

中手游 (302 HK)

領先的 IP 遊戲營運及發行商

中國 | 遊戲行業 | 首次覆蓋

8 July 2020

投資概要

中手游為領先的 IP 遊戲營運商及發行商

公司主要聚焦於與著名文化產品及藝術作品有關的 IP（例如來自受歡迎的動畫、小說和電影的主角或人物），該等 IP 具有龐大的粉絲群體、市場認受性和商業價值。根據招股書，截至 2019 年 6 月 30 日，公司於所有中國獨立手遊發行商中擁有最大的 IP 儲備，並可運用該儲備於 IP 遊戲開發。通過與第三方遊戲開發商合作及透過自身的內部開發團隊，公司開發以該等 IP 為基礎的手遊，然後通過廣闊的發行網絡發行該等遊戲。

中手游在所有中國獨立手遊發行商中擁有最大規模的 IP 儲備

手遊公司的未來盈利能力往往取決於該公司擁有的 IP 數量及質量。中手游擁有巨大的 IP 儲備（在所有中國遊戲發行商中擁有第二大的 IP 儲備，僅次於行業龍頭騰訊），其中絕大部分為日本流行及經典動畫（如火影忍者、航海王等），該類 IP 深受年輕一代的喜愛。此外，中手游已與不少世界知名的 IP 版權商（如 SNK、東映動畫等）建立合作關係，預計公司的 IP 儲備及地位將會日漸壯大。

公司致力於發展海外遊戲業務

公司 2018 年及 2019 年的海外遊戲收入分別為 1,054 萬人民幣及 1,334 萬人民幣，漲幅為 26.6%。公司預計 2020 年將在海外地區推出多款遊戲巨作，包括「真·三國無雙：霸」等著名 IP 遊戲。「真·三國無雙：霸」備受市場玩家期待，曾在 2019 年 12 月底連續三天位居 TapTap 預約榜第一並且獲得安卓 9.0、iOS 9.7 評分的優越成績。基於以上原因，我們相信公司 2020 年的海外收入及占比將大大提升。此外，由於公司致力於發展海外遊戲業務，可幫助其減少及擺脫中國市場遊戲審批愈趨嚴格的風險。

建立自研團隊，致力於提高遊戲自研能力

公司於 2018 年分別收購了文脈互動及北京軟星兩家公司，使公司具備了內部研發遊戲的能力。公司的遊戲開發收益從 2018 年的 1.78 億人民幣上漲至 2019 年的 4.21 億人民幣，漲幅為 137%。該漲幅主要由於 2018 年底推出的內部研發遊戲「傳奇世界之雷霆霸業」以及 2019 年中推出的內部研發遊戲「熱血戰歌之創世」的優越表現。預計公司將於 2020 年共推出 9 款內部研發遊戲，其中包括備受玩家期待的「雷霆霸業 2」。我們相信通過不斷提升內部研發能力，公司將有望提高其利潤率並且可在未來獲取更多優質 IP。

IP 遊戲在手遊行業中所具備的優勢

IP 遊戲其中一大優勢是 IP 本身具備的粉絲群衆能輕易轉化成遊戲的玩家，因此遊戲的推銷及宣傳成本較非 IP 遊戲低。其次，這群由 IP 粉絲轉化為玩家的群體通常具較高的忠誠度及黏性，故此 IP 遊戲的平均生命週期較非 IP 遊戲長。基於以上原因，對比非 IP 遊戲公司，IP 遊戲公司擁有營收較為穩定及變現能力較強的特質。

估值

公司具有巨大的增長潛力。我們給予公司 2020/2021 年 10.4/8.6 倍的目標市盈率，預計公司 2020/2021 年的經調整每股盈利為 0.39/0.48 人民幣（0.43/0.52 港元），目標價為 HKD4.45，首次覆蓋給予“買入”評級。（匯率：1.09 港元/人民幣）（現價截至 7 月 6 日）

風險包括：

- 1) 未必能成功獲得 IP 授權及遊戲代理權
- 2) 無法在內部遊戲開發上取得成功
- 3) 無法取得或維持所有適用的許可證和批文
- 4) 與遊戲開發商及發行渠道的關係終止或轉差可能導致玩家流失及收益損失
- 5) 遊戲收益遜預期

買入（首次）

現價 HKD 3.49

（現價截至 7 月 6 日）

目標價 HKD 4.45 (+28%)

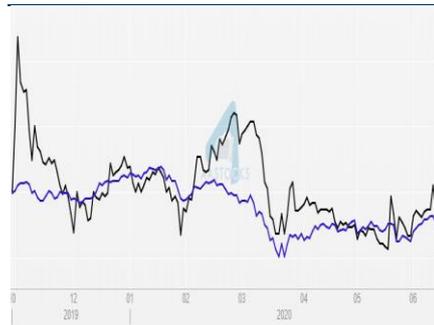
公司資料

普通股股東 (百萬股) :	2,330
市值 (港幣百萬元) :	8,132
52 周 最高價/最低價 (港幣元) :	4.49/2.37

主要股東 %

Fairview Ridge Investment Limited	29.75
Hontai Zhike L.P	12.5
譽格瑟斯网络香港有限公司	12.59

股價 & 恒生指數



Source: Aastock, Phillip Securities (HK) Research

財務資料

CNY mn	FY19	FY20E	FY21E
Net Sales	3,036	4,444	5,586
Adj. Net Profit	611	916	1,127
Adj. EPS	0.32	0.39	0.48
Adj. P/E, x	9.9	8.1	6.6
BVPS	1.96	1.90	2.27
P/BV, x	1.6	1.7	1.4
DPS (HKD)	0.04	0.09	0.12
Div. Yield (%)	1.1	2.3	3.4

（現價截至 7 月 6 日）

Source: 公司數據, Phillip Securities Est.

趙明志 (+852 2277 6514)

kevinchiu@phillip.com.hk

行業概況及預測

手遊市場為網絡遊戲市場中最有發展潛力的細分行業

自 2015 年起，按總流水賬額計，中國已成為世界最大的網絡遊戲市場。根據弗若斯特沙利文，中國網絡遊戲市場蓬勃發展的重要原因之一為娛樂需求加強。中國網絡遊戲市場的規模於 2019 年達致人民幣 2,570 億元，預計將於 2024 年達致人民幣 3,980 億元，複合年增長率為 9.1%。隨着硬件及互聯網技術的進步，網絡遊戲的圖像、內容及響應速度正不斷升級，網絡遊戲的發展更符合玩家喜好。手遊市場作為中國網絡遊戲市場的主要細分行業，增長高於其他遊戲細分行業如客戶端遊戲及網頁遊戲等。中國手遊市場由 2016 年的人民幣 980 億元擴大至 2019 年的人民幣 1,820 億元，預期於 2024 年達致人民幣 3,160 億元，複合年增長率為 11.7%。我們相信隨著圍繞手機遊戲展開的直播、電子競技的發展及手機人口佔有比的逐漸上升，未來手遊市場極有可能慢慢取代其他網絡遊戲細分行業。

圖一：中國網絡遊戲市場規模



來源：弗若斯特沙利文

圖二：中國手遊市場規模



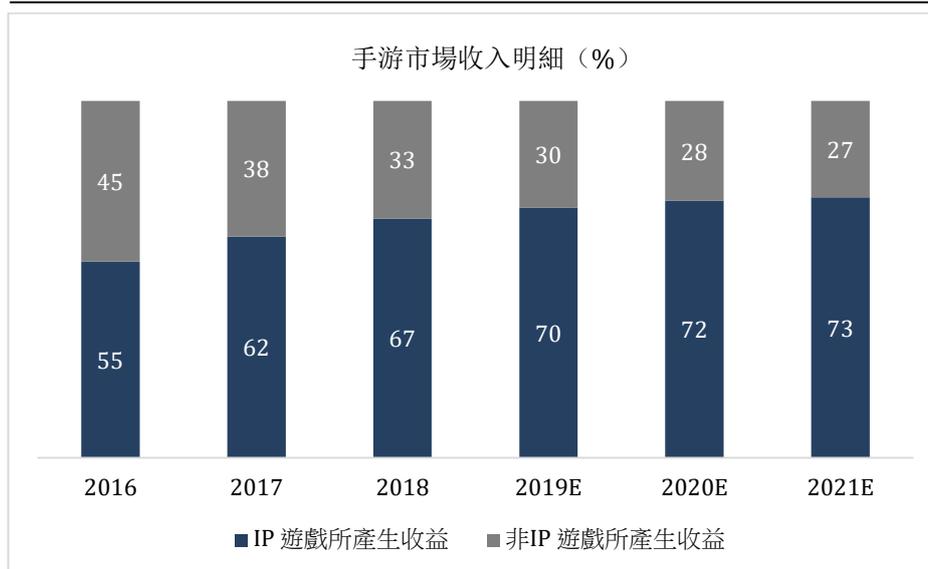
來源：弗若斯特沙利文

相比於其他娛樂形式，中國居民在遊戲上的花費較多，而且遊戲花費佔總娛樂消費占比有著上升的趨勢。根據易觀智庫數據，2016年中國遊戲消費佔總娛樂支出的38.2%，2017年增加至39.1%，2018年進一步增加至39.4%。中國手遊發行市場規模於2016年為人民幣388億元，於2017年及2018年分別增至人民幣473億元及人民幣508億元，並預期將於2021年達致人民幣628億元，複合年增長率為10.1%。中國手遊市場的發展吸引了越來越多的手遊開發商。Apple App Store及安卓系統應用市場等發行渠道已成為手遊的主要發行渠道。

在手遊行業中，IP 遊戲所產生的收益占比逐漸上升

根據易觀智庫，以所產生的收益計，於2018年，基於IP開發的遊戲分別佔Apple App Store 50大免費及暢銷遊戲的71.0%及61.0%。於2018年，IP手遊產生收益人民幣972億元，預期將於2021年增至人民幣1,679億元，複合年增長率為20.0%。隨著玩家對遊戲品質要求日增，IP版權方將會偏向於選擇與行內較為知名及營運能力較強的遊戲開發商或發行商合作，因此我們相信中手遊，作為擁有最大IP儲備的中國獨立手遊發行商，可憑藉其行內的知名度及龍頭地位，在未來獲取更多IP，進一步拓展業務及行業地位。

圖三：手遊市場收入明細



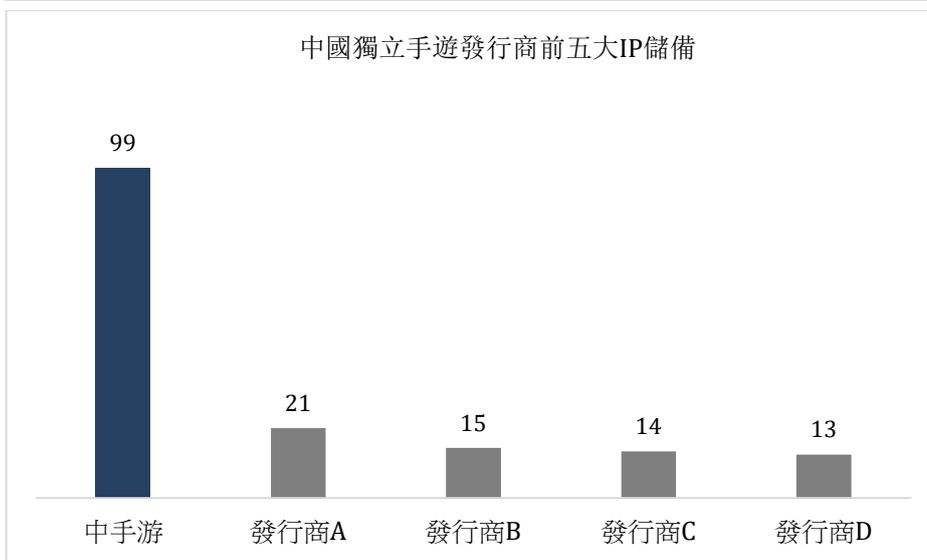
來源：易觀智庫

公司概況及競爭優勢

中手游在所有中國獨立手遊發行商中擁有最大規模的 IP 儲備。

根據易觀智庫，截止於 2019 年 6 月 30 日，中手游在所有中國遊戲發行商中擁有第二大的 IP 儲備，共擁有 99 款 IP，僅次於行業龍頭騰訊，而在中國所有獨立手遊發行商中，此數目名列第一。截至 2019 年 12 月 31 日，公司共擁有 31 項獲授權 IP 及 68 項自有 IP，其中部分為日本流行及經典動畫（如火影忍者、航海王等），該類 IP 深受年輕一代的喜愛。此外，中手游已與不少世界知名的 IP 版權商（如 SNK、東映動畫等）建立合作關係，預計公司的 IP 儲備及地位將會日漸壯大。

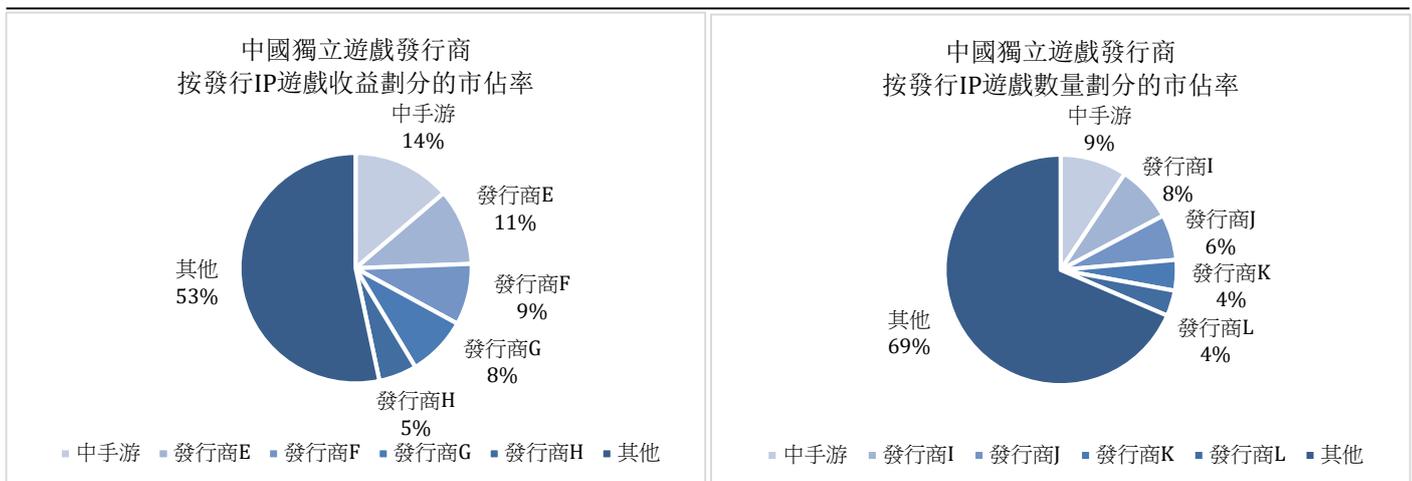
圖四：中國獨立手遊發行商前五大 IP 儲備



來源：易觀智庫

根據易觀智庫，於 2015 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日期間，在所有中國獨立手遊發行商中，按發行 IP 遊戲所產生的累計收益及發行 IP 遊戲總數，中手游均名列榜首。

圖五：中國獨立遊戲發行商市佔率



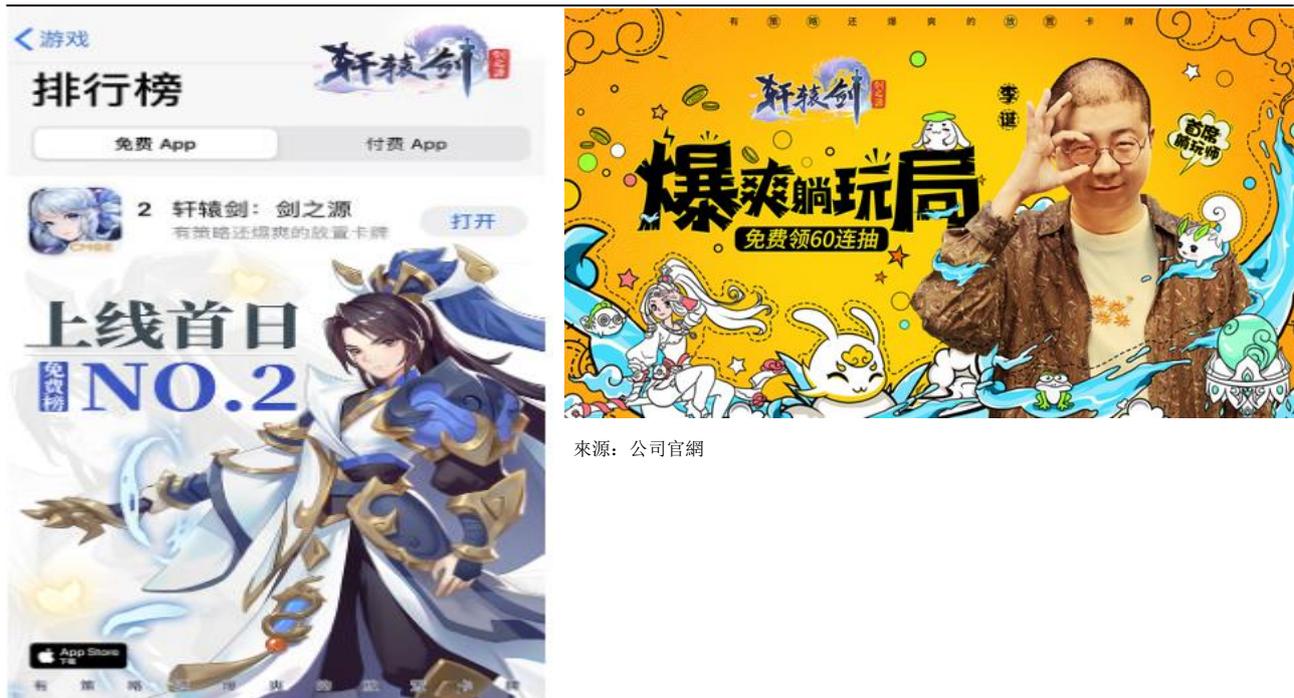
來源：易觀智庫

來源：易觀智庫

中手游擁有一個多元化及商業上成功的豐富手遊組合

自公司營業至 2019 年底，公司共推出 107 款手遊並運營 73 款遊戲。依賴著公司強大的 IP 儲備，公司預計將於 2020 年推出共 38 款新遊戲，包括備受市場關注的《軒轅劍：劍之源》（已於 2020 年 4 月底上線）、《新射雕群俠傳：鐵血丹心》、《雷霆霸業 2》、《全明星激鬥》、《航海王熱血航線》、《仙劍奇俠傳七》等 IP 大作。《軒轅劍：劍之源》憑藉著其系列於行內的極高知名度及影響力，遊戲上線 8 小時就登上 APP STORE 免費榜第二名。上線後首月更錄得約 1 億元人民幣流水的優越成績。

圖六：軒轅劍：劍之源 App Store 免費排行榜及官網宣傳圖片



來源：公司官網

來源：App Store

IP 遊戲在手遊行業中所具備的優勢

IP 遊戲其中一大優勢是 IP 本身具備的粉絲群衆能輕易轉化成遊戲的玩家，因此遊戲的推銷及宣傳成本較非 IP 遊戲低。其次，這群由 IP 粉絲轉化為玩家的群體通常具較高的忠誠度及黏性，故此 IP 遊戲的平均生命週期較非 IP 遊戲長。根據易觀智庫，手遊的平均生命週期為 6-12 個月，而公司的 IP 遊戲生命週期則為 1-4 年。基於以上原因，對比非 IP 遊戲公司，IP 遊戲公司擁有營收較為穩定及變現能力較強的特質。

建立自研團隊，致力於提高遊戲自研能力

公司於 2018 年分別收購了文脈互動（收購其 100% 股權）及北京軟星（收購其 51% 股權）兩家公司，使公司具備了內部研發遊戲的能力。公司的遊戲開發收益從 2018 年的 1.78 億人民幣上漲至 2019 年的 4.21 億人民幣，漲幅為 137%。該漲幅主要由於 2018 年底推出的內部研發遊戲「傳奇世界之雷霆霸業」以及 2019 年中推出的內部研發遊戲「熱血戰歌之創世」的優越表現。「傳奇世界之雷霆霸業」的單月最高流水賬額超過人民幣 2 億元，平均每月活躍用戶近 130 萬人。預計公司將於 2020 年共推出 9 款內部研發遊戲，其中包括備受玩家期待的「雷霆霸業 2」。此外，公司於今年 5 月 20 日入股國內一家頭部遊戲研發公司，樂府互娛，並同時聘請業內金牌遊戲製作人，樂府互娛的創始人程良奇先生加入作為其首席產品顧問。我們相信通過不斷提升內部研發能力，公司將有望提高其利潤率並且可在未來獲取更多優質 IP。

公司過往能為遊戲獲得線上遊戲預批

在發行遊戲前獲得政府發行管理部門及國家新聞出版署的預批對於遊戲發行商尤其重要，若未能成功獲得預批，發行商或會被強制停業及遭到罰款。公司於 2019 年以及 2020 年第一季度分別就旗下 23 款及 5 款遊戲獲得預批，遠超中國手遊行業龍頭騰訊及網易（於同期分別獲得 19 款遊戲預批），為公司未來業務發展奠定基礎。

圖七：中手游獲得遊戲預批數量

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
獲得預批遊戲數量	3	0	12	8	5

來源：國家新聞出版社廣電總局

公司致力於發展海外遊戲業務

公司 2018 年及 2019 年的海外遊戲收入分別為 1,054 萬人民幣及 1,334 萬人民幣，漲幅為 26.6%。公司預計 2020 年將在海外地區推出多款遊戲巨作，包括「真·三國無雙：霸」等著名 IP 遊戲。「真·三國無雙：霸」備受市場玩家期待，曾在 2019 年 12 月底連續三天位居 TapTap 預約榜第一並且獲得安卓 9.0、iOS9.7 的優越評分。除此之外，公司管理層表示公司已經內部建立了一支專注研發海外遊戲的團隊。目前公司的海外業務收入僅佔其總收入的 1%。基於以上所提及原因，我們相信公司 2020 年的海外收入及占比將會有巨大的提升。此外，由於公司致力於發展海外遊戲業務，可幫助其減少及擺脫中國市場遊戲審批愈趨嚴格的風險。

圖八：真·三國無雙：霸 TapTap 平台評分



來源：TAPTAP 平台

公司擁有龐大的發行網絡

公司透過多年的手遊市場營運經驗，累積了龐大的發行網絡資源。公司目前的發行網絡已覆蓋了市場上所有主要的發行渠道，包括國內外應用市場及第三方公開平台、手機製造商營運的應用市場及社交網絡平台。此外，公司於 2018 年 9 月成功收購其本身的發行平台勝利俱樂部，就勝利俱樂部發行的遊戲而言，公司可直接從付款渠道收取總流水賬額，從而提升公司的利潤率。公司亦與多個網絡巨頭如騰訊及字節跳動訂立了部分遊戲的獨家代理，此舉將有助公司接觸到更廣泛及更多樣化的用戶群。公司管理層曾多次表明未來將持續與騰訊、字節跳動等網絡巨頭合作，而快手（騰訊系的一家網絡公司）作為公司去年上市的基石投資人，亦已向公司表達了戰略合作的意向。

圖九：中手游的遊戲發行渠道



來源：公司資料，Phillip Securities

公司未來有望成為字節跳動的主要合作夥伴並從中迅速增長

自 2018 年起，字節跳動就開始佈局其遊戲領域，雖然字節跳動資源雄厚，但由於其進入遊戲領域的時間對比於其他網絡巨頭（如騰訊，網易等）稍微較晚，因此市場上絕大部分有影響力的 IP 資源已被其他龍頭鎖定。我們認為若字節跳動打算佈局其遊戲業務，將無可避免要與騰訊及網易等龍頭公司正面交鋒，故此字節跳動與該類龍頭公司合作的機會不高，而字節跳動也只能從非頭部遊戲企業中尋找合作機會，並且會開出非常優越的條件以吸引合作夥伴。目前字節跳動最缺乏的是 IP 方面的資源，而中手遊恰好擁有巨大且影響力較高的 IP 儲備，再加上中手遊與字節跳動過往的合作均獲得優異的成績，因此我們預計中手遊在未來將有望成為字節跳動的首選合作夥伴，而中手遊可望能依靠著字節跳動所提供的資源及流量迅速增長。

中國政府最近針對防止兒童沉迷遊戲的政策對公司影響不大

中國政府此前已表示為了遏制未成年人沉迷網絡遊戲及過度消費，將全力推行遊戲實名認證以識別玩家真實年齡並且將嚴格控制未成年人士遊戲時間。未成年人被禁止在晚上 10 點後及早上 8 點前上線遊戲，平日最多只能上線 90 分鐘，假日與假期遊戲時間雖有放寬，但仍不能超過 3 小時。我們認為此政策對公司收入端以及營運方面並無太大影響，因為公司的付費玩家均為 19—38 歲的成年人。公司亦表示將配合國家政策，在旗下遊戲設立未成年玩家的防沉迷系統。

公司近年積極的產業鏈投資

公司合共戰略投資 20 家行內具有名氣的遊戲開發商（17 家直投及 3 家可轉債投資），從而為其持續供應優質的遊戲（如將於年底發行的《全明星激鬥》及《航海王之熱血航線》等 IP 巨作）。此外公司也透過國宏嘉信資本進行 IP 版權方及 IP 培育平台的戰略投資，此舉有助公司與 IP 版權方保持良好關係及在未來獲取更多優質 IP。公司目前共持有國宏嘉信資本 25.7% 的有限合夥權益。

財務分析及預測

營業指標

我們相信公司 2020 年以及 2021 年的營業指標將均獲得增長。首先我們認為受到新冠肺炎以及中國居家防疫政策所影響，中國居民在 2020 年上半年對遊戲的需求大大提升。App Annie 數據顯示，自疫情以來的三個月，手遊下載量出現持續增長。與 2019 年第四季相比，2020 年 3 月的週均遊戲下載量增長了 30%，超過了 10 億次。因此我們預測公司 2020 年的新增用戶數量將會獲得大幅上漲，預計新增數量將高達 1.16 億名新用戶，按年增長 35%，而 2021 年的新增用戶數量將會恢復到疫情前的正常水平，預計約為 9,800 萬名新用戶。

其次，我們相信公司未來兩年的平均每月活躍用戶及平均月付費用戶數將會有所提升。主要因為公司計畫於 2020 年一共推出 38 款新遊戲，其中包括多款大作如《軒轅劍：劍之源》、《雷霆霸業 2》、《仙劍奇俠傳 7》及《斗羅大陸》等經典 IP 巨作。該類經典 IP 遊戲均自帶龐大及忠誠度較高的粉絲群體，將有望在未來兩年大幅提升公司的平均每月活躍用戶以及平均月付費用戶數。此外，公司 2020 年將繼續與騰訊及字節跳動等網路巨頭合作，計畫共同推出 4 款新遊戲，包括「航海王熱血航綫」和「全明星激鬥」等 IP 遊戲大作，我們也預計公司未來將有望成為字節跳動的主要合作夥伴。根據過往數據，與該類網路巨頭共同推出的遊戲均擁有較高的平均每月活躍用戶。基於以上原因，我們預測公司 2020 年及 2021 年的平均每月活躍用戶分別為 2,112 萬名以及 2,534 萬名，按年增長 32% 及 20%。而平均月付費用戶數則為 156 萬名及 186 萬名。

最後，隨著中國遊戲消費佔總娛樂消費的佔比及 IP 遊戲收入佔總遊戲收入的佔比逐漸上升，再加上 2020 年年初的新冠肺炎疫情所影響，我們相信公司 2020 年的每位付費用戶每月平均收益 (ARPPU) 將會有較大的增長，隨後 2021 年的 ARPPU 增長將會回復到較低的正常水平。預計 2020 年及 2021 年的 ARPPU 將分別達到 237 元人民幣及 251 元人民幣，按年增長 13% 及 6%。

圖十：中手游過往及預測營業指標

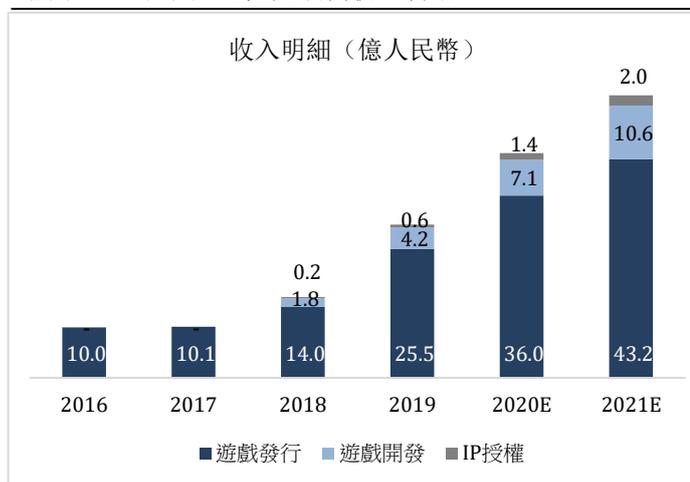
	2017	2018	2019	2020E	2021E
平均每月活躍用戶 (百萬名)	7.1	11.0	16.1	21.1	25.3
-增長		55%	45%	32%	20%
平均月付費用戶數 (百萬名)	0.5	0.8	1.2	1.6	1.9
-增長		57%	56%	30%	19%
每位付費用戶每月平均收益 (人民幣)	170.3	171.7	210.8	237.4	250.7
-增長		1%	23%	13%	6%
新註冊用戶總數 (百萬名)	34.8	66.8	85.7	115.7	98.34
-增長		92%	28%	35%	-15%

來源：公司數據，Phillip Securities

收入增長

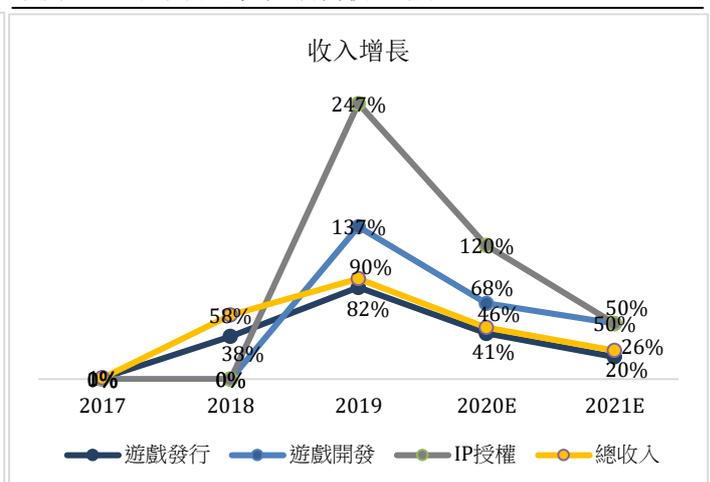
公司的收入由 2016 年的 10.0 億人民幣增長至 2019 年的 30.4 億元人民幣，年複合增長率為 45%。我們預測公司 2020 年以及 2021 年的總收入分別為 44.4 及 55.9 億元人民幣，2019 年至 2021 年年複合增長率為 36%。我們相信此收入增長主要由於未來公司每位付費用戶每月平均收益以及月均付費用戶數的上升所造成。我們預計公司遊戲發行的收入在 2020 年及 2021 年分別為 36.0 億及 43.2 億人民幣，2019-2021 年的年複合增長率為 30%。雖然來自於遊戲發行的收入在未來兩年仍會佔總收入的大部分，但我們相信公司內部研發遊戲所帶來的收入將會成為公司未來收入增長的一大動力。公司自 2018 年收購了文脈互動及北京軟星後，便具備了內部開發遊戲的能力，遊戲開發的收入由 2018 年的 1.78 億人民幣增長至 2019 年的 4.2 億人民幣，按年增長 137%，預計遊戲開發帶來的收入能在 2020 年及 2021 年分別達到 7.1 億及 10.6 億人民幣。此外，我們相信向第三方授權自有知識產權的收入在未來雖有巨大增長，但仍然只佔總收入的一小部分，預計該筆收入在 2020 年及 2021 年分別為 1.4 億及 2.0 億人民幣。

圖十一：中手游過往及預測收入明細



來源：公司數據，Phillip Securities

圖十二：中手游過往及預測收入增長

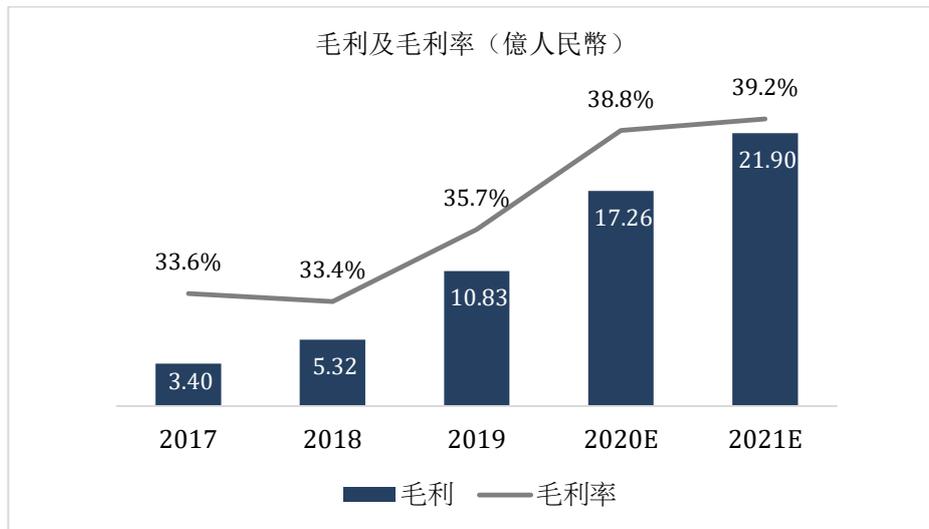


來源：公司數據，Phillip Securities

毛利及毛利率

公司過往幾年的毛利率相對穩定並有上漲的趨勢，公司 2017 年、2018 年以及 2019 年的毛利率分別為 33.6%、33.4%、以及 35.7%。公司 2019 年的毛利率提升主要因為公司於 2018 年成功收購其本身的發行平台勝利俱樂部。就勝利俱樂部發行的遊戲而言，公司可直接從付款渠道收取總流水賬額，提升毛利率。此外，公司從 2019 年起致力內部開發遊戲，而內部研發遊戲的毛利率相對較高，從而帶動 2019 年整體毛利率上升。我們相信隨著公司遊戲開發的收益佔比逐漸提升，公司未來的毛利率也有望上升。預計公司 2020 年及 2021 年的毛利分別為 17.3 億人民幣及 21.9 億人民幣，按年增長 59.3% 以及 26.9%，對應毛利率分別為 38.8% 及 39.2%。

圖十三：中手游過往及預測毛利



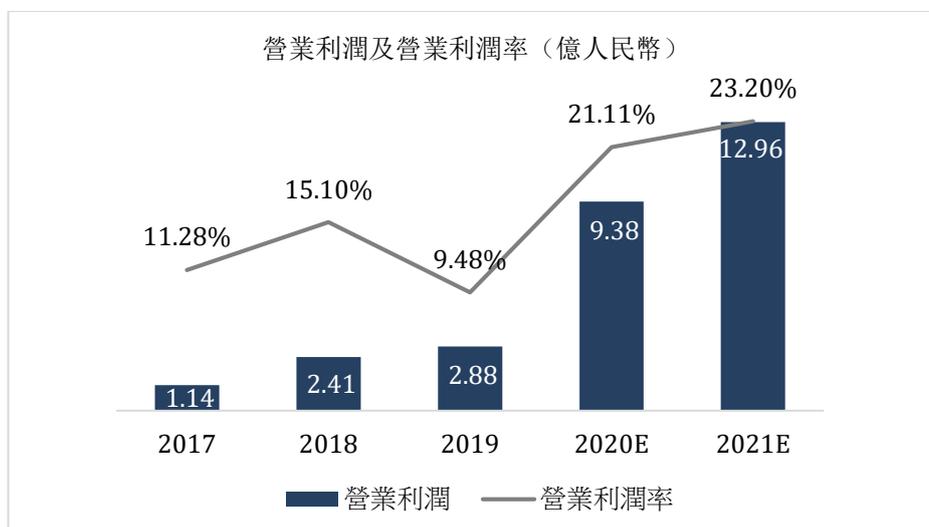
來源：公司數據，Phillip Securities

期間費用及營業利潤

銷售費用裡佔比最大的營銷開支於過往兩年佔總收入的比率有著明顯的下降趨勢，主要因為公司自 2018 年開始更改了其營銷策略，專注於成本效益較高的定向廣告以吸引更多相關用戶流量，我們預計公司在未來的兩年能維持該趨勢。此外，公司未來兩年將更積極與騰訊及字節跳動等網絡巨頭共同發行遊戲，而這類合作模式的一切銷售費用將由對方承擔。因此我們預測公司 2020 年及 2021 年的銷售費用率將有所下降，分別為 7.5% 及 7.4%。另一方面，我們認為公司未來兩年的股權激勵開支將會下降，故此有望減少公司未來兩年的整體行政費用率。我們預計公司 2020 年及 2021 年的行政費用率分別為 10.7% 及 9.1%。

基於以上原因，我們認為公司未來的營業利潤率將會提升。我們預測公司 2020 年及 2021 年的營業收入為 9.38 億人民幣及 12.96 億人民幣，對應營業利潤率為 21.1% 及 23.2%。

圖十四：中手游過往及預測營業

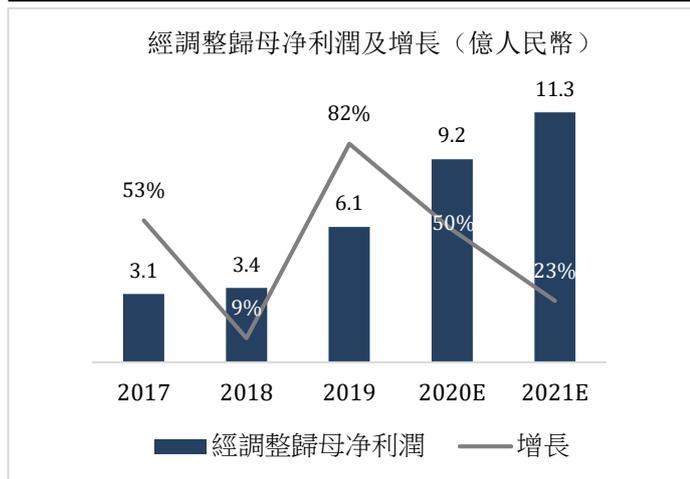


來源：公司數據，Phillip Securities

經調整歸母淨利潤及經調整每股盈利

我們相信相對於歸母淨利潤，經調整歸母淨利潤更能夠反映公司的業績及表現，因為歸母淨利潤是經扣除以權益結算以股份為基礎開支及上市開支等一次性非營運開支，而經調整歸母淨利潤則剔除掉該類開支。公司的經調整歸母淨利潤由 2016 年的 2.0 億人民幣增長至 2019 年的 6.1 億元人民幣，年複合增長率為 45%。我們預測公司 2020 年以及 2021 年的經調整歸母淨利潤分別為 9.2 及 11.3 億元人民幣，對應經調整每股盈利為 0.39 元人民幣及 0.48 元人民幣。

圖十五：中手游過往及預測經調整歸母淨利潤



來源：公司數據，Phillip Securities

圖十六：中手游過往及預測經調整每股盈利



來源：公司數據，Phillip Securities

估值

我們的模型顯示目標價為 HKD4.45

公司具有巨大的增長潛力。我們給予公司 2020/2021 年 10.4/8.6 倍的目標市盈率，預期公司 2020/2021 年的經調整每股盈利為 0.39/0.48 人民幣 (0.43/0.52 港元)，目標價為 HKD4.45，首次覆蓋給予“買入”評級。(匯率：1.09 港元/人民幣) (現價截至 7 月 6 日)

圖十七：同業估值

公司	股票代碼	收盤價	市值	P/E				P/B			
				TTM	2019	2020	2021	TTM	2019	2020	2021
		(原幣)	(百萬人民幣)								
中手游	302 hk equity	3.46	7,382	24.1x	11.3x	9.3x	8.4x	2.0x	2.2x	-	-
心動公司	2400 hk equity	32.70	14,283	32.1x	28.8x	24.5x	18.7x	-	6.8x	5.9x	4.6x
網龍	777 hk equity	22.30	12,055	14.0x	13.4x	11.0x	8.6x	2.0x	2.0x	1.8x	1.5x
友誼時光	6820 hk equity	3.58	7,070	15.4x	-	11.7x	9.4x	5.4x	-	3.6x	2.7x
創夢天地	1119 hk equity	4.66	5,440	14.6x	9.5x	7.9x	7.8x	1.5x	-	1.3x	-
家鄉互動	3798 hk equity	2.87	3,295	13.0x	10.9x	-	-	5.3x	-	-	-
IGG	799 hk equity	6.51	7,486	6.5x	7.1x	8.0x	7.5x	2.9x	3.0x	2.3x	1.8x
騰訊控股	700 hk equity	524.50	4,509,500	47.1x	47.8x	38.1x	30.7x	9.8x	10.7x	8.2x	6.5x
網易	NTES US equity	427.74	418,955	26.3x	26.9x	24.0x	20.9x	6.3x	6.2x	5.0x	4.2x
遊族網路	002174 CH equity	25.53	23,940	51.9x	28.4x	18.0x	15.9x	4.4x	4.7x	3.9x	3.2x
掌趣科技	300315 CH equity	7.72	21,867	82.9x	56.6x	26.8x	20.7x	3.9x	4.2x	3.6x	3.2x
電子藝界	EA US equity	135.22	271,839	12.9x	34.1x	28.6x	26.7x	5.2x	7.6x	5.7x	4.8x
動視暴雪股份有限公司	ATVI US equity	78.03	420,127	39.6x	35.0x	28.2x	25.6x	4.6x	4.7x	4.2x	3.6x
平均值				29.3x	25.8x	19.7x	16.7x	4.4x	5.2x	4.1x	3.6x
中位數				24.1x	27.6x	21.0x	17.3x	4.5x	4.7x	3.9x	3.4x

來源：Bloomberg, 數據截止 7 月 6 日

財務報表

財務摘要

FYE DEC	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
Valuation Ratio					
P/E ratio	N/A	N/A	24.4	9.0	6.6
Adjusted P/E ratio	N/A	N/A	9.9	8.1	6.6
P/B ratio	N/A	N/A	1.6	1.7	1.4
Per share data (RMB)					
EPS	N/A	N/A	0.13	0.36	0.48
Adjusted EPS	N/A	N/A	0.32	0.39	0.48
Book value per share	N/A	N/A	1.96	1.90	2.28
Dividend per share (HKD)	N/A	N/A	0.04	0.08	0.12
Growth & Margin					
Revenue Growth	1.2%	57.6%	90.2%	46.4%	25.7%
Operating income growth	39.0%	111.0%	19.4%	226.0%	38.1%
net income growth	53.3%	2.8%	-23.0%	246.2%	36.1%
Adjusted Net income Growth	53.3%	9.1%	82.1%	49.9%	23.1%
Gross Profit Margin	33.6%	33.4%	35.7%	38.8%	39.2%
Operating profit Margin	11.3%	15.1%	9.5%	21.1%	23.2%
Net Profit Margin	30.4%	19.5%	8.2%	18.6%	20.2%
Adjusted Net Profit Margin	30.4%	21.0%	20.1%	20.6%	20.2%
Key Ratios					
ROE	34%	17%	7%	19%	21%
ROA	28%	10%	5%	14%	17%

現價截至 7 月 6 日

綜合損益表

(000's RMB)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Game Publishing	1,001,163	1,012,791	1,400,454	2,553,189	3,599,996	4,319,996
Game development			177,946	421,254	707,707	1,061,560
IP licensing			17,804	61,858	136,088	204,131
Total Revenue	1,001,163	1,012,791	1,596,204	3,036,301	4,443,791	5,585,687
Total Cost of Sale	(651,773)	(672,336)	(1,063,734)	(1,953,103)	(2,717,530)	(3,395,216)
Gross Profit	349,390	340,455	532,470	1,083,198	1,726,261	2,190,471
Other operating Income	8,542	2,203	4,241	12,428	19,394	24,378
Selling and distribution cost	(225,705)	(189,407)	(148,054)	(230,321)	(333,284)	(413,341)
Admin Cost	(50,040)	(39,046)	(147,672)	(577,451)	(474,093)	(505,785)
Operating Income	82,187	114,205	240,985	287,854	938,278	1,295,722
Finance Cost	(765)	(1,220)	(10,053)	(15,072)	(15,785)	(16,590)
Bank interest	460	687	1,228	6,001	6,481	7,000
P&L from joint ventures and associate	(3,278)	2,002	13,630	8,416	8,753	9,103
Other gain/(losses)	129,458	149,377	110,257	56,424	15,606	2,434
Profit before tax from continuing operation	208,062	265,051	356,047	343,623	953,333	1,297,669
Income Tax	(19,563)	(56)	(40,074)	(100,410)	(111,254)	(151,438)
Profit from Discontinued operation	12,074	42,469				
Net Profit	200,573	307,464	315,973	243,213	842,079	1,146,231
Minority Interest			(4,928)	5,135	(14,784)	(19,219)
Profit Attributed to Parent	200,573	307,464	311,045	248,348	827,295	1,127,012
Adjusted Profit Attributed to Parent	200,573	307,464	335,465	611,007	915,625	1,127,012
EPS				0.13	0.36	0.48
Adjusted EPS				0.32	0.39	0.48
Dividend per share (HKD)				0.04	0.08	0.12

綜合財務狀態表

(000's RMB)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Non Current Asset						
Property and Equipment	7,957	5,313	6,245	4,815	4,073	3,445
Investment in associates and JV	32,722	58,002	171,928	127,538	136,291	145,393
Financial assets at fair value through P&L	203,176	85,788	538,701	725,137	792,002	858,867
Others	395,597	431,810	1,336,289	1,769,875	1,819,221	1,884,279
Total	639,452	580,913	2,053,163	2,627,365	2,751,586	2,891,984
Current Assets						
Trade receivables	282,227	164,478	472,431	789,903	1,111,419	1,397,015
Cash and cash equivalents	120,460	245,762	144,445	771,090	841,182	1,309,946
Others	247,087	124,374	343,165	1,019,766	1,079,322	1,148,109
Total	649,774	534,614	960,041	2,580,759	3,031,923	3,855,069
Total asset	1,289,226	1,115,527	3,013,204	5,208,124	5,783,509	6,747,053
Current Liabilities	585,795	203,162	755,210	1,283,612	1,126,603	1,203,022
Non Current Liabilities	13,812	4,712	395,265	212,898	222,964	234,340
Total Liabilities	599,607	207,874	1,150,475	1,496,510	1,349,566	1,437,362
Equity						
Issued capital				1,641	1,641	1,641
Reserves	689,619	907,653	1,750,058	3,602,437	4,309,982	5,166,511
Non-controlling interests			112,671	107,536	122,320	141,539
Total	689,619	907,653	1,862,729	3,711,614	4,433,943	5,309,691
Equity and Liabilities	1,289,226	1,115,527	3,013,204	5,208,124	5,783,509	6,747,053

綜合現金流量表

(000's RMB)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Profit before taxation	220,136	307,520	356,047	343,623	953,333	1,297,669
Depreciation and amortization	46,754	32,834	50,935	73,668	110,346	165,285
Change in working capital	(104,226)	(19,555)	(244,837)	(372,376)	(538,081)	(277,963)
Others	(137,042)	(156,724)	(102,514)	265,483	(71,087)	(210,816)
Operating cash flow	25,622	164,075	59,631	310,398	454,511	974,175
Investing cash flow	(21,923)	129,305	(428,363)	(1,318,944)	(158,949)	(229,715)
Proceeds from share issuance	-	-	-	1,350,540	-	-
Others	23,926	(166,879)	264,888	284,055	(225,469)	(275,696)
Financing cash flow	23,926	(166,879)	264,888	1,634,595	(225,469)	(275,696)
Foreign exchange	2,020	(1,199)	2,527	596	-	-
Cash at period end	120,460	245,762	144,445	771,090	841,182	1,309,946

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within \pm 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2020 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES

Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN

Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA

PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA

Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm