

# 火岩控股专题研究

证券研究报告

2021年05月06日

## 收入利润快速增长，用户赋能链接可期

作者

孔蓉 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521020002  
kongrong@tfzq.com

李泽宇 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520110002  
lizeyu@tfzq.com

### 火岩控股：全球布局的网游手游公司，海外业务高速增长

公司把握全球移动设备游戏快速增长机遇，致力于开发新网页和移动设备游戏。公司于 2019 首次开发游戏运营相关计算机软件并授权合作企业使用，并于同年开始尝试将自主研发的游戏产品拓展至海外市场进行运营。

公司 2020 年收入约人民币 520.9 百万元，较 2019 年增长 71.4%。2020 年利润约人民币 345 百万元，较 2019 年增幅约为 65.2%，收入与净利润增速高。2020 年火岩控股海外收入为 6619.6 万元，同比增长 368.4%，其中亚太区收入 6542.2 万元，欧洲收入 77.4 万元。亚太区、欧洲及北美收入占比由 2019 年的 4.6%提升至 12.7%。海外市场潜力巨大，进一步扩展海外市场为发展战略重点之一。火岩控股将利用以往在美洲、东南亚、日本发行游戏的网络和经验布局海外，扩展海外市场，提升国际竞争力。

### 并购下游运营商，向社区平台发展提升竞争优势

火岩控股的收入来源主要包括：1) 向运营商授予游戏运营权而收取的授权费；2) 授权运营商游戏代币净销售额的收入分成；3) 知识产权许可服务费；4) 玩家购买的游戏代币。2020 年，公司自主运营的网络游戏收入从 2019 年的 1308.3 万元，增加至 6526.9 万元，增长近 5 倍，在总收入中的占比也从 4.3%增长至 12.5%。

公司收购下游运营商，增强中国境内分发能力。通过收购运营商德成控股，进行业务融合，公司能够增强自身在中国境内的游戏自主运营能力和分发能力，进一步向游戏开发+游戏发行的业务模式转变。

### 产品管线丰富，海外业务有望持续高增长

多款游戏的推出运营使玩家的选择多元化。多语言版本游戏易于被相应区域玩家接纳，提升用户体验。2020 年火岩控股商业化推出《超级弹弹弹》系列、《丛林秘宝》系列以及《猎牛达人》系列三款移动设备游戏，对游戏进行了本地化语言开发，由火岩控股海外子公司进行自主运营。

自 2019 年起火岩控股尝试将自主开发的游戏产品拓展至海外市场进行自主运营，2020 年在海外继续推进游戏营运业务，逐步转型为游戏开发+游戏发行的经营模式，有效降低运营成本，提高游戏运营效率，实现收益更大化。

**风险提示：**公司游戏生命周期不及预期的风险；海外市场拓展不及预期的风险；社区平台转型不及预期的风险。

## 内容目录

1. 火岩控股：全球布局的网游手游公司.....	3
1.1. 公司简介 .....	3
1.2. 收入利润快速增长，重要游戏持续推出 .....	3
2. 中国游戏市场稳步发展.....	4
2.1. 移动游戏市场将持续走强，增长态势稳定。 .....	5
3. 公司推动游戏自主运营，向社区平台发展 .....	6
3.1. 开启 Steam 模式：从游戏启动器到分发平台的转变 .....	6
4. 产品管线丰富，海外业务有望持续高增长 .....	7
4.1. 多款多语言版本游戏推出运营，玩家反响良好 .....	7
4.2. 海外业务有望持续高增长 .....	7
5. 风险提示.....	8

## 图表目录

图 1：火岩收入高速增长（单位：千元） .....	3
图 2 火岩净利润高速增长（单位：千元） .....	3
图 3：火岩主要游戏产品占比 .....	4
图 4：火岩控股各部门收入 .....	4
图 5：游戏种类划分 .....	4
图 6：中国美国日本游戏市场规模 .....	4
图 7：2014-2023E 年中国游戏市场规模 .....	4
图 8：2014-2020 年中国游戏市场用户数量 .....	4
图 9：中国游戏市场细分 .....	5
图 10：2020 年中国游戏市场种类占比 .....	5
图 11：中国移动游戏市场实际销售收入 .....	5
图 12：中国移动游戏用户规模 .....	5
图 13：授权运营商业模式 .....	6
图 14：2019 年收入构成 .....	6
图 15：2020 年收入构成 .....	6
图 16：按游戏产品系列划分的网络游戏收入（单位：万元） .....	7

## 1. 火岩控股：全球布局的网游手游公司

### 1.1. 公司简介

公司成立于 2014 年 11 月，2019 年 6 月，公司由港交所 GEM 转向主板上市。

公司把握全球移动设备游戏快速成长机遇，致力于开发新网页和移动设备游戏，以商业化方式推出《英雄皇冠》系列，《姬战三国》系列以及《萌仙记》等网页及移动设备游戏。

公司于 2019 首次开发游戏运营相关计算机软件 - 《火元素移动软件通用框架》及《火元素集成工作台系统》并授权合作企业使用。并于同年开始尝试将自主研发的游戏产品拓展至海外市场进行运营。

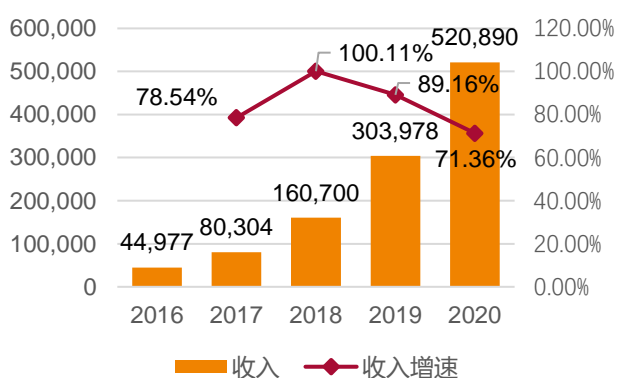
截至 2020 年 12 月 31 日，公司累计以商业化推出 23 款主要游戏和 4 款计算机软件。公司在立足于国内市场的前提下，将积极拓展海外游戏运营业务，继续加大知识产权（计算机软件）研发。

公司将自有游戏授权予多家游戏运营商，以独家或非独家的方式在指定地区营运，发布及推广游戏。为巩固公司于选定地区的市场地位，该等授权营运商有权于自身的平台及第三方互联网平台（如 Facebook, 苹果应用商店，谷歌应用商店等）发行公司网页游戏及移动设备游戏。公司自主开发的网页游戏及移动设备游戏采用免费畅玩模式，可激励玩家获取游戏币以提升游戏体验。

### 1.2. 收入利润快速增长，重要游戏持续推出

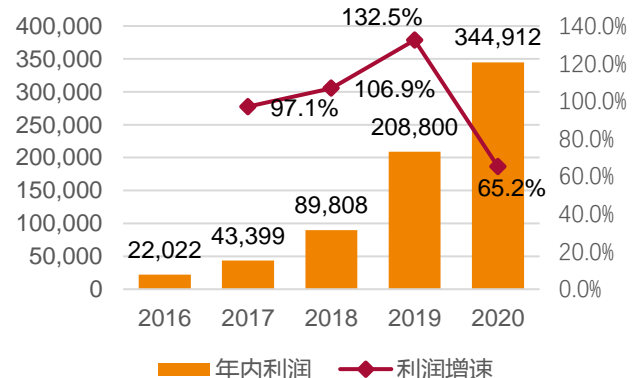
公司收入主要来源于 i) 根据公司与授权营运商就授出特定游戏及服务收取的授权费；(ii) 通过授权营运商指定的平台出售并已兑换为游戏币的收入分成；(iii) 知识产权许可服务费；及(iv) 玩家通过支付渠道购买的游戏代币。公司 2020 年收入约人民币 520.9 百万元，较 2019 年增长 71.4%。2020 年利润约人民币 345 百万元，较 2019 年增幅约为 65.2%，收入与净利润增速均十分快速。

图 1：火岩收入高速增长（单位：千元）



资料来源：火岩 2020 年报、天风证券研究所

图 2 火岩净利润高速增长（单位：千元）



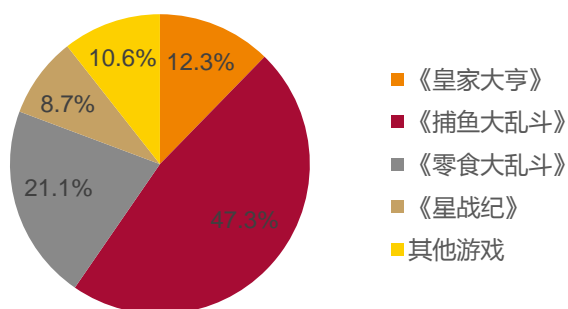
资料来源：火岩 2020 年报、天风证券研究所

企业专注于网页游戏及移动设备的研发，把握移动设备行业持续高增长的契机，2020 年的移动设备版游戏占网络游戏收入 99.8%，2020 年收入增长主要由于往期陆续上线的《零食大乱斗》，《捕鱼大乱斗》，《皇家大亨》，《星战纪》及《超级地鼠大乱斗》等多款移动设备游戏系列带来的收入增加所致。其中《捕鱼大乱斗》游戏收入占比较大，达 47.3%。

2020 年公司网络游戏收入仍占据主导地位，约占总收入的 95.7%，相比于 2019 年的 98.8%

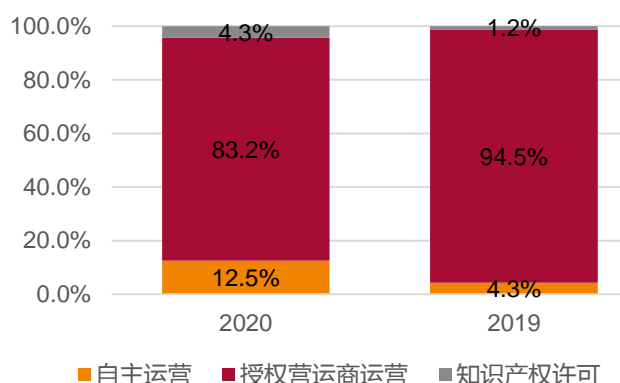
有所降低。其中，授权运营商运营收入占 83.2%，与 2019 年相比占比减少 11.3%，自主运营收入占比有所增长。2019 年公司开始知识产权（计算机软件）的研究，并不断加大研究力度，2020 年知识产权许可收入同比 2019 年有所增长，增加公司收入多样性。

图 3：火岩主要游戏产品占比



资料来源：火岩 2020 年报、天风证券研究所

图 4：火岩控股各部门收入



资料来源：火岩 2020 年报、天风证券研究所

## 2. 中国游戏市场稳步发展

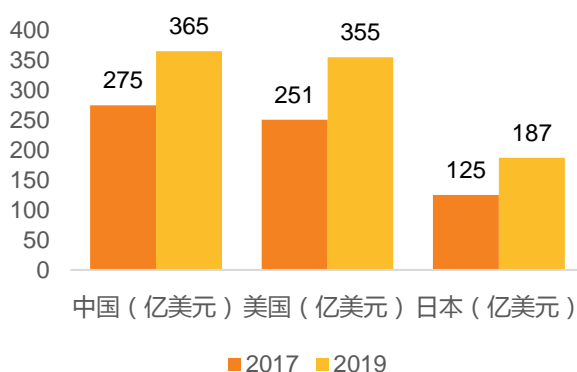
游戏是一种为了放松或者享受而进行的一种娱乐方式，狭义上的游戏指的传统意义上的电子游戏。随着游戏市场的发展，游戏的种类日渐丰富，目前而言游戏可以分为电脑游戏，手机游戏以及主机游戏，电脑游戏可以进一步划分为客户端游戏及网页游戏。

图 5：游戏种类划分



资料来源：心动网络招股书，天风证券研究所

图 6：中国美国日本游戏市场规模

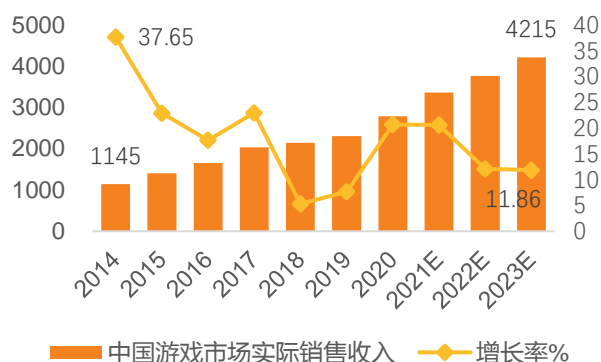


资料来源：Newzoo，天风证券研究所

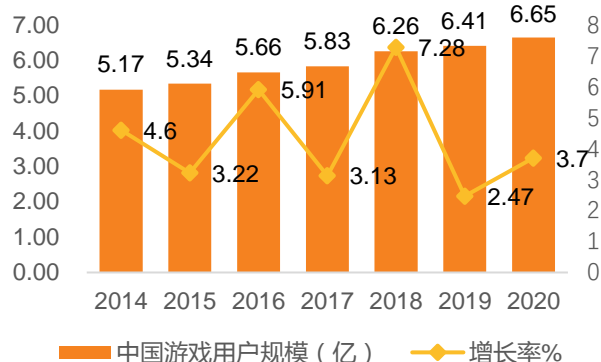
从全球游戏市场来看，中国，美国，日本是全球游戏三大市场，根据 Newzoo 估计，按收入算，2019 年中国游戏市场收入达到 365 亿美元，是全球最大的游戏市场。从游戏收入的产生模式来看，主要有两种模式：付费即玩和免费畅玩。付费即玩即游戏玩家需要支付安装游戏的费用才能体验游戏，而免费畅玩即安装游戏本身不收取费用，而是由游戏内部的虚拟物品产生。目前中国游戏市场大多采用免费畅玩的模式。

图 7：2014-2023E 年中国游戏市场规模

图 8：2014-2020 年中国游戏市场用户数量



资料来源: Frost&amp;Sullivan, 中国音数协游戏工委, 天风证券研究所



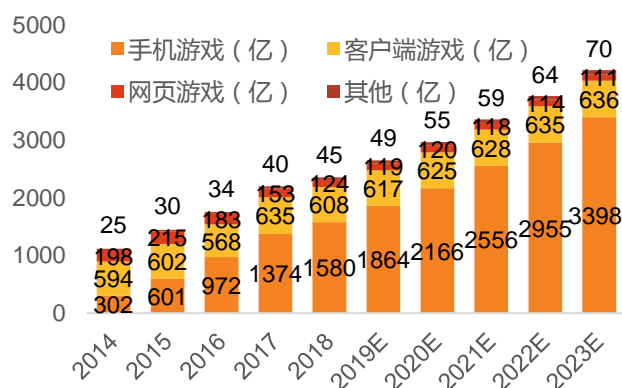
资料来源: 中国音数协游戏工委, 天风证券研究所

近年来中国游戏行业发展总体上稳中向好, 各种产品的形式不断丰富和完善, 市场需求得到进一步满足。根据中国音数协游戏工委数据, 2018 年-2020 年中国游戏市场规模分别为 2144 亿/2309 亿/2787 亿元, 同比增长分别达到 5.32%/7.66%/20.71%, 同时根据 Frost&Sullivan 报告, 预计 2023 年中国游戏市场将达到 4215 亿, 2019 年-2023 年同比增速将达到 12% 左右。2018 年-2020 年中国游戏用户规模分别为 6.26 亿/6.41 亿/6.65 亿人, 同比增长分别为 7.28%/2.47%/3.7%, 保持着稳定的增长。中国游戏市场潜力较大, 增速较快。

## 2.1. 移动游戏市场将持续走强, 增长态势稳定。

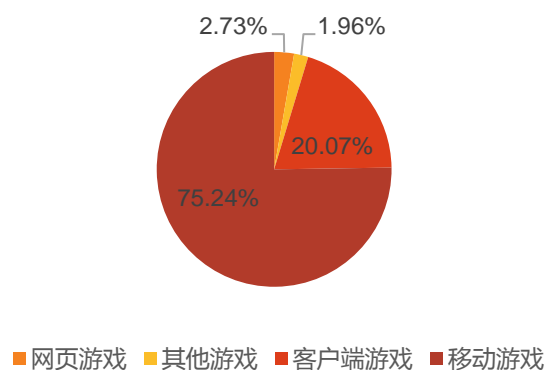
受益于疫情期间和 5G 网络的影响, 游戏市场持续回暖, 客户端游戏和网页游戏市场持续调整。从游戏市场细分来看, 移动游戏成为了目前游戏行业的重要增长点, 2020 年移动游戏在游戏市场的占比为 75.24%, 占据网络游戏市场 2/3 以上。根据 Frost&Sullivan 报告, 预计到 2023 年移动游戏的市场规模将达到 3398 亿元, 2019-2023 年复合增长率达到 16.6%。

图 9: 中国游戏市场细分



资料来源: Frost&amp;Sullivan, 天风证券研究所

图 10: 2020 年中国游戏市场种类占比



资料来源: 中国音数协游戏工委, 天风证券研究所

根据中国游戏工委报告, 2018 年-2020 年中国移动游戏市场实际销售收入分别达到 1339.56/1581.11/2096.76 亿元, 同比增速分别达到 15.36%/18.03%/32.61%。与此同时, 中国移动用户规模同样保持着稳定的增长, 用户的稳定增长和较高的粘性, 为移动游戏的发展提供了坚实的基础。2018-2020 年中国移动用户规模分别达到 6.05/6.24/6.54 亿人, 同比增长 9.2%/3.17%/4.84%。我们认为 2021 年移动游戏市场将持续走强, 增长态势稳定。

图 11: 中国移动游戏市场实际销售收入

图 12: 中国移动游戏用户规模



资料来源：中国音数协游戏工委,天风证券研究所



资料来源：中国音数协游戏工委,天风证券研究所

### 3. 公司推动游戏自主运营，向社区平台发展

火岩控股的收入来源主要包括：1) 向运营商授予游戏运营权而收取的授权费；2) 授权运营商游戏代币净销售额的收入分成；3) 知识产权许可服务费；4) 玩家购买的游戏代币。

图 13：授权运营商业模式

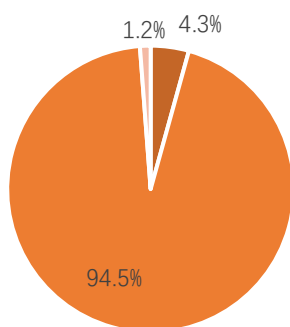


资料来源：公司年报，天风证券研究所

与第三方运营商合作分发游戏并与其进行收入分成相比，越过运营商、自主运营游戏分发更能够降低成本、提高利润率，增强盈利能力，提升集团竞争优势。2019年起，集团开始推动自主运营游戏的业务模式，将自主开发的游戏产品在海外市场进行自主运营，逐步向游戏开发+游戏发行的业务模式转变。

2020年，公司自主运营的网络游戏收入从2019年的1308.3万元，增加至6526.9万元，增长近5倍，在总收入中的占比也从4.3%增长至12.5%。

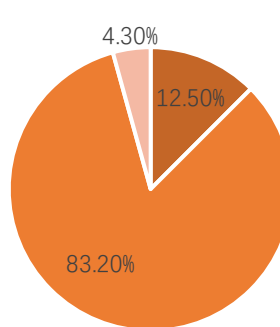
图 14：2019 年收入构成



■ 自主运营 ■ 授权运营商运营 ■ 知识产权许可

资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 15：2020 年收入构成



■ 自主运营 ■ 授权运营商运营 ■ 知识产权许可

资料来源：公司年报，天风证券研究所

#### 3.1. 开启 Steam 模式：从游戏启动器到分发平台的转变

Steam 目前最热门的游戏前三名分别为：《CS: GO》、《Dota 2》和《绝地求生》，其发行时

间分别为 2017 年、2013 年和 2017 年，均已长期运营达 3 年以上，为平台提供了长期稳定的高质量用户基础。此外，热门游戏前三名中《CS: GO》和《Dota 2》两款游戏均为 Steam 的开发商维尔福集团自主开发并发行，可见强大的自主研发能力对于平台十分重要，能够吸引长期稳定的用户，不易受代理权变更的影响。

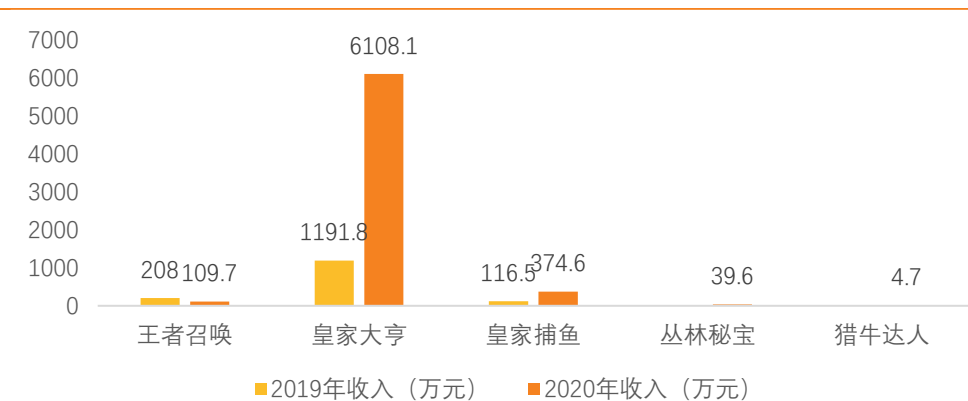
对比火岩控股，首款自研游戏《王者召唤》系列，自 2012 年 3 月商业化推出后已连续运营长达 8 年，游戏生命周期较行业平均值更为长久。同时，集团注重研发，持续优化现有游戏产品的同时也开发新的游戏和网络应用产品，研发成本从 2019 年的 1724.2 万元增长至 2020 年的 2998.3 万元，研发人员数量从 2019 年的 102 名增至 2020 年的 140 名。我们认为公司在游戏生命周期和自主研发能力方面均具有一定优势，向游戏开发+游戏发行+平台社区的业务模式转型潜力大。

## 4. 产品管线丰富，海外业务有望持续高增长

### 4.1. 多款多语言版本游戏推出运营，玩家反响良好

多款游戏的推出运营使玩家的选择多元化。多语言版本游戏易于被相应区域玩家接纳，提升用户体验。2020 年火岩控股商业化推出《超级弹弹弹》系列、《丛林秘宝》系列以及《猎牛达人》系列三款移动设备游戏，由火岩控股海外子公司进行自主运营。

图 16：按游戏产品系列划分的网络游戏收入（单位：万元）



资料来源：火岩 2020 年报、天风证券研究所

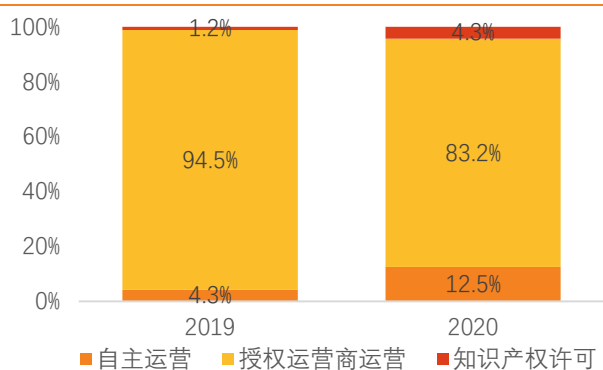
### 4.2. 海外业务有望持续高增长

自 2019 年起火岩控股尝试将自主开发的游戏产品拓展至海外市场进行自主运营，2020 年在海外继续推进游戏营运业务，逐步转型为游戏开发+游戏发行的经营模式，有效降低运营成本，提高游戏运营效率，实现收益更大化。2020 年自主运营收入为 65.269 百万元，占比 12.5%；授权运营商运营收入为 433.068 百万元，占比 83.2%；知识产权许可收入为 22.553 百万元，占比 4.3%。

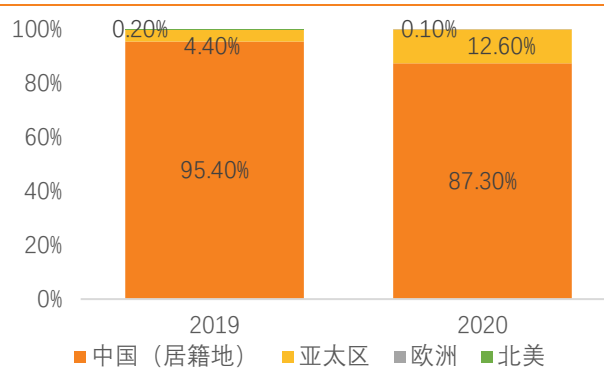
收入结构上，海外市场收入增长迅速，占比提升。2020 年火岩控股海外收入为 6619.6 万元，同比增长 368.4%，其中亚太区收入 6542.2 万元，欧洲收入 77.4 万元。亚太区、欧洲及北美收入占比由 2019 年的 4.6% 提升至 12.7%。

图 17：火岩控股各部分收入明细占比

图 18：火岩控股各地域市场收入占比



资料来源：火岩 2020 年报，天风证券研究所



资料来源：火岩 2020 年报，天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 1、公司游戏生命周期减少的风险。公司旗下游戏生命周期或因游戏玩家风格切换，时下流行游戏品种切换等因素出现不同程度的缩短，从而产生对公司月均活跃人数、月均付费人数等数据的影响。
- 2、海外市场拓展不及预期的风险。公司逐步拓展海外市场，若公司游戏在海外的受众程度、海外玩家对游戏的反馈不及预期，将有可能对公司海外市场份额以及海外市场收入造成不利影响。
- 3、社区平台转型不及预期的风险。公司正不断发展自身的游戏社区平台，若社区平台基础设施搭建不及预期或社区平台运营模式不符合当下游戏玩家风格，将有可能延缓社区平台转型的进度。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com