

持有**顶级科幻 IP 手游官宣, 未来游戏储备丰富****祖龙娱乐 (9990.HK)**

2022-01-24 星期一

投资要点

目标价:	9.0 港元
现价:	8.60 港元
预计升幅:	4.9%

➤ **公司被纳入 MSCI, 流动性将改善:**

2021 年 11 月公司被纳入 MSCI 中国小型股指数成分股。此次获纳入 MSCI 中国小型股指数, 体现了资本市场对公司发展潜力的认可, 有助于提升公司于国际资本市场的知名度, 促进公司的股东结构优化及流动性提升。

➤ **顶流科幻 IP 手游官宣, 有望掀起射击 RPG 手游变革浪潮:**

2022 年 1 月 13 日, 祖龙娱乐、腾讯游戏、卡梅隆工作室和迪士尼共同官宣了阿凡达手游《Avatar: Reckoning》, 这是一款基于虚幻引擎 4 开发的射击 RPG 手游, 预计 2022 年上线 iOS 和 Android 平台。我们认为, 经过“强 IP、强研发, 强发行”的合作优势, 有望成为一款具有国际影响力的游戏。

➤ **丰富的新游戏储备有望推动业绩增长:**

未来公司将上线多款精品游戏, 如诺亚之心、女性向游戏《以闪亮之名》、项目(西方魔幻题材 SLG)。我们认为, 公司近两年内有多部精品游戏待上线, 2022 年预计上线 SLG 游戏《项目》(为原创 IP)、MMOPRPG《诺亚之心》、女性向游戏《以闪亮之名》、SLG 游戏《三国群英传》有望进一步带来业绩增长。

➤ **看好未来游戏上线后推高业绩, 但考虑版号因素给予持有评级:**

公司是国内领先的精品手游研发商, 积极推行研发发行一体化, 持续深化出海、多品类及精品化战略, 未来随着公司后续储备项目陆续上线, 2022 年业绩或迎来集中释放。考虑到 2021 年部分产品上线表现不达预期及新游戏上线时间被推迟, 因此我们下调了 2021 年全年收入预期, 另外公司在研发端及海外渠道不断投入, 因此我们预计 2021 年全年将会亏损, 另外考虑到目前国内版号审批还未放开, 未来新游戏上线仍有加大不确定性。综上, 我们给予公司 9.0 港元的目标价, 对应 2022 年约 35 倍 PE, 对应“持有”评级。

重要数据

日期	2022-01-24
收盘价 (港元)	8.60
总股本 (百万股)	814
总市值 (百万港元)	7,015
净资产 (百万港元)	4,204
总资产 (百万港元)	4,747
52 周高低 (港元)	24.27/7.5
每股净资产 (港元)	5.17

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Cresc Chorus Limited	34.13%
Perfect World	16.26%
腾讯	16.88%

相关报告

祖龙娱乐 (9990.US) - 首发报告-20200205

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gzq.com.hk

截至 12 月 31 日财政年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总营收 (百万元)	1,067	1,209	1,185	2,042	2,264
变动	22.66%	13.27%	-2.00%	72.35%	10.90%
净利润 (百万元)	120	(759)	(122)	170	204
经调整净利润 (百万元)	355	219	(122)	170	204
变动	14.02%	-38.28%	N/A	N/A	19.68%
经调整净利润率	33.22%	18.10%	-10.33%	8.35%	9.01%
经调整每股盈利 (元)	0.43	0.27	(0.15)	0.21	0.25

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

公司被納入 MSCI，流動性將改善：

2021 年 11 月公司被納入 MSCI 中國小型股指數成分股。MSCI 中國指數是由摩根士丹利資本國際公司編制以跟踪中國概念股表現的指數，是全球投資者用作投資選股標準的基準指數之一，其成分股涵蓋中國資本市場上兼具發展潛力及投資價值的公司，成分股變動對機構投資者調整投資組合具備重要影響。此次獲納入 MSCI 中國小型股指數，體現了資本市場對公司發展潛力的認可，有助於提升公司於國際資本市場的知名度，促進公司的股東結構優化及流動性提升。展望未來，公司將繼續堅持精品化戰略及全球化布局，不斷開發多品類業內領先的精品遊戲，拓展發行模式和渠道，並通過對技術的不斷深耕和突破，提升公司的盈利能力及業務規模。

頂流科幻手遊阿凡達官宣，有望掀起射擊 RPG 手遊變革浪潮：

2022 年 1 月，祖龍娛樂、騰訊遊戲、卡梅隆工作室和迪士尼共同官宣阿凡達手遊《Avatar: Reckoning》，一款基於虛幻引擎 4 開發的射擊 RPG 手遊，預計 2022 年上线 iOS 和 Android 平台。阿凡達目前仍然是全球的頂流 IP。而且電影《阿凡達 2》與阿凡達手遊《Avatar: Reckoning》將與玩家同步見面。在遊戲場景方面，阿凡達手遊不僅會復刻原作中的潘多拉星球，同時還設計了許多全新場景。在遊戲技術方面，公司將嘗試採用虛幻引擎 5 進行開發，益於公司過往在虛幻引擎的技術沉澱，開發這類 3A 級項目較其他同行有明顯效率優勢，此次阿凡達手遊將會使用天氣晝夜系統、粒子特效、水體系統等，營造一個高沉浸度的開放世界。另外此次產品的全球發行與實力較強的騰訊達成合作，借助騰訊成熟的運營體系、廣闊的營銷渠道以及品牌影響力，有利於該遊戲用戶流量的導入，將用戶價值最大化，助力全球範圍內加速布局。經過“強 IP、強研發、強發行”的合作優勢，有望成為一款具有國際影響力的爆款遊戲，未來表現值得期待。

圖 1：阿凡達手遊概念圖



資料來源：公司公告、國元證券經紀(香港)整理

丰富的新游戏储备有望推动业绩增长：

未来将上线多款精品游戏，如《诺亚之心》、女性向游戏《以闪亮之名》。

《诺亚之心》：基于 UE4 打造的拟真星球开放大世界探索手游《诺亚之心》已正式于 7 月 20 日开启首次封闭测试。目前游戏由腾讯代理发行，11 月 24 日宣布开启限量内测。该游戏基于虚幻 4 引擎技术打造开放世界 MMO，无缝球形大地图是其最大的创新点，实现场景的无缝切换；同时游戏突破了传统 MMORPG 职业限制，开发了更开放、自由的玩法体系。在进行进一步调优，将由腾讯代理发行于 2022 年正式上线，后续表现值得关注。

《以闪亮之名》：超自由时尚生活手游《以闪亮之名》在今年 10 月份正式开启以“共颜”为主题的共研计划,这款产品用虚幻引擎 4 为玩家缔造了一个“展示真我、碰撞设计灵感”的绚丽舞台。参考公司过去在《御剑情缘》、《天空纪元》中积累的女性玩家经验，依托于成熟的虚幻引擎 4 技术，能够让玩家自由定制自己的造型妆容、建造理想家园,还能从挑选面料到裁剪缝合,DIY 一套独一无二的衣服。预计于 2022 年在在中国大陆地区自发行，将于近期启动宣传，目前已开放预约。

我们认为，公司近两年内有多部精品游戏待上线，2022 年预计上线 SLG 游戏《项目》（为原创 IP）、MMOPRPG《诺亚之心》、女性向游戏《以闪亮之名》、SLG 游戏《三国群英传》，这些产品将扭转公司近两年收入下滑的趋势。

图 2：《诺亚之心》推介图



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 3：《以闪亮之名》推介图



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

看好未来游戏上线后推高业绩，但考虑版本号因素给予持有评级：

公司是国内领先的精品手游研发商，积极推行研发发行一体化，持续深化出海、多品类及精品化战略，未来随着公司后续储备项目陆续上线，2022 年业绩或迎来

集中释放。考虑到2021年部分产品上线表现不达预期及新游戏上线时间被推迟，因此我们下调了2021年全年收入预期，另外公司在研发端及海外渠道不断投入，因此我们预计2021年全年将会亏损，另外考虑到目前国内版号审批还未放开，未来新游戏上线仍有加大不确定性。综上，我们给予公司9.0港元的目标价，对应2022年约35倍PE，对应“持有”评级。

财务报表预期

财务报表摘要						财务分析					
损益表						财务分析					
<small><百万元>, 财务年度截至<十二月></small>											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
收入	1,067	1,209	1,185	2,042	2,264	盈利能力					
成本	(178)	(283)	(142)	(534)	(675)	毛利率(%)	83.4%	76.6%	88.0%	73.8%	70.2%
毛利	890	926	1,042	1,507	1,589	经营利润率(%)	34.4%	6.9%	-11.4%	9.3%	10.1%
销售费用	(114)	(161)	(209)	(230)	(139)	净利率(%)	11.3%	-62.8%	-10.3%	8.3%	9.0%
管理费用	(57)	(138)	(221)	(265)	(318)	ROE(%)	70.8%	-21.4%	-3.6%	4.7%	5.4%
研发费用	(389)	(540)	(757)	(832)	(915)	营运表现					
其他收益	38	(3)	10	11	12	费用/收入(%)	52.6%	69.5%	100.2%	65.0%	60.6%
经营溢利	367	83	(135)	190	228	实际税率(%)	6.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
财务费用	(9)	(1)	(1)	(1)	(1)	应收账款天数	184	98	98	98	98
可转债公允	(212)	(857)	0	0	0	应付账款天数	318	263	263	263	263
除税前溢利	145	(775)	(136)	189	227	财务状况					
所得税	(25)	16	14	(19)	(23)	负债/权益	10.19	0.13	0.10	0.29	0.34
净利润	120	(759)	(122)	170	204	收入/总资产	0.56	0.30	0.32	0.44	0.45
经调整净利润	355	219	(122)	170	204	总资产/权益	11.19	1.12	1.08	1.28	1.34
增长						现金流量表					
总收入(%)	22.7%	13.3%	-2.0%	72.3%	10.9%	<small><百万元>, 财务年度截至<十二月></small>					
净利润(%)	14.0%	-38.3%	#####	-239.3%	19.7%		2019E	2020A	2021E	2022E	2022E
资产负债表						除税前收益	145	(775)	(136)	189	227
<small><百万元>, 财务年度截至<十二月></small>						非现金调整	236	987	46	46	47
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本变动	(278)	255	(118)	462	193
物业, 厂房及设备	9	18	18	19	21	已付所得税及利息	(3)	(11)	14	(19)	(23)
有使用权资产	42	167	167	168	168	经营活动现金流	101	457	(194)	678	443
无形资产	44	38	40	43	46	购买固定资产	(6)	(14)	(10)	(11)	(12)
其它应收款项	20	25	25	25	25	购买无形资产	(20)	(5)	(8)	(9)	(10)
递延税项资产	7	14	14	14	14	其他投资活动	84	173	49	(30)	(30)
固定资产合计	122	261	264	268	273	投资活动现金流	58	154	31	(49)	(51)
应收账款	546	329	322	555	616	债务融资	(1)	(6)	(1)	(1)	(1)
其它应收款项	33	40	39	67	75	资本融资	(23)	1,907	0	0	0
金融资产	331	201	201	201	201	融资活动现金流	(24)	1,901	(1)	(1)	(1)
定期存款	143	79	0	0	0	现金变化	135	2,512	(164)	628	391
货币资金	728	3,056	2,891	3,519	3,910	期初持有现金	588	728	3,056	2,891	3,519
流动资产合计	1,781	3,704	3,454	4,343	4,802	汇兑变化	5	(184)	0	0	0
应付账款	157	206	104	390	493	期末持有现金	728	3,056	2,891	3,519	3,910
合同负债	62	65	42	479	637						
应交所得税	33	7	7	7	7						
租赁	15	32	32	32	32						
流动负债合计	266	310	185	907	1,168						
可换股	1,260	0	0	0	0						
其他长期负债	207	142	142	142	142						
长期负债合计	1,467	142	142	142	142						
股东权益合计	170	3,549	3,427	3,597	3,801						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>