

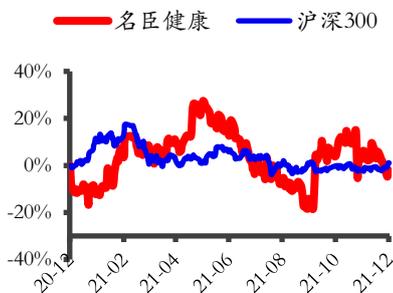
积极布局游戏业务，探索增长新动能

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-12-10

收盘价（元）	41.23
近12个月最高/最低（元）	54.21/33.12
总股本（百万股）	122.14
流通股本（百万股）	67.86
流通股比例（%）	55.56%
总市值（亿元）	50.36
流通市值（亿元）	27.98

公司价格与沪深300指数走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

研究助理：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

主要观点：

● 日化民族企业探索游戏业务新增量

公司深耕日化品行业27年，曾推出“蒂花之秀”等高知名度品牌。近年来，随着我国日化品行业头部效应凸显、竞争激烈程度加剧，公司长期增长面临瓶颈。因此，自2020年起，公司通过外延并购优质游戏资产，积极布局游戏业务，探索业务新增量。目前，公司已完成收购游戏研发商海南华多、杭州雷焰，拟收购喀什奥术，同时成立游戏发行子公司海南星炫时空。2021H1，游戏业务贡献的收入占公司总营收比重达35%，归母净利润占比达88%，已成为公司业绩增长的重要驱动力。

● 手游行业景气度高企，中小研发商机会犹存

我国手游市场景气度较高，有望在国内ARPU值提升及游戏出海的驱动下持续增长。此外，消费者代际更替带来的细分品类机会，以及渠道变革驱动下行业竞争格局的改善，也为中小游戏研发商带来结构性机遇。因此，公司通过收购优质手游研发商布局游戏业务，有望受益于手游行业整体高景气度及结构性机会，探寻业务增长新动能。

● 短期看游戏产品线：外延并购优质游戏资产，多款新游上线在即

游戏研发方面，公司于2020年8月完成对游戏研发商海南华多、杭州雷焰的收购，其在运营的游戏包括MMORPG手游《王者国度》、放置类SLG手游《百龙霸业》两款月流水峰值过亿的长线产品；2021年11月，公司拟收购另一游戏研发商喀什奥术。游戏发行方面，公司于2021年9月成立子公司海南星炫时空，专注游戏发行业务。未来，随着海南华多、杭州雷焰、喀什奥术自研的《代号CQ》《我的战盟》《镇魂街：天生为王》等新游于2021-2022年逐步上线，公司有望迎来产品大年。

● 长期看游戏业务战略转型：向年轻化品类研发、自研自发一体化模式持续迈进

从长期战略来看，公司布局MMORPG、SLG、二次元三大游戏品类，有望在深耕MMORPG等优势品类的基础上，通过收购喀什奥术、持续推出差异化的二次元游戏产品，从而触达新世代游戏用户。同时，公司通过成立子公司海南星炫时空布局游戏发行业务，有望在贡献业绩增量的同时，与游戏研发子公司海南华多、杭州雷焰、喀什奥术形成自研自发的协同效应，进一步增强公司游戏业务的综合实力，打开长期增长空间。

● 投资建议

我们认为，中期来看，公司在传统日化业务稳健发展的基础上，通

过跨界并购优质游戏公司,积极探索游戏业务,有望于2022年迎来游戏产品大年。**长期来看**,公司布局MMORPG、SLG、二次元三大游戏品类,有望在深耕MMORPG等优势品类的基础上,通过收购喀什奥术、推出差异化的二次元游戏产品,从而触达新世代游戏用户;同时,公司通过成立子公司海南星炫时空布局游戏发行业务,有望形成游戏自研自发的协同效应,进一步打开增长空间。我们预计公司2021-2023年营业收入分别为7.60/18.70/22.64亿元,同比增长11.7%/146.0%/21.0%;归母净利润分别为1.39/5.17/5.92亿元,同比增长35.9%/272.4%/14.5%。公司目前市值为50亿元,我们给予公司2022年16x PE,对应市值为113亿元。**首次覆盖,给予“买入”评级。**

● 风险提示

- 1) 手游行业增速放缓的风险;
- 2) 游戏版号政策收紧的风险;
- 3) 公司业务整合不及预期的风险;
- 4) 公司新游戏上线不及预期的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	681	760	1870	2264
收入同比 (%)	31.5%	11.7%	146.0%	21.0%
归属母公司净利润	102	139	517	592
净利润同比 (%)	343.0%	35.9%	272.4%	14.5%
毛利率 (%)	42.4%	47.7%	62.3%	60.8%
ROE (%)	15.6%	17.5%	39.4%	31.1%
每股收益 (元)	0.84	1.14	4.24	4.85
P/E	45.24	36.38	9.77	8.53
P/B	7.08	6.36	3.85	2.65
EV/EBITDA	39.37	32.25	9.16	7.42

资料来源: Wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司简介：日化民族企业探索游戏业务新增长点	5
1.1 发展历程：27 年深耕日化行业，探索游戏业务寻求新变局.....	5
1.2 转型历程：自 2020 年起，积极跨界并购以开拓游戏业务.....	5
1.3 股权架构：股权结构稳定集中，业务转型后引入游戏业高管.....	7
1.4 财务分析：日化品业务夯实基础，游戏成为增长新引擎.....	9
2 行业分析：日化行业竞争加剧，游戏领域机会犹存	11
2.1 日化行业：市场规模增速放缓，头部效应日趋显著.....	11
2.2 游戏行业：手游出海打开增长空间，新生代用户催生结构性机遇.....	12
3 公司业务：并购优质游戏资产，向年轻化品类研发、自研自发一体化模式持续迈进	15
3.1 日化业务表现稳健，主打品牌知名度较高.....	15
3.2 游戏业务：深度布局自研自发，拓展年轻化品类广度.....	17
4 盈利预测和投资建议	23
4.1 盈利预测.....	23
4.2 可比公司估值.....	24
4.3 投资建议.....	24
风险提示：	25
财务报表与盈利预测	26

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	5
图表 2 公司股权架构.....	8
图表 3 公司主要高管履历.....	8
图表 4 2017-2021Q3 公司营业收入及增长率.....	9
图表 5 2017-2021Q3 公司归母净利润及增长率.....	9
图表 6 按业务类型划分的营业收入 (亿元).....	10
图表 7 2017-2021H1 公司各项主营业务毛利率.....	10
图表 8 按业务类型划分的营业成本 (亿元).....	10
图表 9 2017-2021Q3 公司三项费用率变化情况.....	11
图表 10 2017-2021H1 公司研发费用 (万元).....	11
图表 11 中国日化行业销售额分布 (亿元).....	11
图表 12 家庭清洁及个人护理品类 TOP10 品牌销售份额.....	12
图表 13 2014-2021H1 中国移动游戏用户规模及增长率.....	12
图表 14 2014-2020 年中国移动游戏 ARPU 值及增长率.....	12
图表 15 全国主要地区手游市场 ARPU 值 (美元).....	13
图表 16 2016-2020 年中国游戏海外收入及同比增速.....	14
图表 17 2020 年部分头部出海手游.....	14
图表 18 二次元开放世界游戏《原神》IOS 畅销榜排名.....	14
图表 19 修仙放置类手游《一念逍遥》IOS 畅销榜排名.....	14
图表 20 2016-2020 年游戏市场占有率情况.....	15
图表 21 2019 年亿级流水二次元游戏的所属研发商.....	15
图表 22 公司主要日化品牌及产品线.....	15
图表 23 《王者国度》当月注册人数及活跃人数.....	17
图表 24 《王者国度》当月付费额及 ARPU.....	17
图表 25 传奇 IP 游戏用户年龄分布.....	18
图表 26 传奇/非传奇游戏用户规模比例.....	18
图表 27 《王者国度》手游宣传截图.....	18
图表 28 《百龙霸业》当月注册人数及活跃人数.....	19
图表 29 《百龙霸业》当月付费额及 ARPU.....	19
图表 30 《百龙霸业》(《神魔三国志》) 上线台港澳地区.....	19
图表 31 《百龙霸业》手游宣传截图.....	20
图表 32 《锚点降临》TAPTAP 预约人数及评分.....	20
图表 33 《锚点降临》游戏角色配装界面.....	20
图表 34 《雏蜂: 深渊天使》手游宣传影像截图.....	21
图表 35 部分头部二次元手游产品及研发商梳理.....	21
图表 36 《镇魂街: 天生为王》TAPTAP 截图.....	22
图表 37 《镇魂街: 天生为王》TAPTAP 预约及评分截图.....	22
图表 38 公司分业务盈利预测 (百万元).....	23
图表 39 可比公司估值.....	24

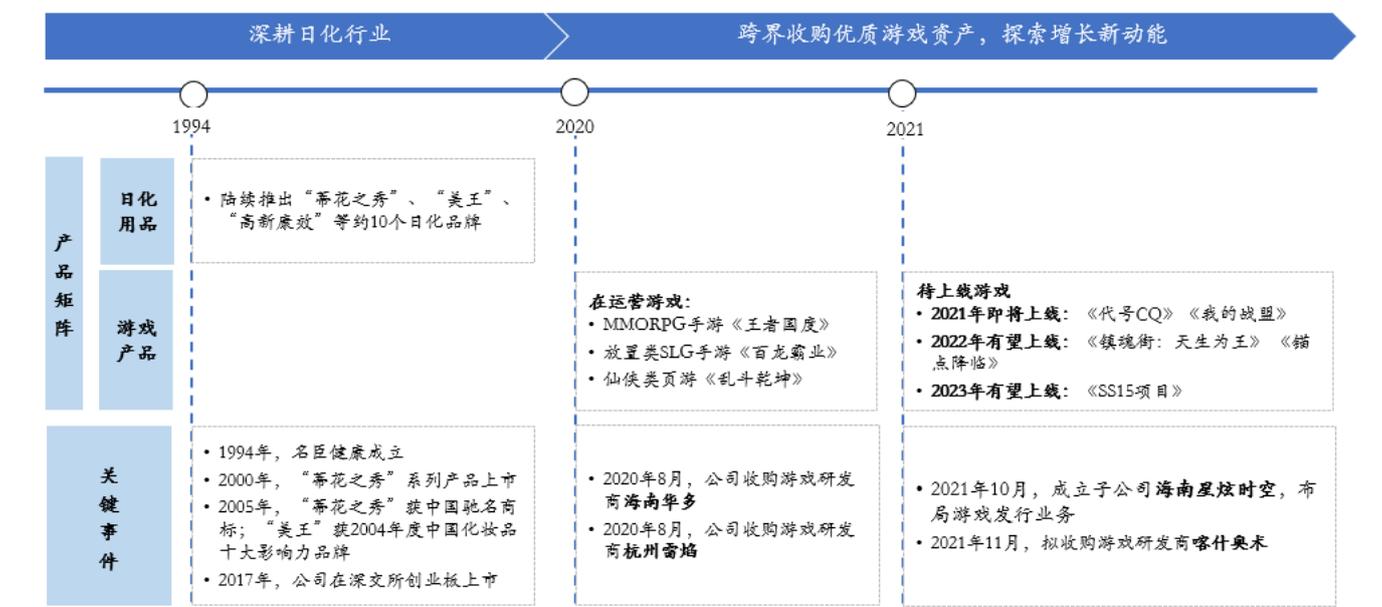
1 公司简介: 日化民族企业探索游戏业务新增长点

1.1 发展历程: 27 年深耕日化行业, 探索游戏业务寻求新变局

专注护理用品业务, 塑造民族品牌 (1994-2020)。名臣健康创立于 1994 年, 从事健康护理用品的研发、生产与销售, 曾推出“美王”、“蒂花之秀”“高新康效”等具有较高知名度的日化品牌。2017 年, 公司于深交所创业板上市。

跨界收购优质游戏资产, 探索增长新动能 (2020 年-至今)。在日化业务平稳发展的基础上, 自 2020 年 8 月起, 公司开始布局游戏业务以打造新的业绩增长点。公司先后收购了游戏研发商海南华多、杭州雷焰, 拟收购喀什奥术, 并成立了全资子公司海南星炫时空布局游戏发行业务。从游戏产品矩阵来看, 目前公司在运营游戏主要有《王者国度》、《百龙霸业》等月流水峰值过亿的热门产品, 同时有《我的战盟》《代号 CQ》等较为丰富的产品储备。未来, 公司将持续深耕 RPG、SLG、二次元三大游戏品类, 同时积极布局游戏的自研自发自, 持续探索增长新动能。

图表 1 公司发展历程



资料来源: 公司公告, 公司官网, 华安证券研究所

1.2 转型历程: 自 2020 年起, 积极跨界并购以开拓游戏业务

自 2020 年起, 公司陆续启动海南华多、杭州雷焰、喀什奥术三家游戏研发商的收购流程, 并于 2021 年成立子公司海南星炫时空, 全面布局游戏的研发及发行业务, 有望通过积极跨界并购, 实现从传统日化到游戏自研自发的战略转型。

1、收购游戏研发商: 2020 年 8 月, 完成海南华多 100% 股权收购

转让协议签署: 2020 年 8 月 7 日, 公司董事会议全票通过《关于收购海南华多网络科技有限公司 100% 股权的议案》等相关议案。此外, 公司与海南华多实控人许洪健

签署了《股权转让协议》，拟以自有资金现金支付方式收购许洪健持有的海南华多100%股权。

转让方式公告：2020年8月10日，公司发布公告：拟以自有资金支付现金方式收购海南华多100%股权。1) **资产状况：**根据资产评估报告，于评估基准日2020年3月31日，海南华多股东全部权益价值为**1.33亿元**，交易各方商定参考该价值作为交易价值。2) **业绩承诺：**交易双方达成业绩承诺，许洪健承诺海南华多2020年4-12月、2021年度和2022年度累计实现的净利润不低于**9100万元**。3) **股权分步转让方式：**①协议签署后两个工作日内，公司向许洪健预付股权转让款7600万元；②协议生效后，该等预付款自动转为股权转让款；③公司股东大会审议通过本次股权转让后十个工作日内，公司向许洪健支付剩余股权转让款5662万元。

股东大会通过：2020年8月27日，2020年第二次临时股东大会召开。**出席股东全票通过**《关于收购海南华多网络科技有限公司100%股权的议案》。此次股东大会后，标的股权转让的剩余款项将全部支付。

2、收购游戏研发商：2020年8月，完成杭州雷焰100%股权收购

转让协议签署：2020年8月7日，公司**董事会议全票通过**《关于收购杭州雷焰网络科技有限公司100%股权的议案》等相关议案。此外，公司与**杭州雷焰实控人杨淑婷**签署了《股权转让协议》，拟以自有资金现金支付方式收购杨淑婷持有的杭州雷焰100%股权。

转让方式公告：2020年8月10日，公司发布公告：拟以自有资金支付现金方式收购杭州雷焰100%股权。1) **资产状况：**根据资产评估报告，于评估基准日2020年3月31日，杭州雷焰股东全部权益价值为**1.29亿元**，交易各方商定参考该价值作为交易价值。2) **业绩承诺：**交易双方达成业绩承诺，杨淑婷承诺杭州雷焰2020年4-12月、2021年度和2022年度累计实现的净利润不低于**1.09亿元**。3) **股权分步转让方式：**①协议签署后两个工作日内，公司向杨淑婷预付股权转让款7400万元；②协议生效后，该等预付款自动转为股权转让款；③公司股东大会审议通过后十个工作日内，公司向杨淑婷支付剩余股权转让款5496万元。

股东大会通过：2020年8月27日，2020年第二次临时股东大会召开。**出席股东全票通过**《关于收购杭州雷焰网络科技有限公司100%股权的议案》。此次股东大会后，标的股权转让的剩余款项将全部支付。

3、成立游戏发行子公司：2021年9月，成立子公司海南星炫时空

设立子公司议案通过：2021年9月30日，公司**董事会议全票通过**《关于拟设立全资子公司的议案》。本次对外投资事项无需经股东大会批准。

设立子公司公告：2021年10月8日，公司宣布根据**战略规划及未来业务发展的需要**，通过开拓游戏发行业务，做到公司自主研发，增强公司综合盈利能力，公司拟

以自有资金 1000 万元，投资设立全资子公司海南星宇时空网络科技有限公司（暂定名）。

工商登记手续完成：2021 年 10 月 15 日，公司宣布近日子公司完成了工商登记手续并取得正式核准颁发的《营业执照》，公司名称更改为海南星炫时空网络科技有限公司，经营范围为网络文化经营、第二类增值电信业务、互联网信息服务等。

4、收购游戏研发商：2021 年 11 月，拟收购喀什奥术 100% 股权

转让协议签署：2021 年 10 月 29 日，公司董事会议全票通过《关于收购喀什奥术网络科技有限公司 100% 股权的议案》等相关议案。此外，公司与广州心源互动科技有限公司及其 60% 股东陈华升、40% 股东丁黔伟签署了《股权转让协议》，公司拟以自有资金现金支付方式收购广州心源互动持有的喀什奥术 100% 股权。协议已经过董事会、监事会审议通过，尚需提交股东大会审议。

转让方式公告：2021 年 11 月 1 日，公司发布公告：拟以自有资金支付现金方式收购喀什奥术 100% 股权。1) **资产状况：**根据基准日于 2021 年 9 月 30 日的资产评估报告，交易双方商定喀什奥术 100% 股权的作价结果为 2.19 亿元。2) **业绩承诺：**心源互动股东陈华升、丁黔伟向公司进行业绩承诺：喀什奥术 2021 年 10-12 月、2022 年度、2023 年度、2024 年度、2025 年度累计实现的净利润不低于 2.19 亿元。3) **股权分步转让方式：**①协议签署后两个工作日内，公司向心源互动预付股权转让款的 30%，即 6570 万元；协议生效后，该等预付款自动转为股权转让款；②公司股东大会审议通过后五个工作日内，公司向心源互动支付股权转让款的 30%，即 6570 万元；③喀什奥术研发的产品《镇魂街》上线且流水达到 5000 万元后的五个工作日内，公司向心源互动支付股权转让款的 20%，即 4380 万元。④喀什奥术研发的产品《SS15》上线且流水达到 5000 万元后的五个工作日内，公司向心源互动支付股权转让款的 20%，即 4380 万元。

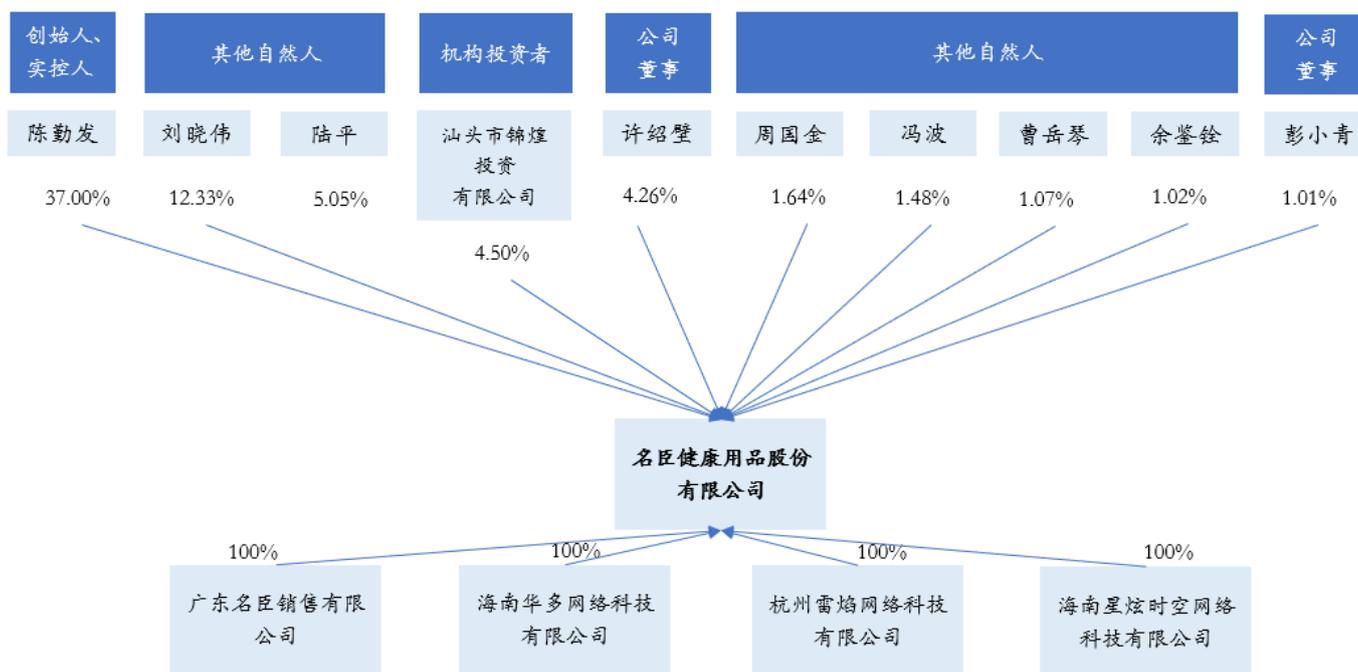
转让协议变更：2021 年 11 月 16 日，公司发布公告称将变更股东大会临时提案《关于收购喀什奥术网络科技有限公司 100% 股权的议案》。变更原因系因公司与标的项目的对手方在个别协议条款方面尚需进一步协商落实。鉴于该议案部分事项尚需进一步论证确认，董事会决定延期对该议案的表决，待后续落实完善后，再提请召开股东大会进行审议表决。

各子公司业绩表现良好，前景可期。根据公司公告，自 2020 年 9 月起，海南华多与杭州雷焰合并纳入母公司财务报表范围。在此之后，截至 2021H1，杭州雷焰已实现累计净利润 1.47 亿元，超额完成业绩承诺；海南华多已实现累计净利润 2300 万元，该期间内共完成了业绩承诺净利润的 25%。

1.3 股权架构：股权结构稳定集中，业务转型后引入游戏业高管

公司股权结构稳定且集中，实际控制人持股 37%。公司创始人陈勤发为第一大股东，持股占比 37%，也是公司实际控制人；自然人刘晓伟、陆平分别为第二、三大股东，所持股份分别于 2020 年和 2021 年受让于陈勤发、陈木发，占比为 12.33% 和 5.05%；第四大股东为长期持有公司股份的机构投资者；其余股东许绍壁、彭小青为公司董事，多年稳定位列公司前十大股东之一。

图表 2 公司股权架构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

业务转型后引入游戏业高管。公司在 2020 年及以前高管多出身工业背景，创始人陈勤发从事日化行业二十余年，其余董事会成员多数曾担任轻工业、建材行业中的企业高管。2020 年向游戏业务转型后，公司开始引入资深游戏从业人员加入高管团队，如曾旭晟于 2021 年 5 月加入公司董事会，其曾担任多家头部游戏公司的前端部门负责人。

图表 3 公司主要高管履历

高管	职位	主要履历
陈勤发	创始人、实际控制人	<ul style="list-style-type: none"> 2004 年至今担任广东省轻工业协会香精香料化妆品洗涤用品专业分会副会长； 2008 年至今担任中国洗涤用品工业协会常务理事、汕头市工商业联合会常务委员； 2010 年至今担任中国质量检验协会常务理事； 曾任公司董事长、总经理、子公司法定代表人。
陈建名	董事长、总经理	<ul style="list-style-type: none"> 2019 年 3 月，任汕头市遛个鸭子母婴用品有限公司总经理； 2020 年 12 月，任广州纽歌生物科技有限公司总经理； 2020 年 12 月起任公司副总经理，现任公司董事长，总经理。
彭小青	副董事长、副总经理、财务总监	<ul style="list-style-type: none"> 曾任湖南雪峰水泥集团有限公司审计负责人，财务负责人； 曾任广东正中珠江会计师事务所项目经理，部门副经理等职； 2013 年 9 月起加入公司，2020 年 9 月起，兼任子公司海南华多，杭州雷焰董事。

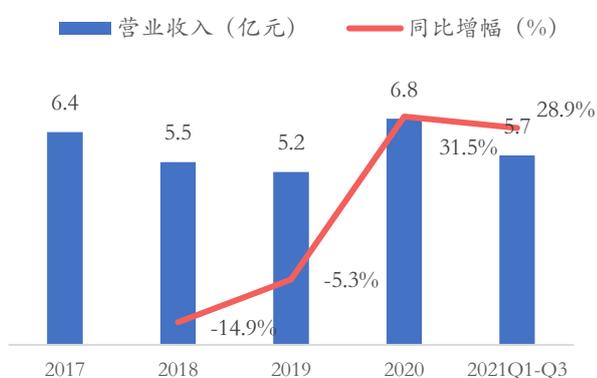
陈东松	董事会秘书、副总经理	<ul style="list-style-type: none"> ● 曾任汕头市第二建筑工程公司、汕头建筑工程总公司广州公司项目经理、财务负责人等； ● 2004年10月起加入公司，历任财务结算二部经理，审计部经理等。2020年9月起，兼任子公司海南华多，杭州雷焰董事。
曾旭晟	董事，子公司杭州雷焰前端部门负责人	<ul style="list-style-type: none"> ● 曾任职于腾讯、4399等头部游戏公司，历任前端开发、CTO、手游前端部门负责人等 ● 2021年5月起担任子公司杭州雷焰手游前端部门负责人。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.4 财务分析：日化业务夯实基础，游戏成为业绩增长新引擎

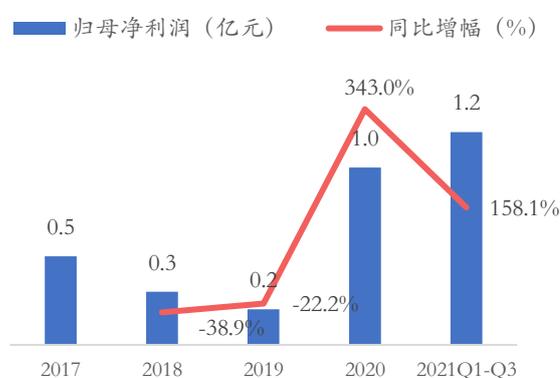
游戏业务催化之下，公司营收净利润齐增长。2017-2019年，公司营业收入从6.4亿元降至5.2亿元，主要系公司所在的日化行业电商零售、网红带货等新业态发展，以及消费者对品牌粘性下降，使得行业竞争日益加剧，公司业务发展面临瓶颈。2020年起，公司营业收入持续增长，2021前三季度营收同增28.9%至5.7亿元，主要系收购的两家游戏公司海南华多、杭州雷焰保持良好的经营态势，较大幅度增厚公司业绩；其次，由于疫情对日化行业的冲击有所缓解，公司日化业务收入亦逐渐回暖。**归母净利润方面**，从2017年的0.5亿元降至2019年的0.2亿元，2020年后持续增长，主要系高利润率的游戏业务占比逐步提升。2021前三季度，游戏业务贡献的净利润占比已增至80%。

图表 4 2017-2021Q3 公司营业收入及增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 2017-2021Q3 公司归母净利润及增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

各业务收入构成：日化业务营收企稳，游戏成为公司收入增长的重要驱动力。公司收入主要来自日化产品、网络游戏及印刷产品。2017-2019年日化产品收入占公司收入的95%以上，2020年起公司布局游戏业务，陆续收购海南华多、杭州雷焰两家游戏研发商。基于两家子公司业绩的亮眼表现，公司游戏收入占比从2020年的1.2亿元增至2021H1的1.4亿元，已成为公司营收增长的重要驱动力。

图表 6 按业务类型划分的营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

毛利率: 游戏业务拓展持续推升公司毛利率水平。2017-2019年, 公司毛利率维持在 38%左右, 与日化行业毛利率水平基本持平。2020年后, 公司开始布局游戏业务。由于传统日化业务成本包括材料成本、人工成本及制造费用, 而游戏业务成本主要为研发人员薪酬, 因此公司游戏业务毛利率高达 90%以上, 显著高于日化业务。随着公司游戏业务收入占比提升, 公司毛利率也随之持续增长, 2021H1 达 54.5%。

图表 7 2017-2021H1 公司各项主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

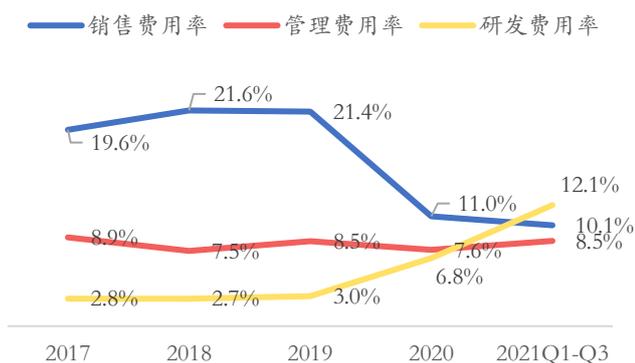
图表 8 按业务类型划分的营业成本 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

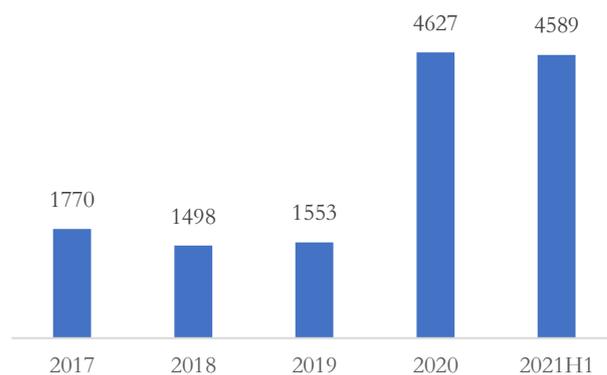
费用: 公司整体费用率相对稳定, 研发费用率大幅增长。公司整体费用率维持在稳定水平。2020年之前, 公司销售费用率较高, 主要系日化品业务广告费、基层销售人员薪酬、市场促销投入等占比较高所致。2020年后, 随着游戏业务占公司营收比例逐年提升, 公司销售费用率大幅下降至约 10%, 而研发费用率增长至 2021 前三季度的 12.1%, 主要系公司已完成收购的两家游戏公司研发费用增长所致。

图表 9 2017-2021Q3 公司三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 2017-2021H1 公司研发费用 (万元)



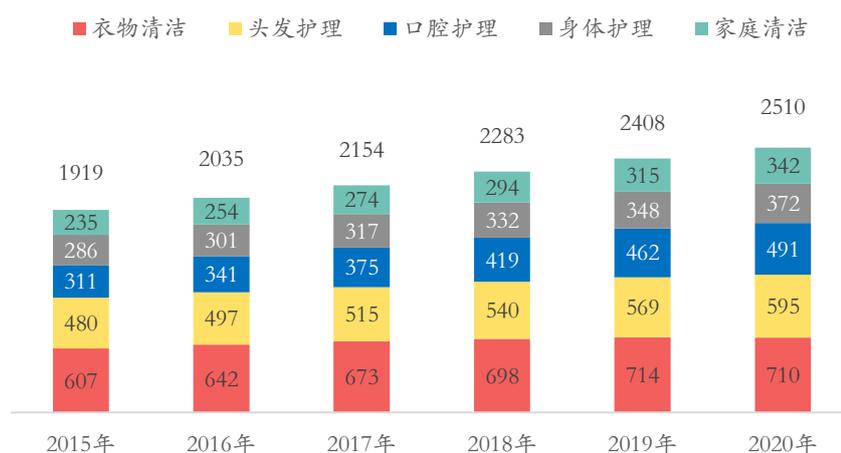
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 行业分析：日化行业竞争加剧，游戏领域机会犹存

2.1 日化行业：市场规模增速放缓，头部效应日趋显著

日化行业规模增速放缓，线上化进程加速。我国日化行业 2020 年规模达到 2500 亿，增速为 4.2%，近 5 年内首次低于 5%，主要系疫情影响线下渠道增速放缓。从细分领域来看，个人护理市场规模（包括头发、口腔、身体护理类产品）占比稳定在 50% 以上，且其中部分新兴品类更具增长潜力，例如口腔护理产品市场规模增速 6.3%，高于市场整体增速。未来，我们认为国内日化市场将加速向线上渠道进一步渗透，同时，个人护理等细分领域产品的迭代升级将成为驱动市场增长的重要因素。

图表 11 中国日化行业销售额分布 (亿元)

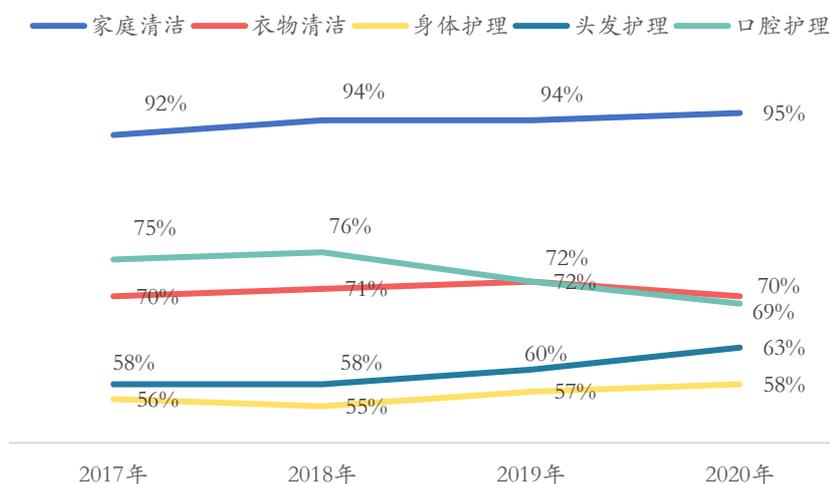


资料来源：巨量引擎，华安证券研究所

日化行业竞争程度加剧，头部效应日趋显著。近年来，在销售渠道线上化、品牌效应日渐凸显的行业趋势之下，积淀深厚的国际品牌、以及提前布局线上渠道的国产

品牌占据先发优势,使得我国日化行业头部效应日趋显著。此外,新世代消费者的精细化、个性化需求,也使得日化品牌的产品矩阵扩张及迭代速度面临更严格的考验。分品类来看,家庭清洁和个人护理行业中 TOP10 品牌销售份额均在 50% 以上;整体来看,随着行业头部效应凸显、叠加消费者需求变化,我国日化行业竞争日渐加剧。

图表 12 家庭清洁及个人护理品类 TOP10 品牌销售份额

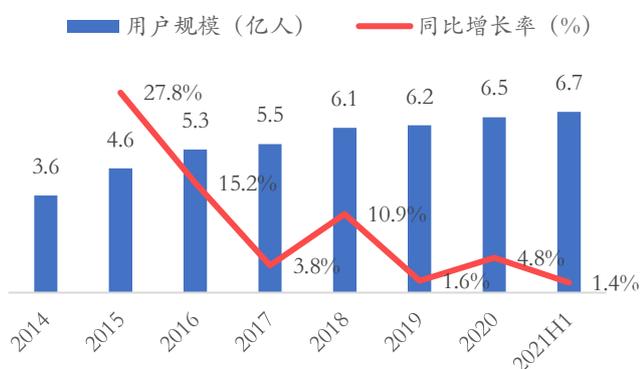


资料来源:巨量引擎,华安证券研究所

2.2 游戏行业: 手游出海打开增长空间, 新世代用户催生结构性机遇

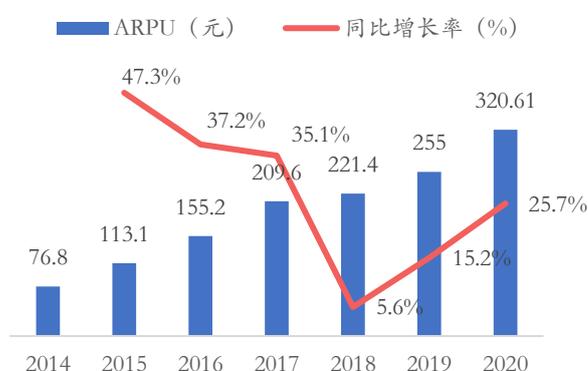
手游市场保持高景气度,提升 ARPU 值成为行业增长主要逻辑。手游行业自 2013 年以来保持快速增长,2013-2020 年 CAGR 为 52%,2021H1 手游市场规模 1148 亿元,同比增长 9.65%。具体来看,2014 年前手游行业的主要驱动力来自于用户规模的增长,该阶段智能手机的普及催生手游用户红利。而 2015 年后,手游行业用户红利逐渐消失,提升 ARPU 值成为行业增长关键,因此手游产品向精品化、重度化发展。

图表 13 2014-2021H1 中国移动游戏用户规模及增长率



资料来源:游戏工委,华安证券研究所

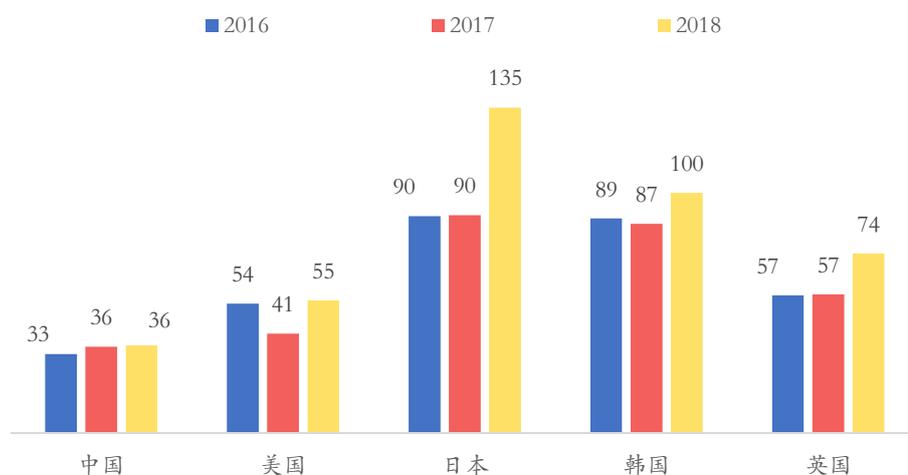
图表 14 2014-2020 年中国移动游戏 ARPU 值及增长率



资料来源:游戏工委,华安证券研究所

手游重度化趋势明显，ARPU 值仍存在提升空间。目前游戏行业重度化、精品化趋势明显，主要系手机硬件技术的迭代升级，为精品化、重度化手游提供了更好的硬件技术支撑，而重度化游戏所带来的画质的提升、玩法的升级以及体验的优化均提高了用户的付费意愿。因此随着用户红利进入尾声，重度化作为提升 ARPU 值的核心动力成为游戏厂商的首选。此外，虽然国内手游市场近年来 ARPU 值呈快速上升趋势，但仍远低于全球其他主要市场。2018 年美国手游市场 ARPU 值约为 55 美元，为国内同期的 1.6 倍；而文化属性与中国更相近的日韩，2018 年手游 ARPU 值分别约为 135 与 100 美元，是国内同期 ARPU 值的 4 倍和 3 倍。我们预计随着国内居民消费能力的提升以及游戏精品化的持续发展，手游市场 ARPU 值仍存在广阔的上升空间。

图表 15 全国主要地区手游市场 ARPU 值 (美元)



资料来源：Allcorrect Group，华安证券研究所

疫情催化叠加先发优势，手游出海打开全新增长空间。2020 年疫情催化下，海外用户居家时长大幅增长，中国游戏出海收入同增 33.3% 至 154.5 亿美元，增幅高于国内市场。我们持续看好国内游戏厂商向海外市场突破，主要原因在于：**1) 市场空间大：**一方面欧美市场对移动游戏的接受程度正在逐步加大，另一方面东南亚市场也由于经济较为景气对手游的需求有所提升，因此海外移动端游戏市场空间广阔；**2) 国内厂商在手游领域的先发优势：**得益于国内手游行业发展较早、竞争激烈，游戏厂商在手游端的研发实力与运营能力优于欧美厂商，对市场趋势与用户特征有着更强的把控，该逻辑近年来被登顶欧美地区畅销榜的国产手游屡次验证；**3) 渠道分成比例低，利好游戏研发商：**与国内安卓渠道 50% 的分成模式不同，海外市场渠道构成单一且分成比例低，仅为 30%。由于减少的渠道成本可直接转化为利润，预计对研发商净利润边际贡献较大。

图表 16 2016-2020 年中国游戏海外收入及同比增速



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

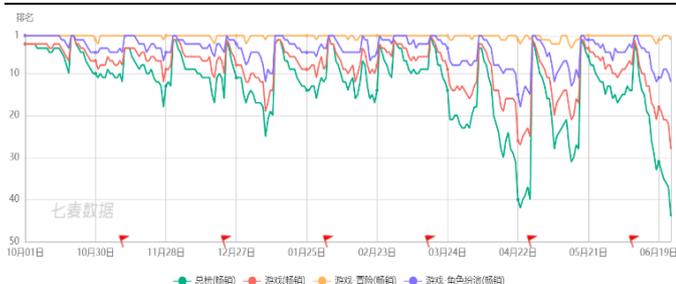
图表 17 2020 年部分头部出海手游



资料来源：Sensor Tower，华安证券研究所

Z世代已成主流游戏用户，差异化需求催生游戏行业结构性机遇。从用户规模看，根据伽马数据统计，2019H1 中国游戏用户中 25 岁以下用户规模占比首次超过 50%，意味着 Z 世代已成为游戏市场主流用户群体。21 世纪以来，随着日本 ACGN 文化（动画、漫画、游戏、轻小说）引进国内，以及互联网普及扩大传播效应，衍生自日式动漫的“二次元”文化已成为 Z 世代群体广泛接受的文化载体。同时，Z 世代作为“数字原住民”、以及受教育程度最高的一代，易于接受游戏玩法的创新，对游戏内容质量也有更高的要求。近年来，《明日方舟》《原神》等二次元手游相继成为新晋爆款，模拟经营、Roguelike、修仙放置等细分品类精品叠出，Z 世代游戏用户的差异化需求得到广泛验证，成为游戏行业发展的结构性机遇。

图表 18 二次元开放世界游戏《原神》iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，华安证券研究所

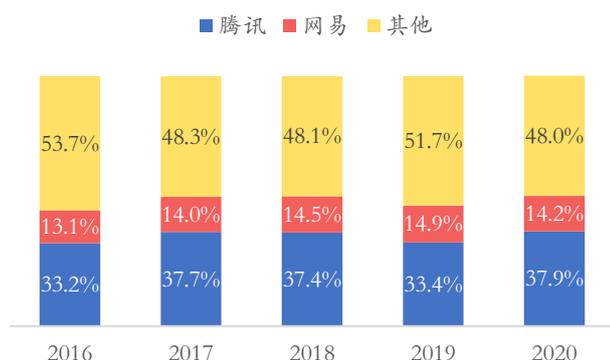
图表 19 修仙放置类手游《一念逍遥》iOS 畅销榜排名



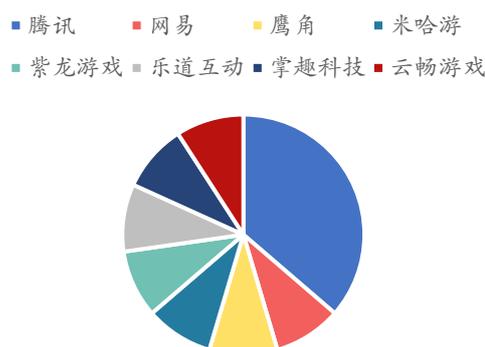
资料来源：七麦数据，华安证券研究所

腾讯网易市占率企稳，中小厂商机会犹存。从竞争格局来看，手游行业头部效应明显，腾讯、网易组成的第一梯队凭借自身流量优势以及“端转手”为代表的精品化游戏的成功，近几年在游戏市场上一直保持比较稳定的占有率，其总和在 50% 左右波动，我们认为其进一步提升空间有限。一方面是由于头部厂商基本形成各自的基本盘，如腾讯的竞技类游戏以及网易的 MMO 游戏，而对于二次元、国风、独立游戏等增长迅速的细分领域则涉足较少，给予了中小研发厂商一定的机会；另一方面，随着抖音等新流量平台以及 Bilibili、TapTap 等垂直分发渠道的崛起，大厂在渠道端的垄断地位将有所下降，下游渠道分散化。基于以上两点，我们预计手游行业集中度增速边际放缓，中小研发商仍存在突围的可能。

图表 20 2016-2020 年游戏市场占有率情况



图表 21 2019 年亿级流水二次元游戏的所属研发商



资料来源：公司公告，游戏工委，游戏新知，华安证券研究所

资料来源：伽马数据，华安证券研究所

注：腾讯 2019/2020/2021 年 H1 收入扣除 Supercell

3 公司业务：并购优质游戏资产，向年轻化品类研发、自研自发自一体化模式持续迈进

3.1 日化业务表现稳健，主打品牌知名度较高

公司日化产品线丰富，主打品牌“蒂花之秀”享有较高知名度。公司自创立起一直从事日化用品的研发、生产与销售，产品矩阵涵盖洗发水、护发素、沐浴露等多个细分品类，相继推出了“蒂花之秀”、“美王”、“高新康效”多个高性价比的系列品牌。其中，主打品牌“蒂花之秀”在国内享有较高知名度，2005 年获国家工商管理总局认定为“中国驰名商标”，并于 2014-2016 年赞助人气综艺节目《中国好歌曲》进一步扩大品牌影响力。

图表 22 公司主要日化品牌及产品线

品牌	产品示例	主要产品
		洗发水、护发素、沐浴露、焗油膏
		洗发水、护发素、沐浴露、焗油膏
		洗发水、膏霜

		功能性洗发水
		洗发水、焗油膏
		功能性洗发水
		牙膏
		儿童护理产品
		家居护理产品
		护肤品

资料来源：公司公告，华安证券研究所

日化业务瓶颈已现，探索游戏业务增长空间。随着行业头部效应凸显、叠加消费者需求变化，我国日化行业竞争日渐加剧。在此影响下，公司 2017-2019 年营收及净利润持续下滑，2020 年受益于产品结构的优化以及销售渠道的调整，公司日化业务营收增速回暖，但长期来看，传统日化业务发展仍面临瓶颈。相较而言，我国游戏市场前景气度较高，而细分品类机会、以及渠道变革驱动下行业竞争格局的改善，也为中小游戏研发商带来发展机遇。因此，公司自 2020 年起布局游戏业务，积极探寻业务增长空间。

3.2 游戏业务：深度布局自研自发，拓展年轻化品类广度

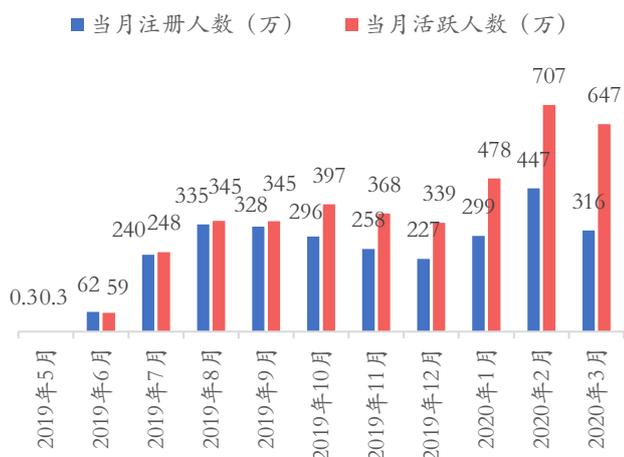
公司通过跨界并购游戏公司，深度布局游戏自研自发。游戏研发方面，公司于2020年8月完成对游戏公司海南华多、杭州雷焰的收购，2021年11月拟收购另一游戏研发商喀什奥术。游戏发行方面，公司于2021年9月成立子公司海南星炫时空，专注游戏发行业务，向游戏的自研自发模式持续迈进。分子公司来看：

1、海南华多：聚焦 MMORPG、SLG 手游，产品表现亮眼

团队行业经验丰富，研发积累深厚。海南华多成立于2018年4月，以手游研发为业务重心，其核心团队具有8年以上行业经验，主要来自4399及其他国内一线游戏厂商。从品类来看，公司研发重心在于MMORPG游戏和SLG游戏，产品风格偏向写实。目前，公司有2款在运营游戏，分别是MMORPG手游《王者国度》和页游《乱斗乾坤》，其中《王者国度》占公司收入95%以上。

《王者国度》：长线运营表现良好，月均流水约3000万元。《王者国度》于2019年5月上线后，初期月流水持续数月过亿元，月峰值流水高达3.5亿元，MAU峰值超过700万人。目前，《王者国度》已上线运营两年有余，目前月均流水稳定在约3000万元，ARPU值稳定在105元左右。

图表 23 《王者国度》当月注册人数及活跃人数



资料来源：公司公告，华安证券研究所

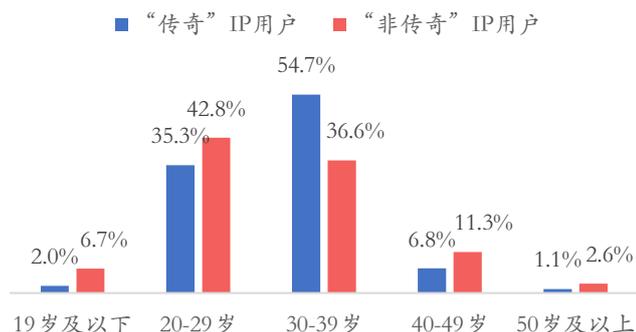
图表 24 《王者国度》当月付费额及 ARPU



资料来源：公司公告，华安证券研究所

从游戏品类来看，传奇类游戏用户年龄层较大、粘性较强、付费意愿较高。传奇类游戏核心用户多为70-80后，以30-39岁的中年男性为主，是最早接触传奇端游的一批玩家。出于对此类游戏IP的情怀，以及对简单易上手的玩法的偏好，传奇类IP受众的游戏付费意愿较高，且多数拥有较高和稳定的收入能力。因此，目前传奇类游戏市场规模仍保持在百亿元级别，且保持波动增长的趋势。

图表 25 传奇 IP 游戏用户年龄分布



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

图表 26 传奇/非传奇游戏用户规模比例



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

基于传奇类玩法，《王者国度》以即时强 PK 模式实现品类创新。游戏玩法上，该游戏既有需要单人完成任务的主线剧情与日常任务，也有多人实时对抗的 PVP 核心玩法，例如在 3V3PK 玩法中创新地加入了类似《王者荣耀》的 MOBA 地图，将传统的跨服区块地图进行了创新设计。场景设计中，游戏战斗画面以写实风格为主，既延续了传奇类游戏原有的画风，也突出表现了各个职业、技能等经典系统设定；职业类型上，游戏保留了传奇游戏传统的战士、道士、法师三大类，技能特点各有千秋，为不同偏好的玩家提供多种选择。

图表 27 《王者国度》手游宣传截图



资料来源：《王者国度》游戏，华安证券研究所

《乱斗乾坤》：ARPG 仙侠类页游，月流水峰值近千万级别。《乱斗乾坤》是海南华多于 2019 年 1 月推出的一款 ARPG 仙侠类页游。该游戏以修仙封神题材为背景，辅以中国古典玄幻风格的音乐，展现《封神演义》中的经典场景。与《王者国度》类似地，《乱斗乾坤》采用了跨服 PVP 玩法以及突出真人的打击感。该游戏月流水峰值近千万元，目前已上线运营 35 个月，进入产品衰退期。

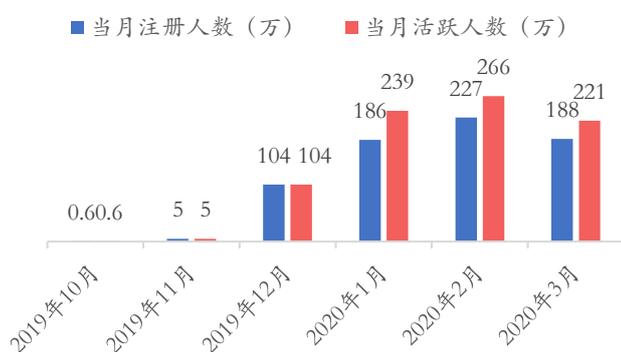
未来，海南华多即将上线《王者国度》的迭代版本，另有 1 款《代号 CQ》在研，预计 2021 年末上线。我们认为，基于公司较强的研发实力，《王者国度》迭代版本以及《代号 CQ》上线后，有望为公司持续贡献业绩增量。

2、杭州雷焰：布局 MMORPG、SLG、二次元三大品类

杭州雷焰专注精品游戏研发，涉足品类多元化。杭州雷焰成立于 2018 年 8 月，核心团队具有 10 年以上的游戏行业从业经验。公司游戏研发范围包括 MMORPG、回合制、SLG、卡牌等游戏品类，画风包括写实、二次元等类型。目前，公司在运营游戏产品包括手游《百龙霸业》、《群英列传》以及 H5 游戏《英雄三国志》。

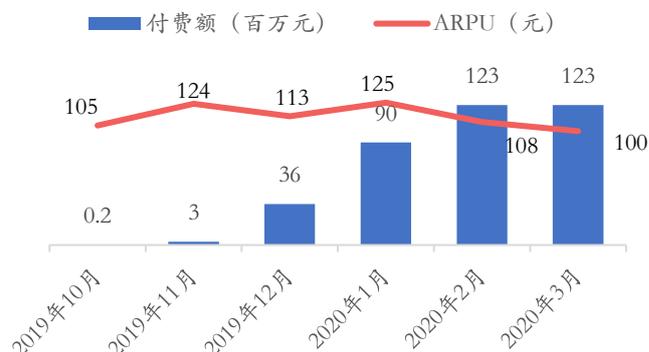
《百龙霸业》：长生命周期的放置类 SLG 手游，月流水约 8000 万元。公司自研的放置类 SLG 手游《百龙霸业》自 2019 年底上线后表现良好，成长期月流水连续超过 1 亿元。得益于游戏玩法的创新和玩家的高粘性，目前《百龙霸业》已上线近三年，目前月均流水稳定在约 8000 万元。

图表 28 《百龙霸业》当月注册人数及活跃人数



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 29 《百龙霸业》当月付费额及 ARPU



资料来源：公司公告，华安证券研究所

《百龙霸业》上线部分东亚地区，出海表现不俗。2020 年 9 月，《百龙霸业》在台港澳地区 App Store 和 Google Play 双平台上线，由易亨数位代理发行（台港澳服名称为《神魔三国志》），上线后曾同时登顶 AppStore 畅销榜及免费榜。同年 10-12 月，该游戏相继上线日本、新加坡、马来西亚、韩国等地区，并进入韩国 Google Play 畅销榜前 20 名。亮眼的出海表现，既说明该游戏的优秀质量，也得益于 SLG 玩法以及三国题材对东亚地区玩家而言接受度较高。

图表 30 《百龙霸业》（《神魔三国志》）上线台港澳地区



资料来源：公司官网，华安证券研究所

《百龙霸业》展现三国题材的策略属性，超轻度玩法形成差异化。游戏玩法上，《百龙霸业》具有较为完善的英雄养成系统和战斗系统，包括神兵系统、龙魂系统以及圣器系统等，战斗时需考虑角色类型、阵营以及技能搭配，更好地发挥了三国题材的策略属性。此外，游戏设置了竖版回合制的战斗系统，且具有鲜明的挂机、养成类特点，与其他 SLG 游戏形成玩法差异化。

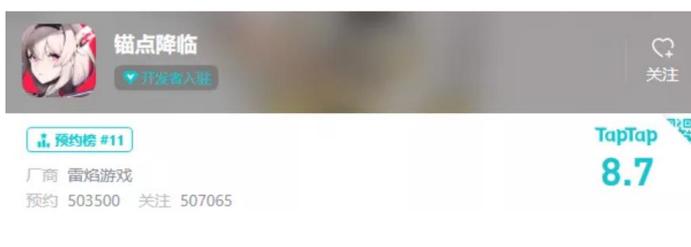
图表 31 《百龙霸业》手游宣传截图



资料来源：《百龙霸业》游戏，华安证券研究所

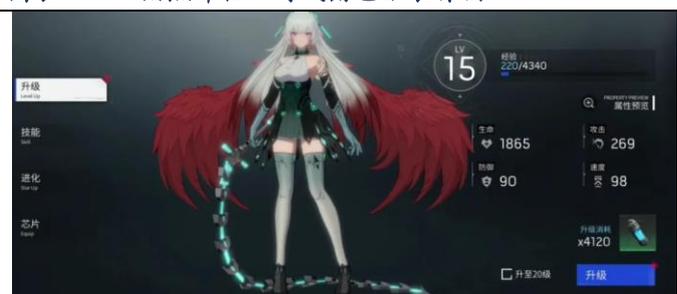
未来，杭州雷焰即将上线 3D MMORPG 手游《我的战盟》，另有 3D 二次元科幻题材手游《锚点降临》在研。其中，《我的战盟》是雷焰在研的一款 3D MMORPG 游戏，2020 年已获得版号，目前处于内部测试阶段。预计今年年底即将上线。此外，3D 科幻题材手游 RPG《锚点降临》是公司首款二次元手游，基于 Unity3D 引擎制作，于 2020 年 4 月开启首测，目前已公布多个角色立绘和战斗演示。截止 12 月 6 日，《锚点降临》在 TapTap 平台预约量已超过 50 万，进入预约榜 Top 10，评分达 8.7 分；在 Bilibili 平台的预约人数超过 12 万，评分达 9.2 分。我们认为，基于公司较强的研发实力，《我的战盟》上线后有望为公司业绩带来增量，而《锚点降临》亦有望助力公司布局二次元游戏领域，触达更为年轻的用户群体。

图表 32 《锚点降临》TapTap 预约人数及评分



资料来源：TapTap，华安证券研究所

图表 33 《锚点降临》游戏角色配装界面



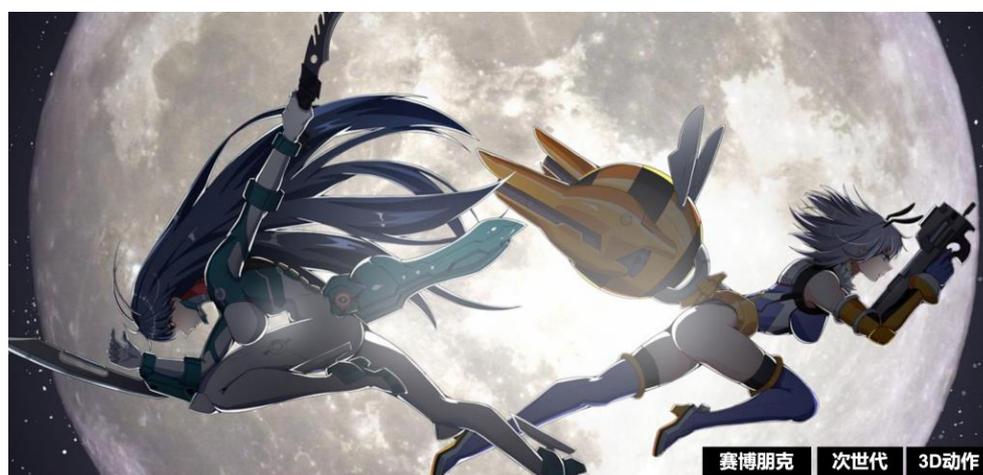
资料来源：Gamelook，华安证券研究所

3、喀什奥术：3D 动作手游研发商，深耕二次元品类

公司拟收购喀什奥术，拓展年轻化游戏新市场。2021 年之前，公司游戏业务收入主要来源于杭州雷焰的《百龙霸业》和海南华多的《王者国度》，其核心用户以 70-80 后男性为主。2021 年 11 月，公司开启对二次元手游研发商喀什奥术的收购进程，有望通过向二次元品类的拓展，顺应游戏用户代际更迭引起的需求侧变化，打开年轻化游戏市场。

喀什奥术专注于 3D 二次元手游研发，自研实力强劲。喀什奥术原母公司心源互动成立于 2015 年，是业内知名的二次元游戏研发商，并且有自研的游戏引擎。此前，心源互动自研的二次元 IP 向游戏《我的英雄学院》、《雏蜂：深渊天使》表现亮眼。其中，《雏蜂：深渊天使》获得 2020 年度金翎奖“玩家最期待的移动网络游戏”奖项。此外，3D 二次元动作手游《我的英雄学院》的 TapTap 预约量曾超过 50 万，最终因漫画原作者舆论风波影响，未能在中国大陆地区发行。

图表 34 《雏蜂：深渊天使》手游宣传影像截图



资料来源：《雏蜂：深渊天使》游戏，华安证券研究所

从游戏品类来看，二次元动作类手游稀缺性较高，喀什奥术有望形成差异化优势。目前，国内二次元手游以卡牌、养成、收集玩法为主，同质化倾向较为显著。在二次元手游市场中，市占率排名前 5 名的手游厂商（米哈游、网易、腾讯、叠纸、鹰角）的 13 款代表产品中，其中仅 3 款产品为动作类。整体来看，动作类玩法在我国二次元手游市场上稀缺性较高，其竞争激烈程度也相对较低。因此，喀什奥术有望凭借其在 3D 动作类手游领域的深厚研发积累，在二次元手游市场中形成差异化优势。

图表 35 部分头部二次元手游产品及研发商梳理

游戏名	公司	题材
《原神》	米哈游	开放世界，收集，角色扮演，冒险
《火影忍者手游》	腾讯	动作格斗、收集、角色扮演
《阴阳师》	网易	卡牌，回合制，和风
《崩坏 3》	米哈游	收集，动作，美少女，养成
《光与夜之恋》	腾讯	养成，恋爱，卡牌，女性向，剧情
《狐妖小红娘》	腾讯	卡牌，回合制，角色扮演，国创
《决战！平安京》	网易	多人对战，MOBA，联机，推塔，和风

《永远的7日之都》	网易	美少女, 养成, RPG, 剧情, 冒险
《未定事件簿》	米哈游	养成, 收集, 女性向, 恋爱, 推理
《一人之下》	腾讯	动作, 格斗, ARPG
《明日方舟》	鹰角	塔防, 养成, 策略
《奇迹暖暖》	叠纸	换装, 女性向, 养成, 收集
《恋与制作人》	叠纸	恋爱, 养成, 剧情

资料来源: 蝉大师, TapTap, 华安证券研究所

注: 加粗产品为动作类玩法

未来, 喀什奥术自研的 3D 动作类二次元手游《镇魂街: 天生为王》有望于 2022 年上线, 字节跳动定制的大体量手游《SS15》亦有望于 2023 年上线。

《镇魂街: 天生为王》: 中手游定制的 3D 动作类手游, 测试成绩亮眼。《镇魂街: 天生为王》是一款 3D+ARPG 二次元动作手游, 由中手游定制并代理发行。目前, 该游戏 TapTap 预约量超过 38 万, 评分 8.8 分。此外, 根据公司公告的不删档测试数据, 该游戏次日留存率 57.72%、3 日留存率 44.87%、7 日留存率 29.04%, 测试数据表现优异。

头部国漫 IP 加持, 有望增厚公司 2022 年业绩。IP 方面, 《镇魂街》原著漫画于 2010 年上线有妖气平台, 目前点击量已超过 30 亿, B 站评分 9.1, 属于头部国漫 IP。此前, 该 IP 衍生作品成绩斐然, 如《镇魂街》动画全网播放量约 5.8 亿, 快手代理发行的手游《镇魂街: 武神躯》上线前全平台预约数达近千万, 上线当日登顶 iOS 免费榜。此外, 《镇魂街》IP 的“燃”属性与动作游戏品类较为契合, 如漫画中的“将灵共战”设定可衍生出诸多游戏动作元素的创新。**游戏品质方面**, 研发团队根据项目的需求效果定制了 3D 动作引擎, 目前已可以达到 12 人同屏战斗, 实现帧同步等效果。**发行方面**, 根据公司与中手游的分成协议, 公司可获得游戏上线后收入的 7%-18%。若版本进度符合预期, 则该游戏有望于 2022 年上线, 增厚公司业绩。

图表 36 《镇魂街: 天生为王》TapTap 截图



资料来源: TapTap, 华安证券研究所

图表 37 《镇魂街: 天生为王》TapTap 预约及评分截图



资料来源: TapTap, 华安证券研究所

《SS15 项目》：**字节跳动定制的大体量游戏**。《SS15 项目》（产品名称待定）由字节跳动委托公司定制研发。根据双方合作协议，该游戏开发费用、预付分成款及奖励金高达 1.2 亿元，验证了头部发行商对公司研发实力的认可。目前，公司已向委托方提交了 Demo 版本，已累计收取开发费用、预付分成款和奖励金 6000 万元；视游戏开发进度而定，后期将再收取剩余的 6000 万元。该项目预计最快于 2023 年上线。

4、海南星炫时空：布局游戏发行，有望与研发业务形成协同效应

2021 年 9 月，公司成立子公司海南星炫时空，布局游戏发行业务。未来，游戏发行业务在贡献业绩增量的同时，亦有望与子公司海南华多、杭州雷焰、喀什奥术的游戏研发业务形成协同效应，进一步打开公司游戏业务的增长空间。

4 盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

在游戏业务的驱动下，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 7.60/18.70/22.64 亿元，同比增长 11.7%/146.0%/21.0%；归母净利润分别为 1.39/5.17/5.92 亿元，同比增长 35.9%/272.4%/14.5%。

核心假设：

1、日化品业务：近年来，公司日化业务整体表现企稳，预计公司日化业务收入、毛利率将继续维持在较为稳定的水平。因此，我们预计公司 2021-2023 年日化品业务收入分别为 5.50/5.46/5.42 亿元，同比增速保持在 -0.7%。同时预计 2021-2023 年日化品业务毛利率稳定在 32%。

2、游戏业务：1) **游戏研发：**目前，子公司海南华多、杭州雷焰的两款在运营游戏《王者国度》《百龙霸业》均为长线运营游戏，预计短期内流水将保持稳定水平。后续，随着杭州雷焰《我的战盟》、海南华多《代号 CQ》、喀什奥术《镇魂街：天生为王》于 2021 年底至 2022 年逐步上线，以及与字节跳动合作的大体量项目《SS15》于 2023 年上线，公司游戏研发业绩增量有望逐步释放。2) **游戏发行：**2021 年公司成立子公司海南星炫时空，布局游戏的自研自发，因此游戏发行业务亦有望于 2021-2023 年贡献业绩增量。此外，由于公司未来游戏发行、及自研自发的业务比重有望增长，收入确认方法中全额法的占比也将逐步提升，预计后续游戏业务毛利率将持续下降。因此，我们预计公司 2021-2023 年游戏业务收入分别为 2.10/13.24/17.22 亿元，同比增速分别为 75%/530%/30%。同时预计 2021-2023 年游戏业务毛利率分别为 90%/75%/70%。

3、印刷品业务：根据 2021 年 10 月 29 日公司公告，公司已对外转让子公司嘉晟印务 100% 股权。因此，我们预计公司 2021-2023 年印刷品业务将不再贡献收入及利润。

图表 38 公司分业务盈利预测 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
日化用品业务				
收入	554	550	546	542
YoY (%)		-0.7%	-0.7%	-0.7%

毛利率 (%)	32%	32%	32%	32%
网络游戏业务				
收入	120	210	1324	1722
YoY (%)		75.0%	530.0%	30.0%
毛利率 (%)	95%	90%	75%	70%
印刷品业务				
收入	7	0	0	0
YoY (%)		-	-	-
毛利率 (%)	3%	-	-	-
总计				
营业收入	681	760	1870	2264
YoY (%)		11.7%	146.0%	21.0%
毛利率 (%)	42%	48%	62%	61%

资料来源：华安证券研究所整理

4.2 可比公司估值

从公司营收来源、战略发展等方面综合考量，我们认为，游戏研发和发行将是公司未来最为重要的业务板块。随着公司对喀什奥术的并购稳步推进，我们预计公司将于 2022 年开启产品大年，公司营收及业绩亦有望达到稳定增长状态。因此，我们预测公司 2022 年营收有望达到 18.7 亿元，归母净利润有望达到 5.17 亿元。我们选取了同为 A 股游戏公司的三七互娱、完美世界、吉比特作为可比公司，根据 Wind 一致预期，2021-2023 年可比公司 PE 平均值分别为 22x/16x/14x。我们给予公司 2022 年 16x PE，对应市值为 113 亿元。

图表 39 可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002555.SZ	三七互娱	553.58	26.58	33.12	38.88	20.83	16.72	14.24
002624.SZ	完美世界	404.10	14.48	23.78	28.37	27.90	16.99	14.24
603444.SH	吉比特	266.03	15.79	18.27	21.47	16.84	14.56	12.39
平均值						21.86	16.09	13.62

资料来源：华安证券研究所整理

注：盈利预测采用 Wind 一致预期，数据采用 2021/12/09 收盘价

4.3 投资建议

我们认为，**中期来看**，公司在传统日化业务稳健发展的基础上，通过跨界并购优质游戏公司，积极探索游戏业务，有望于 2022 年迎来游戏产品大年。**长期来看**，公司布局 MMORPG、SLG、二次元三大游戏品类，有望在深耕 MMORPG 等优势品类的基础上，通过收购喀什奥术、推出差异化的二次元游戏产品，从而触达新世代游戏用户；**同时**，公司通过成立子公司海南星炫时空布局游戏发行业务，有望形成游戏自研自发的协同效应，进一步打开增长空间。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 7.60/18.70/22.64 亿元，同比增长 11.7%/146.0%/21.0%；归母净利润分别为 1.39/5.17/5.92 亿元，同比增长 35.9%/272.4%/14.5%。公司目前市值为 50 亿元，我们给予公司 2022

年 16x PE，对应市值为 113 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

- 1) **手游行业增速放缓的风险：**不排除未来手游行业受到政策限制或用户流失等因素的影响从而导致行业增速出现放缓的风险；
- 2) **游戏版号政策收紧的风险：**不排除监管政策趋严、游戏版号政策收紧从而导致公司版号获取难度加大、新游上线节奏不及预期的风险；
- 3) **公司业务整合不及预期的风险：**不排除公司收购喀什奥术的进度不及预期，或海南华多、杭州雷焰、喀什奥术、海南星炫时空之间业务协同效果不及预期的风险；
- 4) **公司新游戏上线不及预期的风险：**不排除公司未来上线的新游戏不及市场预测从而导致收入下滑或者增速放缓的风险。

分析师与研究助理简介

分析师：姚天航，传媒行业高级研究员，中南大学本硕。三年传媒上市公司经验，曾任职于东兴证券、中港证券，2020年加入华安证券研究所。

研究助理：郑磊，传媒行业高级研究员，英国萨里大学银行与金融专业硕士。三年买方传媒行业研究经验，两年传媒上市公司内容战略和投资经验，2020年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。