

证券研究报告
全球互联网研究
2020年08月12日

祖龙娱乐（9990.HK）深度报告—— 不断进击的次世代手游王者

分析师：	陈梦竹	执业证书编号：	S1220519110005
分析师：	姚 蕾	执业证书编号：	S1220516080006
分析师：	杨仁文	执业证书编号：	S1220514060006

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

这篇深度报告，核心解决了以下问题：祖龙娱乐的核心竞争力、祖龙的组织架构体系及生产效率、祖龙市场竞争地位、祖龙储备产品分析及流水预期、祖龙货币化变现能力分析、游戏引擎对比与分析、祖龙估值分析等。

1、深耕MMORPG领域，贯穿国产游戏发展史，跨越单机-端游-页游-手游时代，积累深厚、自研能力顶尖，19年国内自研手游流水TOP5、国内自研MMORPG手游流水TOP3。

祖龙娱乐前身为成立于1997年的祖龙工作室，拥有跨越单机、网游、页游和手游多个游戏时代的丰富研发经验，行业积淀深厚。98年祖龙工作室研发出世界上第一款3D即时战略单机游戏《自由与荣耀》，成为单机游戏发展史上的里程碑。04年成为完美世界旗下核心工作室后，研发了《完美世界》、《诛仙》、《完美世界国际版》、《武林外传》、《笑傲江湖》、《梦幻诛仙》、《圣斗士星矢》等一系列端游时代的经典大作。2013年祖龙娱乐就开始布局手游领域的产品开发和发行，14年正式成立公司，截至19年底共推出的《神魔大陆》手游版、《六龙争霸3D》、《青丘狐传说》、《御剑情缘》、《龙族幻想》等14款手游，其中5款首月流水过亿，爆款率超35%。根据弗若斯特沙利文数据，2019年国内MMORPG手游市场规模达488亿，为国内手游市场最大类别（占比27%），预计2019-2024年市场增速为19%，仍将保持第一。祖龙娱乐目前位于中国手游开发第一梯队，位居2019年国内自研手游流水市占率第五（1.5%）、国内自研MMORPG手游流水市占率TOP3（5.6%）。

2、祖龙娱乐始终保持前瞻性，敢于不断经历冒险寻求自身的核心竞争力，从游戏引擎的领先到游戏玩法的创新均领跑行业。

祖龙娱乐坚信没有永恒的王者，必须经历一场又一场的冒险，才能保证始终拥有核心竞争力。①15年及之前：行业对Unity掌握和优化处于相对早期阶段、仍有较多厂商使用Cocos2D引擎时，祖龙对Unity掌握和优化能力已行业领先；②16-17年：由于Unity门槛较低，行业多数厂商对于Unity引擎的使用和优化差距已经大幅缩小，为寻求新的核心竞争力，祖龙开始改用Unreal4引擎，打造更高品质的次时代手游；③18年至今：国内手游仍以Unity引擎为主，截至2019年8月国内TOP1000畅销手游中80%采用Unity制作。祖龙历经无数次试错，探索UE4开发流程和岗位如何设计、生产管线如何更新换代、中台架构如何搭建等问题，到18年4月团队完成了UE4工具链、美术制作方式的探索和标准的制定，开始具有批量生产的能力。祖龙对于UE4的掌握和应用提高了品类门槛，甚至反哺玩法设计，成为祖龙现阶段核心竞争力之一。④内容创新：近年来大IP成为MMO手游标配，MMORPG手游玩法多年变化较少，核心用户依旧停留在特定IP与世界观中，MMO越来越不被次世代年轻用户所喜欢，面临这种行业背景，祖龙开始转型做开放世界，满足次世代年轻用户的需求。用时两年，于19年推出采用UE4研发的MMO《龙族幻想》，开放世界程度偏低，核心仍是传统成长的MMO，即便如此仍带来年轻用户的强劲增长，前两个月用户新增创腾讯MMO品类新高。祖龙将继续打造面向年轻用户的开放世界MMO，追求高DAU低ARPU，将开放世界MMO的巨大潜力发掘出来。此外将在深耕MMO优势领域的同时，拓展SLG、卡牌Roguelike、体育、女性向、二次元等品类。

3、组织架构扁平、运行高效，初步实现精品手游的工业化生产，研发团队人员占比87%，27%具备十年以上游戏开发经验，祖龙为研发人员提供具备吸引力的薪酬和股权激励。

祖龙娱乐的组织架构体系较为扁平化，区别于传统游戏工作室制度，祖龙直接设立研究及开发中心（871人/占比87%）、发行及运营中心（65人/占比7%），其中研究及开发中心由研究发展中心、引擎中心、程序中心、美术设计中心、动画中心、测试中心六大部门组成，人员调度灵活，以实现更高效运营。在流程规范化上，祖龙娱乐已经建立起从提出游戏方案构想到游戏最终上线运营一整套成熟完善的业务流程，同时建立起了一套基于虚幻4的工具链、美术制作方式和技术标准，先后发布多个基于UE4引擎研发的储备产品。从研发人员激励上，提供富有吸引力的薪酬和股权激励，研发中心共有122人获得股权激励，持股占比2.31%。

4、新产品释放期即将到来，目前储备8款基于虚幻4引擎研发的次时代手游大作，其中三款将在2020H2-2021H1陆续推出，叠加全球化发行，有望迎来新的用户和营收快速增长期。

①《鸿图之下》：腾讯独家代理的首款基于虚幻4引擎打造的沙盘战略手游，围绕沉浸式真实三国战争概念，打造400万地格沙盘与千人同屏的战场。TapTap预约人数5.3万，评分8.9。已进行限量删档（不计费）测试，预计将于20H2上线。市场可对标产品：1）《率土之滨》：网易于2015年8月推出的全自由沙盘战略手游，同为三国题材，上线至今近五年，目前仍维持在IOS游戏畅销榜TOP10，根据我们估测2020年以来多月流水超5亿。2）《三国志·战略版》：由阿里游戏推出的一款沙盘策略手游，于19年9月20日公测，同为三国题材，流水表现优异，目前维持IOS游戏畅销榜TOP5，根据我们估测该游戏自上线以来多月流水超10亿。

②《梦想新大陆》：腾讯独家代理的首款基于虚幻4引擎打造的自由策略回合RPG手游，由《梦幻诛仙》原团队亲力打造，为《梦幻诛仙》的承接作品，目前TapTap预约人数5.58万，评分8.9，预计将于20H2上线。根据我们估算《梦幻诛仙》首月流水超4亿，《梦想新大陆》采用UE4引擎打造，在经典回合玩法上革新升级，结合七大架空古文明世界观、创新的战斗模式及策略玩法、多维宠物定制化养成、新概念拟真社区交互等特有创新玩法，上线后流水表现有望超越《梦幻诛仙》。

③《诺亚之心》：基于虚幻4引擎打造的拟真星球大世界探索手游，将进行全球发行，国内由腾讯独家代理发行。借助虚幻引擎4的强大性能和表现力，该游戏打造了一个与众不同的无缝球形连续大地图，地图面积约6400万平方米，突破传统MMORPG的职业限制，开发了更开放、自由的玩法体系，目前TapTap预约人数10.7万，评分8.1，预计将于21Q1上线。该游戏拥有媲美端游的次世代画面，且相较于《龙族幻想》自由度和开放度更高，而《龙族幻想》首月流水超6亿，且海外发行拥有良好表现。根据Sensor Tower数据，由祖龙主导发行的《龙族幻想》欧美等地区最高月流水近七千万元，由腾讯代理发行的日本等地区最高月流水过亿元。

5、盈利预测及投资评级：我们预测公司2020-2022年营收分别为18.43/37.91/50.57亿元，归母净利润分别为6.00/12.46/16.62亿元，对应EPS分别为0.74/1.53/2.04元，对应PE分别为29.23/14.07/10.55倍。我们选取具有可比性的5家港股、3家美股及8家A股游戏公司，21年PE均值分别为19.89X、34.76X、24.62X。考虑到祖龙娱乐的游戏产品品质、工业化生产能力及业务的高增速，给予其20倍目标PE，对应21年目标市值约为278亿港元，目标股价34.1港元，首次覆盖，予以“推荐”评级。

风险提示：国际政治及政策风险、中美关系恶化超预期、游戏内容监管风险，版号政策趋紧，游戏研发及上线不及预期，渠道成本快速增加风险，竞争加剧风险，互联网估值调整风险等。

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,067	1,843	3,791	5,057
(+/-)(%)	23%	73%	106%	33%
净利润	119	600	1,246	1,662
(+/-)(%)	260%	403%	108%	33%
EPS	—	0.74	1.53	2.04
P/E	—	29.23	14.07	10.55

一、公司概况.....	1
发展历程：前身为完美世界自研核心工作室，独立后全面布局手游、进军海外	
股权结构：创始人控股，管理层主导，完美世界、腾讯位列第二、三大股东	
股权结构：多位核心员工持股，引入5家基石投资者，约占发售股份39.1%	
管理团队：从业经验丰富，核心管理层共事多年默契度高、稳定性强	
二、公司业务.....	6
专注MMORPG领域，贯穿国产游戏发展史，研发实力积淀深厚	
MMORPG为国内手游市场最大类别，未来增速预计仍将保持第一	
位居19年国内自研手游总流水市占率TOP5、MMORPG细分市场TOP3	
没有永恒的王者，必须经历一场又一场的冒险，才能保证始终拥有核心竞争力	
率先将虚幻引擎4引入MMO手游开发，引领行业技术变革	
UE4相较于Unity门槛更高，但可极大提高美术开发效率、实现次世代3A级显示效果	
组织架构扁平化，初步实现精品手游的工业化生产，边际效率提升成为未来竞争壁垒	
高质量的研发团队提供坚实的人才支持，为研发人员提供最多薪酬和股权激励	
成立五年精品迭出，每年一款现象级游戏	
平均每年2-3款游戏稳定输出，产品生命周期3-6年	
TOP1产品收入占比25-35%，TOP5产品收入占比80-95%，已打开部分海外市场	
连续两年用户规模同比增速近30%，头部游戏带动效应显著	
新游推出时付费用户较多，头部游戏ARPU呈增长趋势	
货币化能力强，祖龙手游付费率和单用户付费水平高于行业平均水平	
IP改编移动游戏占市场收入六成以上，仍具备较高增长潜力	
祖龙约6成使用原创IP，积极引进优质授权IP，探索与国际大IP合作	
备受发行巨头青睐，与多家海内外发行商建立了长期稳定的合作关系	
腾讯连续三年为最大客户，实现股权+业务深度绑定，未来将继续深化合作	

自主发行能力持续提升，在欧美地区自主发行《龙族幻想》得到验证
产品储备：新产品释放期到来，6款面向全球市场，有望迎来新的用户和营收增长长期
产品储备：首款UE4打造的沙盘战略手游《鸿图之下》，市场可对标产品表现优异强
产品储备：首款UE4引擎打造的回合RPG手游《梦想新大陆》+拟真大世界探索手游《诺亚之心》
利用SLG及开放世界MMORPG手游进一步打开海外市场，出海前景广阔

二、财务分析.....30

整体业绩：新产品上线和出海收入提升带动2019年收入回升，净利润大增后首次转正
营收结构：游戏开发和授权业务为主要营收来源，海外市场收入占比持续提升
成本费用：营业成本和费用率控制较好，研发费用率维持较高水平
盈利能力：毛利率水平较高，净利润率显著提升，经调整净利率保持稳定
现金流：回款周期较短，公司经营性现金流持续三年为正，整体财务风险平稳可控
盈利预测与投资评级

公司概况

发展历程：前身为完美世界自研核心工作室，独立后全面布局手游、进军海外



【1997-2004】

成立游戏工作室，致力于游戏开发，推出单机游戏里程碑作品。

1997年，创始人李青参与成立祖龙工作室。

2001年，成立欢乐亿派公司。

2004年，完美世界成立，祖龙工作室加入完美世界。

1998年，发布国内的第一款三维即时战略游戏《自由与荣耀》。

2001年-2004年，发布《自由与荣耀2》、《抗日一血战上海滩》、《抗日一血战缅甸》。

【2004-2014】

并入完美世界，深耕MMORPG，进军海外市场，探索IP改编，布局手游，积攒了强大的自研实力。

2005年，发布《完美世界》MMORPG网游；
2006年，《完美世界国际版》成为首个进军日本的国产网游。

2007年，发布《诛仙》，掀起网络小说改编的潮流。

2006-2013年，相继发布《武林外传》、《赤壁》、《热舞派对》、《口袋西游》、《梦幻诛仙》、《神魔大陆》、《圣斗士星矢online》等众多游戏，自研实力不断加强。

2013年，发布《神魔大陆手游》，布局手游。

【2014至今】

正式成立祖龙娱乐，完善公司架构，业务全面布局移动游戏开发、游戏运营、海外发行，巩固开发强项，补充发行短板。
在中国大陆、港台地区、日韩、欧美推出多款游戏，其中不乏爆款和佳作。

2015年，在中国大陆及港台地区推出首批真3D国战MMORPG手游之一的《六龙争霸》。

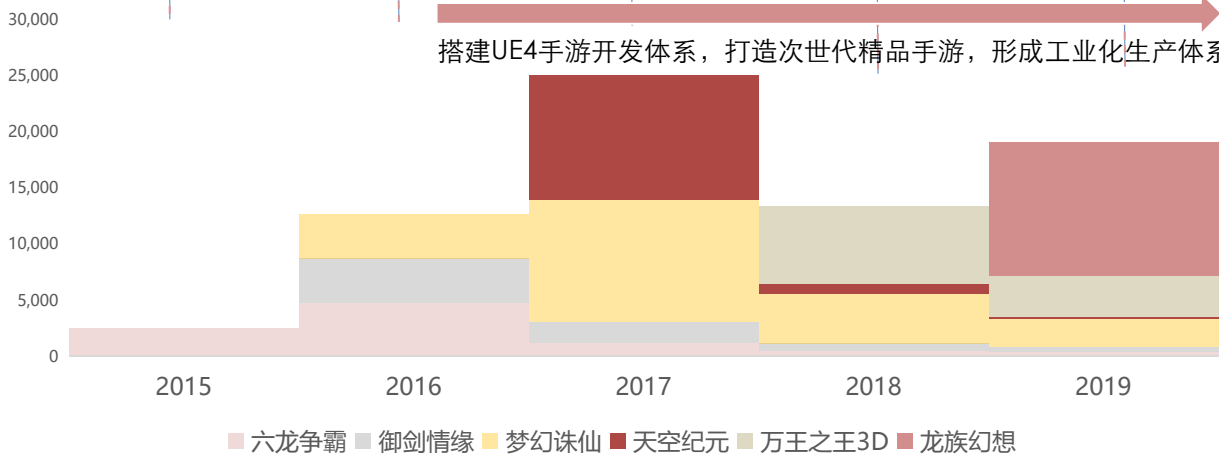
2016年，推出《六龙争霸》韩国版；推出手游《青丘狐传说》《御剑情缘》《梦幻诛仙》；推出自主开发端游《蜀山缥缈录》。

2017年，推出公司自主开发及发行的手游《天空纪元》《权利与荣耀》《战舰联盟》，开拓游戏发行业务；推出《权利与荣耀》韩国版。

2018年，推出《幻想神域》《万王之王3D》，上线首日登顶中国大陆iOS免费榜，推出《万王之王3D》韩国版，于海外地区自主发行《迷失之夜》，进一步提升发行能力。

2019年，自主发行《万王之王3D》欧美版，推出基于UE4引擎开发的《龙族幻想》，上线第一周登顶中国大陆iOS畅销榜，推出《龙族幻想》港台版。

祖龙娱乐主要手游国内IOS渠道流水（万美元）



搭建UE4手游开发体系，打造次世代精品手游，形成工业化生产体系

1997

2004

2014

2019

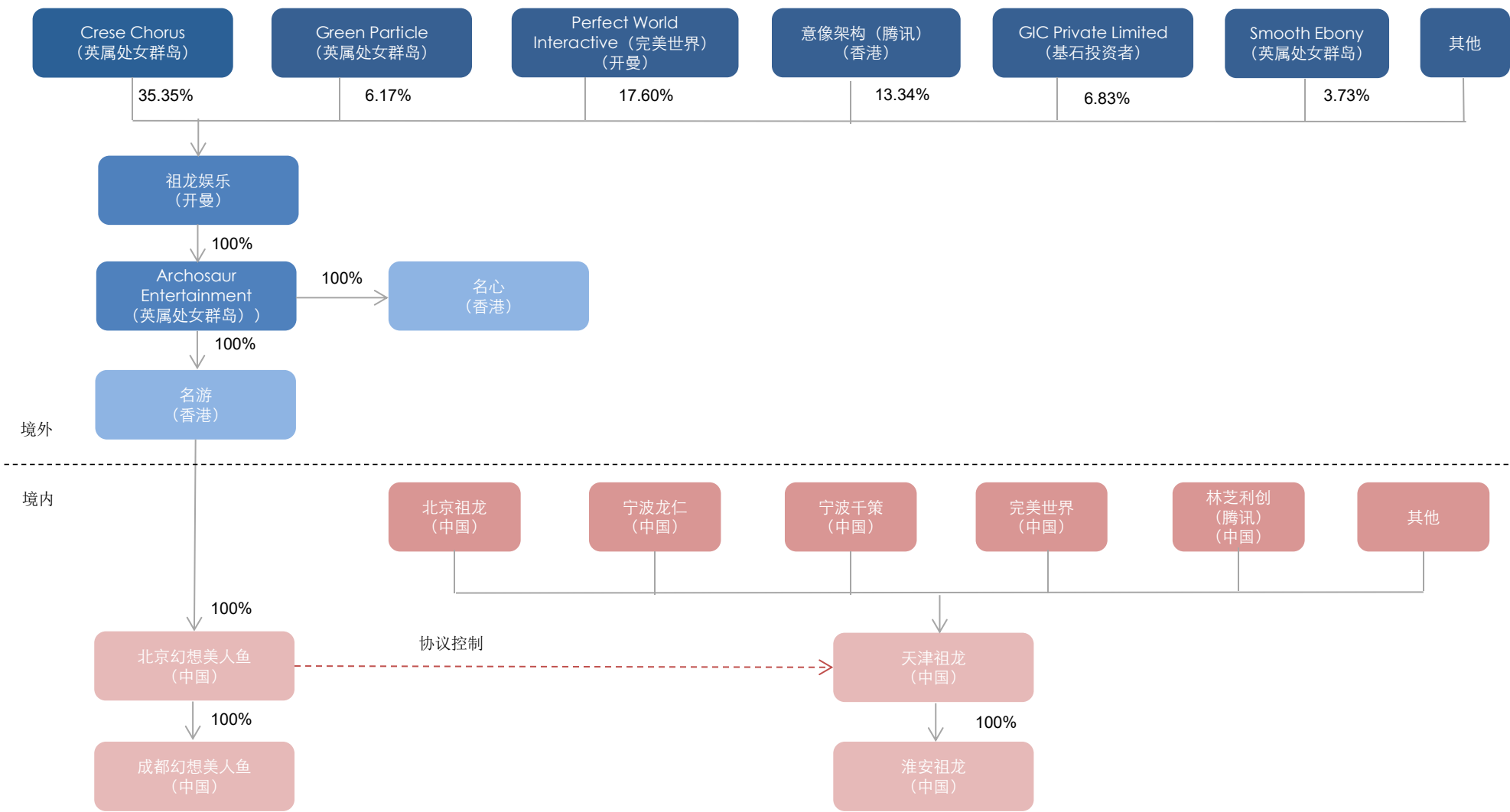
股权结构：创始人控股，管理层主导，完美世界、腾讯位列第二、三大股东



● 创始人李青持股29%，为实际控制人：截至2020年7月15日，李青、张羽、白玮、向楠通过各自的全资境外公司间接共同持股Crese Chorus，持股比例分别为81.96%、6.94%、5.55%、5.55%。即创始人兼董事长、CEO李青持有祖龙娱乐28.97%的权益。Green Particle、Smooth Ebony均由公司员工持股，创始团队及员工共计持股45.25%，股权结构稳定。

● 完美世界、腾讯分别为第二、第三大股东：第二大股东 Perfect World Interactive为完美世界子公司，公司于2014从完美世界独立，2015年获完美世界A轮融资，一直以来关系密切；第三大股东意像架构为腾讯子公司，腾讯于2016年通过集团旗下林芝创投对公司进行B轮投资，双方在游戏发行、云游戏领域合作紧密。

公司股权结构分布（截至2020年7月15日）



股权结构：多位核心员工持股，引入5家基石投资者，约占发售股份39.1%



- 截至2020年7月15日，控股股东是持股35.35%的Cresc Chorus，由李青、张羽、向楠及白玮分别最终持有 81.96%、6.94%、5.55% 及 5.55% 的权益；
- 截至2020年7月15日，第四大股东为持股6.17%的Green Particle，为员工持股平台，赵同同、肖洲、李轶、刘文伟、吴盛鹤、王乐及王远明分别最终持有20.00%、20.00%、12.00%、12.00%、12.00%、12.00%及 12.00%的权益；
- 截至2020年7月15日，第六大股东为持股3.73%的Smooth Ebony，为员工持股平台，由赵同同、刘冰、刘文伟、吴盛鹤、肖洲、王乐及 王远明分别最终持有 20.00%、20.00%、15.00%、15.00%、12.00%、12.00% 及 6.00%的权益；
- 其中李青、张羽、白玮及李轶现为公司高管，向楠、赵同同、刘冰、王远明、王乐等均为公司金牌游戏制作人，吴盛鹤任公司副总裁，负责人力资源与组织管理相关工作
- 公司已与5家基石投资者订立基石投资协议，按中间价计算，约占发售股份39.1%，设六个月禁售期。未来有望在公司资金稳定性、游戏出海及IP合作等方面产生助益。

持股员工信息

姓名	任职	制作经验/工作经历
向楠	游戏制作人	《六龙争霸》（2015）制作人， 《青丘狐传说》（2016）制作人， 《万王之王3D》（2018）制作人等
赵同同	97年祖龙工作室成员	《梦幻诛仙》手游（2016）制作人， 《御剑情缘》（2016）制作人， 《九州天空城3D》（2017）制作人等
刘冰	首席艺术官	《口袋西游》美术总监，《笑傲江湖》美术制作人， 《the Airbender》（2015）美术制作人， 参与制作《完美世界》（2005）、《武林外传》（2006）、 《青云志》手游（2016）、《九州天空城3D》（2017） 《琅琊榜风起长林》手游（2017）、《龙族幻想》（2019）等
王远明	17年任祖龙技术总监	2001年加入祖龙工作室，参与和负责开发了《大秦悍将》（2002）、 《血战上海滩》（2003）等多部单机游戏， 2003年加盟网易，全程参加了《天下贰》（2009）的研发， 参与制作《梦幻诛仙》手游（2016）等
王乐	美术中心总经理	曾任完美世界北京美术中心总经理
吴盛鹤	祖龙娱乐副总裁	负责人力资源和组织发展方向， 2010年4月至2015年10月于完美世界HRD部门任职

基石投资者信息

基石投资者	认投金额	公司概况
GIC Private Limited	8,051万美元	新加坡政府投资公司，成立于1981年5月22日，是新加坡最大的国际投资机构，其主要任务是管理新加坡的外汇储备，跨出新加坡国界向海外大举投资
香港紫龙互娱有限公司	1,000万美元	香港紫龙互娱是紫龙游戏的全资附属公司，主要从事发行及运营移动游戏，在台北、东京及首尔设有分公司
SNK Corporation	800万美元	SNK是于日本注册成立并于韩国上市，主要从事游戏及授权业务，拥有《格斗天王》、《合金弹头》、《侍魂》等多项知识产权
Cosmic Blue Investments Limited	700万美元	Cosmic Blue为快手全资子公司
智冠科技股份有限公司	200万美元	智冠科技于台湾注册成立并于台湾上市，主营软件开发分销及出版游戏杂志

管理团队：从业经验丰富，核心管理层共事多年默契度高、稳定性强



- **管理团队：**公司负责游戏业务的三位高管李青、白玮、张羽均毕业于清华大学，具有多年游戏开发经验，技术背景深厚，且均于2004年至2015年初（李青任职到2014年9月）在完美世界任职，相识共事多年，合作默契；董事长兼CEO李青作为祖龙工作室创始人一路带领团队发展为如今的祖龙娱乐，是中国最早的一批“金牌制作人”之一；执行董事兼程序中心总经理白玮与CTO兼引擎中心总经理张羽则在产品和技术领域打磨多年，专业能力过硬；此外，未列入高管名单但出现在公司持股名单中的向楠、赵同同、刘冰、王远明等为祖龙娱乐多款游戏的制作人，在产品策划、制作等专业领域具有深厚的经验。

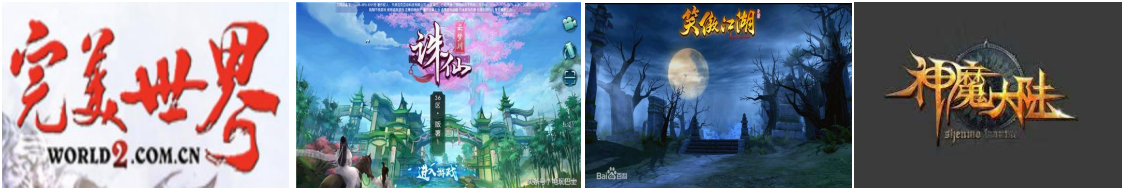
公司高管情况

姓名	职务	主要从业经历
李青	董事长、执行董事兼CEO	负责集团整体管理、决策及策略规划，拥有23年游戏开发经验，主导制作《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》等一批端游时代巨制；1997年创立祖龙娱乐前身祖龙工作室，2000年8月至2004年3月任北京欢乐亿派首席设计师，2004年至2014年9月任完美世界首席开发官，均负责游戏开发；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	负责协助集团整体管理、策略规划及产品开发决策；在信息技术和游戏行业拥有17年经验，于2004年4月至2015年1月，在完美世界集团担任高级管理层人员；于2015年1月，加入祖龙；自2018年3月起，担任天津祖龙的董事；清华大学电子工程学学士、硕士
张羽	CTO兼引擎中心总经理	负责引擎技术的研究及应用，在游戏行业拥有丰富的经验，2004年3月至2015年1月任完美世界工作一室程式总监；于2015年1月加入祖龙，自此一直担任引擎中心经理；清华大学电气工程学士
李轶	副总裁兼CFO	负责集团财务管理及制定财务策略，在会计及财务管理方面拥有丰富的经验，2001年9月至2011年9月，于安永（中国）企业咨询有限公司的审计部及税务部工作，离职前担任高级经理；于2013年2月至2015年10月，于完美世界集团担任税务总监；于2015年11月加入祖龙，自此一直担任本集团副总裁兼首席财务官；北京首都经济贸易大学会计学学士（注册会计师）、注册税务师

公司业务

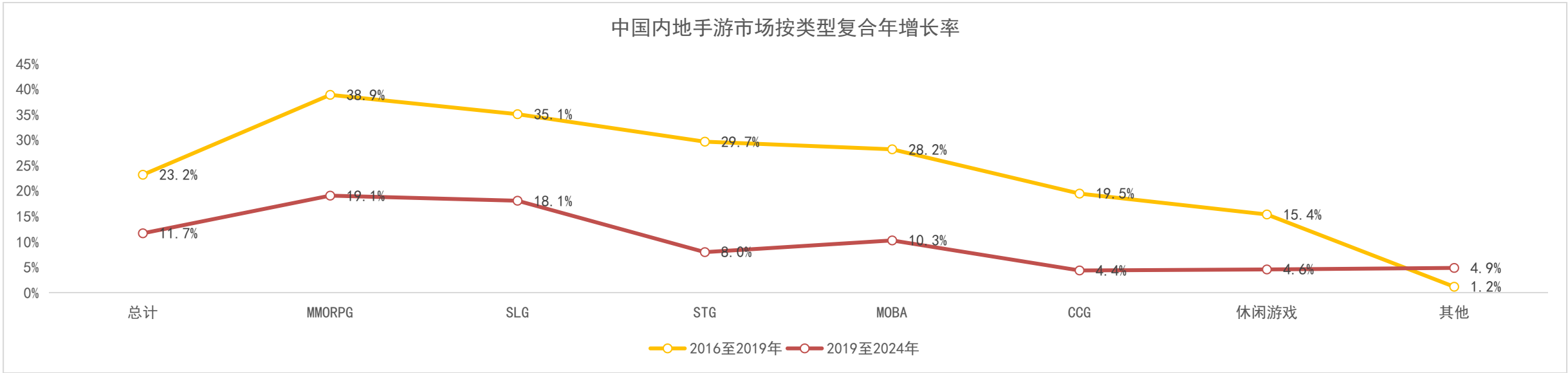
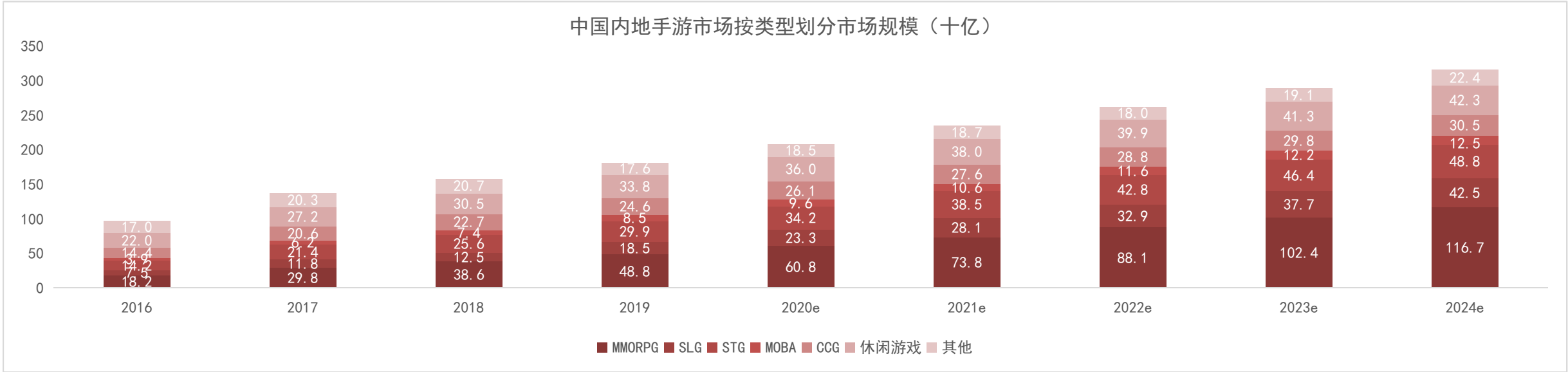
专注MMORPG领域，贯穿国产游戏发展史，研发实力积淀深厚



	单机游戏时代	PC端游时代	PC页游时代	移动游戏时代
	90年代	2001年		2014年
存在形式	11名清华学生出于兴趣成立的祖龙工作室	完美世界旗下核心工作室	完美世界旗下核心工作室	从完美世界拆分，开始独立运营
代表游戏	《自由与荣耀》 《自由与荣耀2》	《完美世界》、《诛仙》、《笑傲江湖》、《武林外传》、《梦幻诛仙》、《神魔大陆》等端游时代经典大作		《青丘狐传说》、《御剑情缘》、《龙族幻想》、《梦幻诛仙》等热门手游
				

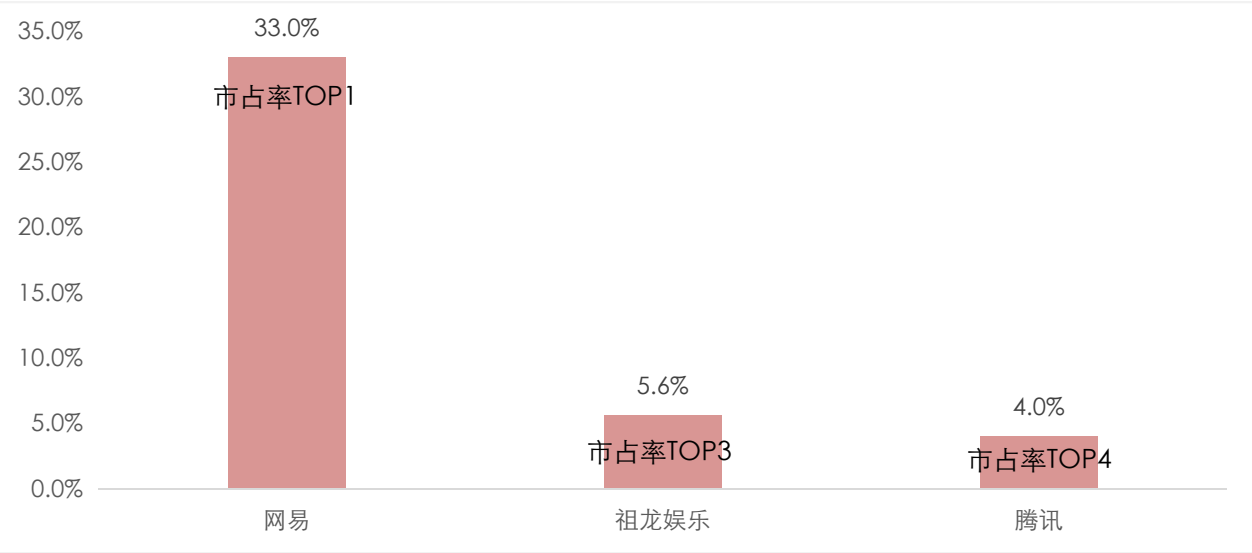
- 祖龙娱乐前身为成立于1997年的祖龙工作室，有着跨越单机、网游、页游和手游多个游戏时代的丰富研发经验，行业积淀深厚，在每一次行业变迁和新时代到来时，总能在技术革新中抢占先机。1998年，祖龙工作室研发出世界上第一款3D即时战略单机游戏《自由与荣耀》，成为单机游戏发展史上的里程碑。2004年成为完美世界旗下核心工作室后，研发了《完美世界》、《诛仙》、《完美世界国际版》、《武林外传》、《笑傲江湖》、《梦幻诛仙》、《圣斗士星矢》等一系列端游时代的经典大作，受到业内广泛好评。从2013年起，祖龙娱乐就开始布局手游领域的产品开发和发行，先后推出的《神魔大陆》手游版、《六龙争霸3D》、《青丘狐传说》、《东方不败》、《御剑情缘》等作品不仅在中国范围内大获成功，在中国港澳台地区、韩国、东南亚、欧美、俄罗斯等全球各地也都取得了良好口碑和傲人成绩。

MMORPG为国内手游市场最大类别，未来增速预计仍将保持第一

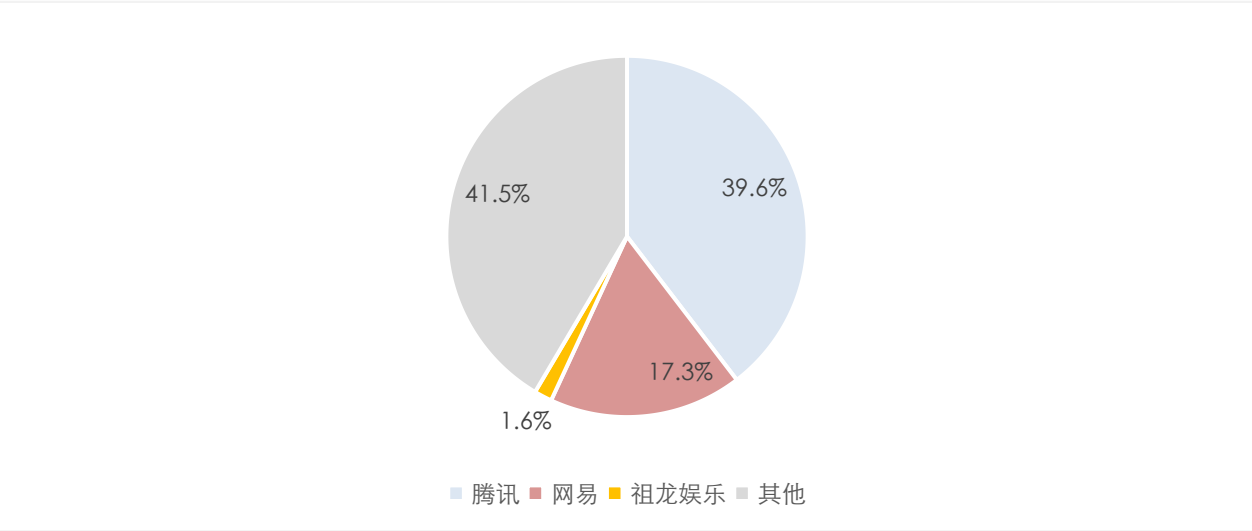


位居19年国内自研手游总流水市占率TOP5、MMORPG细分市场TOP3

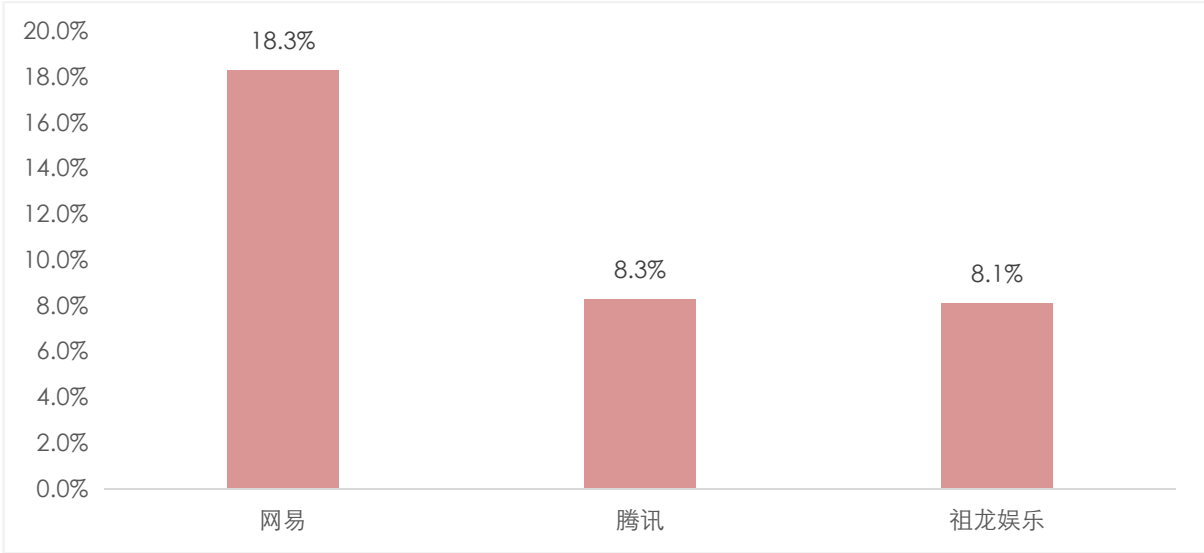
按2019年中国内地自研MMORPG手游总流水计市占率排名（祖龙第三）



按2019年中国内地自研手游总流水计市占率（祖龙第五）



按2017-2019年中国内地以外市场自研MMORPG手游总流水计市占率排名（祖龙第三）



- 从市占率看，祖龙娱乐位于中国移动游戏开发第一梯队。根据弗若斯特沙利文数据，按照2019年中国内地自研游戏流水计算，祖龙娱乐在移动游戏开发商中的市场份额占比为1.6%，排名行业第五，即祖龙娱乐目前为中国游戏行业第五大手游开发商。
- 在MMORPG游戏细分赛道上，祖龙娱乐市占率位居行业第三。祖龙娱乐长期深耕MMORPG领域，对比中国游戏开发商，祖龙娱乐在内地中市场份额占到5.6%，而在国外市场份额达到8.1%，都位于行业第三，在该品类自研游戏流水仅次于网易、腾讯，游戏研发实力雄厚、变现能力强。

引擎对比

行业多数厂商

对Unity掌握和优化处于相对早期阶段，仍有较多厂商使用Cocos2D引擎

由于Unity门槛较低，行业多数厂商对于Unity引擎的使用和优化差距已经大幅缩小

国内手游仍以Unity引擎为主，截至2019年8月国内TOP1000畅销手游中80%采用Unity制作

祖龙娱乐

对Unity掌握和优化能力较强，使用Unity水平行业领先

为寻求新的核心竞争力，祖龙开始改用Unreal4引擎，打造更高品质的次时代手游

历经无数次试错，探索开发流程和岗位如何设计、生产管线如何更新换代、中台架构如何搭建等问题，到18年4月团队完成了UE4工具链、美术制作方式的探索和标准的制定，开始具有批量生产的能力。祖龙对于UE4的掌握和应用提高了品类门槛，甚至反哺玩法设计，成为祖龙现阶段核心竞争力。

内容对比

行业多数厂商

大IP成为MMO手游标配，MMORPG手游玩法多年变化较少，核心用户依旧停留在特定IP与世界观中，MMO越来越不被次世代年轻用户所喜欢

祖龙娱乐

转型做开放世界，满足次世代年轻用户的需求。用时两年，于19年推出采用UE4研发的MMO《龙族幻想》，开放世界程度50分，核心仍是传统成长的MMO，即便如此仍带来年轻用户的强劲增长，前两个月用户新增创腾讯MMO品类新高。将继续打造面向年轻用户的开放世界MMO，追求高DAU低ARPU，将开放世界MMO的巨大潜力发掘出来。此外将在深耕MMO优势领域的同时，拓展SLG、卡牌Roguelike、体育、女性向、二次元等品类

2015年

2016年

2017年

2018年

2019年

2020年

率先将虚幻引擎4引入MMO手游开发，引领行业技术变革

手游引擎
发展史

阶段1（2009-2013年）： 百家争鸣	阶段2（2014-2017年）： 三足鼎立	阶段3（2017年-至今）： 双龙争霸
--------------------------	--------------------------	------------------------

游戏大厂布局引擎改造和研发，小厂寻找开源引擎或者其他方案

- 2009年《愤怒的小鸟》：基于FLASH研制
- 2012年《神庙逃亡》：基于Unity引擎
- 2012年《保卫萝卜》：基于Cocos2D
- 2013年《天天系列》：基于腾讯自研引擎NPEngine

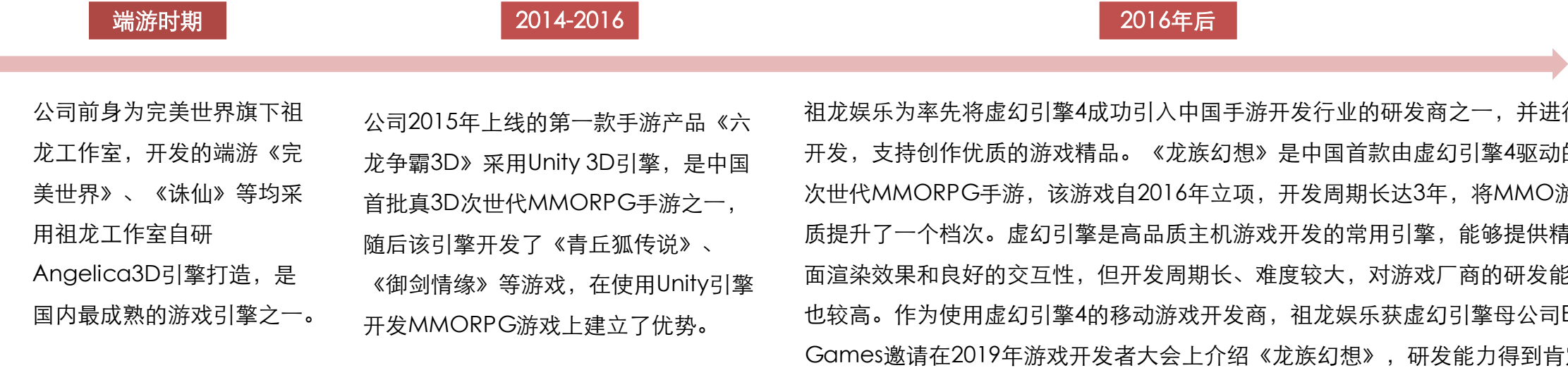
Unity、Unreal4、COCOS2D-X三足鼎立，

- **COCOS2D-X**：主打2D领域，代表作品《刀塔传奇》等
- **Unity**：主打3D领域，代表作品《炉石传说》《王者荣耀》《Pokemon Go》等
- **Unreal4**：继承了Unreal3成熟的跨平台优势，从PC、主机领域切入到手游，开始布局高品质、高画质市场，代表作品《小米枪战》等

● 主机、PC、手机等终端引擎跨平台部署成为趋势，Unity、Unreal4双龙头

- **Unity**：截至2019年8月新手游中55%、国内TOP1000畅销手游中80%采用Unity制作。代表作品《使命召唤手游版》《崩坏3》《纪念碑谷》《Pokemon Go》《王者荣耀》等
- **Unreal4**：《PUBG Mobile》《绝地求生:刺激战场》《全民突击》《最终幻想11》《天堂2》《剑侠情缘2》等

祖龙游戏
引擎发展史



UE4相较于Unity门槛更高，但可极大提高美术开发效率、实现次世代3A级显示效果



- **UE4开发手游的优势：**1、拥有更丰富完善的光照和后处理系统，让画面更真实生动，同时又兼备统一的材质编辑器，极大提升了美术的开发效率。2、UE4强大的动画系统，可帮助实现大量复杂动画处理，在大型MMORPG项目中非常重要。同时UE4的过长Sequencer，完善的后期效果与镜头，轨道方案，在移动设备上也能体验电影级的剧情动画。这也是《龙族幻想》可以实现电影机动画效果的核心原因。3、UE4具备强大的扩展性，基于UE4又开发了复杂的角色个性化，全动态昼夜，天气与海洋等增强沉浸感的效果。
- **祖龙娱乐在UE4上的布局：**UE4工具链成熟且复杂，对于美术是个巨大的挑战，除需要熟悉引擎各项编辑器，美术还需要具备清晰有效的整个次世代开发流程，才能让画面效果最大化表现出来。祖龙近些年来也对人才储备进行了全方位的升级，在国内吸引了很多有主机开发经验的程序人才，还有很多参与过国内外多款3D大制作的美术人员，游戏本身的设计和玩法是核心，祖龙也吸纳和培养了很多在开放世界的构建、沉浸感等有独特见解的人才。

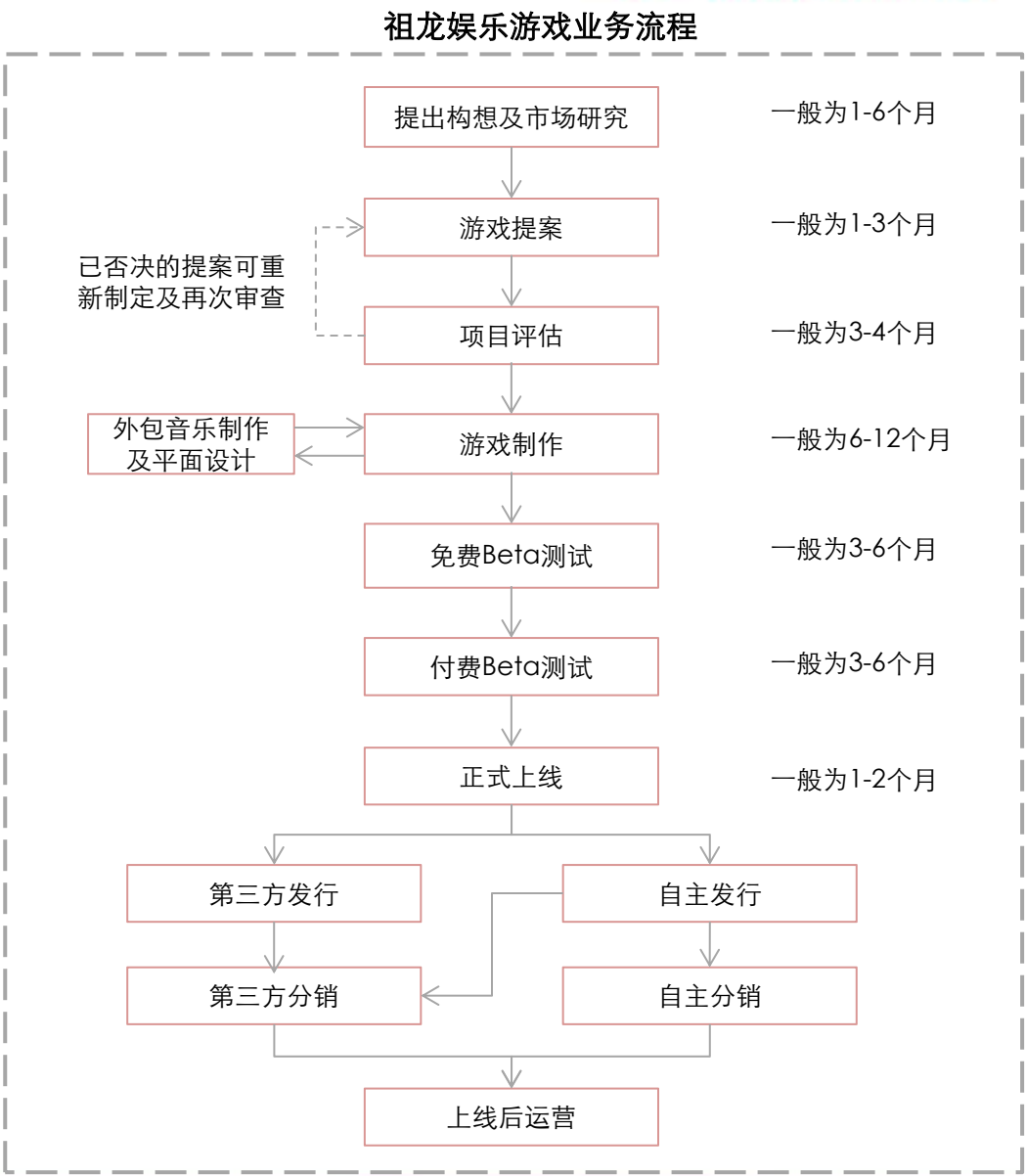
	Unity	UE4	更优
多线程渲染	支持但是一些Android设备不稳定有概率崩溃，多线程不彻底多核利用率低	更完善	UE4
渲染管线	正向，延迟，可定制	正向，延迟，可定制	相似
Shader	以UberShader的方式提供shader变种管理，也可以通过插件实现ShaderTree	使用蓝图完成shader的编译，也可自己实现，一般会自己优化项目	各有优劣
各种渲染效果例如：后处理、体积雾、体积光、阴影等	支持基本的，可以自己通过插件实现	官方支持更多，但性能还不稳定	UE4容易实现，但需要优化
捏脸，换装	需要自己实现	需要自己实现	UE4更容易实现
PBR、GI	官网支持	官方支持，但性能还不稳定	相似
SSS材质、次表面散射	插件或自己实现	官方支持，但性能还不稳定	UE4更容易实现
动画：混合动画、骨骼动画、IK、布娃娃等	官方支持，使用简单但性能不高扩展较难	官方支持，但相对复杂性能不确定	UE4更容易深度优化和扩展
大世界分层管理	支持较弱，需要自己实现	较大的大世界支持和LOG管理	UE4
地形	支持但功能很弱优化也偏弱	强大	UE4
天气	需要自己实现	需要自己实现但更容易	UE4更容易实现
特效	Shuriken简单易用	功能更强大，支持GPU粒子	UE4
植被	第三方插件	强大的官方支持	UE4
CG制作及相机动画	Timeline	Matinee，蓝图	相似
UI	UGUI上手简单，优化比较难	编辑器比较难用	Unity

	Unity	UE4	更优
性能	多线程部分性能较弱，因为架构以及C#语言和C++通信，C#语言本身，GC等问题，整体性能有一定折扣	引擎本身非常庞大，拥有非常多的组件，不进行深度优化性能也不强，但优化好的情况DC比Unity可以提升一倍左右，适合多人同屏	UE4（需要深度优化）
物理	集成Physx3.3但只包含核心功能，不了模拟、射线投射、物理粒子、复杂碰撞物理步长等都支持。但APEX可破坏物、Flex流体、载具不支持（zhiyou Wheelcollider），较难扩展	集成Physx3.4，支持更好更全面，更容易扩展，提供PhAT的物理资源编辑器	UE4
声音	集成FMOD，但一般开发都会选择FMODStudio或者wwise	同Unity	相似，一般会选用第三方组件
AI	本身很弱但是有丰富的AI插件，或者可以项目自己定制	本身集成Behavior Tree	相似，一般MMO会定制
寻路	NavMesh	NavMeshBoundsVolume	相似，一般MMO会定制
网络	提供UNet但一般很少人用	提供强大的网络解决方案，但是更适合FPS，一般MMO不会使用	相似，一般MMO会定制
跨平台和适配性	非常强大渐变的跨平台和适配性	移动平台兼容性更差，显示效果差异和问题较多，目前Amdroid版本适配和优化较差还在开发中	Unity
热更脚本系统	第三方集成xlua等	Unreal4去掉uScript，蓝图性能可能有问题，不合适复杂逻辑，一般也需要集成lua	相似，一般会项目组定制
编辑器	编辑器非常精简但是使用简单易于扩展，并且有现成资源和积累	编辑器更复杂功能强大，但学习门槛会高一些，开发MMO需要定制	Unity
场景管理	容易实现但动态加载支持较差，容易卡顿	天然支持，成熟完善，比Unity强大很多	UE4
插件	在移动端更占优势，插件更全面		Unity
开发效率	C#开发效率高，不容易崩溃	C++需要编译，开发难度高	Unity
学习和时间成本	学习成本低，资料比较完善	上手较难，开发C++逻辑要求更高，对美术和策划要求更高	Unity
人员招聘	容易	难	Unity
价格	企业1360元/席/月	总营收达100万美金时，支付5%的分成费用	Unity

组织架构扁平化，初步实现精品手游的工业化生产，边际效率提升成为未来竞争壁垒



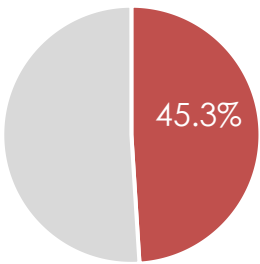
- 游戏工业化，一方面是流程规范化和分工专业化；另一方面是依靠科技技术手段进一步提高生产效率。
- 祖龙娱乐的组织架构体系较为扁平化，区别于传统游戏工作室制度，祖龙直接设立研究及开发中心、发行及运营中心，其中研究及开发中心由研究发展中心、引擎中心、程序中心、美术设计中心、动画中心、测试中心六大部门组成，人员调度灵活，以实现企业更高效运营。
- 在流程规范化上，祖龙娱乐已经建立起从提出游戏方案构想到游戏最终上线运营一整套成熟完善的业务流程，在游戏研发周期上有较强的把控能力，能够实现精品游戏的批量生产；在分工专业化上，公司研发团队设立了专门的程序中心和引擎中心，其中引擎中心负责引擎技术的研究和应用，为公司自研游戏提供底层架构支持。引入虚幻4引擎技术后，祖龙也建立起了一套基于虚幻4的工具链、美术制作方式和技术标准，先后发布多款由虚幻4引擎开发的储备产品。
- 在技术手段上，目前祖龙娱乐拥有3项自有游戏开发技术专利，包括代码生成方法和开发辅助系统，提高了游戏研发的效率，能够以更低的成本制作精品游戏。除自有专利外，公司还建立自有商业智能大数据分析系统，为游戏开发、运营提供可视化分析。



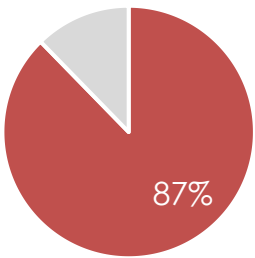
高质量的研发团队提供坚实的人才支持，为研发人员提供具有吸引力的薪酬和股权激励



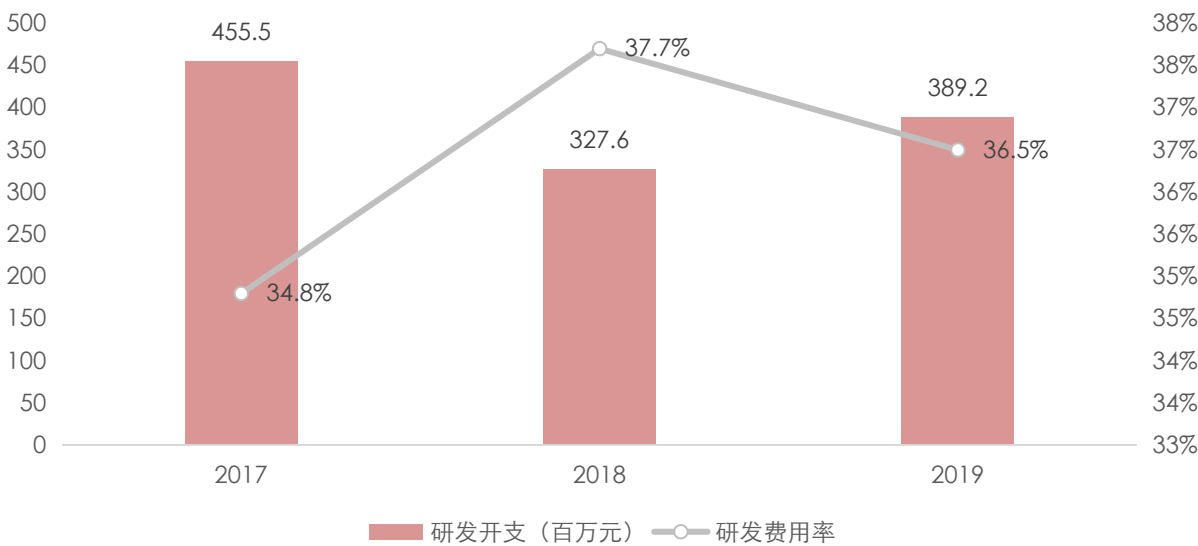
程序中心及引擎中心的员工中
约有45.3%持有研究生学位



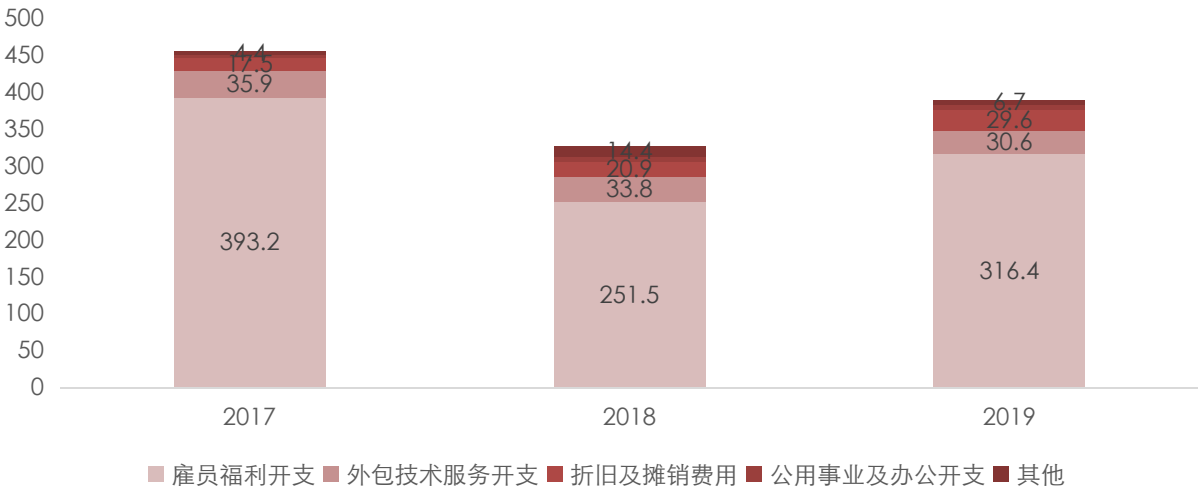
研究及开发人员共871名，
占总员工人数的87%



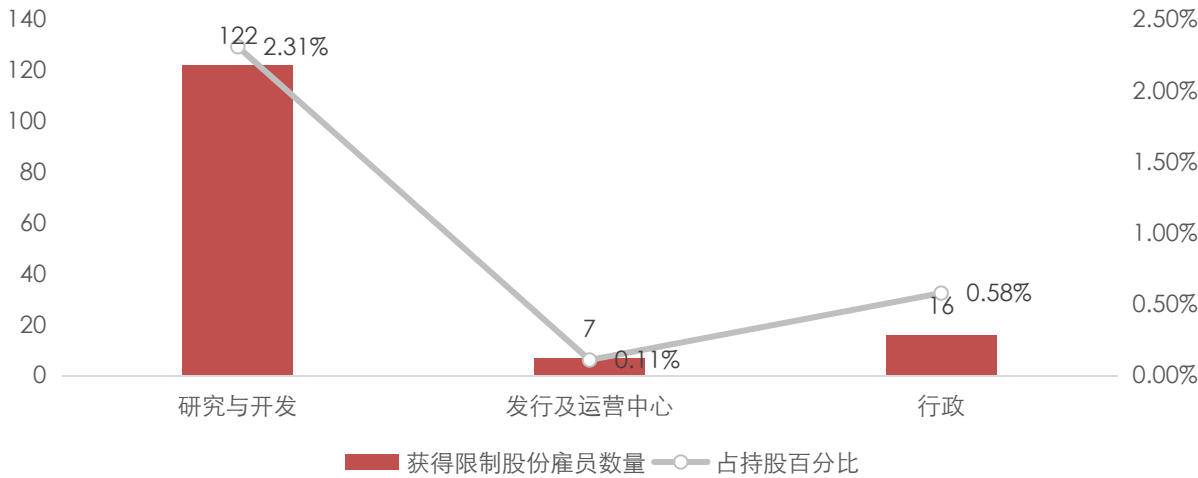
研究与开发中心有236名员工拥有超过10年的游戏开发经验



祖龙娱乐研发支出组成部分明细 (百万元)



祖龙娱乐雇员分部门持股情况



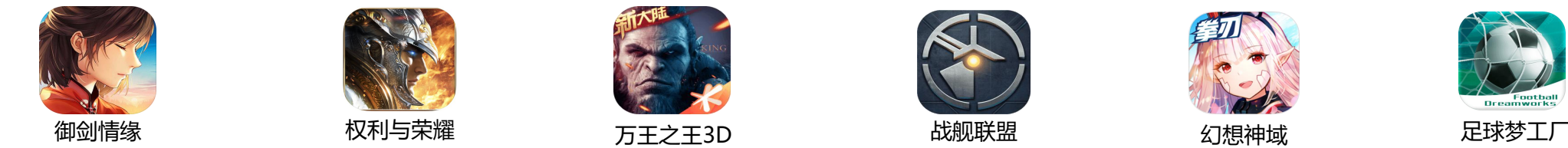
成立五年精品迭出，每年一款现象级游戏

- 平均每年推出一款现象级游戏，带动用户数量和流水双重增长；截止2019年底，公司共推出14款手游，其中11款目前仍在运营中，其中《龙族幻想》、《梦幻诛仙》、《六龙争霸》、《青丘狐传说》、《天空纪元》5款上线首月流水过亿，其中《龙族幻想》首月流水破6亿元，2019年月活跃用户数352万，《梦幻诛仙》截至2019年累计流水超33亿。

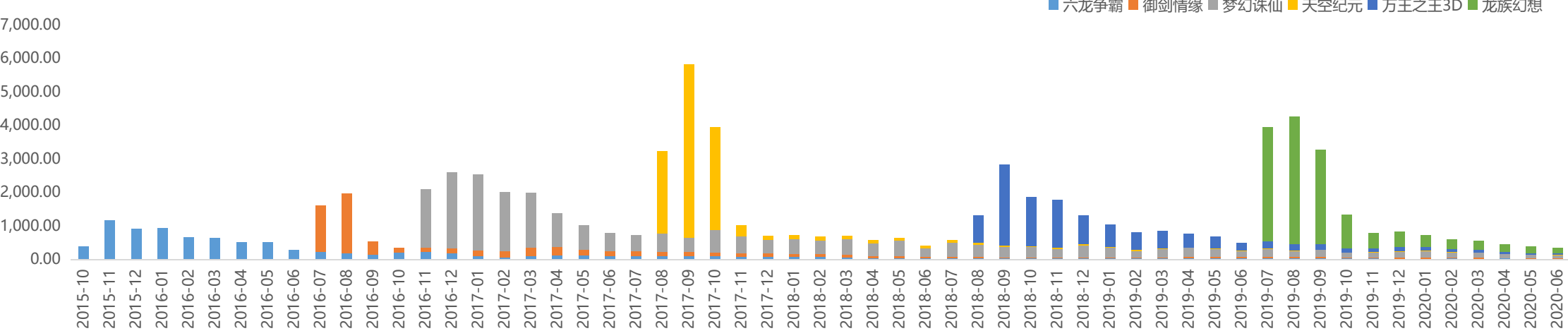
公司在运营产品



首月流水过
亿的5款手游



祖龙娱乐主要手游国内IOS渠道流水（万美元）



资料来源：公司招股书，公司官网，AppAnnie，方正证券研究所

平均每年2-3款游戏稳定输出，产品生命周期3-6年



- 公司专注于MMORPG品类，平均每年推出2-3款游戏，生命周期多为3-6年，目前多数项目处于成熟期；市场以中国内地为主，海外市场同步推进。
 - 公司产品通常有三年以上的三段生命周期：1) 成长期，一般在2-8个月，期间建立玩家群并事先市场覆盖；2) 成熟期，一般为24个月，期间玩家人数及产生的流水保持稳定；3) 衰退期，期间玩家人数及流水大幅减少。
- 注：生命周期与发行地区对应

游戏名称	游戏品类	知识产权来源	发行方	正式上线日期	主要市场	17-19年累计收益 (百万元)	所处生命周期	预期生命周期	达到成熟阶段时间	游戏表现摘要
《梦幻诛仙》	MMORPG	授权IP	第三方发行	2016年11月1日	中国内地	737.9	成熟期	72个月	4个月	发布后连续4个月位列中国内地iOS App Store热门游戏排行榜TOP15； 中国游戏风云榜2016年十大最受欢迎手游
《天空纪元》	MMORPG	原创IP	第三方发行/自主发行	2017年8月18日	中国内地 中国港澳台地区	589.1	成熟期 衰退期	45个月 39个月	4个月 5个月	2017年中国优秀游戏制作人评选大赛最佳移动游戏 2017年金翎奖玩家最喜爱的网络移动游戏 全球移动游戏联盟的2017年最佳移动游戏
《万王之王3D》	MMORPG	授权IP	第三方发行/自主发行	2018年8月21日	中国内地 中国港澳台地区 韩国 欧美	516.3	成熟期 成熟期 成熟期 成熟期	60个月 35个月 42个月 42个月	4个月 5个月 6个月 6个月	发布首日登顶iOS App Store的热门免费游戏排行榜 2018年金翎奖最佳原创移动游戏
《龙族幻想》	MMORPG	授权IP	第三方发行/自主发行	2019年7月18日	中国内地 中国港澳台地区 韩国 欧美	389.3	成熟期 成长期 成熟期 成长期	60个月 42个月 36个月 48个月	3个月 3个月 2个月 4个月	发布首日登顶iOS App Store的热门免费游戏排行榜 发布首周内登顶中国内地iOS App Store热门游戏排行榜 美洲发布首日登美国iOS App Store下载量排名MMORPG类第一及RPG类第二
《御剑情缘》	MMORPG	原创IP	第三方发行	2016年7月6日	中国内地 中国港澳台地区 韩国	312.8	成熟期 衰退期 成熟期	72个月 48个月 48个月	15个月 8个月 8个月	金苹果奖2016年度最具人气游戏产品 金鹏奖2016年度最佳角色扮演网络游戏
《权利与荣耀》	MMORPG	原创IP	第三方发行/自主发行	2017年2月23日	中国内地 韩国	244.9	衰退期 衰退期	45个月 41个月	3个月 3个月	2016年金翎奖最佳原创移动游戏 发布首周登中国内地iOS App Store六大热门游戏排行榜
《六龙争霸》/ 《六龙御天》	MMORPG	原创IP	第三方发行	2015年10月8日	中国内地 中国港澳台地区 韩国 东南亚	231.4	成熟期 衰退期 衰退期 衰退期	74个月 71个月 51个月 57个月	7个月 7个月 6个月 6个月	发布后连续4个月登上台湾iOS App Store热门游戏排行榜前二，连续六个月登上前五
《青丘狐传说》	MMORPG	授权IP	第三方发行	2016年3月4日	中国内地	62.7	衰退期	60个月	4个月	百度游戏2016年最佳知识产权改编奖 金苹果奖2016年度最佳影视IP手游
《幻想神域》	MMORPG	授权IP	第三方发行	2018年4月8日	中国内地	18.9	衰退期	28个月	2个月	改编自客户端游戏《幻想神域》 与中国内地、日本及韩国广受欢迎
《战舰联盟》	其他	原创IP	第三方发行/自主发行	2017年7月13日	中国内地	17.0	成熟期	66个月	9个月	TapTap得分9.1，并得到推荐 TapTap平台下载量超过200万次
《迷失之夜》	其他	原创IP	自主发行	2018年9月18日	中国内地	-	衰退期	9个月	3个月	上线后获iOS App Store及TapTap推荐 上线首季度，累计注册玩家超40万人
《足球梦工厂》	其他	原创IP	自主发行	2020年3月2日	全球（不包括中国内地）	-	成长期	24个月	3个月	TapTap得分9.1 采用实时人工智能算法

TOP1产品收入占比25-35%，TOP5产品收入占比80-95%，已打开部分海外市场



- 头部产品依赖程度高，TOP5游戏产品海外收入占比提升。2017/2018/2019年TOP1头部产品收入占比分别为35.4%/25.4%/36.5%，TOP5产品收入占比分别为93.3%/81.6%/91.5%，2017/2018/2019年TOP5产品海外收入占比分别为14.2%/13.7%/28.5%。
- 从2015年起，公司与腾讯合作发行4款游戏，包括《六龙争霸》、《梦幻诛仙》、《万王之王3D》及《龙族幻想》，这四款游戏均表现良好，说明腾讯在发行渠道上的优势能够帮助公司实现用户增长并维持游戏热度，有助于产品周期延长和产品变现。
- 截至2019年，公司在运营游戏的地区版本单独计数共32版，远高于11款游戏数量，说明公司在开拓海外市场方面卓有成效；比如《万王之王3D》按流水计排2018年韩国市场中国MMORPG游戏第三，《万王之王3D》和《龙族幻想》2018年及2019年在香港及台湾市场按流水计排中国MMORPG游戏第二和第三。

2017-2019公司在运营产品数

游戏	2017	2018	2019
年初在运营	6	8	12
新上线	3	4	1
结束运营	1	0	2
年末在运营	8	12	11

地区版本	2017	2018	2019
年初在运营	20	36	39
新上线	19	17	9
结束运营	3	14	16
年末在运营	36	39	32

2017年				2018年				2019年			
游戏	地区市场	收入 (百万元)	%	游戏	地区市场	收入 (百万元)	%	游戏	地区市场	收入 (百万元)	%
《梦幻诛仙》	中国内地	456.4	34.9%	《天空纪元》	中国内地	186.2	21.4%	《龙族幻想》	中国内地	359从.5	33.7%
	中国内地以外的市场	6.8	0.5%		中国内地以外的市场	35.1	4.0%		中国内地以外的市场	28.8	2.8%
《天空纪元》	中国内地	262.5	20.0%	《万王之王3D》	中国内地	148.1	17.1%	《万王之王3D》	中国内地	108.4	10.1%
	中国内地以外的市场	13	1.0%		中国内地以外的市场	36	4.1%		中国内地以外的市场	223.8	21.0%
《御剑情缘》	中国内地	143.2	10.9%	《梦幻诛仙》	中国内地	170	19.5%	《梦幻诛仙》	中国内地	97.1	9.1%
	中国内地以外的市场	42	3.2%		中国内地以外的市场	3.5	0.4%		中国内地以外的市场	4.1	0.4%
《权利与荣耀》	中国内地	111.1	8.6%	《御剑情缘》	中国内地	49.8	5.7%	《天空纪元》	中国内地	56.0	5.2%
	中国内地以外的市场	51.7	3.9%		中国内地以外的市场	16.4	1.9%		中国内地以外的市场	36.3	3.4%
《六龙争霸》/ 《六龙御天》	中国内地	62.1	4.7%	《六龙争霸》/ 《六龙御天》	中国内地	36.6	4.2%	《御剑情缘》	中国内地	52.1	4.9%
	中国内地以外的市场	72.9	5.6%		中国内地以外的市场	28.3	3.3%		中国内地以外的市场	9.3	0.9%
总计		1221.7	93.3%	总计		710	81.6%	总计		976.4	91.5%

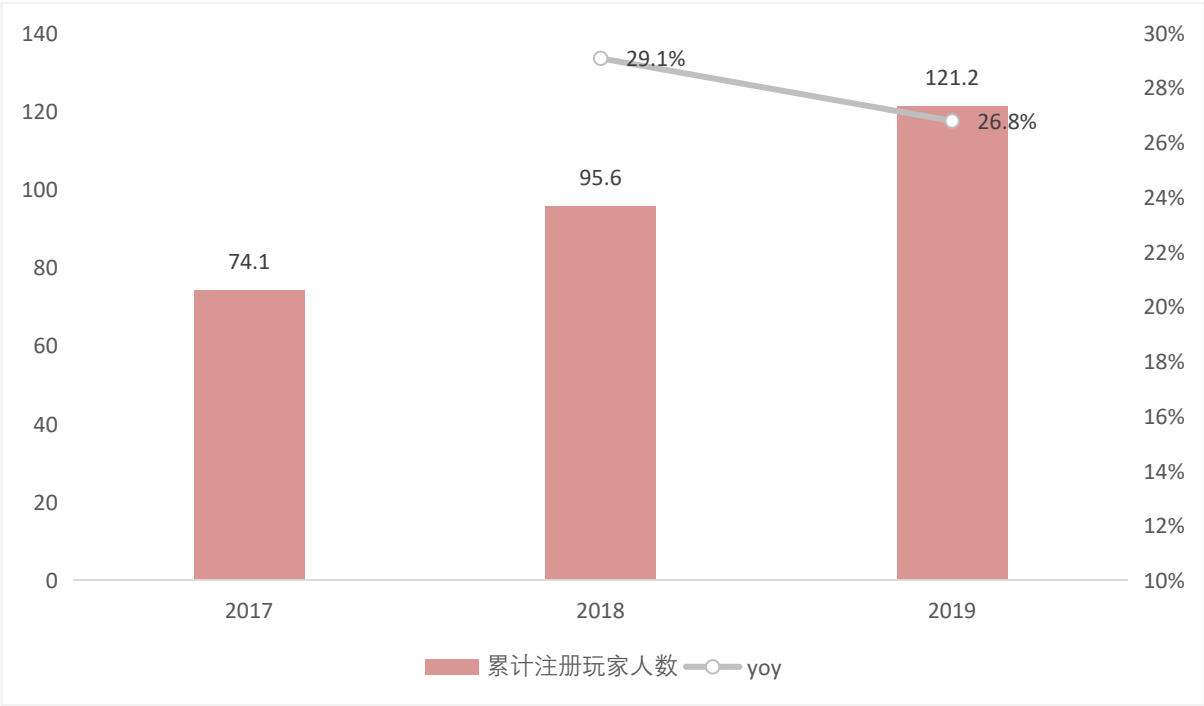
资料来源：公司招股书，七麦数据，方正证券研究所

连续两年用户规模同比增速近30%，头部游戏带动效应显著

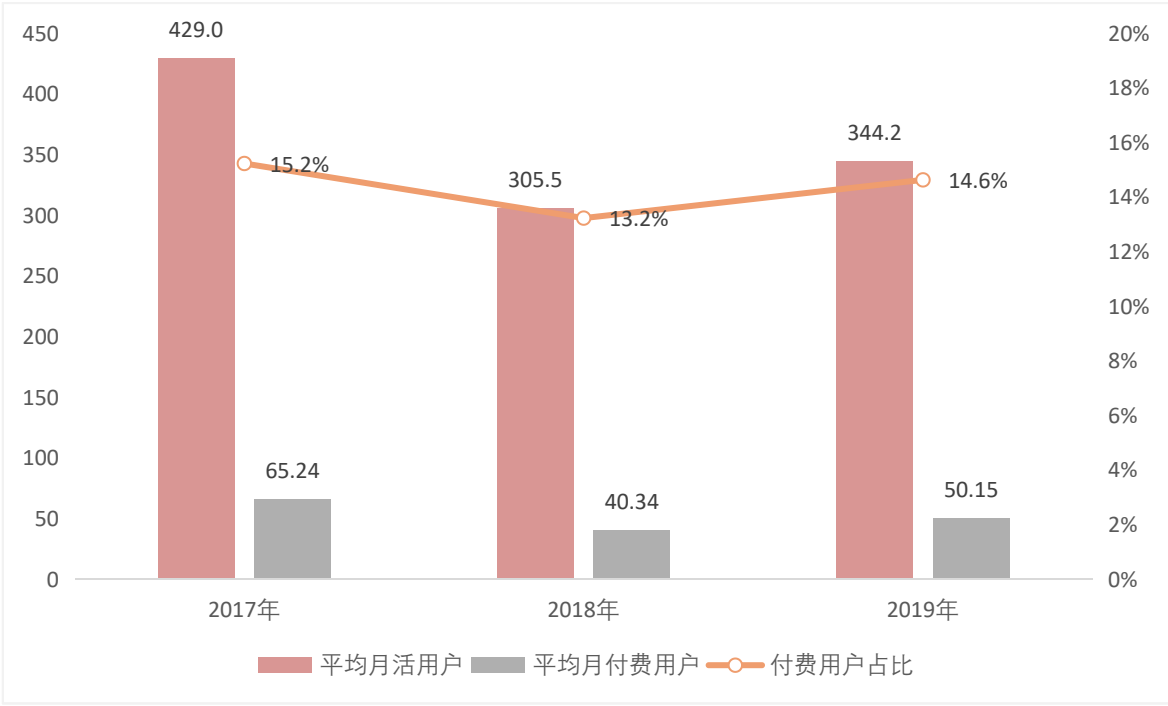


- 2019年公司手游产品平均月活跃用户344万人，平均月付费用户50.2万人，每名用户每月平均收入为26元。2019年较2018年公司累计注册玩家增加2558万人，yoy为27%，截至2019年公司累计注册玩家已超过1.2亿人。
- 公司TOP5游戏中《龙族幻想》2019年7月正式上线后首年贡献收入3.9亿元，中国内地平均月活跃用户352万人，均远高于公司其他TOP5产品；头部游戏对用户注册数量、月活数量的带动效应显著。

2017-2019公司游戏产品用户规模（单位：百万）



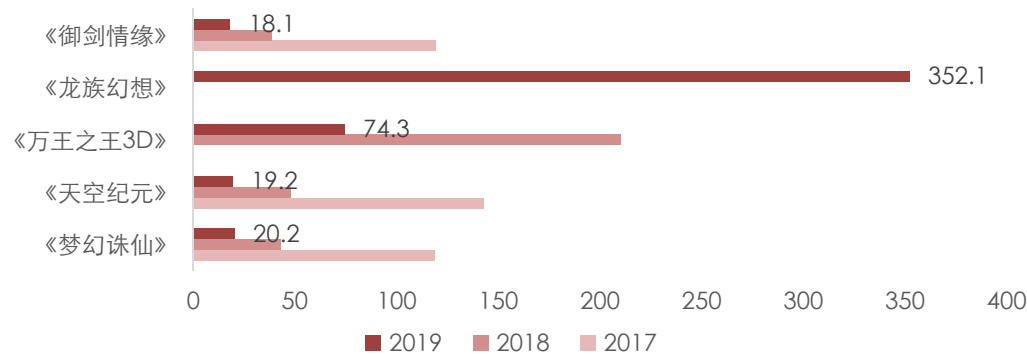
2017-2019公司游戏产品月活跃用户和付费用户情况（单位：万）



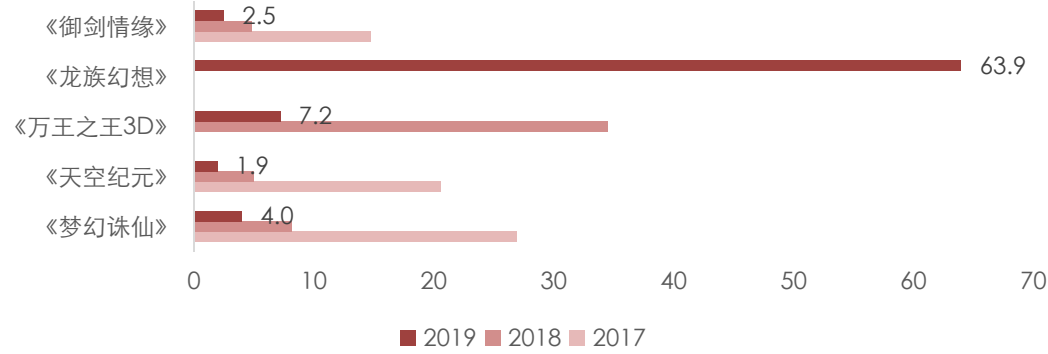
新游推出时付费用户较多，头部游戏ARPU呈增长趋势

- 新游戏拉动公司用户增长，头部游戏驱动力逐年增强，2017年及以前，公司主要依靠《梦幻诛仙》、《天空纪元》及《御剑情缘》等驱动用户规模增长，2018年依靠《万王之王3D》驱动增长，2019则依靠《龙族幻想》，《龙族幻想》19年的月活显著高于《万王之王3D》18年的月活，也影响了公司19年整体月活高于18年；
- 用户付费方面，新游戏推出时付费率较高，经典游戏的付费转化能力较为稳定，但月活跃用户数逐年下降。《万王之王3D》和《龙族幻想》在推出当年的付费用户比例高于15%，而《梦幻诛仙》2017-2019年期间付费转化率维持在20%左右，付费转化率高且稳定，但平均月活跃用户数下降导致付费用户数随之减少。
- 公司整体游戏的ARPU稳定在24-26之间，不同游戏间ARPU差异较大，《梦幻诛仙》和《天空纪元》维持较高ARPU，随着公司运营能力的提升，头部游戏的ARPU整体呈现增长趋势。

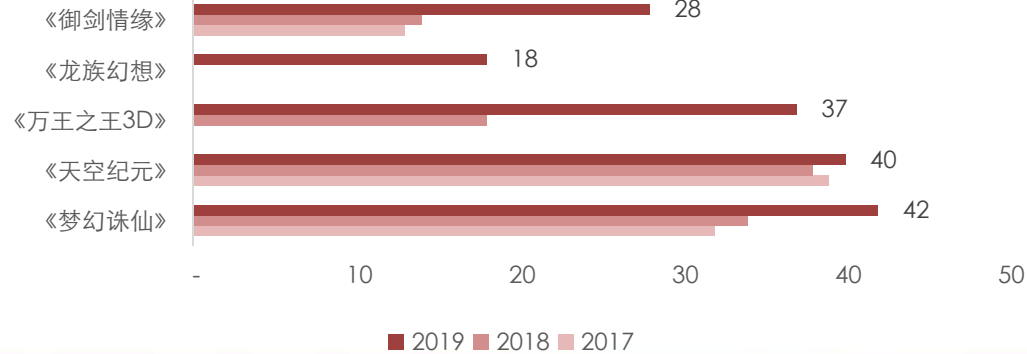
重点游戏平均月活用户（单位：万）



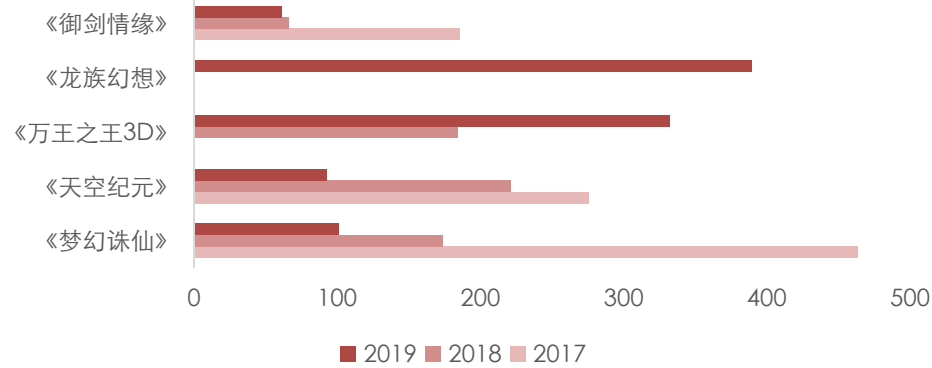
重点游戏平均月付费用户（单位：万）



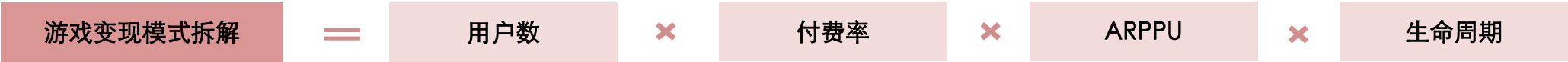
重点游戏用户每月平均收入（单位：元）



重点游戏收入（单位：百万）

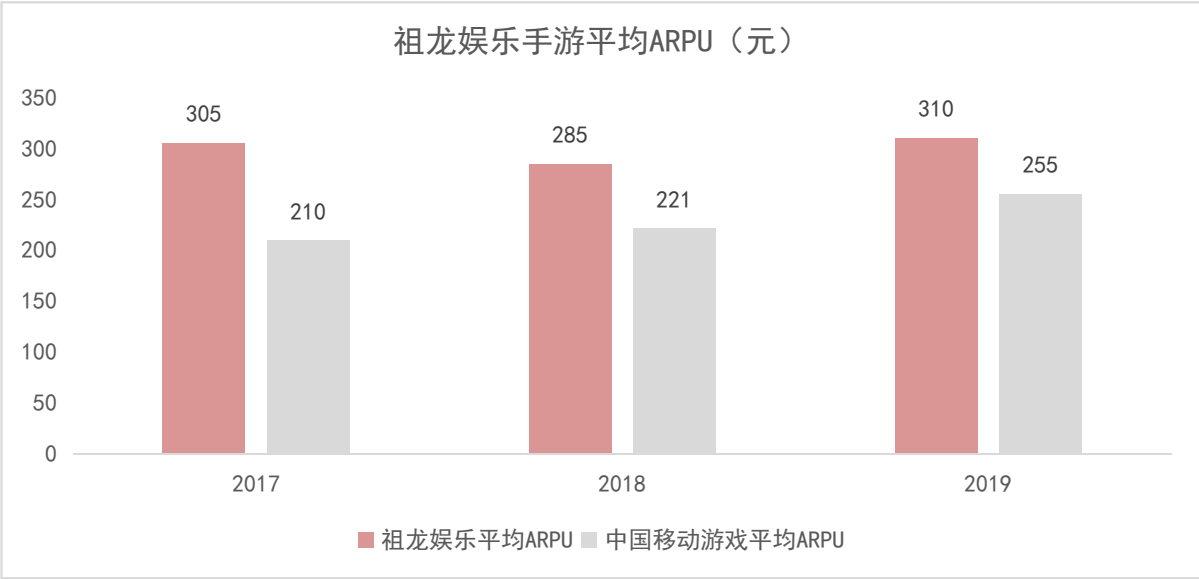
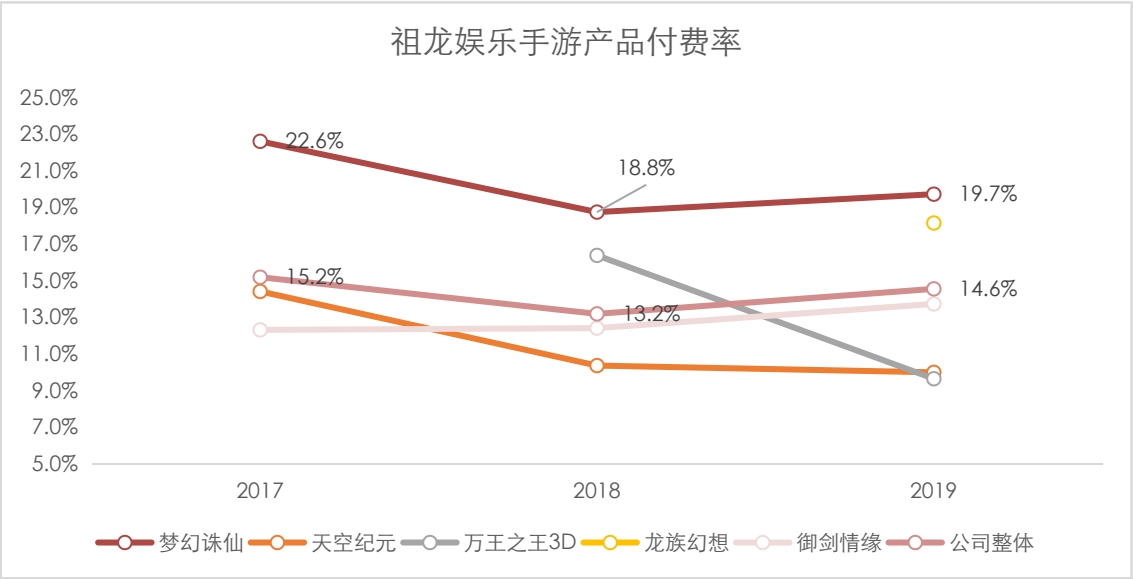


货币化能力强，祖龙手游付费率和单用户付费水平高于行业平均水平



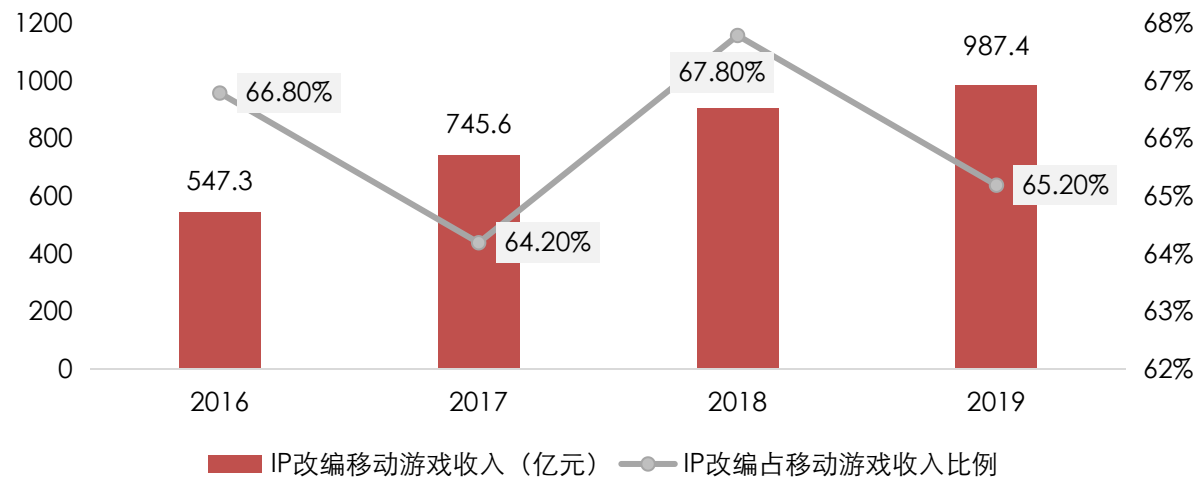
- 祖龙娱乐自成立至今主攻MMORPG游戏，目前还储备三款SLG产品，这两大品类生命周期和用户付费水平均较高。相较中国内地所有手游的平均生命周期(介于3至12个月)而言，MMORPG的平均生命周期更长(介于8至18个月)；而近年20余款头部SLG 游戏，包括《部落冲突》、《城堡争霸》、《COK列王的纷争》等核心SLG 游戏上线5-7 年仍维持稳定的流水。
- 祖龙娱乐多款产品的付费率和单用户付费水平均高于同行平均。中国角色扮演类游戏平均付费率在5%左右，祖龙娱乐多款MMORPG产品付费率水平在10%-20%之间，《梦幻诛仙》2017年付费率高达22.6%，《龙族幻想》2019年付费率为18.2%，远高于行业平均水平；祖龙娱乐用户2019年度平均用户ARPU为310元，而中国移动游戏平均值为255元。

	2017	2018	2019
平均月活跃用户	4,290,317	3,054,803	3,442,199
平均月付费用户	652,414	403,443	501,533
付费率	15.2%	13.2%	14.6%
每名用户每月平均收入	25	24	26
年度活跃用户	34,963,243	24,866,622	28,205,822
年度付费用户	4,872,449	3,214,395	4,122,392
累计注册玩家人数	74,060,597	95,576,642	121,159,877

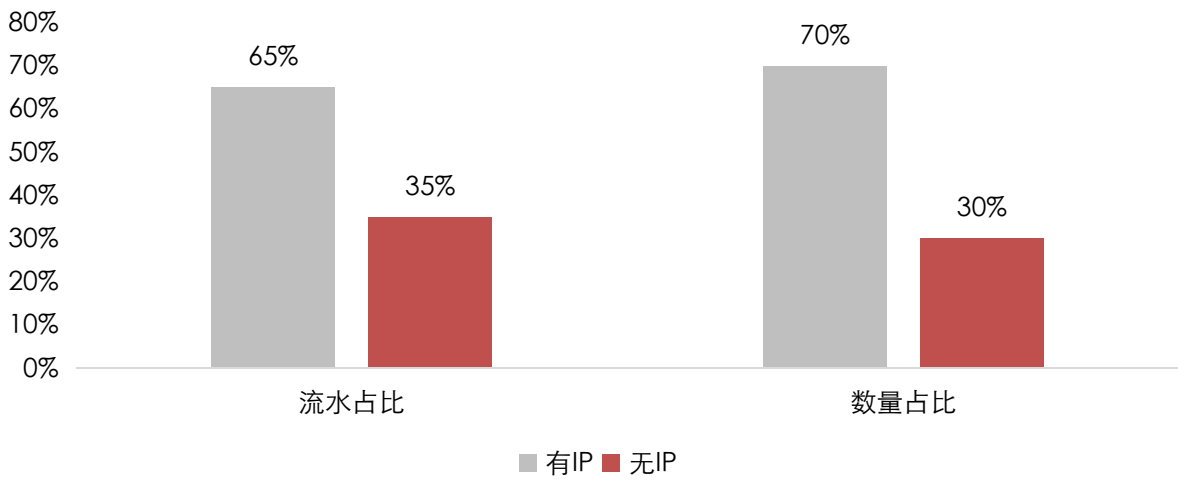


IP改编移动游戏占市场收入六成以上，仍具备较高增长潜力

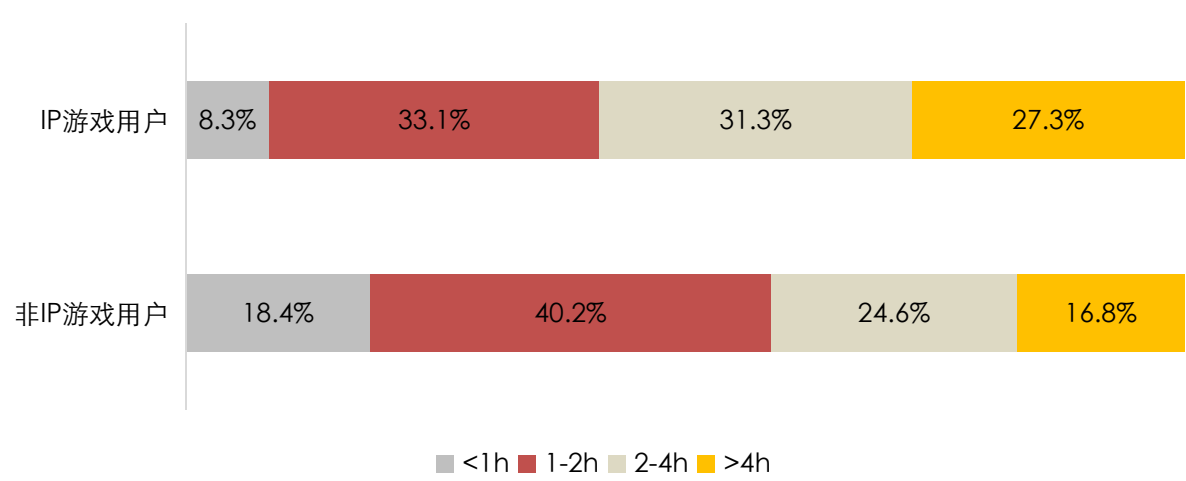
IP改编移动游戏市场收入状况



2019年流水TOP100移动游戏中IP游戏占比



用户每日在移动设备玩游戏的时长分布



2019年IP游戏流水测算榜TOP

排名	游戏名称	游戏类型	IP类型	游戏发行商
1	梦幻西游	回合制RPG类	游戏	网易
2	和平精英	射击类	游戏	腾讯
3	完美世界	ARPG(MMO)	游戏	腾讯
4	QQ飞车	竞速类	游戏	腾讯
5	大话西游	回合制RPG类	游戏	网易
6	神武3	回合制RPG类	游戏	多益网络
7	跑跑卡丁车	竞速类	游戏	腾讯
8	QQ炫舞	音舞类	游戏	腾讯
9	精灵盛典	ARPG(非MMO)	游戏	三七互娱
10	火影忍者	ARPG(非MMO)	动漫	腾讯

祖龙约6成使用原创IP，积极引进优质授权IP，探索与国际大IP合作

祖龙娱乐手游IP统计

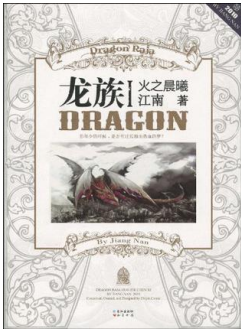
IP名称	IP类型	IP来源	游戏名称	游戏状态
《六龙争霸》/《六龙御天》	手游	原创	《六龙争霸》/《六龙御天》	运营中
《御剑情缘》	手游	原创	《御剑情缘》	运营中
《天空纪元》	手游	原创	《天空纪元》	运营中
《权利与荣耀》	手游	原创	《权利与荣耀》	运营中
《战舰联盟》	手游	原创	《战舰联盟》	运营中
《迷失之夜》	手游	原创	《迷失之夜》	运营中
《足球梦工厂》	手游	原创	《足球梦工厂》	运营中
《蜀山缥缈录》	客户端游戏	原创	《蜀山缥缈录》	已终止
《青丘狐传说》	电影及电视剧	授权	《青丘狐传说》	运营中
《诛仙》及《梦幻诛仙》	文学及客户端游戏	授权	《梦幻诛仙》	运营中
《幻想神域》	客户端游戏	授权	《幻想神域》	运营中
《万王之王》	客户端游戏	授权	《万王之王3D》	运营中
《龙族》	文学	授权	《龙族幻想》	运营中
《琅琊榜：风起长林》	电视剧	授权	《琅琊榜：风起长林》	运营中
《三国群英传》	客户端游戏	授权	《三国群英传》	筹备中
《鸿图之下》	手游	原创	《鸿图之下》	筹备中
《梦想新大陆》	手游	原创	《梦想新大陆》	筹备中
《诺亚之心》	手游	原创	《诺亚之心》	筹备中

原创IP

- 公司打造原创IP能力强。截至2019年底，公司现有游戏中有7款为原创IP，占现有游戏组合比例为58.3%。在近期储备的《梦想新大陆》等四款新产品中，3款均为原创IP。公司原创IP手游《六龙争霸》虽没有知名IP加持，但依然表现优异，在双平台上线首月就破1.76亿，累计注册用户达1720万人。

授权IP

- 公司的授权IP来源包括客户端游戏、文学、电视剧、电影多种类型。根据招股书披露，公司近期正与一家制作奇幻系列的全球顶尖电影制作公司合作，以其票房收入超15亿美元的科幻电影改编成手游。在该全球化IP加持下，该款产品未来有望进入全球市场。
- 在IP合约方面，公司与IP持有方的合约期限通常为3-10年，且为独家IP；在分成比例上，公司支付流水的1%-12%。



《龙族幻想》为知名作家江南代表作《龙族》授权，该文学作品拥有众多忠实粉丝，小说作者江南本人也作为游戏联合制作人加入创作，一手主导手游世界观塑造。在《龙族幻想》手游中，玩家可以看到江南塑造的各个人物，这些人物的形象都是根据小说赋予的性格而定制创造，游戏还对经典剧情进行了还原，受到原著粉丝好评。

备受发行巨头青睐，与多家海内外发行商建立了长期稳定的合作关系

2017-2019年祖龙娱乐前五大客户及收益占比

2017				2018				2019			
客户	收益（百万元）	收益占比	业务关系时长	客户	收益（百万元）	收益占比	业务关系时长	客户	收益（百万元）	收益占比	业务关系时长
腾讯	518.5	39.60%	四年以上	腾讯	354.7	40.8%	四年以上	腾讯	586.5	55.0%	四年以上
紫龙游戏	167.7	12.80%	四年以上	易幻网络	82.4	9.5%	四年以上	易幻网络	98.2	9.2%	四年以上
易幻网络	91.8	7%	四年以上	紫龙游戏	66.1	7.6%	四年以上	始祖鸟互动娱乐	59.9	5.6%	两年以上
智美	46.6	3.60%	四年以上	始祖鸟互动娱乐	53.5	6.1%	两年以上	紫龙游戏	57.2	5.4%	四年以上
伊凡达科技	33.5	2.50%	三年以上	智美	15.4	1.8%	四年以上	品绮科技	8.2	0.7%	三年以上





《六龙争霸》



《梦幻诛仙》



《万王之王3D》



《龙族幻想》





《青丘狐传说》



《御剑情缘》





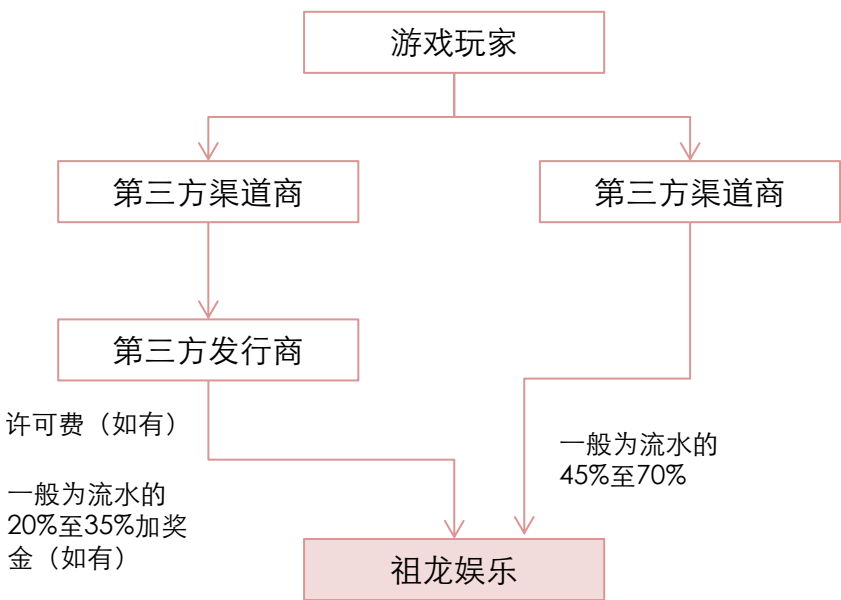
《六龙争霸》
(繁体中文市场)



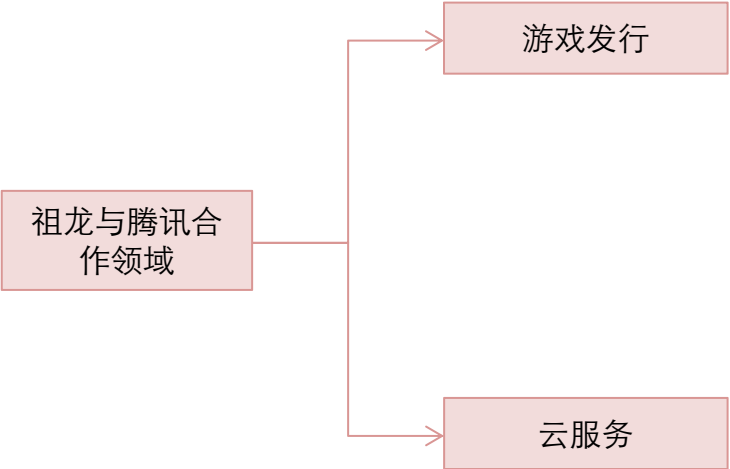
《万王之王3D》
(韩国地区)



《龙族幻想》
(韩国地区)



腾讯连续三年为最大客户，实现股权+业务深度绑定，未来将继续深化合作



2017-2019年祖龙娱乐与腾讯收益分成

交易性质	2017年		2018年		2019年	
	金额（百万元）	占收益比	金额（百万元）	占收益比	金额（百万元）	占收益比
收益分成	514.73	39.31%	350.95	40.34%	585.69	54.88%
固定授权费	3.77	0.29%	3.77	0.43%	0.79	0.07%

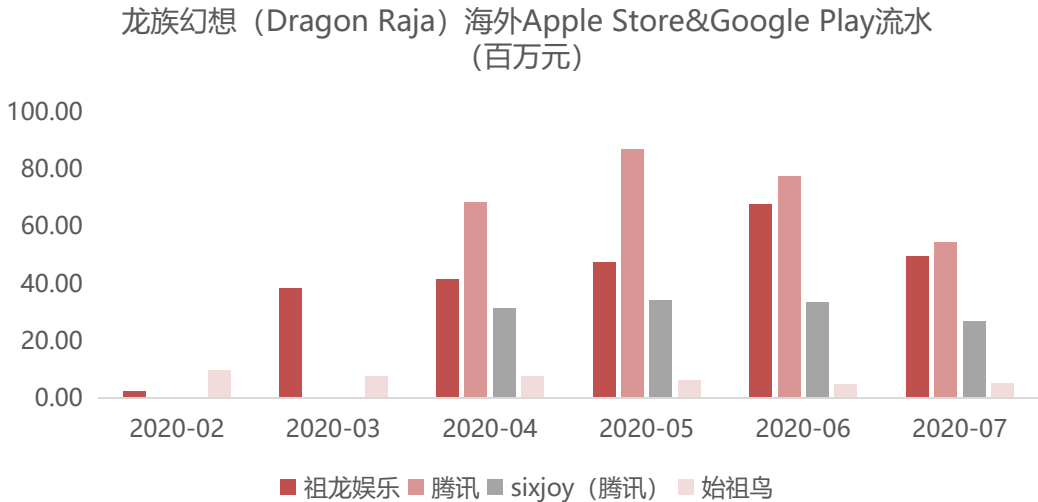
2017-2019年祖龙娱乐向腾讯采购服务支出

交易性质	2017年			2018年			2019年		
	金额（百万元）	占收益比	占销售及营销开支比	金额（百万元）	占收益比	占销售及营销开支比	金额（百万元）	占收益比	占销售及营销开支比
云服务的服务费	3.25	1.19%	-	3.98	2.29%	-	3.39	1.91%	-
于腾讯平台自主发行游戏的佣金	16.83	6.16%	-	8.56	4.93%	-	1.9	1.07%	-
推广及广告服务	0.57	-	0.25%	0	-	-	1.42	-	1.24%

- 在游戏发行上，祖龙娱乐已与腾讯合作在中国发行运营四款游戏，包括《龙族幻想》、《万王之王3D》等热门产品。2020年3月，祖龙娱乐与腾讯签订一份新的独家发行协议，约定2020、2021年两年里腾讯将发行三款祖龙研发的手游。在腾讯2020年游戏发布会中，祖龙娱乐创始人李青先生携这三款新品亮相，分别为《鸿图之下》（三国SLG）、《梦想新大陆》（回合制MMO）、《诺亚之心》（开放世界MMO），均由虚幻4引擎开发。根据公司招股书，在2017-2019年，腾讯连续三年为祖龙娱乐最大客户，2019年来自腾讯的收益分成5.9亿，收入占比达54.88%。
- 在云服务上，祖龙娱乐向腾讯采购包括云计算、数据存储及带宽服务等。利用腾讯云服务，祖龙能够大幅节省游戏基础设施的成本，在游戏运营上拥有更强的灵活性。

自主发行能力持续提升，在欧美地区自主发行《龙族幻想》得到验证

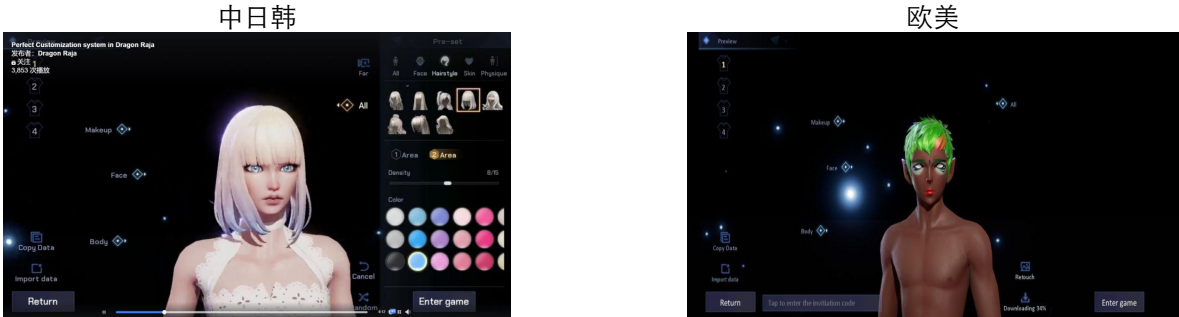
- **海外表现：**《龙族幻想》陆续登陆海外地区，欧美、东南亚由祖龙娱乐发行，日本由腾讯发行，欧美市场上线后登美国IOS App Store下载量的MMORPG品类TOP1及RPG类TOP2，并位列欧洲8个国家和地区IOS App Store下载量排名TOP10；上线日本地区后首日登顶日本IOS App Store免费榜，上线18天日服下载量突破150万。



2020年6月中国手游海外收入 (iOS App Store + Google Play)

排名	手游	发行商
1	PUBG MOBILE	腾讯
2	万国觉醒	莉莉丝
3	使命召唤手游	腾讯&动视暴雪
4	荒野行动	网易
5	黑道风云	友塔网络
6	State of Survival	FunPlus
7	王国纪元	IGG
8	放置少女	有爱互娱
9	龙族幻想	祖龙娱乐&腾讯
10	剑与远征	莉莉丝

游戏美术风格改版



相较于偏好清新可爱风格中日韩玩家，欧美玩家在角色捏脸上更喜欢搞怪、与众不同的人物。为了于目标市场偏好靠拢，《龙族幻想》增加了更多复合欧美玩家审美的默认脸型 and 角色模版。

语言本地化

在语言本地化上，除了英语版本，在非英语母语的如法语、德语、俄语等国家，《龙族幻想》都配置了单独对应的版本。

宣发精准捕捉受众

在发行过程中，祖龙把宣传题材的主题、关键词放在了现代感、科技感等方面。以平面海报为例，宣传内容主打赛博朋克风格的氛围营造，着重描写现代感的城市场景构建，部分角色突出人物的英雄形象，成功吸引欧美玩家；同时，《龙族幻想》也和一些知名主播达成了合作，推出了游戏的联动形象来吸引对应的粉丝群；官方还在Facebook、Instagram等社交平台，以及Discord和Reddit等平台都进行了游戏社区运营活动。

产品储备：新产品释放期到来，6款面向全球市场，有望迎来新的用户和营收增长长期



2020-2022年公司产品储备

预计上线时间	产品名称	游戏品类	知识产权来源	主要市场	开发阶段 (截至2020年4月)	发行商	TapTap评分	预约人数	版号
2020Q3	《鸿图之下》	SLG	原创IP	中国内地、东亚	游戏制作	腾讯	8.8	49680	N
2020Q4	《梦想新大陆》	MMORPG	原创IP	中国内地	游戏制作	腾讯	9.0	46236	Y
2021Q1	《诺亚之心》	MMORPG	原创IP	全球	游戏制作	腾讯	8.0	101020	N
2021Q4	《三国群英传》	SLG	授权IP	全球	游戏提案	暂未披露	-	-	-
2022Q1	项目A（女性向）	其他	原创IP	全球	游戏制作	暂未披露	-	-	-
2022Q1	项目B	MMORPG	授权IP	全球	游戏制作	暂未披露	-	-	-
2022Q3	项目C	SLG	待定	全球	市场研究及游戏提案	暂未披露	-	-	-
2022Q4	项目D	MMORPG	待定	全球	市场研究及游戏提案	暂未披露	-	-	-

- 手游产品的研发周期一般在18-36个月之间，进入制作周期后，一般需要7-24个月上线。公司目前公布了8款储备游戏，其中2020年和2021年各两款，2022四款，其中5款已进入制作流程，3款仍在提案阶段，未确定名称的四款新游中有一款确定会偏女性向。
- 8款储备游戏中4款属于祖龙的强项领域MMORPG，一方面，据frost&sullivan统计，MMORPG是目前游戏领域最大的细分赛道，2019年MMORPG的市场规模达488亿元，占整个移动游戏市场的26.9%，且未来5年预测年复合增长率为19.1%，高于其他品类。另一方面，MMORPG游戏生命周期长于其它品类，具备良好的变现能力，且祖龙在MMORPG领域耕耘二十余载，出品质量有保障。
- 储备游戏中还有3款SLG，SLG在2016-2019CAGR为35.1%，2019-2024ECAGR为18.1%，均仅次于MMORPG，排名第二，有着巨大的增长潜力，开发SLG有助于丰富公司游戏品类，多元化业绩增长渠道。
- 6款游戏面向全球市场，将凭借全球分销网络，推出多款地区版本的新游戏，并将在中国内地以外市场将现有游戏本地化。

产品储备：首款UE4打造的沙盘战略手游《鸿图之下》，市场可对标产品表现优异



《鸿图之下》

腾讯独家代理发行，旗舰级大世界沙盘战略手游，由虚幻引擎4打造，围绕沉浸式真实三国战争概念，打造400万地格沙盘与千人同屏的战场。玩家可以利用天气与地形创造战局优势，灵活调动阵型与爱将共闯战场，掌控全局书写自己的传奇史书。

TapTap表现：预约人数5.3万，评分8.9。

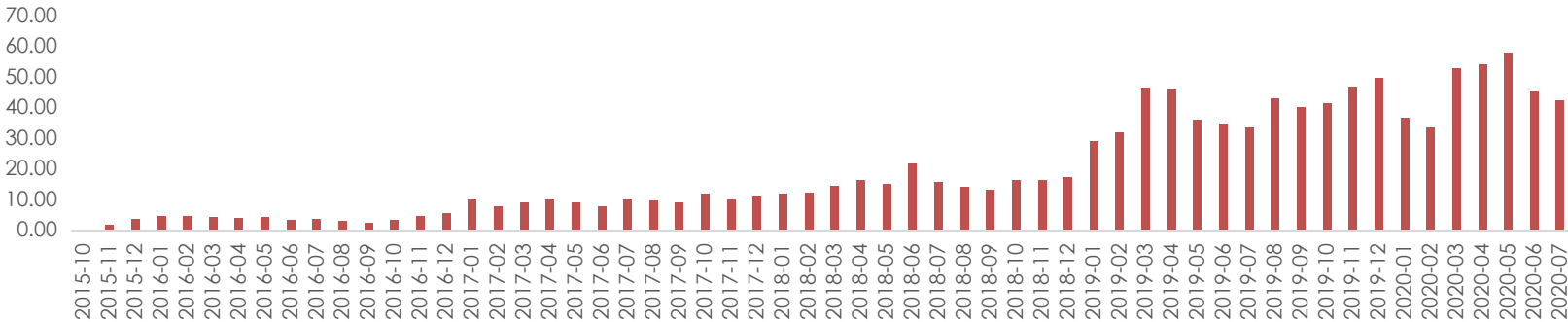
预计上线时间：已进行限量删档（不计费）测试，预计将于20H2上线

市场可对标产品

《率土之滨》

网易于2015年8月推出的全自由沙盘战略手游，同为三国题材，上线至今近五年，仍维持良好的流水表现。

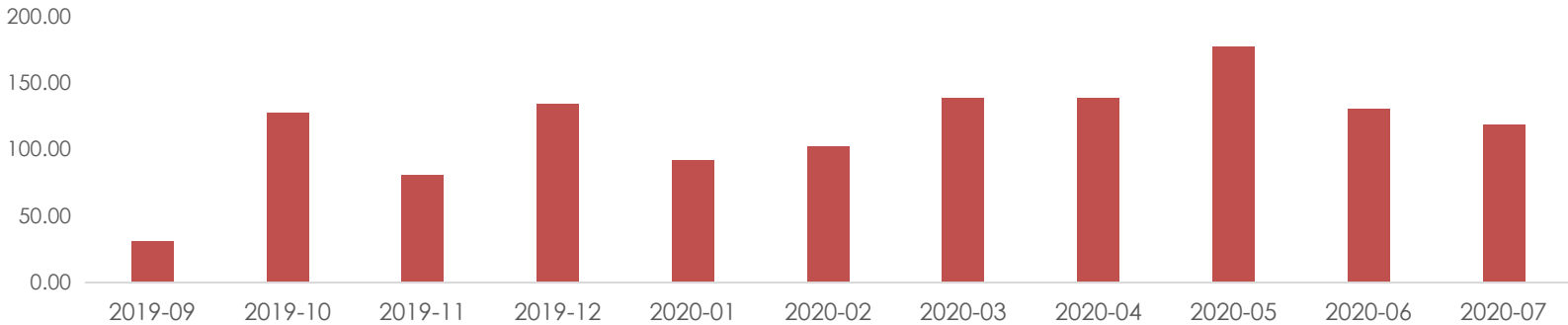
《率土之滨》国内总流水估算（千万）



《三国志·战略版》

《三国志·战略版》是由阿里游戏推出的一款沙盘策略手游，于2019年9月20日正式公测。游戏以三国乱世为背景，玩家扮演主公的身份，去招募三国各种武将，并通过各种城建、攻占资源等途径，来开疆扩土、征战沙场，流水表现优异。

《三国志·战略版》国内总流水估算（千万）



产品储备：首款UE4引擎打造的回合RPG手游《梦想新大陆》+拟真大世界探索手游《诺亚之心》



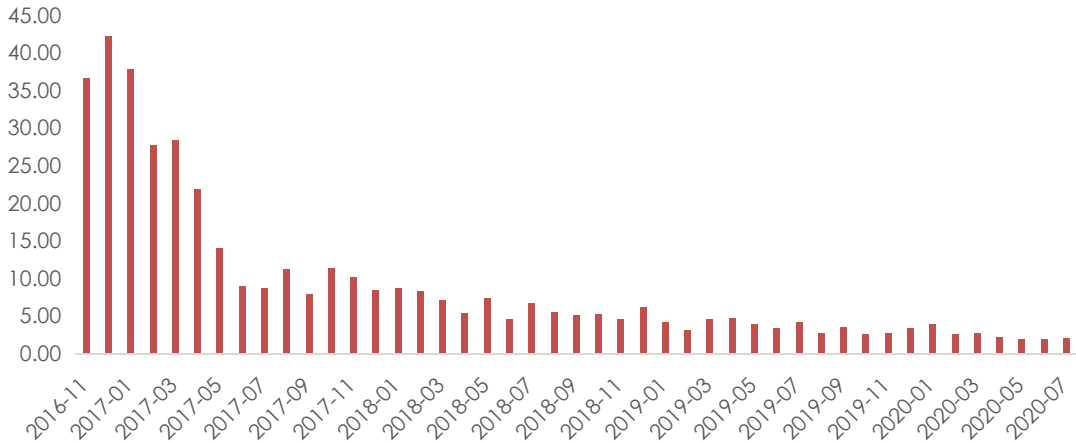
《梦想新大陆》

腾讯独家代理的首款虚幻引擎4打造的自由策略回合RPG手游，由《梦幻诛仙》原团队深耕数年，在经典回合玩法上革新升级，结合七大架空古文明世界观、创新的战斗模式及策略玩法、多维宠物定制化养成、新概念拟真社区交互等特有玩法。TapTap预约人数5.58万，评分8.9，预计将于20H2上线



流水预期：《梦想新大陆》由《梦幻诛仙》原团队亲力打造，作为《梦幻诛仙》的承接作品。根据我们估算《梦幻诛仙》首月流水超4亿，《梦想新大陆》采用UE4引擎打造，在传统回合制玩法上进行多维创新，上线后流水表现有望超越《梦幻诛仙》。

《梦幻诛仙》国内总流水估算（千万）



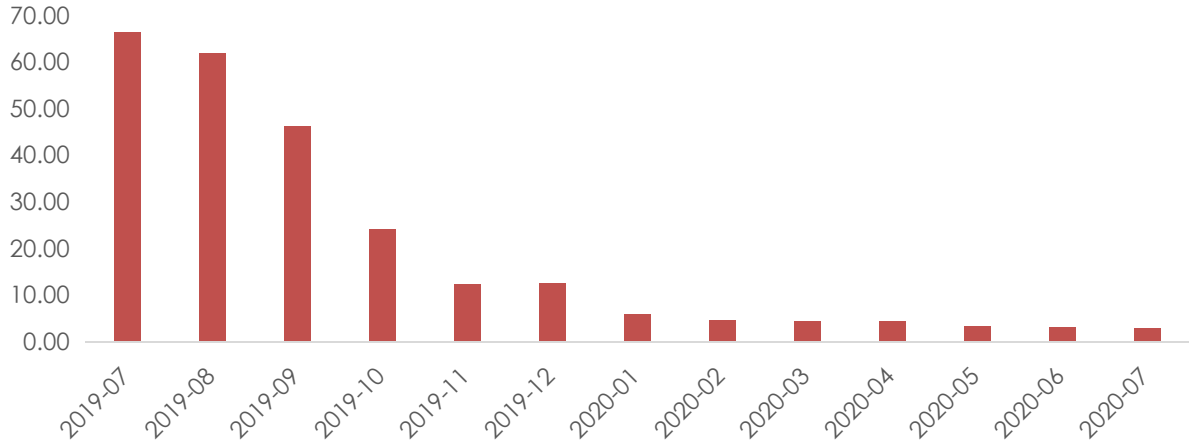
《诺亚之心》

腾讯独家代理的拟真星球大世界探索手游。借助虚幻引擎4的强大性能和表现力，打造了一个与众不同的无缝球形连续大地图，地图面积约6400万平方米，突破传统MMORPG的职业限制，开发了更开放、自由的玩法体系。此外，游戏拥有媲美端游的次世代画面和高自由度的开放世界，配合昼夜轮转及天气变幻系统，打造更为拟真的星球生物生态。TapTap预约人数10.7万，评分8.1，预计将于21Q1上线

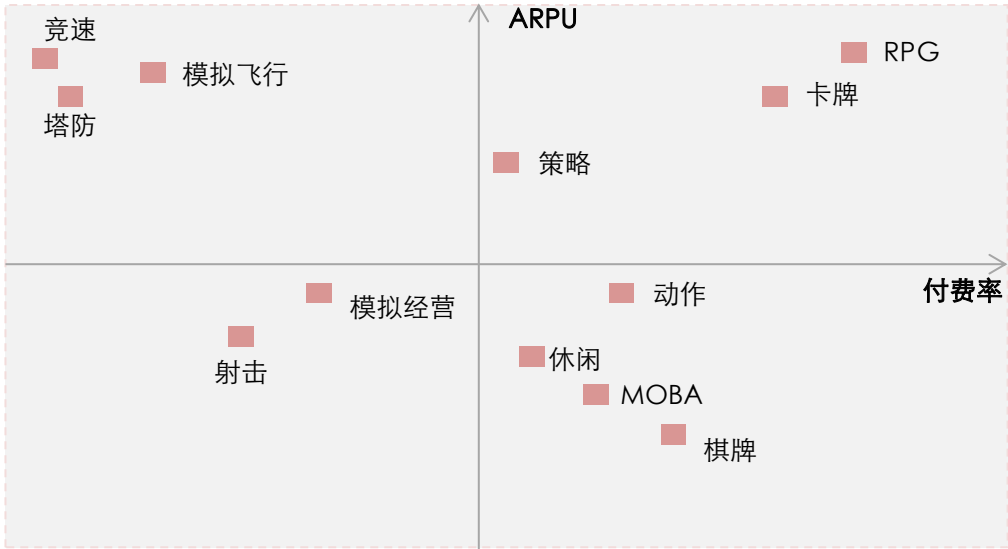


流水预期：《诺亚之心》借助虚幻引擎4的强大性能和表现力，突破传统MMORPG的玩法，相较于《龙族幻想》自由度和开放度更高。

《龙族幻想》国内总流水估算（千万）



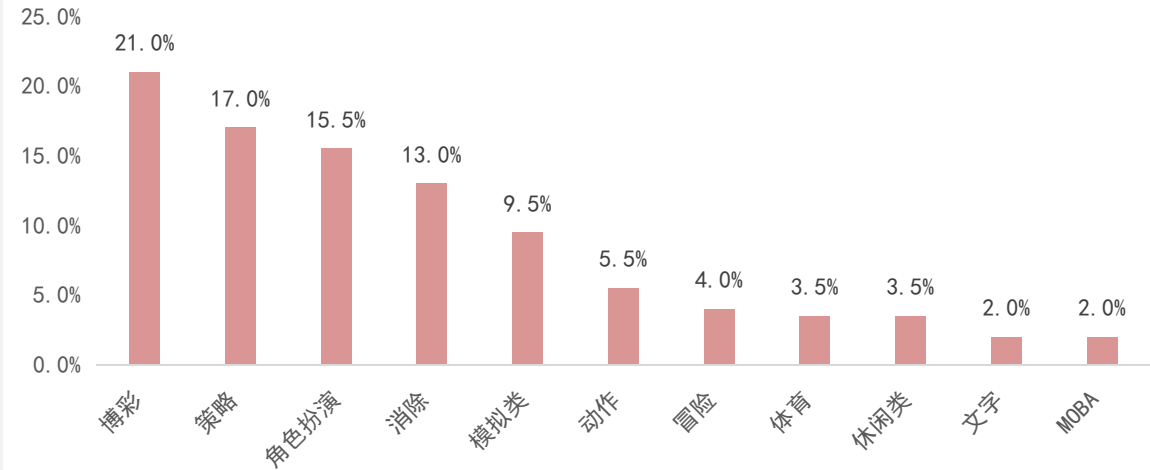
利用SLG及开放世界MMORPG手游进一步打开海外市场，出海前景广阔



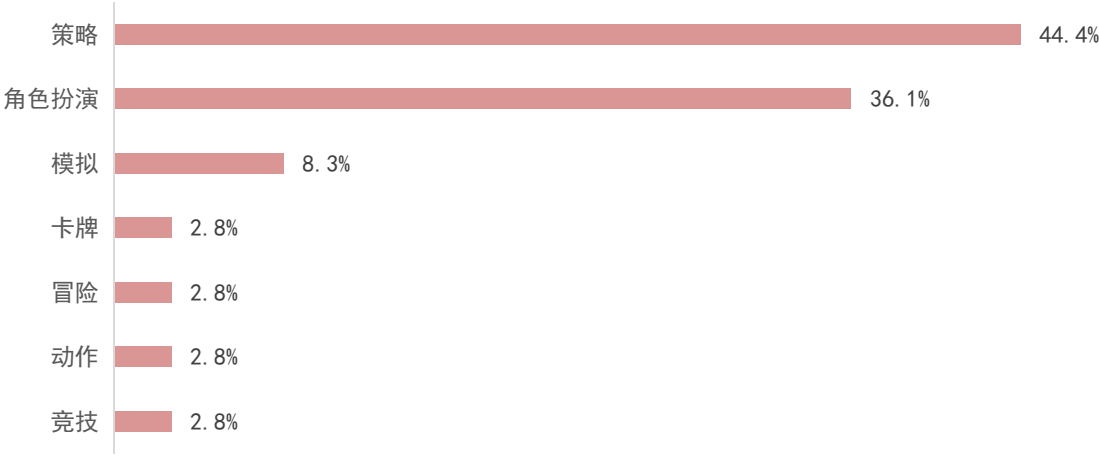
2019年中国重要海外市场移动游戏流水TOP10

排名	游戏名称	中文名称	游戏类型
1	PUBG MOBILE	PUBG MOBILE	射击类
2	Knives Out	荒野行动	射击类
3	Guns of Glory	火枪纪元	SLG
4	Mafia City	黑道风云	SLG
5	Lords Mobile	王国纪元	SLG
6	King of Avalon	阿瓦隆之王	SLG
7	Last Shelter:Survival	末日孤城	SLG
8	Langrisser	梦幻模拟战	战棋类
9	Rise of Civilizations	万国觉醒	SLG
10	AFK Arena	剑与远征	放置类

2019年美国游戏畅销榜品类分布



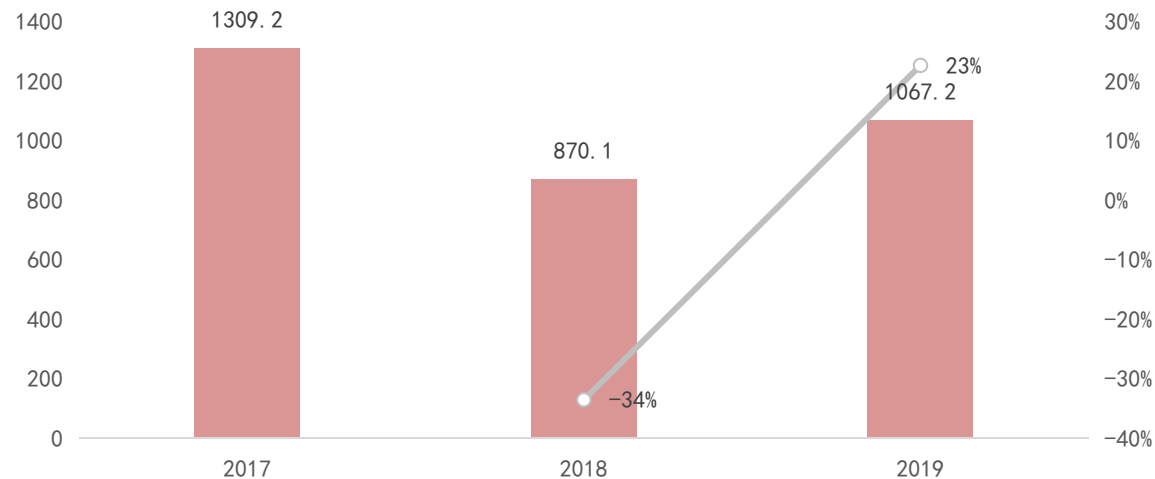
2019年日本畅销榜中国游戏主要类型分布



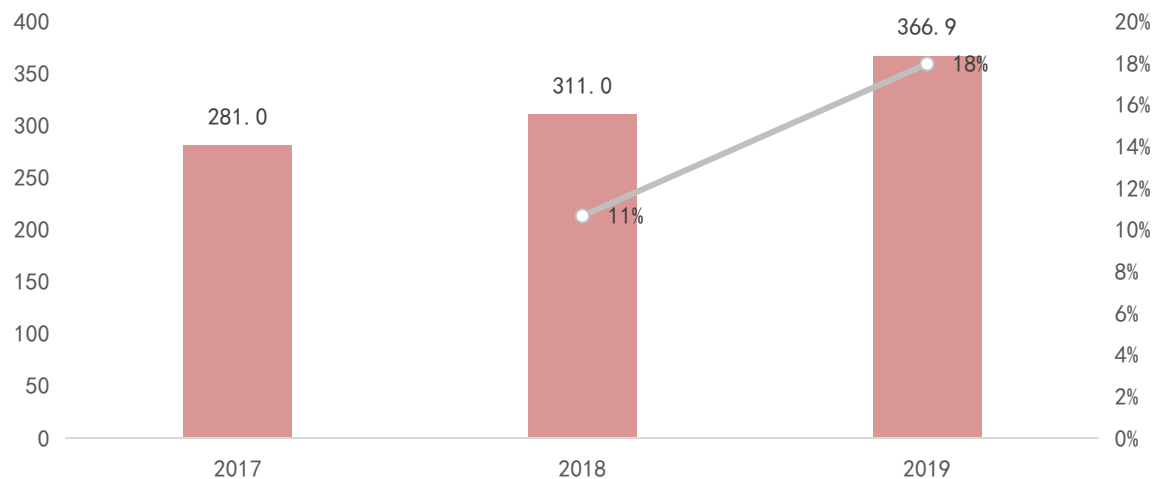
财务分析

整体业绩：新产品上线和出海收入提升带动2019年收入回升，净利润大增后首次转正

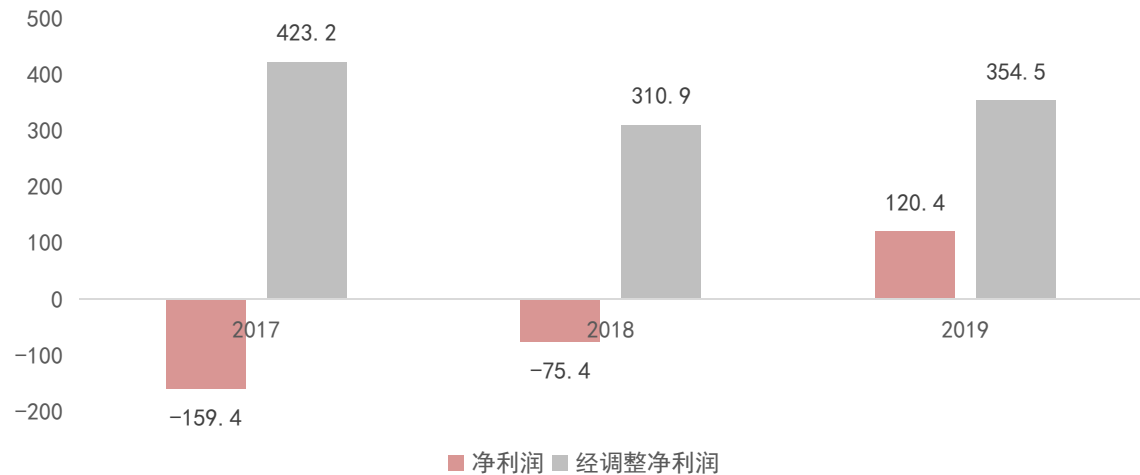
祖龙娱乐2017-2019年营业收入（百万元）



祖龙娱乐2017-2019年营业利润（百万元）

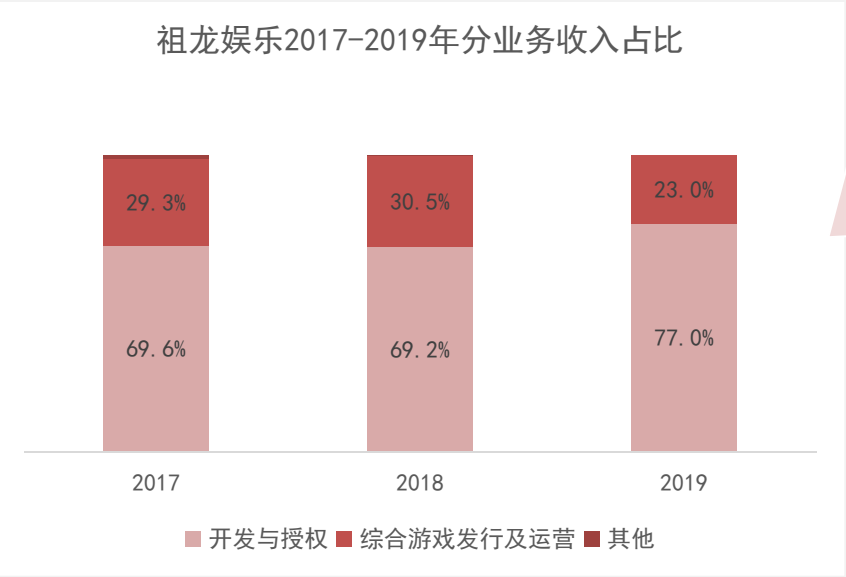
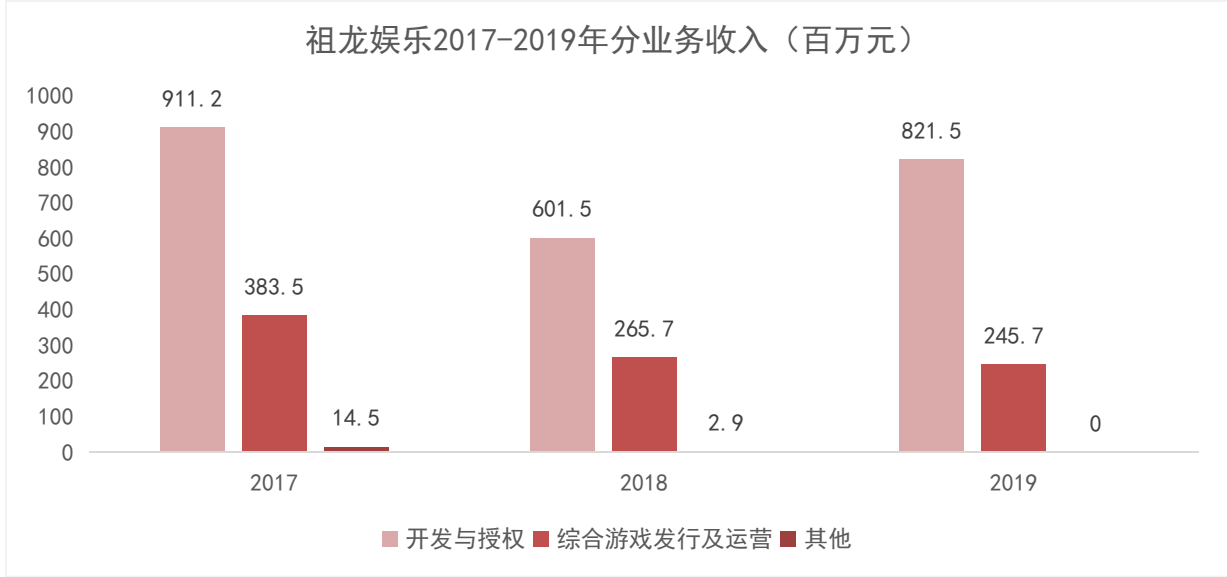


祖龙娱乐2017-2019年净利润/亏损（百万元）



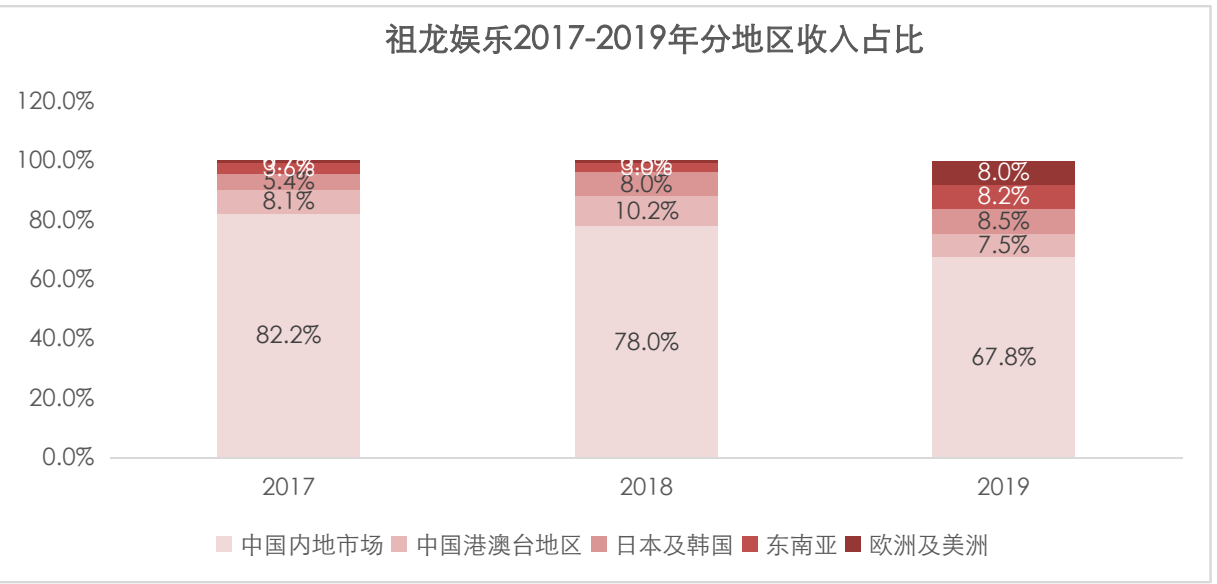
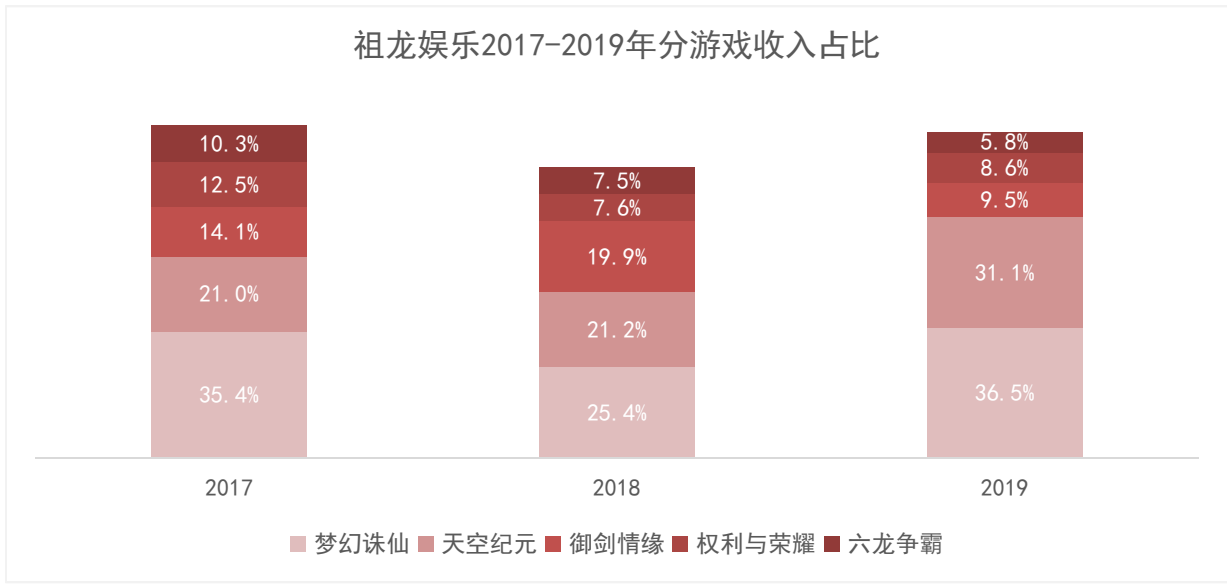
- 祖龙娱乐营业收入在2019年回升。公司2017-2019年分别实现营收13.1亿、8.7亿和10.7亿元。受产品生命周期影响，2018年营收有所下滑，同比下降34%。2019年收益回升主要是由于2019年新游戏《龙族幻想》表现出色，占2019年总收益的36.5%，此外还由于《御剑情缘》在中国的表现以及《万王之王3D》在韩国的表现获得额外奖金收入。
- 祖龙娱乐营业利润和净利润稳定增长。2019年营业利润同比增长18%至3.67亿元；得益于营收增长而成本费用控制较好，净利润在2019年增长显著，首次转正至1.2亿元，经调整净利润为3.5亿元，同比增长14%。

营收结构：游戏开发和授权业务为主要营收来源，海外市场收入占比持续提升

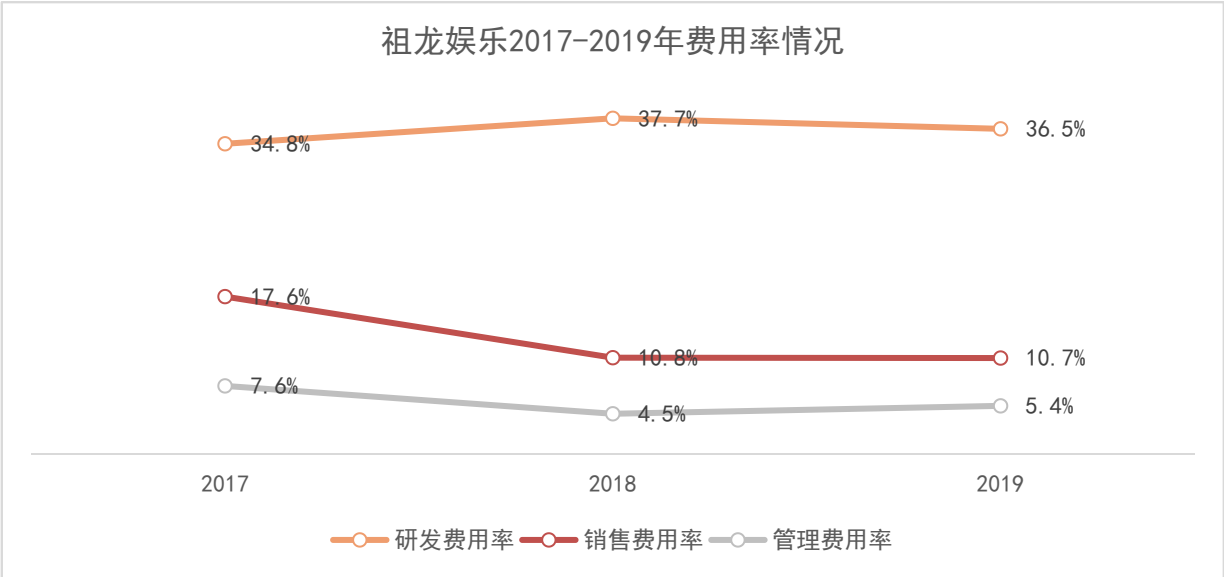
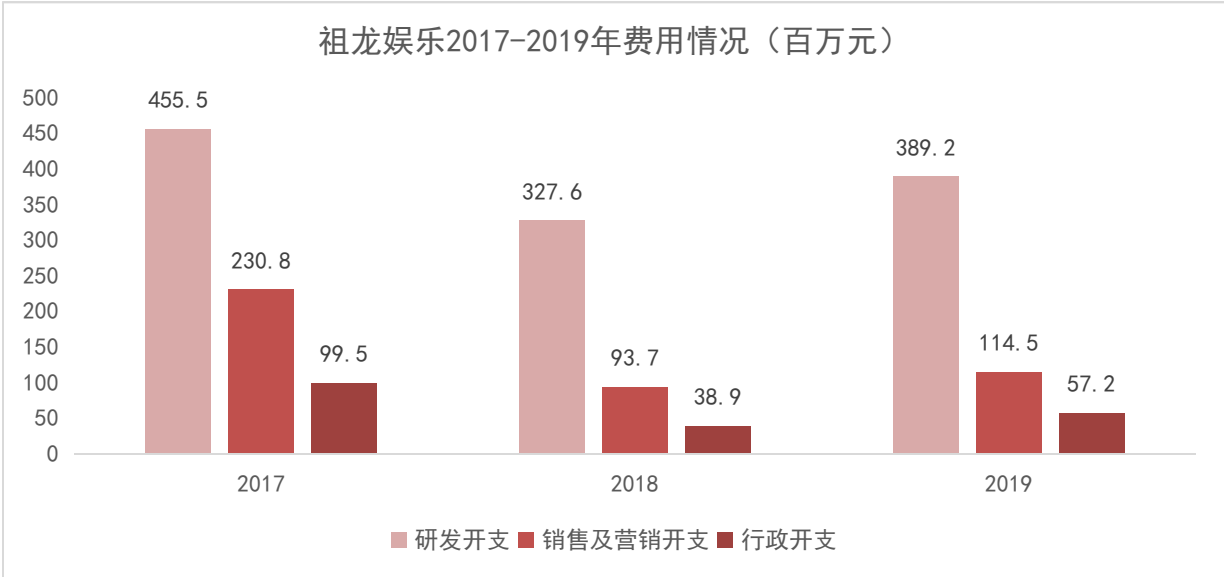
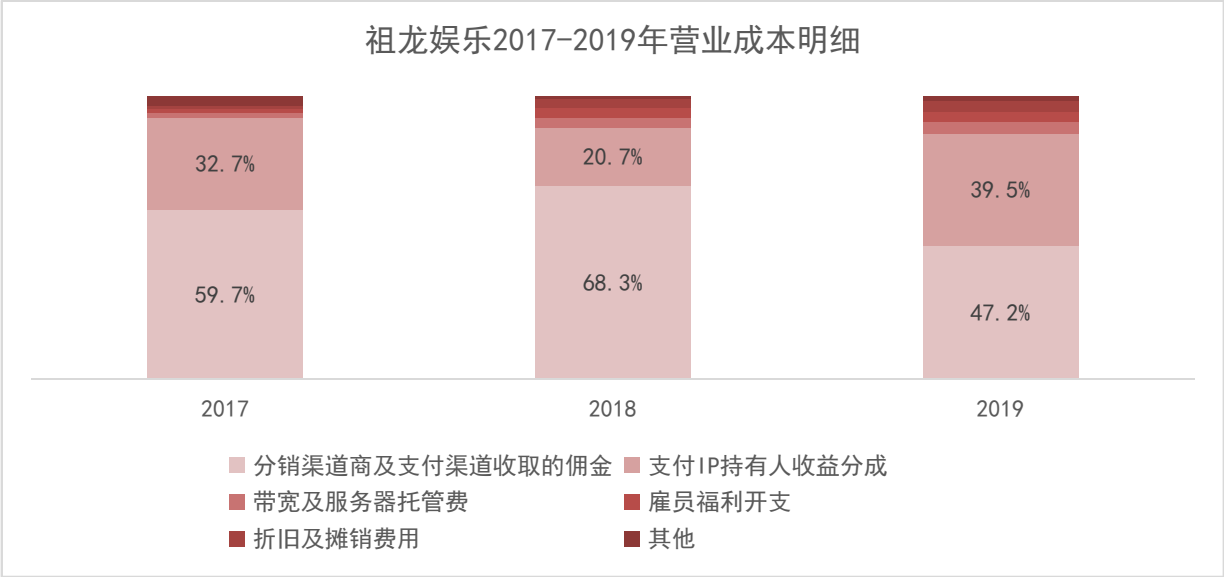
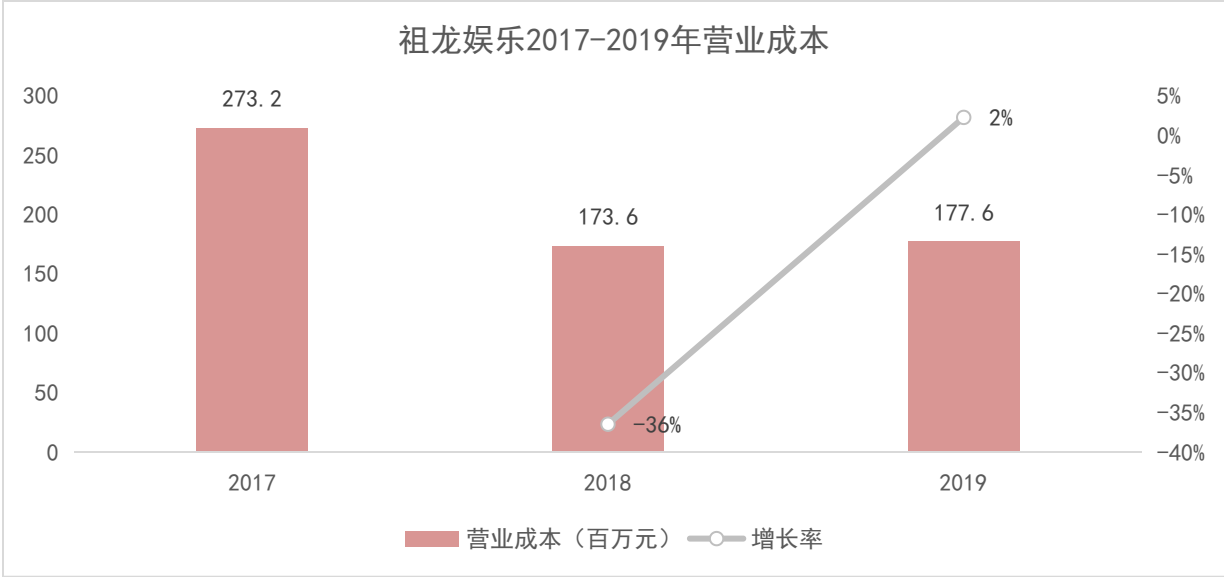


开发与授权收益：授权费通常包括不可退还的固定授权费（预付款或根据特定付款时间表）及根据规定条款计算的可变授权费用。根据发行商自玩家获得的收益的规定百分比计算出的可变授权费（收益分成）在销售产生时按净额基准确认为收益。不可退还的固定授权费被视为使用权安排，最初计入合同负债，然后在许可期内按比例确认为收益。

综合游戏发行及运营收益：总额法确认收入，支付渠道及分销渠道商分成计入成本。游戏中虚拟物品的销售所得款项最初计入为合同负债，并仅在消费时或在付费玩家的平均游戏期间按比例提供相关服务之后确认为收益。



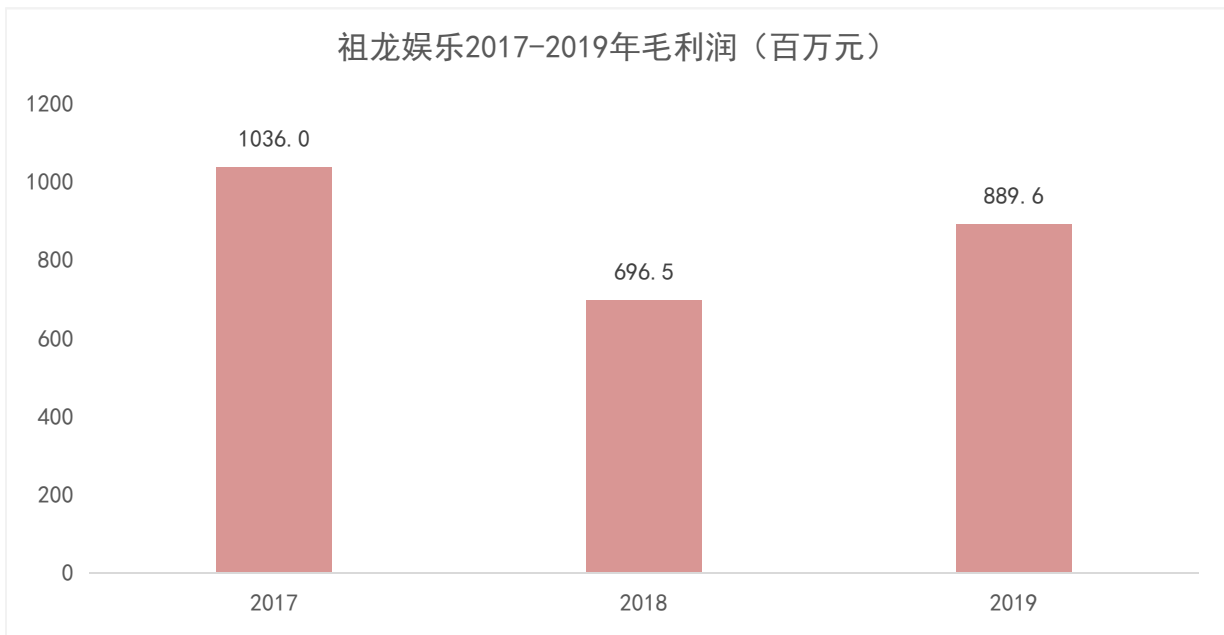
成本费用：营业成本和费用率控制较好，研发费用率维持较高水平



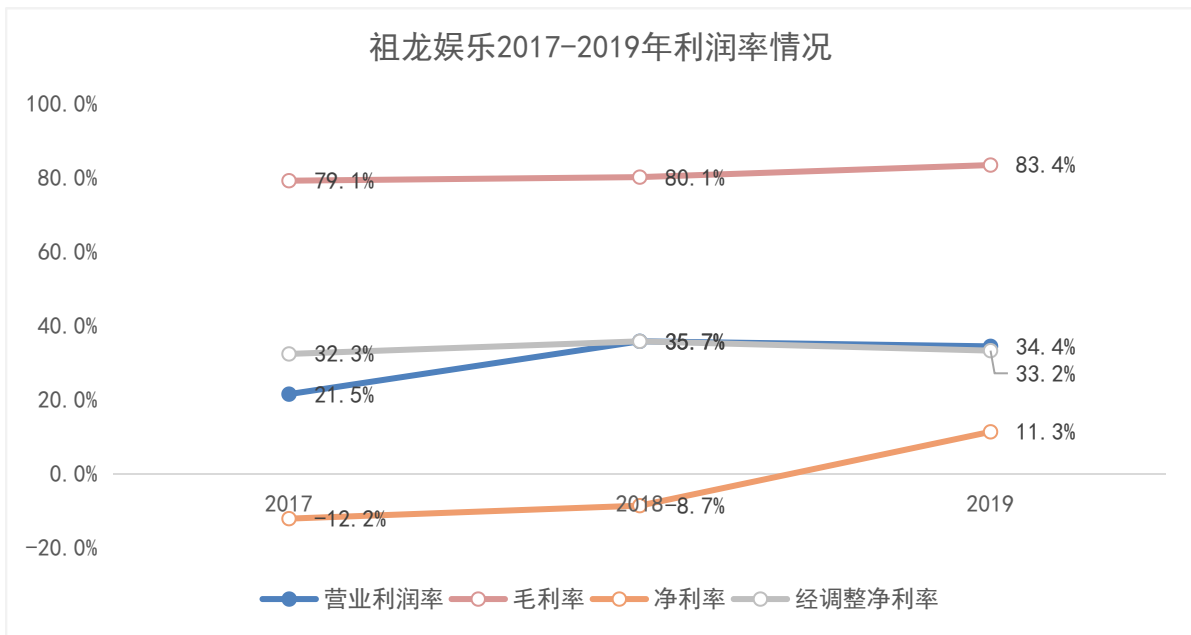
盈利能力：毛利率水平较高，净利润率显著提升，经调整净利率保持稳定

- 祖龙娱乐2017年至2019年分别实现毛利润10.4亿、7.0亿和8.9亿元，毛利率分别为79.1%、80.1%和83.4%，毛利率整体水平较高，且稳步提升，主要是由于公司向IP持有人所支付的收益分成占收益的比例下降，以及分销渠道商和付款渠道收取的佣金占收益的比例下降所致。
- 2017-2019年营业利润率分别为21.5%、35.7%和34.4%，营业利润率水平保持稳定。
- 2017-2019年净利润率分别为-12.2%、-8.7%和11.3%%，受营收增长而成本费用控制较好原因，净利率首次转正；经调整净利率为32.3%、35.7%和33.2%，保持稳定水平。经调整净利润：期内（亏损）/利润净额，再加上可转换可赎回优先股的公允价值变动、股份酬金开支、赎回负债应计利息开支予以调整。

祖龙娱乐2017-2019年毛利润（百万元）



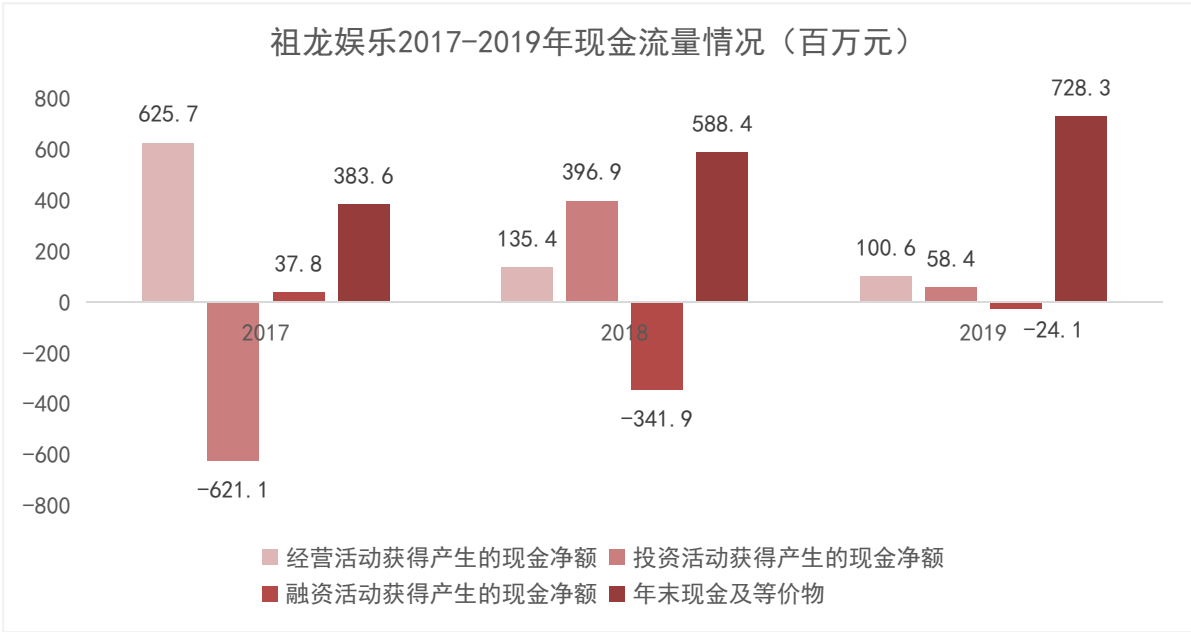
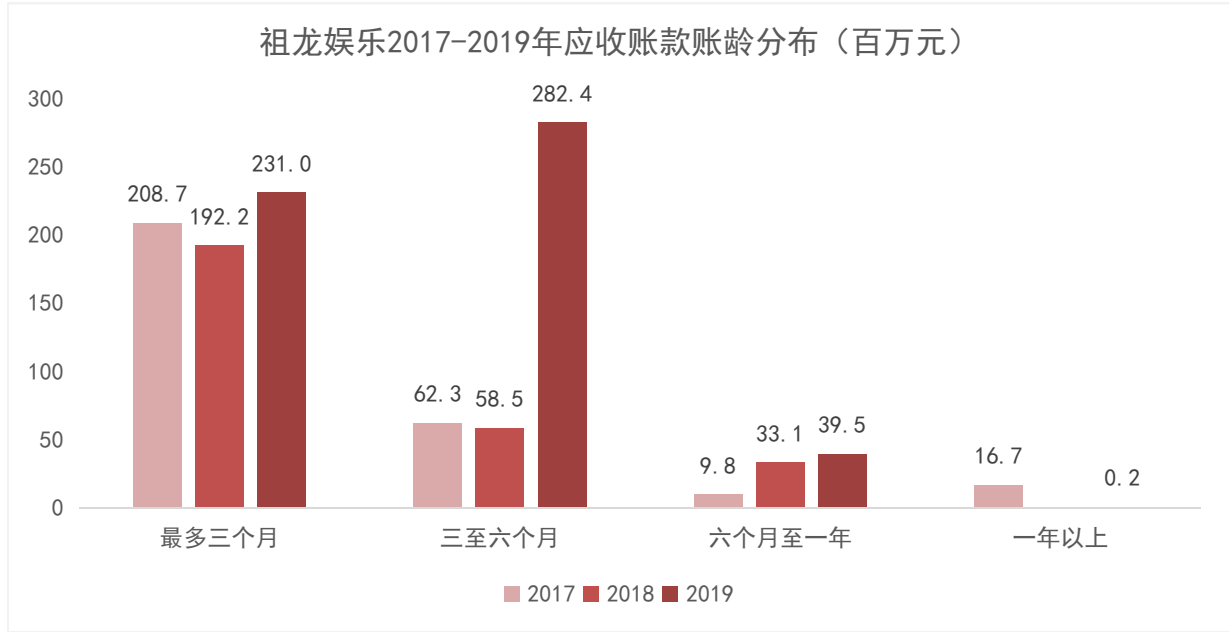
祖龙娱乐2017-2019年利润率情况



现金流：回款周期较短，公司经营性现金流持续三年为正，整体财务风险平稳可控



- 祖龙娱乐回款周期较短，现金流周转能力较强。2017年到2019年间，公司应收账款账龄主要集中在6个月以内，账龄较为健康，公司在回款能力和现金周转能力上具备一定优势。由于公司合作的企业都为腾讯等信用较高企业，而根据招股书公司一般向第三方渠道商或发行商提供90-150天的信用贷款期，因此整体回款周期较短。截至2019年年底，三至六个月账龄的应收账款提升或受到下半年新发行的《龙族幻想》影响。
- 从现金流量情况来看，公司持续三年经营性现金流为正，年末现金及等价物充裕，整体财务风险平稳可控。



	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
开发与授权业务	911.2	601.5	821.5	1,243.4	2,509.4	3,262.2
YoY		-34%	37%	51%	102%	30%
综合游戏发行及运营业务	383.5	265.7	245.7	600.0	1,282.1	1,795.0
YoY		-31%	-8%	144%	114%	40%
其他	14.5	2.9				
合计	1,309.2	870.1	1,067.2	1,843.4	3,791.5	5,057.1
YoY		-34%	23%	73%	106%	33%

开发与授权业务占比	70%	69%	77%	67%	66%	65%
综合游戏发行及运营业务占比	29%	31%	23%	33%	34%	35%
其他业务占比	1%	0%				

估算开发与授权毛利率	90%	90%	90%	90%	90%	90%
估算综合游戏发行及运营毛利率	53%	57%	61%	62%	60%	58%
估算整体毛利率	79.0%	79.9%	83.3%	80.9%	79.9%	78.6%
实际毛利率	79.1%	80.1%	83.4%	-	-	-

估值假设：

- 2020Q3-Q4上线《鸿图之下》、《梦想新大陆》，上线流水符合预期，《龙族幻想》贡献稳定海外收入，2020年海外收入占比提升至46%，自主综合发行及运营业务同比增长144%，收入占比提升至33%。
- 2021Q1上线《诺亚之心》，全球发行流水符合预期，2021Q4上线《三国群英传》且流水符合预期，经典游戏仍表现稳定，2021年海外收入占比达45%，自主综合发行及运营业务同比增长114%，收入占比提升至34%。
- 伴随自主综合发行及运营业务占比提升，毛利率将略有降低。
- 销售费用率持稳，整体费用率逐步改善。

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,067	1,843	3,791	5,057
YoY	23%	73%	106%	33%
营业成本	178	352	764	1,080
销售费用	114	179	368	491
管理费用	57	77	152	192
财务费用	9	-5	-19	-25
营业利润	329	719	1,485	1,979
利润总额	145	724	1,503	2,005
所得税	25	123	256	341
净利润	120	601	1,248	1,664
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	119	600	1,246	1,662
YoY	260%	403%	108%	33%
EBITDA	370	729	1,496	1,992
EPS（元）	—	0.74	1.53	2.04
P/E	—	29.23	14.07	10.55
P/B	—	6.48	4.44	3.12
EV/EBITDA	47.42	24.05	11.72	8.80

祖龙娱乐主营业务为游戏研发及运营业务，业务较为成熟，对此采用PE法进行估值。我们选取具有可比性的5家港股、3家美股及8家A股代表性游戏公司，21年PE均值分别为19.89X、34.76X、24.62X。考虑到祖龙娱乐的游戏产品品质、工业化生产能力及业务的高增速，给予其20倍目标PE，对应21年目标市值约为278亿港元，目标股价34.1港元，首次覆盖，予以“推荐”评级。

	FY19游戏收入 (亿元)	FY19游戏收入 增速	FY19归母净利润 (亿元)	FY19归母净利润 增速	PE (TTM)	PE (20E)	PE (21E)	货币
腾讯控股	1,147	10%	933	19%	47.33	39.07	31.79	人民币
网易-S	464	16%	133	60%	19.94	30.15	26.00	人民币
心动公司	24	49%	3	22%	52	31.45	23.46	人民币
IGG	7	-11%	2	-13%	7.68	9.69	10.99	美元
中手游	30	90%	2	-23%	29.42	8.84	7.22	人民币
平均					31.27	23.84	19.89	
动视暴雪	65	-13%	15	-19%	35.11	34.91	31.91	美元
艺电	55	12%	30	198%	20.96	--	--	美元
TAKE-TWO	27	49%	3	92%	44.78	61.01	37.6	美元
平均					33.62	47.96	34.76	
三七互娱	132	82%	21	110%	37.62	32.37	27.29	人民币
世纪华通	122	24%	23	69%	28.52	21.19	17.75	人民币
完美世界	68	27%	15	-12%	43.14	29.56	24.86	人民币
吉比特	22	31%	8	12%	48.21	39.5	32.88	人民币
巨人网络	26	-32%	8	-24%	49.14	38.36	29.04	人民币
掌趣科技	16	-18%	4	-	91.49	34.26	22.69	人民币
电魂网络	7	55%	2	76%	41.58	30.1	23.44	人民币
凯撒文化	8	8%	2	-25%	66	45.35	19.04	人民币
平均					50.71	33.84	24.62	
祖龙娱乐	11	23%	1	260%	128.54	14.07	10.55	人民币

2021E祖龙娱乐估值

	2021E
收入（亿元）	37.91
净利润（亿元）	12.46
目标PE	20
目标市值（亿元）	249.18
目标市值（亿港元）	278.11
目标股价（港元）	34.10

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业

联系人： 陈梦竹 chenmengzhu@foundersc.com



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦36层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层