中手游科技集团有限公司（0302 HK）

CMGE Technology Group Limited

申购意见： 申购

公司简介：

中手游是中国最大的IP游戏发行商，现共有31项授权IP和68项自有IP，与东映动画（4816 JP）、日本聚逸株式会社（3632 JP）、盛大集团等众多IP版权方建立长期合作关系。2018年5月收购文脉互动和北京软星的51%股权使得公司开始具备开发能力，2019年上半年游戏开发收入占总收入近15%。根据易观智库资料，公司的平均付费用户转化率为7.3%，远高于行业平均值。目前已推出97款手游，73款游戏仍然活跃，11款游戏拥有超过3年的生命周期。游戏储备方面，29款游戏有机会于2020年年底前推出，其中包括《真三国无双》、《魔域重生》、《大富翁10》等。

中泰观点：

手游市场进入IP时代利好头部IP游戏公司：根据易观智库资料，中国手游市场预期于2021年达2,299亿元人民币，复合年增长率为20.6%。随着玩家对游戏的需求日益增强及IP的固有粉丝群体的忠诚度黏性较高，优质IP游戏的玩家吸纳过程更具成本效益且更获市场青睐，未来以IP为基础的游戏将占据核心地位。IP版权方将会倾向选择营运能力较强的游戏发行商，这也使得作为头部IP游戏公司的中手游更具备行业竞争力。

经营业绩方面： 2016至2018财年及截止2019年6月30日止，公司实现营业收入分别为10亿元、10.1亿元、16亿元及15.3亿元，17年仅有小幅增长因出售卓越晨星及奇乐无限软件所致，19年上半年同比大幅增加由于18年收购两间游戏开发商的并表问题及19年上半年发行更多内部开发的游戏且收益表现强劲；毛利率一直稳定在34%左右；大部分游戏类型为MMORPG及CCG中重度游戏，因此保持较长的生命周期及付费用户转化率，ARPPU分别为138.0元、170.3元、171.7元及250.6元；MAU分别为735万人、708万人、1,106万人及1,399万人。

估值方面：按全球公开发售后的22.6亿股本计算，公司市值为49.5-64.0亿港元，处于行业中游地位。18年市盈率约为14.1-18.2倍，略高于港股纯游戏公司的10倍左右的市盈率，但中手游定位有别于传统运营发行手机应用游戏之外，还会（1）通过新类型产品去获取新类型用户，例如开发运营H5游戏或小程序游戏、（2）通过IP授权获取收入，发展影视剧、线下娱乐、衍生品等泛娱乐业务，因此轻微的高估值属于合理范围；市净率约为2.77-3.08倍，高于行业平均。盈利能力方面，18年的ROE、ROA分别为28.5%和17.6%，高于行业平均。此外公司已与快手科技、哔哩哔哩(BILI US)、微博(WB US)、阅文集团(772 HK)等7位基石投资者签订协议，合计投资额2.5亿港元。综合公司的行业地位、业绩情况与估值水平，我们给予其70分，评级为“申购”。

风险提示：（1）中国手游监管政策风险、（2）新游戏推出未能吸引新玩家

前五大游戏经营指标：

2017 年			2018 年			2019 上半年		
游戏名	收益占比	ARPPU	游戏名	收益占比	ARPPU	游戏名	收益占比	ARPPU
航海王强者之路	18.8%	230.5	曙光之境	24.6%	213.1	传奇世界之雷霆霸业	50.5%	411.7
决战沙城之屠龙	13.4%	137.7	航海王强者之路	12.6%	262.5	曙光之境	7.5%	240.8
武侠之谜	12.9%	197.1	凡人飞仙传	9.7%	273.4	凡人飞仙传	6.5%	158.4
神话永恒	9.7%	191.7	攻沙加强版	8.1%	789.5	龙珠觉醒	6.0%	200.1
倚天屠龙记	7.6%	330.4	代号激斗	5.2%	212.1	航海王强者之路	4.7%	263.6
总计	62.4%	171.1	总计	60.2%	211.2	总计	75.2%	302.3

来源：公司资料,中泰国际研究部

同业比较：

<最新已公布财年之财务数据>		(亿港元)		收入	净利润	净利	总资产	权益	历史	历史
股票名称	已知财年	市值	总收入	增长	增长	润率	回报率	回报率	市盈率(倍)	市净率(倍)
中手游(0302 HK)	12/2018	49.5-64.0	17.7	57.6%	19.2%	19.8%	17.6%	28.5%	14.1-18.2	2.77-3.08
指尖悦动(6860 HK)	12/2018	10.24	12.88	-9.3%	-35.4%	14.3%	10.1%	13.3%	7.45	0.69
创梦天地(1119 HK)	12/2018	53.07	28.04	34.1%	64.1%	10.4%	7.1%	11.4%	13.07	1.30
IGG(799 HK)	12/2018	64.20	58.69	23.3%	21.2%	25.3%	39.4%	55.3%	5.12	2.60
网龙(777 HK)	12/2018	100.26	59.73	30.2%	-	10.8%	-0.4%	-0.5%	12.0	1.70

来源：公司资料，彭博，万得，中泰国际研究部；附注：1)回报率及负债比率并未考虑上市后集资所得等因素；2) 市盈率及市净率已考虑上市后集资所得等因素

中泰评分：

单一项目评分：(20 分为满)		综合得分：(100 分为满)
公司成长性：	15	70
估值水平：	12	
市场稀缺性：	14	
保荐人往绩：	13	
市场氛围：	16	

注：详细定义请参考正文之后的声明

招股概要：

公开发售价：	HK$2.19-2.83	总发行数股：	461 百万股
每手股数：	2,000 股	公开发售：	46.1 百万股
每手费用：	约 HK$5,717	国际发售：	414.9 百万股
公司市值：	HK$49.5-64.0 亿	截止认购日：	10 月 24 日
保荐人：	中金、法巴	分配结果日：	10 月 30 日
发售后主要股东：	肖健先生(34.7%)	正式上市日：	10 月 31 日

集资用途：

以发行价中位数 HK$2.51 计算，集资净额约 10.4 亿港元

扩充及改善IP游戏发行及开发业务	约 50.0%
手游生态系统中参与者的并购活动	约 40.0%
营运资金及一般企业用途	约 10.0%

主要财务及估值摘要：

(百万人民币)	2017 年	2018 年	增长率	2018 年 6 月 30 止	2019 年 6 月 30 止	增长率
营业收入	1,013	1,596	57.6%	673	1,529	127.4%
毛利	340	532	56.4%	238	528	121.6%
除税前溢利	265	356	34.3%	178	293	64.3%
年度溢利	265	316	19.2%	163	250	53.6%
毛利率	33.6%	33.4%	-0.2 ppt.	35.5%	34.6%	-0.9 ppt.
税前利润率	26.2%	22.3%	-3.9 ppt.	26.5%	19.2%	-7.3 ppt.
净利率	26.2%	19.8%	-6.4 ppt.	24.2%	16.3%	-7.9 ppt.

经调整每股盈利(2018 年)	0.16 港元
发售后经调整每股有形资产净值	0.79-0.92 港元

来源：公司资料,中泰国际研究部 (年结日为 12 月 31 日)

分析师：

余浩樑 (Albert Yu)

电邮：albert.yu@ztsc.com.hk

新股表现统计

相关行业往绩

公司	行业	上市日期	(HK$) 招股价	超额 倍数	中签率	首日 表现	(HK$) 现价	累积 表现
FriendTimes(6820 HK)	游戏	2019-10-08	1.52	7	50%	0.00%	0.88	-42.1%
家乡互动(3798 HK)	游戏	2019-07-04	1.35	1.8	60%	26.67%	2.12	57.0%
禅游科技(2660 HK)	游戏	2019-04-16	1.23	46.5	50%	30.89%	0.72	-41.5%

相关保荐人往绩

中国国际金融香港证券有限公司

公司	行业	上市日期	(HK$) 招股价	超额 倍数	中签率	首日 表现	(HK$) 现价	累积 表现
晋商银行(2558 HK)	银行	2019-07-18	3.82	认购不足	100%	0.00%	2.06	-46.1%
中国船舶租赁(3877 HK)	其他金融	2019-06-17	1.34	认购不足	100%	0.00%	1.28	-4.5%
中烟香港(6055 HK)	烟酒	2019-06-12	4.88	101	60%	9.63%	19.68	303.3%
海通恒信(1905 HK)	其他金融	2019-06-03	1.88	认购不足	100%	0.00%	1.58	-16.0%
迈博药业(2181 HK)	生物科技	2019-05-31	1.50	0.5	100%	-19.33%	1.01	-32.7%
维亚生物(1873 HK)	生物科技	2019-05-09	4.41	105.9	100%	0.23%	5.10	15.6%
中国光大水务(1857 HK)	水务供应	2019-05-08	2.99	1.4	100%	-11.37%	1.79	-40.1%
东正金融(2718 HK)	其他金融	2019-04-03	3.06	认购不足	100%	-9.48%	1.16	-62.1%
新东方在线(1797 HK)	在线教育	2019-03-28	10.20	8.2	100%	0.00%	15.06	47.6%

法国巴黎证券（亚洲）有限公司

公司	行业	上市日期	(HK$) 招股价	超额 倍数	中签率	首日 表现	(HK$) 现价	累积 表现
中汇集团(382 HK)	教育	2019-07-16	2.85	1.4	100%	0.70%	3.89	36.5%
中国东方教育(667 HK)	教育	2019-06-12	11.25	认购不足	100%	-11.82%	16.74	48.8%
信义能源(3868 HK)	新能源	2019-05-28	1.94	0.1	100%	0.00%	2.02	4.1%

来源：彭博（更新至 2019 年 10 月 18 日）

中泰国际研究部
2/F, 8/F and 9/F, No.238 Des Voeux Road Central, Central, Hong Kong
香港中环德辅道中 238 号 2 楼, 8 楼及 9 楼
Tel: (852) 3979-2985 Fax: (852) 2769-5966

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

1．公司成长性评分：　1-20 分，20 分为最高分

2．估值水平评分：　1-20 分，20 分为最高分

3．市场稀缺性评分：　1-20 分，20 分为最高分

4．保荐人往绩评分：　1-20 分，20 分为最高分

5．市场氛围评分：　1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 =（市场氛围评分 + 公司成长性评分 + 估值水平评分 + 市场稀缺性评分+保荐人往绩评分）之总和

积极申购：　综合评分总得分 >= 85 分

申购：　70 分 =< 综合评分总得分 <85 分

中性：　50 分 =< 综合评分总得分 < 70 分

回避：　综合评分总得分 < 50 分

中泰国际研究部
2/F, 8/F and 9/F, No.238 Des Voeux Road Central, Central, Hong Kong
香港中环德辅道中 238 号 2 楼, 8 楼及 9 楼
Tel: (852) 3979-2985 Fax: (852) 2769-5966

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 -“中泰国际”分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。 我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

（1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

（2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

（3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1%或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

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

中泰国际研究部

2/F, 8/F and 9/F, No.238 Des Voeux Road Central, Central, Hong Kong

香港中环德辅道中 238 号 2 楼, 8 楼及 9 楼

Tel: (852) 3979-2985 Fax: (852) 2769-5966