开源证券

轻工制造/家用轻工

姚记科技（002605.SZ） 由捕鱼游戏龙头，走向休闲游戏之王

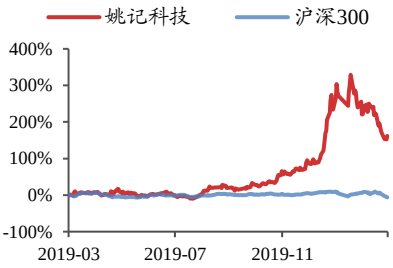
2020 年 03 月 20 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/3/19
当前股价(元)	26.91
一年最高最低(元)	45.32/8.90
总市值(亿元)	107.62
流通市值(亿元)	72.72
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	2.70
近 3 个月换手率(%)	376.29

股价走势图



数据来源：贝格数据

方光照（分析师）
fangguangzhao@kysec.cn
证书编号：S0790520030004

● 公司有望由捕鱼游戏龙头走向休闲游戏之王，首次覆盖给予“买入”评级

公司成立超过 30 年，早已成为国内扑克牌龙头，通过分步收购成蹊科技进军休闲游戏领域，依靠精准买量和深度运营，实现业绩高增长，并成为捕鱼游戏龙头。2020 年公司自研新品《小美斗地主》由字节跳动独代，打开休闲游戏 IAA 变现空间，并有望逐步扩张品类，走向休闲游戏之王。我们预测公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 3.52/6.38/8.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.88/1.59/2.14 元，当前股价对应 PE 分别为 31/17/13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 基于《小美斗地主》携手字节跳动，打开 IAA 变现空间

IAA 已成为海外休闲游戏重要变现方式，验证了“发行商爆款裂变、发行商+第三方平台、发行商+自有流量平台”三种成功模式，成就了 Ketchapp、Voodoo、Lion Studio 等龙头。国内休闲游戏 IAA 起步较晚，或面临百亿市场空间。字节跳动已入局休闲游戏 IAA，基于流量、算法及广告主资源优势，有望成为 IAA 重要一极。公司自研新品《小美斗地主》由字节跳动独代，采用 IAA 模式，将自身研发优势与字节跳动运营优势结合，打开变现空间，后续有望不断复制，深化与字节跳动合作，拓宽休闲游戏品类。

● 捕鱼游戏流水有望持续增长，成为业绩稳定器

子公司成蹊科技深耕捕鱼游戏领域多年，一方面基于短视频平台针对下沉市场精准投放、加大买量力度，提升 DAU；另一方面通过产品不断迭代优化、深度运营用户，提升付费率和 ARPPU 值，驱动流水持续增长，稳固捕鱼龙头地位。

● 开拓海外 Bingo 游戏市场，与国内交相辉映，开启新征程

公司控股子公司大鱼竞技聚焦海外 Bingo 游戏细分品类，不到三年时间成为 Bingo 领域全球第二，直追龙头 Playtika，通过产品精细打磨和差异化竞争策略，市场份额有望继续提升。

● 风险提示：休闲游戏 IAA 收入不及预期；市场竞争加剧导致成本上升；海外游戏发行面临的政策风险；疫情等外部冲击的影响存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	663	944	1,734	2,402	2,925
YOY(%)	-7.1	42.4	83.8	38.5	21.8
净利润(百万元)	77	130	352	638	856
YOY(%)	-21.2	68.8	171.3	81.2	34.2
毛利率(%)	27.0	47.3	67.8	73.9	76.8
净利率(%)	11.6	13.7	20.3	26.5	29.3
ROE(%)	4.9	10.2	17.3	24.9	25.7
EPS(摊薄/元)	0.19	0.32	0.88	1.59	2.14
P/E(倍)	140.1	83.0	30.6	16.9	12.6
P/B(倍)	6.7	6.0	5.1	4.0	3.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 扑克牌龙头进军休闲游戏领域，实现业绩高增长 4
2、 携手字节跳动，《小美斗地主》打开 IAA 变现空间 5
2.1、 海外：IAA 已成为休闲游戏核心变现模式，CP 与头部流量平台共赢 5
2.2、 供需两端决定 IAA 成为休闲游戏的主流变现模式 6
2.2.1、 供给端："大 DAU、高用户时长"使得休闲游戏广告位价值凸显 6
2.2.2、 需求端："高转化率+低 eCPM"助休闲游戏成为具备吸引力的流量池 7
2.3、 玩法、算法及流量优势，成为海外休闲游戏 IAA 龙头致胜法宝 8
2.4、 国内： IAA 起步晚于海外，休闲游戏 IAA 空间广阔 10
2.5、 字节跳动基于流量、算法、广告资源优势，有望成为 IAA 重要一极 10
2.6、 公司基于《小美斗地主》深化与字条跳动合作，有望打开 IAA 变现空间 13
3、 捕鱼游戏流水有望持续增长，成为业绩稳定器 15
3.1、 捕鱼游戏目标受众大，且用户已具备付费习惯 15
3.2、 "研发+运营"双轮驱动，公司有望稳固捕鱼龙头地位 15
4、 开拓海外 Bingo 游戏市场，与国内交相辉映 17
4.1、 全球 Bingo 游戏收入快速增长，博彩游戏已成为重要出海品类 17
4.2、 大鱼竞技抢滩海外 Bingo 游戏市场，"坐二望一"开启新征程 19
5、 盈利预测与投资建议 20
5.1、 关键假设 20
5.1.1、 营业收入及毛利 20
5.1.2、 期间费用率 22
5.2、 盈利预测 22
5.3、 估值 22
5.3.1、 PE 估值法 22
5.3.2、 PEG 估值法 22
5.3.3、 投资建议及评级 23
6、 风险提示 23
附：财务预测摘要 24

图表目录

图 1：公司通过不断并购进军休闲游戏领域 4
图 2：前 10 大股东涵盖"姚氏家族"以及成蹊科技、大鱼竞技创始人 4
图 3：公司 2017 年以来营业收入及归母净利润快速增长 5
图 4：2019H1 游戏运营已成为收入占比最高的业务 5
图 5：美国移动端广告收入占数字广告的比例不断提升 5
图 6：2019 年美国移动广告收入中 IAA 占比有所提升 5
图 7：2019Q1-Q3 全球中、重度游戏付费率下降，但 IAA 收入占比提升 6
图 8：2018Q3 全球纯游戏休闲玩家占比估算达到 58% 6
图 9：2019 年休闲游戏占全球游戏下载份额的 82% 7
图 10：2019 年休闲游戏占全球游戏时长份额的 44% 7
图 11：休闲游戏向中重度游戏转化率约 20% 7
图 12：超休闲游戏用户平均安装 IAP 应用数遥遥领先 7

图 13：2019 年全球手游用户 CPI 达 4.37 美元 8
图 14：2019H1 全球休闲游戏平均 eCPM 为 10.09 美元 8
图 15：2019H1 游戏内各类广告中激励视频点击率最高 8
图 16：2019H1 休闲游戏激励视频贡献了 53%的收入 8
图 17：2019Q2 Applovin 插屏&视频广告展示次数排名全美第二 9
图 18：2018 年海外移动休闲游戏收入中 IAA 占 46% 10
图 19：2022 年中国棋牌游戏市场规模或达 240 亿 10
图 20：移动广告平台主导超休闲游戏广告变现产业链 10
图 21：2019 年 9 月字节跳动系产品的时长占比较 2018 年 9 月明显提升 11
图 22：2019 年抖音活跃用户画像：聚焦 19-35 岁年轻人及二至四线城市用户 12
图 23：2019 年休闲游戏活跃用户画像：聚焦 19-35 岁年轻人及新一线至四线城市用户 12
图 24：竖屏广告比横向广告的变现效率更高 12
图 25：2017-2018 年巨量引擎广告平台的游戏广告主消耗不断增长 13
图 26：《小美斗地主》与同类 IAP 斗地主游戏的目标用户存在差异 14
图 27：《小美斗地主》在 iOS 游戏免费榜一度连续 10 天登顶 14
图 28：2016 年以来《天天斗地主》DAU 持续较快增长 15
图 29：2017、2018 年《天天斗地主》收入均超过 4 亿 15
图 30：成蹊科技主要运营各类捕鱼游戏 15
图 31：公司研发费用金额和费用率不断提升 16
图 32：公司销售费用率已趋稳 17
图 33：2015 年以来全球博彩总收入连续 4 年实现同比增长 18
图 34：2018 年全球（不含中日韩）收入 TOP500 博彩游戏的总收入中，Bingo 品类同比增速最高 18
图 35：2018 年全球（不含中日韩）收入 TOP500 博彩类游戏的总收入中，Bingo 品类占比仍较小 18
图 36：2015-2022 年中国移动游戏出海市场规模复合增长率或达 26% 19
图 37：2019H1 出海美国移动游戏 TOP20 中，博彩类数量及收入占比均排第二 19
图 38：2019 年流水 TOP100 出海游戏的总流水中，博彩类占比排第四 19
图 39：2018 年大鱼竞技在全球 Bingo 游戏发行商收入份额中排第二 20
图 40：2018 年大鱼竞技在全球 Bingo 游戏发行商下载份额中排第一 20

表 1：Voodoo 旗下休闲游戏 Top5 下载量均超过 1.5 亿（截至 2020 年 3 月 15 日） 9
表 2：2019 年进入过 iOS 游戏免费榜 Top10 的字节跳动代理产品达 13 款 11
表 3：《小美斗地主》IAA 以激励视频广告为主要形式 13
表 4：成蹊科技旗下捕鱼游戏既保留传统玩法，又各具特色 16
表 5：2019 年成蹊科技位列国内现代类游戏买量 Top5 17
表 6：Playtika 贡献主要收入来源的几款产品至少都上线运营 6-7 年 20
表 7：姚记科技 2020 年预测 PE 及 PEG 明显低于可比公司（顺网科技、金科文化）的平均值 23

1、 扑克牌龙头进军休闲游戏领域，实现业绩高增长

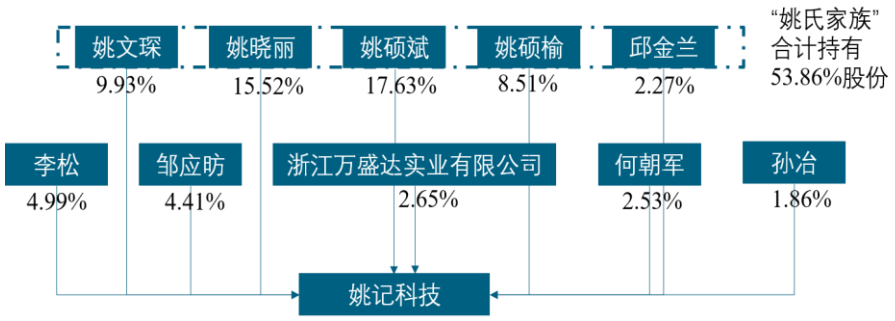
公司的核心业务为移动游戏业务和扑克牌业务。公司成立于 1989 年，深耕扑克牌领域 30 年，“姚记”多年来为国内扑克牌第一品牌。2016 年，公司通过收购万盛达 85%股权，进一步巩固中国扑克牌行业的龙头地位。2018 年 3 月和 2019 年 4 月，公司分两步收购成蹊科技 100%股权，进军休闲游戏领域。成蹊科技主要从事移动休闲游戏的研发、发行和运营，深耕捕鱼品类，并拓展斗地主等棋牌休闲游戏品类。2019 年 11 月公司实现对大鱼竞技的控股，大鱼竞技主要面向海外市场研发和发行 Bingo 类游戏。

图 1：公司通过不断并购进军休闲游戏领域

资料来源：公司公告、开源证券研究所

“姚氏家族”为实际控制人，治理结构不断优化。截至 2020 年 3 月 15 日，创始人姚文琛及配偶邱金兰、长子姚朔斌、次子姚硕榆、女儿姚晓丽构成的“姚氏家族”仍为公司实际控制人，合计持股比例为 53.86%，较高点明显下降。成蹊科技联合创始人李松、邹应方、何朝军及大鱼竞技创始人孙冶均已进入公司前 10 大股东行列。为了提升公司核心人员的积极性，公司实施了两轮股权激励。2018 年，公司向中层管理人员和核心技术（业务）骨干共 45 人授予 789 万份股票期权，占激励计划公告时公司股本总额的 1.99%，其中首次授予 655 万份；2019 年，公司再次推出股权激励计划，向中层管理人员及核心技术（业务）骨干共计 86 人一次性授予 426 万份股票期权，占激励计划公告时公司股本总额的 1.07%。2020 年 3 月 13 日，公司公告，将择期重新制定和审议 2020 年股票期权激励计划相关议案，提交股东大会审议。通过股权结构的优化，公司更好的实现成蹊科技、大鱼竞技核心人员和上市公司利益的绑定。

图 2：前 10 大股东涵盖“姚氏家族”以及成蹊科技、大鱼竞技创始人

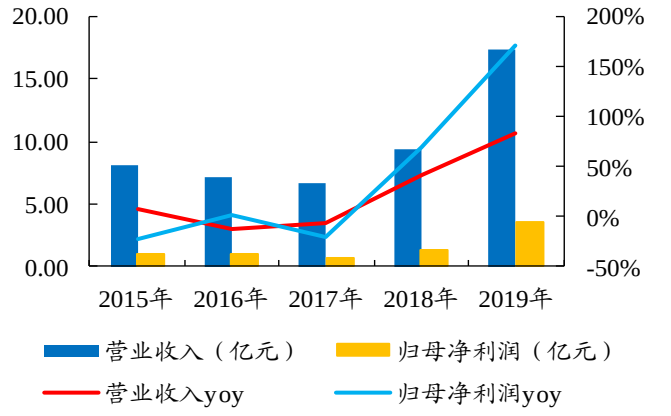


资料来源：公司公告、开源证券研究所

游戏业务驱动业绩高增长。2015-2017 年，受到移动互联网快速发展的冲击，公司扑克牌销量有所下滑，营业收入及归母净利润均出现下滑。2018 年，公司通过外延并

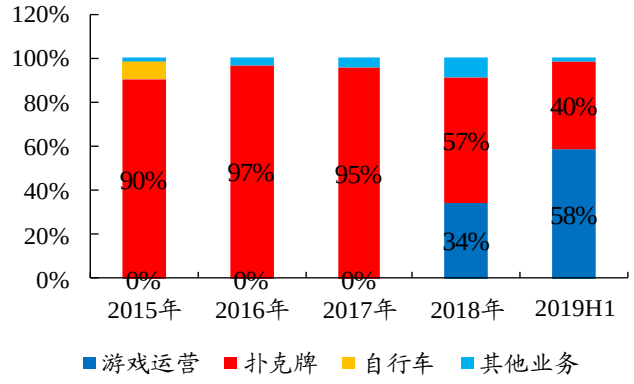
购进入休闲游戏行业。基于成蹊科技业绩的快速增长和大鱼竞技的贡献，公司 2019 年业绩快报显示营业收入同比增长 83.77%至 17.34 亿元，归母净利润同比增长 171.11%至 3.52 亿元。公司游戏收入占比迅速提升，2019H1 达 58.18%，已超过扑克牌。

图 3：公司 2017 年以来营业收入及归母净利润快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所（2019 年为业绩快报数据）

图 4：2019H1 游戏运营已成为收入占比最高的业务



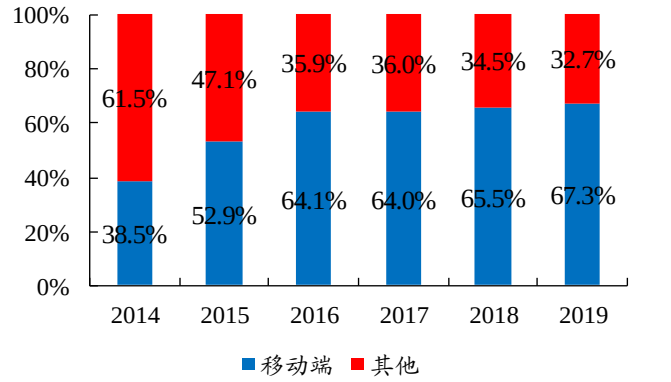
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 携手字节跳动，《小美斗地主》打开 IAA 变现空间

2.1、 海外：IAA 已成为休闲游戏核心变现模式，CP 与头部流量平台共赢

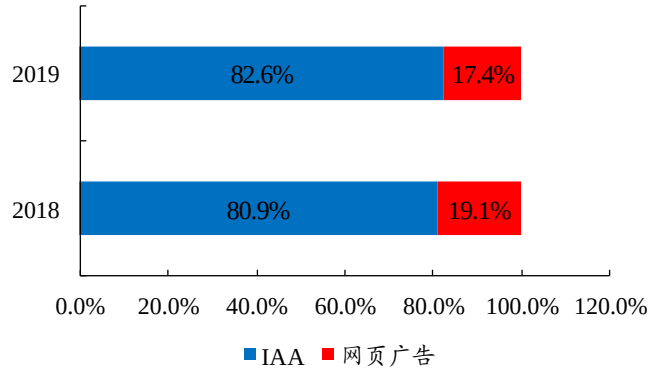
美国应用内广告（IAA）已成为数字广告的核心构成。移动互联网渗透率和移动设备用户时长的不断提升，推动广告主将更多预算投放到移动端。根据 eMarketer 数据，美国移动广告收入在数字广告中的占比从 2014 年的 38.5%上升至 2019 年的 67.3%。相比网页广告，IAA 具有曝光率更高、更精准且能满足广告主个性化定制等优势，市场规模正经历高速增长。根据 PubMatic 数据，2019 年美国移动广告收入规模达 80 亿美元，其中应用内广告规模达 61 亿美元，占比 82.6%，较 2018 年提升 1.7pct。

图 5：美国移动端广告收入占数字广告的比例不断提升



数据来源：eMarketer、开源证券研究所

图 6：2019 年美国移动广告收入中 IAA 占比有所提升

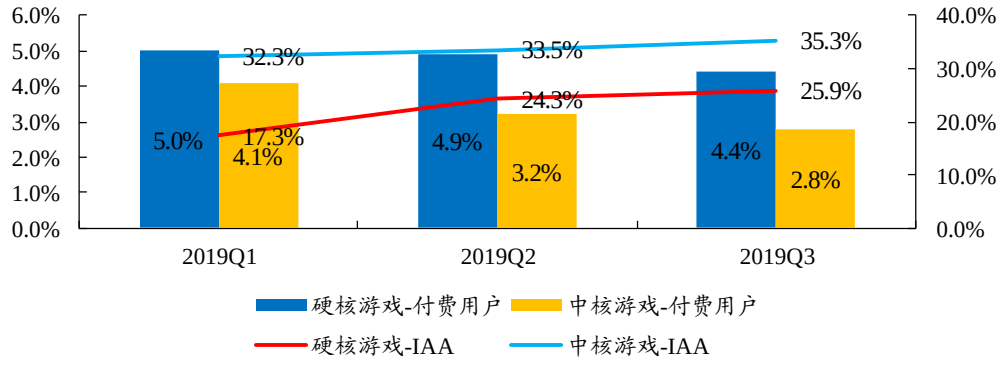


数据来源：eMarketer、开源证券研究所

IAA 已成为移动游戏越来越重要的变现模式。应用内购买（IAP）是全球移动游戏，尤其是中度和重度游戏主要变现模式，但已面临付费用户规模触及天花板、用户获取成本不断提高的制约。根据 Appsflyer 数据，2019Q1-Q3，重度游戏的付费率从 5%降至 4.4%，中度游戏付费率从 4.1%降至 2.8%。相比 IAP，IAA 能有效抓住约 95%

非付费玩家的价值，有助于提升用户留存率，引导玩家进行内购。根据 Appsflyer 数据，2019Q1-Q3，重度游戏的 IAA 收入占比从 17.3%上升至 25.9%，中度游戏的 IAA 收入占比从 32.3%上升至 35.3%。IAA 正成为全球移动游戏收入的重要增长点。

图 7：2019Q1-Q3 全球中、重度游戏付费率下降，但 IAA 收入占比提升



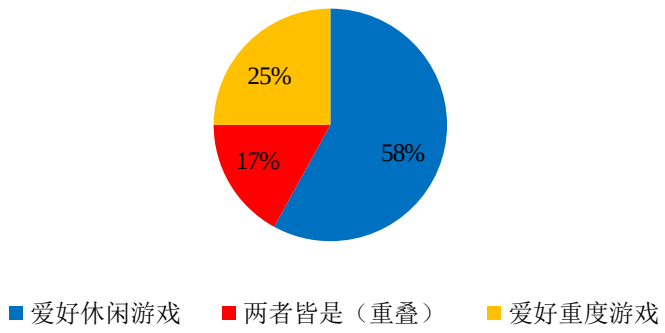
数据来源：Appsflyer、开源证券研究所

2.2、 供需两端决定 IAA 成为休闲游戏的主流变现模式

2.2.1、 供给端："大 DAU、高用户时长"使得休闲游戏广告位价值凸显

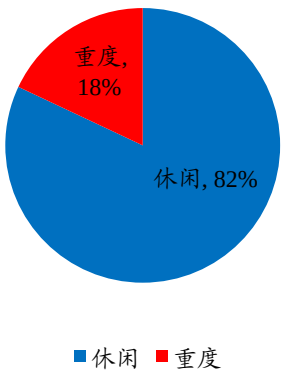
休闲游戏具有如下特征：（1）核心玩法简单，多考验玩家的反应能力和熟练度，易上手；（2）单局游戏时长短，玩家可以利用极碎片化时间参与；（3）游戏内容轻度，不具备复杂的付费体系设计。因此，相比中、重度游戏，休闲游戏对非"游戏玩家"用户吸引力更大，目标群体规模也更大。根据 App Annie 调研，全球近 60%的游戏玩家为纯休闲游戏玩家。根据 TNS 数据，2018 年美、英、德、日、韩、印尼六国周活跃休闲游戏玩家达 5717 万人，而 MMO 玩家为 4111 万人，二次元玩家为 2321 万人。根据 App Annie 报告，2019 年，休闲游戏占全球游戏总下载量 82%；在用户时长方面，休闲游戏虽单局游戏时间短，但仍占全球游戏总时长 44%。

图 8：2018Q3 全球纯游戏休闲玩家占比估算达到 58%



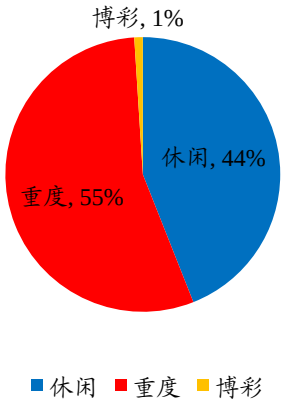
数据来源：App Annie & IDC《2018 年度游戏领域回顾报告》、开源证券研究所

图 9：2019 年休闲游戏占全球游戏下载份额的 82%



数据来源：App Annie、开源证券研究所

图 10：2019 年休闲游戏占全球游戏时长份额的 44%

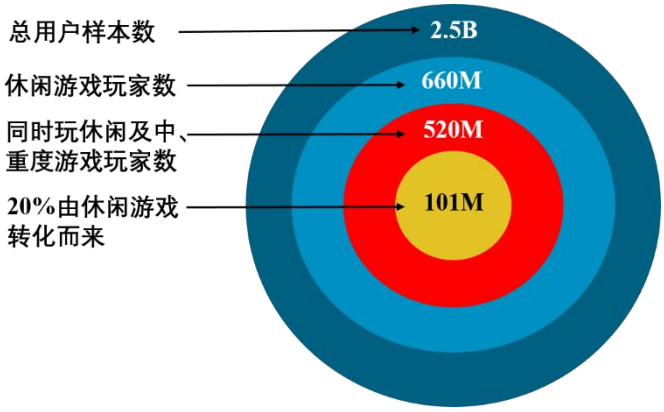


数据来源：App Annie、开源证券研究所

2.2.2、 需求端："高转化率+低 eCPM"助休闲游戏成为具备吸引力的流量池

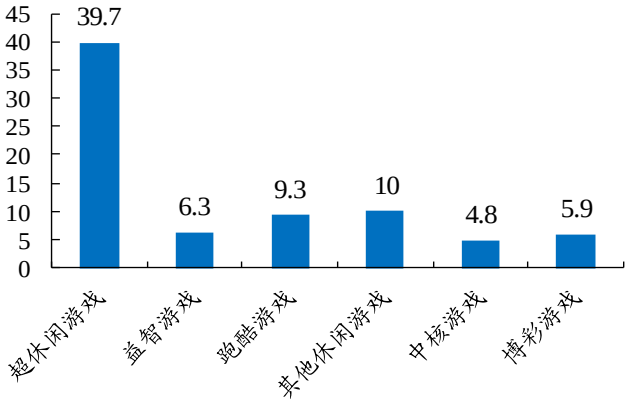
高转化率推动休闲游戏成为中重度游戏越来越重要的买量池。根据 ironSource 调查，在其触达的 25 亿用户中，有 6.6 亿休闲游戏用户，其中 5.2 亿同时选择了休闲和中、重度的游戏，且其中的 1.01 亿是从休闲游戏开始玩起的。这意味着，这 5.2 亿中、重度游戏的用户中有 20%是从休闲游戏用户转化而来。根据 ironSource 数据，2019 年 4 月，超休闲游戏用户为 IAP 广告主安装的应用程序是其他类型游戏用户平均值的 5 倍。

图 11：休闲游戏向中重度游戏转化率约 20%



数据来源：ironSource、开源证券研究所

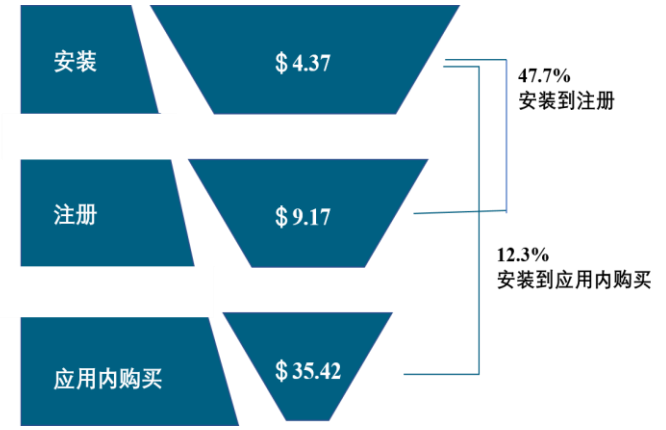
图 12：超休闲游戏用户平均安装 IAP 应用数遥遥领先



数据来源：ironSource、开源证券研究所

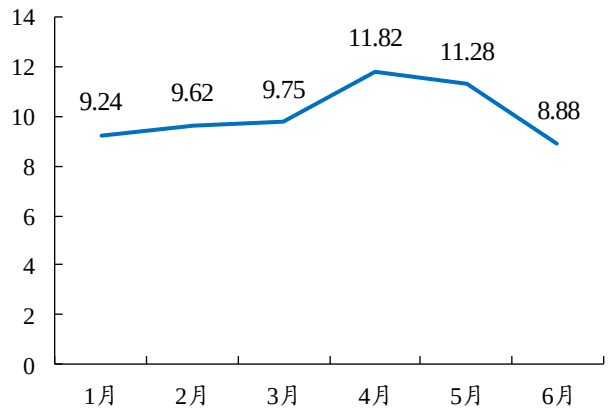
休闲游戏广告 eCPM 低，有利于降低游戏买量成本。当前全球游戏买量成本不断提升。根据 LIFTOFF 报告，2019 年全球手游用户首次安装（CPI）平均成本达 4.37 美元，同比增长 16.5%；获得用户首次注册的成本为 9.17 美元，同比增长 33.3%。而休闲游戏广告的平均 eCPM 低于市场整体 eCPM。据 Appodeal 数据，2019 年 H1 美国市场平均 eCPM 为 11.35 美元，相比之下，休闲游戏平均 eCPM 为 10.09 美元，在休闲游戏内投放广告有利于游戏发行商降低销售费用。

图 13：2019 年全球手游用户 CPI 达 4.37 美元



数据来源：LIFTOFF、开源证券研究所

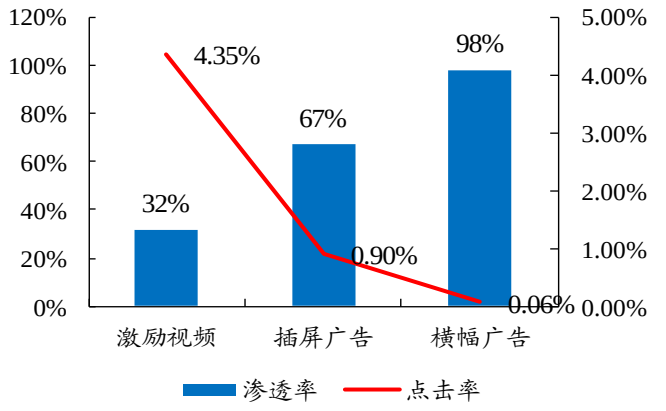
图 14：2019H1 全球休闲游戏平均 eCPM 为 10.09 美元



数据来源：UPLTV、开源证券研究所

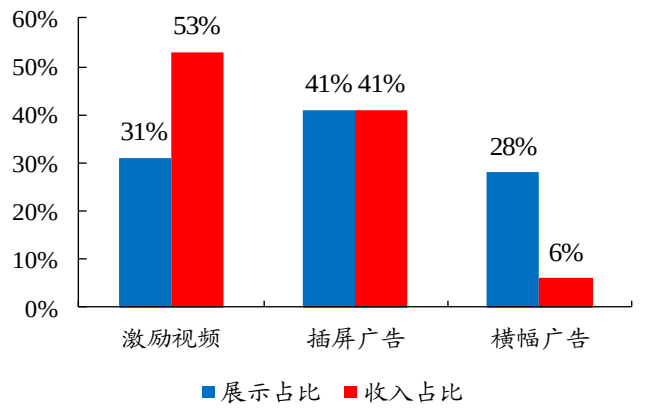
“高点击率、高收益”推动激励视频成为休闲游戏 IAA 主流形式。激励视频主要应用于跳过关卡/障碍、减少冷却时间、奖励翻倍、获得额外道具等场景。相比插屏广告和横幅广告，激励视频广告对于用户点击的吸引力更大，且能更生动展示广告内容。根据 UPLTA 报告，2019 年上半年在各广告类型中，激励视频广告的点击率最高，为 4.35%。休闲游戏激励视频广告以 31%的展示占比，贡献了 53%的收入。我们预计，激励视频将成为休闲游戏 IAA 主流形式。

图 15：2019H1 游戏内各类广告中激励视频点击率最高



数据来源：UPLTV、开源证券研究所

图 16：2019H1 休闲游戏激励视频贡献了 53%的收入



数据来源：UPLTV、开源证券研究所

2.3、 玩法、算法及流量优势，成为海外休闲游戏 IAA 龙头致胜法宝

纵观海外休闲游戏市场，既有 Ketchapp、Voodoo、Lion Studio 三大巨头，也有 Kwalee、Playgendardy 等黑马。总结海外休闲游戏核心厂商打造爆款的方式，主要有**“发行商爆款裂变、发行商+第三方流量平台、发行商+自有流量平台”三种。**分析这些休闲游戏巨头的发展历史，**我们发现，IAA 是休闲游戏的核心变现模式，大数据分析及核心算法支持至关重要，而休闲游戏厂商与头部流量广告平台的良好合作为爆款诞生奠定基础。**

（1）Ketchapp：发行商爆款裂变模式

公司内游戏交叉推广助力 Ketchapp 不断复制爆款。Ketchapp 是第一家通过 IAA 变现

模式成功将休闲游戏商业化的公司。其依靠《2048》积累了大批原始用户，并通过游戏内交叉推广，基于存量用户获取新用户。当 Ketchapp 上线新游戏时，旗下所有游戏都会对新游戏进行弹窗全屏广告页推荐，并不断推出新游戏来留住用户，形成品牌效应。根据 Ketchapp 官网数据，截至 2020 年 3 月 15 日，Ketchapp 发行的休闲游戏已经超过 200 款，总下载量超 15 亿次，并与 100 多家游戏研发商合作。

（2）Voodoo：“发行商+第三方流量平台”模式

平衡游戏体验与广告收入，Voodoo 通过 IAA 不断盈利。Voodoo 是一家法国巴黎的休闲游戏发行商，其移动游戏免费开放，主要收入来源为广告。一方面，Voodoo 重视游戏玩法与用户留存。通过与数据平台 Game Analytics 合作，根据用户留存率、启动次数等指标对备选游戏进行筛选。另一方面，不断优化广告变现策略。通过与广告平台 Mintegral 合作，利用算法与大数据分析，精准投放买量广告并提升 IAA 填充率。根据 Voodoo 官网数据，截至 2020 年 3 月 15 日，Voodoo 已经推出 100 多款游戏，总下载量达 20 亿次，MAU 达 3 亿。

表 1：Voodoo 旗下休闲游戏 Top5 下载量均超过 1.5 亿（截至 2020 年 3 月 15 日）

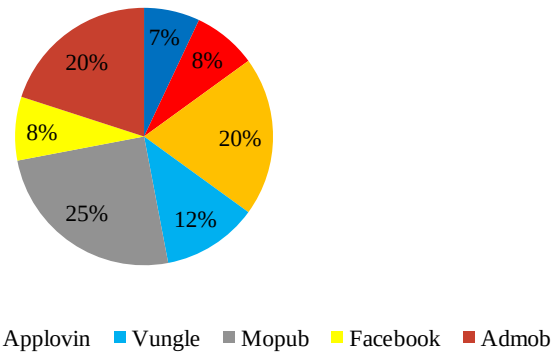
游戏名	上线日期	下载量（百万）	核心玩法
Helix Jump	2018/2/10	546.78	操控小球到达塔底
Paper.io 2	2018/8/7	246.19	画图圈地，越画越大，把对手都吞噬掉
Hole.io	2018/5/25	180.00	大洞吞小洞，吃掉对手，绝地求生
Crowd City	2018/11/22	179.91	城市游走圈粉，收集散落人群，同化其他小团体，组成超强阵容
Balls VS Blocks	2017/5/16	168.19	滑动手指引导一条由球组成的蛇，并将砖块打破

资料来源：Voodoo 官网、七麦数据、开源证券研究所

（3）Lion Studio：“发行商+自有流量平台”模式

背靠全球头部流量平台，Lion Studio 助力多款游戏登榜。Lion Studios 是 Applovin 旗下的游戏发行商，为休闲游戏提供发行和推广渠道。Applovin 是美国头部的流量平台，其拥有庞大的流量池和优质的广告主资源。据 Soomla 数据，2019Q2 Applovin 插屏&视频广告展示次数排名全美第二。通过与 Applovin 合作，Lion Studio 流量优势明显。根据 Lion Studio 官网数据，截至 2020 年 3 月 15 日，Lion Studio 已经帮助 13 款游戏在 App Store 免费榜荣登第一，和多款游戏在 App Store 以及 Google Play 榜单中跻身前十或前二十名，推动了数十亿次的下载量。

图 17：2019Q2 Applovin 插屏&视频广告展示次数排名全美第二

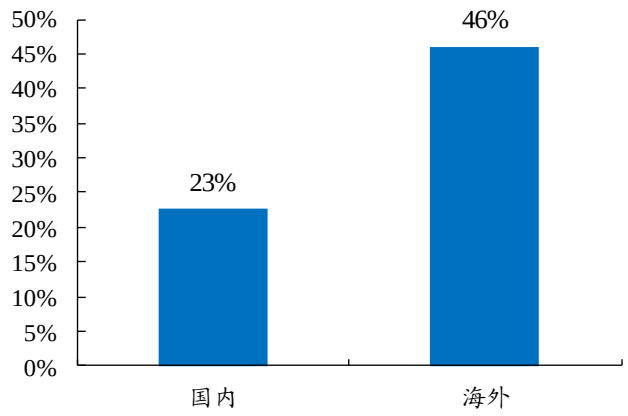


数据来源：Soomla、开源证券研究所

2.4、 国内： IAA 起步晚于海外，休闲游戏 IAA 空间广阔

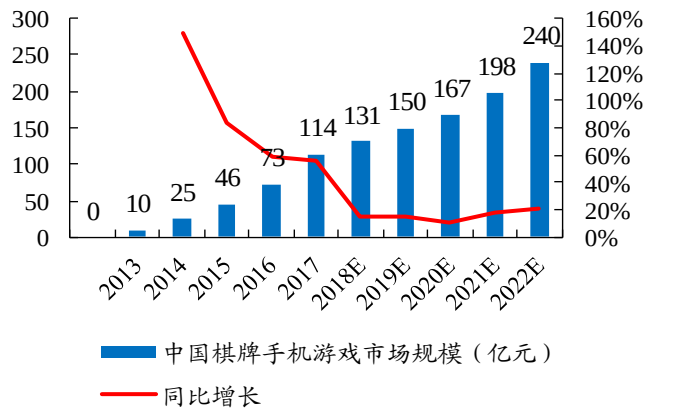
海外休闲游戏 IAA 变现已经具备成熟的商业化体系，根据伽马数据，2018 年 IAA 收入在海外休闲游戏收入中的占比达 46%，而国内同期仅为 23%。考虑到海外休闲游戏 IAA 模式已经得到验证，且跑出了 Voodoo 等龙头公司，国内休闲游戏广告位供给和需求端也面临跟海外同样的局面，我们判断国内休闲游戏 IAA 变现将进入快速发展期，前景广阔，并也有望走出“发行商+第三方流量平台”、“发行商+自有流量平台”等成功模式。以棋牌休闲游戏为例，根据 Frost & Sullivan 预计，2022 年国内棋牌游戏市场规模达到 240 亿元，假设之前 IAA 收入占比达到 46%，**对应棋牌休闲游戏 IAA 市场规模 110.4 亿元。**

图 18：2018 年海外移动休闲游戏收入中 IAA 占 46%



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

图 19：2022 年中国棋牌游戏市场规模或达 240 亿

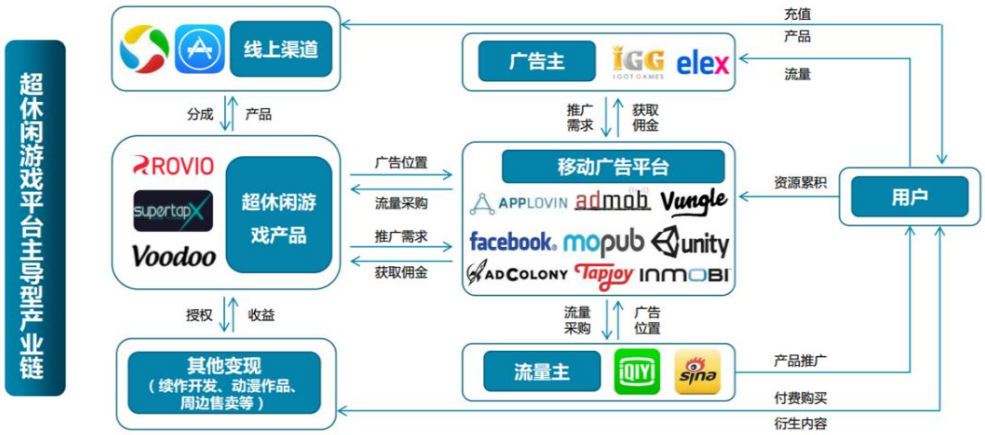


数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

2.5、 字节跳动基于流量、算法、广告资源优势，有望成为 IAA 重要一极

“发行商+第三方流量平台”及“发行商+自有流量平台”这两种成功的休闲游戏 IAA 变现模式中，流量平台起主导作用。以超休闲游戏为例，其 IAA 变现的产业链主要为“研发商-发行商-流量平台-用户”，在平台主导型模式下，流量平台通过与游戏发行商配合，既为超休闲游戏买量，也为其对接广告主、实现游戏内广告变现。

图 20：移动广告平台主导超休闲游戏广告变现产业链



资料来源：伽马数据、开源证券研究所

字节跳动入局休闲游戏 IAA，已打造多款成功产品。字节跳动充分利用自身流量优势，通过旗下抖音、火山小视频、今日头条等头部平台引流，代理了《消灭病毒》、

《全民漂移》、《音跃球球》等 13 款 2019 年曾进入 iOS 游戏免费榜 TOP10 的产品。

表 2：2019 年进入过 iOS 游戏免费榜 Top10 的字节跳动代理产品达 13 款

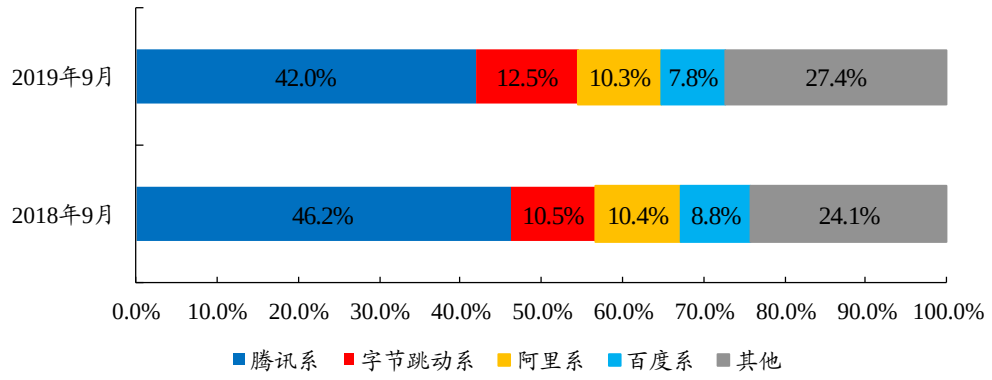
序号	游戏名	上线日期	Top10 天数	代理模式
1	僵尸榨汁机	2016/1/15	6	独代
2	战争艺术	2017/9/29	22	独代
3	我飞刀玩得贼 6	2019/1/14	48	独代
4	消灭病毒	2019/2/1	96	合作
5	猫千杯	2019/3/15	13	独代
6	全民漂移	2019/4/13	115	独代
7	炮打方块	2019/4/15	15	独代
8	皮皮虾传奇	2019/4/25	15	独代
9	早安我的少年	2019/4/29	14	合作
10	音跃球球	2019/6/30	69	独代
11	我的小家	2019/7/14	90	合作
12	我功夫特牛	2019/9/4	31	独代
13	游泳健身了解一下	2019/9/4	15	合作

资料来源：App Annie、开源证券研究所

流量、算法和广告资源优势有望助力字节跳动成为休闲游戏 IAA 重要一极。

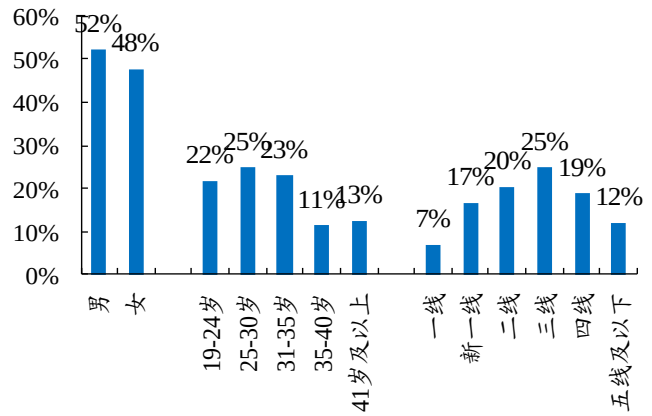
（1）流量方面：流量池庞大，且用户画像与休闲游戏类似。字节跳动旗下拥有今日头条、抖音短视频、火山小视频、懂车帝、穿山甲、FaceU 等资讯、短视频、汽车、摄像领域的头部产品，总时长占比不断提升，且这些头部产品用户画像与休闲游戏类似。

图 21：2019 年 9 月字节跳动系产品的时长占比较 2018 年 9 月明显提升



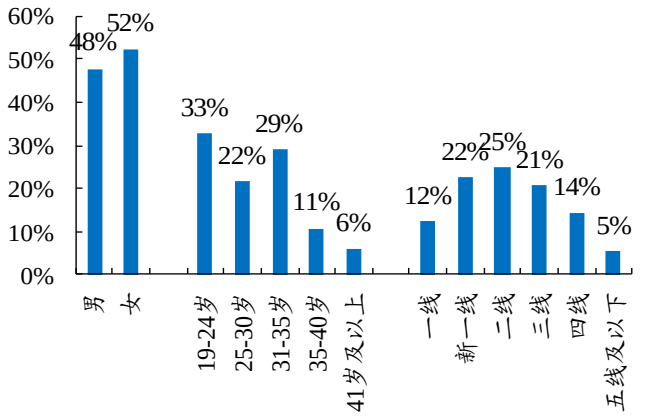
数据来源：Questmobile、开源证券研究所

图 22：2019 年抖音活跃用户画像：聚焦 19-35 岁年轻人及二至四线城市用户



数据来源：Questmobile、开源证券研究所

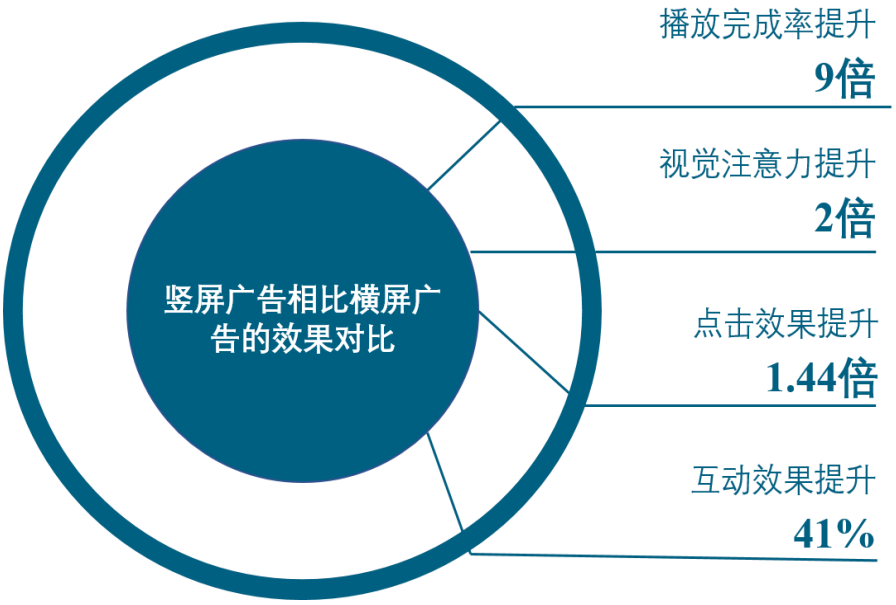
图 23：2019 年休闲游戏活跃用户画像：聚焦 19-35 岁年轻人及新一线至四线城市用户



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

（2）算法方面：基于算法实施智能推送，并不断深度学习、优化广告位、提升变现效率。字节跳动结合数据和算法，帮助休闲游戏产品进行优化迭代。根据 Snapchat 报告，信息流广告在竖屏的加载效果和转化率更高，字条跳动可以推动游戏研发商由横版游戏迭代为竖版，以提升广告变现收入。

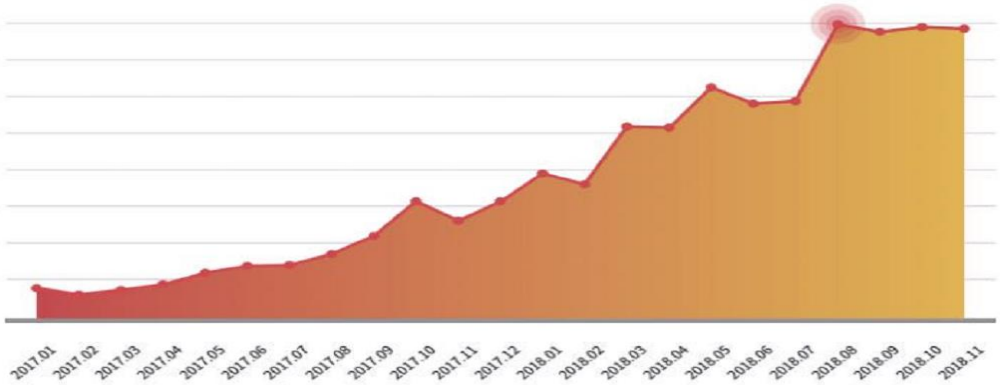
图 24：竖屏广告比横向广告的变现效率更高



资料来源：Snapchat、开源证券研究所

（3）资源方面：广告主资源和广告素材丰富，高效匹配广告投放。根据字节跳动旗下巨量引擎广告平台的官网数据，截至 2020 年 3 月 15 日，已服务超 8.5 万广告主，头部客户消耗占比超 95%，覆盖 117 个行业，并持续深耕游戏、电商等领域。巨量引擎可高效将中、重度游戏广告主需求与休闲游戏流量进行匹配。

图 25：2017-2018 年巨量引擎广告平台的游戏广告主消耗不断增长



资料来源：巨量引擎广告平台

我们判断，字节跳动有望深耕休闲游戏 IAA，基于流量、算法、广告主资源优势，成为 IAA 重要一极，推动休闲游戏 IAA 市场规模的壮大，对产业链上游的休闲游戏开发商也起到培养作用。

2.6、 公司基于《小美斗地主》深化与字条跳动合作，有望打开 IAA 变现空间

《小美斗地主》由公司全资子公司成蹊科技研发，2019 年经过长时间打磨，获得字节跳动独家代理，于 2019 年 10 月测试上线，2020 年 1 月 11 日正式上线并大规模推广。我们对比了《小美斗地主》与同类竞品，如《欢乐斗地主》、《天天斗地主》等，发现斗地主类游戏的核心玩法相似，《小美斗地主》的主要优势在于产品设计、用户体验和运营推广三方面。

（1）产品设计：无任何内购付费，用户游戏时长更长。同类竞品大多采取 IAP 或 IAP+IAA 混合变现模式。如《欢乐斗地主》采取“内购为主+广告”模式，内购产品主要包括欢乐豆购买、商城换装、道具等，广告主要包括免费抽奖、多倍奖励等。而《小美斗地主》未加入任何内购设计，完全通过 IAA（主要为激励视频广告）进行变现，拉长了用户游戏时长，本质上是通过用户游戏时长变现。根据 2020 年 2 月 12 日游戏陀螺对《小美斗地主》制作人黄福泉的访谈报道，黄福泉表示，对比同类内购产品，《小美斗地主》的收入大约高出 4-5 倍，玩家平均在线时长比普通的棋牌游戏高出 30%-40%。

表 3：《小美斗地主》IAA 以激励视频广告为主要形式

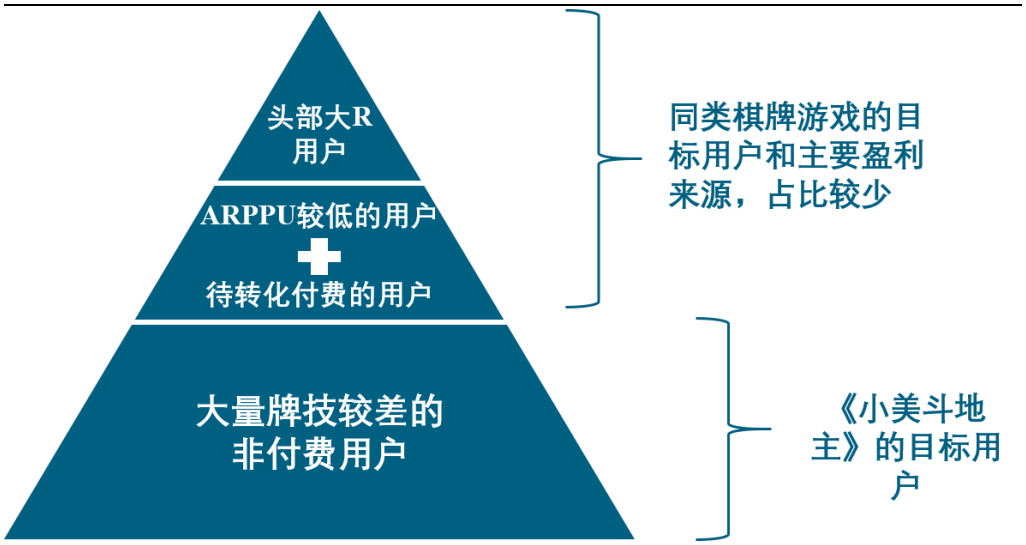
	视频广告出现的位置/时机	说明
固定位置	每日签到	看视频翻 2 倍领取
	新用户激励签到	看视频翻 3 倍领取
	观看视频领取钻石	每次 15-30 个钻石，钻石用于购买道具，每天约 10 次限量
	砸金蛋（得金币）	获得福卡、金币等，每天约 15 次限量
	观看视频送 VIP 的经验	激活立即送 20 万金币、20 钻石，150 点 vip 经验。需要连续看 2 次视频
用户行为	寻宝	看视频获得经验石、角色碎片
	参赛门票	参加比赛无门票时，看广告免费得参赛门票
	输牌（保分、减免金币、破产）	输牌后观看视频返还输掉的一部分金币，若为破产，则看视频全部返还
	赢牌：今日 Vip 加成	即 vip 经验加成
	领取补助	当日用户无金币时，看视频领取补助 80 万金币

补签到	看视频免费补签

资料来源：开源证券研究所

（2）用户体验：对牌技一般的用户及新用户更友好。在 IAP 斗地主游戏中，牌技不佳的用户或新用户在短时间输光金币的概率较大，需要不断付费购买金币，才能延续游戏。而《小美斗地主》中，用户只需观看广告就能免费持续获取金币，且游戏数值平衡设置上，也考虑了新手玩家牌技提升需要一个过程的因素，对新用户较友好。

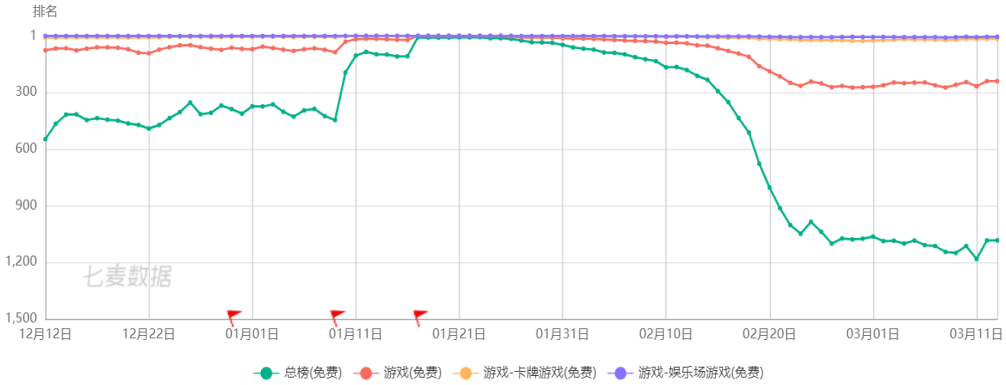
图 26：《小美斗地主》与同类 IAP 斗地主游戏的目标用户存在差异



资料来源：开源证券研究所

（3）运营推广：借助字条跳动流量体系，转化率更高。同类竞品如《欢乐斗地主》《天天斗地主》主要基于腾讯流量，而《小美斗地主》为字节跳动独代的首款棋牌休闲游戏，在字节跳动系短视频等流量平台买量推广，基于更相似的用户画像和精准推送，传播力和转化率均更高。截至 2020 年 3 月 10 日，“小美斗地主”话题在抖音上共 2622 个视频，播放次数达 3 亿次。春节期间，《小美斗地主》还是唯二参与头条 10 亿红包项目的游戏，下载量激增，连续 10 天登顶 iOS 游戏免费榜，除夕前一日（1 月 23 日）迎来下载量峰值，当日累计下载接近 20 万。

图 27：《小美斗地主》在 iOS 游戏免费榜一度连续 10 天登顶

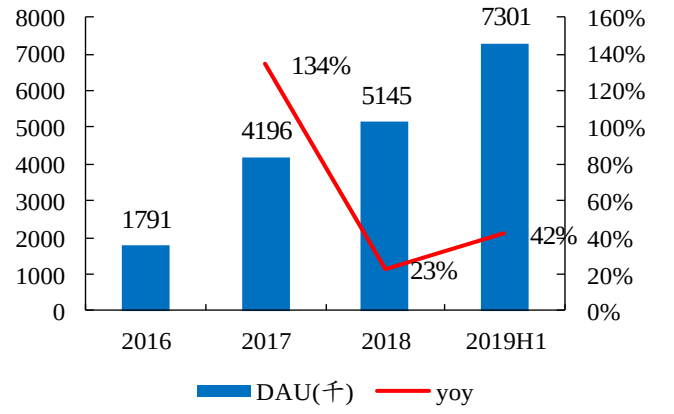


资料来源：七麦数据

《小美斗地主》有望持续贡献业绩增量，并将与字条跳动合作的 IAA 变现模式复制到其他游戏，打开 IAA 变现空间。《小美斗地主》2020 年春节期间 DAU 超 100 万，每日广告收入超过 150 万，按照 20%的分成比例，假设日广告收入维持不变，一年

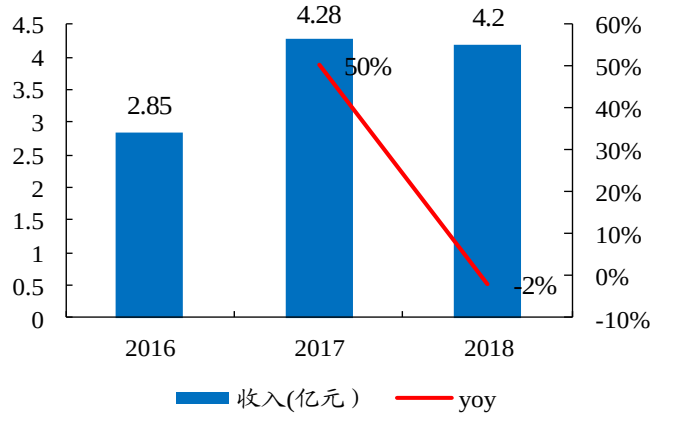
贡献收入 1.1 亿元。对标同类竞品《天天斗地主》2019 年 6 月的 730 万 DAU，我们认为《小美斗地主》用户及收入远未触及天花板，借助于字节跳动流量及广告变现优势，后续收入有望爬升。同时，基于公司在棋牌休闲游戏领域的研发积淀，以及《小美斗地主》与字节跳动基于 IAA 变现的成功合作经验，我们判断公司有望将与字节跳动的合作模式拓展到其他休闲游戏品类，打开 IAA 变现空间。

图 28：2016 年以来《天天斗地主》DAU 持续较快增长



数据来源：禅游科技公告、开源证券研究所

图 29：2017、2018 年《天天斗地主》收入均超过 4 亿



数据来源：禅游科技公告、开源证券研究所

3、 捕鱼游戏流水有望持续增长，成为业绩稳定器

3.1、 捕鱼游戏目标受众大，且用户已具备付费习惯

捕鱼游戏具有“玩法简单、竞技性强”的特点。其基本玩法为“消费金币—发射炮弹—朝向目标鱼—以未知的概率命中—获得金币奖励或者一无所获”。相比于 RPG、MOBA 以及 SLG 等中、重度游戏，捕鱼游戏更易于理解与上手。同时，作为街机游戏，捕鱼游戏竞技性强，能通过炫目的技能及场景特效、欢快的配乐音效、强烈的打击感，提升用户竞技体验，吸引用户付费。此外，捕鱼游戏的玩家不少是从线下街机捕鱼游戏转化而来，具有付费习惯，因此付费率和 ARPPU 较超休闲游戏更高。

3.2、 “研发+运营”双轮驱动，公司有望稳固捕鱼龙头地位

成蹊科技业绩高速增长，已成为捕鱼游戏龙头公司。公司全资子公司成蹊科技深耕捕鱼游戏领域，旗下产品包括“鱼丸游戏”平台及“捕鱼大侠”、“姚记捕鱼”、“鱼丸捕鱼大作战”、“鱼丸深海狂鲨”、“指尖捕鱼”等捕鱼单品。根据公司收购公告，成蹊科技 2018-2021 年的业绩承诺分别为不低于 1 亿元、1.2 亿元、1.4 亿元、1.6 亿元，2018 年成蹊科技实现净利润 1.29 亿元，2019 年上半年成蹊科技未经审计的扣非净利润为 1.87 亿元，仅用半年时间就超额完成 2019 年业绩承诺。

图 30：成蹊科技主要运营各类捕鱼游戏

资料来源：姚记扑克官方微信公众号、开源证券研究所

基于研发、推广、运营方面的优势，我们判断成蹊科技捕鱼游戏流水有望持续增长，

稳固捕鱼游戏龙头地位。

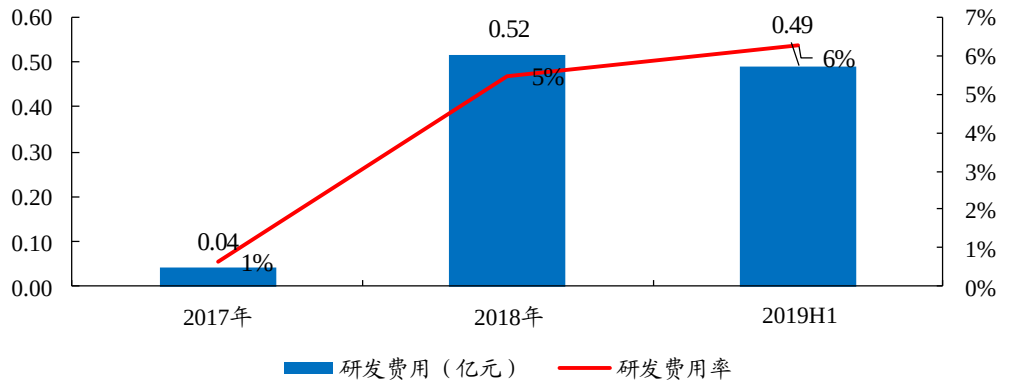
（1）研发：公司研发的捕鱼游戏既具备街机和头部捕鱼游戏常见玩法，又具自身特色。如移植了街机捕鱼核心技术，具有传统千炮模式、炫目技能及场景特效、强烈的打击感和具有节奏感的音效，也具备头部捕鱼游戏共有的模式如经典模式、弹头专场以及开心炸模式。特色玩法如创新剧情闯关玩法、全新特色 BOSS、特殊鱼潮及鱼阵等，满足玩家的差异化需求。公司研发费用率逐步提升，不断加大投入打磨产品。

表 4：成蹊科技旗下捕鱼游戏既保留传统玩法，又各具特色

游戏名称	特色玩法
《捕鱼大侠》	100%还原街机捕鱼，保留传统千炮模式，创新鱼阵、特色鱼群、全新超级 BOSS，附加各种趣味性真人配音
《姚记捕鱼》	具有炫目的技能及场景特效，搭配适宜的配乐音效，气势磅礴的海王，各式 BOSS、特殊鱼潮及多种鱼阵
《鱼丸捕鱼大作战》	除了捕鱼赚金币，还有每日任务、大 BOSS 排行战、VIP 永久解锁场景，无需注册学习，直接获取金币
《鱼丸深海狂鲨》	还原经典捕鱼玩法，倍率、比赛、组队，多种休闲社交玩法满足同屏爆金体验；创新剧情闯关玩法，升级养成、一战到底，分数比拼；倍率成长全面改革，炮号+倍率双重刺激享受。
《指尖捕鱼》	游戏场景采用 3D 效果制作，各种鱼类游动姿态自然，炮弹打击粒子效果华丽，打击感强烈；丰富了更多游戏场景、游戏火炮

资料来源：成蹊科技官网、开源证券研究所

图 31：公司研发费用金额和费用率不断提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

（2）推广运营：携手字节跳动、快手，针对下沉市场精准买量，深度运营提升付费率和 ARPPU。捕鱼游戏流水的增长与买量规模正相关明显，成蹊科技是最早通过信息流广告为捕鱼游戏买量的发行商之一，通过在抖音、快手等短视频平台和字节跳动系流量平台大规模买量，且随短视频在下沉市场的推广，精准获取大量 3-6 线城市目标受众，实现注册用户和 DAU 的快速增长。根据 DataEye《2019 移动游戏全年买量白皮书》，成蹊科技为现代类游戏公司买量 Top3。随着国内用户红利的逐渐衰竭，买量成本不断提升，公司作为具备资金、品牌优势的上市公司，已体现出买量规模优势，2019Q3 销售费用率有所下降，整体销售费用率趋稳，买量规模效应开始体现。

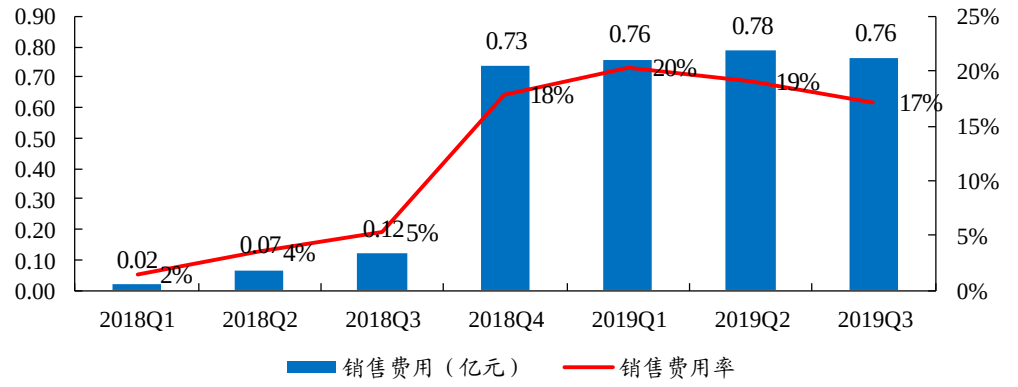
表 5：2019 年成蹊科技位列国内现代类游戏买量 Top5

排名	公司名	投放指数
1	海南妙游网络科技有限公司	18672
2	北京海彼网络科技有限公司	10954
3	上海成蹊信息科技有限公司	10006
4	上海益玩网络科技有限公司	5548
5	成都蓝飞互娱科技有限公司	5348

资料来源：DataEye、开源证券研究所

成蹊科技还通过送话费、现金奖励等方式，进一步提升下沉市场用户的留存率，并基于在捕鱼游戏领域多年的研发运营经验，优化数值模型，筛选核心用户深度服务，付费率和 ARPPU 稳步提升。未来随着 5G 商用，云游戏、云试玩普及，基于“即点即玩”模式，或将进一步提升捕鱼游戏买量转化率，降低公司销售费用率。

图 32：公司销售费用率已趋稳



数据来源：公司公告、开源证券研究所

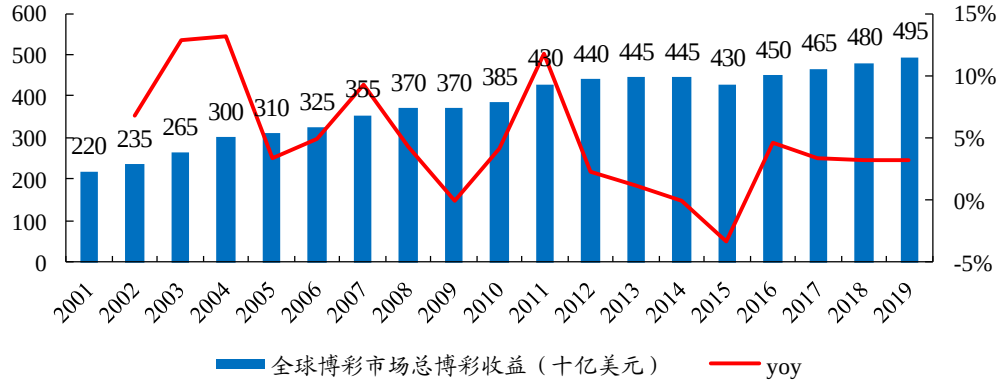
成蹊科技已成为捕鱼游戏龙头公司，我们预计公司《鱼丸游戏》平台、《姚记捕鱼》等核心捕鱼游戏 2020 年一季度合计月均流水突破 1.5 亿，DAU 约 200 万，较捕鱼游戏曾经的龙头波克城市当时 DAU（波克城市官网显示，2016 年 10 月《捕鱼达人》单品 DAU 达到 500 万）仍有较大提升空间。基于研发、推广、运营优势，以及公司有望不断加大买量力度，且买量规模效应更加凸显，我们预测公司捕鱼游戏流水有望延续增长，净利率逐步趋稳，成为业绩稳定器。

4、 开拓海外 Bingo 游戏市场，与国内交相辉映

4.1、 全球 Bingo 游戏收入快速增长，博彩游戏已成为重要出海品类

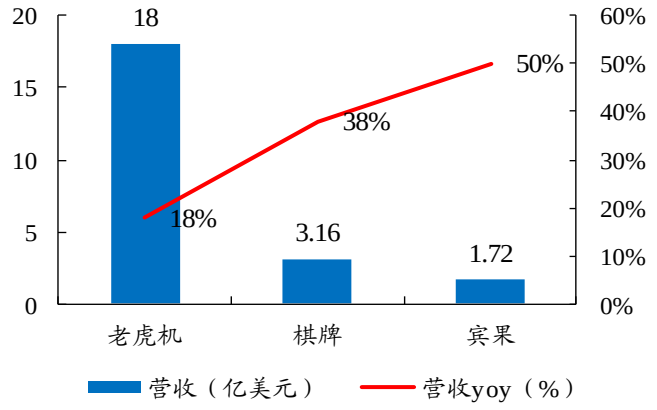
全球博彩市场规模持续增长，Bingo 品类增速更高。根据 GBGC 数据，全球博彩总收入从 2001 年的 2200 亿美元增长至 2019 年的 4950 亿美元，2015 年以来连续 4 年实现增长。随着越来越多博彩玩家从线下转移至线上，移动博彩游戏增长势头强劲，其中社交博彩游戏由于玩家付费意愿强、用户黏性高、游戏生命周期长，成为增长较快的品类，而细分品类中 Bingo 游戏增速更高。根据 Sensor Tower 数据，2018 年全球（不含中日韩）收入 TOP500 的社交博彩游戏合计营业收入达 23 亿美元，同比增长 23%；其中，Bingo 类游戏占比 8%，合计营业收入 1.72 亿美元，同比增长 50%。

图 33：2015 年以来全球博彩总收入连续 4 年实现同比增长



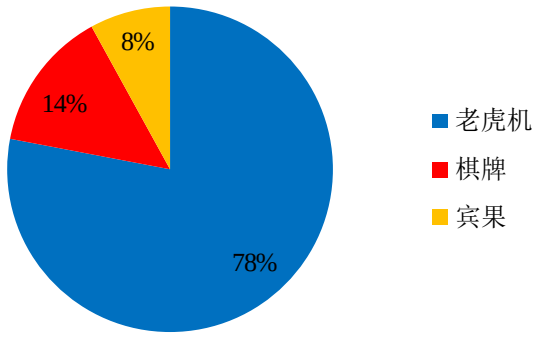
数据来源：GBGC、开源证券研究所

图 34：2018 年全球（不含中日韩）收入 TOP500 博彩游戏的总收入中，Bingo 品类同比增速最高



数据来源：SensorTower、开源证券研究所

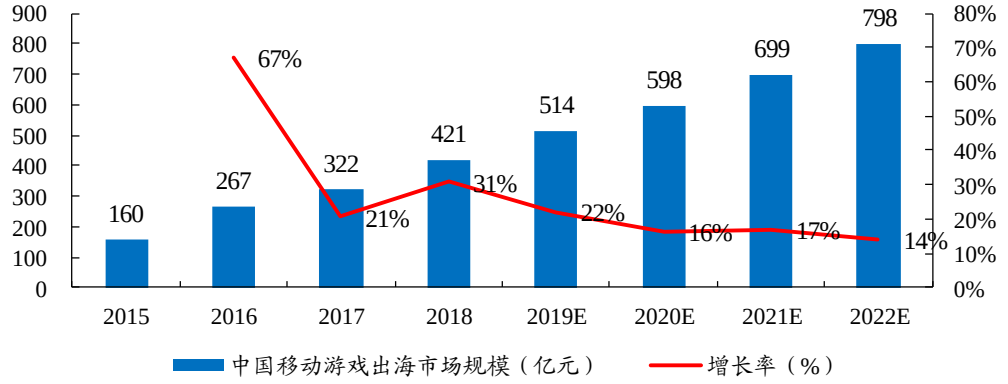
图 35：2018 年全球（不含中日韩）收入 TOP500 博彩类游戏的总收入中，Bingo 品类占比仍较小



数据来源：SensorTower、开源证券研究所

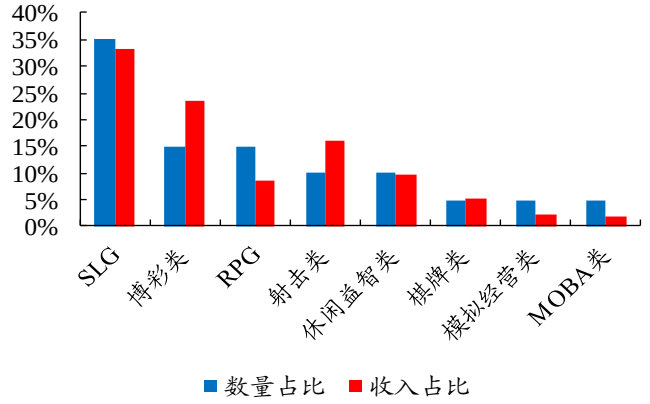
中国移动游戏出海仍处于高增长期，其中博彩已成为重要品类。根据艾瑞咨询预测，中国移动游戏出海规模将由 2015 年的 160 亿元增长至 2022 年的 798 亿元，年复合增长率高达 26%。由于博彩游戏盈利能力强以及国内的政策限制，国内游戏发行商纷纷出海博彩游戏。根据伽马数据，2019 年上半年出海美国的中国移动游戏收入 TOP20 中，博彩类游戏以 15%的数量占比贡献了 23.4%的收入。2019 年流水 Top100 出海游戏的的总流水中，博彩游戏流水占比为 5.8%，居第四位，仅次于 SLG、FPS、ARPG 等重度游戏品类。

图 36：2015-2022 年中国移动游戏出海市场规模复合增长率或达 26%



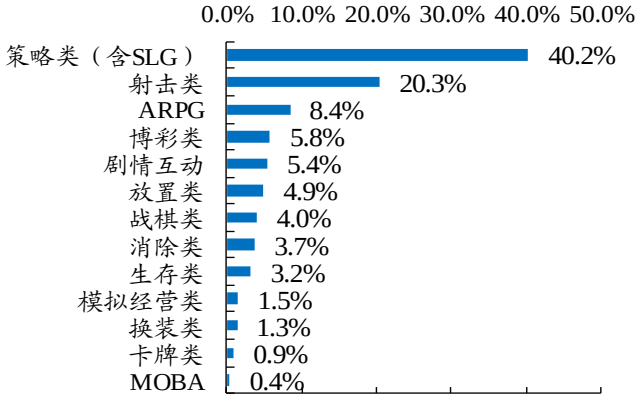
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图 37：2019H1 出海美国移动游戏 TOP20 中，博彩类数量及收入占比均排第二



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

图 38：2019 年流水 TOP100 出海游戏的总流水中，博彩类占比排第四



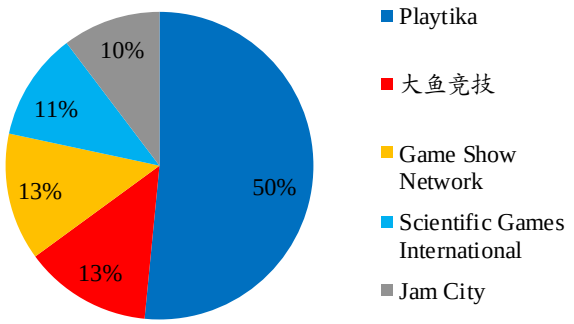
数据来源：伽马数据、开源证券研究所

4.2、 大鱼竞技抢滩海外 Bingo 游戏市场，“坐二望一”开启新征程

公司持股 51%的北京大鱼竞技成立于 2016 年，专注于欧美休闲博彩游戏市场，尤其是 Bingo 品类的研发和运营。其主要游戏产品为《Bingo Party》及《Bingo Journey》（曾用名《Bingo Scapes》），其中《Bingo Party》和《Bingo Journey》都曾进入美国 iOS 桌面游戏畅销榜前 10。根据收购公告，大鱼竞技业绩承诺为 2018-2021 年净利润分别不低于 4500 万元、5850 万元、7000 万元和 8000 万元，2018 年大鱼竞技实现净利润 4796 万元，完成业绩承诺；2019 年 1-9 月，实现净利润 4472 万元。

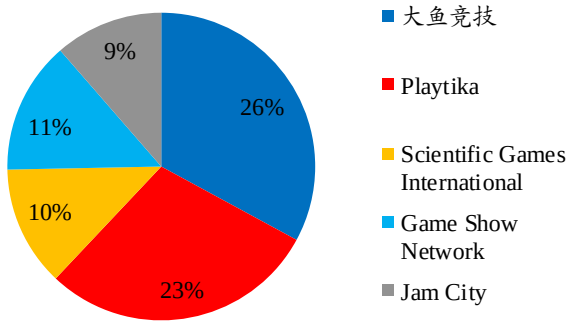
大鱼竞技在海外 Bingo 游戏领域已“坐二望一”，仅次于龙头 Playtika。根据 CHAINNEWS 数据，2018 年全球营业收入前五的 Bingo 游戏公司占据了 Bingo 游戏 97%的市场份额，其中龙头 Playtika 占 50%，大鱼竞技排第二，占 13%。下载量前五的 Bingo 游戏公司占据了 Bingo 游戏 77%的下载份额，其中大鱼竞技的下载量居首，占比达 26%，Playtika 次之，占 23%。

图 39: 2018 年大鱼竞技在全球 Bingo 游戏发行商收入份额中排第二



数据来源：CHAINNEWS、开源证券研究所

图 40: 2018 年大鱼竞技在全球 Bingo 游戏发行商下载份额中排第一



数据来源：CHAINNEWS、开源证券研究所

对标 Playtika: 大鱼竞技作为后期之秀，劲头十足，未来空间可期。Playtika 深耕 Bingo 游戏领域多年，主要面向美国、欧洲、澳大利亚海外市场，其主营的多款游戏包括《Slotomania》《House of Fun》《Bingo Blitz》都是上线超过 6、7 年的老产品，且长期稳居美国 iOS 桌面游戏畅销榜前 10。基于先发优势，通过对老产品的深度运营，打造长生命周期产品，Playtika 实现市占率的稳定和业绩的持续增长。相比而言，大鱼竞技主营产品上线时间在 2 年左右或更短，通过 2 年就跻身 Bingo 游戏头部公司行列，验证了大鱼竞技突出的研发实力以及差异化的推广运营策略。根据 CHAINNEWS 数据，2018 年大鱼竞技运营的《Bingo Party》收入同比增长 250%至 2100 万美元，同期 Playtika 运营的《Bingo Blitz》收入同比增长 55%至超 3000 万美元，大鱼竞技体现了更强的后劲。2020 年，大鱼竞技新游戏《Bingo Journey》流水持续增长，根据白鲸数据，截至 3 月 15 日已进入 3 个国家及地区的 Google Play 博彩类游戏畅销榜前 10，68 个国家及地区前 100。随着 Bingo 游戏生命周期的延长和新品的推出、迭代，我们判断大鱼竞技业绩有望持续增长，相较于 Playtika2018 年营业收入 100 亿，归母净利润 24.3 亿元，大鱼竞技业绩提升空间较大。

表 6: Playtika 贡献主要收入来源的几款产品至少都上线运营 6-7 年

游戏名称	游戏收入（亿元）	占比（%）	月均充值用户数（万人）	月均 ARPPU 值（美元）	月均 MAU（万人）	上线时间
《Slotomania》	30	41%	35	147	514	2010
《Bingo Blitz》	12	17%	16	133	261	2012
《House of Fun》	13	17%	18	118	268	2013
《Caesars Slots》	8	10%	12	110	209	2013
《WSOP》	7	9%	17	65	377	2013

资料来源：巨人网络公告、开源证券研究所（数据区间为 2018 年 1-9 月）

5、 盈利预测与投资建议

5.1、 关键假设

5.1.1、 营业收入及毛利

我们将公司收入拆分为国内游戏 IAA（《小美斗地主》等）、国内游戏 IAP（《鱼丸游

戏》+《姚记捕鱼》)、海外游戏（大鱼竞技）、扑克牌四部分。

国内游戏 IAA:

1、《小美斗地主》作为公司第一款 IAA 产品，于 2020 年 1 月 11 日正式上线，因此公司从 2020 年才开始有 IAA 收入。2020 年春节期间《小美斗地主》DAU100 万左右，日广告收入 150 万左右，日广告收入/DAU=1.5 元。考虑到与字节跳动深入合作后，产品不断优化迭代，广告变现效率有望不断提升，假设 2020、2021 年平均日广告收入/DAU 分别为 1.5、1.8 元。

2、参考同类竞品《天天斗地主》2016-2018 年 DAU 的复合增速 69%，假设 2021 年平均 DAU 较 2020 年初 100 万增长 69%，即 169 万，2020 年平均 DAU 取 100 万和 169 万的中位数，即 135 万。

3、假设公司获得的广告分成比例维持在 20%。

4、由于 IAA 模式游戏由字节跳动代理，字节跳动负责买量等投入，因此 IAA 收入毛利率较高，假设 2020、2021 年维持在 80%。

国内游戏 IAP（捕鱼游戏）:

公司捕鱼游戏流水的增长主要还是由加大买量带来的 DAU 增长所驱动，其次来自于精细化运营带来的 ARPU 提升。

1、假设公司捕鱼游戏 DAU 5 年后达到波克城市 2016 年的峰值 500 万左右，对应 DAU 未来 5 年的复合增长率为 20%。

2、假设日均 ARPU 保持每年 5%的复合增长。

3、公司主要通过自有渠道和安卓渠道发行 IAP 游戏，假设维持平均 66%的流水分成比例。

4、公司游戏运营业务（全部为国内游戏 IAP）2018H1、2018 年及 2019H1 毛利率分别为 90%、90%、91%，假设 2019-2021 年国内游戏 IAP 毛利率维持在 90%。

海外游戏（大鱼竞技）:

大鱼竞技 2017、2018 年、2019 年 1-9 月分别实现营业收入 1794、6011、5678 万元，2018 年实现净利润 4796 万元，超额完成 4500 万元的业绩承诺。2018 年及 2019 年 1-9 月净利率分别为 80%和 79%，较为稳定。

1、基于大鱼竞技 2018 年及 2019 年 1-9 月收入，并结合国内游戏出海市场规模增速，假设大鱼竞技 2019、2020、2021 年营业收入增速分别为 30%、20%、15%。

2、考虑到海外 Bingo 游戏市场竞争格局的相对稳定，假设大鱼竞技毛利率维持在 90%。

扑克牌:

公司 2015-2018 年扑克牌销量分别为 7.9、7.7、7.2 和 5.9 副，年复合增长率为-7%；扑克牌收入分别为 7.31、6.89、6.32、5.33 亿元，年复合增长率为-8%。

1、考虑到扑克牌行业处于下行期，部分中小厂商抗风险能力更弱从而退出市场，行业集中度有望提升，假设 2019 年公司扑克牌业务收入较 2018 年下滑-5%，2020、2021 年与 2019 年持平。

2、2015-2018 年扑克牌业务毛利率分别为 28%、27%、26%、20%，假设 2019-2021 年维持在 20%。

5.1.2、 期间费用率

销售费用率：2015-2018 年分别为 3.6%、3.6%、1.1%、9.9%，2019 年公司加大买量力度，Q1-Q3 单季度销售费用率分别为 20%、19%、17%，假设公司买量已开始出现规模效应，2019-2021 年销售费用率分别为 19%、18%、17%。

管理费用率：2015-2018 年分别为 7.2%、6.7%、8.8%、12.2%，考虑到公司研发费用的增加，假设 2019-2021 年管理费用率分别为 12.6%、13.0 %、13.4%。

5.2、 盈利预测

结合上述假设分析，我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 17.34、24.02、29.25 亿元，同比分别增长 84%、39%、22%；归属于母公司股东的净利润分别为 3.52、6.38、8.56 亿元，同比分别增长 171%、81%、34%，对应当前股本的 EPS 分别为 0.88 元、1.59 元、2.14 元。

5.3、 估值

综合考虑公司的盈利能力和成长性，我们选取顺网科技（300113）和金科文化（300459）作为可比公司，采用相对估值法中的 PE 和 PEG 估值方法对公司进行估值。

5.3.1、 PE 估值法

顺网科技 2018 年约 75%的归母净利润由主要运营休闲游戏平台 91Y（其中以捕鱼游戏为主）的子公司浮云网络贡献，与公司主营业务相近；金科文化 2018 年超过 80%的归母净利润由主要围绕汤姆猫 IP 运营休闲游戏的子公司 Outfit7 贡献，与公司同属于休闲游戏行业。按照 wind 一致预期，采用 2020 年 3 月 19 日收盘价，选取的可比公司顺网科技和金科文化对应的 2020 年预测 PE 分别为 33 倍和 13 倍，两者平均值为 23 倍；按照我们的盈利预测，姚记科技对应的 2020 年预测 PE 为 17 倍，明显低于可比公司 2020 年预测 PE 的平均值。

5.3.2、 PEG 估值法

依然以顺网科技、金科文化作为可比公司，我们将业绩成长性作为考虑因素，采用 PEG 法进行估值。基于 2019 年业绩快报，将顺网科技加回商誉减值的归母净利润 3.40 亿元作为业绩基期；考虑到金科文化 2019 年商誉减值具体金额未公告，将金科文化 2018 年归母净利润 8.42 元作为业绩基期；考虑到姚记科技 2019 年归母净利润仅对子公司成蹊科技部分并表，2020 年开始将完全并表，我们将姚记科技 2019 年业绩快报中的利润总额 4.94 亿元作为业绩基期；将 2021 年归母净利润作为预测期，其中顺网科技、金科文化 2021 年归母净利润采用 wind 一致预期，姚记科技 2021 年归母净利润采用我们预测值，计算得出顺网科技、金科文化、姚记科技从基期到预测期的业绩 CAGR 分别为 31%、11%、32%；采用 2020 年 3 月 19 日收盘价，顺网科技、金科文化对应的 2020 预测 PE 分别为 33 和 13 倍，对应 PEG 分别为 1.05 和 1.16，平均值为 1.11；姚记科技对应的 2020 年预测 PE 为 17 倍，对应 PEG 为 0.53，明显低于可比公司 PEG 的平均值。

表 7：姚记科技 2020 年预测 PE 及 PEG 明显低于可比公司（顺网科技、金科文化）的平均值

证券代码	证券简称	归母净利润（2018）	基期净利润	归母净利润（2021E）	基期至 2021 年业绩 CAGR	PE（2020E）	PEG
300113.SZ	顺网科技	3.22	3.40	5.87	31%	33	1.05
300459.SZ	金科文化	8.42	8.42	11.50	11%	13	1.16
	平均值					**23**	**1.11**
002605.SZ	姚记科技	1.30	4.94	8.55	32%	**17**	**0.53**

数据来源：wind、开源证券研究所（基于 2020 年 3 月 19 日收盘价，顺网科技、金科文化预测数据采用 wind 一致预期，姚记科技预测数据采用我们的预测值）

5.3.3、 投资建议及评级

我们看好公司休闲游戏 IAA 模式打开新的变现空间；以捕鱼游戏运营为核心的游戏 IAP 业务有望延续增长，成为业绩稳定器；大鱼竞技海外游戏发行业务有望进一步带来业绩增量。公司当前估值水平明显低于可比公司平均值。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

6、 风险提示

1、 **休闲游戏 IAA 收入不及预期。**公司休闲游戏 IAA 收入取决于用户数及广告变现效率，与公司游戏品质、推广运营策略以及宏观经济环境密切相关，若公司游戏产品质量不佳，或宏观经济下行，IAA 收入可能不及预期。

2、 **市场竞争加剧导致成本上升。**公司捕鱼类游戏流水增长主要依靠买量推广，若买量市场竞争加剧，可能导致买量成本上升，对公司的盈利能力造成不利影响。

3、 **海外游戏发行面临的政策风险。**大鱼竞技主要面向海外市场发行 Bingo 类游戏，受到各国家和地区对于博彩类游戏政策的影响，经营面临不确定性。

4、 **疫情等外部冲击的影响存在不确定性。**新冠肺炎疫情对于公司海外游戏时长和流水的影响存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	799	638	874	1151	1891
现金	261	271	243	558	1082
应收票据及应收账款	85	113	251	253	360
其他应收款	11	10	29	25	41
预付账款	3	20	23	37	36
存货	230	176	280	230	323
其他流动资产	208	48	48	48	48
非流动资产	1151	2025	2352	2625	2789
长期投资	210	435	472	509	546
固定资产	200	379	584	734	825
无形资产	318	295	327	371	382
其他非流动资产	423	917	969	1011	1036
资产总计	1949	2663	3226	3776	4680
流动负债	303	779	994	847	775
短期借款	80	386	659	386	386
应付票据及应付账款	141	157	178	197	210
其他流动负债	82	237	158	264	180
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	303	779	994	847	775
少数股东权益	46	85	119	208	355
股本	397	398	400	400	400
资本公积	558	669	669	669	669
留存收益	644	734	1002	1525	2174
归属母公司股东权益	1600	1798	2113	2720	3549
负债和股东权益	1949	2663	3226	3776	4680

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	65	244	165	1018	847
净利润	81	193	385	727	1003
折旧摊销	49	46	69	102	130
财务费用	-5	10	24	18	-8
投资损失	10	6	7	8	9
营运资金变动	-77	-1	-321	163	-287
其他经营现金流	7	-10	0	0	0
投资活动现金流	19	-427	-404	-382	-303
资本支出	102	74	290	236	127
长期投资	69	42	-37	-38	-37
其他投资现金流	190	-311	-151	-184	-213
筹资活动现金流	-24	189	-62	-48	-20
短期借款	-20	306	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	1	2	0	0
资本公积增加	20	111	0	0	0
其他筹资现金流	-24	-229	-64	-48	-20
现金净增加额	60	6	-301	587	525

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	663	944	1734	2402	2925
营业成本	484	497	559	626	679
营业税金及附加	11	18	33	46	56
营业费用	7	94	329	432	497
管理费用	58	64	117	162	198
研发费用	0	52	102	151	195
财务费用	-5	10	24	18	-8
资产减值损失	1	5	57	24	29
其他收益	10	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-10	-6	-7	-8	-9
资产处置收益	1	11	0	0	0
营业利润	107	222	504	934	1269
营业外收入	0	0	3	3	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	107	222	507	936	1270
所得税	27	29	121	209	267
净利润	81	193	385	727	1003
少数股东损益	4	63	34	90	147
归属母公司净利润	77	130	352	638	856
EBITDA	153	283	600	1057	1398
EPS(元)	0.19	0.32	0.88	1.59	2.14

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	-7.1	42.4	83.8	38.5	21.8
营业利润(%)	-17.8	106.7	127.0	85.2	35.9
归属于母公司净利润(%)	-21.2	68.8	171.3	81.2	34.2
获利能力					
毛利率(%)	27.0	47.3	67.8	73.9	76.8
净利率(%)	11.6	13.7	20.3	26.5	29.3
ROE(%)	4.9	10.2	17.3	24.9	25.7
ROIC(%)	4.7	9.4	14.6	23.9	25.5
偿债能力					
资产负债率(%)	15.6	29.3	30.8	22.4	16.6
净负债比率(%)	-11.0	6.1	18.6	-5.9	-17.8
流动比率	2.6	0.8	0.9	1.4	2.4
速动比率	1.2	0.5	0.5	1.0	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	7.1	9.5	9.5	9.5	9.5
应付账款周转率	2.4	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.32	0.88	1.59	2.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.61	0.41	2.54	2.12
每股净资产(最新摊薄)	4.00	4.50	5.28	6.80	8.87
估值比率					
P/E	140.1	83.0	30.6	16.9	12.6
P/B	6.7	6.0	5.1	4.0	3.0
EV/EBITDA	69.3	38.7	18.8	10.2	7.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835