

## 传媒行业

## 广视角 | 祖龙娱乐：背靠腾讯、完美，精品 MMORPG 驱动成长

分析师： 旷实

分析师： 朱可夫



SAC 执证号: S0260517030002



SAC 执证号: S0260518080001



SFC CE.no: BNV294



0755-23942152



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 核心观点：

- **事件：**公司于 2020 年 4 月 3 日递交招股说明书予香港联交所，准备 IPO 上市。
- **研发基因突出，优质股东（腾讯、完美）背书。**祖龙娱乐的前身“祖龙工作室”成立于 1997 年，曾开发中国首款 3D 即时战略游戏《自由与荣耀》。2004 年起祖龙成为完美旗下的独立工作室，输出了《完美世界》等优秀作品。公司于 2014 年 9 月从完美世界分拆独立，并随后在 2015-2019 年间先后研发了《六龙争霸》《梦幻诛仙》《天空纪元》《幻想神域》《万王之王》《龙族幻想》等多款 MMORPG 爆款产品。当前公司创始团队及员工持股近 60% 整体稳定，完美世界持股 23.10%，腾讯持股约 17.51%。
- **MMORPG 增长可观，国产游戏出海浪潮开启。**我们预计在细分品类上，具备长生命周期及高 ARPU 值属性的 MMORPG 仍将是手游市场增长的主要动力。根据弗若斯特沙利文，其 2019 年占据中国内地手游 26.9% 的市场份额，2019 年至 2024 年复合年增长率有望达到 19.1%。而另外 MMORPG 原创 IP 或将成为常态，Top20 的手游中，原创 IP 手游的比重由 2017 年的 35% 继续上升至 2019 年的 50%。另外国产游戏出海趋势明显，海外正成为新的蓝海市场。根据招股书披露，中国手游在 2019 年自中国内地以外市场产生的收益总计 85 亿美元，2016 年至 2019 年期间复合增速为 21.8%，且出口地区选择开始逐步多样化。从新兴市场走向成熟市场。
- **专注于移动 MMORPG，年均推出 2-3 款游戏。**2019 年公司累计注册玩家规模增长至 1.21 亿人，单年新增注册玩家数为 2558 万人。平均 MAU 回升至 342 万人，平均月付费用户在 2019 年达 50 万人，付费率计算下来约为 14.7%。2017-2019 年间，公司先后推出《梦幻诛仙》、《天空纪元》、《万王之王 3D》、《龙族幻想》驱动公司收入规模扩张。当前月 ARPU 值基本稳定在 24-26 元间，2019 年新游戏《龙族幻想》或将在 2020 年逐渐进入变现期。未来储备上，公司预计在 2020-2022 年将推出 8 款网游，类型以 MMORPG 和 SLG 为主。
- **账上现金储备超过 7 亿元，整体现金流较为健康。**2017-2019 年，公司营业收入分别为 13.09 亿元、8.70 亿元及 10.67 亿元，同比增速于 2019 年回正至 23%；公司年内未调整归母净利润分别为 -1.59 亿元、0.75 亿元及 1.19 亿元；调整后的归母净利润则分别为 4.23 亿元、3.11 亿元和 3.55 亿元，随着综合游戏发行及运营板块成本降低，公司毛利率稳步上升，在 2017 至 2019 年间从 79.1% 增长至 83.4%。整体财务状况较为稳健。
- **风险提示：**过于依赖单一品类游戏的风险、手游授权被法院宣判无效的风险、游戏出海竞争加剧的风险。

## 相关研究：

在线阅读跟踪报告之三：网文行业的生态特征与竞争格局

2020-05-14

传媒行业：北美院线并购整合以及中国院线集中度提升的逻辑探讨

2020-05-11

传媒行业：影院迎来复工信号；后疫情时代关注底部边际改善逻辑兑现

2020-05-10

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

### 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
光线传媒	300251.SZ	人民币	11.20	2020/4/17	买入	11.89	0.17	0.46	65.88	24.35	54.70	20.0	5.1	12.2
横店影视	603103.SH	人民币	15.02	2020/3/13	买入	19.43	-0.03	0.63	-	23.84	74.50	13.6	-0.7	14.5
芒果超媒	300413.SZ	人民币	49.15	2020/4/26	买入	48.18	0.86	1.02	57.15	48.19	11.58	7.9	15.0	15.4
平治信息	300571.SZ	人民币	48.72	2019/10/31	买入	65.27	3.10	3.61	15.73	13.48	8.76	6.8	30.8	26.4
万达电影	002739.SZ	人民币	16.57	2020/4/23	增持	17.1	-0.40	0.78	-	21.24	-	11.13	-6.3	11.1
新媒股份	300770.SZ	人民币	168.72	2020/4/19	买入	219.51	4.39	5.32	38.43	31.74	29.76	24.00	20.5	19.9
蓝色光标	300058.SZ	人民币	6.91	2020/4/29	买入	9.06	0.30	0.35	23.10	19.74	13.40	12.17	8.0	8.4
完美世界	002624.SZ	人民币	44.99	2020/4/26	买入	54.42	1.81	2.10	24.80	21.44	23.40	18.9	21.0	18.6
吉比特	603444.SH	人民币	437.77	2020/4/24	买入	455.4	16.76	18.88	26.13	23.19	13.30	10.8	30.8	27.6
三七互娱	002555.SZ	人民币	36.99	2020/4/29	买入	39.02	1.30	1.53	28.44	24.25	21.92	17.7	28.7	25.8
视源股份	002841.SZ	人民币	79.09	2020/4/26	买入	102.35	2.56	2.96	30.89	26.72	26.19	21.4	25.1	22.3
鸿合科技	002955.SZ	人民币	51.00	2020/4/24	买入	71.17	2.37	3.19	21.50	15.99	16.81	11.7	10.1	12.0
分众传媒	002027.SZ	人民币	4.91	2020/4/28	买入	6.14	0.14	0.25	35.07	19.64	28.47	15.4	12.7	18.7
新经典	603096.SH	人民币	63.22	2020/4/29	买入	67.43	1.98	2.33	31.88	27.19	25.11	21.0	13.0	13.9
中南传媒	601098.SH	人民币	10.85	2020/4/28	增持	13.46	0.75	0.85	14.51	12.81	3.37	2.5	9.6	10.6
中信出版	300788.SZ	人民币	44.36	2020/5/1	买入	46.25	1.25	1.70	35.48	26.08	35.65	24.3	12.7	15.5
中国科传	601858.SH	人民币	9.38	2020/5/2	买入	12.59	0.63	0.72	14.90	12.99	6.82	5.1	11.6	12.2
凤凰传媒	601928.SH	人民币	6.67	2020/5/2	买入	8.21	0.55	0.62	12.18	10.70	3.26	2.3	9.3	9.9
中国出版	601949.SH	人民币	5.22	2020/5/2	买入	7.2	0.42	0.50	12.32	10.52	5.29	3.9	10.7	11.6
国联股份	603613.SH	人民币	112.78	2019/10/25	增持	79.23	1.65	2.38	68.33	47.37	26.59	18.0	17.2	19.9
掌趣科技	300315.SZ	人民币	5.69	2020/3/1	买入	7.94	0.25	0.30	22.43	18.70	25.83	20.0	12.7	14.5
世纪华通	002602.SZ	人民币	14.20	2019/12/22	买入	15.09	0.62	0.71	22.90	20.00	19.06	16.2	14.6	11.6
掌阅科技	603533.SH	人民币	32.29	2020/4/28	买入	34.96	0.74	1.04	43.85	30.94	36.08	24.6	20.0	23.6
猫眼娱乐	01896.HK	港元	12.42	2020/3/26	买入	16.41	0.22	0.94	56.45	13.21	41.38	7.3	10.0	8.9
美团点评-W	03690.HK	港元	119.40	2020/4/1	买入	118	0.55	2.12	217.09	56.32	101.50	37.2	0.8	8.6
新东方在线	01797.HK	港元	33.20	2020/2/3	买入	31.28	-0.25	-0.29	-	-	-	-	-10.1	-13.4
心动公司	02400.HK	港元	24.10	2020/3/31	买入	36.98	1.40	1.68	17.24	14.33	8.53	5.9	24.5	25.4
哔哩哔哩	BILI.O	美元	31.03	2020/4/14	买入	31.78	-3.95	-1.59	-	-	-	9.5	-	-

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、概况：强劲研发基因，优质股东参股背书.....	6
（一）发展历程：爆款产品驱动成长，务实耕耘成就工作室口碑.....	6
（二）股权结构：背靠完美、腾讯，股权架构稳定，管理层占主导地位.....	7
（三）爆款产品推动营收增长，IPO 募资主要用于游戏研发及发行运营.....	9
二、行业：MMORPG 增长可观，国产游戏出海浪潮开启.....	10
（一）高人气 MMORPG 游戏品类稳定发展，市场拥抱优质精品.....	10
（二）IP 产品份额占比或将在国内市场持续提升.....	12
（三）国产游戏出海规模增长迅速，出口地区向成熟市场拓展.....	12
三、业务：以 MMORPG 游戏研发和 IP 创造为基石，布局多品类游戏出海.....	13
（一）着力 MMORPG 品类，推动游戏“产量+质量”双升，变现能力逐步增长.....	13
（二）以强大的研发及 IP 创造能力为支撑，形成独具特色的“祖龙风格”.....	17
（三）出海布局延续 MMORPG 特色，遵循差异化战略树立国际品牌.....	20
（四）以腾讯、完美为强力后盾，发行渠道畅通，平台流量充足，形成具有竞争力的完善产业链关系.....	21
四、财务：业绩回温，现金充裕支持未来发展.....	23
（一）爆款游戏出品率较高，业绩逐步回升.....	23
（二）毛利率与净利率持续提升，营业成本获结构性下降.....	24
（三）经营性现金流基本稳健，账上现金储备超 7 亿元.....	26
五、风险提示.....	27

## 图表索引

图 1: 祖龙娱乐的发展历程.....	6
图 2: 公司股权架构图 (截至 2020 年 4 月 3 日) .....	8
图 3: 2017-2019 年公司营业收入和同比增速 .....	9
图 4: 2017-2019 年公司利润净额、经调整利润净额和同比增速 .....	9
图 5: 中国内地游戏市场概览 (亿元, 人民币) .....	10
图 6: 中国整体游戏市场及移动游戏市场的游戏玩家规模及预测 (亿人) .....	11
图 7: 中国内地手游类型分布 (亿元, 人民币) .....	11
图 8: 2016-2024 年中国 IP 手游规模及预测 (亿元, 人民币) .....	12
图 9: 不同地区中国移动游戏出口情况 (百万美元, %) .....	13
图 10: 2017-2019 年公司游戏产品玩家规模 .....	15
图 11: 2017-2019 年平均 MAU 及付费用户情况 .....	15
图 12: 2017-2019 年公司主要游戏平均月活跃用户规模 (万人) .....	15
图 13: 2017-2019 年公司主要游戏平均月付费用户规模 (万人) .....	15
图 14: 2017-2019 年各游戏付费用户渗透率 (%) .....	16
图 15: 2017-2019 年月均 ARPU 及 ARPPU 情况 (元) .....	16
图 16: 2017-2019 年每用户每月平均收入情况 (总体及各游戏, 元) .....	16
图 17: 2017-2019 年每付费用户每月平均收入情况 (总体及各游戏, 元) .....	17
图 18: 研发人员占公司员工的 85% 以上 .....	18
图 19: 2017-2019 年公司研发投入情况 .....	18
图 20: 公司旗下涉及的部分引擎情况简述 .....	19
图 21: 2017-2019 年公司营收按地域拆分 (%) .....	20
图 22: 部分游戏自上线半年内的海外本地 App Store 免费游戏榜排名推移 .....	21
图 23: 来自腾讯、完美的收益规模及占比 .....	22
图 24: 公司就腾讯、完美产生的成本及占比 .....	22
图 25: 2017-2019 年营业收入及未调整归母净利润 (百万元, %) .....	23
图 26: 2017-2019 年公司营业收入结构 (按业务) .....	24
图 27: 2017-2019 年公司营收结构占比 .....	24
图 28: 2017-2019 年公司营业收入结构 (按地域) .....	24
图 29: 2017-2019 年公司在境外市场的营收结构 .....	24
图 30: 2017-2019 年公司营业成本拆分 (%) .....	25
图 31: 2017-2019 年分销渠道商及支付渠道收取的佣金规模及成本率 (百万元, %) .....	25
图 32: 2017-2019 年其他细分成本规模及成本率 .....	25
图 33: 2017-2019 年公司毛利率及净利率 (%) .....	25
图 34: 2017-2019 年公司销售、研发和管理费用率 .....	26
图 35: 2017-2019 年公司销售、研发和管理费用规模 .....	26
图 36: 2017-2019 年公司现金流流入情况 .....	27
图 37: 2017-2019 年公司现金储备情况 (百万元) .....	27

表 1: 公司的高管团队情况 .....	7
----------------------	---

表 2: 公司的重要股东情况.....	8
表 3: 公司 IPO 资金用途规划 .....	10
表 4: 祖龙娱乐的游戏组合表现 .....	14
表 5: 2020-2022 年公司游戏储备情况 .....	17
表 6: IP 拥有权、授权及保护 .....	19



## 一、概况：强劲研发基因，优质股东参股背书

### （一）发展历程：爆款产品驱动成长，务实耕耘成就工作室口碑

祖龙娱乐的前身“祖龙工作室”成立于1997年，当时是我国唯一一家拥有独立开发引擎的工作室，曾开发中国首款3D即时战略游戏《自由与荣耀》。2004年起祖龙成为完美时空网络技术有限公司旗下的独立工作室，并为完美持续输出了《完美世界》等优秀作品。

公司于2014年9月从完美世界分拆独立，经营重心转向手游领域的产品研发，专注MMORPG品类，独立开发推出《御剑情缘》《梦幻诛仙》等产品。总结来看公司主要经历过三个阶段：

（1）公司初创期：2014年公司成立，隔年获得完美世界A轮融资，并在中国内地及港台地区推出首款自研真3D国战MMORPG手游《六龙争霸》/《六龙御天》。

（2）作品爆发期：公司于2016年获腾讯投资，在中国内地、港台、韩国、欧美等地区陆续推出爆款手游；公司于当年7月推出的3D MMORPG手游《御剑情缘》至19年末已在全球拥有累积注册玩家逾2000万人；同年11月推出首款自研3D回合制MMORPG手游《梦幻诛仙》至19年末累计流水超过33亿元人民币；17-18年间，公司推出《天空纪元》《幻想神域》《万王之王》等多款MMORPG多元素游戏，继续丰富已有的产品储备。

（3）上市筹备期：19年推出中国移动游戏行业首款以虚幻引擎4运作的真3D次世代MMORPG手游《龙族幻想》，首月获超6亿流水；同时在为上市做筹划，积极调整公司架构，于2020年3月再次接受完美世界及腾讯投资，并于2020年4月3日递交招股说明书予香港联交所。

图1：祖龙娱乐的发展历程



数据来源：公司招股说明书，公司官网，相关游戏官网，广发证券发展研究中心

从公司管理团队来看，多位高管、制作人均毕业于清华大学，技术背景色彩浓重。祖龙娱乐的董事长兼CEO为李青先生，在游戏开发领域拥有23年经验，对游戏产品有独到见解，一路带领团队从“祖龙工作室”发展成为“祖龙娱乐”。执行董事兼程序中心总经理白玮先生、引擎中心首席技术官兼总经理张羽先生团队核心成员均在游戏领域拥有丰富经验，且共事多年，默契度高。李轶、郝莉丽、霍宝儿等其他管理者在财务管理、法律、企业秘书服务等领域具有多年深厚的从业经验。

表1: 公司的高管团队情况

姓名	职位	主要经历
李青	董事长、执行董事兼 CEO	于游戏开发拥有 23 年经验，曾任北京欢乐亿派科技有限公司首席设计师、完美世界集团首席设计师，清华大学物理学学士、核能科学与工程学硕士、长江商学院 MBA
白玮	执行董事 兼程序中心总经理	于信息技术和游戏行业有 17 年经验，曾任完美世界集团高级管理层人员，清华大学电子工程学士及硕士
张羽	引擎中心首席技术官 兼总经理	于游戏行业拥有丰富经验，曾任完美世界集团工作一室程式总监，清华大学电气工程学士
李轶	副总裁兼 CFO	于会计及财务管理方面拥有丰富经验，拥有深交所董秘资格，曾任安永北京办事处审计部及税务部高级经理、完美世界集团财务总监，首都经济贸易大学会计学学士
郝莉丽	联席公司秘书	于法律行业拥有丰富经验，曾任完美世界集团高级法律顾问，中国政法大学经济法学士、英国诺丁汉大学国际商法法学硕士
霍宝儿	联席公司秘书	于专业企业秘书服务方面拥有丰富经验，曾于某国际会计公司及香港联交所上市科工作

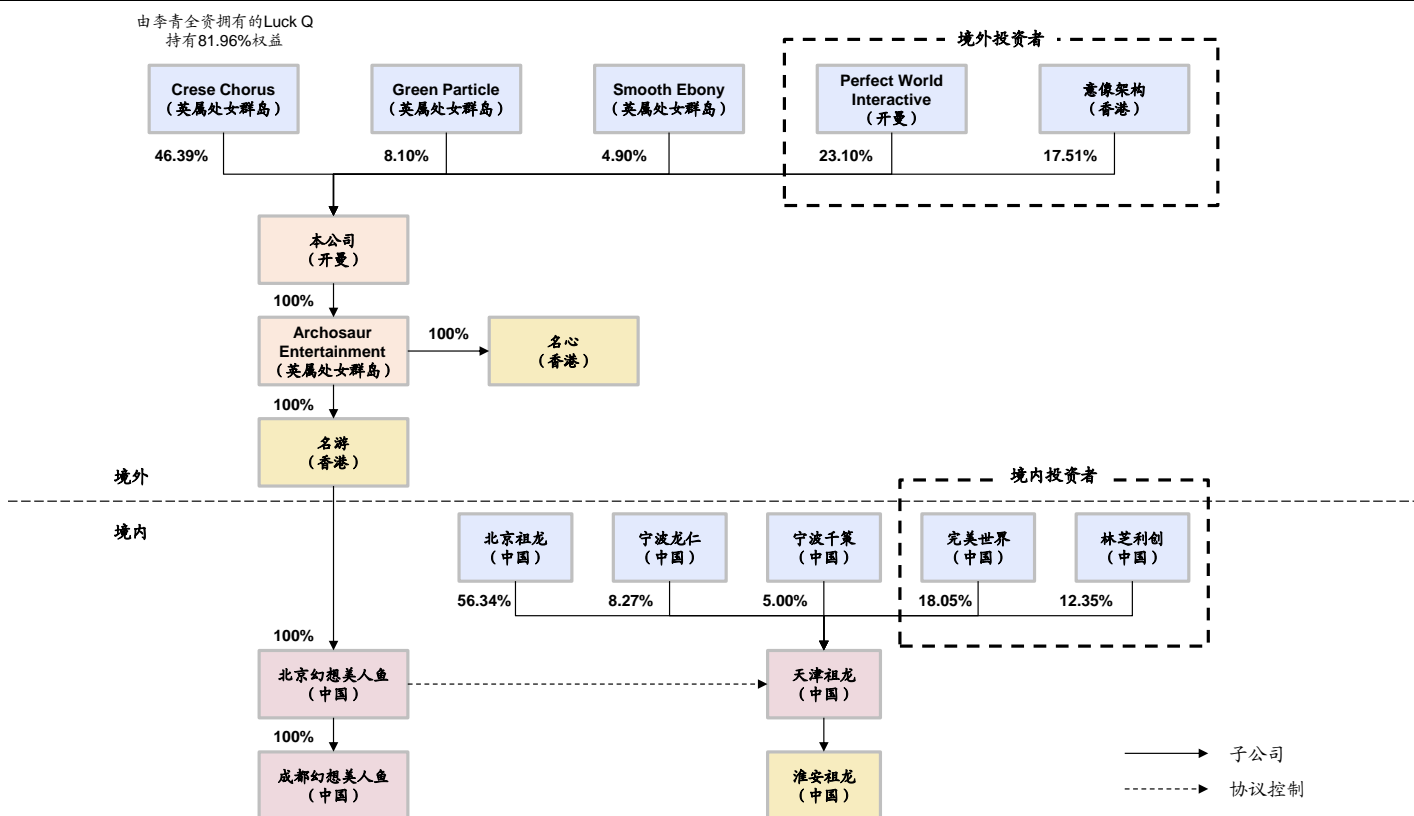
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

## （二）股权结构：背靠完美、腾讯，股权架构稳定，管理层占主导地位

公司股权架构相对稳定，公司创始团队及员工持股近60%，其中核心管理层通过 Crese Chorus境外实体合计持股46.39%。李青、向楠、白玮、张羽四人分别通过各自全资境外控股公司间接持有Crese Chorus已发行股本的81.96%、6.94%、5.55%及5.55%，由Crese Chorus直接持有公司已发行股本的46.39%（根据上市规则，视其四人为一组控股股东）。预计在完成IPO募资后，Cresc Chorus（由核心管理层持股）将继续控制30%以上的股权。公司VIE架构下境内实体天津祖龙由北京祖龙、宁波龙仁、宁波千策、完美世界及林芝利创直接持有56.34%、8.27%、5.00%、18.05%及12.35%股份。

公司拥有完美世界、腾讯两大行业巨头分列公司第二、三大股东。完美世界于2015年对天津祖龙进行投资，并于2020年3月进行上市前注资，当前持有公司股权23.10%，为公司第二大股东；腾讯于2016年通过集团旗下林芝利创进行投资，并于2020年3月进行上市前注资，当前持有公司股权17.51%，为公司第三大股东。公司与腾讯集团的游戏发行、运营及分销合作紧密，在用户流量及云计算基础架构上具有较强的股东支持优势。

图2: 公司股权架构图 (截至2020年4月3日)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

表2: 公司的重要股东情况

名称	持股数目	持股占比	备注
Cresce Chorus	47,335,000	46.39%	由李青全资拥有的 Luck Q 持有 81.96%权益; 由张羽、向楠、白玮分别间接持有 6.94%、5.55%及 5.55%权益
Perfect World Interactive	23,570,408	23.10%	完美世界附属公司
意像架构	17,870,408	17.51%	腾讯全资附属公司
Green Particle	8,265,000	8.10%	由赵同同、肖洲、李轶、刘文伟、吴盛鹤、王乐及王远明等公司员工持有权益
Smooth Ebony	5,000,000	4.90%	由赵同同、刘冰、刘文伟、吴盛鹤、肖洲、王乐及王远明等公司员工持有权益

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心



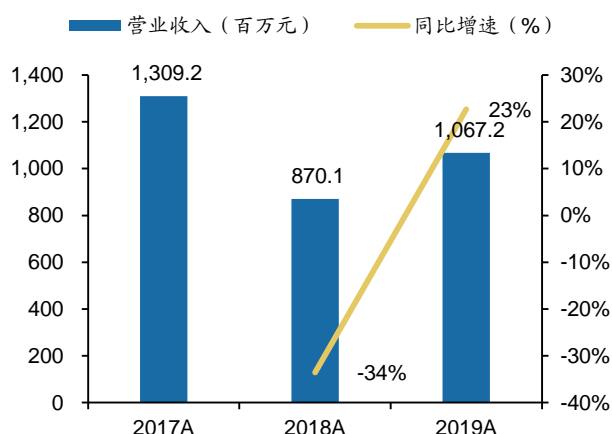
### （三）爆款产品推动营收增长，IPO 募资主要用于游戏研发及发行运营

公司专注于移动MMORPG手游作品，业绩受标志性游戏驱动。公司自研游戏在中国内地产生的总流水计量排名国内手游开发商第五名，推出《龙族幻想》《梦幻诛仙》《天空纪元》《万王之王3D》等多款吸金游戏。根据招股说明书，2017-2019年度，公司营业收入分别为13.09亿元、8.7亿元及10.67亿元，2019年同比增速达23%；其中，前五款游戏合计贡献收益比逐年上升，分别为70.5%、74.1%及91.5%。

归母净利润水平方面，公司经调整归母净利润（非国际财务报告准则标准）净额始终为正，年内利润净额在2019年达1.20亿元，同比增长259.68%。2019年新游戏《龙族幻想》表现出色，总收益贡献率达36.5%；《万王之王3D》自2018年下半年上线后陆续创收，集中体现于2019年的业绩收入。

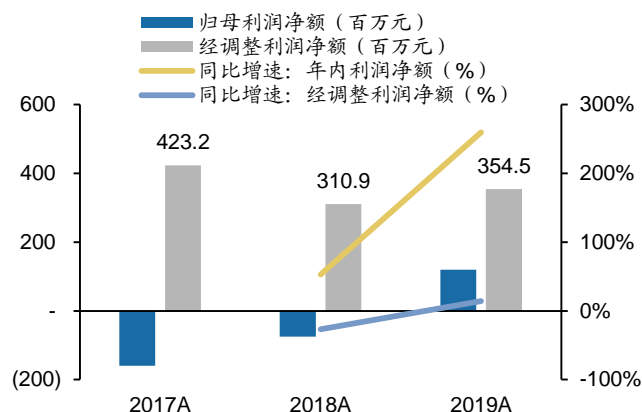
考虑到公司自研产品的推出质量、数量及速度均较高，且近年出海比例不断增大，预期于2020-2022年在国内及全球推出八款手机游戏，预计公司的经营情况能够保持稳定。

图3：2017-2019年公司营业收入和同比增速



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图4：2017-2019年公司归母净利润、经调整利润净额和同比增速



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司本次IPO发行主要投向游戏研发、发行及运营业务板块建设，同时考虑加强策略性收购及投资，并拓展IP储备与内容供应。根据公司招股书，资金投向领域将首先考虑加强游戏研发能力，尤其重视次世代游戏技术人才的招纳与培养，同时关注基础设施建设与游戏引擎升级。其次，公司将加强与主流媒体及应用商店的关系，推动全球性游戏发行及运营团队建设，为未来产品出海奠定良好基础。除此之外，公司将加强对上游开发商、发行商及分销渠道的策略性收购与投资，同时注重丰富IP储备，在内容供应层面进行合理有效的合作与采购。

表3: 公司IPO资金用途规划

募资用途	具体内容
游戏研发业务板块	将用于升级游戏技术,提升游戏产品组合; 招募游戏开发及圆形设计人才(特别是次世代游戏技术人才); 配置完善技术及网络基础设施、服务器及升级数据分析系统配置; 深化与世界顶尖游戏引擎公司的合作以定制高端游戏引擎
游戏发行及运营业务板块	将用于加强与全球主流媒体及应用商店的关系(AppStore、GooglePlay、Facebook、TapTap等); 增加线下宣传活动; 加强海外发行及运营团队建设
策略性收购及投资	收购上游开发商、国内及海外游戏发行商及分销渠道
IP储备及内容供应拓展	与国际头部IP持有人合作, 采购制作动漫、文学、游戏及电影等IP
营运资金及一般企业用途	

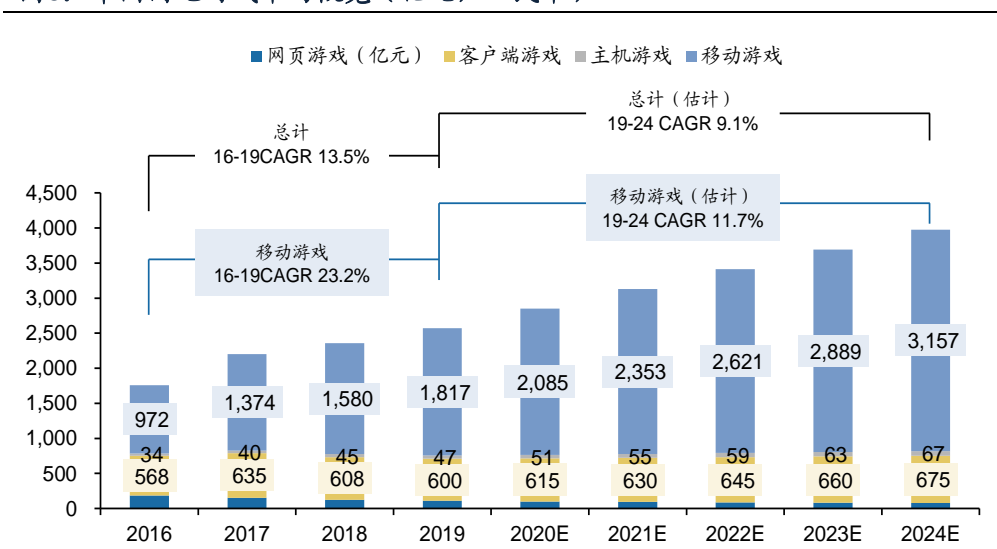
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

## 二、行业: MMORPG 增长可观, 国产游戏出海浪潮开启

### (一) 高人气 MMORPG 游戏品类稳定发展, 市场拥抱优质精品

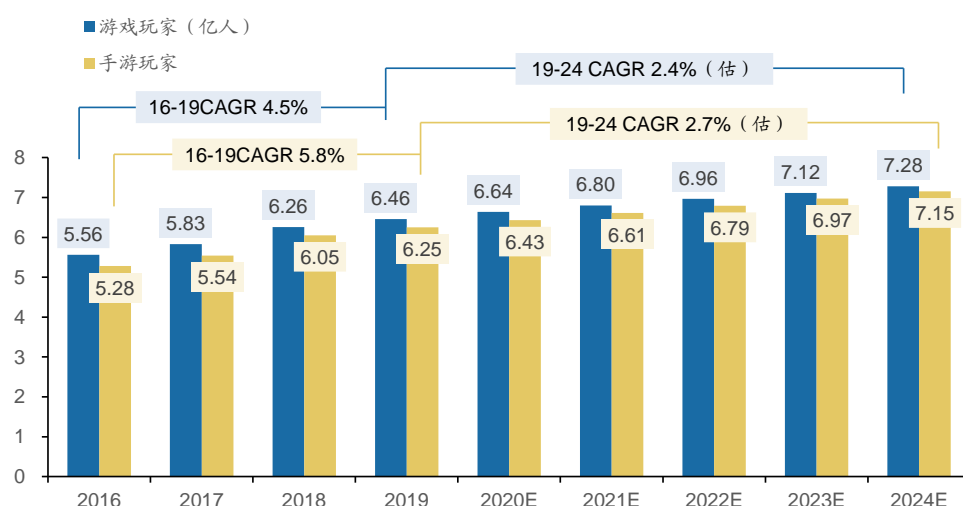
手游成为游戏市场的重要增长引擎, 占据市场主导地位, 预计未来将着眼于ARPU值提升。根据弗若斯特沙利文数据, 国内游戏市场整体规模在2019年达2573亿元, 其中, 手游市场规模达1817亿元, 占比已达71%, 较端游(占比23%)、页游(4%)及主机游戏(2%)等明显处于主导地位; 移动游戏复合增长率较总规模增速超出近10个百分点, 远超过其他细分类别市场, 预计也是未来市场主要增量的来源。从游戏玩家角度看, 用户规模整体稳定, 超过90%为手游玩家, 2016-2019年复合增长率为5.8%, 对比手游市场规模复合增速略少, 我们同样预计未来ARPU值提升将成为行业增长的主要驱动力。

图5: 中国内地游戏市场概览(亿元, 人民币)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

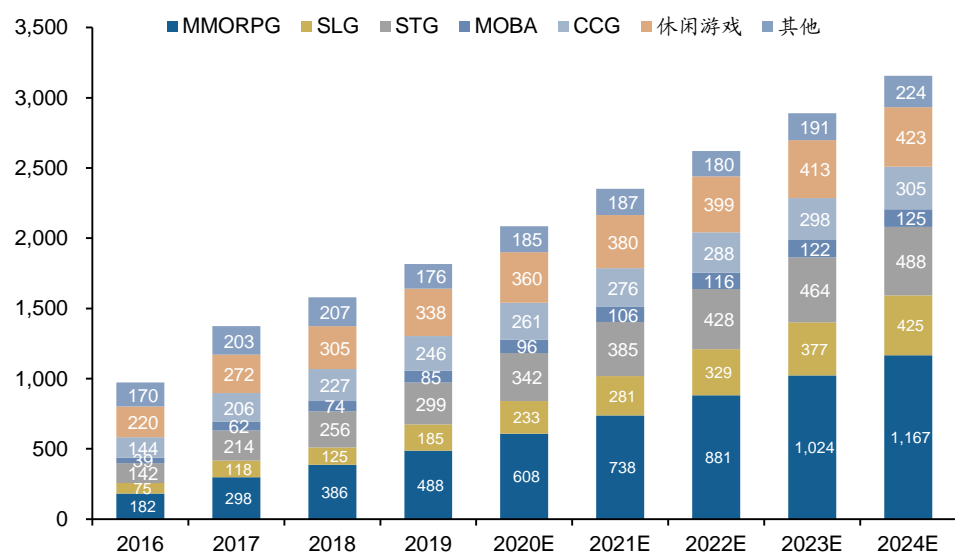
图6：中国整体游戏市场及移动游戏市场的游戏玩家规模及预测（亿人）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

从游戏细分品类来看，MMORPG具备长生命周期及高ARPU值属性，近年来发展迅速。MMORPG与单人玩家RPG相比，同时具有社交功能和身临其境的游戏体验，能吸引玩家投入更长时间。MMORPG于2019年占据中国内地手游26.9%的市场份额，份额最大，在2019年至2024年的预测期内，其复合年增长率有望达到19.1%，增长潜力可观。MMORPG的平均用户生命周期更长（8至18个月），是中国内地所有手游的平均用户生命周期（3至12个月）的1.5-2.5倍。在2019年，MMORPG品类的每名活跃用户每月平均收入最高，达人民币256.5元，是第二高的CCG品类161.6元的1.6倍，而MMORPG于2016年至2019年期间的年均付款率也是品类中最高的，达到18.5%。

图7：中国内地手游类型分布（亿元，人民币）

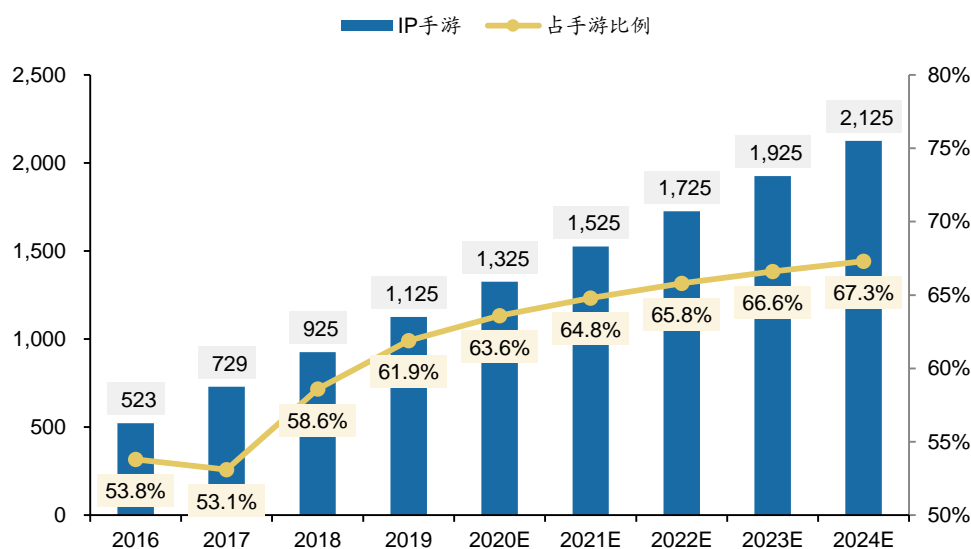


数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

## （二）IP 产品份额占比或将在国内市场持续提升

IP 手游规模可观，原创IP 受到市场重视。IP 手游的市场规模于2019年达人民币1,125亿元，占2019年中国手游市场份额的61.9%。其中，原创IP 手游在近年的重要性愈发凸显。中国最热门手游前20名（按iOS App Store的流水计量）中，原创IP 手游的比重由2017年的35%继续上升至2019年的50%。

图8：2016-2024年中国IP 手游规模及预测（亿元，人民币）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

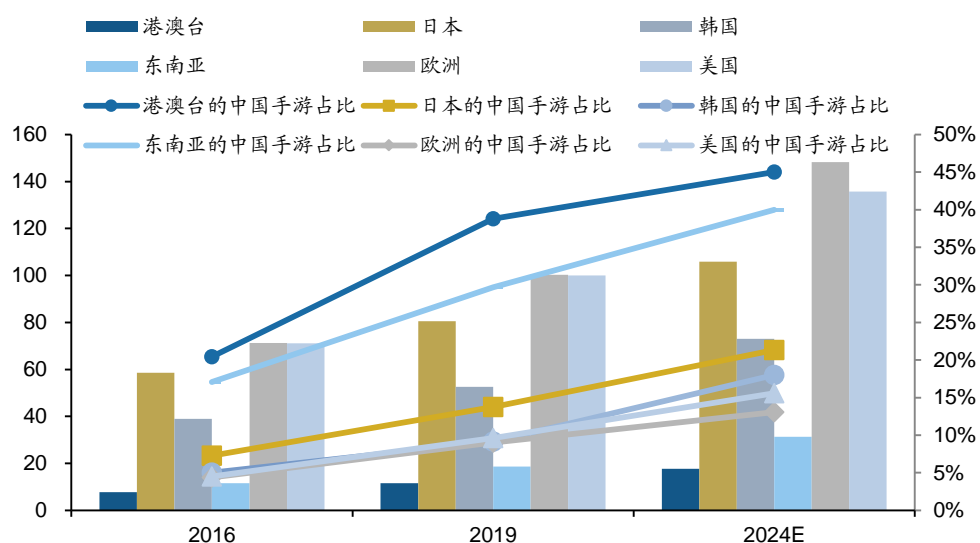
## （三）国产游戏出海规模增长迅速，出口地区向成熟市场拓展

中国内地的移动游戏市场集中，竞争激烈。2019年，中国内地前五大移动游戏开发商合计持有市场份额的65.5%。最大及第二大移动游戏开发商相较竞争对手已建立主导优势，占总市场份额56.9%。

国产游戏出海趋势明显，海外市场正成为新的蓝海市场。中国移动游戏在2019年自中国内地以外市场产生的收益总计85亿美元，在2016年至2019年期间以21.8%的复合年增长率增长，SLG、MMORPG及STG是其中最受欢迎的游戏类型。愈来愈多中国游戏公司放眼于自家地盘以外地区并积极开拓上述品类游戏市场，而中国内地以外市场的玩家对中国手游的认可度逐渐提高。预计中国移动游戏出口的市场规模于2019年至2024年期间将继续以19.6%的复合年增长率增长。

海外市场潜力巨大，中国移动游戏出口地区选择开始逐步多样化。东南亚等地游戏市场潜力巨大，具有地理邻近及文化相似的优势，成为中国出口移动游戏的首选目标地区。同时，韩国、日本及香港等国家及地区的游戏玩家已培养出成熟的支付习惯，与欧洲及美国等成熟市场同样被列为中国移动游戏出口的拓展区域。

图9：不同地区中国移动游戏出口情况（百万美元，%）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

### 三、业务：以 MMORPG 游戏研发和 IP 创造为基石，布局多品类游戏出海

#### （一）着力 MMORPG 品类，推动游戏“产量+质量”双升，变现能力逐步增长

公司专注于移动MMORPG，年均推出2-3款游戏。在游戏项目上，公司推出了多款MMORPG游戏，游戏多处于成熟期，预计生命周期3-6年，除了在国内进行运营外，还推向韩国、东南亚、欧美等海外市场。按自研游戏和自研MMORPG于中国内地产生的总流水计，公司于2019年在所有中国移动游戏开发商中分别排名第五和第三。2017年至2019年，公司四款游戏名列MMORPG手游20强，其中《龙族幻想》的平均月活跃用户数量于2019年在中国内地所有MMORPG手游中排名第一。

表4：祖龙娱乐的游戏组合表现

名称	游戏品类	知识产权来源	发行方式	正式上线日期	主要市场	所处生命周期阶段	预期生命周期	摘要
《梦幻诛仙》	MMORPG	授权IP	第三方发行	2016/11/1	中国内地	成熟期	72个月	发布后连续四个月位列中国内地 iOS App Store 热门游戏排行榜前 15 名；中国游戏风云榜 2016 年十大最受欢迎手机游戏
《天空纪元》	MMORPG	原创IP	第三方发行/自主发行	2017/8/18	中国内地 港澳台地区	成熟期 衰退期	45个月 39个月	2017 年中国优秀游戏制作人评选大赛最佳移动游戏 2017 年金翎奖玩家最喜爱的网络移动游戏 全球移动游戏联盟的 2017 年最佳移动游戏
《万王之王 3D》	MMORPG	授权IP	第三方发行/自主发行	2018/8/21	中国内地 港澳台地区 韩国 欧美地区	成熟期 成熟期 成熟期 成熟期	60个月 35个月 42个月 42个月	发布首日登顶 iOS App Store 的热门免费游戏排行榜 2018 年金翎奖最佳原创移动游戏
《龙族幻想》	MMORPG	授权IP	第三方发行/自主发行	2019/7/18	中国内地 港澳台地区 韩国 欧美地区	成熟期 成长期 成熟期 成长期	60个月 42个月 36个月 48个月	发布首日登顶中国内地 iOS App Store 热门免费游戏排行榜，首周内登顶中国内地 iOS App Store 热门游戏排行榜 美洲发布首日荣登美国 iOS App Store 下载量排名 MMORPG 手游第一名及 RPG 手游第二名
《御剑情缘》	MMORPG	原创IP	第三方发行	2016/7/6	中国内地 港澳台地区 韩国	成熟期 衰退期 成熟期	72个月 48个月 48个月	金苹果奖 2016 年度最具人气游戏产品 金鹏奖 2016 年度最佳角色扮演网络游戏
《权力与荣耀》	MMORPG	原创IP	第三方发行/自主发行	2017/2/23	中国内地 韩国	衰退期 衰退期	45个月 41个月	2016 年金翎奖最佳原创移动游戏；发布首周登中国内地 iOS App Store 六大热门游戏排行榜
《六龙争霸》/ 《六龙御天》	MMORPG	原创IP	第三方发行	2015/10/8	中国内地 港澳台地区 韩国 东南亚地区	成熟期 衰退期 衰退期 衰退期	74个月 71个月 51个月 57个月	于 2015 年 10 月推出后，于台湾地区 iOS App 热门游戏排行榜连续四个月登上前两位及连续六个月登上前五
《青丘狐传说》	MMORPG	授权IP	第三方发行	2016/3/4	中国内地	衰退期	60个月	百度游戏 2016 年最佳知识产权改编奖 金苹果奖 2016 年度最佳影视 IP 手游
《幻想神域》	MMORPG	授权IP	第三方发行	2018/4/8	中国内地	衰退期	28个月	改编自客户端游戏《幻想神域》
《战舰联盟》	其他	原创IP	第三方发行/自主发行	2017/7/13	中国内地	成熟期	66个月	评分 9.1 并获 Taptap 推荐，于 Taptap 下载量超过 200 万次
《迷失之夜》	其他	原创IP	自主发行	2018/9/18	中国内地	衰退期	9个月	获 iOS App Store 及 Taptap 推荐；于中国内地上线后首三个月，累计注册玩家达 40 万人
《足球梦工厂》	其他	原创IP	自主发行	2020/3/2	全球 (不包括中国内地)	成长期	24个月	TapTap 评分 9.1 采用实时人工智能算法

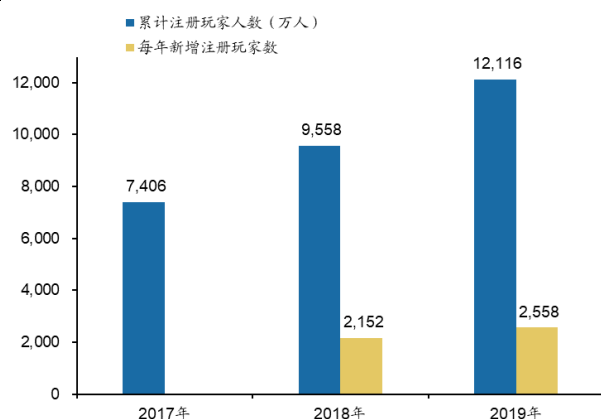
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

注：不同生命周期与不同的地区之间相对应

从公司游戏实际运营情况来看，产品变现能力基本稳定，新产品支撑用户规模回升。2019年累计注册玩家规模增长至1.21亿人，2019全年新增注册玩家数量为2558万人，单年新增注册玩家数较2018年新增量增加了406万人。平均MAU回升至342万人，但尚未恢复2017年水平（当年主要系《梦幻诛仙》推出），仍具一定增长空间。平均月付费用户在2019年达50万人，同比增速24%超过当年平均月活跃用户同比增速（12%），部分体现公司商业变现能力增长，可以将流量转化为实际游戏充值及消费；付费率计算下来约为14.7%，相比2018年平均提高了1.5pct。

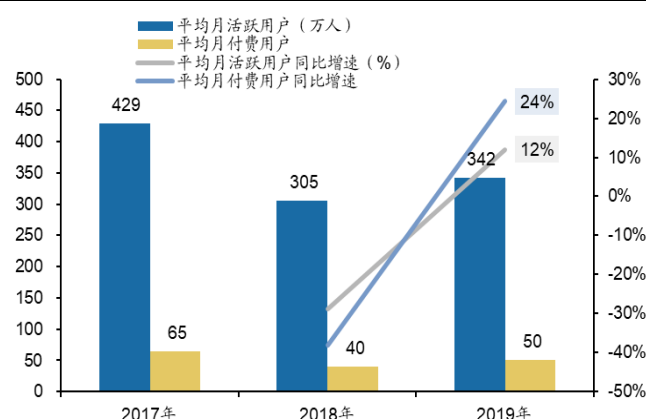


图10: 2017-2019年公司游戏产品玩家规模



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

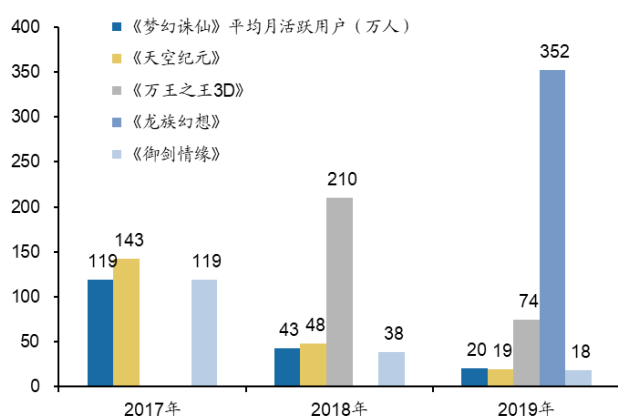
图11: 2017-2019年平均MAU及付费用户情况



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

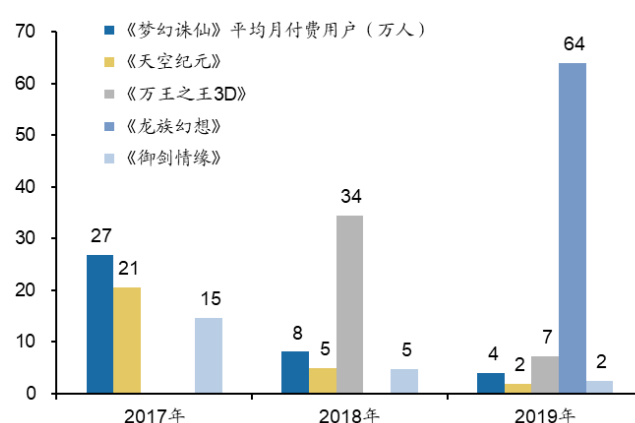
新发行游戏拉动公司用户规模增长, 单个游戏的驱动力逐年提升。明显看到, 2017年及以前, 公司主要依赖《梦幻诛仙》《天空纪元》及《御剑情缘》等驱动用户规模增长, 2018年则转换至《万王之王3D》, 2019年为《龙族幻想》; 且从驱动规模的量级上看, 随着游戏制作与发行的成熟化, 单个游戏的驱动力逐年提升, 《龙族幻想》19年的月活及付费用户规模明显高于《万王之王》在18年下半年及19年全年的总和。付费用户渗透率方面, 《梦幻诛仙》作为公司标志性游戏, 付费转化能力较强且稳定性高, 《万王之王3D》《龙族幻想》等游戏在推出当年的付费用户渗透水平整体较高, 均超过15%。

图12: 2017-2019年公司主要游戏平均月活跃用户规模 (万人)



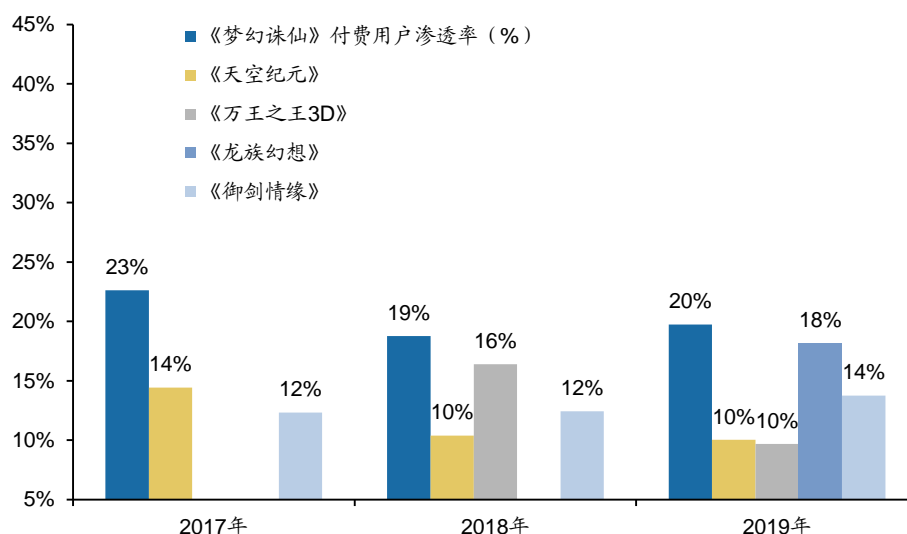
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图13: 2017-2019年公司主要游戏平均月付费用户规模 (万人)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图14：2017-2019年各游戏付费用户渗透率（%）

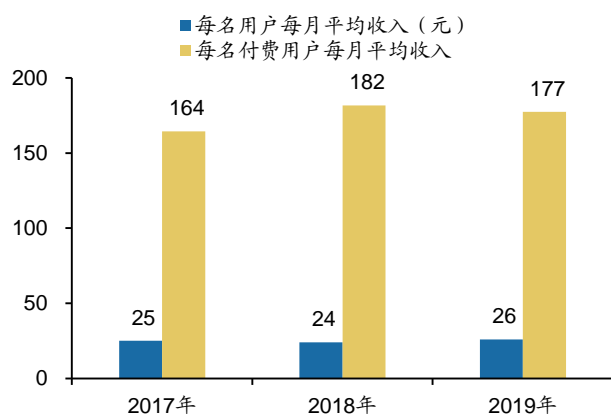


数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司游戏的月ARPU值基本稳定在24-26元间。《梦幻诛仙》《天空纪元》整体变现能力较强，明显超过公司每用户每月平均收入水平；由于公司在2018年下半年推出的《万王之王3D》主打情怀，前期轻度氪金，自2019年开始强调变现，这一游戏的ARPU值上升较快。而2019年公司整体ARPPU值较2018年略有回落，主要由于对2019年主推游戏产品《龙族幻想》的运营策略进行调整，相比以上几款游戏，用户更加偏向于年轻群体，付费能力稍弱，部分影响ARPPU值水平，但用户量和覆盖面明显高于过往游戏，创造较高的流水记录，最终支撑起2019年36.5%的总收益贡献。

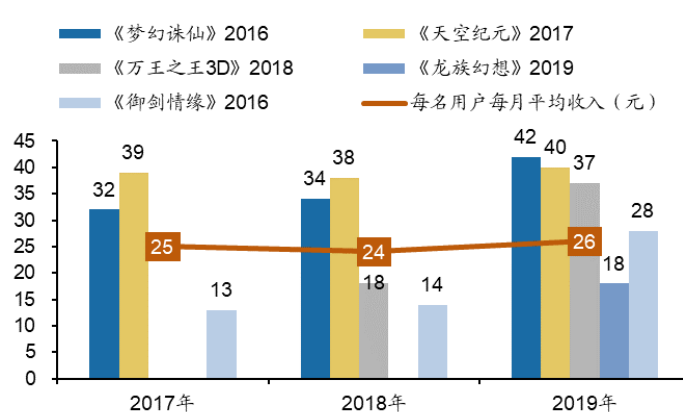
从单个游戏的月均ARPU及ARPPU在各年间的变化情况来看，各游戏产品每用户付费水平基本呈现逐年提升趋势，氪金游戏成熟期的变现能力逐步彰显。随着公司游戏运营的成熟度提升，预计2019年新游《龙族幻想》或将在2020年逐渐进入变现期，有望创造出ARPU及ARPPU翻倍的成绩。

图15：2017-2019年月均ARPU及ARPPU情况（元）



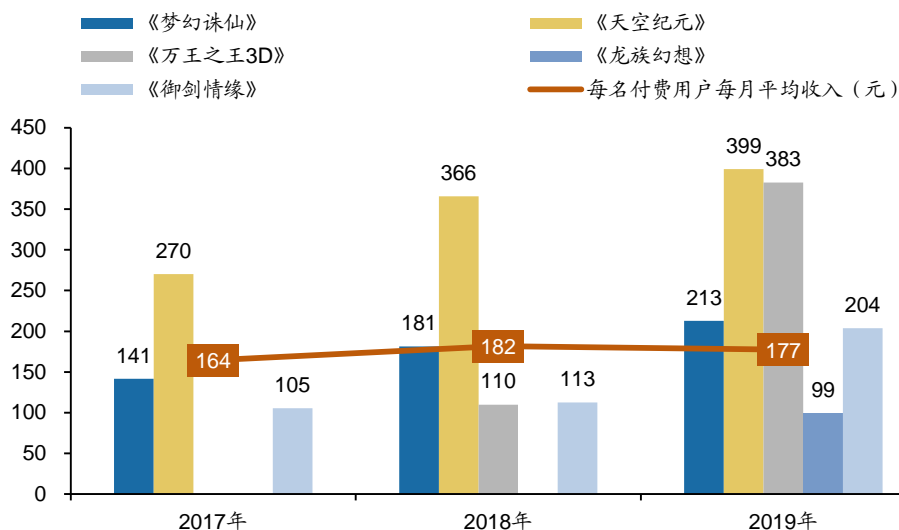
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图16：2017-2019年每用户每月平均收入情况（总体及各游戏，元）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图17: 2017-2019年每付费用户每月平均收入情况（总体及各游戏，元）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司游戏储备数量丰富，并逐步拓展多样化的游戏品类。根据招股说明书，公司储备了8款网络游戏，涵盖MMORPG、SLG及其他类型。这些游戏预计将在2020-2022年陆续推出，其中7款产品将走出内地，拓展海外市场，提升公司的全球影响力。结合以上游戏储备情况，考虑到2020年的两款产品将经由腾讯对外发行，且SLG产品也将持续为业绩做出贡献，预计未来收入增长将持续稳定。

表5: 2020-2022年公司游戏储备情况

名称	移动游戏品类	知识产权来源	开发阶段	预期上线日期	主要市场
《鸿图之下》	SLG	原创 IP	游戏制作	2020 年第 3 季度	中国内地及东亚
《梦想新大陆》	MMORPG	原创 IP	游戏制作	2020 年第 4 季度	中国内地
《诺亚之心》	MMORPG	原创 IP	游戏制作	2021 年第 1 季度	全球
《三国群英传》	SLG	授权 IP	游戏提案	2021 年第 4 季度	全球
项目 A	其他	原创 IP	游戏制作	2022 年第 1 季度	全球
项目 B	MMORPG	授权 IP	游戏制作	2022 年第 1 季度	全球
项目 C	SLG	—	市场研究及游戏提案	2022 年第 3 季度	全球
项目 D	其他	—	市场研究及游戏提案	2022 年第 4 季度	全球

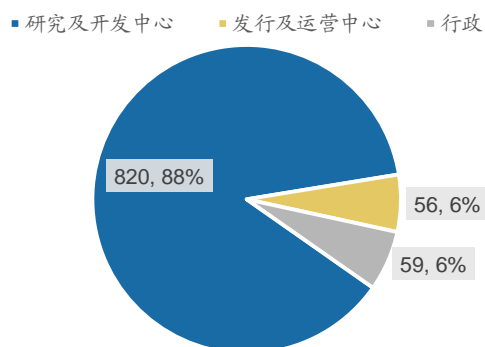
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

## （二）以强大的研发及 IP 创造能力为支撑，形成独具特色的“祖龙风格”

公司具备强研发基因，重视研发投入，研发团队建设体系相对完善，核心制作为公司元老级成员。公司研发实施平台制，由核心制作人负责相应产品，美术、音效等人员可进行交叉使用。研发人员占比超过85%，其中205位员工拥有逾十年的游戏开发经验，程序中心及引擎中心约49%的雇员持有研究生学位。公司的人才招纳针对性强，利用较高的优秀项目推出率保障以达成效率较高的激励机制，人才流失比

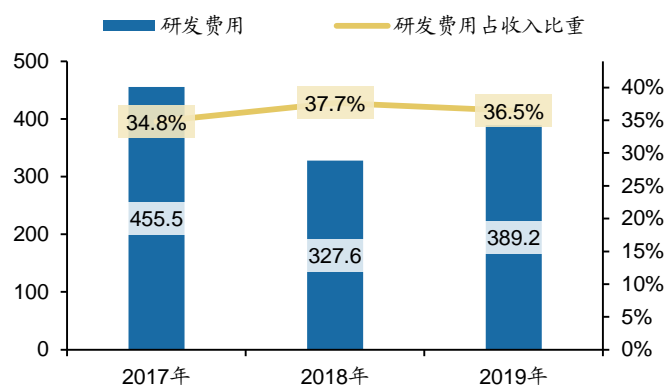
例相对较低，为公司优质产品的稳定推出奠定良好基础。根据招股说明书，公司于2017年、2018年及2019年产生的研发费用分别为4.6亿元、3.3亿元和3.9亿元，分别占同期营收的34.8%、37.7%和36.5%。

图18：研发人员占公司员工的85%以上



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图19：2017-2019年公司研发投入情况



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司在手游技术革新中占据行业领先地位，服务器架构稳定性强，虚幻引擎技术具备明显优势。在服务器网络及云平台方面，公司服务器架构稳定性强，与Unity等先进游戏引擎高度融合适配，能够支持深度定制及二次开发。在游戏引擎及美工技术方面，公司对虚幻引擎4的运用能力极强，整体领先于竞争厂家半年左右，其中，2015年推出的《六龙争霸》/《六龙御天》是首批基于Unity 3D的真3D MMORPG手游之一；2019年推出的《龙族幻想》是中国首款基于虚幻引擎4开发的真3D次世代MMORPG手游，研发周期接近2年，率先实现先进引擎的技术突破。从运作效果来看，虚拟引擎4大幅提升游戏画面，利用Cinematic技术推动实现移动端电影级动画效果，借由虚拟引擎4强大的扩展性来完善与创新开放世界的构建，极大增强游戏的沉浸感，提升玩家的互动体验。

除此之外，公司在自有SDK开发方面投入大量资金，为用户的账户关联及支付方面提供一站式解决方案；公司亦配置有完整的运维团队，贯穿游戏开发阶段、发布后的服务监测及故障检修等。

同时强大的研发基因保障公司优质产品输出，对授权IP依赖度低，专注于打造原创IP游戏，具有强大的IP创造及运营能力，形成祖龙特色的游戏风格。公司目前拥有19项IP的拥有权或授权，其中过半为原创IP。截止2020年4月，公司全部现有游戏中有七款原创IP游戏，占现有游戏组合的约58.3%。在公司目前的8款游戏储备产品中，已有6款游戏作出了IP安排，其中四款为原创IP游戏，并已经与腾讯就其中三款签订了独家游戏许可协议。

图20：公司旗下涉及的部分引擎情况简述



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

在强大的游戏开发及IP运营能力支持下，公司具有引入优质IP的能力。在过往授权IP合作选择方面，公司充分考虑多样化文化背景及IP的市场受众表现，立足于IP价值的未来空间与自身游戏开发能力，最终完成项目开发运营。目前，公司正在与一间于制作奇幻系列方面具良好往绩记录的全球顶尖电影制作公司合作，将其票房收入逾15亿美元的科幻电影改编成手游。

表6：IP拥有权、授权及保护

IP 名称	IP 类型	IP 源	游戏名称	游戏状态	授权条款	授权区域
《六龙争霸》/《六龙御天》	手游	原创	《六龙争霸》/《六龙御天》	运营中	不适用	不适用
《御剑情缘》	手游	原创	《御剑情缘》	运营中	不适用	不适用
《天空纪元》	手游	原创	《天空纪元》	运营中	不适用	不适用
《权力与荣耀》	手游	原创	《权力与荣耀》	运营中	不适用	不适用
《战舰联盟》	手游	原创	《战舰联盟》	运营中	不适用	不适用
《迷失之夜》	手游	原创	《迷失之夜》	运营中	不适用	不适用
《足球梦工厂》	手游	原创	《足球梦工厂》	运营中	不适用	不适用
《蜀山缥缈录》	客户端游戏	原创	《蜀山缥缈录》	已终止	不适用	不适用
《梦想新大陆》	手游	原创	《梦想新大陆》	筹备中	不适用	不适用
《鸿图之下》	手游	原创	《鸿图之下》	筹备中	不适用	不适用
《诺亚之心》	手游	原创	《诺亚之心》	筹备中	不适用	不适用
《青丘狐传说》	电影及电视剧	获授权	《青丘狐传说》	运营中	2015年11月16日直至其各自的地区市场全部游戏版本终止的日期	全球

《诛仙》及《梦幻诛仙》	文学及客户端游戏	获授权	《梦幻诛仙》	运营中	2015年8月10日直至其各自的地区市场全部游戏版本终止的日期	全球
《幻想神域》	客户端游戏	获授权		运营中	2017年1月18日直至其各自的地区市场全部游戏版本终止的日期	全球
《万王之王》	客户端游戏	获授权	《万王之王 3D》	运营中	2017年1月15日直至其各自的地区市场全部游戏版本终止的日期	全球
《龙族》	文学	获授权	《龙族幻想》	运营中	2018年6月20日直至其各自的地区市场全部游戏版本终止的日期	全球
《琅琊榜：风起长林》	电视剧	获授权		已终止	2017年3月20日至2021年1月24日	全球
《三国群英传》	客户端游戏	获授权		筹备中	2019年3月1日至上线日期的第三周年	全球
IP B <sup>(1)</sup>	—	获授权	项目 B <sup>(1)(2)</sup>	筹备中	— <sup>(1)</sup>	全球

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

注：（1）根据 IP 授权协议及与 IP 持有人的业务安排，该 IP 授权协议的条款未披露。

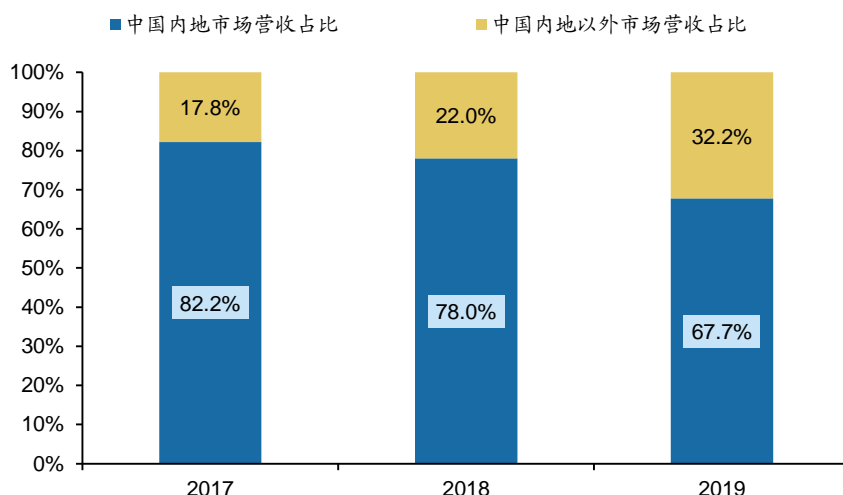
注：（2）游戏名称待最终确定。

### （三）出海布局延续 MMORPG 特色，遵循差异化战略树立国际品牌

公司是在国际市场推出自研游戏的前驱，目前已建立专门的海外发行团队，过往聚焦欧美及东南亚地区，未来将尝试在日韩地区自主发行。截至2020年4月，公司已有14款移动游戏，发布了超过60个地区版本，其中包括14种语言，在港澳台地区、东南亚、韩国、日本、欧洲及美洲等超过170个地区市场可供使用。2017年至2019年，按自研MMORPG于海外市场iOS App Store及Google Play产生的总流水计，公司在所有中国移动游戏开发商中排名第三。

公司海外营收占比持续上升。根据招股说明书，公司海外收入占比从2017年的17.8%提升到2018年22.0%及2019年32.2%，2019年在海外市场的收益为人民币3.4亿元，同比增速为180.0%，主要得益于《万王之王3D》和《龙族幻想》等游戏在海外市场受到认可。

图21：2017-2019年公司营收按地域拆分（%）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

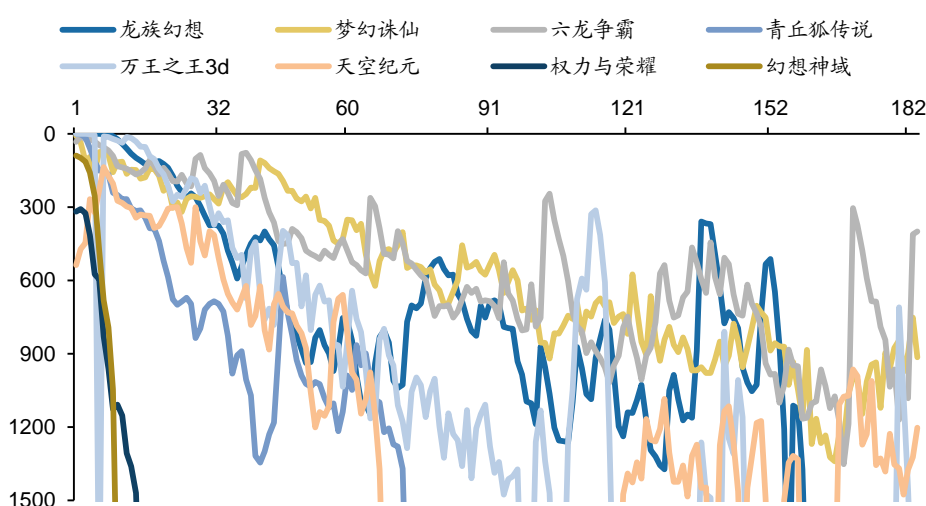


公司多款游戏在海外取得亮眼成绩，受到海外玩家社群的认可。公司研发的多款游戏，如《龙族幻想》、《万王之王3D》、《六龙争霸》/《六龙御天》和《天空纪元》，在海外多个国家及全球的主流平台获得了广泛认可。

《龙族幻想》在出海港澳台及日韩地区后，于2020年2月底出海欧美、中东市场，在上线美洲及欧洲新地区版本游戏后，排名美国iOS App Store下载量排名MMORPG手游第一名及RPG手游第二名，并跻身欧洲八个地区市场iOS App Store下载量手游前十名。据Sensor Tower数据显示，《龙族幻想》欧美版《Dragon Raja》在欧美首月内下载量达276万次，流水达485万美元，其中，美国作为第一大市场在首月贡献收入占比达65%，其次为加拿大（5.6%）及俄罗斯（4.6%）；在下载量方面，美国占比达34.4%，其次为俄罗斯（17.9%）及巴西（6.9%）。海外玩家好评主要集中于游戏的画面呈现效果、剧情及玩法。

2018年8月正式上线的《万王之王3D》在中国内地以外所有市场总流水逾人民币5亿元，并多次获得iOS App Store及Google Play的认可及多次推荐。《六龙争霸》/《六龙御天》在2015年10月推出后，在台湾地区iOS App Store热门游戏排行榜连续四个月登上两大及连续六个月登上五大游戏，在海外市场推出首月总流水破亿。《天空纪元》于推出第一个月便入选App Annie全球游戏收入榜前十名。公司有庞大的海外活跃用户群体，2019年第四季度，公司所有移动游戏在海外市场的平均月活跃用户约为80万人。

图22：部分游戏自上线半年内的海外本地App Store免费游戏榜排名推移



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

#### （四）以腾讯、完美为强力后盾，发行渠道畅通，平台流量充足，形成具有竞争力的完善产业链关系

公司长期保持与腾讯全面战略合作关系。腾讯是公司的主要股东之一，截止2020年4月3日，持有公司已发行股本的17.51%。截至2019年12月31日，公司通过腾讯先后发行四款游戏，即《六龙争霸》/《六龙御天》、《梦幻诛仙》、《万王之王3D》

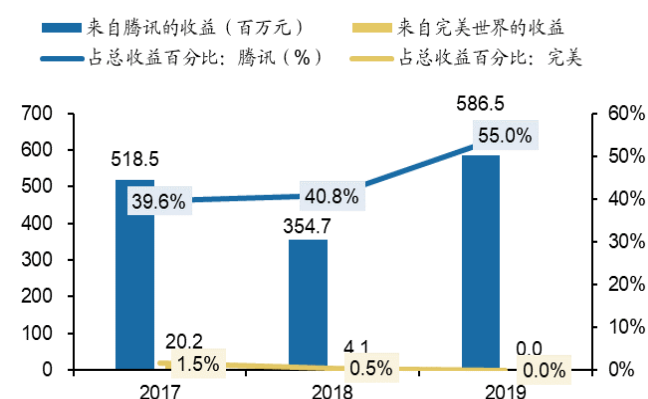
及《龙族幻想》，均深受游戏玩家广泛欢迎。在公司2020年至2022年计划推出的8款储备产品中，已有3款与腾讯签订了独家游戏授权协议。

**公司核心团队出身于完美世界，与完美世界保持良好合作关系。**董事长兼首席执行官李青先生曾任完美世界首席设计官，带领团队研发了《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》等大作。完美世界为公司2017年、2018年及2019年的五大供应商之一，截至2020年4月3日，持有公司已发行股本的23.10%。

**公司与腾讯和完美世界合作关系稳定。**腾讯是主要客户之一，同时是公司供应商，向公司提供推广及广告服务、云服务、游戏发行等服务。公司与腾讯的游戏独代及运营业务合作关系日渐紧密，来自腾讯的收益规模占总收入的百分比逐年上升，从2017年的39.6%上升到2019年的55.0%；公司向腾讯购买的服务成本占总成本比例基本稳定，其中，云服务成本在2017-2019年维持在300-400万元之间，推广及广告服务在2019年增长至140万元，借由腾讯发行而支付的佣金规模由1683万元大幅下降至190万元，部分与公司自建发行渠道有一定关联。

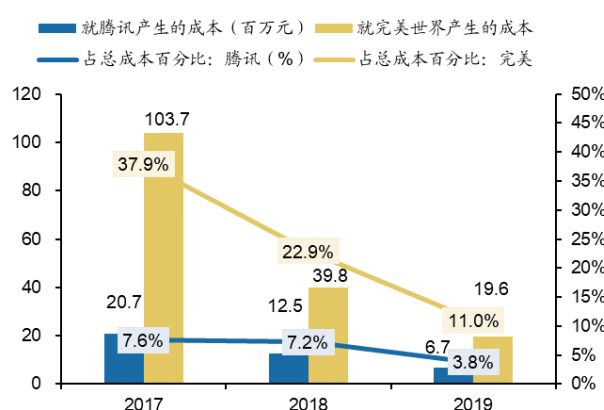
完美世界为公司主要供应商之一，为公司游戏提供图像设计外包服务，辅助公司团队进行大规模游戏制作，预计未来该项关系仍将稳步持续；但对于完美世界的外包技术依存度正逐步下降，数据显示，公司向完美世界购买相关服务的成本占总成本比例从2017年的37.9%显著下降到2019年的11.0%。

图23：来自腾讯、完美的收益规模及占比



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图24：公司就腾讯、完美产生的成本及占比



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

**公司长期保持与领先发行商及全球分销渠道商的全面合作关系。**在国内，公司与腾讯、紫龙游戏等多家中国头部发行商长期保持战略伙伴关系，通常在游戏研发阶段初期便订立独家游戏许可协议。在海外，公司通过第三方分销渠道商或委聘第三方发行商直接发行游戏。海外发行商一般于中国内地正式发布游戏之前已经就于相关市场发行游戏寻求与公司的早期合作。公司与iOS App Store及Google Play等国际领先的分销渠道商及第三方发行商建立了良好的合作关系，帮助游戏有效进入全球市场。

**公司具有一体化发行和运营的能力。**公司拥有自己的发行团队，聚焦欧美和东南亚市场，并计划在日韩市场尝试自主发行。根据招股说明书，2017年至2019年公司游戏发行业务的营收分别为9.1亿元、6.0亿元和8.2亿元，分别占总收入的29.3%、

30.5%和23.0%。

## 四、财务：业绩回温，现金充裕支持未来发展

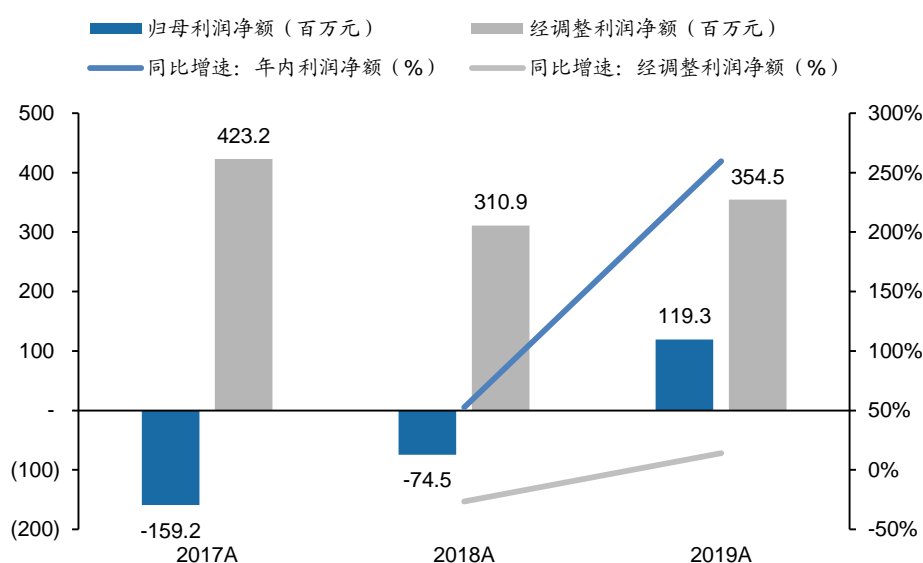
### （一）爆款游戏出品率较高，业绩逐步回升

公司整体运行呈现“小而精”特点，产品精品迭出，持续性极强。公司收入由游戏开发与授权、发行及运营两个核心业务驱动，将游戏授予第三方发行商或通过分销渠道商进行发行以获得收益。2017-2019年，公司营业收入分别为13.09亿元、8.70亿元及10.67亿元，同比增速于2019年回正至23%；公司未调整归母净利润分别为-1.59亿元、0.75亿元及1.19亿元，调整后的归母净利润则分别为4.23亿元、3.11亿元和3.55亿元，2019年的业绩逐步复苏。

爆款游戏推动当年业绩增长，长生命周期产品持续创造营收。公司于2017年在中国境内上线三款自主发行的新游戏，实现13.09亿元收入，其中，开发与授权业务收入达9.11亿元，占比达70%；综合游戏发行与运营业务收入达3.84亿元，占比达29%。2017年营收主要由《梦幻诛仙》《天空纪元》等产品驱动，其中，《梦幻诛仙》对当年总收益贡献率达35.4%，截至19年末已获超过33亿元流水，具备较强的生命周期。2018年的业绩收缩主要受到行业环境版号危机停发影响，同时公司内部在进行技术升级，整体开发周期变长，当年轻有的一款新游戏《万王之王》在下半年才得以推出，收入确认存在一定错配。

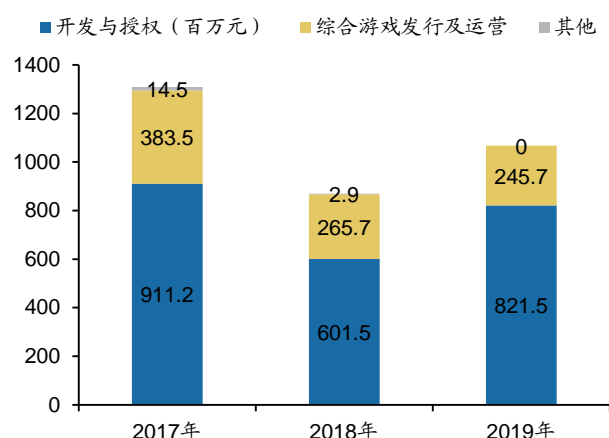
公司营收规模在经历2018年低谷后于2019年逐步回升至8.22亿元，游戏开发与授权业务对应营收占比提升至77%，主要由于2019年新游戏《龙族幻想》表现出色，总收益贡献率达36.5%；《万王之王3D》自2018年下半年上线后陆续创收，集中体现于2019年的业绩收入，总收益贡献率达31.1%。

图25：2017-2019年营业收入及未调整归母净利润（百万元，%）



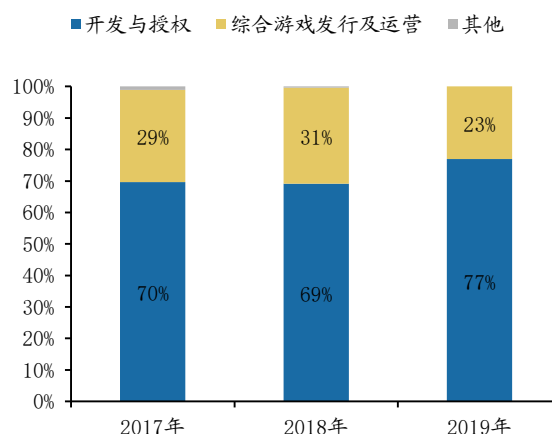
数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图26: 2017-2019年公司营业收入结构 (按业务)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

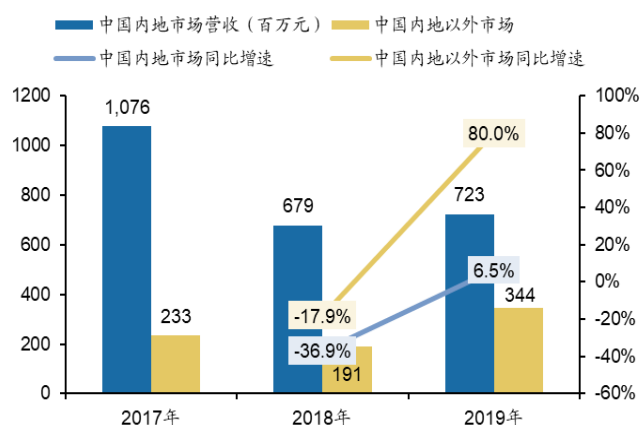
图27: 2017-2019年公司营收结构占比



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

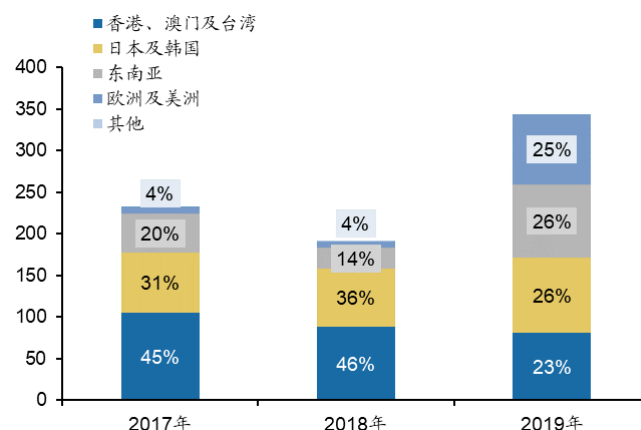
公司近年逐步推动游戏出海, 境外营收同比增速明显高于境内规模增长。2019年末, 公司在中国内地市场营收达7.23亿元, 占比67.8%; 海外市场达3.44亿元, 占比达32.2%。细分境外市场营收结构来看, 公司在港澳台地区、日韩、东南亚及欧美地区四个市场着力逐步平均化: 在港澳台市场的营收规模整体稳定, 近两年均维持在800万元以上; 在欧美市场的营收规模从2017年的880万元增长至8480万元, 占比从2017、2018年的4%提升至2019年的25%, 体现公司布局欧美市场的阶段性成功, 是公司未来出海的重要发展地区。

图28: 2017-2019年公司营业收入结构 (按地域)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图29: 2017-2019年公司在境外市场的营收结构



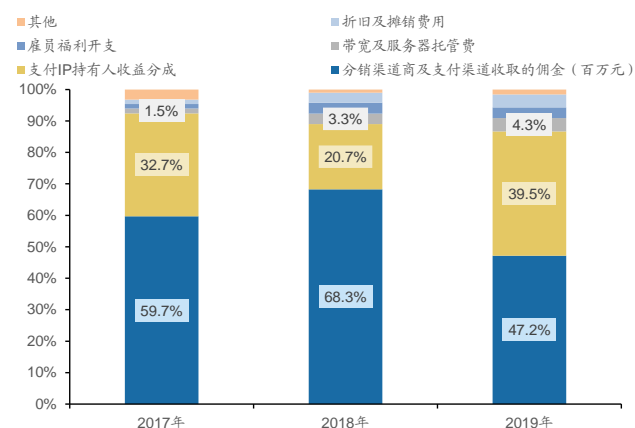
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

## (二) 毛利率与净利率持续提升, 营业成本获结构性下降

公司在行业内议价能力提升, 营业成本结构性下降, 毛利率和净利率逐步上行。公司的营业成本中的分销渠道商及支付渠道收取的佣金占最大比例, 其次依次为支付IP持有人收益分成、带宽及服务器托管费等。2017-2019年, 分销渠道商及支付渠道收取的佣金分别达1.63亿元、1.19亿元及0.84亿元, 对应占比为59.7%、68.3%及

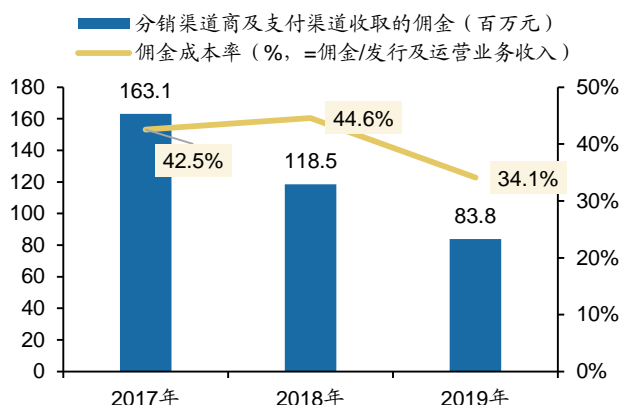
47.2%，佣金占对应的综合游戏发行及运营业务收入的比例从42.53%下降至34.11%，对分销渠道商的议价能力略有提升，或将优化综合游戏发行及运营板块业务成本。

图30：2017-2019年公司营业成本拆分（%）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

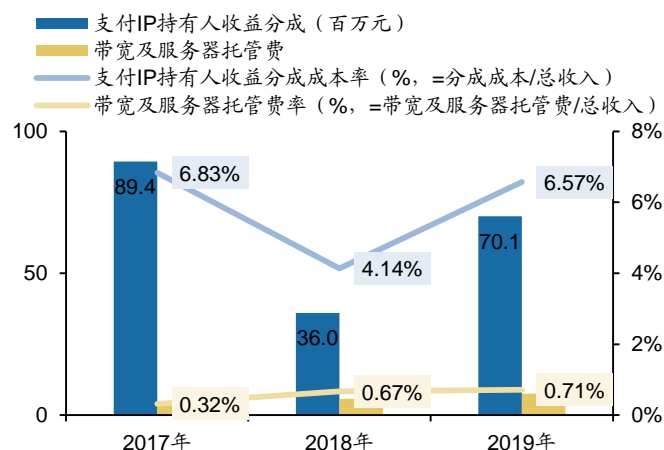
图31：分销渠道商及支付渠道收取佣金规模及成本率



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

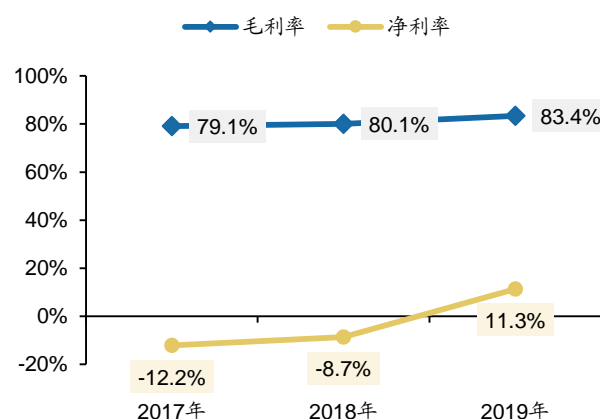
其余细分成本主要受游戏营收的波动影响，2019年基本恢复2017年水平。其中，支付IP持有人收益分成成本为第二大成本支出板块，除2018年外，公司在2017及2019年的成本支出达0.89亿元及0.70亿元，成本率均保持在6%以上，显示出公司对IP版权及内容供应储备的持续追求。带宽及服务器托管费方面，占比从1.5%上升至4.3%，成本率从0.32%上升至0.71%，主要为公司业务增长所致。

图32：2017-2019年其他细分成本规模及成本率



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图33：2017-2019年公司毛利率及净利率（%）



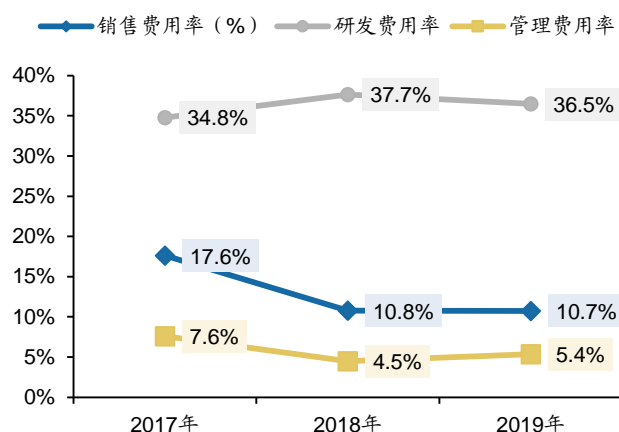
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心



公司毛利率稳步上升，在2017至2019年间从79.1%增长至83.4%，主要由于综合游戏发行及运营板块成本降低所致。净利率于2019年首次转正，并达11.3%。

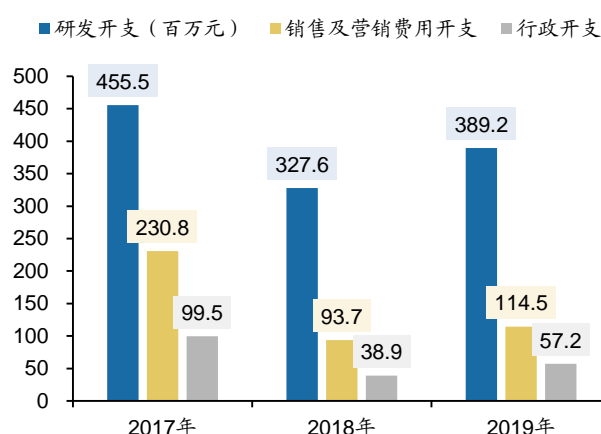
**公司费用管理能力逐步增强，研发力度不减。**公司的研发费用率居三费之首，整体维持在35%左右，体现公司的强研发属性。研发费用主要包括研发人员福利开支、外包技术服务开支等，2019年该项费用同比增长18.8%至3.89亿元。销售费用率及管理费用率均有所下降，其中，销售费用率由2017年的17.6%下降至2019年的10.7%，管理费用由7.6%下降至5%左右，体现公司的费用管理经营能力逐步提升，且具备较高的持续性。

图34：2017-2019年公司销售、研发和管理费用率



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图35：2017-2019年公司销售、研发和管理费用规模



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

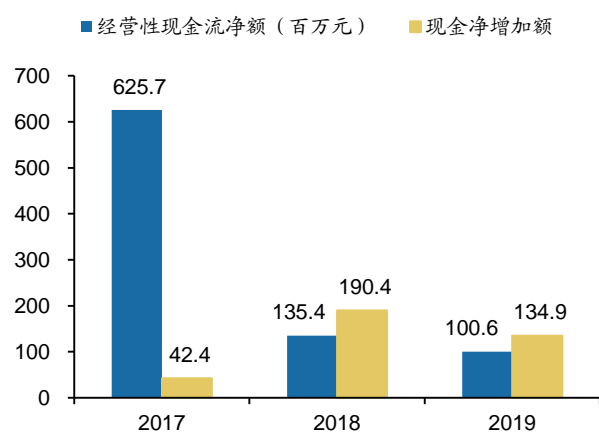
### （三）经营性现金流基本稳健，账上现金储备超7亿元

**公司经营性现金流呈净流入状态。**2017至2019年，经营性现金流净额分别对应为6.26亿元、1.35亿元及1.00亿元，同期现金净增加额分别对应为0.42亿元、1.90亿元及1.35亿元。筹资活动方面，公司于2017年发行可赎回可转换优先股获得2.6亿元融资现金流输入，为之后的业务发展奠定良好基础。

**公司账面现金储备较丰厚。**2017至2019年，现金储备不断提升，分别对应3.84亿元、5.88亿元及7.28亿元，为公司研发投入及业务扩张提供坚实基础。

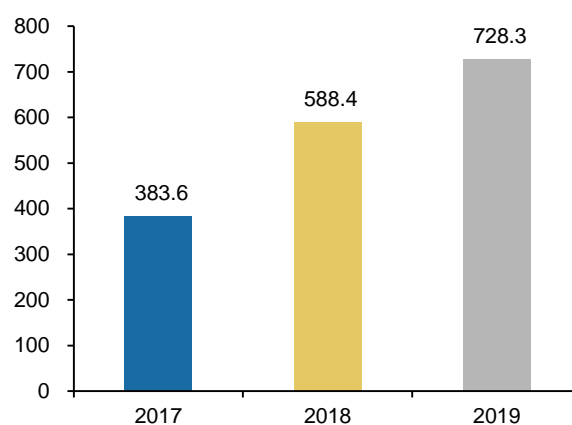


图36: 2017-2019年公司现金流流入情况



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图37: 2017-2019年公司现金储备情况 (百万元)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

- (一) 过于依赖单一品类游戏的风险
- (二) 手游授权被法院宣判无效, 《龙族幻想》被责令停止运营的风险
- (三) 游戏出海竞争加剧的风险

## 广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券，带领团队荣获2019年新财富传播与文化行业第一名。

朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。