分游戏开发所使用
虚幻引擎 4 (UE4)	由 Epic Game 开发的从制作到发行流程全覆盖的完整产品套件，具有逼真渲染、可视化脚本开发和先进 AI 工具，虚幻编辑器具有“所见即所得”特性
H5	H5 是一系列制作网页互动效果的技术集合，目前有多种具体引擎，包括支持 2D 的 Cocos2D 等和支持 3D 和 VR 的 Layabox 和 Egret 等

资料来源：公司官网、Unity、Unreal Engine、华泰证券研究所

公司为打造强研发体系，持续进行高投入。根据公司 2019 年报，当年研发支出达 3.98 亿元，研发费用率为 24.6%。从研发费用率角度对标可比公司，公司研发费用率水平高于吉比特和完美世界等同样注重研发的行业龙头公司。20Q1-Q3，掌趣科技、完美世界、吉比特三家公司的研发费用率分别为 20.93%、14.67%和 14.46%。掌趣科技研发费用率水平处于 A 股游戏公司领先水平。

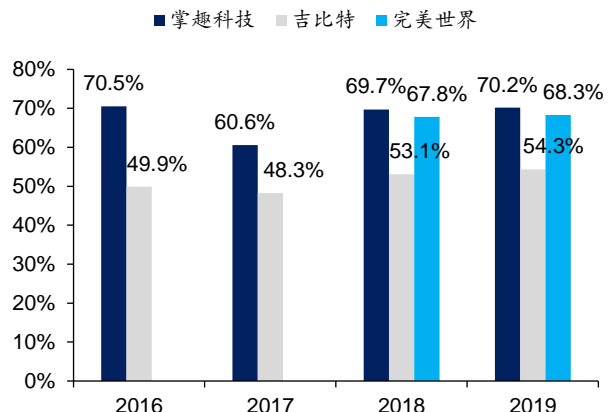
从研发人员数量来看，2019 年公司研发人员数量达到 992 人，较 2018 年增加 96 人。从研发人员占比看，公司研发人员占总员工比重 2017-19 年呈持续上升态势，分别为 60.6%/69.7%/70.2%，相较于行业龙头完美世界和吉比特，掌趣科技研发人员比例同样居前。公司坚持重研发，打造强研发体系战略。

图表21：掌趣科技、完美世界、吉比特研发费用率对比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表22：掌趣科技、完美世界、吉比特研发人员占比对比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 公司研发能力获得腾讯认可，战略入股助力公司渠道发行

公司为提升发行体系效能，2017 年引进腾讯战略入股。公司 2017 年获得林芝腾讯科技有限公司 2.01% 的战略入股。截止 2020 年三季报披露，林芝腾讯仍为公司的第三大股东。公司通过引进战略股东的方式，整合腾讯强大的发行渠道资源，夯实自身发行、渠道及运营实力，有效提升公司游戏业务竞争力。

公司已与腾讯成功合作多款热门游戏。公司的代表作《拳皇 98 终极之战 OL》、《奇迹：觉醒》、《街头篮球》、《魔法门之英雄无敌：战争纪元》、《街霸：对决》等均由腾讯代理发行，并取得了较好的表现。《全民奇迹 2》、《黑暗之潮：契约》预期也将由腾讯代理发行，在与腾讯深度合作中，公司享受了腾讯多平台大体量带来的用户流量红利。

图表 23：《全民奇迹 2》由腾讯独家代理发行



资料来源：2020 腾讯游戏年度发布会、华泰证券研究所

与腾讯深度合作拓宽发行渠道的同时，公司对所研发产品质量水平要求也有所提升，双方形成正反馈循环。根据 Gamelook 报道，公司董事长兼 CEO 刘惠城曾表示，“手游业能经历起腾讯标准检验的团队屈指可数，但掌趣科技就有天马时空和玩蟹科技两支，而且是可持续的”。公司的《奇迹：觉醒》、《拳皇 98 终极之战 OL》、《魔法门之英雄无敌：战争纪元》、《街头篮球》等游戏的开发团队都经历过腾讯的检验。因此与腾讯的深度合作不仅是游戏发行质量的重要保障，同时也是公司自研能力不断提升的驱动力之一。

### 海外游戏发行体系日趋成熟，品宣与投放并重

公司一直在不断探索海外发行业务，打造全球化的发行体系。自 2015 年起，公司便依托《全民奇迹》和《拳皇 98 终极之战 OL》产品本身的高品质，实现了海外地区的优秀发行表现。《拳皇 98 终极之战 OL》、《奇迹：觉醒》、《魔法门之英雄无敌：战争纪元》、《一拳超人：最强之男》在海外地区发行取得了优秀的业绩。2016 年，公司继续拓展海外发行业务，在日本、泰国、新加坡、马来西亚及越南等地区均取得优秀成绩。

2017 年，公司设立发行体系能效提升的目标，海外发行成绩持续表现突出。在 WPP 联合 Google 推出的 2018 年《BrandZ 中国出海品牌 50 强》排行榜中，掌趣科技位列第 33 名。根据公司 2018 年报，《奇迹 MU：觉醒》于 2018 年 6 月在韩国发行，上线首日即取得韩国 App Store 免费总榜冠军，后最高位列韩国 Google Play 畅销榜第二；根据 Mobile Index，该款游戏位列 2018 年韩国手游年收入第 4 名。2019 年 2 月《奇迹 MU：觉醒》上线东南亚地区，进入泰国、新加坡、菲律宾等国家和地区 App Store 及 Google Play 下载、畅销双榜 TOP5，并荣获 2019 Google Play 年度最佳对战游戏奖。2019 年公司海外营收达 6.61 亿，占公司总营收的 40.9%。

经过多年海外发行经验的积累，公司在 IP 改编游戏上已形成“品牌与投放并重”的较为成熟的打法。公司通过绑定熟悉的玩法与特定 IP，保证游戏本身的品质和品牌力；同时，在买量上，公司大力投放，通常在新产品发行首月通过区域内多渠道广投放的方式，实现线上线下全覆盖。

针对 IP 认知度偏低的地区，公司大力投入用户教育和普及。2020H1，《一拳超人：最强之男》登陆东南亚地区，由于日漫 IP 在东南亚地区认知度相对较低，公司提前进行了四至五个月的预热准备。在游戏上线前，对东南亚多个国家的十余家电视台进行赞助，重播《一拳超人》动画，加深用户对于 IP 产品的认知。同时，为了让玩家能够理解游戏中的剧情进度，游戏内提供中文、泰文、英文和印尼文可供不同地区玩家按需选择。

图表24：《一拳超人：最强之男》东南亚预注册超 475 万（截至 2020 年 6 月）

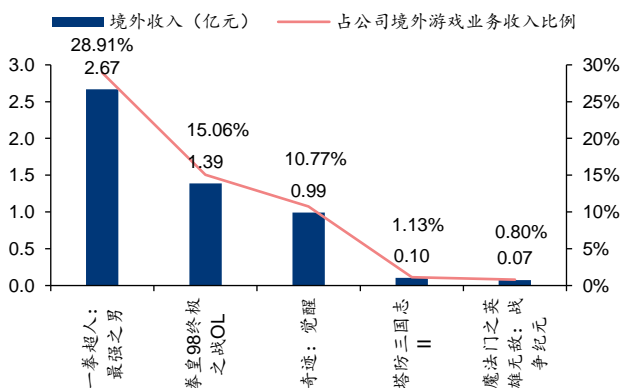


资料来源：玩蟹科技、华泰证券研究所

公司在投放过程中线上线下相结合，针对不同地区采用因地制宜的投放思路。例如在新加坡，日漫 IP 渗透率居中且用户消费能力强，因此公司将其作为重点市场展开营销工作，包括投放大量线下品牌广告、楼宇电梯广告、以及 APP 开屏广告和品牌性较强的 Google Masthead 广告等。而在印尼和菲律宾市场，日漫 IP 影响力相对较弱，因此公司主打线上投放，以教育和普及市场为主，更注重留存指标。

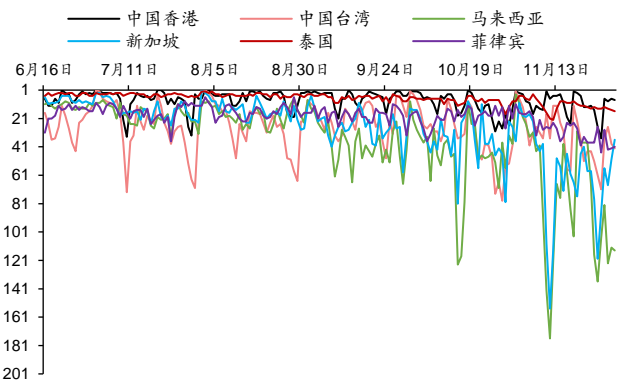
公司品牌+投放并重的海外发行策略已见成效。根据公司官网及 2020 半年报信息，《一拳超人：最强之男》在东南亚上线前便取得超过 475 万预注册用户，6 月正式上线后，一举登上新加坡、马来西亚、泰国、菲律宾等国 Google Play 及 App Store 下载榜第一。《一拳超人：最强之男》20H1 境外收入 2.67 亿元，占公司境外游戏业务收入比重达 28.91%。

图表25：20H1 公司主要游戏境外收入及占公司境外游戏业务收入比例



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表26：《一拳超人：最强之男》部分海外地区 iOS 游戏畅销榜排名



资料来源：七麦数据、华泰证券研究所

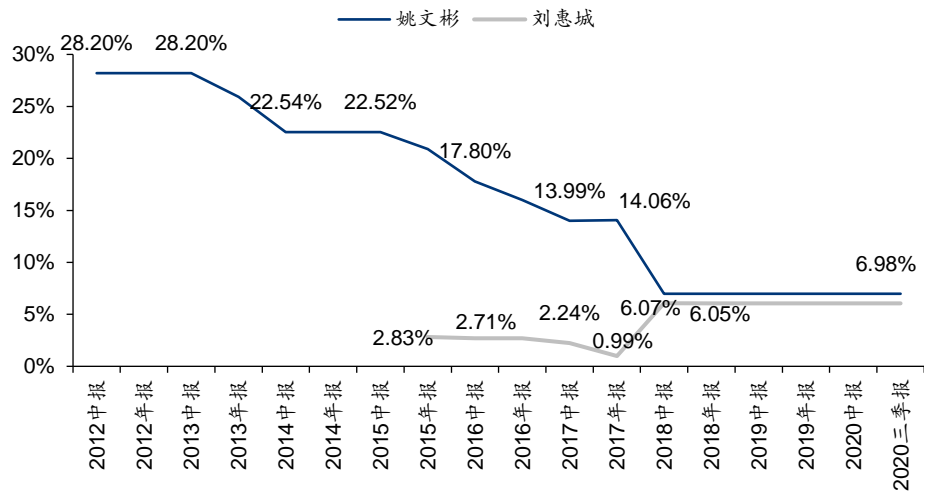
## 内部股权及管理调整到位，商誉减值风险部分释放

公司核心战略的确立和施行，依托于稳定有效的内部管理体系。现任董事长任职近三年，内部调整改革基本到位，所设立的管理理念及发展战略将持续指引公司未来的发展方向。同时，公司商誉减值风险部分释放，现金流状况健康。

## 董事长刘惠城接手后，股权结构趋稳

公司上市后股权处于持续调整状态中。上市初期，公司创始人、董事长姚文彬及一致行动人叶颖涛共同持股超过 30%。在公司外延扩张发展进程中，姚文彬自 2013 年开始持续减持。2016 年 8 月，姚文彬辞去掌趣科技董事长职位，至 2018 年，其持股比例已下降为 6.98%。现任董事长刘惠城于 2017 年 12 月正式就任公司董事长。

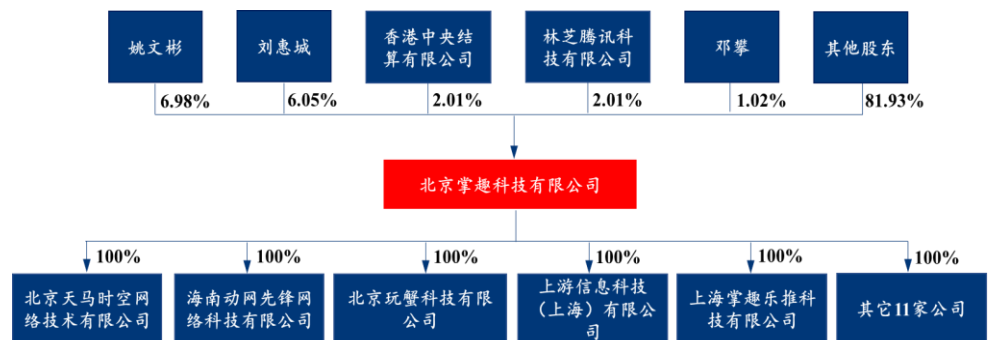
图表27： 公司创始人及现任董事长持股比例历史变化情况（截至 2020 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

现任董事长持股比例提升，成为二股东。截至 2020 年三季报披露，现任董事长刘惠城持有公司 6.05% 股份，为第二大股东，同时也是除姚文彬外唯一持股比例超过 5% 的股东。

图表28： 公司股权结构（截至 2020 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 内部业务线架构改革，支撑“研运一体+全球化发行”战略执行

刘惠城任董事长后，进行公司内部架构改革，建立“研发、运营、平台”三大业务线，从底层机制助力公司由外延发展向内部协同整合转变。公司发展初期的外延扩张战略虽然实现了公司整体规模的迅速提升和业务版图的高效扩展，但也造成了集团与各子公司之间相对松散的组织架构。公司董事长刘惠城 2018 年 7 月 18 日发布全员内部信，宣布公司将进一步深化研发转型，通过内部整合重组，将原本的松散结构打造为研发、运营、平台三大业务板块，进行统筹管理和考核，进而全面提升内部资源利用效率及信息流动，集中力量发力未来产品布局及研发工作。

- 1) **研发线**：作为企业发展关键，由刘惠城亲自带队整合三大工作室群，聚焦侧重技术革新和画面表现的领导型产品、具备特定 IP 或美术风格的细分型产品以及定位新兴市场突破的流量型产品三大产品类型。可以看到，2017 年以来公司已打造多款精品产品，形成了能够持续输出优质内容的强研发体系；
- 2) **运营线**：统筹资源核心，由 COO 黄萍全权负责，整合公司发行、商务、投资、企划等业务，从《奇迹：觉醒》、《一拳超人：最强之男》的表现可见，通过 2 年左右时间，公司运营线已经建立了相对成熟的全球化发行业务体系；
- 3) **平台线**：作为业务发展支撑，充分运用上市公司平台及资源，支持各业务部门工作及公司发展。

从近年公司业务发展情况看，业务线结构的改革有效支撑了公司阶段性战略目标的实现，后续有望继续支持公司延续良性发展态势。三条业务线有效支撑了公司 2017 年底提出的“以产品为中心，建立持续输出优质内容能力的强研发体系，不断提升现有发行体系效能”的战略目标。2020 公司年会上，董事长刘惠城宣布公司战略转型进入深化阶段，未来战略目标将升级为“建立全球化的研发与发行体系、加速次世代技术/美术突破和迭代、树立买量市场产品与发行标杆”。在内部架构支持下，公司有望持续深化改革。

### 盈利能力 19 年起重回正轨，商誉减值风险部分释放

公司 2015 年 7 月推出格斗卡牌力作《拳皇 98 终极之战 OL》，截至 2016 年 1 月 31 日实现流水 11.5 亿元，驱动 2015 年营收同比增长 45.03% 至 11.2 亿元。2016 年该游戏贡献收入 9.5 亿元，占总营收 51.22%，驱动当年业绩同增 65.04% 至 18.6 亿元；营收拉动下，公司 2015-16 年分别实现归母净利 4.70 和 5.09 亿元，分别同比增长 42.29% 和 8.12%，2016 年归母净利增速受到当期计提长期股权投资减值拖累，2016 年共计提资产减值 1.83 亿元。

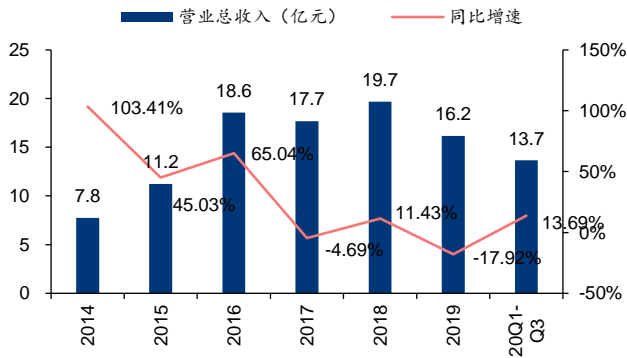
2017 年公司并无重磅大作上线，页游规模同比下滑 41.33% 至 1.45 亿元，占总营收 8.17%，营收重心向手游迁移，当年实现营收 17.7 亿元，同比回落 4.69%，《拳皇 98 终极之战 OL》仍贡献最主要营收，2017 年实现 8.5 亿元营收，占当年总营收 49.08%。2017 年公司实现归母净利 2.64 亿元，同比下降 48.11%。业绩下降主要系公司无大作上线、研发投入快速增长、计提被投资公司商誉减值、可供出售金融资产减值准备及因业绩承诺未完成产生的业绩补偿等原因所致。2018 年 1 月公司奇迹 IP MMORPG 大作《奇迹：觉醒》上线，2018 年为公司贡献 6.03 亿收入，占总收入 30.67%，驱动公司全年营收同比增长 11.43% 至 19.7 亿元。公司 2018 年业绩受到减值影响显著，计提资产减值 36.82 亿元，实现归母净利-31.50 亿元。若剔除资产减值影响，公司 2018 年实现归母净利 5.78 亿元。

2018 年 3 月起中国大陆地区版号冻结，公司后续新游延迟上线。直至 2019 年逐步恢复，公司《一拳超人：最强之男》19 年 6 月上线，《BLEACH 境界——灵压对决》、《我的英雄学院：入学季》均于 19 年下半年上线。在 2018 年《奇迹：觉醒》上线带动高基数及 2019 年新游延迟上线背景下，公司 19 年营收同比下滑 17.92% 至 16.2 亿元。从盈利情况看，公司已实现同比扭亏，2019 年实现归母净利 3.64 亿元，虽仍受到公允价值变动、资产减值损失及信用减值损失共计 1.69 亿元影响，但整体盈利已回归正轨。



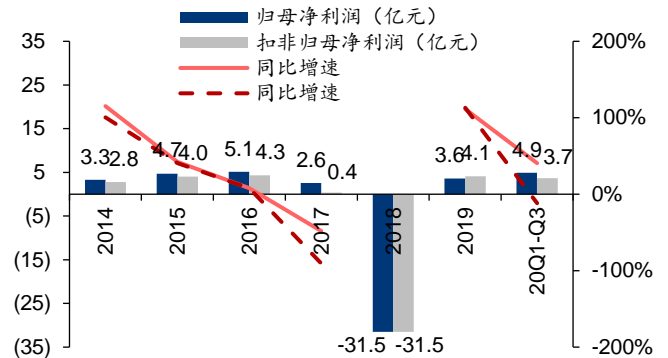
公司 20H1 实现营收 9.26 亿元,同增 33.04%,主要原因是海外新上线自研游戏表现出色,其中《一拳超人:最强之男》营收业绩突出,港澳台及东南亚表现亮眼,20 年上半年实现归母净利 4.43 亿元,同比增长 110.11%,主要原因是营收及投资收益拉动,19H1 公司处于产品断档期,业绩同样位于较低水平。20Q3 单季度,公司实现营收 4.4 亿元,同比下滑 12.96%,主要原因是当期上线的头部产品《真红之刃》收入延迟确认及去年 6 月上线《一拳超人:最强之男》带来前期基数较高;20Q3 公司实现归母净利 0.41 亿元,同比下滑 69.19%,主要原因是 20Q3 公司《真红之刃》上线,广告推广及投放费用达 1.40 亿元,同比大幅增长 1731%。

图表29: 2014-20 年前三季度营业收入变化



资料来源:公司公告、华泰证券研究所

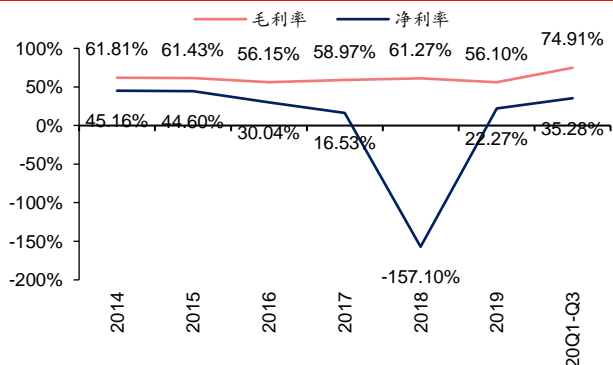
图表30: 2014-20 年前三季度归母净利润及扣非归母净利润变化



资料来源:公司公告、华泰证券研究所

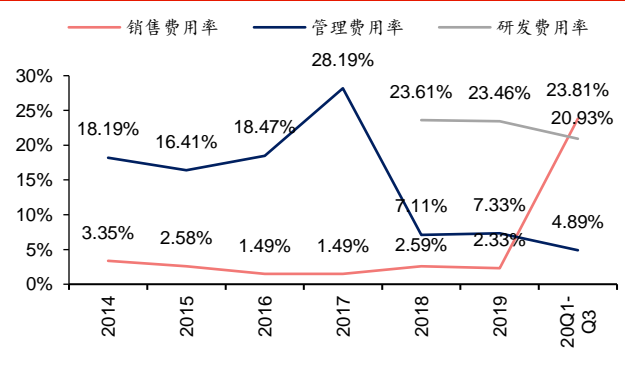
公司利润率逐渐企稳回升,研发投入规模高。公司 2019 年毛利率为 56.10%,同比下降 5.27pct。其中国内业务毛利率为 57.60%,同比上升 1.83pct;境外业务毛利率 53.93%,同比下降 14.65pct,主要原因是海外发行业务拓展下,推广费用有所提升。公司 2020 年 H1 公司实现毛利率 75.42%同比增长 18.61pct,这与公司执行新收入准则,将推广费从主营业务成本调至销售费用核算有关,剔除推广费影响,公司实现毛利率 56.54%,整体企稳回升。公司的销售费用率从 2019 年前三季度的 1.81%增长至 20 年前三季度的 23.79%,主要原因是 20 年新游《真红之刃》的推广费用带来增量。公司自 2017 年起加大研发投入,费用合并和管理费用中,致使 2017 年管理费用率出现显著提升,2018 年起研发费用单独列示,2019 年公司总费用 5.06 亿元,其中研发费用 3.79 亿元,研发费用率达 23.61%;公司 20Q1-Q3 研发费用率 20.93%,仍维持较高的研发投入水平。

图表31: 2014-20 年前三季度公司毛利率及归母净利率变化



资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表32: 2014-20 年前三季度公司期间费用率变化

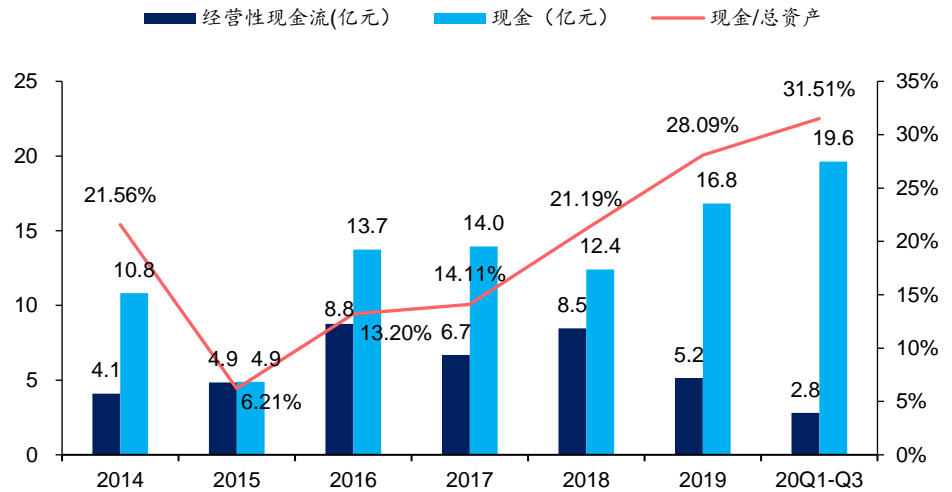


资料来源:公司公告、华泰证券研究所

公司利用充足的资金积极推进长效激励机制的建立和实施,彰显管理层信心。公司账上现金状况良好,截至 20Q3 账上现金 19.62 亿元,现金占总资产比重 31.51%。充足的现金也得益于常年良好的现金流供给,2017-19 年经营性现金流分别为 6.69 亿、8.46 亿和 5.15 亿元。2019 年 2 月,公司推行实施的首次回购股份方案并已于 2020 年 2 月届满,期间共回购公司股票 2,786 万股,占公司总股本比例 1.01%。

根据公司公告，公司 20 年 6 月起实行第二次股票回购，截至 2020 年 9 月 30 日，公司第二次累计通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 2,571 万股，占公司总股本的 0.9325%，最高成交价为 8.60 元/股，最低成交价为 6.42 元/股，成交金额为 2.0 亿元（不含交易费用）。公司于 2020 年 10 月 9 日披露了《关于回购股份完成暨股份变动的公告》，第二次回购股份方案已实施完毕。根据公司公告，该次股权回购收回的股份已于 2020 年 10 月 28 日非交易过户至公司第二期员工持股计划专户，用于实施第二期员工持股计划。

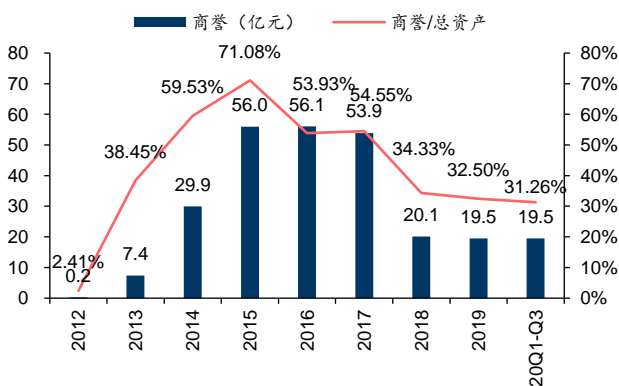
**图表33： 2014-20 年前三季度公司现金流情况**



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

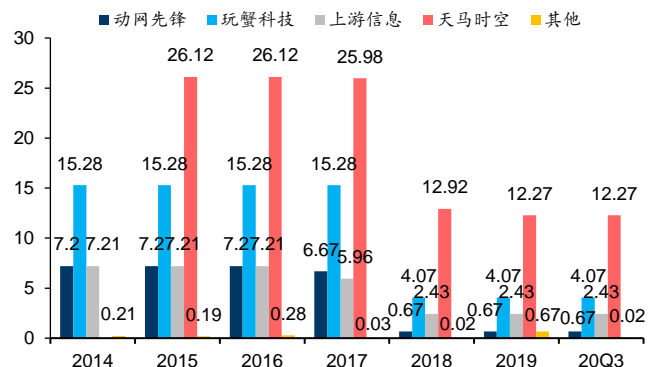
商誉减值风险部分释放，目前商誉主要集中于天马时空和玩蟹科技。公司 2018 年计提 33.80 亿元商誉减值准备，2019 年计提 0.65 亿元商誉减值准备。截至 20Q3，公司商誉净值为 19.46 亿元，相比 2016 年高点的 56.09 亿元下降 65.31%。商誉占总资产比例也逐年下降，2017-19 年商誉占总资产比重分别为 54.6%、34.3%和 32.5%，商誉减值风险得到逐步释放。公司商誉结构历年变化不大，截至 20Q3，账上 19.46 亿元商誉，天马时空拥有商誉 12.27 亿元，占总商誉 63.1%，玩蟹科技 4.07 亿占 20.9%，超过 84%商誉都集中在天马时空和玩蟹科技两家子公司。

**图表34： 2012-20Q1-Q3 公司商誉净值及占总资产比重变化情况**



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**图表35： 2014-20Q3 公司商誉净值结构变化**



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 盈利预测与估值假设

### 盈利预测

#### 1) 移动终端游戏收入

公司移动游戏运营收入的确认方法主要包括两种：公司官方网站运营的自有网络游戏收入在游戏玩家实际使用虚拟货币购买虚拟道具时确认收入；公司官方网站运营的合作网络游戏及公司与网络游戏平台合作/代理运营的网络游戏，在取得合作方提供的按协议约定计算的计费账单后确认为收入，该部分账单费用已扣除渠道费用及平台分成。

公司 2020 年前三季度实现营收 13.66 亿元，同比增长 13.69%。根据公司公告及伽马数据预测数据，我们对公司主要产品流水进行预测，每年流水规模按同比 20%至 30%递减。

图表36：公司主要移动游戏产品流水及预测（单位：百万元）

	上线时间	2018	2019	2020E	2021E	2022E
拳皇 98 终极之战 OL	2015.8	1510	720	540	432	346
奇迹觉醒	2018.1	2370	980	686	480	336
一拳超人：最强之男	2019.6		480	900	675	506
真红之刃	2020.8			200	200	140
街霸：对决	2020.11			300	900	750
全民奇迹 2	预计 21Q1				2000	1600
黑暗之潮：契约	预计 21H1				800	800

注：2020-22 年游戏产品流水按每年 20-30% 衰减率预测。

资料来源：公司公告、公司官网、七麦数据、TapTap、华泰证券研究所

我们通过公司主要产品当期收入及流水数据计算不同运营方式下公司产品流水对收入的影响。从国内产品来看，根据公告数据计算，公司自主运营游戏《一拳超人：最强之男》2019 及 20H1 流水确认为收入比例分别为 55.0%及 61.9%；国内由腾讯独家代理的《拳皇 98 终极之战 OL》及《奇迹：觉醒》，2019 年及 20H1 流水确认为收入比例分别为 29.1%/28.6%和 36.3%/35.0%。

图表37：公司主要产品当期流水确认为收入比例

游戏	拳皇 98 终极之战 OL		奇迹：觉醒		一拳超人	
授权方	日本 SNK		韩国网禅		GREE Inc.	
运营方式	自主运营；第三方运营 (大陆地区由腾讯 游戏独家代理)		自主运营；第三方运营 (大陆地区由腾讯 游戏独家代理)		自主运营	
该地区当期流水确认为收入比例						
地区	中国大陆	海外	中国大陆	海外	中国大陆	海外
2019	29.1%	68.4%	36.3%	42.6%	55.0%	/
20H1	28.6%	78.5%	35.0%	43.0%	61.9%	66.3%

注：该地区当期流水确认为收入比例=该地区当期游戏产生收入/该地区当期游戏产生流水

资料来源：国家新闻出版署、公司公告、公司官网、各游戏官网、华泰证券研究所

考虑不同运营模式下，收入确认方式不同导致流水确认为收入比例不同，根据计算结果，我们假设公司国内自主发行游戏当期流水确认为收入比例为 60%；公司合作/代理游戏通过计费账单确认收入占流水比例为 35%。根据公司公告及官网信息，《真红之刃》目前在中国大陆由公司自主运营；《全民奇迹 2》、《黑暗之潮：契约》将由腾讯代理大陆发行。我们通过流水及收入确认比例估计主要产品带来的业绩增量。预计 2020-22 年移动终端游戏收入分别为 15.86 亿元/24.50 亿元/29.15 亿元，分别同比增长 6.23%/54.42%/18.99%。

**图表38： 公司主要移动游戏产品收入及预测（单位：百万元）**

	确认比例	2018	2019	2020E	2021E	2022E
拳皇 98 终极之战 OL	约 55%	623	388	297	238	190
奇迹：觉醒	约 40%	603	394	274	192	134
一拳超人：最强之男	约 60%		264	540	405	304
真红之刃	假设 60%			120	120	84
街霸：对决	假设 35%			105	315	263
全民奇迹 2	假设 35%				700	560
黑暗之潮：契约	假设 35%				280	280
新游及其他		646	447	250	200	1100
移动游戏收入共计		1872	1493	1586	2450	2915
YoY		18.00%	-20.22%	6.23%	54.42%	18.99%

注：确认比例即游戏流水中确认为收入的比例，已发行游戏确认比例由历史数据计算及估计得到，后续产品假设自主发行产品流水收入确认比例为 60%，由腾讯发行产品流水收入确认比例为 35%。

资料来源：公司公告、公司官网、七麦数据、TapTap、华泰证券研究所

## 2) 页游收入及其他业务收入

我国页游市场处于萎缩态势，根据游戏工委数据，2017-19 年我国页游市场规模平均每年同比下滑 20%。根据公司公告，2017-19 年公司页游收入平均每年同比下滑幅度为 9.8%，我们预计 2020-22 年公司页游收入分别为 1.06/0.95/0.86 亿元，分别同比下降 10%/10%/10%。我们预计公司其他业务收入维持稳定。

**图表39： 盈利预测及关键假设**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
移动终端游戏收入（百万元）	1871.89	1493.35	1586.40	2449.68	2914.79
YOY	18.00%	-20.22%	6.23%	54.42%	18.99%
页游收入（百万元）	93.09	117.70	105.93	95.34	85.80
YOY	-35.60%	26.44%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
其他业务收入（百万元）	5.35	5.90	5.90	5.90	5.90
YOY	/	10.28%	0.00%	0.00%	0.00%
共计（百万元）	1970.33	1616.95	1698.23	2550.92	3006.49
YOY	11.43%	-17.94%	5.03%	50.21%	17.86%
毛利率	61.27%	56.11%	76.91%	78.45%	79.31%
销售费用率	1.59%	2.33%	24.00%	22.00%	20.00%
管理费用率	7.11%	7.33%	5.00%	4.50%	4.00%
研发费用率	23.61%	23.46%	23.50%	23.50%	23.50%

资料来源：QuestMobile、公司公告、华泰证券研究所

### 毛利率及费用率预测：

公司 2020 年前三年季度销售毛利率达到 74.91%，较 2019 年的 56.11% 大幅提升，主因自 2020 年起公司将推广费用由营业成本转入销售费用进行核算。同时，由于收入确认方式不同，公司第三方合作/代理运营游戏的渠道分成费用已由合作方扣除，公司仅需承担 IP 版权分成等其他费用，因此公司与第三方合作运营或交为代理运营游戏收入的毛利率水平高于自主研发运营游戏。考虑预期 21 年上线的《全民奇迹 2》、《黑暗之潮：契约》均由腾讯代理国内发行，第三方合作代理运营产品收入规模将显著提升，或将带动公司整体毛利率提升，因此我们预计 2020-22 年公司移动游戏毛利率分别为 76%/78%/79%，预计页游及其他业务毛利率维持稳定，对应预计 2020-22 年公司整体毛利率为 76.91%/78.45%/79.31%。

销售费用率受会计调整影响出现明显提升，20 年前三年季度公司销售费用率 23.81%，较 2019 年 2.33% 大幅增长。考虑公司自主发行《真红之刃》于下半年推出，我们认为 2020 年全年销售费用率应有所提升。公司 21 年后后续重磅产品均主要由腾讯代理发行，整体推广费用水平有望下降带动销售费用率水平降低，因此我们预计 20-22 年公司销售费用率分别为 24.00%/22.00%/20.00%。公司管理费用因本身规模较小，受营收增长影响较大，管理费用率有望逐步优化，20 年前三季度管理费用率为 4.89%，我们预计 20-22 年公司管

理费用率分别为 5.00%/4.50%/4.00%。考虑公司持续深化研运一体转型，我们预计后续高研发投入模式有望持续，预计 20-22 年研发费用率分别为 23.50%/23.50%/23.50%。

综上所述，我们预计公司 2020-22 年营业收入为 16.98 亿元/25.51 亿元/30.06 亿元，分别同比增长 5.03%/50.21%/17.86%；归母净利润分别为 6.18 亿元/9.13 亿元/11.52 亿元，分别同比增长 70.03%/47.63%/26.17%。

### 估值与投资建议

移动游戏收入为公司主要收入来源，2017-19 年该业务收入占总收入比重分别为 89.7%/95.0%/92.36%。我们采用市盈率 PE 法对公司进行估值。根据盈利预测，我们预计 2020-22 年公司 EPS 分别为 0.22 元/0.33 元/0.42 元。

图表40：可比公司估值表（截至 2020 年 12 月 28 日）

证券代码	证券简称	预期来源	总市值(亿元)	PE			归母净利(亿元)		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E
002624	完美世界	Wind 一致预期	502	33.40	20.79	17.26	15.03	24.14	29.07
002555	三七互娱	Wind 一致预期	559	26.42	19.39	16.17	21.15	28.82	34.55
002602	世纪华通	Wind 一致预期	501	21.91	13.33	11.17	22.85	37.56	44.82
603444	吉比特	Wind 一致预期	280	34.64	25.48	20.34	8.09	11.00	13.78
			平均			16X			

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

选取头部游戏公司三七互娱、完美世界、吉比特、世纪华通作为公司估值可比公司。考虑 2021 年公司可比公司 Wind 一致预期平均 PE 约为 16X，给予掌趣科技 21 年 16X PE 估值，对应目标价为 5.28 元，首次覆盖给予“增持”评级。

### 风险提示

#### 1、买量市场竞争加剧

买量成为厂商新游发行普遍策略之一，头部厂商逐步进驻买量市场，新游上线下其高买量投放规模可能加剧买量市场竞争，提升整体市场买量成本；同时，其他行业买量规模的提升或将挤压游戏厂商买量规模，加剧买量市场竞争。

#### 2、新游上线时间及流水不及预期

新游上线前需要经过多轮测试及相关版本号审核通过，上线时间可能存在延迟的风险；同时，用户对于游戏产品的体验受多因素影响，包括游戏内容、玩法、画风及游戏上线后的运营、更新等，同时用户的偏好也在变化中，可能出现用户付费意愿不及预期带来游戏流水低于预期的风险。

#### 3、商誉减值风险

子公司在研部分产品受发行资质审批进度不及预期等因素影响，可能因延期上线导致收入增长率下降，从而使得其包含商誉资产组可回收金额低于商誉资产组账面价值，存在商誉减值风险。

图表41：商誉减值对 2020 年归母净利润影响敏感性分析

商誉规模(亿元)	减值比例	减值规模(亿元)	调整后 2020E 归母净利规模(亿元)	调整后 2020E 归母净利润增速
19.46	0%	0	6.18	70.03%
19.46	10%	1.95	4.24	16.51%
19.46	20%	3.89	2.29	-37.01%
19.46	30%	5.84	0.34	-90.53%

注：商誉规模取自公司 2020 年三季度数据

资料来源：Wind、华泰证券研究所

**提及公司表**

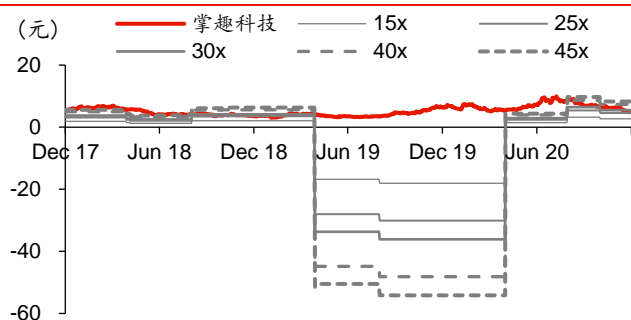
**图表42: 报告提及公司信息**

公司名称	彭博代码
三七互娱	002555 CH
吉比特	603444 CH
完美世界	002624 CH
世纪华通	002602 CH
恺英网络	002517 CH
腾讯控股	700 HK

资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

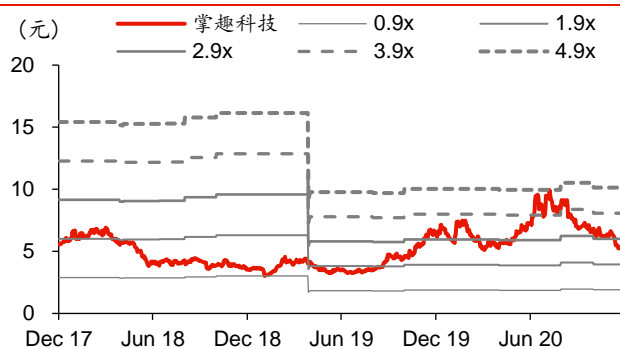
**PE/PB - Bands**

**图表43: 掌趣科技历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表44: 掌趣科技历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,596	1,901	2,572	3,641	4,639
现金	1,241	1,682	2,172	3,030	4,069
应收账款	182.46	81.13	227.64	339.23	328.88
其他应收账款	19.90	10.12	23.84	27.18	32.95
预付账款	122.39	104.04	122.39	217.73	183.14
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	30.45	22.92	26.91	26.76	25.53
非流动资产	4,262	4,087	4,062	4,114	4,165
长期投资	1,119	1,189	1,242	1,296	1,349
固定投资	32.93	21.88	17.51	18.69	18.14
无形资产	158.33	69.67	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2,951	2,806	2,803	2,800	2,798
资产总计	5,857	5,987	6,634	7,755	8,804
流动负债	699.73	374.72	420.55	623.69	509.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	200.19	124.48	155.66	284.06	213.66
其他流动负债	499.54	250.24	264.89	339.64	295.88
非流动负债	29.46	65.57	54.86	59.63	60.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	29.46	65.57	54.86	59.63	60.02
负债合计	729.19	440.29	475.41	683.32	569.56
少数股东权益	(0.58)	(1.36)	(7.48)	(7.48)	4.15
股本	2,757	2,757	2,757	2,757	2,757
资本公积	3,837	3,831	3,831	3,831	3,831
留存公积	(1,500)	(607.14)	4.97	917.65	2,081
归属母公司股东权益	5,129	5,548	6,166	7,079	8,231
负债和股东权益	5,857	5,987	6,634	7,755	8,804

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	845.90	514.88	366.32	737.32	897.22
净利润	(3,095)	360.04	612.11	912.68	1,163
折旧摊销	131.28	141.80	80.55	13.04	11.33
财务费用	15.55	(29.83)	(37.43)	(47.42)	(70.40)
投资损失	(86.68)	(121.25)	(152.20)	(134.06)	(133.17)
营运资金变动	188.92	(42.91)	(136.75)	(6.97)	(73.76)
其他经营现金	3,692	207.02	0.05	0.05	0.05
投资活动现金	(195.55)	111.32	96.23	68.98	70.44
资本支出	57.32	53.78	3.73	10.97	9.51
长期投资	(131.01)	96.12	(52.20)	(54.06)	(53.17)
其他投资现金	(7.22)	68.98	152.16	134.01	133.12
筹资活动现金	(867.87)	(200.91)	26.72	52.18	70.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(797.15)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.51)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(271.62)	(6.29)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	201.41	(194.62)	26.72	52.18	70.80
现金净增加额	(169.66)	437.40	489.27	858.49	1,038

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,970	1,617	1,698	2,551	3,006
营业成本	763.08	709.76	392.19	549.64	622.15
营业税金及附加	8.97	4.38	3.74	5.61	6.61
营业费用	31.40	37.60	407.57	561.20	601.30
管理费用	140.01	118.49	84.91	114.79	120.26
财务费用	15.55	(29.83)	(37.43)	(47.42)	(70.40)
资产减值损失	(3,682)	(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	152.20	134.06	133.17
营业利润	(3,026)	366.30	619.07	920.47	1,172
营业外收入	0.14	0.37	0.37	0.37	0.37
营业外支出	25.44	5.64	5.64	5.64	5.64
利润总额	(3,051)	361.03	613.80	915.20	1,166
所得税	44.20	0.99	1.69	2.52	3.21
净利润	(3,095)	360.04	612.11	912.68	1,163
少数股东损益	54.49	(3.56)	(6.12)	0.00	11.63
归属母公司净利润	(3,150)	363.60	618.23	912.68	1,152
EBITDA	(2,957)	452.36	636.53	850.21	1,071
EPS (元, 基本)	(1.14)	0.13	0.22	0.33	0.42

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	11.43	(17.93)	5.03	50.21	17.86
营业利润	(1,295)	112.11	69.00	48.69	27.29
归属母公司净利润	(1,294)	111.54	70.03	47.63	26.17
获利能力 (%)					
毛利率	61.27	56.10	76.91	78.45	79.31
净利率	(157.10)	22.27	36.04	35.78	38.69
ROE	(60.36)	6.49	9.94	12.91	14.13
ROIC	(152.64)	15.45	26.78	40.22	49.49
偿债能力					
资产负债率 (%)	12.45	7.35	7.17	8.81	6.47
净负债比率 (%)	(23.22)	(29.73)	(34.89)	(42.46)	(49.07)
流动比率	2.28	5.07	6.12	5.84	9.10
速动比率	2.06	4.73	5.76	5.45	8.70
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.27	0.27	0.35	0.36
应收账款周转率	8.61	12.27	8.96	9.95	10.39
应付账款周转率	4.71	4.37	4.60	4.56	4.51
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(1.14)	0.13	0.22	0.33	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.19	0.13	0.27	0.33
每股净资产(最新摊薄)	1.86	2.01	2.24	2.57	2.98
估值比率					
PE (倍)	(4.30)	37.24	21.90	14.83	11.76
PB (倍)	2.64	2.44	2.20	1.91	1.65
EV_EBITDA (倍)	(4.18)	26.28	17.88	12.38	8.87

## 免责声明

### 分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。



## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师朱珺、周钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com