

中手游 (302 HK)

IP 为根，研运为枝，构建根深枝茂的游戏生态

丰富知名 IP 支持优质游戏储备持续扩充

公司是拥有 IP 储备数量最多以及上线最多移动 IP 游戏的中国游戏公司。我们认为重 IP 的游戏厂商面临的游戏产品青黄不接的风险相对较低，主因：（1）在获取高质量用户和延长游戏生命周期上具备优势，有助打造爆款产品；（2）在产品开发周期及版本号获取上具优势，有助迅速扩充游戏储备，减少单一产品依赖；（3）可结合 IP 授权/衍生扩大 IP 价值并令收入来源更趋多元化。公司不乏高价值 IP，潜在收益巨大。68 个自有 IP 中，包括《仙剑奇侠传》、《轩辕剑》、《大富翁》等可持续发酵价值的 IP。其中，《仙剑奇侠传》IP 产品《新仙剑奇侠传之挥剑问情》预期将于 4Q21 上线，有望获得较好收入表现。在 50 个授权 IP，包括《航海王》、《龙珠 Z》、《火影忍者》、《家庭教师》等众多知名二次元 IP，有望率先享受二次元游戏红利。

强大发行+扩大研发，契合游戏精品化趋势

公司具备强大的发行能力。较一般发行商而言，公司在 IP 品牌运营及 IP 变现潜力方面更具优势。公司拥有中国最大的手游发行网络之一，能够在中国所有主要平台发行游戏。公司亦与上百家游戏开发商建立了良好代理关系，可持续为公司提供丰富游戏储备。游戏品类多样化亦使得公司受到单一品类买量成本变化的影响较小。此外，公司买量团队采取内部赛马机制，可更有效的保障买量效益。公司海外发行在近年有明显突破。1H21 公司海外地区收入同比大增 62.5 倍至 2.2 亿元，收入占比增至 10%，主要受惠于采取了合适的发行策略使得《新射雕群侠传之铁血丹心》等产品海外成绩亮眼，预计未来将有更多游戏登陆海外市场。

公司正从重发行转型至研运一体化的游戏厂商，有助增强其于内容为王时代的竞争优势。公司与众多研发商合作多年，关系紧密，可对契合度较高的研发商增加投资或进一步收购，已投资了超过 20 家游戏研发商，并逐步收购了知名游戏研发商文脉互动及北京软星。公司近期成立了多个研发工作室，将继续加大研发投入以增强自研能力。公司已有多款旗下工作室自研或所投研发商研发的游戏获得行业龙头或流量大厂独家代理发行，反映研发实力已获得市场认可。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 4.00 港元

预期公司 21 年/22 年经调整净利润将增至 10.1 亿元/12.3 亿元。我们认为政策风险将继续影响行业整体估值，但公司产品丰富，多款可期待产品有望在年内上线，业绩确定性相对较高，可较单一产品依赖度较强的纯游戏公司享有一定溢价。给予公司 9.5 倍/7.6 倍 21 年/22 年目标 PE，介于历史均值（10.0 倍）及其以下 1 标准差（6.5 倍）之间，目标价 4.00 港元，潜在升幅达 29.9%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：（一）行业监管风险；（二）无法获得知名 IP 授权及游戏代理权；（三）新游戏流水表现不及预期；（四）海外发行不及预期

主要财务数据（人民币百万元）（更新至 2021 年 10 月 11 日）

年结:12月31日	18A	19A	20A	21E	22E
收入	1,596	3,036	3,820	5,110	6,095
增长率	57.6%	90.2%	25.8%	33.8%	19.3%
毛利	532	1,083	1,223	1,865	2,235
增长率	56.4%	103.4%	12.9%	52.4%	19.8%
毛利率	33.4%	35.7%	32.0%	36.5%	36.7%
经调整净利润	335	611	807	1,008	1,233
增长率	26.6%	82.1%	32.1%	24.9%	22.3%
经调整净利润率	21.0%	20.1%	21.1%	19.7%	20.2%
每股基本盈利（元）	2.24	0.13	0.30	0.35	0.44
市盈率（倍）	-	19.6	7.6	7.3	5.8

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

香港股市 | TMT | 移动游戏

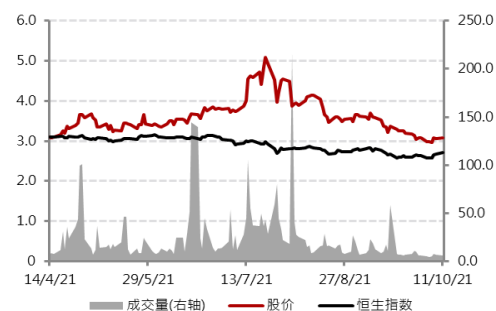
首次覆盖：买入

目标价：4.00 港元

股票资料（更新至 2021 年 10 月 11 日）

现价	3.08 港元
总市值	8,525.59 百万 港元
流通股比例	42.68 %
已发行总股本	2,768.05 百万
52 周价格区间	2.587-5.09 港元
3 个月日均成交额	100.67 百万 港元
主要股东	Fairview Ridge (占 25.05%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

分析师

秦越, CFA

+852 2359 1871

angela.qin@ztsc.com.hk

余浩樑

+852 2359 1840

albert.yu@ztsc.com.hk

正文目录

投资要点一：丰富知名 IP 支持优质游戏储备持续扩充	4
投资要点二：强大发行+扩大研发，契合游戏精品化趋势	9
财务分析及盈利预测	14
估值分析及投资建议	18
公司简介	20
风险提示	22
历史建议和目标价	23
公司及行业评级定义	24
重要声明	25

图表目录

图表 1: 2020 年中国移动游戏 IP 用户使用意愿调查	4
图表 2: 2020 年中国移动游戏 IP 及非 IP 玩家月均消费金额对比	4
图表 3: 《航海王强者之路》2016 年 8 月-2021 年 9 月的下载量变化	5
图表 4: 2020 年中国移动游戏用户关于 IP 衍生品服务月均消费金额分布对比	5
图表 5: IP 改编移动游戏市场收入 (人民币亿元)	6
图表 6: 2020 年 IP 改编移动游戏流水收入 TOP10	6
图表 7: 中手游部分自有 IP	6
图表 8: 仙剑奇侠传正统续作	7
图表 9: 《仙剑奇侠传》IP 运营规划	7
图表 10: 中手游获得授权的重要 IP 资料	8
图表 11: 中手游部分发行渠道	9
图表 12: 中手游历史销售及分销开支 (人民币百万元)	9
图表 13: 1H21 游戏行业销售及分销开支占比	10
图表 14: 《新射雕群侠传之铁血丹心》中国港澳台市场全维度投放	10
图表 15: 《新射雕群侠传之铁血丹心》新马市场广告投放	10
图表 16: 近年腾讯投资游戏厂商的数量及金额 (人民币亿元)	11
图表 17: 中手游部分投资的研发公司	12
图表 18: 中手游 IP 授权/游戏代理的业务模式流程图	12
图表 19: 中手游部分独代合作	13
图表 20: 中手游研发开支 (人民币百万元)	13
图表 21: 中手游游戏产品储备	14
图表 22: 中手游财务预测主要假设	15
图表 23: 中手游 MAU、MPU 情况 (百万人)	16
图表 24: 中手游 ARPPU 情况 (人民币元)	16
图表 25: 中手游毛利润及毛利率 (人民币百万元)	16
图表 26: 中手游研发开支及占比 (人民币百万元)	16
图表 27: 中手游销售及分销开支及占比 (人民币百万元)	16
图表 28: 中手游经调整净利润及经调整净利润率 (人民币百万元)	16
图表 29: 中手游财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)	17
图表 30: 中手游同业估值表 (更新至 2021 年 10 月 11 日)	18
图表 31: 中手游 PE BAND (更新至 2021 年 10 月 11 日)	19
图表 32: 中手游 PRICE BAND (更新至 2021 年 10 月 11 日)	19
图表 33: 中手游业务模式	20
图表 34: 中手游主要战略	20
图表 35: 中手游发展里程碑事件	21
图表 36: 中手游核心管理层简历	21

投资要点一：丰富知名 IP 支持优质游戏储备持续扩充

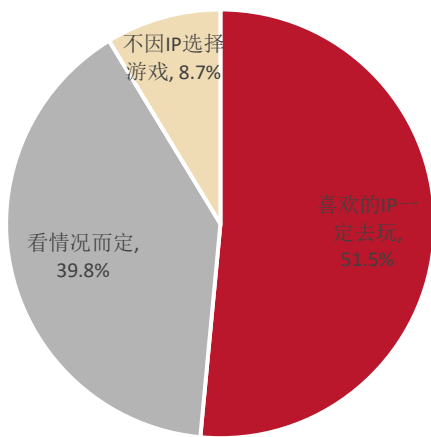
IP 储备最多的中国游戏公司，具备产品组合丰富优势

中手游是一家中国领先的 IP 游戏厂商，主要聚焦于拥有庞大的粉丝群体、广泛的市场认可度及强大的商业价值的动漫、小说、影视等著名文化产品及艺术作品有关的 IP。截至 2021 年 6 月底，公司拥有 118 个 IP 储备，包括《航海王》、《龙珠 Z》、《火影忍者》、《射雕三部曲》、《真·三国无双》等 50 个授权 IP 及《仙剑奇侠传》、《轩辕剑》、《大富翁》等 68 个自有 IP，是拥有 IP 储备数量最多以及上线最多移动 IP 游戏的中国游戏公司。

我们了解到游戏公司产品青黄不接是很多投资者重点关注的投资风险。我们认为重 IP 的游戏厂商面临的有关风险相对较低，主要由于其具备以下 3 点天然优势：

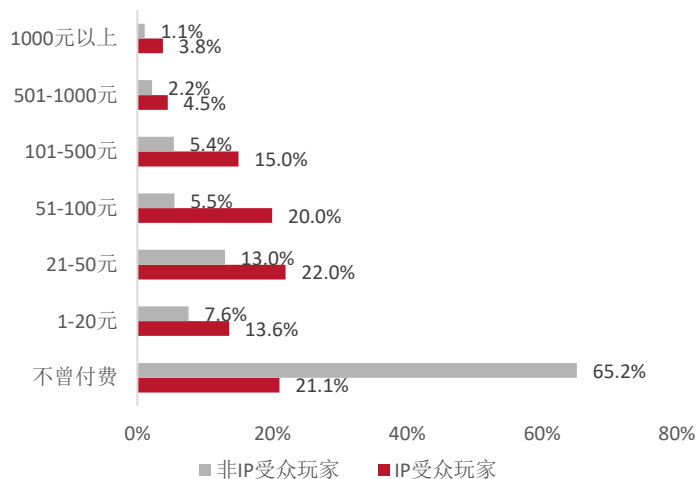
(1) 在获取高质量用户和延长游戏生命周期上具备优势，有助打造爆款产品。人气 IP 已经在文学、动漫或影视等泛娱乐领域获得大量特定族群（“粉丝”）的喜爱。根据伽马数据，现阶段移动游戏 IP 核心用户（玩过多款 IP 游戏、主动根据 IP 寻找游戏产品、对 IP 游戏产品兴趣较高）规模超 1.5 亿、泛用户（玩过 IP 相关产品）规模超 1.8 亿。以 IP 为基础的游戏产品较易引起 IP 粉丝玩家的注意。艾媒 2020 年 12 月调研数据显示，接近 51.5% 受访移动游戏用户会因对 IP 的喜爱而选择试玩相关游戏。此外，由于 IP 粉丝玩家画像更为清晰，游戏厂商较易有针对性地运营，有助快速获取玩家、提升玩家留存及付费率，较易诞生爆款产品。在艾媒调研中，近八成 IP 受众玩家曾为游戏付费，远高于非 IP 受众玩家（仅不到四成）。由于人气 IP 为基础的游戏产品具备较高的 IP 粉丝基础，游戏生命周期通常较长。例如公司基于《航海王》IP 的第一代游戏上线至今已 5 年，在没有推广宣传的情况下仍可依靠 IP 自身价值维持较为稳定的用户增量，月流水仍维持在 2,000 万元以上。

图表 1：2020 年中国移动游戏 IP 用户使用意愿调查



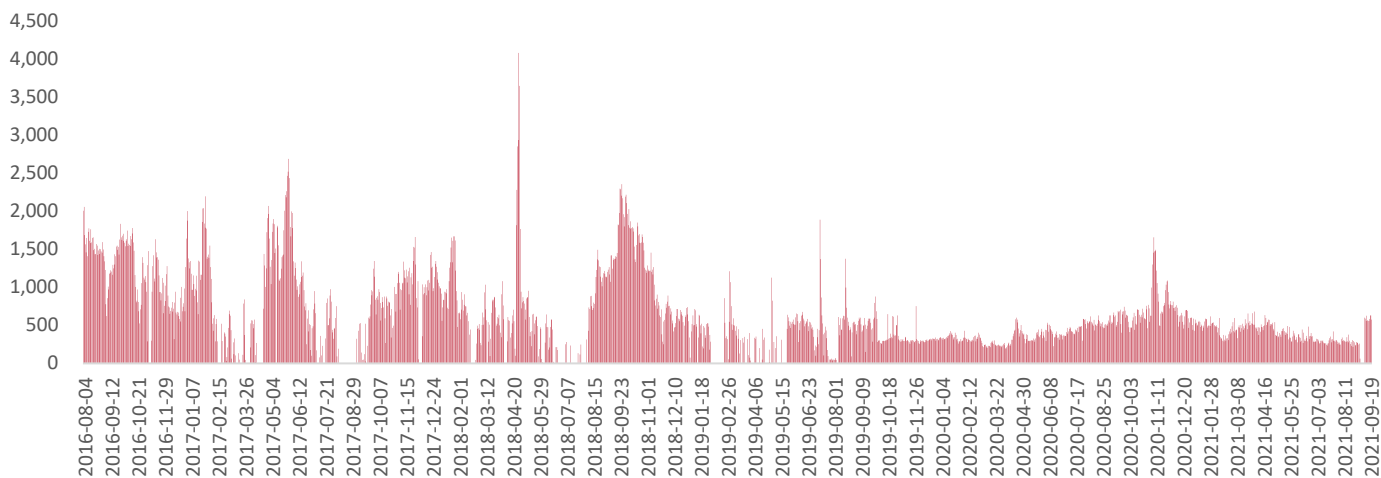
来源：艾媒数据，草莓派数据调查与计算系统，样本数量 2,057，调研时间 2020 年 12 月、中泰国际研究部

图表 2：2020 年中国移动游戏 IP 及非 IP 玩家月均消费金额对比



来源：艾媒数据，草莓派数据调查与计算系统，样本数量 2,057，调研时间 2020 年 12 月、中泰国际研究部

图表 3: 《航海王强者之路》2016 年 8 月-2021 年 9 月的下载量变化

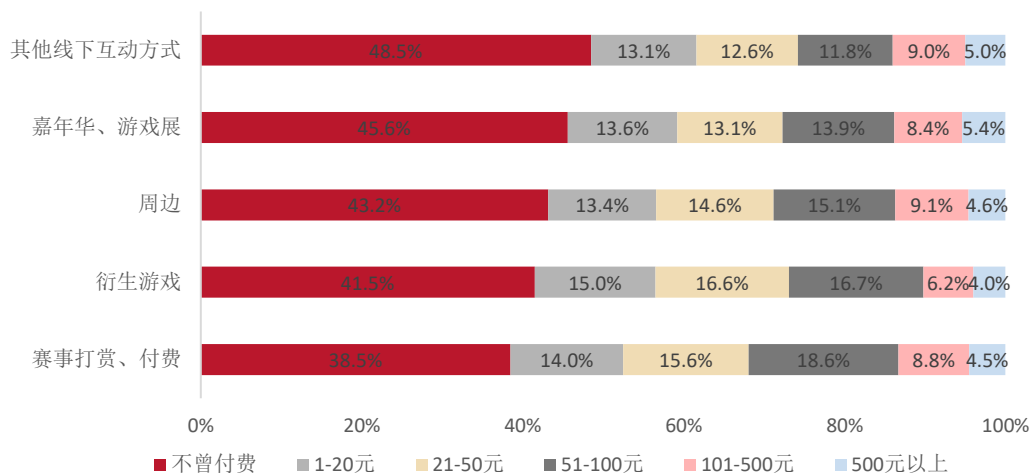


来源: 七麦数据, 中泰国际研究部

(2) 在产品开发周期及版号获取上具优势, 有助迅速扩充游戏储备, 减少单一产品依赖。IP 方通常会游戏内容及玩法的改编有所规定, 因此 IP 游戏不能偏离原本的 IP 主线或是 IP 方设定的发展路线。正因如此, IP 游戏已具备较为完整的故事剧情、主要角色画像等基础要素, 可缩短游戏厂商相关开发工作时长。此外, 由于许多 IP 已经推出过小说、动漫、影视剧或其他游戏作品, 相似题材已被熟知及认可, 相关 IP 游戏有机会更易快速获得版号。目前公司已获得 33 个游戏预批版号, 获批数量远超同业平均水平。此外丰富的游戏储备可减小公司对单一游戏产品的依赖。

(3) 可结合 IP 授权/衍生扩大 IP 价值并令收入来源更趋多元化。IP 可衍生出动漫、音乐、影视、文学、周边等一系列的服务或产品, 有助扩大 IP 粉丝基础及增强游戏玩家粘性。此外, 用户为 IP 衍生内容的消费意愿偏向正面。根据草莓派 2020 年 12 月调查数据, 在受访移动游戏用户中均有超五成为赛事打赏及付费、周边或游戏展等 IP 衍生产品付费。公司已通过授权的方式与其他领域公司或 IP 方合作运营 IP 及获取多元化收入, 如与泡泡玛特 (9992 HK) 就自有《仙剑奇侠传》IP 合作开发盲盒等仙剑系列产品; 联手恒信东方及无锡国家数字电影产业园打造全球首个金庸武侠线下体验馆和街区, 预计将于 2023 年春节正式营业。

图表 4: 2020 年中国移动游戏用户关于 IP 衍生品服务月均消费金额分布对比

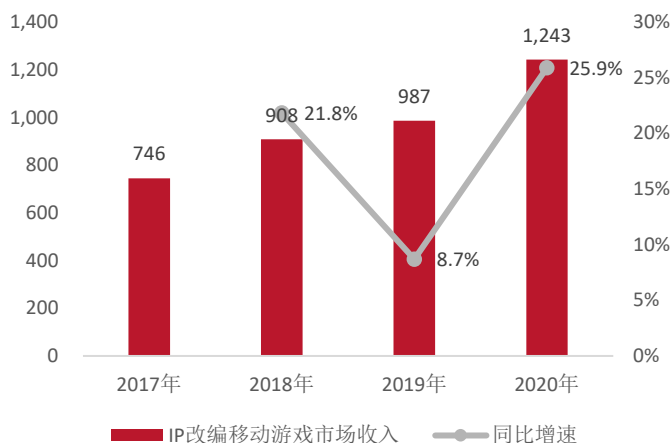


来源: 艾媒数据, 草莓派数据调查与计算系统, 样本数量 2,057, 调研时间 2020 年 12 月、中泰国际研究部

公司不乏高价值 IP，潜在收益巨大

根据伽马数据，2020 年中国 IP 改编移动游戏收入达 1,243 亿元（不含移动游戏原创 IP 的初代产品），占据中国移动游戏市场过半收入，IP 仍是支撑中国移动游戏市场增长的重要动力。公司不乏具备强大用户基础及较高商业价值的自有 IP 或授权 IP。在 2020 年 IP 改编移动游戏流水收入 TOP10 产品相关 IP 中，公司已获得《火影忍者》IP 及《斗罗大陆》IP 的授权。

图表 5：IP 改编移动游戏市场收入（人民币亿元）



图表 6：2020 年 IP 改编移动游戏流水收入 TOP10

排名	游戏名	游戏类型	IP 类型
1	和平精英	射击类	客户端游戏
2	三国志战略版	SLG	主机/单机
3	梦幻西游	回合制 RPG	客户端游戏
4	穿越火线：枪战王者	射击类	客户端游戏
5	神武 4	回合制 RPG	客户端游戏
6	QQ 飞车	竞速类	客户端游戏
7	火影忍者	ARPG	动漫
8	天涯明月刀	MMORPG	小说
9	大话西游	回合制 RPG	客户端游戏
10	斗罗大陆	MMORPG	小说

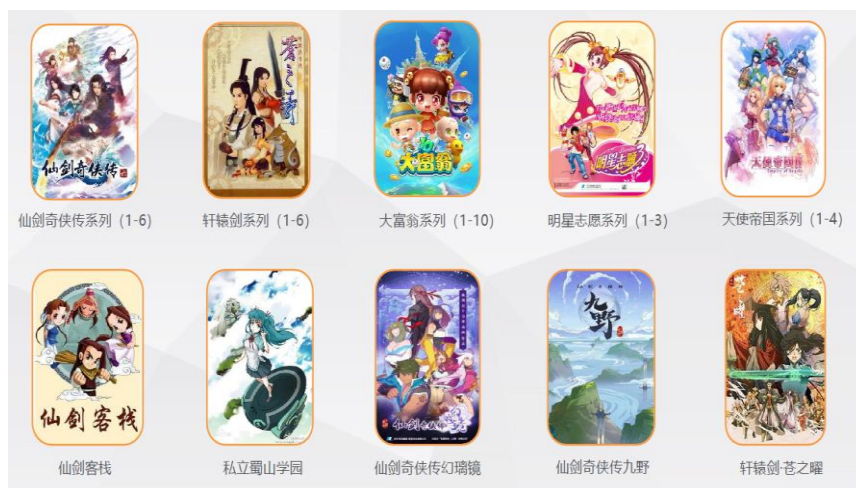
来源：伽马数据，中泰国际研究部

来源：伽马数据，中泰国际研究部

自有 IP 价值持续发酵

公司拥有包括知名 IP 《仙剑奇侠传》、《轩辕剑》、《大富翁》在内的 68 个自有 IP。其中，《仙剑奇侠传》、《大富翁》及《轩辕剑》IP 多次入选各大三方机构的 IP 价值榜单前列，并在 2021 年上半年由中宣部版权管理局指导、国家版权交易中心联盟主办的《中国年度 IP 评选》中分别获得游戏赛道 IP 的金奖、银奖和铜奖。

图表 7：中手游部分自有 IP



来源：公司资料，中泰国际研究部。

公司于今年 8 月通过向台湾大宇 (6111 TW) 收购非全资附属公司北京软星剩余 49% 的股份而拥有知名 IP 《仙剑奇侠传》在中国大陆的完整所有权或独家许可，包括在中国注册、授权或使用的 IP 版权。《仙剑奇侠传》系列作为仙侠题材的开山鼻祖，凭借其宏大精彩的世界观、精细个性的主角设定等一系列要素而拥有大批 IP 粉丝。我们观察在 B 站有关《仙剑奇侠传》的视频达 4.3 万个，累积播放量高达 5.6 亿次，微博有关《仙剑奇侠传》的阅读量高达 12.9 亿。公司预计年内将有 2 款《仙剑奇侠传》IP 产品上线，包

括 (1) 将于今年 10 月 15 日正式上线的由附属公司北京软星研发、方块游戏代理发行的《仙剑奇侠传七》端游, 该款游戏于今年 3 月底推出 Demo 试玩, YouTube、B 站等平台上已有众多游戏主播上载游戏试玩版心得, 虽然距离上一代产品已有近 6 年时间, 但玩家粉丝的关注度及忠诚度仍未消退; (2) 预计将于今年四季度上线的 RPG 体验式卡牌放置手游《新仙剑奇侠传之挥剑问情》, 目前 Tap Tap 上预注册接近 12.5 万, 评分高达 8.5, 从已有的评论来看, 大部分用户玩家对于游戏的画面呈现表示满意; 创作团队重视视觉氛围和故事感包装, 在玩法和商业化方面, 融合了一些 roguelike 的玩法, 重新设计了经典迷宫, 并搭配了定期开放的活动功能、轻松休闲的养成系统。我们认为《新仙剑奇侠传之挥剑问情》有机会成为一款在口碑及商业上兼具的产品, 对其收入表现持乐观态度, 认为其有望在今年下半年及明年为公司贡献可观收入。

图表 8: 仙剑奇侠传正统续作

序列	游戏名	发售时间	研发商	销量
1	仙剑奇侠传	1995 年 7 月	狂徒创作群	80 万
2	仙剑奇侠传二	2003 年 1 月	狂徒创作群、DOMO 小组	
3	仙剑奇侠传三	2003 年 7 月	上海软星	两款累积 100 万
4	仙剑奇侠传三外传·问情篇	2004 年 8 月	上海软星	
5	仙剑奇侠传四	2007 年 8 月	上海软星	53 万
6	仙剑奇侠传五	2011 年 7 月	北京软星	两款累积 200 万
7	仙剑奇侠传五前传	2013 年 1 月	北京软星	
8	仙剑奇侠传六	2015 年 7 月	北京软星	72 万
9	仙剑奇侠传七	预计 2021 年 10 月	北京软星	

注: 销量为网络公开新闻粗略统计

来源: 公司资料, 网络公开资料、中泰国际研究部

除了游戏, 《仙剑奇侠传》IP 还可拓宽至众多泛娱乐、衍生品领域, 如文学创作、漫画创作、实景娱乐、影视剧翻拍、音乐、虚拟偶像及周边手办等, 从而坚实用户基础, 拉长 IP 生命周期, 提升 IP 的多元化潜在商业价值。近年公司已在布局《仙剑奇侠传》IP 衍生业务, 例如于 2020 年 7 月开始运营仙剑奇侠传天猫店, 1H21 销售额超过 800 万元; 2021 年 6 月《仙剑奇侠传》与《王者荣耀》联动曜的李逍遥皮肤, 获得众多用户好评, 微博热搜阅读量高达 5.6 亿。公司计划仙剑经典系列和全新系列全面开发, 结合年轻用户喜爱的娱乐方式, 全方位开展 IP 全产业链开发与合作, 包括将在今年下半年联手腾讯企鹅影视拍摄《仙剑奇侠传一》电视剧和制作动画番剧、联手爱奇艺 (IQUS) 等拍摄《仙剑奇侠传四》与《仙剑奇侠传五前传》电视剧、推出多部相关文学作品等。

图表 9: 《仙剑奇侠传》IP 运营规划



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

众多知名授权 IP，有望重击二次元手游市场

公司拥有《航海王》、《SNK 全明星》、《斗罗大陆》、《火影忍者》等知名 IP 的授权。以《航海王》为例，其为现阶段国内热度较高的动漫 IP 之一，伽马数据预估其在移动游戏领域的 IP 潜在价值高达 50 亿元。早在 2018 年 4 月《航海王》动画国内累积播放量就已超过 100 亿，相关贴吧关注用户数量超千万，累计发帖超 3 亿，微博相关话题阅读量超 280 亿，讨论量超千万。作为热血战斗类漫画，《航海王》IP 具备较高的改编游戏契合度，也较易获得粉丝用户的深度关注。

我们观察到公司授权 IP 中有很大的比例来自于二次元 IP，例如《航海王》、《龙珠 Z》、《火影忍者》、《家庭教师》、《妖精的尾巴》等众多知名日本动漫。根据伽马数据，按照 2020 年题材游戏投放广告数量的增速计算，二次元题材的增速位居第一高达近 2 倍，同年上线的二次元手游数量也同比增长了 39.3% 至 46 个，可见二次元已成为近年游戏市场中最受关注且成长空间可观的题材类型。我们认为伴随着二次元文化在 Z 时代年轻人中传播影响，二次元题材的游戏数量还将维持高速增长成长，而**拥有日系动漫、小说、游戏等人气 IP 的游戏厂商可率先享受到二次元游戏市场红利**，主要因为（1）二次元用户通常被定义为“御宅族”，对于喜爱 IP 的黏性较高，乐意投入金钱与时间来体验 IP 相关产品；（2）“御宅族”对于认同归属感较为敏感，二次元 IP 的改编游戏一般会遵从原作的世界观及故事情节。

图表 10：中手游获得授权的重要 IP 资料

序列	IP	版权方	简介
1	航海王	东映动画株式会社	知名日本漫画 IP
2	龙珠 Z	东映动画株式会社	知名日本漫画 IP
3	择天记	无锡蛮荒网络科技	受欢迎的奇幻网络小说 IP
4	火影忍者	GREE	知名日本漫画 IP
5	SNK 全明星	新天地香港	与拳皇、侍魂、饿狼传说、月华剑士及钢铁虫师等受欢迎游戏内所有角色有关的 IP
6	家庭教师	D- rights	知名日本漫画 IP
7	妖精的尾巴	讲谈社株式会社	知名日本漫画 IP
8	修真聊天群	上海玄霆娱乐信息科技	受欢迎的小说 IP
9	画江湖之杯莫停	北京若森数字科技	中国领先的 3D 动画 IP
10	决战沙城	蓝沙信息技术	受欢迎奇幻游戏热血传奇的 IP
11	飞剑问道	霍尔果斯长风骑士网络科技	受欢迎的奇幻网络小说 IP
12	叛逆的鲁路修	上海童石网络科技	受欢迎的日本动画 IP
13	龙族	Minumin	受欢迎的韩国奇幻小说 IP
14	魔域	天晴互动娱乐	受欢迎电脑游戏 IP
15	四大名捕大对决	杭州幻文科技	以受欢迎武侠小说为蓝本 IP
16	传奇世界	盛趣信息技术	受欢迎的游戏 IP
17	真·三国无双	霍尔果斯天戏互娱网络科技	受欢迎的游戏 IP
18	斗罗大陆	上海玄霆娱乐信息科技	受欢迎的小说 IP

来源：公司资料，中泰国际研究部

投资要点二：强大发行+扩大研发，契合游戏精品化趋势

具备强大的发行能力，海外发行崭露头角

公司向游戏开发商提供包括游戏优化、变现和定价、市场推广、发行和发布后游戏运营服务在内的一站式解决方案，曾获评苹果全球 50 大最佳发行商 (Apple Inc (APPLE US))、腾讯最佳合作伙伴奖 (腾讯全球合作伙伴大会) 及 2019 年度中国十大游戏运营商 (中国音像与数字出版协会)。

与一般手游发行商不同，公司以 IP 游戏作为发展重点，在 IP 品牌运营及 IP 变现潜力方面更具优势。

公司拥有中国最大的手游发行网络之一，曾与超过 400 个第三方发行渠道合作，包括主要的国内外应用市场及公开的第三方平台、手机制造商营运的应用市场及社交网络平台，能够在中国所有主要平台发行游戏，并已建立了长期稳定的合作关系。1H21 公司与华为就游戏业务达成战略合作，双方将积极在游戏深度联运、IP 衍生品及品牌、HMS 生态、游戏竞争力等领域展开全面深入的合作；与哔哩哔哩 (9626 HK; BILI US) 订立合作协议，哔哩哔哩认购公司新股并将与公司协商在订明的领域给予公司优先权。

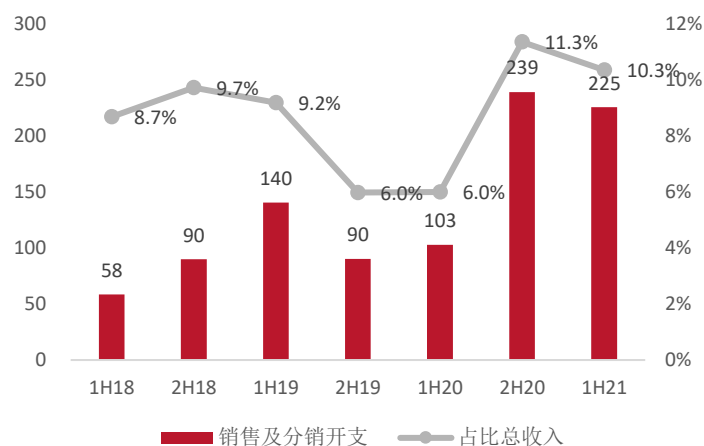
公司亦与上百家游戏开发商建立了良好代理关系，并已投资接近 30 家游戏开发商，可持续为公司提供丰富游戏储备。游戏品类多样化亦使得公司受到单一品类买量成本变化的影响较小。此外，公司买量团队采取内部赛马机制，可更有效的保障买量效益。公司过往销售费用率均控制在较合理水平。

图表 11：中手游部分发行渠道



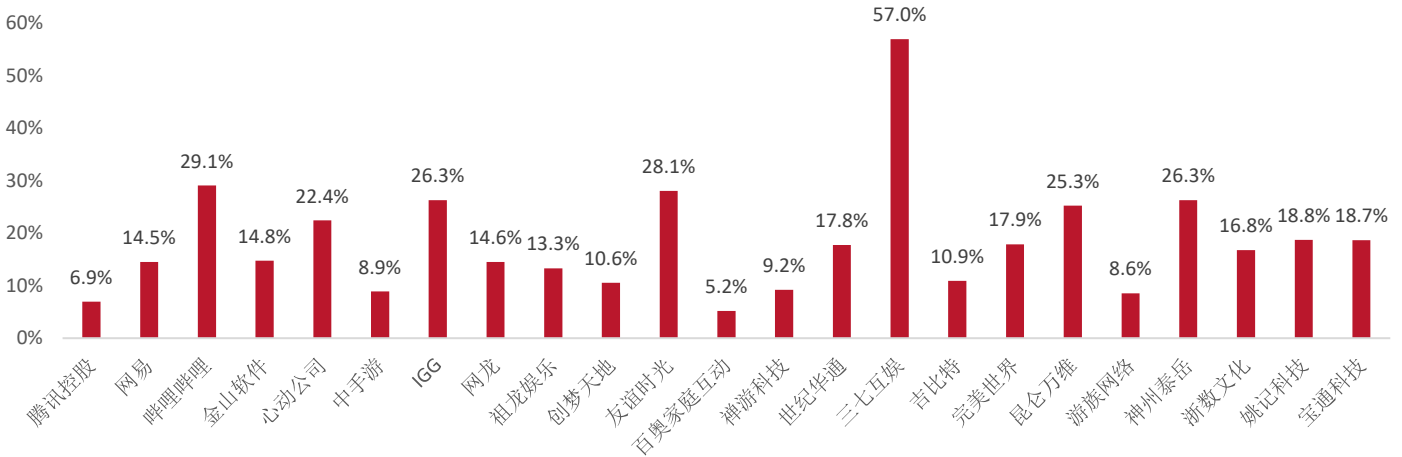
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 12：中手游历史销售及分销开支 (人民币百万元)



来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 13: 1H21 游戏行业销售及分销开支占比



来源: 彭博, 中泰国际研究部。

公司曾在新加坡、马来西亚等海外国家及地区发行《新仙剑奇侠传》、《轩辕剑三手游版》等多款游戏, 亦曾有包括《蜡烛人》、《梦旅人》等游戏获 Apple 在全球的 App Store 首页推荐, 但**过往海外收入规模较小, 近年开始有明显突破**。1H21 公司海外地区收入同比大增 62.5 倍至 2.2 亿元, 收入占比增至 10%, 主要受惠于《新射雕群侠传之铁血丹心》等游戏的出色表现。《新射雕群侠传之铁血丹心》为集结金庸正版授权《射雕英雄传》、《神雕侠侣》及《倚天屠龙记》(“射雕三部曲”) IP 百位传奇侠客的卡牌 RPG 游戏, 由公司定制开发及自主发行。该游戏于 2020 年 8 月在中国大陆苹果商店首发上线取得亮眼成绩后, 于 2021 年 1 月在中国港澳台地区苹果商店及 Google Play 正式上线, 并于 6 月进入新加坡及马来西亚市场。该游戏取得的成绩包括在中国内地上线首月获得苹果商店免费榜第一、畅销榜第五名, 在中国港澳台地区上线首日强势登上三地苹果商店免费榜第一名, 近三年新马双地上线后首周、次周累计流水最高的中文手游。我们认为该游戏在海外地区取得亮眼成绩的原因除了产品质量较高外, 还因公司海外发行能力提升, 反映在采取了合适的发行策略, 包括 (1) 选择在“射雕三部曲”IP 受众较广、有相似华人文化、市场增长较快的地区; (2) 重视**本地化运营**, 例如根据当地用户习惯调整游戏内容、合理分配线上/线下及上线前/上线后流量获取资源、使用本地化广告素材、邀请当地知名 DJ 录制情景广告、在当地出行必听电台投放广告等。我们认为随着公司在海外市场继续加大运营和营销投入及经验积累, 海外市场将有更多表现。公司未来将有更多游戏大作在海外市场发行。预计今年下半年《新射雕群侠传之铁血丹心》将登陆越南、韩国及泰国市场, 《家庭教师》将于韩国上线, 还将有多款新游戏在中国大陆及海外市场同步发行。2022 年上半年, 备受关注的《真·三国无双霸》将登陆中国港澳台地区、日本及韩国。

图表 14: 《新射雕群侠传之铁血丹心》中国港澳台市场全维度投放



来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 15: 《新射雕群侠传之铁血丹心》新马市场广告投放



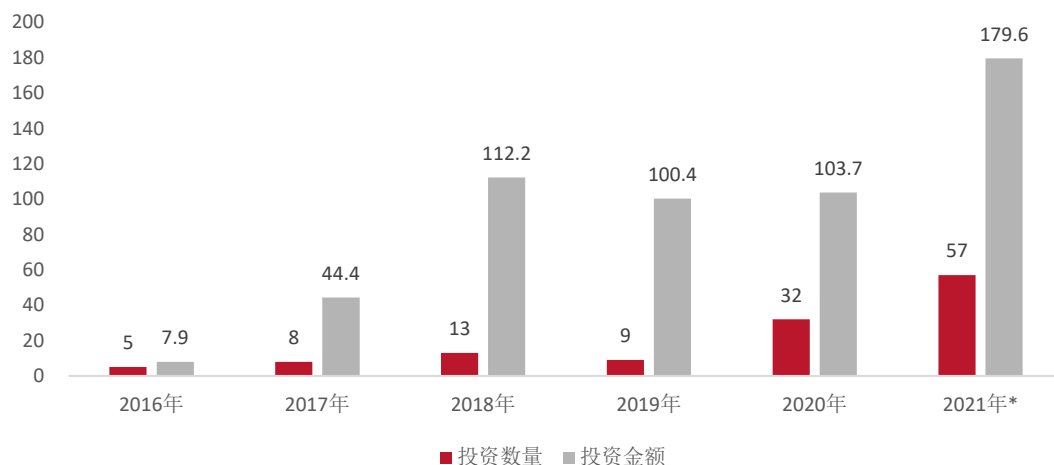
来源: 公司资料、中泰国际研究部

内容为王时代已来临，在竞争激烈的研发争夺中突围

投资研发商

游戏行业正在从流量为王转向内容为王，只有拥有足够强大的内容资源的厂商才能从竞争中脱颖而出，近年众多大厂也正频频投资游戏研发商。根据 IT 桔子资料，2021 年前 8 个月，行业龙头腾讯控股（700 HK）已经投资约 57 家游戏研发商，投资数量已达到历年新高，投资金额达到约 180 亿元，已超去年全年水平。可见研发商在游戏产业链上的地位日益重要，投资竞争也愈发激烈。

图表 16：近年腾讯投资游戏厂商的数量及金额（人民币亿元）



注：年统计时间为截止 2021 年 8 月底

来源：IT 桔子，中泰国际研究部

我们认为公司作为一家从重发行转型至研运一体化的游戏厂商，在激烈的竞争环境中具备一定特殊优势：

（1）与众多研发商合作多年，关系紧密。公司为众多游戏开发商代理发行游戏（截至目前已与超过 80 名游戏研发商订立了游戏代理协议），已建立广泛的合作基础。在挑选代理游戏时，公司会拜访相关游戏研发商以了解其开发能力、过往游戏开发经验等信息，除了有助决定是否获取游戏代理权外，亦使得公司对市场上的游戏研发商有广泛及深刻的认识，有助策略性地投资。公司从 2014 年开始投资游戏研发商，与被投研发商建立更紧密的关系，随着合作的进一步深入，公司可对契合度较高的研发商增加投资或进一步收购。

（2）被投研发商可获充足资源支持。相较于投资项目众多且分散的游戏大厂，公司可集中资源支持所投资或收购的研发商，并且愿意给予被投研发商团队舒服灵活的创作空间，有助获得研发商的青睐。

截至 2021 年 6 月底，公司已投资超过 20 家游戏研发商，并已通过逐步收购获得知名游戏研发商文脉互动全部股权，并已于 2021 年 8 月订立协议将完成对北京软星的全面收购。公司通过投资布局的部分主要游戏研发商资料如下：**（1）国内排名前列的传奇品类研发商“文脉互动”**，由业界传奇品类爆款《雷霆霸业》的制作人樊英杰领导，团队规模超过 300 人，代表作《雷霆霸业》月流水峰值超过 2 亿，运营两年后月流水峰值仍超过 1.1 亿，《雷霆霸业 2：龙城传奇》月流水近亿元；**（2）由仙剑之父姚壮宪领导的“软星科技”**，团队规模 100 人，主要研发方向为基于《仙剑奇侠传》和《大富翁》等 IP 的 PC、主机和 Switch 版本游戏；**（3）由擅长卡牌类的金牌总制作人程良奇所创建的“乐府互娱”**，代表作包括《少年三国志》、《少年西游记》系列，其所带领研发的游戏总流水达到近百亿元；**（4）深耕 ARPG 品类的“易帆互动”**，为《真·三国无双霸》的研发商；**（5）由擅长塔防和 SLG 品类的金牌制作人张福茂创立的“寰宇九州”**，其领导研发的《七雄争霸》系列累积流水达 50 亿，《全民主公》也成为国内手游收入第一的塔防游戏。

图表 17: 中手游部分投资的研究公司

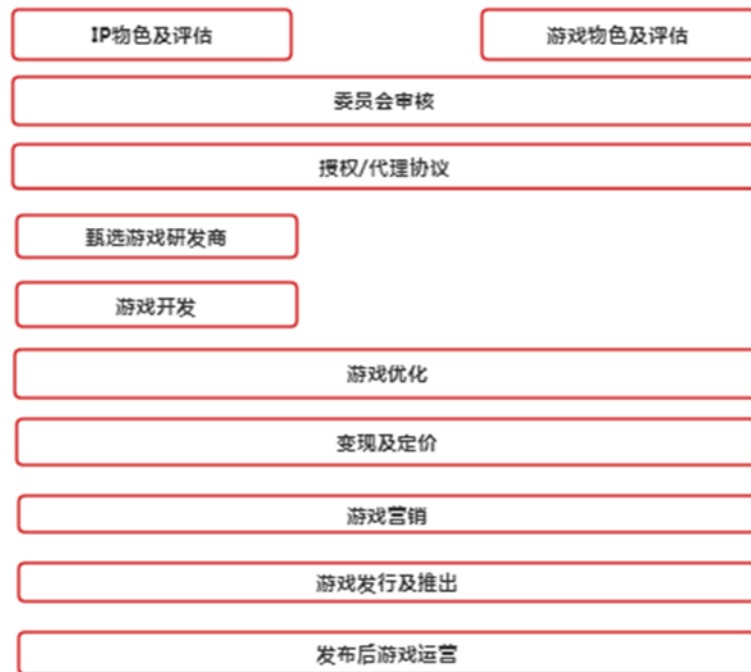
公司名称	投资时间	比例	代表游戏
文脉互动	2018 年 5 月	100%	《血饮传说》、《热血战歌》、《屠龙战记》、《雷霆霸业》
北京软星	2018 年 5 月收购 51% 股权, 今年 8 月协议收购剩余股权	51%>100%	《仙剑奇侠传》系列、《大富翁》系列
蜂巢游戏	2016 年 11 月	43.5%	《火影忍者-忍者大师》
海拓时代	2017 年 12 月	23.5%	《凡人飞仙传 H5》、《神龙猎手 H5》
上海朗腾	2017 年 12 月	18.5%	《航海王热血航线》、《择天记》、《全明星激斗》
火花幻境	2020 年 6 月	19.5%	《全民枪神: 边境王者》
赫耀网络	2021 年 1 月	19%	《太古封魔录》、《代号: 山海》
新芮互娱	2021 年 3 月	16.7%	《全民破坏神》、《修真聊天群》同名卡牌 RPG 手游
柠檬草互动	2019 年 11 月	16.7%	《恋世界》
乐府互娱	2019 年 12 月	13.3%	《修真聊天群》、《我的御剑日记》、《斗罗大陆》
龙卷风网络	2021 年 4 月	10%	《航海归来》、《航海纪元》
班图网络	2020 年 7 月	10%	《战棋天下》、《战棋三国》
寰宇九州	2019 年 12 月	9%	《妖怪名单之前世今生》
瀚海互娱	2019 年 12 月	8%	《画江湖之杯莫停》
易帆互娱	2020 年 6 月	可转债	《真·三国无双: 霸》

注: 年统计时间为截止 2021 年 8 月底

自建研发团队

有别于一般游戏发行商, 公司以 IP 为源头主导建立了一体化的游戏制作体系。即公司在获取 IP 授权后进行游戏项目立项, 在研发策略制定、游戏长期运营等方面拥有主动权, 由头至尾参与了游戏项目整个流程。因此, 公司已对研发及研运一体有较深的认识及经验。

图表 18: 中手游 IP 授权/游戏代理的业务模式流程图



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

公司近期正式成立了研发工作室“满天星工作室”、“零点工作室”及“大禹工作室”。其中, “满天星工作室”团队位于上海, 团队规模超过 150 人, 核心成员来自原巨人网络巨火工作室原班团队, 负责人姜海涛先后担任《仙侠世界》系列端游主策划和《龙珠最强之战》手游制作人。该团队拥有完备的次世代开放世界 MMO 品类游戏的工业化开发能力及核心竞争力, 目前正联合北京软星旗下全资子公司上海软星进行一款基于自有 IP《仙剑奇侠传》的开放世界 RPG 跨平台游戏《代号: 世界》的开发, 预计将于

2023 年正式上线。“零点工作室”团队位于广州，主要研发 3D 竞技类小游戏，预期第一款自主研发的 3D 非对称竞技类小游戏《代号：EM》将于 2022 年正式上线。“大禹工作室”团队位于深圳，主要研发休闲及卡牌类手游，预期正在研发的《代号：DF》项目将于 2H21 上线。

公司已有多款旗下工作室自研或所投研发商研发的游戏获得行业龙头腾讯控股 (700 HK) 或流量大厂字节跳动独家代理发行。一方面由于公司与多间互联网大厂关系紧密，另一方面也反映公司研发实力获得市场认可。互联网大厂可为公司游戏提供一定流水保障，例如由公司所投研发商上海朗腾研发、字节跳动独代发行的全新正版航海王 3D 动作手游《航海王热血航线》于 2021 年 4 月上线 5 天即实现流水破亿，成绩亮眼。

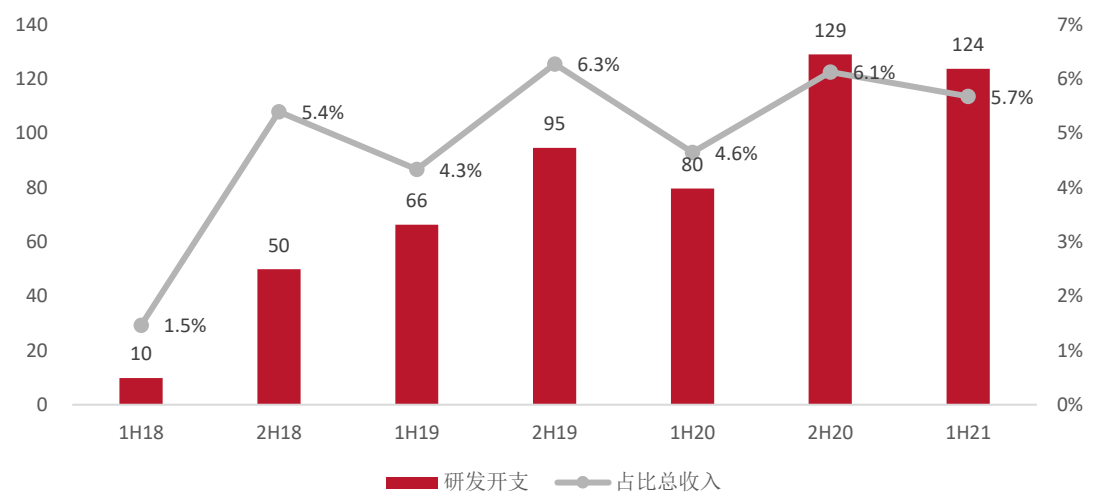
图表 19：中手游部分独代合作

游戏名	独代公司	上线时间	成绩
择天记	腾讯	2018 年 1 月	App Store 畅销榜第 10 名，上线首月流水超过 1.7 亿
蜡烛人	腾讯	2018 年 4 月	上线后即取得中国区苹果付费榜第一名
全民枪神：边境王者	腾讯	2019 年 5 月	2019 年 9 月在阿拉丁小游戏榜单排名第 17 位
妖怪名单之前世今生	腾讯	2020 年 9 月	游戏上线首日即进入 App Store 免费榜第二
航海王热血航线	字节跳动	2021 年 4 月	上线 5 天实现流水破亿，位居 App Store 免费榜第三，畅销榜第五
真·三国无双霸	腾讯	2021 年第三季度	已在腾讯平台开启预约，获得逾 400 万玩家的预约
全明星激斗	字节跳动	2021 年	Tap Tap 预注册 3.2 万，评分 7.6

来源：公司资料，中泰国际研究部

公司近年研发开支已由 1H18 的 985 万元大幅增至 1H21 的 1.2 亿元，未来还将继续加大研发投入，逐渐发展成为一家研运一体化的游戏厂商。

图表 20：中手游研发开支（人民币百万元）



来源：公司资料，中泰国际研究部

财务分析及盈利预测

于过往业绩期间，公司关键绩效指标持续向好，平均每月活跃用户、平均每月付费用户、付费比率及 ARPPU 均保持稳健增长，主因公司以 IP 为核心每年均可推出多款产品并具备较强的运营能力。鉴于公司《新射雕群侠传之铁血丹心》、《雷霆霸业》等游戏仍保持较高流水，近期上线的《斗罗大陆-斗神再临》、《航海王热血航线》表现亮眼且可持续贡献可观收入，未来产品储备充足，多款优质新游值得期待，包括《仙剑奇侠传之挥剑问情》、《镇魂街》、《奥特曼：集结》等。我们预计公司关键绩效指标仍可维持向好趋势，收入将由 2020 年的 38.2 亿元人民币增至 2021 年/2022 年的 51.1 亿/61 亿元人民币，2020-2022 年均复合增长率约 26.4%。

图表 21：中手游游戏产品储备

游戏名	预计上线时间	游戏类型
仙剑奇侠传七 (PC 版)	4Q21	RPG
仙剑奇侠传挥剑问情	4Q21	CCG
星辰变 (H5)	4Q21	RPG
幻想神姬	4Q21	CCG
新凡人修仙传	4Q21	CCG
雷霆霸业 3	4Q21	RPG
镇魂街：天生为王	4Q21	RPG
代号：DF	4Q21	Roguelike-RPG
城主天下	4Q21	MMORPG
我的御剑日记	1Q22	CCG
奥特曼：集结	1Q22	MMORPG
亮剑之我的独立团	1Q22	策略养成
新烈焰皇城	1Q22	RPG
暴走原始人	1Q22	RPG
大富翁 11	1Q22	休闲娱乐
代号：山海	1Q22	MMORPG
全明星激斗	2Q22	CCG
吞噬星空	2Q22	CCG
代号：童话	2Q22	放置 CCG
修真聊天群 2	2Q22	CCG
包青天	2Q22	模拟经营
龙珠战力巅峰	3Q22	ARPG
赘婿	3Q22	MMORPG
三国志曹操传	3Q22	ARPG
修真聊天群 1	3Q22	放置+文字
小浣熊	3Q22	CCG
仙剑零	4Q22-23	MMORPG
航海王梦想指针	4Q22-23	ARPG
新三国	4Q22-23	卡牌+SLG
火影忍者忍者大师 (新版)	4Q22-23	ARPG
新三国志孔明传	4Q22-23	ARPG
真三国无双 8	4Q22-23	ARPG
新斗罗大陆 (卡牌)	4Q22-23	CCG
斗罗大陆 (MMO)	4Q22-23	MMORPG
代号：奥德赛	4Q22-23	MMORPG
迪士尼全明星	4Q22-23	CCG
梦工厂全明星	4Q22-23	CCG
代号：街篮 (PC)	4Q22-23	RPG

来源：公司资料，中泰国际研究部

公司历史毛利率维持约 34% 左右，其中 2020 年出现下滑，主要由于收益最高的游戏《传奇世界之雷霆霸业》改为由合作渠道负责发行导致渠道收取的分成提高；1H21 毛利率提升至 38.5%，主要由于多款自主发行的产品表现亮眼。预期未来收入贡献较大的产品多将自主发行，毛利率将保持较高水平，因此预计 2021 年及 2022 年毛利率将分别提升至 36.5% 及 36.7%。

公司近年持续加大研发投入，近三年研发费用占收入的比重呈上升趋势，由 2018 年的 3.7% 增至 2020 年的 5.5%；1H21 研发占比同比提升 1.1 个百分点至 5.7%。预计 2021 年全年由于新的自有研发团队增加，相关费用开支占比将升至历史高位 5.7%，2022 年则将轻微回落至 5.4%。

公司近 3 年的销售及分销费用占收入的比重界于 7.6%-9.3% 之间；1H21 相关费用占比同比提升 4.3 个百分点至 10.3%。未来由于公司今明两年将有多款具潜力的游戏上线，前期推广开支或会增加，但考虑公司拥有的出色买量团队及内部竞争机制可令公司有能力将销售及分销开支占收入的比重维持合理水平，预计 2021 年及 2022 年的相关开支占比分别为 9.9% 及 9.9%。

鉴于公司所享税率优惠并未发生重大变化，我们假设 2021 年/2022 年有效税率可维持 1H21 水平 10.5%。

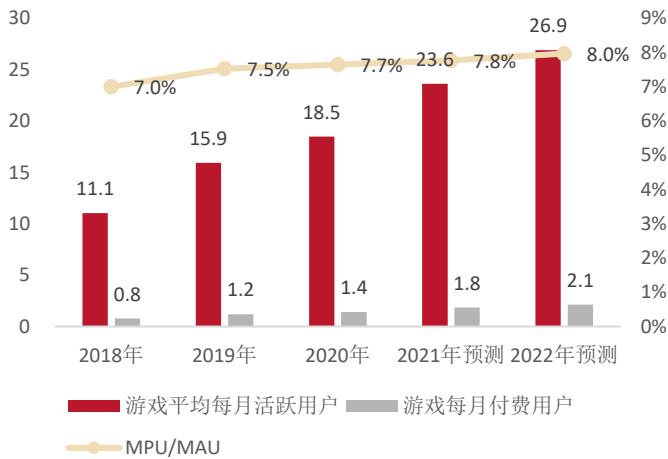
经调整净利润方面，由于上述费用开支健康有序的增长，预计公司经调整净利润将由 2020 年的 8.1 亿元人民币增至 2021 年/2022 年的 10.1 亿/12.3 亿元人民币。

图表 22：中手游财务预测主要假设

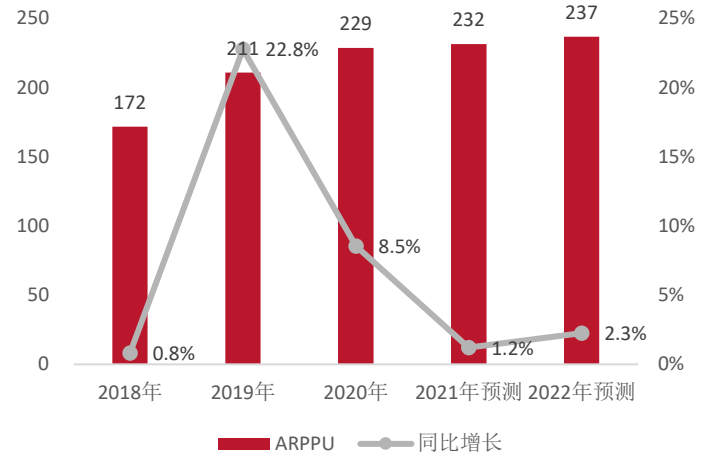
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 预测	2022 预测
ARPPU	171.7	210.8	228.8	232	237
MPU	775	1,200	1,414	1,839	2,145
毛利率	33.4%	35.7%	32.0%	36.5%	36.7%
费用率					
销售及分销费用/收入	9.3%	7.6%	8.9%	9.9%	9.9%
研发费用/收入	3.7%	5.3%	5.5%	5.7%	5.4%
有效税率	11.3%	29.2%	3.7%	10.5%	10.5%

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 23: 中手游 MAU、MPU 情况 (百万人)



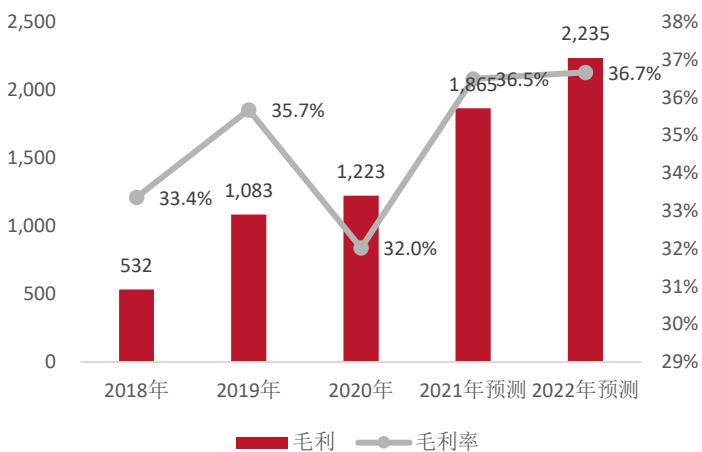
图表 24: 中手游 ARPPU 情况 (人民币元)



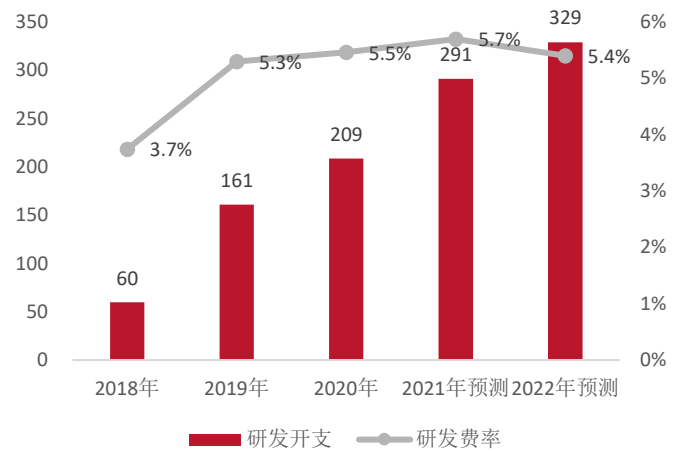
来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 25: 中手游毛利及毛利率 (人民币百万元)



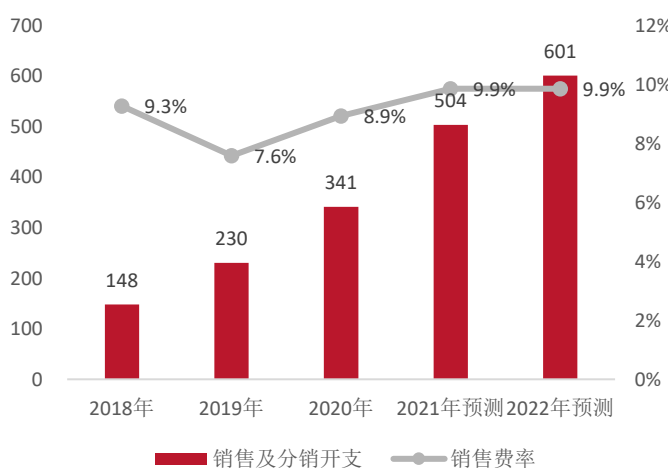
图表 26: 中手游研发开支及占比 (人民币百万元)



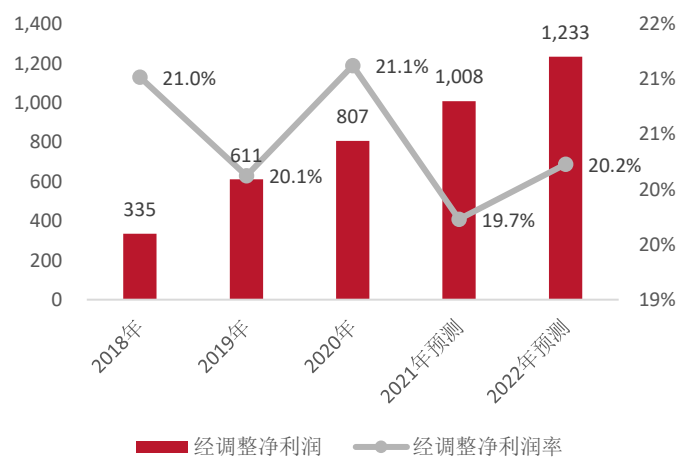
来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 27: 中手游销售及分销开支及占比 (人民币百万元)



图表 28: 中手游经调整净利润及经调整净利润率 (人民币百万元)



来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 29：中手游财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）

损益表	18A	19A	20A	21E	22E	现金流量表	18A	19A	20A	21E	22E
收入	1,596	3,036	3,820	5,110	6,095	除税前溢利	356	344	717	974	1,225
销售成本	-1,064	-1,953	-2,597	-3,246	-3,860	折旧及摊销	51	74	104	105	144
毛利	532	1,083	1,223	1,865	2,235	运营资金变动	-245	-372	-80	-348	-389
销售及分销开支	-148	-230	-341	-504	-601	已付所得税	-11	-23	-36	-102	-129
行政开支	-148	-577	-404	-395	-425	其他	-92	288	-81	27	36
其他收入	18	41	60	51	53	经营活动所得现金净额	60	310	624	657	887
其他收益	106	54	329	13	0	购买物业及设备项目	-1	-3	-4	-5	-6
金融及合约资产减值亏损，净额	0	-14	-52	-19	0	其他	-427	-1,316	-881	-134	-154
其他开支	-8	-7	-50	-13	-6	投资活动所耗现金净额	-428	-1,319	-885	-139	-160
合营及联营公司损益	14	8	-13	-5	-5	已付股息	-21	0	-75	-207	-267
融资成本	-10	-15	-35	-20	-25	已付利息	-1	-11	-32	-20	-25
除税前溢利	356	344	717	974	1,225	其他	287	1,645	437	-33	-34
所得税开支	-40	-100	-27	-102	-129	融资活动所耗现金净额	265	1,635	330	-260	-326
期内利润	316	243	690	872	1,097	年初现金及现金等价物	246	144	771	795	1,052
经调整净利润	335	611	807	1,008	1,233	现金及现金等价物增加/（减少） 净值	-104	626	69	258	401
经调整每股基本盈利（人民币元）	0.19	0.32	0.34	0.39	0.48	年末现金及现金等价物	144	771	795	1,052	1,453
每股股息（人民币元）	0.00	0.03	0.08	0.11	0.13						
资产负债表	18A	19A	20A	21E	22E	重要指标	18A	19A	20A	21E	22E
总资产	3,013	5,208	6,331	7,307	8,318	增长率					
流动资产	960	2,581	3,010	3,829	4,661	收入	57.6%	90.2%	25.8%	33.8%	19.3%
贸易应收款项*	472	790	883	1,205	1,451	毛利	56.4%	103.4%	12.9%	52.4%	19.8%
预付款项、其他应收款项及其他 资产	333	384	520	759	944	除税前溢利	34.3%	-3.5%	108.6%	35.9%	25.8%
现金及现金等价物	144	771	795	1,052	1,453	经调整净利润	26.6%	82.1%	32.1%	24.9%	22.3%
其他流动资产	11	636	812	812	812	经调整每股基本盈利	26.6%	73.5%	6.5%	13.3%	22.3%
非流动资产	2,053	2,627	3,321	3,478	3,658	盈利能力					
物业及设备	5	6	5	6	7	毛利率	33.4%	35.7%	32.0%	36.5%	36.7%
其他非流动资产	2,048	2,621	3,316	3,472	3,651	税前净利润率	22.3%	11.3%	18.8%	19.1%	20.1%
总负债	1,150	1,497	1,530	1,841	2,022	经调整净利润率	21.0%	20.1%	21.1%	19.7%	20.2%
非流动负债	395	213	66	66	66	资产回报率（ROA）	15.1%	6.0%	12.2%	13.2%	14.4%
其他流动负债	395	213	66	66	66	股本回报率（ROE）	22.5%	8.9%	16.5%	17.6%	19.2%
流动负债	755	1,284	1,464	1,775	1,956	债务偿还能力					
贸易应付款项	111	170	269	334	389	资本负债比率	38.2%	28.7%	24.2%	25.2%	24.3%
其他应付款项及应计费用	464	517	572	818	944	权益乘数	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
其他非流动负债	180	596	623	623	623	利息覆盖率	35.4	22.8	20.3	48.0	48.1
权益总额	1,863	3,712	4,801	5,466	6,296	流动比率	1.3	2.0	2.1	2.2	2.4
本公司股东应占权益	1,750	3,604	4,704	5,400	6,261	速动比率	0.8	1.7	1.7	1.7	1.9
非控股权益	113	108	96	66	35	其他					
负债及权益总额	3,013	5,208	6,331	7,307	8,318	资产周转率	0.53	0.58	0.60	0.70	0.73

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

估值分析及投资建议

采用 PE 估值法，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 4.00 港元

绝对估值法

我们认为以 DCF 为代表的绝对估值法虽然从理论上讲最能反映企业内在价值，但模型所需预测通常达 10 年以上，对于未来不确定性较大（如成功推出一款新品可能导致现金流大幅波动）的游戏行业准确度较低，因此并不适用于公司。

相对估值法

我们采用较为常见的 PE 估值法，选取在港股及 A 股上市的 22 家游戏公司作为相对估值参考，同时参考公司上市以来历史估值。我们认为当前中国游戏行业仍存政策风险，将继续影响行业整体估值，但公司现有产品组合丰富，未来产品储备充足，预期将有多款可期待的知名 IP 游戏于今年底或明年初上线，业绩确定性相对较高，可较盈利规模相近但对单一产品表现依赖较强的同业享有一定溢价。综上，我们给予公司 9.5 倍/7.6 倍 2021 年/2022 年目标 PE，介于历史均值（10.0 倍）及其以下 1 标准差（6.5 倍）之间，目标价 4.00 港元，潜在升幅达 29.9%，首次覆盖给予“买入”评级。

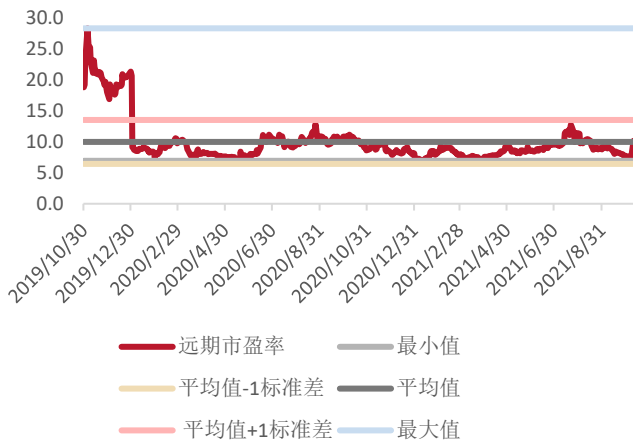
图表 30：中手游同业估值表（更新至 2021 年 10 月 11 日）

股票名称	代码	市值 (亿)	股价	EPS			PE			PS			收入 (亿)	20A 净利润 (亿)	净利润率
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E			
港股 (港币)															
腾讯控股	700 HK	47,597.4	496.00	14.06	17.05	20.55	28.2	29.0	24.0	9.5	6.8	5.7	5,786.7	1,918.8	33.2%
网易	9999 HK	5,086.0	151.60	20.24	31.65	37.10	34.8	23.6	21.2	5.9	4.8	4.2	884.3	144.8	16.4%
哔哩哔哩	9626 HK	2,185.1	568.50	-8.39	-14.59	-12.99	-	-	-	16.5	9.1	6.3	144.0	(36.2)	-25.1%
金山软件	3888 HK	442.0	32.20	0.90	0.38	0.89	44.8	83.0	36.0	10.3	5.9	4.8	67.2	120.6	179.5%
心动公司	2400 HK	225.3	46.90	0.02	-2.12	-1.37	-	-	-	6.1	6.3	5.7	34.2	0.1	0.3%
网龙	777 HK	100.5	18.26	1.76	2.40	2.72	8.6	7.7	6.7	1.4	1.2	1.1	73.8	11.5	15.5%
IGG	799 HK	88.2	7.39	1.73	0.59	0.51	4.7	12.6	14.7	1.8	1.4	1.4	45.9	8.4	18.3%
祖龙娱乐	9990 HK	85.1	10.44	0.41	-0.08	1.11	42.3	-	7.8	7.7	7.4	3.8	14.5	(9.1)	-62.7%
创梦天地	1119 HK	56.6	4.30	0.24	-0.05	0.34	-	-	12.7	1.4	1.8	1.4	38.6	(5.3)	-13.7%
友谊时光	6820 HK	26.6	1.22	0.23	0.13	0.19	7.2	7.6	5.3	1.7	1.4	1.0	26.2	6.0	23.1%
百奥家庭互动	2100 HK	20.1	0.74	0.10	-	0.16	7.5	-	4.7	1.6	-	1.0	13.6	3.3	24.2%
禅游科技	2660 HK	11.9	1.17	0.24	-	-	4.4	-	-	1.0	-	-	8.9	2.7	29.7%
平均				2.63	3.54	4.47	20.3	27.2	14.8	5.4	4.6	3.3	594.8	180.5	19.9%
A 股 (人民币)															
世纪华通	002602 CH	550.0	7.38	0.40	-	-	14.3	-	-	3.2	-	-	149.8	29.5	19.7%
三七互娱	002555 CH	523.9	23.62	1.31	1.24	1.54	26.6	19.0	15.4	4.4	3.1	2.6	144.0	27.6	19.2%
完美世界	002624 CH	305.7	15.76	0.80	0.89	1.30	57.9	17.8	12.2	5.5	2.9	2.3	102.3	15.5	15.1%
吉比特	603444 CH	289.5	402.88	14.58	22.63	25.70	20.7	17.8	15.7	11.0	6.3	5.4	27.4	10.5	38.1%
昆仑万维	300418 CH	221.4	18.80	4.29	1.37	1.61	9.3	13.7	11.7	7.3	4.6	3.5	27.4	49.9	182.2%
神州泰岳	300002 CH	114.3	5.83	0.18	-	-	27.0	-	-	-	-	-	36.0	3.5	9.8%
游族网络	002174 CH	112.1	12.24	-0.21	1.2	0.69	-	10.5	17.7	2.5	1.9	-	47.0	(1.9)	-4.0%
浙数文化	600633 CH	92.2	7.08	0.40	0.45	0.54	19.9	15.9	13.1	0.7	2.3	1.9	35.4	5.1	14.5%
宝通科技	300031 CH	75.0	18.91	1.13	1.30	1.62	16.1	14.5	11.7	3.0	2.4	1.9	26.4	4.4	16.6%
姚记科技	002605 CH	74.9	18.52	2.75	2.0	2.32	11.2	9.4	8.0	3.5	1.9	1.5	25.6	10.9	42.7%
平均				2.56	3.88	4.41	22.5	14.8	13.2	4.6	3.2	2.7	62.1	15.5	35.4%
中手游	302 HK	85.3	3.08	0.30	0.35	0.44	7.6	7.3	5.8	1.4	1.2	1.0	8.5	3.2	38.3%

注：心动公司、IGG、祖龙娱乐及友谊时光为中泰国际预测数据

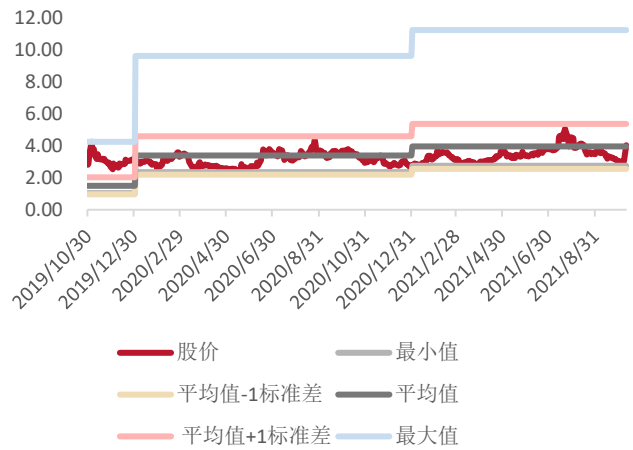
来源：彭博，中泰国际研究部

图表 31: 中手游 PE Band (更新至 2021 年 10 月 11 日)



来源: 彭博、中泰国际研究部

图表 32: 中手游 Price Band (更新至 2021 年 10 月 11 日)



来源: 彭博、中泰国际研究部

公司简介

公司概况

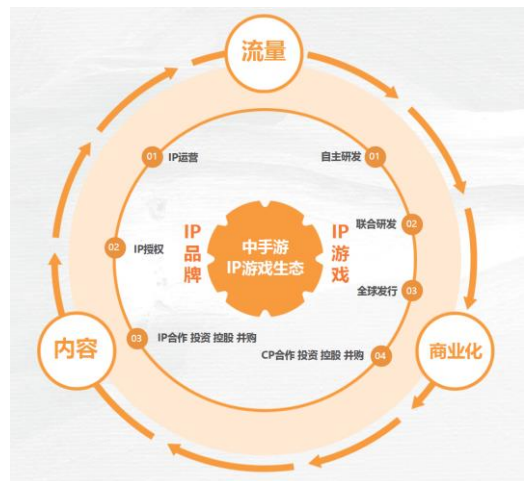
公司是领先的全球化 IP 游戏生态公司，收入主要来自游戏发行，近年开始拓展游戏研发业务，主要通过自主研发和联合研发为全球玩家提供 IP 游戏。此外，公司还经营授权业务，包括将自有 IP 授予第三方开发游戏及泛娱乐产品、经营仙剑天猫店等。根据 Analysys（易观智库）数据，截至 2021 年 6 月底，公司共计拥有 118 个 IP 储备（68 个自有 IP 及 50 个授权 IP），是拥有 IP 储备数量最多以及上线最多移动 IP 游戏的中国游戏公司（以游戏为主业的公司）。公司曾发行的知名游戏包括《新仙剑奇侠传》、《航海王强者之路》、《火影忍者—忍者大师》、《倚天屠龙记》、《决战沙城之屠龙》、《神话永恒》、《传奇世界之雷霆霸业》、《择天记》、《蜡烛人》、《龙珠觉醒》、《家庭教师》、《轩辕剑：剑之源》、《轩辕剑：剑之源》、《新射雕群侠传之铁血丹心》、《航海王热血航线》、《斗罗大陆—斗神再临》、《仙剑奇侠传九野》等。截至 2021 年 6 月 30 日，公司拥有 85 款游戏可通过应用商店及发行平台下载，平均每月活跃用户数达 1,908.4 万人，平均每月付费用户数达 144.2 万人，ARPPU 达 251.9 元。

图表 33：中手游业务模式



来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 34：中手游主要战略



来源：公司资料、中泰国际研究部

发展里程碑事件

公司历史可追溯至 2009 年，曾于 2012 年 9 月在纳斯达克上市，股份代号为 CMGE，为中国第一家于美国证券交易所上市的手游公司；后于 2015 年私有化退市，并于 2019 年 10 月在香港联交所主板上市，股票代码为 302 HK。IPO 基石投资者包括快手 (1024 HK)、阅文 (772 HK)、哔哩哔哩 (9626 HK)、微博 (WB US)、三七互娱 (002555 CH) 及掌趣科技 (300315 CH) 等众多行业内知名公司。2021 年 4 月，哔哩哔哩认购公司 1.98 亿股份，持股比例达 7.15%，正式成为公司第三大股东。公司发展主要事件如下。

图表 35：中手游发展里程碑事件

年份	事件
2011 年	肖健先生、洗汉迪先生及其他第一视频集团的高级管理层成员共同创立中手游集团，作为第一视频集团的附属公司及专注于手游开发的独立业务部门。
2012 年	公司分拆自第一视频集团，并成功在纳斯达克上市其美国预托股份，股份代号为 CMGE，并成为中国第一家于美国证券交易所上市的手游公司。
2013 年	公司推出两款备受欢迎的卡牌游戏《武侠 Q 传》及《三国威力加强版》
2015 年	公司被由被动财务投资者组成的财团私有化并从纳斯达克退市。 推出《新仙剑奇侠传》，首日总流水账额超逾人民币 1,000 万元。
2016 年	推出《航海王强者之路》及《倚天屠龙记》，首月的总流水账额分别为人民币 6,250 万元及超逾人民币 9,800 万元。
2017 年	公司获 Apple 评选为全球 50 大最佳发行商。
2018 年	公司收购两家游戏开发商，北京软星（拥有 51% 股权）及文脉互动（拥有 100% 股权）。 推出《择天记》，首月的总流水账额超逾人民币 1.7 亿元。
2019 年 10 月	公司于香港联交所主板成功上市，股份代号为 302 HK。
2020 年 2 月	公司获纳入恒生综合指数成分股。
2020 年 3 月	公司被正式纳入港股通股票名单。
2020 年 6 月	投资金牌制作人张福茂团队寰宇九州，双方联手打造基于顶级国漫 IP 改编的游戏力作《妖怪名单之前世今生》，该产品已获腾讯独代。 投资《少年三国志》、《少年西游记》系列的金牌制作人程良奇所创建的乐府互娱。 投资《真·三国无双 霸》研发商易帆互动。
2020 年 11 月	公司获纳入 MSCI 中国小型指数。
2021 年 1 月	推出《新射雕群侠传》，于中国港澳台地区首发期间同时获得三地苹果免费榜第一、畅销榜第一等优异成绩。
2021 年 2 月	投资赫耀网络，赫耀网络 CEO 李文东亦加盟公司的金牌制作人阵容，布局竖版 3D MMO。
2021 年 4 月	公司和朝夕光年联合出品的正版航海王 3D 动作手游《航海王热血航线》开启公测，登顶 iOS 免费榜。
2021 年 8 月	公司完成对北京软星及《仙剑奇侠传》IP 大陆地区权益的完整收购。

来源：公司资料，中泰国际研究部

核心管理层简历

公司管理层简介如下。

图表 36：中手游核心管理层简历

姓名	职位	年龄	简历
肖健	董事长、CEO	41 岁	肖先生负责公司的整体业务营运、管理及战略规划。肖先生于中国手游行业拥有逾 10 年经验，为公司的创始人之一。彼于 2011 年 1 月至 2012 年 4 月担任公司首席营运官，自 2012 年 4 月以来担任公司的首席执行官，并自 2012 年 8 月以来担任董事。此前，肖先生亦于 2007 年 7 月创立汇友数码（深圳）有限公司，其为中国一家手游开发商及其后由疯狂体育（0082 HK）于 2009 年 10 月收购。肖先生于 2009 年 2 月毕业于华南师范大学，透过网络教育取得法学学士学位，并于 2014 年 7 月毕业于北京航空航天大学，取得软件工程硕士学位。
洗汉迪	副董事长	46 岁	洗先生负责公司的整体业务营运、管理及战略规划。洗先生于企业管理、金融及投资银行业务方面拥有逾 15 年经验。洗先生自 2011 年 1 月以来一直担任公司董事兼副董事长。洗先生一直担任发饰品制造公司训修实业集团有限公司（1962 HK）独立非执行董事，发行及数据公司北京多氮信息科技有限公司（KRKR US）独立非执行董事。洗先生于 1997 年 6 月毕业于斯坦福大学 (Stanford University)，取得工程经济系统及运筹学硕士学位。洗先生于 1996 年 5 月从卡内基梅隆大学 (Carnegie Mellon University) 取得计算机科学/数学、经济及工业管理三个学士学位。

来源：公司资料，中泰国际研究部

风险提示

行业监管风险

网络游戏行业已进入强监管阶段，例如游戏审批版号趋严、未成年防沉迷等。若未来出台更多游戏行业监管措施，有机会令公司业绩受到影响。

无法获得知名 IP 授权及游戏代理权

公司的 IP 授权协议年期一般为三至五年，经 IP 版权方批准后可重续一至两年。尽管过往公司未发生过因 IP 无法持续获得授权而造成重大影响，但无法保证公司未来能持续获得知名 IP 授权并将其开发为成功的游戏。若公司无法获得知名 IP 授权及游戏代理权，公司的游戏组合及储备或将会受到影响，继而对经营业绩造成负面影响。

新游戏流水表现不及预期

由于游戏玩家对于游戏产品的喜好可能发生变化，公司未来无法保证发行或开发的新游戏能在商业上持续取得成功。

海外发行不及预期

由于全球各地的游戏玩家喜好及背景文化不同，游戏监管政策有差异，无法保证公司未来海外市场拓展仍可取得成功。

历史建议和目标价

中手游 (302 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

日期	前收市价	评级变动	目标价
1 2021-10-11	HK\$3.08	买入 (首次覆盖)	HK\$4.00

附注: 股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，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。中泰国际不对因使用本报告的内容而导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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他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，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805