

评级： 买入

王建会  
传媒互联网首席分析师  
SAC 执证编号：S0110522050001  
wangjianhui2@sczq.com.cn

李甜露  
传媒互联网联席首席分析师  
SAC 执证编号：S0110516090001  
litianlu@sczq.com.cn  
电话：86-10-8115 2690

辛迪  
传媒互联网行业分析师  
SAC 执证编号：S0110522110003  
xindi2022@sczq.com.cn  
电话：86-10-8115 2690

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	2.69
一年内最高/最低价 (元)	7.35/2.67
市盈率 (当前)	-
市净率 (当前)	0.81
总股本 (亿股)	8.0
总市值 (亿元)	19

资料来源：聚源数据

相关研究

《2023 年互联网传媒行业策略报告：否极泰来，拥抱全面复苏》(2022.12.7)

核心观点

- 祖龙娱乐 (代码：9990.HK) 是专注于精品手游的头部研发商。公司前身为成立于 1997 年的祖龙工作室，横跨单机、端游、网页游戏和移动游戏时代，至今已有二十余年发展历史。公司传统优势品类为 MMORPG，代表产品包括现象级游戏《完美世界》《梦幻诛仙》《龙族幻想》等，同时产品线进一步向 SLG、女性向、卡牌等品类延伸。截至 2022 年底，公司在超过 170 个地区市场推出 19 款精品手游，支持 14 种语言，在运营的 13 款游戏的全球累计注册用户数超过 1.4 亿人。
- 公司核心壁垒：硬核研发为底色，爆款出品稳定，发行能力不断提升。

硬核研发：1) 团队方面，公司管理团队技术色彩浓厚，并不断扩充核心制作和策划人才，团队覆盖了中国游戏最发达的区域，并逐步扩展到海外，研发人员占比远高于同行业平均水平。2) 组织架构上，公司形成了引擎、程序、美术、动画等强中台部门与各项目组、北京总部与各研发基地、公司内部力量与音乐、美术外包伙伴密切配合的高效工业化流程。同时，更为细致化的职能拆分及研发流程的重组有利于反哺后续项目工业化开发。3) 公司使用虚幻引擎研发能力行业领先，是国内率先将 UE4 引入手游开发的研发商之一，已推出一系列基于 UE4 驱动的优秀产品。在 UE4 合作取得重大成功的基础上，祖龙娱乐亦成为最早一批研究及使用 UE5 并将其扩展应用到多个游戏产品的厂商之一。4) 公司重视美术团队建设，招募大量专业人才，美术及动画中心规模庞大，多款游戏美术制作精良，达到业界顶尖水平。

爆款出品率稳定，运营经验丰富。当前新游突围难度提升，玩法微创新+美术提升是确定性较高的发力方向。公司立足 MMORPG 优势品类，通过玩法微创新拓展新赛道，推动其他主流游戏品类与 MMORPG 的有机融合，相关产品包括“MMO+卡牌”游戏《诺亚之心》以及“MMO+射击”的《阿凡达：重返潘多拉》(储备项目)等。公司平均 1-2 年推出一部爆款产品，且核心游戏产品生命周期较长，持续贡献收入，具备长线运营能力。

发行端：与腾讯合作稳定，自主发行能力持续提升。腾讯发行资源和能力深厚，且为公司主要股东之一，公司长期以来与腾讯保持可持续发展的策略伙伴关系，多款爆款游戏由腾讯独家代理发行。立足于过硬的产品质量，祖龙娱乐逐步以海外市场为抓手，探索自发行能力的建设，逐步建立起自发行方法论，成功在欧美、日韩、部分东南亚国家和中国港澳台等多个海外地区发行了多个游戏。2023 年 3 月，公司自发行的《以闪亮之名》在中国大陆地区上线，表现亮眼，公司的自发行体系建设进入新阶段。

- 增长点：产品线储备充足，全球化定位提升产品价值张力。

公司储备有多类型的游戏组合，预计于 2023 年至 2025 年期间在全球各地推出 10 款 MMORPG、SLG、女性向、射击、策略卡牌及其他类型的游戏产品。我们认为，随着公司产品类型由 MMORPG、SLG 扩张至女性向、射击及策略卡牌等更多元的品类和更丰富的风格，以及研运一体模式的持续完善，公司核心产品生命周期或进一步延长，有望稳健、持续贡献收益。

**全球化视野，提升产品价值张力。**公司以可以全球化发行作为立项前提，通过多年来在不同赛道中持续输出高质量的产品，在各个国家和市场的游戏运营及用户反馈中积累经验，对不同地区市场的玩家形成了较为深度的认识，本地化运营能力较强，同时公司在海外深耕研运一体战略，更利于游戏的长线运营，海外业务营收占比稳健提升。

**AIGC 赋能游戏全产业链，公司有望率先受益。**AIGC 赋能游戏全产业链，促进行业成本下降及内容质量和用户体验的提升。公司面对新技术一贯保持较为开放的态度和投入的决心，并在搭建团队和工作流方面具备较为成熟的方法论，有望率先受益于技术升级。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 13.1/18.1/21.1 亿元，同比增速 124.3%/38.4%/16.5%，归母净利润分别为 0.42/3.32/4.78 亿元，同比增速-688.2%/44.2%，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为每股 0.05/0.41/0.59 元，对应 PE 为 47/6/4 倍。我们看好公司游戏研发壁垒及推出精品游戏能力，以及自发行能力不断增强、技术进步背景下游戏产品变现价值的提升，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**游戏研发进度不及预期；行业政策趋严；新产品流水表现不及预期；宏观经济复苏不及预期。

#### 盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	5.8	13.1	18.1	21.1
营收增速（%）	-36.6%	124.3%	38.4%	16.5%
净利润（亿元）	-7.69	0.42	3.32	4.78
净利润增速（%）	-153.4%	105.5%	688.2%	44.2%
EPS(元/股)	-0.95	0.05	0.41	0.59
PE	-2.6	47.3	6.0	4.2

资料来源：Wind，首创证券

## 目录

1 立足 MMO，不断完善赛道布局.....	1
2 核心壁垒：硬核研发为底色，爆款出品稳定，发行能力不断提升.....	2
2.1 硬核研发是公司强悍基石，打造工业化开发管线.....	2
2.1.1 研发团队经验丰富，人才布局日趋完善.....	2
2.1.2 细致、可控的开发管线搭建.....	5
2.1.3 业内领先的引擎技术能力.....	6
2.1.4 重视美术能力建设.....	7
2.2 爆款出品稳定，运营经验丰富.....	9
2.2.1 新游突围难度提升，玩法微创新+美术提升是确定性较高的发力方向.....	9
2.2.2 公司爆款频次稳定，核心产品生命周期较长.....	10
2.3 发行端：与腾讯合作稳定，自主发行能力持续提升.....	10
3 增长点：产品线储备充足，全球化定位提升产品价值张力.....	12
3.1 多元产品线储备充足，强 IP 大作贡献增量.....	12
3.2 全球化视野，提升产品价值张力.....	14
3.3 AIGC 赋能游戏全产业链，公司有望率先受益.....	15
4 财务分析.....	16
5 盈利预测.....	18
5.1 收入假设.....	18
5.2 公司估值及评级.....	18
6 风险提示.....	19

## 插图目录

图 1 祖龙娱乐游戏产品线梳理（部分）.....	1
图 2 祖龙娱乐发展历程.....	2
图 3 祖龙娱乐股权结构（截至 2022 年底）.....	2
图 4 祖龙娱乐地区布局.....	4
图 5 祖龙娱乐研发人员数量及占比.....	4
图 6 头部游戏公司研发人员数量及占比（2021 年）.....	4
图 7 祖龙娱乐研发开支（亿元）.....	5
图 8 头部游戏公司研发开支情况（亿元）.....	5
图 9 祖龙娱乐项目开发组织架构.....	5
图 10 祖龙娱乐基于 UE4 的动画团队搭建与迭代.....	6
图 11 公司使用游戏引擎开发的产品梳理（部分）.....	7
图 12 公司研发团队结构（2020 年）.....	8
图 13 祖龙娱乐基于 UE4 打造的手游产品（部分）.....	8
图 14 中国移动游戏流水 TOP100 产品中新品情况.....	9
图 15 中国移动游戏流水 TOP100 产品类型情况.....	9
图 16 游戏用户需求变化.....	9
图 17 精品游戏开发短板.....	9
图 18 公司产品线梳理（部分）.....	10
图 19 公司 2017-2022 年来自腾讯收入（亿元）占比.....	11

图 20 公司主要游戏发行合作情况（部分） .....	11
图 21 《以闪亮之名》ios 畅销榜表现（3.24-8.9） .....	14
图 22 祖龙娱乐海外营收情况（亿元） .....	15
图 23 祖龙娱乐海外营收结构（按地区） .....	15
图 24 游戏制作流程（以祖龙娱乐为例） .....	15
图 25 祖龙娱乐营业收入（亿元） .....	16
图 26 公司营收结构（按业务类型） .....	16
图 27 公司营业成本（亿元） .....	17
图 28 公司毛利（亿元）及毛利率 .....	17
图 29 祖龙娱乐销售及管理费用（亿元） .....	17
图 30 祖龙娱乐研发费用（亿元） .....	17
图 31 祖龙娱乐经调整净利润（亿元） .....	18

## 表格目录

表 1 公司高管履历（部分） .....	2
表 2 公司核心制作人（部分） .....	3
表 3 祖龙海外自发行情况梳理（部分） .....	11
表 4 公司储备项目 .....	12
表 5 祖龙娱乐 2023-2025 年各项业务营收预测（亿元） .....	18
表 6 祖龙娱乐可比估值标的及估值 .....	19

## 1 立足 MMO，不断完善赛道布局

祖龙娱乐（代码：9990.HK）是专注于精品手游的头部研发商。公司 2014 年正式成立，前身为成立于 1997 年的祖龙工作室，横跨单机、端游、网页游戏和移动游戏时代，至今已有二十余年发展历史。公司传统优势品类为 MMORPG，代表产品包括现象级游戏《完美世界》《梦幻诛仙》《龙族幻想》等，同时产品线进一步向 SLG、女性向、卡牌等品类延伸。截至 2022 年底，公司在超过 170 个地区市场推出 19 款精品手游，支持 14 种语言，在运营的 13 款游戏的全球累计注册用户数超过 1.4 亿人。

图 1 祖龙娱乐游戏产品线梳理（部分）



资料来源：祖龙娱乐官网，TapTap，首创证券

我们认为，祖龙娱乐的发展主要经历四个阶段：

**第一阶段（1997-2013 年）：独立工作室及加入完美世界时期，专注于 MMORPG 游戏研发。**1997 年祖龙工作室成立，后于 2004 年加入完美世界体系，期间发布多款 MMORPG 游戏，包括刷新了国产 3D 网游同时在线人数纪录的现象级产品《完美世界》，以及《诛仙》《赤壁》《热舞派对》等，打下强大自研能力基础。

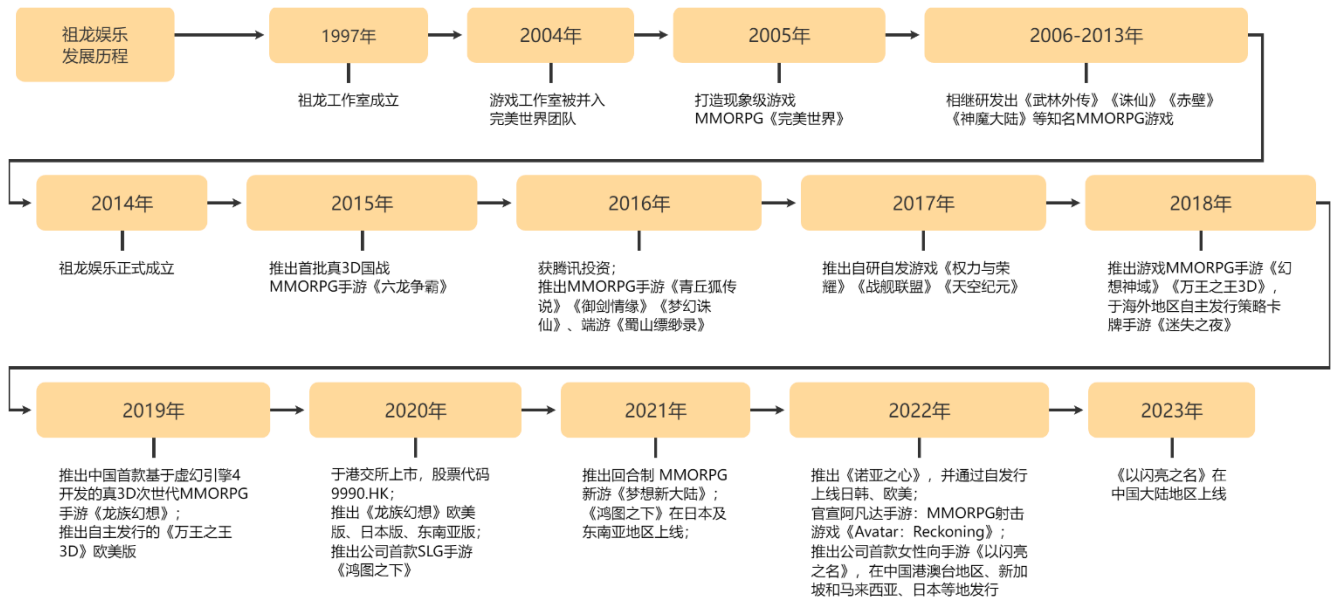
**第二阶段（2014-2018 年）：祖龙娱乐独立，MMORPG 手游表现亮眼，亚洲市场试水出海。**2014 年 10 月，祖龙娱乐正式成立。相继推出 MMORPG 手游《青丘狐传说》《御剑情缘》《梦幻诛仙》《天空纪元》《万山之王 3D》、端游《蜀山缥缈录》等，并通过《战舰联盟》《迷失之夜》开始布局射击、卡牌等品类。发行端，公司逐步尝试自发行，出海方面主要涉及港台、韩国等国家地区。

**第三阶段（2019-2021 年）：公司成功上市，开启多元化品类布局，加快出海步伐。**2020 年 7 月 15 日，公司在港交所上市。研发端，推出了首月流水破 6 亿的 MMORPG 手游《龙族幻想》，并在非传统优势品类上开始出现爆款产品，公司 2020 年推出的 SLG 手游《鸿图之下》首月流水突破 1 亿元。发行端，从《万山之王 3D》开始，公司海外版图扩张到欧美、东南亚等更广阔市场，海外营收占比显著提升，通过重点产品的海外自发行尝试，公司研运一体能力得到成长。

**第四阶段（2022 年-至今）：品类持续扩张，自发行能力显著提升，丰富储备蓄势待发。**研发端，公司在现有游戏品类基础上加以拓展，布局女性向游戏，推出旗下首款女性向手游《以闪亮之名》，先行上线海外取得良好反响。发行端，《诺亚之心》《以闪亮之名》等多款游戏在海外市场采取自发行，且《以闪亮之名》在中国内地采取自发行，公司自发行体系的建设进入新阶段。未来，公司重磅储备、大 IP 加持的项目《Avatar: Reckoning》以及其他多元化的、重磅项目有望陆续上线，新的爆款产品周期有望到来。



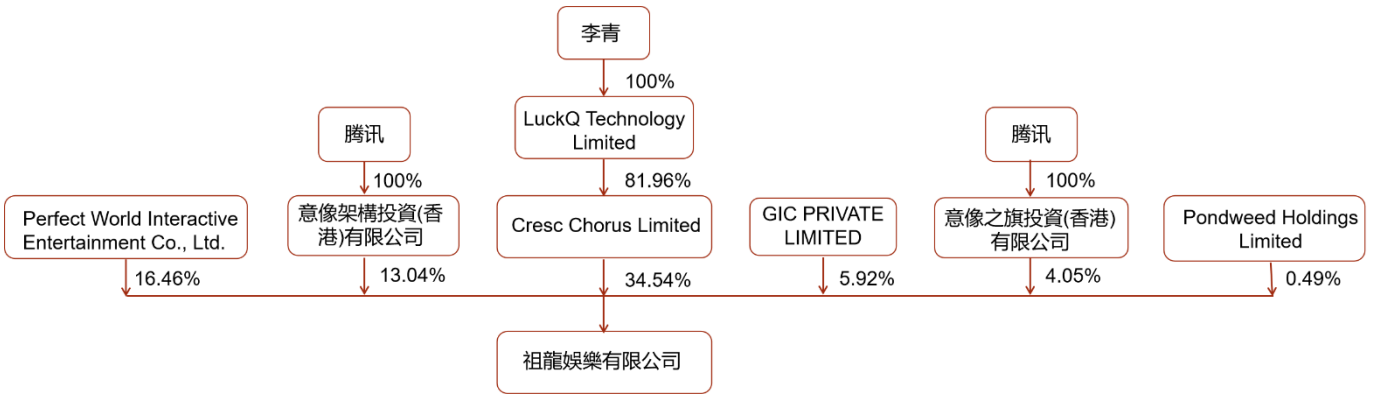
图 2 祖龙娱乐发展历程



资料来源：公司公告，首创证券

公司股权结构集中，实际控制人为李青。截至2022年底，李青先生通过 Cresc Chorus 持有公司 34.54%的股份，为公司第一大股东，完美世界及腾讯分别持有公司 16.46%和 17.09%股份，为公司第二大及第三大股东，环球投资管理公司 GIC 持有 5.92%。

图 3 祖龙娱乐股权结构（截至2022年底）



资料来源：公司公告，首创证券

## 2 核心壁垒：硬核研发为底色，爆款出品稳定，发行能力不断提升

### 2.1 硬核研发是公司强悍基石，打造工业化开发管线

#### 2.1.1 研发团队经验丰富，人才布局日趋完善

公司管理团队技术色彩浓厚。公司管理团队中，多位毕业于清华大学且拥有多年的游戏行业从业经验。祖龙娱乐董事长兼 CEO 李青先生，拥有 23 年游戏开发经验，曾任完美世界集团开发总监，公司另两位技术高管白玮先生和张羽先生也在游戏领域拥有丰富经验。

表 1 公司高管履历（部分）

姓名	职位	主要经历
李青	董事长、执行董事兼 CEO	公司创始人，23 年游戏开发经验 曾任北京市欢乐亿派科技有限公司首席设计师、完美世界集团开发总监 清华大学物理学学士、核能科学与工程学硕士、长江商学院 MBA
白玮	执行董事 兼程序中心总经理	17 年信息技术和游戏行业经验，曾任完美世界集团高级管理层人员 清华大学电子工程学士及硕士
张羽	首席技术官 兼引擎中心总经理	丰富的游戏行业经验，曾任完美世界集团工作一室程序总监 清华大学电气工程学士

资料来源：祖龙娱乐招股书，首创证券

**核心制作团队不断扩充。**公司核心游戏制作人还包括向楠先生及赵同同先生，均拥有超过 15 年的游戏开发经验，曾参与开发项目包括端游《诛仙》、《完美世界》、《赤壁》、《梦幻诛仙》等，参与开发手游项目包括《万王之王 3D》《六龙争霸》/《六龙御天》《琅琊榜：风起长林》《梦幻诛仙手游》《御剑情缘》《圣斗士星矢》《九州天空城 3D》等。此外，公司通过旗下 Vvanna 工作室以及上海研发团队，扩充核心制作和策划人才，在女性向游戏和卡牌游戏领域展开布局。

表 2 公司核心制作人（部分）

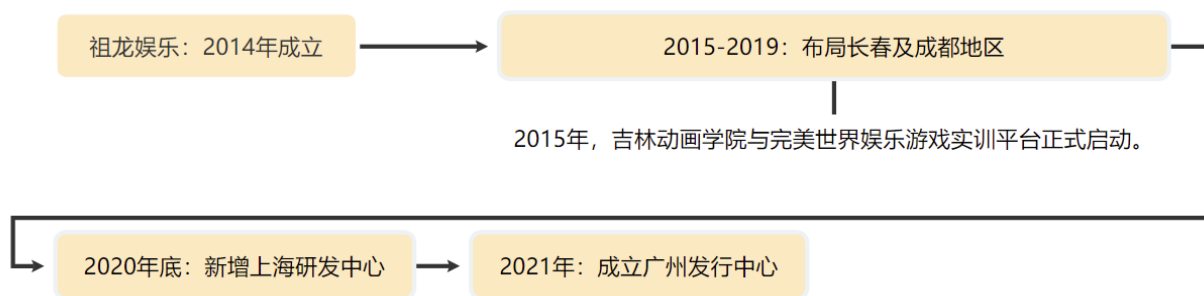
姓名	职位	主要经历
向楠	天津祖龙董事	超过 15 年游戏制作经验，曾任完美世界集团的游戏制作人 代表作：《万王之王 3D》《六龙争霸》/《六龙御天》《琅琊榜：风起长林》等
赵同同	—	超过 15 年游戏制作经验，端游时期担任《诛仙》、《完美世界》、《赤壁》、《梦幻诛仙》策划总监 代表作：《梦幻诛仙手游》《御剑情缘》《蜀山缥缈录》《圣斗士星矢》《九州天空城 3D》等
其他	—	Vvanna 工作室：女性向游戏 上海团队：卡牌游戏等

资料来源：祖龙娱乐招股书，新浪游戏，游戏葡萄，腾讯 GWB 游戏无界，首创证券

**完善产业带布局，辐射游戏研发人才。**公司团队覆盖了中国游戏最发达的区域，并逐步扩展到海外地区。公司重视核心团队的建设和整体架构的搭建，除北京总部外，在全国多地设有研发中心，不断吸纳高端行业人才。其中：

- 成都和长春两地的研发中心设立较早，近年来实力持续增强，与北京总部形成优势互补；
- 2020 年底，公司新增上海研发中心，辐射华东地区，吸纳以上海为核心覆盖江浙皖等周边区域的游戏业高端人才；
- 2021 年底，公司在广州成立了针对海外特定区域的发行中心，并吸引了具有丰富全球游戏发行经验的顶级人才和团队加入，加码自发行能力；
- 此外，公司还布局了海南和韩国地区。

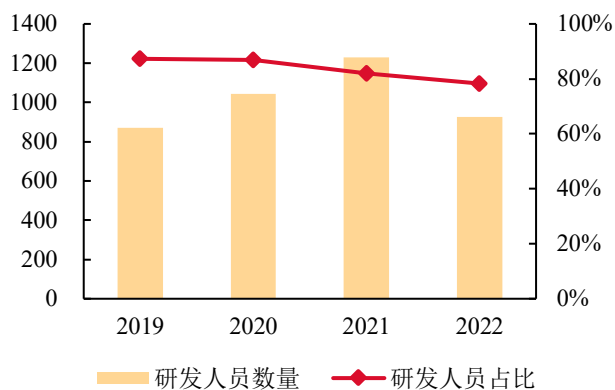
图 4 祖龙娱乐地区布局



资料来源：公司招股书，人民网，首创证券

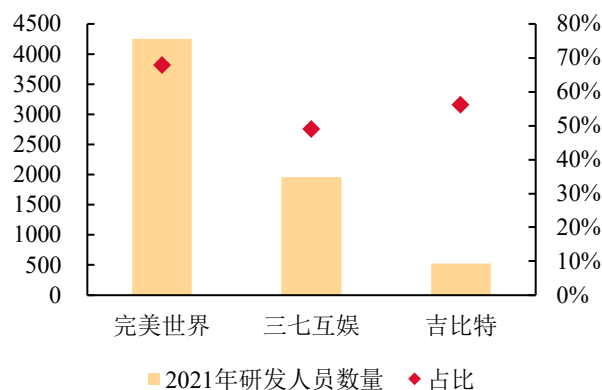
研发团队庞大，梯队建设稳健，公司研发开支居于行业前列。截至 2022 年底，公司研发人员 900 余人，占员工总数比重 78.3%，高于行业头部上市公司普遍 50%-70% 的水平。同时据公司招股书，截至 2020 年 6 月，公司研发人员中，超过四分之一有十年以上游戏开发经验，公司程序中心及引擎中心的雇员中约有 46% 持有研究生学位。公司重视研发投入，近年来研发费用率维持较高水平。相比而言，A 股头部游戏公司研发费用率大多在 30% 以下。

图 5 祖龙娱乐研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，首创证券

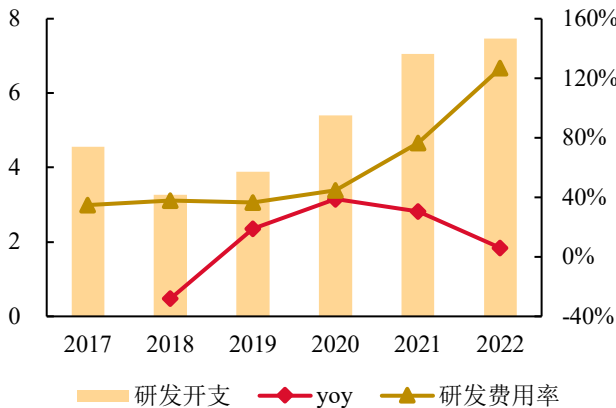
图 6 头部游戏公司研发人员数量及占比（2021 年）



资料来源：公司公告，首创证券

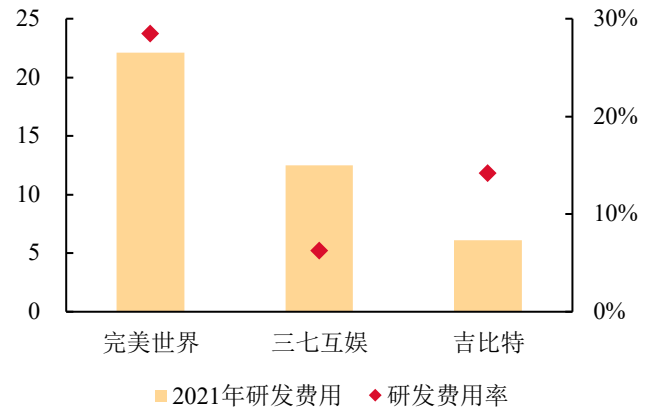


图 7 祖龙娱乐研发开支（亿元）



资料来源：公司公告，首创证券

图 8 头部游戏公司研发开支情况（亿元）



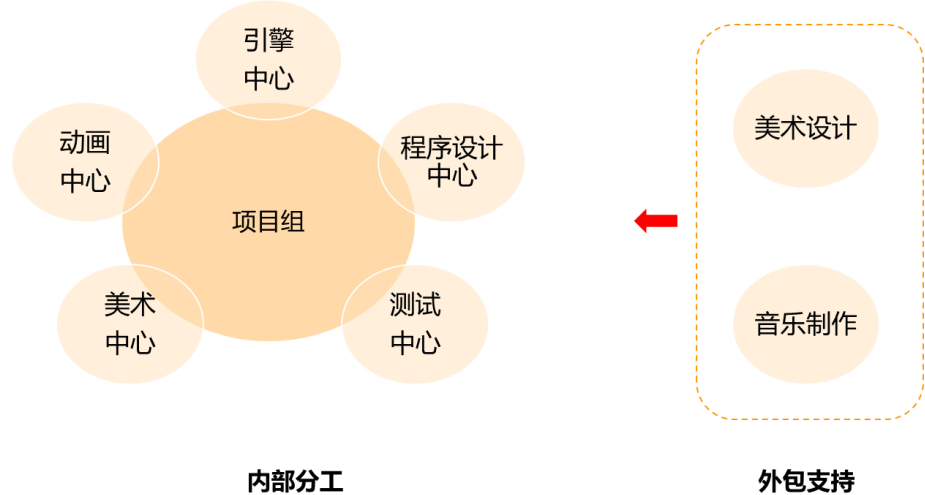
资料来源：公司公告，首创证券

### 2.1.2 细致、可控的开发管线搭建

祖龙娱乐在项目推进流程上，从提出构想到游戏最终上线运营，环节设置清晰，职责划分明确，其中耗时较长的游戏制作（一般耗时 6-12 个月）过程中，制作团队每两周需向项目管理报告，整个流程的可控性较强，保证开发过程稳健有序。

**组织架构分工明确，打造工业化产线能力。**游戏产品研发的工作量随着游戏精品化进程的不断推进而持续增加。祖龙娱乐较早开始推进工业化产线建设，以解决精品游戏开发过程中的产能问题。具体而言，公司各项目组与引擎、程序、美术、动画等强中台部门密切配合，北京总部与上海、成都、长春三个研发基地之间形成联动和优势互补，同时在部分音乐、美术设计等工作中借助外包支持，形成了高效的工业化流程。

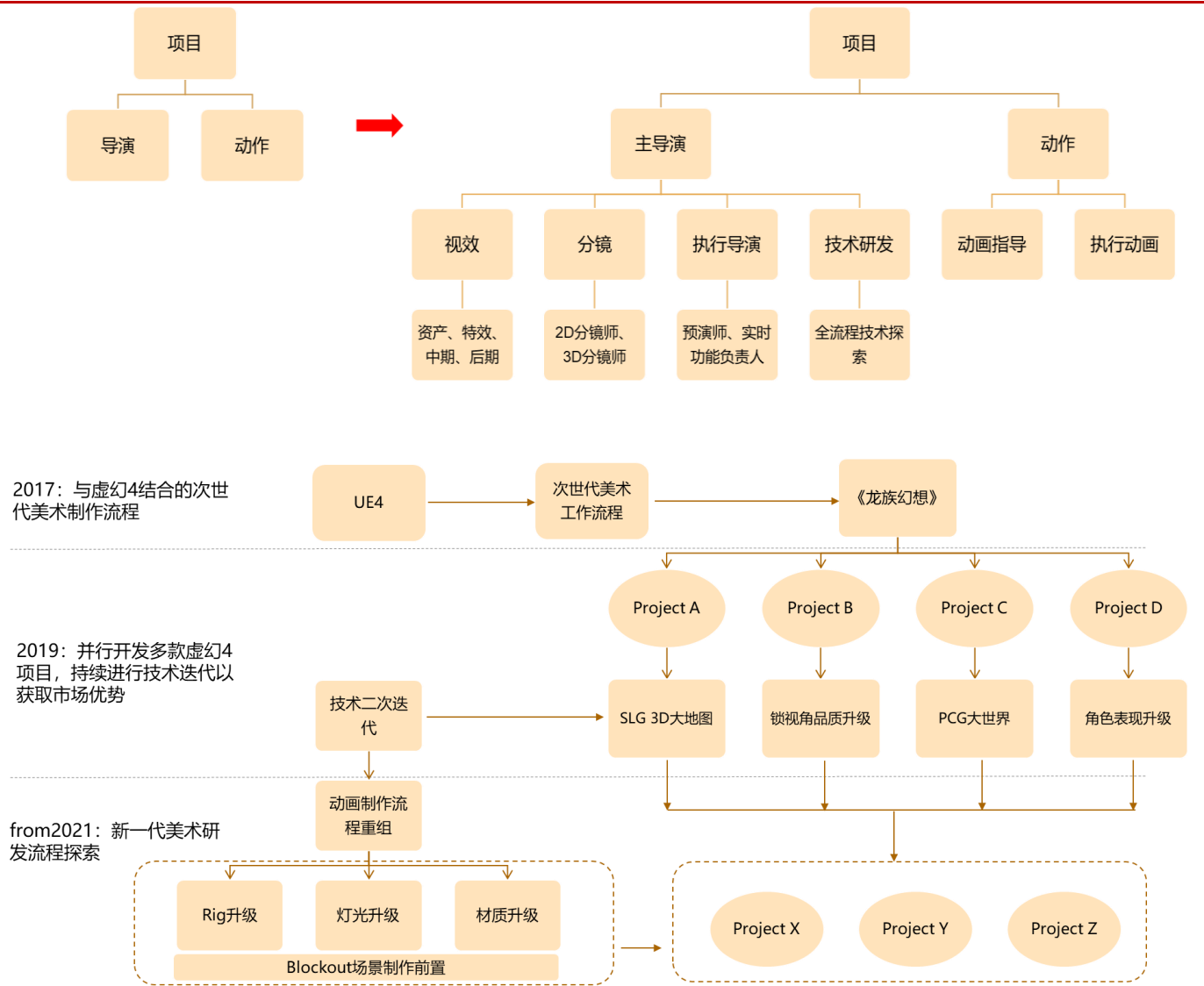
图 9 祖龙娱乐项目开发组织架构



资料来源：公司招股书，祖龙娱乐官方公众号，首创证券

**流程和架构不断优化，反哺后续项目开发。**以动画团队为例，公司最早的动画团队人员规模较少，分工也相对笼统，随着项目难度、复杂度、质量要求变得越来越高，公司将所有的职能进行拆分，如主导演团队进一步细分为视效、分镜、执行导演和技术研发等相对更为专精的领域，在细分领域持续进行品质升级。此外，公司对动画中心进行了重组，有望将开发过程中积累的能力反哺到未来的游戏开发中：纵向产品线方面，迭代为并行开发多款虚幻引擎 4 项目；横向上，探索新一代美术研发流程，把绑定、灯光、材质、block 前置等进行了调整。

图 10 祖龙娱乐基于 UE4 的动画团队搭建与迭代



资料来源: 祖龙娱乐艺术中心公众号, 首创证券

### 2.1.3 业内领先的引擎技术能力

探索前沿技术应用, 公司使用虚幻引擎研发能力行业领先。2015年, 游戏市场仍以2D为主导, 祖龙娱乐率先尝试3D技术, 推出了首批基于Unity 3D的真3D MMORPG手游之一的《六龙争霸》/《六龙御天》, 并取得了较好的成绩, 随后公司使用Unity 3D开发了《青丘狐传说》《御剑情缘》《梦幻诛仙》《万王之王3D》等多款游戏。

2016年之后, 随着行业内大部分厂商转向使用Unity引擎打造手游, 祖龙娱乐开始将在3A端游大作中应用的虚幻引擎引入手游开发, 成为率先将UE4(虚幻引擎4)成功引入中国手游开发行业的研发商之一。2019年公司推出了中国首款由UE4驱动的真3D次世代MMORPG手游《龙族幻想》, 该产品首月流水超过6亿元。同时, 作为使用UE4的杰出移动游戏开发商, 公司获Epic Games邀请在2019年游戏开发者大会上介绍《龙族幻想》, 研发能力得到肯定。

作为在业内率先研究和使用的全球领先的虚幻引擎开发移动游戏, 并快速搭建了基于UE4的次世代流程的研发商, 公司将UE4扩展到多个游戏类型, 推出了一系列基于UE4驱动的产品。截至目前, 公司已成功推出5款基于UE4研发的游戏产品, 数量位居产业头部, 除《龙族幻想》外, 还包括: 首款由UE4打造的SLG手游《鸿图之下》, 由UE4

打造的真3D次世代MMORPG手游《诺亚之心》，由UE4开发的第一款回合制MMORPG手游《梦想新大陆》，以及由UE4打造的女性向手游《以闪亮之名》等。此外，公司储备项目中，亦有多款基于UE4的产品。

**UE5推出，新一代虚幻引擎性能显著提升。**2022年4月，Epic Games发布虚幻引擎5正式版，并开放下载。虚幻引擎5作为跨时代的版本，带来前所未有的自由度、保真度和灵活性，极大优化了开发 workflow，实现了技术和产品的巨大突破。相比UE4，UE5在渲染技术、虚拟现实、粒子系统、数据管理、编辑器界面和性能优化等方面都有重大的改进和提升，使得开发者可以更加轻松地创建出高质量的游戏和应用。

**率先布局UE5，公司有望保持领先优势。**在UE4合作取得重大成功的基础上，祖龙娱乐与游戏引擎开发商Epic Games就UE5的授权许可达成持续深度合作，成为最早一批研究及使用UE5并将其扩展应用到多个游戏产品的厂商之一。凭借使用UE4开发大型手游的重要成功经验，公司使用UE5等前沿技术进行游戏研发作为战略级方向进行布局，目前公司有两款储备游戏应用UE5，分别为《项目代号：重生》和《项目代号：火种》，有望持续打造高质量、跨平台的新产品，在技术和产品端实现突破。

图 11 公司使用游戏引擎开发的产品梳理（部分）

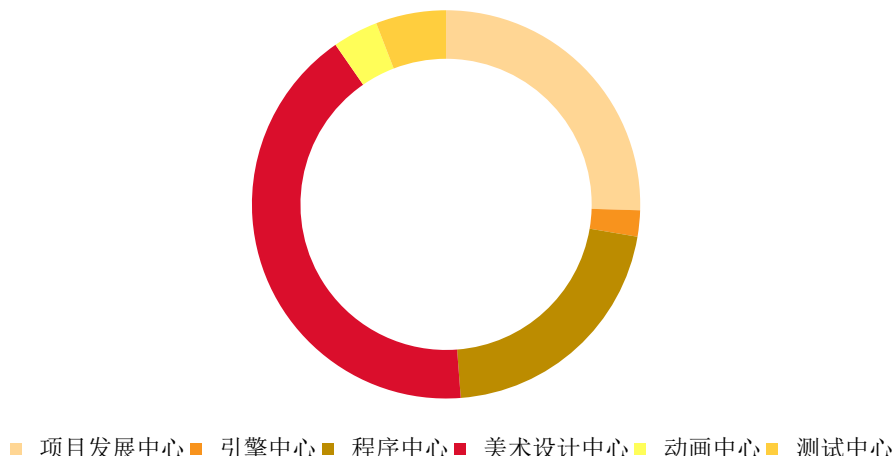


资料来源：祖龙娱乐招股书，公司公告，首创证券

### 2.1.4 重视美术能力建设

公司重视美术团队建设，招募大量专业人才。美术及动画中心是祖龙核心团队之一，目前规模近500人，由央美、鲁美、川音、川美、中传、天美、吉动等国内外顶尖美院的人才组成，聚焦于游戏内容的表现及游戏操作的可视化。据公司招股书，截至2020年上半年，公司美术设计中心员工人数占比达到36.3%，为各职能团队中最高。同时，公司在2020年上市后仍不断扩充美术设计人才。

图 12 公司研发团队结构（2020 年）



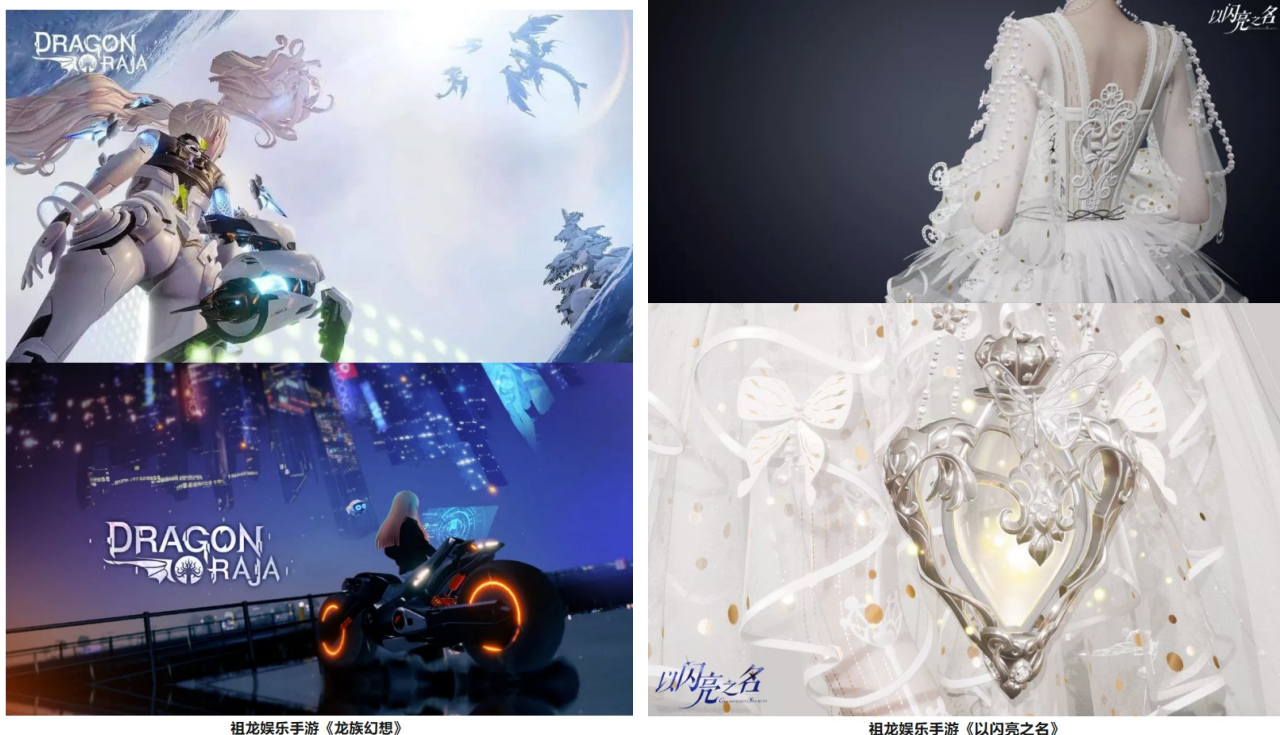
资料来源：公司公告，首创证券

多款游戏美术制作精良，达到业界顶尖水平。公司旗下美术设计团队具有强大的技术突破和原创能力，持续打造兼具高美学影像、电影级的视觉效果和情节设定的精品游戏。

例如，在使用 UE4 打造的《龙族幻想》中，公司运用 GPU 粒子效果与全局光线相结合、基于物理的渲染、影像技术以及面部表情和身体动作捕捉系统的 GPU 渲染解决方案，创造高度逼真的动画及环境，呈现了《龙族》中恢宏壮观的同名幻想世界。《龙族幻想》荣获 2019UOD 最受期待游戏作品奖。

又如，公司 2022 年推出的女性向手游《以闪亮之名》，这款游戏的画面精致程度、材质复杂程度均达到了移动平台上的超高水平。游戏不光拥有超十万精度的模型，还首次尝试在女性向游戏中引入虚幻引擎 4，并通过 SSS 算法将画质的真实感做到极致。

图 13 祖龙娱乐基于 UE4 打造的手游产品（部分）



祖龙娱乐手游《龙族幻想》

祖龙娱乐手游《以闪亮之名》



资料来源：祖龙娱乐官方公众号，首创证券

## 2.2 爆款出品稳定，运营经验丰富

### 2.2.1 新游突围难度提升，玩法微创新+美术提升是确定性较高的发力方向

角色扮演类游戏占据最大市场份额。2022年，在收入排名前100的移动游戏产品中，角色扮演（ARPG/MMORPG）、卡牌和策略类游戏数量最多，占比分别为24%、12%和11%；创收能力上，2022年角色扮演、MOBA及射击类游戏占比最高，分别为18.17%、15.31%和14.94%，三者总和近半。

新游突围逐年难度提升。2019年以来，中国移动游戏流水TOP100产品中当年新品数量持续下降，新品在TOP100产品中的流水占比也快速降低。据伽马数据，2022年共有14款新游戏进入流水TOP100移动游戏名单，其流水占TOP100产品总流水的比例为7.0%。

图 14 中国移动游戏流水 TOP100 产品中新品情况

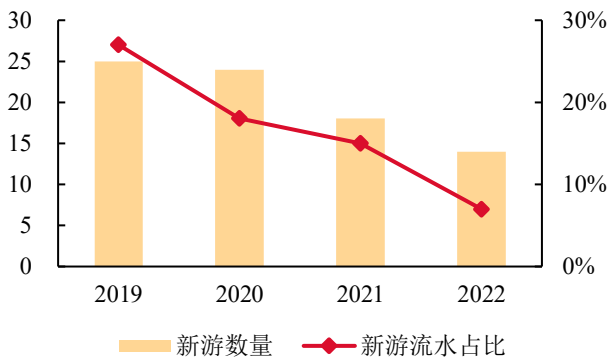
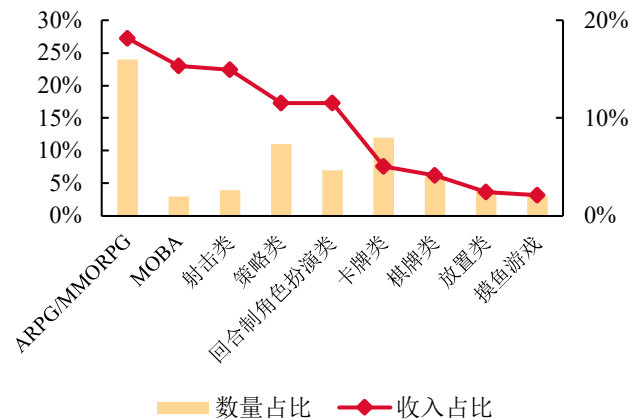


图 15 中国移动游戏流水 TOP100 产品类型情况



资料来源：伽马数据，首创证券

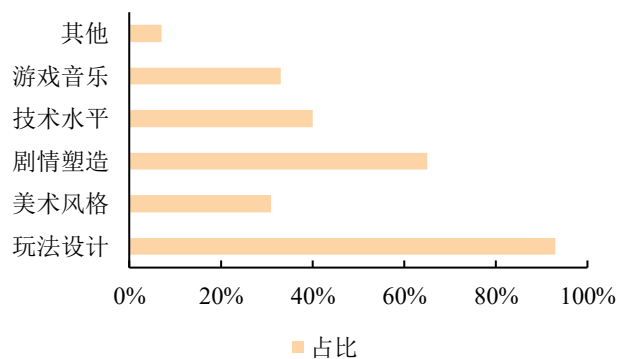
资料来源：伽马数据，首创证券

游戏用户需求迁移，玩法设计成为国产游戏精品化开发短板。据伽马数据调研结果，游戏用户需求向轻量化、画面好和玩法等方向迁移：84%的受访者认为用户疲劳度升高，更愿意选择更轻的、节奏更快的、更容易获得快乐的游戏方式；60%的受访者认为用户会选择画面炫酷、美术水平高的游戏；64%的受访者认为用户需要玩法多样的游戏，例如中重度游戏增加休闲副玩法。从游戏开发角度，玩法设计、剧情塑造、美术风格等成为国产游戏精品化开发需要突破的方向。

图 16 游戏用户需求变化



图 17 精品游戏开发短板





资料来源：伽马数据，首创证券

资料来源：伽马数据，首创证券

### 2.2.2 公司爆款频次稳定，核心产品生命周期较长

公司立足 MMORPG 优势品类，通过玩法微创新拓展新赛道。公司在 MMORPG 品类游戏的多年持续深耕，优势显著。根据公司招股书，按自研 MMORPG 游戏流水计，2019 年公司在所有中国移动游戏开发商中排名第三，占市场份额的 5.6%；按中国内地的流水计，2017-2019 年，公司有四款游戏名列 MMORPG 手游 20 强。公司积极探索在充分发挥 MMORPG 研发产品力优势的基础上进行产品升级与拓展，推动其他主流游戏品类与 MMORPG 的有机融合。例如，公司 2022 年推出的《诺亚之心》采用了“MMO+卡牌”玩法的融合创新设计，上线之初便登顶 iOS 免费榜，公司储备产品中《阿凡达：重返潘多拉》也是一款将 MMORPG 与射击相融合的革新产品。

公司爆款新游推出稳定，平均 1-2 年推出一部爆款产品。截至 2022 年底，公司总计推出 19 款精品手游，在运营的 13 款游戏的全球累计注册用户数超过 1.4 亿人，梳理公司产品线可以发现，公司每 1-2 年即可推出 1-2 款爆款产品，其中：《龙族幻想》首月流水超过 6 亿元，截至 2022 年底全球累计流水超过 42 亿元；3 款游戏全球累计流水超过人民币 30 亿元；6 款游戏全球累计流水超过人民币 10 亿元；7 款游戏发行后首月流水超过人民币 1 亿元。

公司核心游戏产品生命周期较长，持续贡献收入。据公司招股书，MMORPG 手游平均生命周期长度通常为 8~18 个月，而公司在运营产品普遍生命周期在 40 个月以上，超越市场上其他同类型产品。公司核心产品《龙族幻想》《鸿图之下》上线 2-3 年后，仍能延续不错的流水表现，同时《梦幻诛仙》《万王之王 3D》《御剑情缘》《六龙争霸》等运营已超过四年的游戏也在为公司持续贡献收益。

图 18 公司产品线梳理（部分）

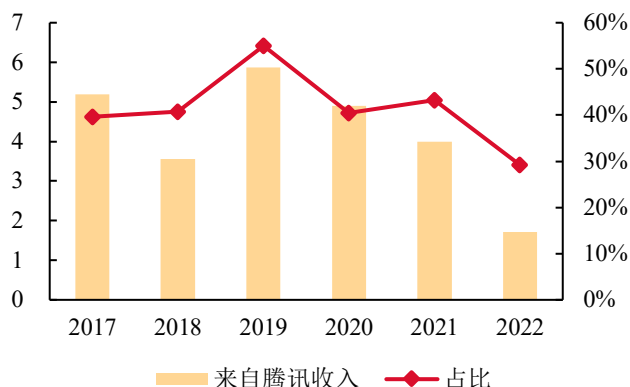


资料来源：祖龙娱乐招股书，祖龙娱乐官网，首创证券

### 2.3 发行端：与腾讯合作稳定，自主发行能力持续提升

与腾讯合作稳定，发行渠道畅通。腾讯发行资源和能力深厚，且为公司主要股东之一，公司长期以来与腾讯保持可持续发展的战略伙伴关系。公司多款爆款游戏由腾讯独家代理发行，如《六龙争霸》《龙族幻想》《梦幻诛仙》《龙族幻想》《鸿图之下》《万王之王 3D》等。2022 年底，公司与腾讯集团重续腾讯游戏合作框架协议，有效期三年。同时，公司重磅储备《阿凡达：重返潘多拉》也将由腾讯代理发行。

图 19 公司 2017-2022 年来自腾讯收入（亿元）占比



资料来源：公司招股书，公司公告，首创证券

图 20 公司主要游戏发行合作情况（部分）

	腾讯代理	第三方代理	自发行
中国大陆地区	六龙争霸	青丘狐传说	琅琊榜：风起长林
	梦幻诛仙	蜀山缥缈录	天空纪元
	龙族幻想	御剑情缘	足球梦工厂
	万王之王3D	幻想神域	以闪亮之名
	鸿图之下	战舰联盟	
	梦想新大陆	权利与荣耀	
	诺亚之心		
	阿凡达：重返潘多拉		
海外地区			足球梦工厂 龙族幻想 万王之王3D 鸿图之下 诺亚之心 以闪亮之名

资料来源：公司招股书，公司公告，首创证券

**全球化视野+精细化运营，逐步提升自主发行能力。**立足于过硬的产品质量，祖龙娱乐逐步以海外市场为抓手，探索自发行能力的建设。具体而言，公司通过在本地化的市场调研+联合本地化团队进行发行方案打磨，深入思考目标人群破圈及用户转化的链路，立体化地利用全球发行资源，以及精细化的运营社群等多个环节上的努力，逐步建立起自发行方法论，成功在欧美、日韩、部分东南亚国家和中国港澳台等多个海外地区发行了《万王之王 3D》《龙族幻想》《鸿图之下》《诺亚之心》《以闪亮之名》等游戏，并取得了较为理想的成绩。2023 年 3 月，公司自发行的《以闪亮之名》在中国大陆地区上线，表现亮眼；同时公司代理发行的游戏《Madtale:IdleRPG》已于 2023 年 7 月 12 日于欧美、东南亚地区上线，公司自发行体系建设进入新阶段。

表 3 祖龙海外自发行情况梳理（部分）

上线时间	游戏名称	自发行地区	成绩
2019	《万王之王 3D》	欧美	iOS AppStore 下载量排名 MMORPG 手游第一名及 RPG 手游第二名，跻身欧洲八个地区市场
2020.2	《龙族幻想》	欧美	截至 2020 年 6 月 30 日，美国 iOS App Store 下载量排名 MMORPG 手游榜首及位列 RPG 手游第二 跻身欧洲八个地区市场 iOS App Store 下载量排名手游前十
2020.5		东南亚	泰国 iOS App Store 和 Google Play 连续八日免费游戏榜首 新加坡 Google Play 连续九日免费游戏榜首位
2020		越南	长期排名当地畅销榜前二十名左右
2021.1		欧美	获得 Google 多次推荐
2021.3		日本	2021 年 3 月 31 日在日本地区自主发行，获得 iOS 及 Google 推荐位，上线首周达到 iOS 应用商店免费榜前 5 名
2021.3	《鸿图之下》	东南亚	--
2021.4		中国港澳台	首日即登顶 iOS 应用商店免费榜榜首
2021.11		越南	获得 Google 多次推荐
2022.1		韩国	上线 10 日内获得 Google 免费榜第 4 名及畅销榜第 11 名的成绩

2022.7		韩国	上线两日内登顶 iOS 应用商店和 Google Play 游戏下载榜榜首
2022.7	《诺亚之心》	日本	预下载期间登顶 iOS 应用商店游戏免费榜榜首
2022.7		欧美	多个国家上线首日冲入 iOS 应用商店游戏免费榜前三名
			上线首日即登顶 iOS 应用商店游戏免费榜榜首
			中国港澳台地区 Google Play 热门游戏排行榜榜首
2022.7		中国港澳台	上线一个月内分别取得中国香港地区 iOS 应用商店游戏畅销榜第 2 名、中国澳门地区 iOS 应用商店游戏畅销榜第 3 名、中国台湾地区 iOS 应用商店游戏畅销榜第 4 名
	《以闪亮之名》		2022 年 9 月版本更新，上线次日登顶中国香港和中国台湾地区 iOS 游戏畅销榜榜首
			2023 年 2 月版本更新后取得中国香港地区 iOS 应用商店游戏畅销榜第 3 名、中国澳门地区 iOS 应用商店游戏畅销榜第 1 名、中国台湾地区 iOS 应用商店游戏畅销榜第 2 名
2022.7		新加坡	上线首日登顶 iOS 应用商店游戏免费榜榜首
2022.7		马来西亚	上线首日登顶 iOS 应用商店游戏免费榜榜首
2022.12		日本	首日问鼎日本 iOS 应用商店游戏免费榜
2023.3		中国大陆	上线首日登顶中国大陆地区 iOS 应用商店游戏免费榜榜首并连续四日霸榜
			上线次日冲入中国大陆地区 iOS 游戏畅销榜前十名
2023.5		欧美、泰国、印尼和越南等地区	上线首日登顶泰国、印度尼西亚、越南的 iOS 应用商店游戏免费榜榜首
			上线首日获得美国 iOS 应用商店游戏免费榜第 2 名

资料来源：祖龙娱乐招股书，公司公告，手游那点事，首创证券

### 3 增长点：产品线储备充足，全球化定位提升产品价值张力

#### 3.1 多元产品线储备充足，强 IP 大作贡献增量

多样化产品组合，pipeline 储备充足。公司储备有多类型的游戏组合，预计于 2023 年至 2025 年期间在全球各地推出 9 款 MMORPG、SLG、女性向、射击、策略卡牌及其他类型的游戏产品。我们认为，随着公司产品类型由 MMORPG、SLG 扩张至女性向、射击及策略卡牌等更多元的品类和更丰富的风格，以及研运一体模式的持续完善，公司核心产品生命周期或进一步延长，有望稳健、持续贡献收益。

表 4 公司储备项目

名称	类型	IP 来源	开发阶段	预期上线年份	主要市场
阿凡达：重返潘多拉	MMORPG+射击	授权	游戏测试	2023	东南亚
三国群英传：鸿鹄霸业	SLG	授权	游戏测试	2023	亚洲
《Madtale:Idle RPG》	卡牌 RPG	代理游戏		2023	欧美、东南亚
项目代号:IM	卡牌 RPG	原创	游戏制作	2024	亚洲

阿凡达：重返潘多拉	MMORPG+射击	授权	游戏测试	2024	全球（除东南亚）
《Madtale:Idle RPG》	卡牌 RPG	代理游戏		2024	亚洲（除东南亚）
项目 E	策略卡牌	授权	游戏提案	2024	全球
项目代号：重生	开放世界角色扮演+	原创	游戏制作	2025	全球
项目 F	MMORPG+	-	游戏提案	2025	全球
项目 G	MMORPG+射击	-	游戏提案	2025	全球
项目 H	MMORPG+动作	-	游戏提案	2025	全球

资料来源：公司公告，首创证券

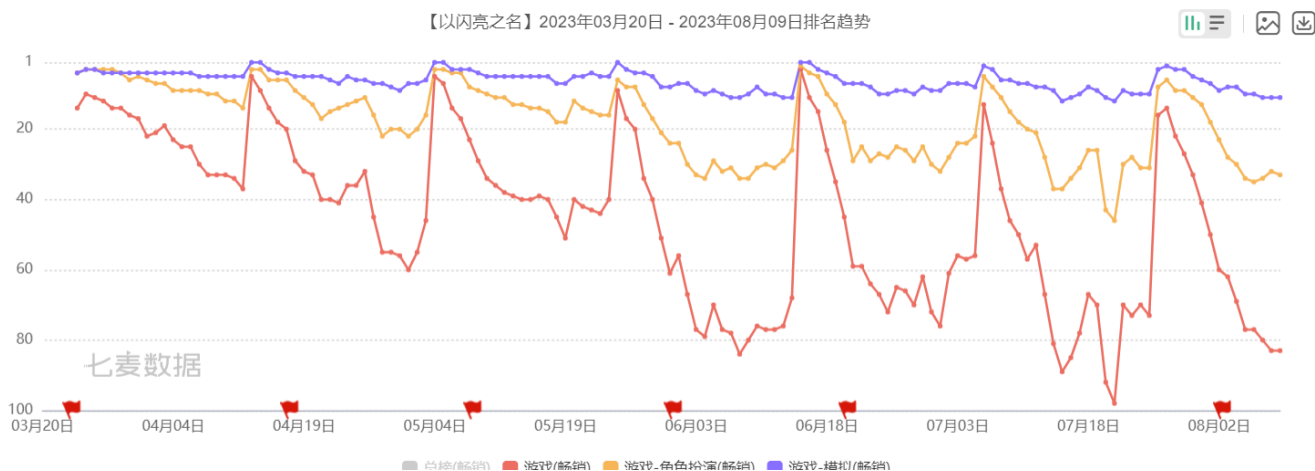
《以闪亮之名》已上线地区反响良好，后续将继续上线欧美、东南亚等地区。作为公司首款女性向游戏，《以闪亮之名》由公司新一代女性制作和策划团队研发，在加强核心换装玩法的同时，融合了剧情推演、家园建设、社交互动、宠物养成、模拟经营等多元有趣的自定义玩法，提升了玩家自由度。同时，该游戏画面精致程度、材质复杂程度均达到了移动平台上的超高水平，在游戏中实现了超10万面精度的模型。《以闪亮之名》已从2022年下半年开始陆续上线中国港澳台地区、新加坡、马来西亚、日本和中国大陆地区，在已上线区域表现亮眼，其中：在中国大陆地区上线首日流水超过1,000万元，首月超过1亿元，观察畅销榜排名可发现，该游戏在上线新活动时流水显著冲高：2023年4月至6月，游戏在中国大陆地区先后开启“月下盛筵”、“海之音誓”、“夜蔷薇想”及“浮世雪舞”活动，并分别在活动首日取得中国大陆地区iOS游戏畅销榜第5名、第5名、第8名及第3名的成绩。5月10日，该游戏已在欧美、泰国、印尼和越南等地区上线，上线首日，登顶泰国、印度尼西亚、越南的iOS应用商店游戏免费榜榜首，获得美国iOS应用商店游戏免费榜第2名。同时其端游产品也在稳步推进，并计划于9月在中国大陆地区上线。

**强IP产品《阿凡达：重返潘多拉》有望带来新增量。**《阿凡达：重返潘多拉》是一款融合了MMORPG和射击玩法的革新产品，其发布代表祖龙娱乐踏入多人在线射击游戏赛道。公司研发的《阿凡达：重返潘多拉》使用UE4引擎打造，制作精美，对环境、天气、动植物等细节进行雕琢，重现缤纷多彩的阿凡达世界。目前，该游戏完成了第三次海外测试，不断升级3C质量，在枪械手感、操作和动作体验上进行了优化，并大幅提升了画面效果、IP还原度、游戏性能呈现及不同硬件的兼容效果。此外，据IMDb统计，电影《阿凡达》及其续作《阿凡达：水之道》全球票房均超20亿美元，《阿凡达：重返潘多拉》拥有深厚的IP基础，叠加腾讯强大的发行能力，该游戏有望贡献亮眼的市场反馈和业绩表现。当前，该游戏已取得版号。

此外，公司2023年预计上线的项目还有使用知名IP打造的SLG产品《三国群英传：鸿鹄霸业》，其在继承了《鸿图之下》核心优势的同时丰富了差异化玩法，目前已进入测试阶段；公司2024年和2025年预计分别有4款新产品上线。



图 21 《以闪亮之名》ios 畅销榜表现（3.24-8.9）



资料来源：七麦数据，首创证券

### 3.2 全球化视野，提升产品价值张力

立足国内放眼全球，坚定全球化战略。1) 产品布局方面，公司以可以全球化发行作为立项前提，在产品孵化阶段即奠定全球推广的基调，保证产品的国际化风格，使之易于被全球玩家接受；2) 发行模式方面，通过多年来在不同赛道中持续输出高质量的产品，祖龙娱乐在各个国家和市场的游戏运营及用户反馈中积累经验，对不同地区市场的玩家形成了较为深度的认识，能做到针对各地区的不同用户特点进行游戏版本调优升级，构建以用户需求为核心的、更具有针对性的产品推广策略与发行模式；3) 祖龙在海外深耕研运一体战略，更利于游戏的长线运营。

标杆产品打开市场，海外营收占比稳健提升。《以闪亮之名》在海外市场的率先发布及优秀的市场表现，充分体现了祖龙娱乐对全球化战略的高度重视，展现了祖龙娱乐在海外市场上的强大实力，拥有顶级IP加持的手游《阿凡达：重返潘多拉》项目的顺利推进体现祖龙娱乐精品化的游戏研发与运作得到了国际知名厂商的认可。祖龙娱乐海外业务营收占比稳健提升，2022年公司海外业务实现4.05亿元，营收占比达69.3%，公司海外市场有望不断开拓。

在地域方面，祖龙娱乐在中国港澳台和东南亚等亚洲地区市场拥有较强的优势，来自中国港澳台地区的营收规模相对保持稳定。2022年在日本及韩国市场做出了强劲拓展，韩国和日本发行团队的不断打磨、优秀人才持续吸引、游戏产品的不断推出。在高付费用户主导的欧美市场，公司同样取得了亮眼的成绩，并通过多样化的产品和定制化的策略在该地区占据了稳定可观的市场份额。



图 22 祖龙娱乐海外营收情况（亿元）

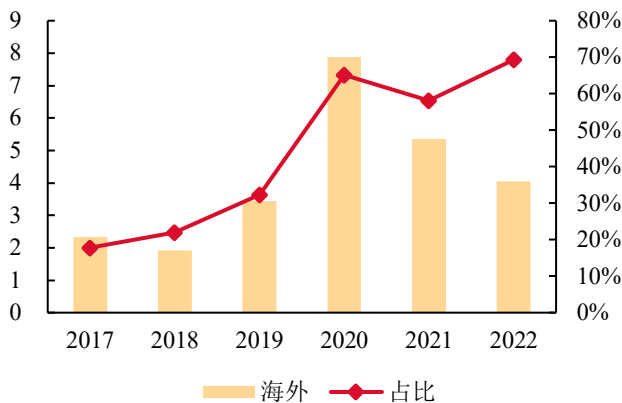
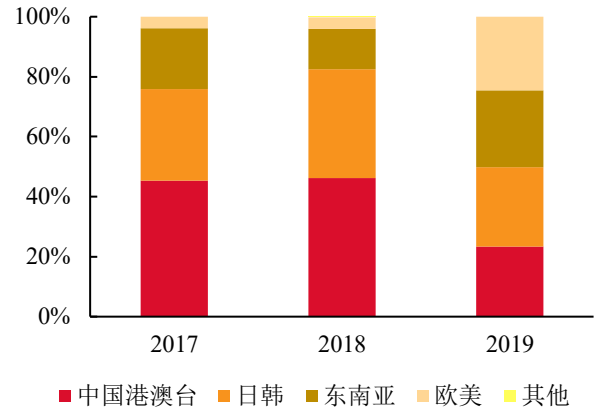


图 23 祖龙娱乐海外营收结构（按地区）



资料来源：公司招股书，公司公告，首创证券

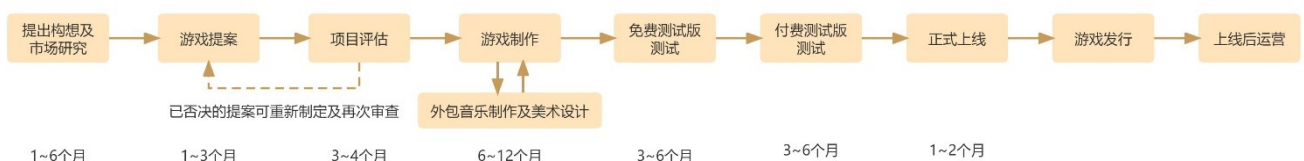
资料来源：公司招股书，公司公告，首创证券

### 3.3 AIGC 赋能游戏全产业链，公司有望率先受益

AIGC 赋能游戏全产业链，促进行业成本下降及内容质量和用户体验的提升。AIGC 技术的发展，有望从最初的游戏策划阶段开始，重塑游戏全产业链开发及运营效率，具体而言：

- 1) 供给角度，AIGC 技术可以在多个开发环节提升效率。包括在游戏策略阶段辅助文案撰写，在游戏制作阶段辅助原画灵感捕捉、快速生成动画/配音/配乐等资产以及辅助程序开发，在游戏测试环节辅助执行一些自动化的基础测试，在游戏发行环节快速制作投放素材、效果分析和设定更为精准的发行策略等，在节省开发时间的同时可以一定程度上提升内容创意质量；
- 2) 需求角度，AIGC 着力点在于提升用户体验撬动更大价值。一方面，以智能 NPC 交互为代表的产品升级，提升游戏自由度和用户沉浸感，解锁更多个性化游戏体验；另一方面，AIGC 在用户生成内容、用户社群维护运营、语言翻译、防作弊等领域的应用，进一步提升用户体验和用户粘性，从而提升游戏产品的生命周期和变现价值。

图 24 游戏制作流程（以祖龙娱乐为例）



资料来源：祖龙娱乐招股书，首创证券

祖龙娱乐凭借较强技术优势，有望率先受益于技术升级。第一，公司面对新技术一贯保持较为开放的态度和投入的决心，公司以产品力为核心驱动，始终保持着游戏开发技术和应用方面的领先性，用技术升级带动产品品质的提升；第二，在搭建团队和工作流方面，公司具备较为成熟的方法论，如在利用 UE4 开发手游的过程中，由于当时国内没有完全使用虚幻引擎开发游戏的团队，公司自己培养了并搭建了引擎人才梯队，并依靠高效的工作流完成了多部爆款手游的开发；第三，公司已经在重量级储备项目《代号：重生》中加入智能 NPC，公司构建了一套开源的动态脚本自然语言处理技术系统来管理 NPC 的记忆，使每个 NPC 会有自己独立的人格和记忆，任何外界的变化都会被检测到，

并以合适的方式植入到他们的记忆系统中。

## 4 财务分析

**新产品周期开启，重磅新游有望驱动营收水平快速回升。**2022年，公司实现营收5.84亿元，同比下滑36.6%，主因：1) 公司2022年上半年于中国大陆地区发布的《诺亚之心》表现不及预期；2) 受到版号等因素影响，原定于2022年发行的《以闪亮之名》发行计划有所延迟；3) 老游戏流水有所下降。当前，公司新产品周期开启，其中：重磅新游《以闪亮之名》已上线中国大陆地区和欧美及东南亚等地区，且流水表现强劲，驱动营收快速增长，2023年上半年，公司实现营收4.02亿元，同比增长22.0%。同时参考其在中国港澳台地区优秀的长线表现，我们认为其有望成为公司的核心长线产品，持续贡献流水。此外，公司重点储备项目《阿凡达：重返潘多拉》《三国群英传》等计划于2023年上线，也有望贡献亮眼增量，公司营收规模或快速回升。

**自研自发游戏流水占比提升，驱动综合游戏发行及运营业务占比提升。**公司主营业务分为综合游戏发行及运营业务（自研自发）和开发与授权业务（自研游戏授权第三方发行，包含收益分成和不可退还固定授权费）。2023年上半年公司综合游戏发行及运营业务收入3.01亿元，占比74.9%，呈逐年上升趋势，主因公司自研自发游戏流水占比提升。我们预计未来这一趋势或将延续，主因公司自发行能力逐渐提升，自研自发产品数量及流水占比有望逐步提升。

图 25 祖龙娱乐营业收入（亿元）

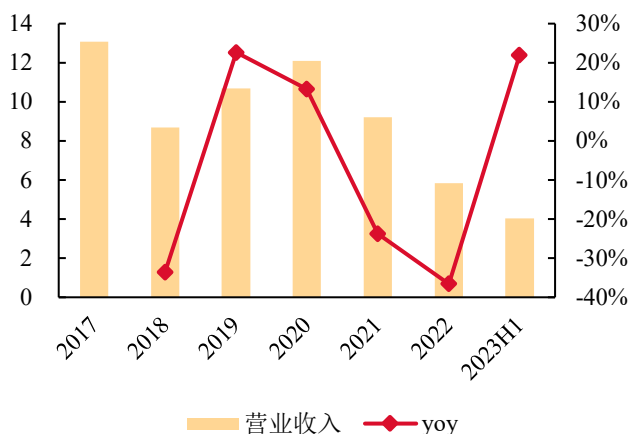
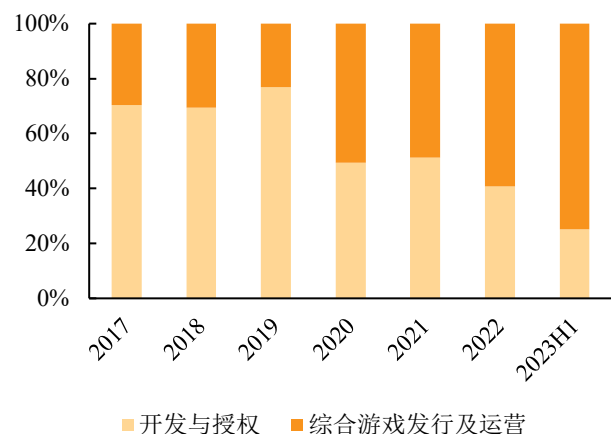


图 26 公司营收结构（按业务类型）



资料来源：公司公告，首创证券

资料来源：公司公告，首创证券

**业务结构对毛利率有所影响。**公司成本端主要包括分销渠道商和支付渠道佣金（综合游戏发行及运营业务）、IP 持有人收益分成和带宽及服务器托管费等。因此通常情况下，开发与授权业务的毛利率高于综合游戏发行及运营业务，受业务结构变化影响，2023年上半年公司毛利率为74%，较2017-2019年水平有所下降，与2022年同期基本相同。

图 27 公司营业成本（亿元）

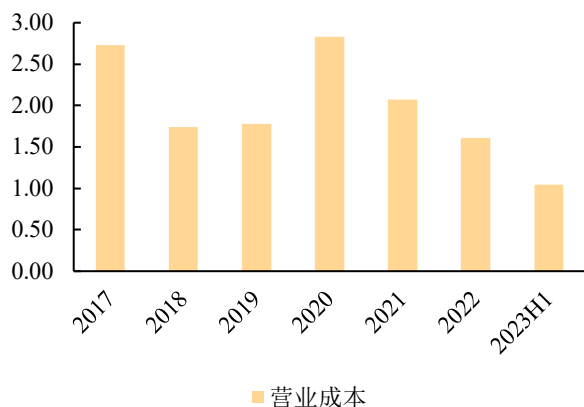
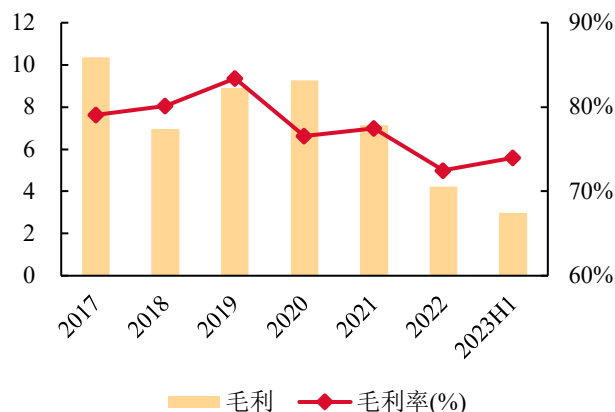


图 28 公司毛利（亿元）及毛利率



资料来源：公司公告，首创证券

资料来源：公司公告，首创证券

**费用端有望优化，利润水平或于 2023 年开始改善。**由于 2022 年新品上线推广开支有所增加、部分员工优化产生费用，叠加当年营收规模下降，公司销售费用和管理费用在绝对值及费用率方面均有所上升。当前，公司自发行重点项目《以闪亮之名》重视口碑、内容营销而非传统买量，有望驱动销售费用率优化。研发费用方面，公司重视研发能力建设，且储备在研项目丰富，短期内绝对值下行空间有限，中长期有望随技术进步和效率提升而优化。

受收入规模下降和费用上升等影响，公司 2022 年经调整净亏损为 7.32 亿元，2023 年上半年经调整净亏损 2.15 亿元，主因受到《以闪亮之名》强劲收入驱动及费用端降本增效显现，2023 年上半年公司净亏损率显著收窄，我们认为，随着重点布局项目的上线，公司前期投入有望得到释放，利润水平将显著改善。

图 29 祖龙娱乐销售及管理费用（亿元）

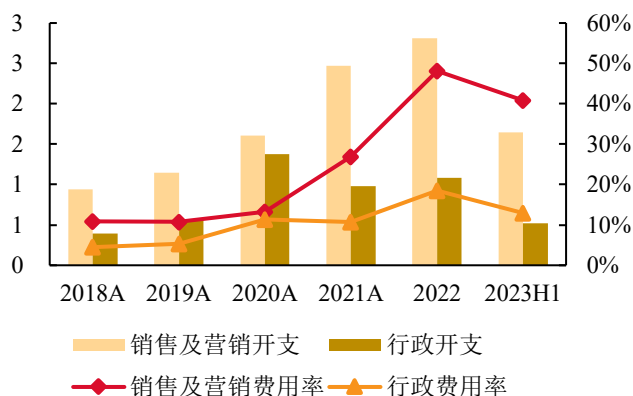
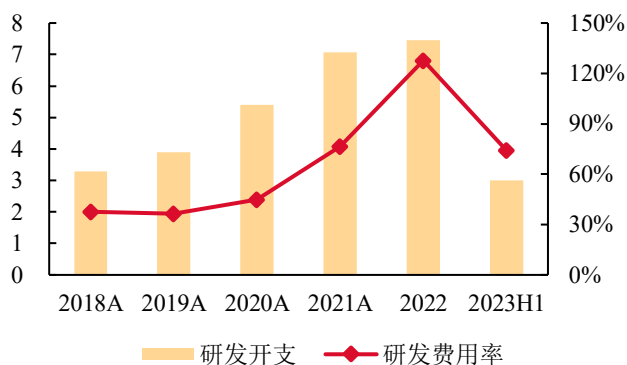


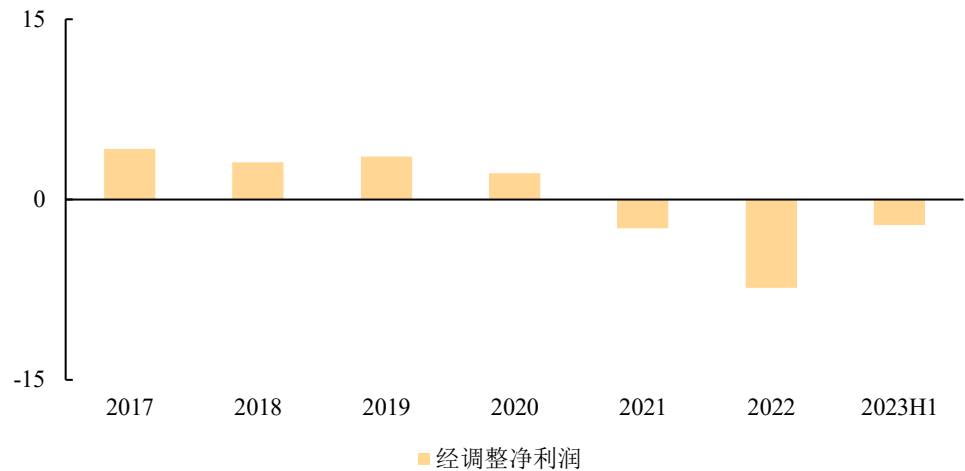
图 30 祖龙娱乐研发费用（亿元）



资料来源：公司公告，首创证券

资料来源：公司公告，首创证券

图 31 祖龙娱乐经调整净利润（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

## 5 盈利预测

### 5.1 收入假设

基于对行业环境和公司经营的研判，我们为公司的盈利预测做出了三点假设：

假设一：产品端，随着版号发放节奏趋于常态化，公司储备产品可以如期上线；

假设二：重点产品流水表现达到预期水平；

假设三：随着自发行能力提升，自发行产品数量及流水稳定增长，表现为综合游戏发行及运营业务收入占比提升；

基于以上假设，我们对公司各项业务收入进行预测：预计 2023-2025 年公司开发与授权业务、游戏综合发行与运营业务收入增速分别为 30.53%/147.47%/20.07%、189.71%/4.55%/13.91%。公司 2023-2025 年总营收增速为 124.73%/38.44%/16.62%。

表 5 祖龙娱乐 2023-2025 年各项业务营收预测（亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
开发与授权业务收入	4.72	2.38	3.11	7.69	9.23
yoy	-20.94%	-49.58%	30.53%	147.47%	20.07%
游戏综合发行与运营业务收入	4.48	3.45	10.00	10.45	11.90
yoy	-26.80%	-22.99%	189.71%	4.55%	13.91%
营业收入	9.21	5.84	13.10	18.14	21.13
yoy	-23.83%	-36.57%	124.73%	38.44%	16.52%

资料来源：Wind，首创证券预测

### 5.2 公司估值及评级

公司当前估值较有吸引力。公司变现模式主要为游戏，我们分别选取以下可比公司对公司进行估值：1) 港股游戏公司：选取行业龙头网易、休闲游戏赛道龙头创梦天地作

为可比标的,行业估值水平区间在 1.7 倍-4.5 倍 P/S,中枢为 3.07 倍 P/S 和 21.70 倍 P/E。  
 2) A 股游戏公司:选取三七互娱、完美世界、吉比特、恺英网络作为可比标的,行业估值中枢为 17.26 倍 P/E、4.08 倍 P/S。

祖龙娱乐作为研发壁垒深厚的头部研发商,已建立工业化开发管线,爆款率较为稳定,同时重点产品储备丰富,自发行能力逐步提升,公司进入新一轮产品周期,在 2024 年有望实现业绩快速释放,预计 24 年 PE 为 6 倍左右,当前估值较有吸引力。

表 6 祖龙娱乐可比估值标的及估值

	可比标的	证券代码	营业收入 (2023E, 亿元)	P/S	净利润 (2023E, 亿元)	P/E
港股游戏公司	网易-S	9999.HK	1,051	4.46	227.23	20.64
	创梦天地	1119.HK	28	1.67	2.07	22.76
	平均值		-	<b>3.07</b>	-	<b>21.70</b>
A 股游戏公司	三七互娱	002555.SZ	191.71	3.09	33.67	17.57
	完美世界	002624.SZ	89.21	3.04	15.54	17.47
	恺英网络	002517.SZ	48.03	6.70	14.67	21.92
	吉比特	603444.SH	53.18	5.74	14.90	20.49
	平均值		-	<b>4.08</b>	-	<b>17.26</b>
	<b>祖龙娱乐</b>	<b>9990.HK</b>	<b>13.1</b>	<b>1.52</b>	<b>0.42</b>	<b>47.3</b>

资料来源: Wind, 首创证券

注: 可比公司营收、利润预测来源于 wind 一致预期, 2023.09.14

综上所述,我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 13.1/18.1/21.1 亿元,同比增速 124.3%/38.4%/16.5%,归母净利润分别为 0.42/3.32/4.78 亿元,同比增速-688.2%/44.2%,预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为每股 0.05/0.41/0.59 元,对应 PE 为 47/6/4 倍。我们看好公司游戏研发壁垒及推出精品游戏能力,以及自发行能力不断增强、技术进步背景下游戏产品变现价值的提升,首次覆盖,给予“买入”评级。

## 6 风险提示

- 1、游戏研发进度不及预期,重点产品推迟上线会影响公司档期财务表现;
- 2、行业政策趋严,如版号发放或相关营销政策趋严,或影响公司重点产品在大陆地区上线节奏;
- 3、新产品流水表现不及预期,影响公司营业收入;
- 4、宏观经济复苏不及预期,可能会影响游戏用户付费能力,从而影响公司营业收入。



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,233	1,387	1,653	2,210	营业总收入	585	1,310	1,814	2,113
应收款项合计	204	194	251	271	主营业务收入	584	1,310	1,814	2,113
存货	0	0	0	0	其他营业收入	1	0	0	0
其他流动资产	839	742	740	663	营业总支出	1,296	1,281	1,445	1,574
流动资产合计	2,276	2,323	2,644	3,144	营业成本	161	324	447	517
固定资产净额	29	30	31	30	营业开支	1,135	956	998	1,057
权益性投资	78	82	85	90	营业利润	-711	30	369	540
其他长期投资	324	258	291	275	净利息支出	-18	-20	-21	-23
商誉及无形资产	229	258	299	327	权益性投资损益	-13	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	其他非经营性损益	-17	0	0	0
其他非流动资产	17	20	19	18	非经常项目前利润	-724	50	390	563
非流动资产合计	677	648	725	740	非经常项目损益	-44	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,953</b>	<b>2,971</b>	<b>3,369</b>	<b>3,884</b>	除税前利润	-768	50	390	563
应付账款及票据	67	81	89	103	所得税	1	7	59	84
短期借贷及长期借贷当期到期部分	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	202	164	222	245	持续经营净利润	-769	43	331	479
流动负债合计	269	245	311	348	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	0	0	0	0	净利润	-769	42	332	478
其他非流动负债	94	94	94	94	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	94	94	94	94	归属普通股股东净利润	-769	42	332	478
<b>负债总计</b>	<b>363</b>	<b>339</b>	<b>405</b>	<b>442</b>	EPS (摊薄)	-0.95	0.05	0.41	0.59
归属母公司所有者权益	2,590	2,632	2,964	3,442	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
<b>股东权益总计</b>	<b>2,590</b>	<b>2,632</b>	<b>2,964</b>	<b>3,442</b>	营业收入	-36.6%	124.3%	38.4%	16.5%
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>2,953</b>	<b>2,971</b>	<b>3,369</b>	<b>3,884</b>	归属普通股股东净利润	-153.4%	105.5%	688.2%	44.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>获利能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	<b>-515</b>	<b>-29</b>	<b>260</b>	<b>423</b>	毛利率	72.5%	75.3%	75.4%	75.5%
净利润	-769	42	332	478	净利率	-131.6%	3.2%	18.3%	22.6%
折旧和摊销	64	-28	-28	-27	ROE	-26.7%	1.6%	11.9%	14.9%
营运资本变动	177	-23	-24	-5	ROA	-23.8%	1.4%	10.5%	13.2%
其他非现金调整	12	-20	-20	-23	<b>偿债能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>86</b>	<b>-72</b>	<b>-105</b>	<b>-109</b>	资产负债率	12.3%	11.4%	12.0%	11.4%
资本支出	-41	-58	-70	-54	流动比率	8.5	9.5	8.5	9.0
长期投资减少	-147	62	-36	11	速动比率	8.5	9.5	8.5	9.0
少数股东权益增加	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他长期资产的减少/(增加)	274	-75	1	-67	每股收益	-0.95	0.05	0.41	0.59
<b>融资活动现金流</b>	<b>-118</b>	<b>255</b>	<b>111</b>	<b>243</b>	每股经营现金流	-0.64	-0.04	0.33	0.53
借款增加	0	0	0	0	每股净资产	3.21	3.27	3.68	4.27
股利分配	-50	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-2.6	47.3	6.0	4.2
其他融资活动产生的现金流量净额	-68	255	111	243	P/B	0.8	0.8	0.7	0.6

## 分析师简介

王建会，复旦大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022 年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014 年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

辛迪，中央财经大学经济统计硕士，中央财经大学金融数学学士，2022 年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级	<b>股票投资评级</b>	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	<b>行业投资评级</b>	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现