

祖龙娱乐 (9990.HK): 多品类矩阵释放活力, 海外征途持续走高

核心观点:

● UE4 倾力打造《鸿图之下》即将上线

集合腾讯发行、祖龙研发、UE4 诸多光环,《鸿图之下》未上线便已备受业界关注,在测试阶段得到诸多玩家的好评及抢先预约。《鸿图之下》目前官网预约量已超 100 万,在 TapTap 上评分高达 8.7 分,是同期 SLG 品类游戏评分之最。上线之前就已展现出如此强大潜力,《鸿图之下》10 月 21 日上线后的表现可期。

● 研发团队实力雄厚、高质量产品不断

祖龙娱乐游戏研发人员约占雇员总人数 85%,其中超 200 名人员拥有余 10 年的游戏开发经历,具有跨越单机游戏、客户端游戏、网页游戏及移动游戏时代的行业经验。突出的研发能力使祖龙娱乐克服技术升级障碍,持续推出高品质游戏产品。

● 海外收入及份额持续提升,国际市场表现亮眼

祖龙娱乐海外发行业务不断扩张,公司在国际市场发行的游戏业绩表现亮眼。2017-2019 年海外市场收入占比由 17.8%提升至 32.2%,2020 年上半年收入为 4.06 亿元,占比 67.5%,海外收入及份额不断上升。

● IP 储备不断扩大,内容供应丰富

祖龙娱乐持有丰富的 IP 储备,包括原创 IP 和购买授权 IP。IP 游戏市场热度不断攀升,根据弗若斯特沙利文数据,2019 年 IP 手游占游戏 61.9%,较 2017 年的 53.1%提升了 16.57%。祖龙娱乐共持有包括游戏、文学、影视等品类的 19 项 IP,其中有六款原创 IP 游戏,占现有游戏组合约 54.5%。打造原创 IP 有利于降低成本,打造独特的竞争力,提升玩家忠诚度。

● 投资建议

我们看好公司的研发实力及爆款产出率,且公司为 MMORPG 领域的领先者,持续扩充游戏品类,随着新品上线有望推动未来收入高增长。我们预计公司 2020~2021 年归母净利润依次为 6.29、10.44 亿元,当前股价分别对应 27X、16X 市盈率,2021 年我们给予公司 23X 的估值,对应的股票合理价值 33 港元/股,给予“推荐”评级。

主要财务指标

| 货币单位: 人民币 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1067.25 | 1965.01 | 2969.22 | 3571.60 |
| EBITDA(百万元) | 145.07 | 698.45 | 1160.01 | 1521.49 |
| 收入增长率% | 22.66% | 84.1% | 51.1% | 20.3% |
| 净利润(百万元) | 120.36 | 628.61 | 1044.01 | 1369.34 |
| 摊薄 EPS(元) | 0.21 | 0.76 | 1.27 | 1.66 |
| PE | -31.82 | 27.19 | 16.37 | 12.48 |

资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 本文使用的港元兑人民币汇率为 0.8647

祖龙娱乐 (9990.HK)

推荐 (首次评级)

分析师

杨晓彤

☎: 010-83571329

✉: yangxiaotong@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130518020001

特别鸣谢

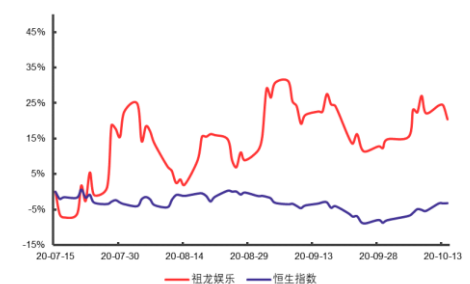
岳铮、实习生刘其妮

市场数据

2020-10-15

| | |
|---------------|----------|
| H 股收盘价(港元) | 24.00 |
| H 股一年内最高价(港元) | 28.40 |
| H 股一年内最低价(港元) | 16.88 |
| 恒生指数 | 24667.09 |
| 总股本(万股) | 81551 |

相对恒生指数表现图



相关研究

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

我们看好祖龙娱乐发展的“短逻辑”和“长逻辑”:

短期来看,公司旧游生命周期仍具备可持续度,《梦幻诛仙》《天空纪元》等经典产品流水贡献稳定,《龙族幻想》《万王之王 3D》上线后表现出色,依次贡献 3.89、3.32 亿元,预计 2020 年将持续维持稳定状态。此外,四季度上线的重磅手游《鸿图之下》《梦想新大陆》在测试阶段就受到极大关注,有望为公司带来可观收益。

长期来看,公司市场份额领先,出海赛道位于行业前列,海外业务收入持续攀升。研发实力强劲,游戏质量有保障,多为爆款产品,且公司不断持续丰富其产品线,2020 年起切入三国 SLG 市场,形成 MMORPG 代表的游戏产品矩阵,2021~2022 年预计上线 6 款手游,其中两款新游确定全球发行,预计未来储备产品将为公司贡献大量增量。

估值与投资建议:

我们对祖龙娱乐公司的未来收入进行预测,四季度上线的《鸿图之下》《梦想新大陆》预计将为公司带来大幅度的收入,往后两年已上线游戏如贡献收入靠前的《万王之王 3D》《龙族幻想》等经典游戏仍处于成熟期,收入略有下滑趋势但将继续保持稳定流水,且公司海外收入连续三年提升,叠加新游全球发行后带来的海外收益效应。经过测算,我们预计公司 2020-2022 年营业收入依次为 19.65 亿元、29.69 亿元、35.72 亿元。考虑到未来公司将提高海外自主发行比例,毛利率预计会轻微下调,保持在 82%左右。

基于以上分析,我们看好公司的研发实力及爆款产出率,且公司为 MMORPG 领域的领先者,持续扩充 SLG 等其他游戏品类,随着新品上线有望推动未来收入高增长。我们预计公司 2020~2021 年归母净利润依次为 6.29、10.44 亿元,当前股价分别对应 27X、16X 市盈率,2021 年我们给予公司 23X 的估值,对应的股票合理价值 33 港元/股,给予“推荐”评级。

主要风险因素:

新游上线表现不及预期风险、政策管控趋严风险、出海业务市场竞争加剧风险等。

目录

| | |
|--|----|
| 一、新游上线：《鸿图之下》由 UE4 引擎打造，大型沙盘 SLG 手游品质保证 | 3 |
| 1.1 UE4 倾力打造，高品质场景叠加超真实画面 | 3 |
| 1.2 SLG 长线运营，三国题材经久不衰 | 3 |
| 1.3 与成都武侯祠博物馆合作文化宣传，测试好评不断 | 5 |
| 二、国内移动 MMORPG 领域领先者 | 7 |
| 2.1 国内领先的专注移动 MMORPG 领域的移动游戏开发商 | 7 |
| 2.2 创始团队及员工持股比例高，人员结构稳定 | 8 |
| 2.3 高管团队游戏从业经历丰富，曾主导多款热门游戏 | 9 |
| 2.4 海外收入不断增加，研发投入力度不减 | 9 |
| 三、MMORPG 品类游戏热度持续，自研游戏出海成绩亮眼 | 12 |
| 3.1 移动游戏流水再创新高、需求爆发、具有独特亮点的 MMORPG 类游戏热度依然不减 | 12 |
| 3.2 自研游戏产业集聚效应凸显，出海业绩亮眼 | 14 |
| 四、研发团队实力雄厚，高质量产品不断 | 16 |
| 4.1 长期与腾讯等大厂共同合作，运营和资源上具有优势 | 16 |
| 4.2 研发团队实力雄厚、率先采用虚幻引擎开发 MMO 手游，高质量产品不断 | 17 |
| 4.3 加速布局新赛道，重拳出击 MMO、SLG 领域 | 18 |
| 4.4 IP 储备不断扩大，内容供应丰富 | 18 |
| 五、公司估值及投资建议 | 20 |
| 六、风险提示 | 21 |
| 七、附录 | 22 |

一、新游上线：《鸿图之下》由 UE4 引擎打造，大型沙盘 SLG 手游品质保证

1.1 UE4 倾力打造，高品质场景叠加超真实画面

游戏引擎在一定程度上会决定游戏画质，作为世界顶级的开发引擎，UE4 是美国 Epic 游戏公司研发的一款 3A 级次时代游戏引擎，开发难度较高，其建模精细，具有极佳的光影及材质渲染系统，创作场景具有高沉浸感，即使是在移动端设备也能保持视觉效果的优势。

表 1: UE4 引擎优点

| 优点 | 具体描述 |
|--------|--------------------------------------|
| 适用范围广泛 | 覆盖几乎所有游戏端、高精度模拟、VR、室内渲染、无人机巡航等诸多领域 |
| 渲染能力极佳 | 具备复杂的粒子模拟系统和先进的动态照明技术，能够实现极佳的光照和物理渲染 |
| 画面表现力高 | 建模精致，完全达到 3A 游戏水准，可以实现十分逼真的画面效果 |
| 运行稳定流畅 | 在移动端也可以保持运行的高效性 |

数据来源：中国银河证券研究院整理

祖龙娱乐即将上线的《鸿图之下》作为首款 UE4 引擎打造的 SLG 品类手游，基于 UE4 的 PBR 渲染、全局光照、四季环境模拟等效果勾勒出恢弘庞大的三国战争世界，在同品类中美术画面属于顶级。创新方面，游戏构建了变幻莫测的天气系统，天气的变化会对特定的战术伤害有着不同程度的增强与削弱，带来十分强烈的沉浸感。此外，游戏还实现了千人同屏效果，并将整个战场 3D 化，在保证策略玩法的丰富度上，游戏设计了沙盘技和行军阻断的新颖设定，结合超过四百万平方公里超大真实沙盘，真实重现了三国世界的各种元素，充分展现 SLG 游戏的视觉冲击。

图 1: UE4 引擎开发下的《鸿图之下》游戏画面



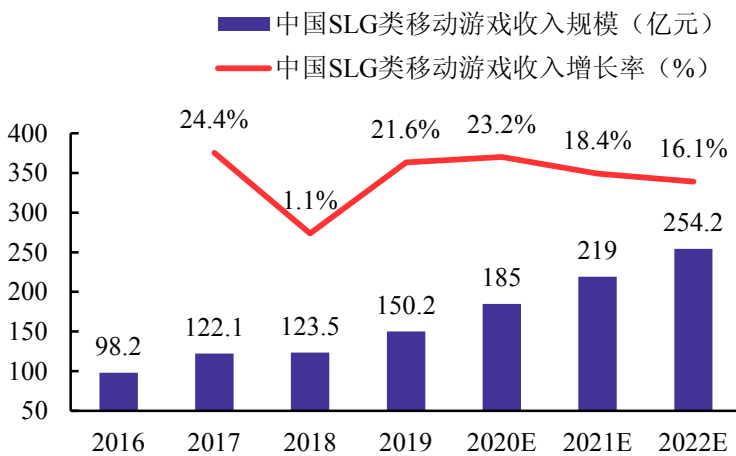
数据来源：游戏官网，银河证券研究院

1.2 SLG 长线运营，三国题材经久不衰

SLG 即战争策略模拟类游戏，SLG 节奏相对较慢，强调策略性，上手难度较高，一直以长期流水稳定、生命周期长、玩家忠诚度高及付费能力强等特点著称，据立鼎产业信息网数据统计，近年 20 余款头部 SLG 游戏上线 5-7 年仍保持稳定的流水，游戏平均生命周期较长，用户方面，SLG 游戏用户平均生命周期达 33.52 天，高于整体移动游戏用户的 28.55 天。

据艾瑞咨询的数据显示，截至 2019 年上半年，中国 SLG 类手游的用户数量为 4617.36 万人，仅占全国移动游戏用户数量的 8.82%，2020 年收入预计为 185.0 亿元，未来用户数量及市场规模具备较大增长空间。2020 年多款 SLG 游戏上线，根据 Sensor Tower 数据统计，莉莉丝发行的 SLG 手游《万国觉醒》上线半月流水近三亿，阿里互娱的《三国志·战略版》2020 年上半年流水收入约为 37 亿元，月均流水超过 6 亿元，可见 SLG 策略类游戏吸金能力较为强劲。因此，SLG 将是祖龙娱乐 MMO 品类的重要补充，也将显著加强收入的稳定性和可累积性。《鸿图之下》作为祖龙娱乐进军 SLG 的首款游戏，由约 200 人顶尖团队耗时近 3 年打造，依托顶尖科技和创新内容，有望帮助祖龙娱乐开拓新的用户市场，贡献长期增长点。

图 2: 2016-2022E 中国 SLG 类移动游戏市场收入规模

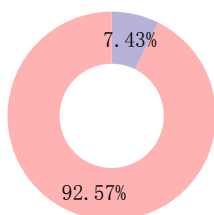


数据来源: 艾瑞咨询, 银河证券研究院

图 3: 2018-2019 年中国 SLG 类移动游戏用户数量在总移动游戏用户中的份额

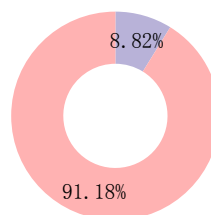
2018 年中国 SLG 类移动游戏用户规模占比

■ SLG 类移动游戏用户规模 ■ 其他



2019 年中国 SLG 类移动游戏用户规模占比

■ SLG 类移动游戏用户规模 ■ 其他



数据来源: 艾瑞咨询, 银河证券研究院

由于 SLG 十分注重策略性，三国题材的原著影响力、人物特点、故事线等优势使其一直以来都是 SLG 市场的主流，并且长期深受玩家的喜爱。我们统计近年来头部 SLG 游戏产品有多款三国题材，且流水表现稳定。

表 2: 目前国内主要三国题材的 SLG 游戏

| 序号 | 游戏名称 | 开发商 | 上线时间 | 市场表现 |
|----|-------------------------|------|-------------|---|
| 1 | 《率土之滨》 | 网易 | 2015 年 12 月 | 至今长期稳定在国内 iOS 游戏畅销榜 TOP10 2019 年全年中国手游 iOS 用户支出排行榜 Top10 2020 年 H1 国内手游收入 Top10 |
| 2 | 《三国志 2017》 (改编自日本游戏) | 天上友嘉 | 2017 年 8 月 | 国内上线 25 天后,流水破亿,至 2019 年年初累计流水超过 20 亿元 2019 年 7 月中国手游收入榜 Top20 |
| 3 | 《三国群英传-霸王之业》 | 星辉天拓 | 2017 年 9 月 | 国内上线 15 天后,流水破亿,峰值日流水达到 1000 万元 |
| 4 | 《三国志·战略版》 | 阿里互娱 | 2019 年 9 月 | 2020 年 H1 流水约为 37 亿元,月均流水超过 6 亿元 2020 年 H1 稳定在国内 iOS 游戏畅销榜 TOP10 |

资料来源: App Annie, Sensor Tower, 银河证券研究院整理

区别于传统 SLG 游戏,《鸿图之下》在人物立绘等游戏体验上做了许多细节优化,一方面通过加快扩张节奏,降低游戏的“肝度”以及上手难度,另一方面则通过顶级画面渲染和独特天气系统,保证玩家们拥有新鲜的体验,彰显出与市场其他 SLG 产品的差异化竞争力。

图 4: 《鸿图之下》精致的三国人物立绘



资料来源: 游戏官网, 中国银河证券

1.3 与成都武侯祠博物馆合作文化宣传, 测试好评不断

背靠腾讯,在宣发方面,《鸿图之下》已和多方优质资源达成合作,强强联动,形成强大的宣发优势。影帝梁朝伟受邀担任《鸿图之下》品牌代言人,这是其首次代言游戏。此次合作广受市场关注,极大地助力了品牌的曝光。此外,《鸿图之下》还与成都武侯祠博物馆达成了长期深度合作。游戏邀请成都武侯祠博物馆专家针对游戏内容进行监修,而在玩法、美术、音乐上也实现更多的内容共创,结合蜀汉古都的历史底蕴与新时代的数字技术挖掘并发扬最为纯正的三国文化,打造最尊重历史的三国手游。此次文创合作还得到了来自央媒和地方政府媒

体的报道以及高度评价。

图 5: 《鸿图之下》宣传海报



数据来源: 游戏官网, 银河证券研究院

集合腾讯发行、祖龙研发、UE4 诸多光环,《鸿图之下》未上线便已备受业界关注,在测试阶段得到诸多玩家的好评及抢先预约。《鸿图之下》目前官网预约量已超 100 万,而在经历了两次大规模测试后,截止至首发上线的前一周,它在好游快爆上评分为 8.7 分,在 TapTap 上评分高达 8.8 分,是同期 SLG 品类游戏评分之最。上线之前就已展现出如此强大潜力,《鸿图之下》于 10 月 21 日上线,表现可期。

二、国内移动 MMORPG 领域领先者

2.1 国内领先的专注移动 MMORPG 领域的移动游戏开发商

祖龙娱乐前身为祖龙工作室，于 1997 年成立。1998 年祖龙工作室发布国内首款三维即时战略游戏《自由与荣耀》。2004 年，与完美世界合并，成为其旗下独立工作室，曾开发《完美世界》、《诛仙》、《笑傲江湖》等端游大作。2014 年 9 月，祖龙娱乐成立，针对游戏玩家具有优质内容的中重度游戏的需求，重点布局手游领域，专注于移动 MMORPG 品类游戏开发，并开拓海外发行业务。

公司成立初期注重自研游戏开发，2015 年在中国内地、香港及台湾推出首款真 3D 国战 MMORPG 手游《六龙争霸》/《六龙御天》。2016 年进入爆发期，陆续推出了《梦幻诛仙》、《天空纪元》、《万王之王 3D》、《龙族幻想》及《御剑情缘》等爆款游戏。现象级精品游戏的持续推出，巩固了祖龙娱乐在行业内的优势地位。根据弗若斯特沙利文数据，按国内自研游戏的总流水计量，2019 年祖龙娱乐在中国移动游戏开发商中排名第五，按中国内地自研 MMORPG 的总流水统计，公司在中国移动游戏开发商排名第三。

祖龙娱乐持续开拓自研游戏的海外发行业务，扩大全球游戏玩家群。祖龙娱乐通过与第三方发行商合作，向全球超过 170 个地区市场提供地区版本游戏。根据弗若斯特沙利文数据，2017-2019 年，祖龙娱乐位居中国移动游戏开发商中海外市场 iOS App Store 及 Google Play 产生的自研 MMORPG 流水市占率 TOP3。

2020 年祖龙娱乐进入战略扩张期，公司于 2020 年 7 月登陆港交所。祖龙娱乐在深耕 MMORPG 品类的同时，向 SLG 等领域拓展，扩大游戏品类组合。预计公司将于 2020 年推出 SLG 领域大作《鸿图之下》。此外，祖龙娱乐海外发行业务不断扩张，国际市场业绩亮眼。2020 年，祖龙娱乐在美洲及欧洲推出《龙族幻想》的地区版本，曾位居美国 iOS App Store 下载量排名 MMORPG 手游第一名、RPG 手游第二名和欧洲八个地区市场 iOS App Store 下载量手游前十名。

表 3: 祖龙娱乐发展历程

| 时间 | 重要事件 |
|-------------|---|
| 2014 年 9 月 | 北京幻想美人鱼成立 |
| 2015 年 4 月 | 公司透过其中一个并表联属实体天津祖龙开展游戏开发业务 |
| 2015 年 10 月 | 公司的首款自研真 3D 国战 MMORPG 手游《六龙争霸》/《六龙御天》在中国内地、香港及台湾推出 |
| 2016 年 3 月 | 于韩国推出《六龙争霸》 |
| 2016 年 11 月 | 于中国内地推出我们首款自研的 3D 回合制 MMORPG 手游《梦幻诛仙》。截至 2019 年 12 月 31 日的累计流水超过人民币 33 亿元 |
| 2017 年 8 月 | 于中国内地推出自研并发行的 3D MMORPG 飞行手游《天空纪元》，首月流水破人民币一亿元。 |
| 2018 年 8 月 | 推出自研的 3D MMORPG 手游《万王之王 3D》，上线首日即荣登中国内地 iOS App Store 热门免费游戏榜首 |
| 2019 年 5 月 | 推出并通过分销渠道商发行《万王之王 3D》欧美版 |

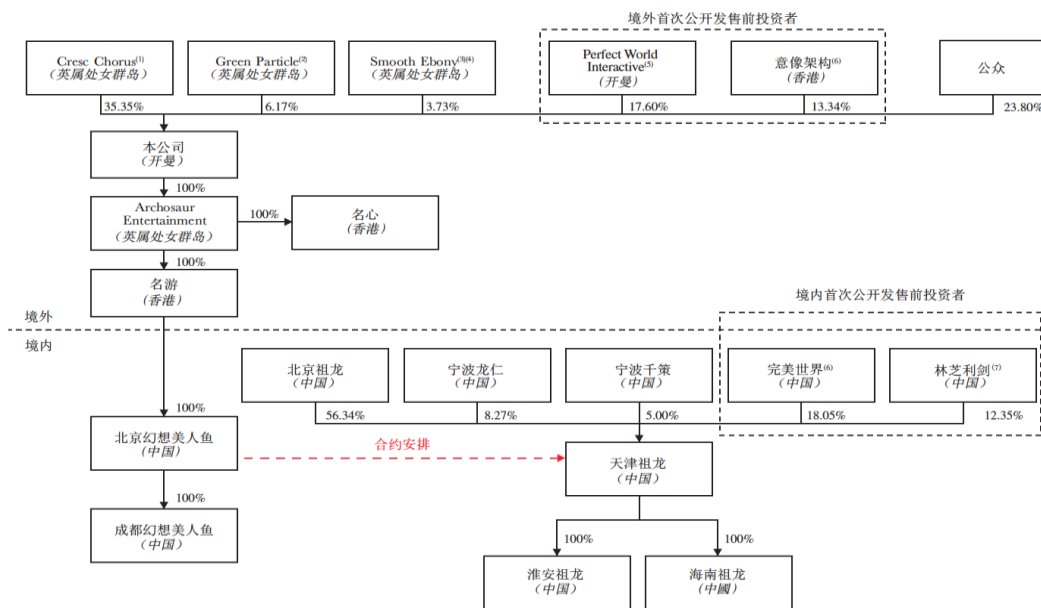
2019年7月 推出中国移动游戏行业的首款以虚幻引擎4运作的真3D次世代MMORPG手游《龙族幻想》，由公司自研。第一个月内流水超过人民币六亿元

数据来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

2.2 创始团队及员工持股比例高，人员结构稳定

截至2020年中报，祖龙娱乐的主要股东有 Cresc Chorus（占34.13%）、Perfect World Interactive Entertainment Co（占16.99%）、意像架构投资（香港）有限公司（占12.88%）、GIC Private Limited（6.60%）、Green Particle Limited（占5.96%），合计76.56%。据招股说明书披露，董事长兼首席执行官李青、引擎中心首席技术官兼总经理张羽、向楠、执行董事白玮通过各自的境外控股公司的 LuckQ、ZY Technology、XNZL Ltd 及 Wade Data 持有 Cresc Chorus 已发行股本的 81.96%、6.94%、5.55%及 5.55%。完美世界、腾讯为第二、三大股东，完美世界通过 Perfect World Interactive Entertainment Co 持股 23.10%，腾讯通过旗下公司意像架构投资（香港）有限公司持股 17.51%。

图 6：祖龙娱乐股权架构图



数据来源：招股说明书，银河证券研究院

表 4: 祖龙娱乐主要股东信息

| 大股东 | 上市前持股比例 (%) | 上市后持股比例 (%) |
|---|-------------|-------------|
| Cresc Chorus Limited | 46.39 | 34.13 |
| Perfect World Interactive Entertainment Co., Ltd. | 23.10 | 16.99 |
| 意像架构投资(香港)有限公司 | 17.51 | 12.88 |
| GIC Private Limited | 0.00 | 6.60 |
| Green Particle Limited | 8.10 | 5.96 |
| 合计 | 95.10 | 76.56 |

资料来源: WIND, 银河证券研究院整理

2.3 高管团队游戏从业经历丰富, 曾主导多款热门游戏

祖龙的管理团队拥有丰富的游戏从业经历和开发经验。创始人兼 CEO 李青, 是中国游戏行业最高产的游戏制作人之一, 拥有约 23 年游戏开发经验, 曾担任北京市欢乐亿派科技有限公司首席设计师、完美世界集团首席开发官 CDO, 主导制作国产 3D 游戏代表作《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》等网络游戏。引擎中心首席技术官张羽, 曾担任完美世界集团工作一室程序总监。

表 5: 祖龙娱乐管理层情况

| 成员 | 年龄 | 职务 | 工作经验及学历情况 |
|------|------|----------------|--|
| 李青先生 | 45 岁 | 董事长、执行董事兼首席执行官 | 公司创办人, 于游戏开发拥有约 23 年经验。清华大学物理学学士、核能科学与工程硕士, 长江商学院高级工商管理硕士。 |
| 白玮先生 | 42 岁 | 执行董事兼程序中心总经理 | 于信息技术和游戏行业有逾 17 年经验。清华大学电子工程学士、电子工程硕士。 |
| 张羽先生 | 43 岁 | 首席技术官兼引擎中心总经理 | 2004 年 3 月至 2015 年 1 月, 于完美世界集团工作一室担任程序总监。清华大学电气工程学士。 |
| 李轶先生 | 40 岁 | 副总裁兼首席财务官 | 于会计及财务管理方面拥有丰富经验。首都经济贸易大学会计学学士。 |
| 吴盛鹤 | 38 岁 | 执行总裁 | 在全球商务发展及组织发展方面拥有丰富经验, 北京林业大学环境工程学士 |

数据来源: 公司公告, 银河证券研究院

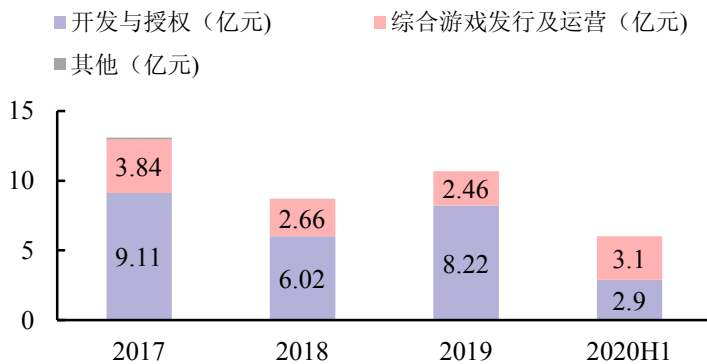
2.4 海外收入不断增加, 研发投入力度不减

1. 营业收入规模增大, 海外收入占比持续提升

2018-2020H1 公司营业收入分别为 8.70 亿元、10.67 亿元、6.03 亿元, 经调整利润净额为 3.11 亿元、3.55 亿元、1.52 亿元。2018 年受游戏版号审批暂停影响, 营业收入有所下降。伴随 2019 年新游戏产品上线, 公司开发与授权业务收益增加, 业绩逐步回升, 营业收入同比增长 22.65%, 经调整利润净额为 3.55 亿元, 同比增长 14.02%。

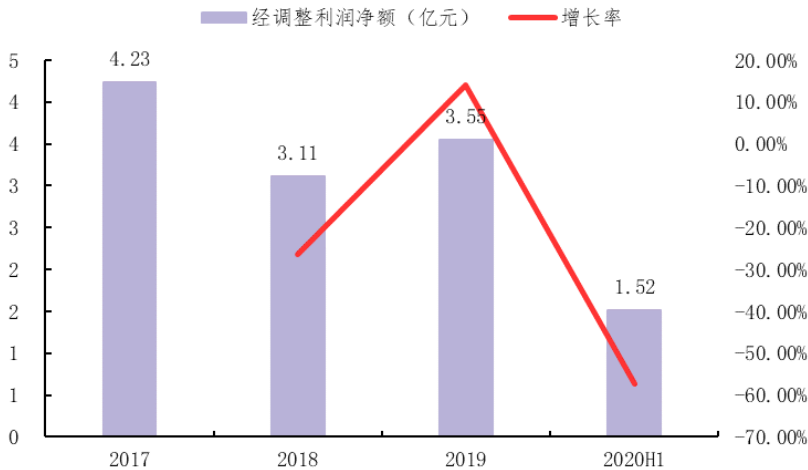
祖龙娱乐的营业收入主要来源于开发授权业务和综合游戏发行及运营业务。开发授权指将自研的游戏授权予第三方发行商，向第三方发行商收取的收益分成和固定授权费。2017-2019年开发授权业务收入占比分别是 69.6%、69.2%、77.0%，呈现上升趋势。2020 年上半年开发与授权业务收益为 2.91 亿元，同比增长 16.0%。综合游戏发行及运营业务为第三方分销渠道商发行游戏中来自玩家的流水扣除分销渠道商佣金后的收益，2017-2019 年该项业务收入分别占总收入的 29.3%、30.55%、23.0%。2020 年综合游戏发行及运营收益为 3.11 亿元，同比增长 366.1%。按地域市场划分，2017-2019 年海外市场收入占比依次为 17.8%、22.0%、32.2%，2020 年上半年收入为 4.06 亿元，占比 67.5%，收入及比重不断上升。

图 7: 祖龙娱乐 2016-2020H1 营业收入情况



数据来源: 招股说明书, 银河证券研究院

图 8: 祖龙娱乐 2017-2020H1 经调整利润净额情况



数据来源: 公司公告, 银河证券研究院

表 6: 2017-2020H1 祖龙娱乐收入构成

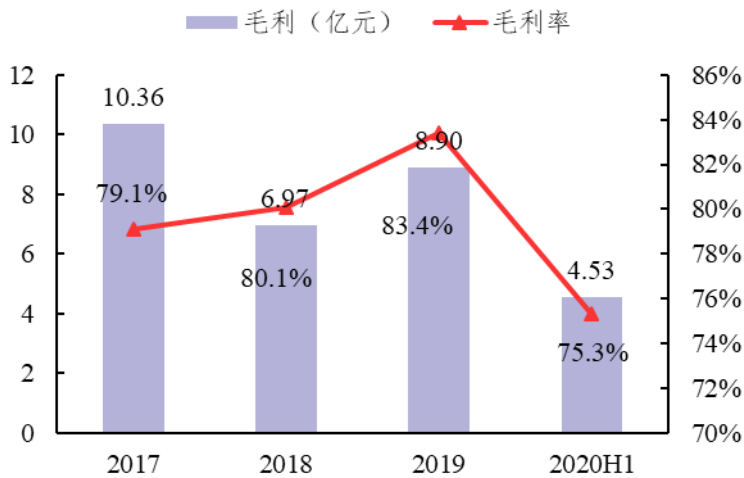
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H1 |
|---------------|-------|-------|-------|--------|
| 开发与授权收入占比 | 69.6% | 69.2% | 77.0% | 48.3% |
| 综合游戏发行与运营收入占比 | 29.3% | 30.5% | 23.0% | 51.7% |

资料来源: 招股说明书, 银河证券研究院整理

2. 毛利润攀升，毛利率小幅下降

2017-2020H1 年毛利润分别是 10.36 亿元、6.97 亿元、8.90 亿元和 4.53 亿元。公司毛利率保持较高水平，2017-2019 年毛利率实现逐年增长，从 79.1% 上升至 83.4%。祖龙娱乐的高毛利率主要得益于收入占比约七成的开发与授权业务。相比于综合游戏发行及运营业务中分销渠道及支付渠道收取佣金，开发与授权业务收益分成按净额基准入账，收益成本较低。2019 年新游《龙族幻想》的强劲表现推动开发与授权业务收益的总收益占比由 69.2% 增加至 77.0%。2020 年上半年，由于综合游戏发行及运营收入占比有所增加，毛利率水平小幅下降至 75.3%。

图 9：祖龙娱乐 2017-2020H1 毛利润、毛利率及情况

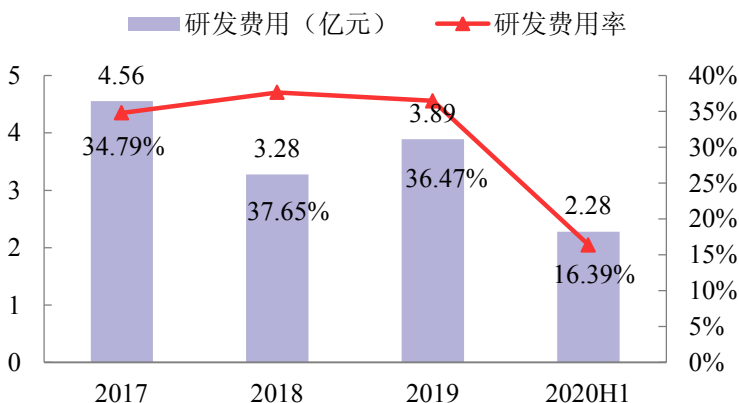


数据来源：公司公告，银河证券研究院

3. 研发投入持续升高

祖龙娱乐研发投入较高，主要用于自主研发新游、生产游戏更新版以及扩展包。2017-2020H1 的研发费用分别为 4.56 亿元、3.28 亿元、3.89 亿元、2.28 亿元，研发费用率为 34.79%、37.65%、36.47% 及 16.39%。预计公司未来将持续加强研发能力，开发优质游戏以提升玩家参与度及忠诚度，稳固行业领先地位。

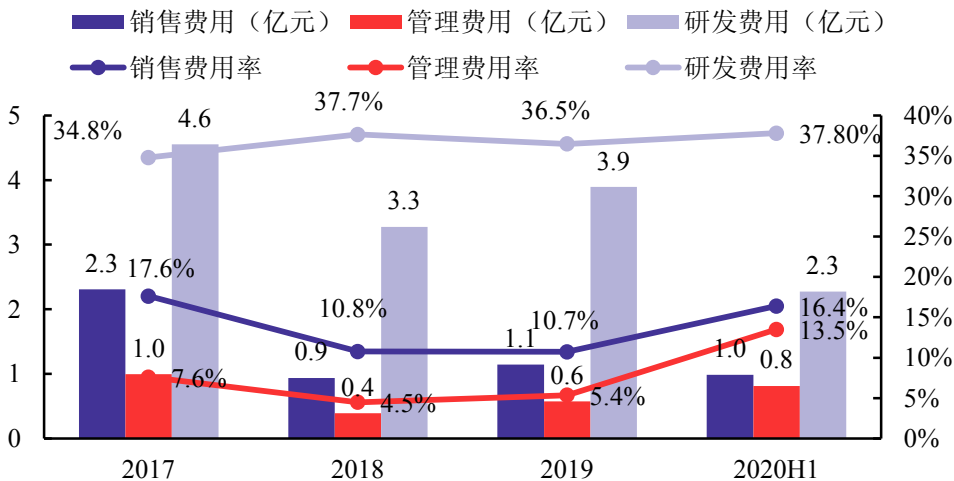
图 10：祖龙娱乐 2017-2020H1 研发费用及研发费用率情况



数据来源：公司公告，银河证券研究院

2017-2020H1 祖龙娱乐销售费用分别是 2.31 亿元、0.94 亿元、1.15 亿元、0.99 亿元，其中 2017-2019 年推广及广告开支费用为 2.07 亿元、人民币 0.68 亿元、0.93 亿元，占总收入的 15.8%、7.8%及 8.7%。祖龙娱乐的主要推广渠道有线上广告、社交媒体广告、校内公开活动及行业展览等。为了提升品牌认知度，吸引新玩家群体，提高全球市场份额以提升盈利能力，未来祖龙娱乐将扩大国内外游戏推广力度，预计近期营销推广支出将继续增加。

图 11: 祖龙娱乐 2017-2020H1 运营费用率变化情况



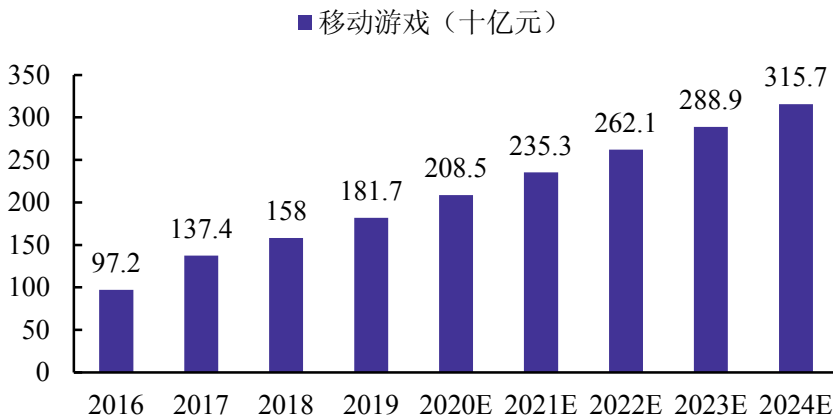
数据来源: 公司公告, 银河证券研究院

三、MMORPG 品类游戏热度持续，自研游戏出海成绩亮眼

3.1 移动游戏流水再创新高、需求爆发、具有独特亮点的 MMORPG 类游戏热度依然不减

中国移动游戏市场发展现势头强劲。根据弗若斯特沙利文数据，移动游戏市场所得收益占比从 2016 年 55.3% 上升至 2019 年 70.6%。2019 年中国移动游戏玩家数量为 6.25 亿人，占总游戏玩家数量的 96.75%，预计 2024 年中国移动游戏玩家数量将达到 7.15 亿。2016-2019 年移动游戏市场复合年增长率达 23.2%，预计 2019-2024 年移动游戏市场复合年增长率将达 11.7%。

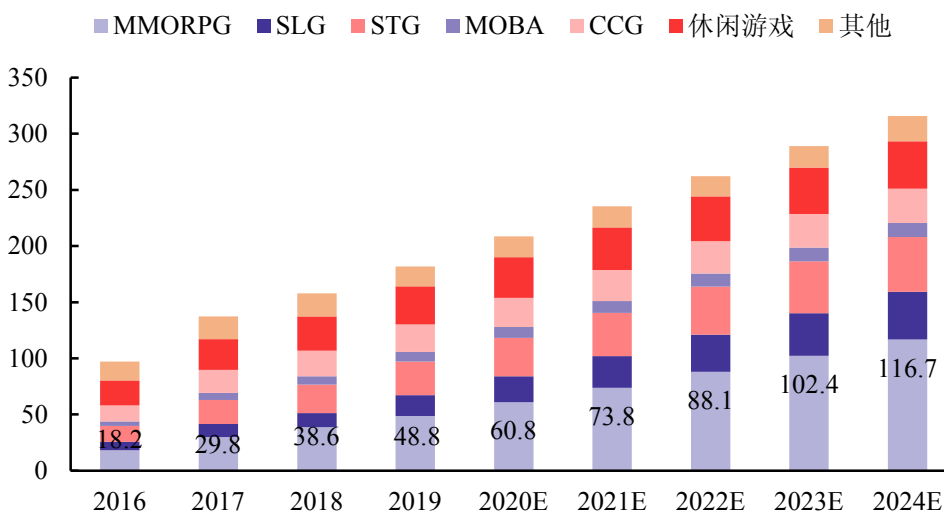
图 12: 2016-2024E 移动游戏规模统计



资料来源: 弗若斯特沙利文, 银河证券研究院整理

MMORPG 指大型多人在线角色扮演游戏, 其典型特色是游戏画面精美, 视觉效果出色, 故事情节复杂, 可供大量玩家在虚拟世界中进行互动。相比于其他类型手游, MMORPG 的平均生命周期更长, 活跃用户每月平均收入最高。根据弗若斯特沙利文统计, MMORPG 活跃用户每年平均收入为人民币 256.5 元, 比活跃用户每年平均收入排名第二的 CCG 类游戏高 58.73%。2019 年, MMORPG 位居所有移动游戏类别收益市占率 TOP1, 为 26.9%。预计 2019-2024 年 MMORPG 复合年增长率可达 19.1%, 为移动游戏中增长最快的品类。

图 13: 2016-2024H1 各类型游戏市场规模统计

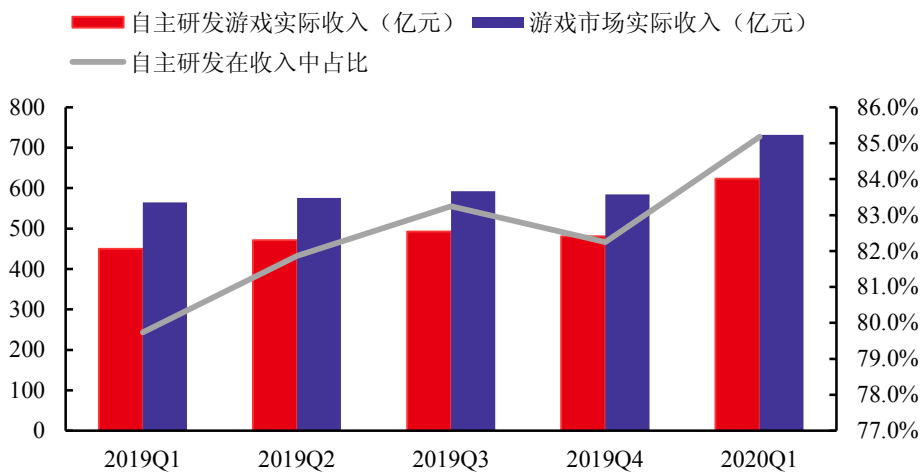


数据来源: 弗若斯特沙利文, 银河证券研究院

3.2 自研游戏产业集聚效应凸显，出海业绩亮眼

自研游戏指个别游戏开发商独立开发的游戏。自研的优势是游戏开发商可全面控制游戏的开发过程，以确保其灵活性及效率。在国内，目前自研游戏已成为市场的绝对主流。根据伽马数据，在2019年自研游戏已占整个国内游戏市场的84%，而并贡献了国内移动游戏九成以上收入。同时，作为中国游戏第一大市场，移动游戏已成为现阶段中国游戏企业发展自研游戏最重要的领域。

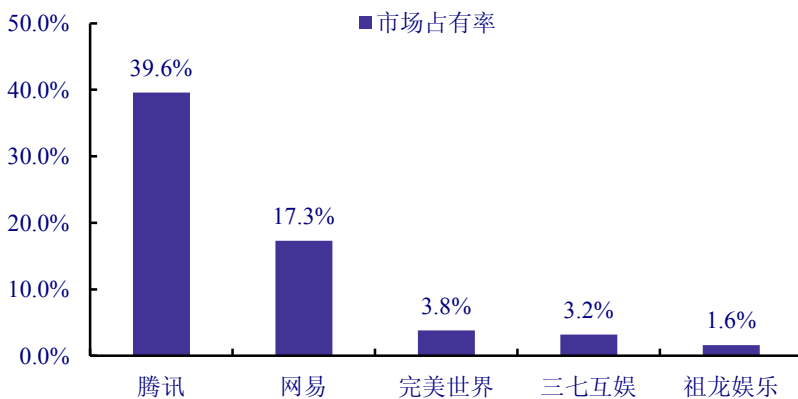
图 14：2019Q1-2020Q1 国内自研游戏市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院整理

自研游戏对开发商要求较高，其开发商一般都具有很高的技术能力、经验丰富的开发团队及充裕的资金实力。较高的准入门槛促使国内自研游戏产业形成明显的聚集效应，根据弗若斯特沙利文数据，按国内自研游戏的总流水计量，2019年前五大中国移动游戏开发商的国内市场占有率合计超过65%，腾讯、网易两大头部企业占比更是超过50%。随着移动游戏行业转型升级加快，产研驱动替代以往的流量驱动已成为未来发展趋势，自研游戏产业的聚集效将进一步加速游戏精品化进程。

图 15：2019 年前五大国产移动游戏开发商在国内市场的占有率（按 2019 年国内自研游戏的总流水计）

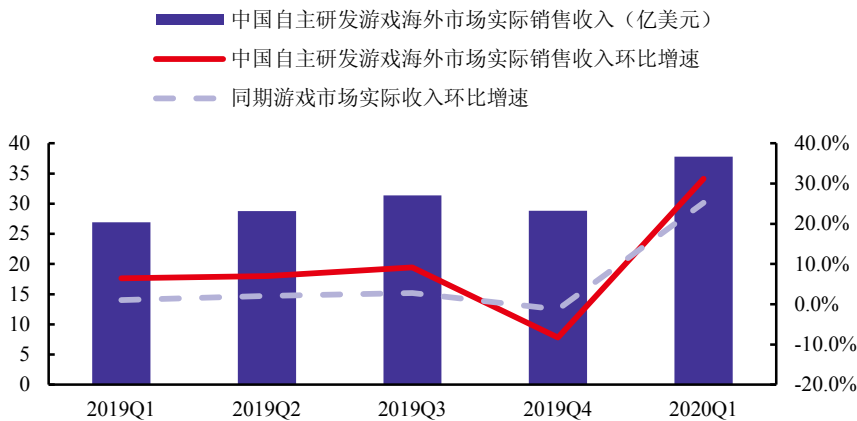


资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院整理

自研游戏的价值不仅体现在国内市场，也体现在不断壮大的海外市场上。在国内市场用户红利优势减弱，用户获取难度持续增加的情况下，布局海外市场逐渐成为游戏企业提升收入的重要途径。近几年中国游戏企业不断加快出海进程，其海外收入也在持续增长，而海外游戏用户对于中国自研游戏的认可度也在不断提高。2020 年上半年，受益于全球疫情背景下高涨的线上娱乐需求，中国自研游戏的出海收入实现高规模增长。此外，自研游戏的高质量与精品化也帮助游戏开发商提高对渠道的议价能力。

2020 年上半年度，中国自研游戏在海外市场的实际销售收入达 75.89 亿美元（约合人民币 533.62 亿元），同比增长 36.32%，高于同期国内游戏市场 35.81% 的增速。App Annie 的数据显示，从海外 Top1000 移动游戏的用户支出上看，2020 年上半年中国出海移动游戏在海外的市场份额已达到 21.2%，仅次于日本的 21.5%，中国和日美韩共同形成国际移动游戏市场的第一梯队。

图 16：2019Q1-2020Q1 国产自研游戏海外市场规模及增速

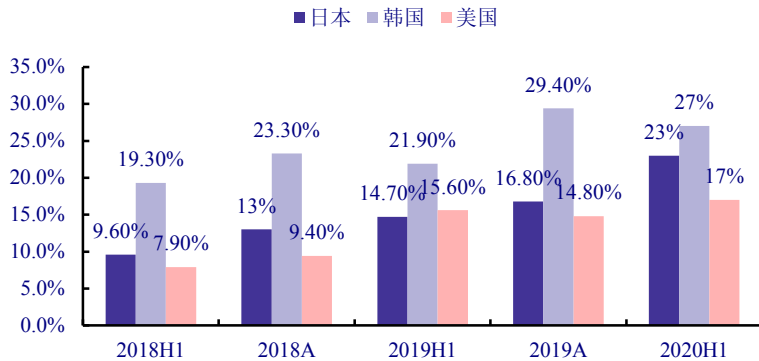


资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院整理

分地区来看，中国移动游戏的海外市场可以分为两类：以美日韩为代表的成熟市场，和以巴西、东南亚地区为代表的新兴市场。成熟市场的游戏用户基数庞大、用户付费能力强，是中国游戏厂商出海的主要目标市场。根据伽马数据，2020 年上半年度，中国自研游戏的海外市场销售收入地区分布中，美国占 28.23%、日本占 23.26%、韩国占 9.97%，美日韩地区合计占比达 61.46%。随着近几年的发展，中国移动游戏发行商在这些重点市场取得了亮眼的成绩，虽然不敌本土发行商，但增速迅猛。中国发行商韩国地区的市场份额从 18H1 的 14.2% 上升至 20H1 的 27%，日本地区的市场份额从 18H1 的 6.3% 上升至 20H1 的 23%，美国地区的市场份额从 18H1 的 7.9% 上升至 20H1 的 17%。

而新兴市场的人口红利巨大，进入门槛低，用户下载量大，但付费能力弱，需要一定时间培育用户习惯。目前中国移动游戏发行商的在这些市场的占有率较高，基本处于领先地位。根据 App Annie，按用户支出计算，2020 年上半年度，在东南亚市场，中国发行商的市场份额达到 50%，在俄罗斯市场达到 30%，在印度市场达到 28%。

图 17: 2018H1-2020H1 中国移动游戏在美日韩三地的市场份额 (按 Top100 总收入的占比)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 中国银河证券研究院整理

整体来看, 中国移动游戏在海外市场依然拥有巨大的发展潜力。一方面, 随着智能手机价格持续走低, 以及移动互联网技术的突破, 以新兴国家为代表的全球智能手机用户预计将持续增长。另一方面, 根据弗若斯特沙利文和 SuperData 的数据, 按收入计算, 2019 年中国游戏市场中移动游戏的份额约为 71%, 而全球市场中移动游戏的份额为 53%, 与国内相比, 海外市场的移动游戏依然存在巨大的发展空间。此外, 随着移动游戏出海竞争白热化, 产品及公司市占率向头部集中, 在中国国内已形成优势的开发商也将在国际市场具备产品优势。

四、研发团队实力雄厚, 高质量产品不断

4.1 长期与腾讯等大厂共同合作, 运营和资源上具有优势

在游戏运营方面, 祖龙娱乐结合自身强大的研发实力, 与海内外头部发行商及分销渠道商均建立了优质的合作伙伴关系, 助力其精品游戏实现市场化。祖龙娱乐与腾讯、易幻网络等多家国内头部发行商长期保持战略合作伙伴关系。腾讯是全球最大的移动游戏发行商, 同时也是国内顶尖互联网服务商, 拥有海量的用户流量资源。而易幻网络 2012 年进入海外市场, 是中国移动游戏海外发行的领军者, 尤其是在港台地区, 占有超过 30% 的市场资源, 拥有经验丰富的策划团队和运营团队。依托这些头部大厂丰富的发行经验和流量支持, 祖龙娱乐得以拓展旗下精品游戏的高付费玩家群体, 提升游戏整体流水。从 2015 年创立之初至 2019 年, 祖龙娱乐通过腾讯先后发行过四款精品游戏, 即《六龙争霸》、《梦幻诛仙》、《万王之王 3D》及《龙族幻想》, 各游戏均一经推出即获得市场的强烈反响。其中, 《龙族幻想》在 2019 年中国内地所有 MMORPG 手游中排名第一 (按平均月活跃用户计), 而 2020 年 4 月登陆日本市场后首日即登顶 iOS AppStore 免费榜, 并创下了 2020 开年来中国 MMORPG 手游的日本最佳成绩, 成为中国 MMORPG 手游的出海代表。

表 7: 祖龙娱乐旗下部分由腾讯发行的游戏

| 名称 | 品类 | 上线时间 | 发行商 | 市场表现 |
|--------|--------|--------|-----------|--|
| 《六龙争霸》 | MMORPG | 2015 年 | 腾讯 (中国内地) | 自推出后连续四个月位列台湾 iOS AppStore 最畅销游戏排行榜 Top2 及连续六个月位列该榜 Top5 |
| 《梦幻诛仙》 | MMORPG | 2016 年 | 腾讯 | 自发布后连续四个月位列中国内地 iOS AppStore 的最畅 |

| | | | | 销游戏 Top15 |
|-----------|--------|--------|----|-----------------------------------|
| | | | | 中国游戏风云榜 2016 年十大最受欢迎手机游戏之一 |
| 《万王之王 3D》 | MMORPG | 2018 年 | 腾讯 | 于发布首日登顶 iOS AppStore 的免费游戏排行榜 |
| 《龙族幻想》 | MMORPG | 2019 年 | 腾讯 | 于发布首日登顶中国内地 iOS App Store 的免费游戏榜首 |

资料来源：招股说明书，银河证券研究院整理

除以上优质发行商以外，祖龙娱乐也与 iOS App Store 及 Google Play 等国际领先的分销渠道商建立了良好的合作关系，帮助旗下游戏有效进入全球市场与本地化运营。祖龙娱乐在超过 170 个国家和地区市场中发布了支持 14 种语言版本的 14 款移动游戏，出海战绩斐然。2016 年易幻代理发行的《六龙争霸》韩国版本成为韩国该年 MMORPG 类游戏代表产品，并获得 Google Play 韩国地区的首页推荐，这是 2016 年 Google Play 在韩国地区首支被推荐的中国游戏产品。而 2017 年由易幻代理发行的另一款游戏《权力与荣耀》在韩国上线次日便获得了 Google Play 首页推荐与新游推荐。

4.2 研发团队实力雄厚、率先采用虚幻引擎开发 MMO 手游，高质量产品不断

祖龙娱乐研发团队实力雄厚，根据招股说明书披露，游戏开发人员约占雇员总人数 85%，其中超 200 余人拥有约 10 年的游戏开发经历，具有跨越单机游戏、客户端游戏、网页游戏及移动游戏时代的行业经验。突出的研发能力使祖龙娱乐克服技术升级障碍，持续推出高品质游戏产品，以稳固市场领先地位。

祖龙娱乐是国内率先将虚幻引擎 4 引入手游开发的游戏公司之一，《龙族幻想》为中国首款基于虚幻引擎 4 开发的真 3D 次世代 MMORPG 手游。通过 UE4 技术加持，用户可在移动设备体验电影级动画效果。《龙族幻想》于 2019 年 7 月上线，中国内地首月流水超过 6 亿元，平均月活跃用户在中国内地所有 MMORPG 中排名第一，2019 年贡献收入 3.89 亿元，占总收入比例为 36.5%。

图 18：基于虚幻引擎 4 开发的真 3D 次世代《龙族幻想》游戏界面



资料来源：游戏官网，中国银河证券

表 8：2019 年中国内地 MMOROG 手游排名（按月平均活跃用户计）

| 排名 | 名称 | 开发商 | 月平均活跃用户（百万人） |
|----|--------|------|--------------|
| 1 | 《龙族幻想》 | 祖龙娱乐 | 3.28 |
| 2 | 《神武3》 | 多益网络 | 3.21 |
| 3 | 《梦幻西游》 | 网易 | 3.19 |
| 4 | 《阴阳师》 | 网易 | 3.14 |
| 5 | 《大话西游》 | 网易 | 2.15 |

资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院整理

4.3 加速布局新赛道，重拳出击 MMO、SLG 领域

祖龙娱乐在 MMORPG 领域优势明显。未来，祖龙娱乐将持续开发优质 MMORPG 手游，同时加速 SLG 等领域布局，拓展游戏品类组合，以保持行业领先地位。招股说明书披露，祖龙娱乐计划在 2020 年-2022 年间推出八款移动游戏，涵盖 MMORPG、SLG 及其他类型。三国题材 SLG 手游《鸿图之下》、回合制 MMO《梦想新大陆》计划将于 2020 年上线，开放世界 MMORPG《诺亚之心》将于 2021 年上线。

表 9：2020-2022 年预计推出新游情况

| 年份 | 名称 | 移动游戏品类 | 知识产权来源 | 游戏开发阶段 | 预计上线日期 | 主要市场 |
|------|--------------------|--------|--------|-----------|------------------|---------|
| 2020 | 《鸿图之下》 | SLG | 原创 IP | 游戏制作 | 2020 年 10 月 21 日 | 中国内地及东亚 |
| | 《梦想新大陆》 | MMORPG | 原创 IP | 游戏制作 | 2020 年 Q4 | 中国内地及东亚 |
| 2021 | 《诺亚之心》 | MMORPG | 原创 IP | 游戏制作 | 2021 年 Q1 | 全球 |
| | 《三国群英传》 | SLG | 授权 IP | 游戏提案 | 2021 年 Q4 | 全球 |
| | 项目 C | SLG | 待定 | 市场研究及游戏提案 | 2021 年 Q4 | 全球 |
| 2022 | 项目 A（将融入贴合女性的游戏设计） | 其他 | 原创 IP | 游戏制作 | 2022 年 Q1 | 全球 |
| | 项目 B | MMORPG | 授权 IP | 游戏制作 | 2022 年 Q1 | 全球 |
| | 项目 D | MMORPG | 待定 | 市场研究及游戏提案 | 2022 年 Q4 | 全球 |

资料来源：公司招股说明书，银河证券研究院整理

4.4 IP 储备不断扩大，内容供应丰富

祖龙娱乐持有丰富的 IP 储备，包括原创 IP 和购买授权 IP。IP 游戏市场热度不断攀升，根据弗若斯特沙利文数据，2019 年 IP 手游占游戏 61.9%，较 2017 年的 53.1% 提升了 16.57%。祖龙娱乐共持有包括游戏、文学、影视等品类的 19 项 IP，其中有六款原创 IP 游戏，占现有游戏组合约 54.5%。打造原创 IP 有利于降低成本，打造独特的竞争力，提升玩家忠诚度。

公司有多款 IP 改编游戏产品的成功经验，公司曾先后推出《梦幻诛仙》《万王之王 3D》

《龙族幻想》等多款知名游戏。一方面，祖龙娱乐从市场上采购包括文学、电影、电视连续剧及视频游戏等品类的授权 IP 以扩大内容公园，丰富游戏内容、场景、故事情节及人物，并利用现有知名 IP 的影响力吸引新玩家。祖龙娱乐主要合作伙伴有完美世界、唐人影视及爱奇艺等。祖龙娱乐的游戏开发及 IP 运营能力得到国际知名 IP 持有人的认可，目前公司正与一家全球顶尖电影制作公司合作，将一部票房收入超过 15 亿美元的科幻电影改编成手机游戏。

表 10: 祖龙娱乐 IP 情况统计

| IP 源 | IP 名称 | 类型 | 游戏名称 | 游戏状态 |
|-------------|---------------|----------|---------------|---------|
| 原创 | 《六龙争霸》/《六龙御天》 | 手游 | 《六龙争霸》/《六龙御天》 | 运营中 |
| | 《御剑情缘》 | 手游 | 《御剑情缘》 | 运营中 |
| | 《天空纪元》 | 手游 | 《天空纪元》 | 运营中 |
| | 《权力与荣耀》 | 手游 | 《权力与荣耀》 | 运营中 |
| | 《战舰联盟》 | 手游 | 《战舰联盟》 | 运营中 |
| | 《足球梦工厂》 | 手游 | 足球梦工厂 | 运营中 |
| | 《梦想新大陆》 | 手游 | 《梦想新大陆》 | 筹备中 |
| | 《鸿图之下》 | 手游 | 《鸿图之下》 | 筹备中 |
| | 《诺亚之心》 | 手游 | 《诺亚之心》 | 筹备中 |
| | 获授权 | 《青丘狐传说》 | 电影及电视剧 | 《青丘狐传说》 |
| 《诛仙》及《梦幻诛仙》 | | 文学及客户端游戏 | 《梦幻诛仙》 | 运营中 |
| 《幻想神域》 | | 客户端游戏 | | 运营中 |
| 《万王之王》 | | 客户端游戏 | 《万王之王 3D》 | 运营中 |
| 《龙族》 | | 文学及客户端游戏 | 《龙族幻想》 | 运营中 |

资料来源：招股说明书，银河证券研究院整理

五、公司估值及投资建议

我们看好祖龙娱乐发展的“短逻辑”和“长逻辑”：

短期来看，公司旧游生命周期仍具备可持续性，《梦幻诛仙》《天空纪元》等经典产品流水贡献稳定，《龙族幻想》《万王之王 3D》上线后表现出色，依次贡献 3.89、3.32 亿元，预计 2020 年将持续维持稳定状态。此外，四季度上线的重磅手游《鸿图之下》《梦想新大陆》在测试阶段就受到极大关注，有望为公司带来可观收益。

长期来看，公司市场份额领先，出海赛道位于行业前列，海外业务收入持续攀升。研发实力强劲，游戏质量有保障，多为爆款产品，且公司不断持续丰富其产品线，2020 年起切入三国 SLG 市场，形成 MMORPG 代表的游戏产品矩阵，2021~2022 年预计上线 6 款手游，其中两款新游确定全球发行，预计未来储备产品将为公司贡献大量增量。

营业收入分析及预测：

我们对祖龙娱乐公司的未来收入进行预测，四季度上线的《鸿图之下》《梦想新大陆》预计将为公司带来大幅度的收入，往后两年已上线游戏如贡献收入靠前的《万王之王 3D》《龙族幻想》等经典游戏仍处于成熟期，收入略有下滑趋势但将继续保持稳定流水，且公司海外收入连续三年提升，叠加新游全球发行后带来的海外收益效应。经过测算，我们预计公司 2020-2022 年营业收入依次为 19.65 亿元、29.69 亿元、35.72 亿元。考虑到未来公司将提高海外自主发行比例，毛利率预计会轻微下调，保持在 82% 左右。

表 11：2020-2022 年收入预测

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1309.21 | 870.07 | 1067.25 | 1965.01 | 2569.22 | 3251.60 |
| 营收增长率 | | -33.54% | 22.66% | 84.12% | 30.75% | 26.56% |
| 毛利率 | 79.13% | 80.05% | 83.36% | 84.46% | 85.00% | 85.45% |

资料来源：Wind，银河证券研究院整理

营业成本及费用预测：

考虑到公司 2020~2022 年有多款新游上线，且行业自研自发自买量已成趋势，公司销售费用将有一定幅度提升，预计为 11.0%/11.5%/12.0%；同时管理费用将保持相对稳定，随着营收保持增长的趋势，管理费用率也将逐年降低，预计为 5.0%/4.8%/4.6%；研发费用方面，预计公司未来将持续加强研发能力，开发优质游戏、生产旧游更新版以及扩展包，稳固行业领先地位，研发费用率预计为 34%/30%/26%。

表 12: 游戏行业可比公司估值水平 (单位: 人民币, 统计日期为 2020 年 10 月 16 日)

| 证券代码 | 证券名称 | 总市值 (亿元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 19A | 20E | 21E | 19A | 20E | 21E |
| 9999.HK | 网易* | 4733.51 | 6.53 | 4.41 | 5.13 | 24.31 | 27.21 | 23.23 |
| 002624.SZ | 完美世界* | 613.51 | 1.16 | 1.24 | 1.48 | 37.98 | 25.20 | 21.07 |
| 002555.SZ | 三七互娱* | 747.31 | 1.00 | 1.42 | 1.69 | 26.90 | 25.04 | 21.02 |
| 603444.SH | 吉比特* | 422.69 | 11.26 | 16.09 | 19.74 | 26.52 | 36.48 | 29.73 |
| 行业平均 | | | | | | 28.93 | 28.48 | 23.76 |
| 9990.HK | 祖龙娱乐 | 22.59 | 0.21 | 0.76 | 1.27 | - | 27.19 | 16.37 |

资料来源: Wind, 银河证券研究院整理 (注: 带*号公司为 Wind 一致性预测)

基于以上分析, 我们看好公司的研发实力及爆款产出率, 且公司为 MMORPG 领域的领先者, 持续扩充 SLG 等其他游戏品类, 随着新品上线有望推动未来收入高增长。我们预计公司 2020~2021 年归母净利润依次为 6.29、10.44 亿元, 当前股价分别对应 27X、16X 市盈率, 2021 年我们给予公司 23X 的估值, 对应的股票合理价值 33 港元/股, 给予“推荐”评级。

六、风险提示

新游上线表现不及预期风险、政策管控趋严风险、出海业务市场竞争加剧风险等。

七、附录

| 财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 每股指标与估值 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 70% | 110% | 136% | 70% | EPS | 0.21 | 0.76 | 1.27 | 1.66 |
| 毛利率 | 83% | 83% | 82% | 81% | BVPS | 0.29 | 0.69 | 0.91 | 2.33 |
| 运营费率 | 53% | 50% | 46% | 43% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 11% | 32% | 35% | 38% | P/E | 116.2 | 27.19 | 16.37 | 12.48 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 81.6 | 34.9 | 26.2 | 10.3 |
| 收入增长率 | 23% | 84% | 51% | 20% | P/S | 13.0 | 18.3 | 10.0 | 6.6 |
| 利润增长率 | -260% | 421% | 66% | 31% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 总资产周转率 | 0.56 | 0.57 | 0.54 | 0.48 | 营业收入 | 1067 | 1965 | 2969 | 3572 |
| 应收账款周转率 | 1.89 | 2.63 | 2.39 | 2.26 | 营业成本 | (178) | (334) | (534) | (679) |
| 偿债能力 | | | | | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 91% | 83% | 86% | 74% | 销售费用 | 114 | 216 | 341 | 429 |
| 流动比 | 6.68 | 5.83 | 6.39 | 7.60 | 营业利润 | 367 | 648 | 1060 | 1371 |
| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 利润总额 | 145 | 698 | 1160 | 1521 |
| 现金及现金等价物 | 728 | 1359 | 2408 | 3783 | 所得税费用 | (25) | 70 | 116 | 152 |
| 应收款项 | 566 | 747 | 1245 | 1582 | 净利润 | 120 | 629 | 1044 | 1369 |
| 存货净额 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 1 | 6 | 10 | 14 |
| 其他流动资产 | 13 | 23 | 37 | 44 | 归属于母公司净利润 | 119 | 622 | 1034 | 1356 |
| 流动资产合计 | 1781 | 3266 | 5307 | 7275 | 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 固定资产 | 9 | 10 | 10 | 10 | 经营活动现金流 | 102 | 668 | 1083 | 1410 |
| 无形资产及其他 | 86 | 90 | 95 | 100 | 净利润 | 120 | 622 | 1034 | 1356 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 折旧摊销 | 41 | 45 | 50 | 55 |
| 资产总计 | 1903 | 3421 | 5502 | 7485 | 营运资本变动 | (278) | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他非现金调整 | 218 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 85 | 203 | 293 | 335 | 投资活动现金流 | 58 | (27) | (24) | (26) |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 出售固定资产收到的现金 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 139 | 298 | 448 | 515 | 资本支出 | 26 | 27 | 24 | 26 |
| 流动负债合计 | 266 | 560 | 830 | 958 | 筹资活动现金流 | (24) | (10) | (10) | (10) |
| 长期负债合计 | 1467 | 2294 | 3909 | 4593 | 债务融资 | (23) | (10) | (10) | (10) |
| 负债合计 | 1733 | 2854 | 4739 | 5551 | 其它 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 578 | 816 | 816 | 816 | 现金净增加额 | 136 | 631 | 1049 | 1375 |
| 股东权益 | 170 | 567 | 763 | 1934 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 1903 | 3421 | 5502 | 7485 | | | | | |

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: UE4 引擎开发下的《鸿图之下》游戏画面 | 3 |
| 图 2: 2016-2022E 中国 SLG 类移动游戏市场收入规模 | 4 |
| 图 3: 2018-2019 年中国 SLG 类移动游戏用户数量在总移动游戏用户中的份额 | 4 |
| 图 4: 《鸿图之下》精致的三国人物立绘 | 5 |
| 图 5: 《鸿图之下》宣传海报 | 6 |
| 图 6: 祖龙娱乐股权架构图 | 8 |
| 图 7: 祖龙娱乐 2016-2020H1 营业收入情况 | 10 |
| 图 8: 祖龙娱乐 2017-2020H1 经调整利润净额情况 | 10 |
| 图 9: 祖龙娱乐 2017-2020H1 毛利润、毛利率及情况 | 11 |
| 图 10: 祖龙娱乐 2017-2020H1 研发费用及研发费用率情况 | 11 |
| 图 11: 祖龙娱乐 2017-2020H1 运营费用率变化情况 | 12 |
| 图 12: 2016-2024E 移动游戏规模统计 | 13 |
| 图 13: 2016-2024H1 各类型游戏市场规模统计 | 13 |
| 图 14: 2019Q1-2020Q1 国内自研游戏市场规模 | 14 |
| 图 15: 2019 年前五大国产移动游戏开发商在国内市场的占有率（按 2019 年国内自研游戏的总流水计） | 14 |
| 图 16: 2019Q1-2020Q1 国产自研游戏海外市场规模及增速 | 15 |
| 图 17: 2018H1-2020H1 中国移动游戏在美日韩三地的市场份额（按 Top100 总收入的占比） | 16 |
| 图 18: 基于虚幻引擎 4 开发的真 3D 次世代《龙族幻想》游戏界面 | 17 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1: UE4 引擎优点 | 3 |
| 表 2: 目前国内主要三国题材的 SLG 游戏 | 5 |
| 表 3: 祖龙娱乐发展历程 | 7 |
| 表 4: 祖龙娱乐主要股东信息 | 9 |
| 表 5: 祖龙娱乐管理层情况 | 9 |
| 表 6: 2017-2020H1 祖龙娱乐收入构成 | 10 |
| 表 7: 祖龙娱乐旗下部分由腾讯发行的游戏 | 16 |
| 表 8: 2019 年中国内地 MMOROG 手游排名（按月平均活跃用户计） | 17 |
| 表 9: 2020-2022 年预计推出新游情况 | 18 |
| 表 10: 祖龙娱乐 IP 情况统计 | 19 |
| 表 11: 2020-2022 年收入预测 | 20 |
| 表 12: 游戏行业可比公司估值水平（统计日期为 2020 年 10 月 16 日） | 21 |

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：杨晓彤，传媒互联网团队负责人。哈尔滨工业大学管理学硕士，具有7年证券从业经历，2017年加入银河证券研究院投资研究部。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京西城区金融大街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn