

# 雷蛇 (1337 HK)

## 为游戏玩家精心打造的综合生态系统

始于玩家，赋予玩家。雷蛇是全球领先的游戏玩家品牌，为玩家提供硬件、软件和服务的综合生态体系。受益于全球游戏市场和东南亚电商市场蓬勃发展，我们预计雷蛇的外设硬件、系统、服务 2021-24 年收入复合年增长率将达到 18%/20%/35%。鉴于雷蛇的市场领先地位和快速提高的盈利能力，我们相信公司将是投资者获取游戏相关市场快速增长红利的优秀投资标的之一。我们对雷蛇的前景持乐观态度，主要基于 1) 庞大的玩家基数以及高增长率，2) 更高的玩家参与度带动人均消费水平的提升以及 3) 新兴市场支付业务的强劲发展。首次覆盖，给予买入评级，目标价 3.22 港元。

■ **雷蛇：打造综合生态系统，把握游戏市场的增长机会。**我们预计 2023 年全球游戏市场规模预计达到 2,050 亿美元，20-23 年复合年增长率为 8%。我们相信游戏外设硬件业务将会是游戏行业强劲扩张的主要受益者。2020 年全球游戏、游戏外设硬件市场同比增长 19%/45%，而雷蛇硬件业务增速更佳，同比增长长达 52%，突破 10 亿美元。展望未来，我们对雷蛇的营收增长和盈利能力的持续改善持乐观态度，我们预计公司 2021-24 年收入、净利润复合年增长率为 20%/50%。

■ **雷蛇的货币化战略：从游戏平台到支付服务。**在东南亚，82%的互联网人口是游戏玩家。凭借强大的用户粘性，雷蛇从游戏支付着眼于游戏市场以外的更广阔的支付市场。我们认为，随着东南亚互联网经济的交易总金额将在 2025 年达到 3,090 亿美元（24%的 5 年复合年增长率），强劲的互联网销售增长将推动对支付服务的需求。我们预计雷蛇近几年在支付服务方面的布局和扩张将成为公司新的增长动力。得益于新商家入驻以及在线购物和数字娱乐消费激增的推动下，2021-24 年的复合年增长率预计为 35%。

■ **首次覆盖，给予买入评级，目标价 3.22 港元（上行空间 48%）。**我们的估值是基于分类加总估值法，分别给予外设硬件、系统部门 25.6x/10.3x 的 22 年 P/E 估值以及服务部门 1.0x 的 22 年 P/S 估值。我们认为这样可以更好地体现 1) 公司多元化的生态系统业务，2) 领先的游戏硬件市场地位以及 3) 仍处于早期、但预计增长迅速的服务业务。3.22 港元的目标价相当于 31.4 倍 22 年 P/E，1.9 倍 22 年 P/S。预期公司将在 21-24 年实现 20%/50% 的收入/净利润复合年增长率。给予买入评级，目标价 3.22 港元。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入 (百万美元)	820.8	1,214.6	1,552.3	1,913.2	2,305.8
同比增长 (%)	15.2%	48.0%	27.8%	23.3%	20.5%
毛利 (百万美元)	168.1	271.0	396.1	503.1	626.0
毛利率 (%)	20.5%	22.3%	25.5%	26.3%	27.1%
EBITDA (百万美元)	(29.4)	44.6	104.0	179.7	236.1
净收入 (百万美元)	(84.2)	5.6	59.8	117.2	160.7
净利率 (%)	(10.3%)	0.5%	3.9%	6.1%	7.0%
每股盈利 (美元)	(0.010)	0.001	0.007	0.013	0.018
市场预测每股盈利 (美元)	-	-	0.005	0.009	0.015
市盈率 (x)	-	440.0	41.4	21.3	15.6
权益收益率 (%)	-	0.9%	9.4%	15.8%	17.8%
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司数据、彭博及招银国际证券预测

### 买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$ 3.22
潜在升幅	+48%
当前股价	HK\$ 2.18

### 中国科技行业

#### 杨天薇

(852) 3916 3716  
lilyyang@cmbi.com.hk

#### 伍力恒

(852) 3900 0881  
alexng@cmbi.com.hk

### 公司数据

市值(百万港元)	19,424
3 月平均流通量 (百万港元)	71
52 周内股价高/低 (港元)	3.36/1.21
总股本 (百万)	8,910

资料来源：彭博

### 股东结构

Chen Family Hivemind Holdings	31.85%
Voyager Equity	15.07%
Lim Teck Lee Land Pte	3.82%

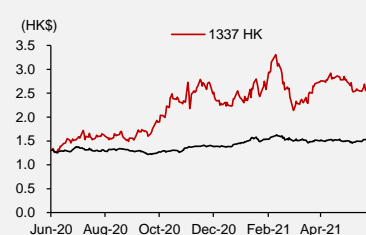
资料来源：彭博

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-19.7%	-20.5%
3-月	-4.3%	-3.7%
6-月	-16.4%	-22.4%

资料来源：彭博

### 股份表现



资料来源：彭博

### 审计师：KPMG

请在 2021 年亚洲货币经纪商投票中为招银国际研究团队投下宝贵的一票：

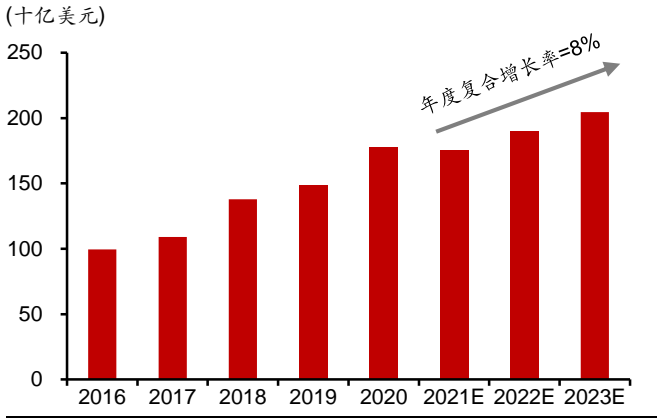
<https://euromoney.com/brokers>

## 目录

关键图表.....	3
投资亮点总结 .....	4
雷蛇：抓住游戏市场的快速增长机会.....	4
雷蛇：打造综合生态系统，把握游戏市场的增长机会.....	7
公司展望：从外设硬件到综合生态系统的建立 .....	7
凭借强大的用户忠诚度，雷蛇在快速增长的游戏市场中具有领先优势 .....	11
后疫情时代：增速缓和但增长仍将继续 .....	14
雷蛇的货币化战略：从游戏平台到支付服务.....	17
从游戏支付场景切入日常支付需求 .....	17
东南亚支付市场前景广阔.....	19
雷蛇在东南亚支付市场的机遇与挑战.....	21
预期盈利能力持续改善 .....	23
2020：收入显著增长且首次实现盈亏平衡.....	23
各项业务（外设硬件、系统、服务）增长强劲 .....	25
近况更新 .....	27
财务分析.....	28
预期雷蛇将在 21-24 财年实现 20%/50% 的收入/净利润的复合年增长率.....	28
招银预测与市场一致预期比较.....	30
估值.....	31
首次覆盖，给予买入评级，目标价为 3.22 港元（48%上升空间） .....	31
主要投资风险 .....	34
财务数据.....	35
附录 1 - 公司发展历程 .....	36
附录 2 - 股权结构.....	37
附录 3 - 管理层 .....	37

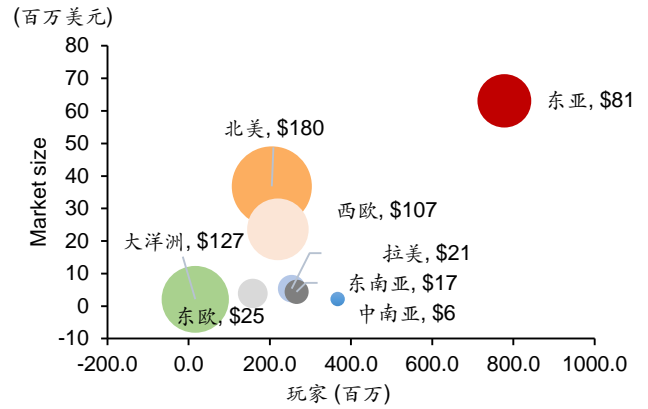
**关键图表**

**图 1: 全球游戏市场预计将在 2023 年可达 2,050 亿美元市值**



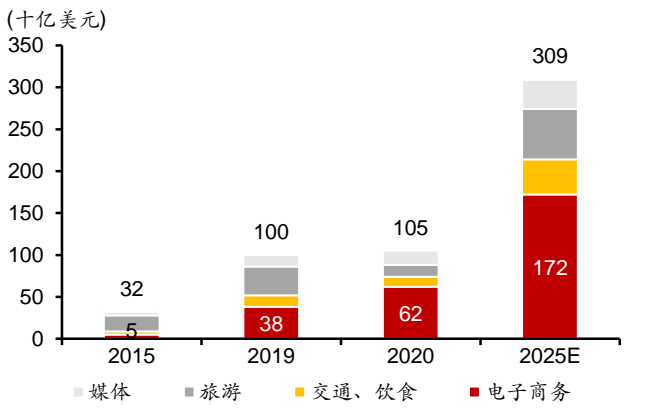
资料来源: Newzoo、招银国际证券预测

**图 2: 2019 年游戏和电子竞技市场的每名玩家平均消费 (前 8 名地区)**



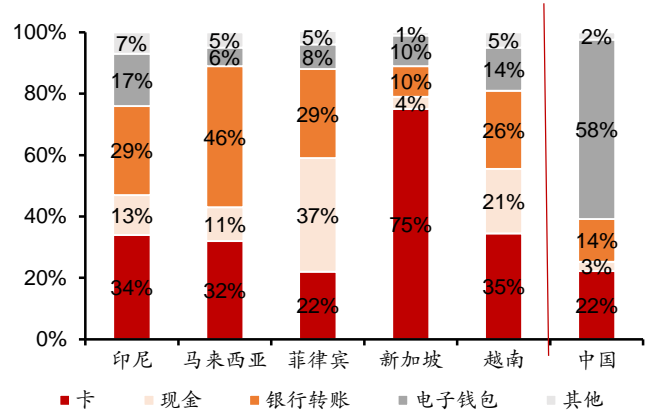
东南亚: 柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国、越南。资料来源: Newzoo、招银国际证券预测

**图 3: 东南亚互联网经济 GMV 将于 2025 年达到 3,090 亿美元**



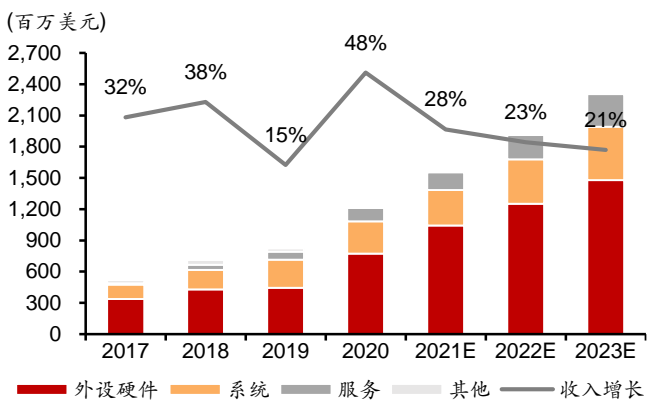
资料来源: 谷歌、淡马锡、招银国际证券预测

**图 4: 东南亚与中国的数字支付方式对比: 仍有增长空间**



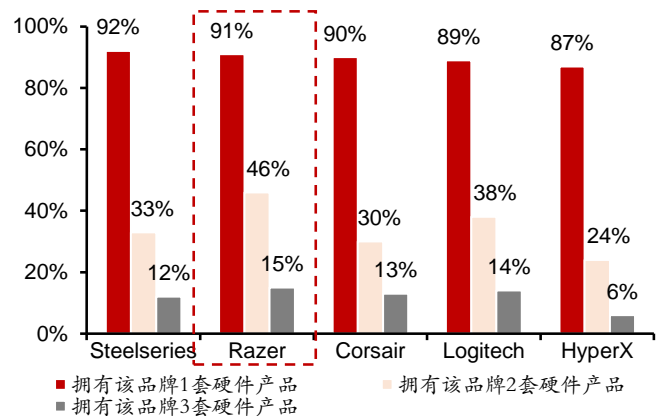
资料来源: PPRO、J.P.Morgan、Edgar、Dunn & Co.、WPL、招银国际证券预测

**图 5: 收入预测**



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

**图 6: 玩家硬件装备拥有数量与品牌忠诚度\***



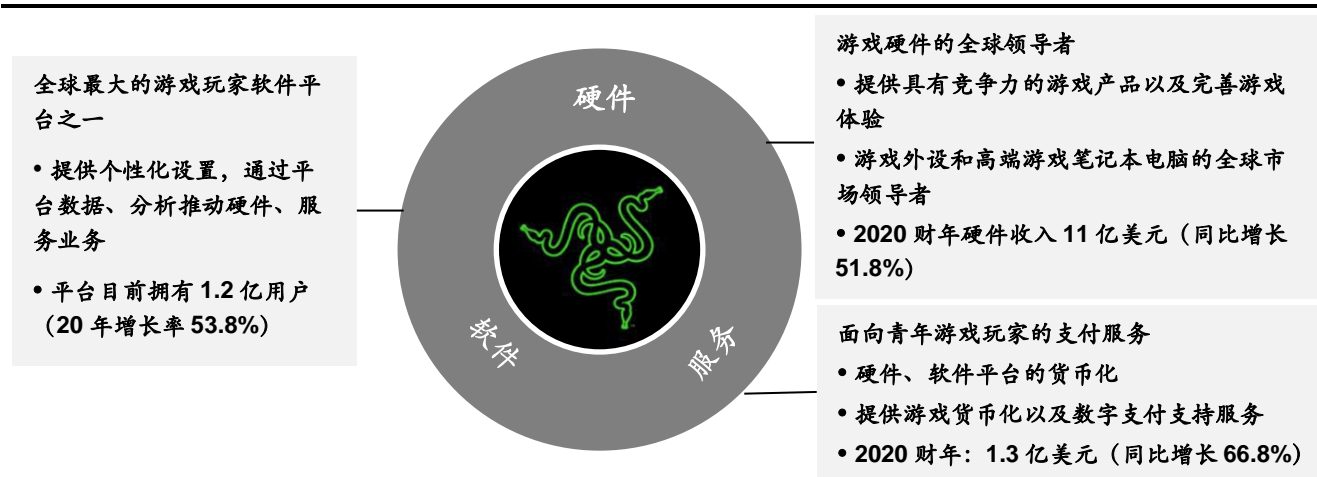
\*品牌忠诚度: 拥有该品牌至少一个关键外设硬件并会再次购买该品牌的核心 电脑游戏玩家的比例。资料来源: Newzoo (2018)、招银国际证券预测

## 投资亮点总结

### 雷蛇：抓住游戏市场的快速增长机会

雷蛇是全球领先的游戏玩家品牌，为玩家提供硬件、软件和服务的综合生态体系。公司成立于2005年，以其优质的游戏外设和游戏笔记本电脑而闻名。自成立以来，雷蛇推出了鼠标、键盘、耳机、游戏手柄、扬声器、摄像头、电竞椅等系列产品，其游戏笔记本电脑在2020财年被评为美国高端第一品牌。雷蛇还提供了软件平台，允许用户进行个性化设置以改善用户体验。凭借广泛的产品覆盖，雷蛇能够扩大其用户群并提高品牌忠诚度。它现已成长为全球领先的游戏品牌。2017年，公司开始提供支付业务，包括Razer Gold虚拟积分用以购买游戏、数字娱乐等产品以及Razer Fintech东南亚支付网关服务，将其软件平台货币化。

图 7: 雷蛇：全球最大的服务游戏玩家的综合生态系统



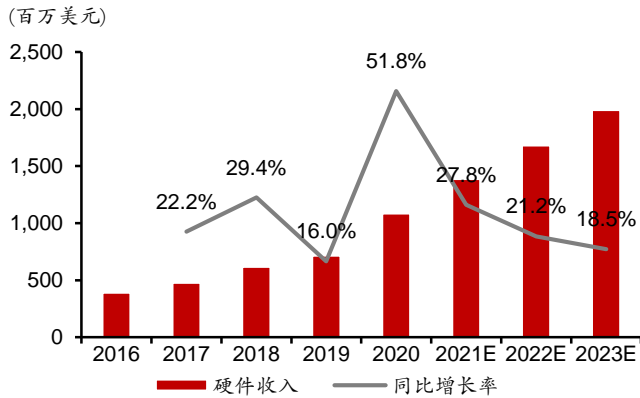
资料来源：公司数据、招银国际证券

作为游戏硬件行业的全球领导者，雷蛇 2020 财年销售额的 89% 来自硬件业务，包括外围设备和系统（收入比例为 71%/29%）两大块。硬件部门收入同比大幅增长 51.8%，在 2020 年突破 10 亿美元大关。除了硬件产品，雷蛇为了提升用户体验和品牌忠诚度，还打造了全球最大的综合游戏软件平台。该平台在 2020 年末拥有超过 1.2 亿名客户（统计基于注册会员数），同比增长 54%。受益于硬件+软件平台带来的高用户粘性，雷蛇将公司软件平台货币化，发展了服务（支付）业务。

雷蛇的服务业务主要来自于两大块：Razer Gold 以及 Razer Fintech，为年轻一代、千禧世代以及 Z 世代提供支付服务。2020 财年服务部门收入 1.3 亿美元，同比增长 67%。其中，Razer Gold 提供虚拟积分服务，用于购买游戏、数码娱乐等产品。作为雷蛇的游戏充值平台，Razer Gold 拥有超过 2,600 万的注册用户，同比增长 23.8%。2020 年公司进一步扩张业务版图至中东和北非地区。目前超过 130 个国家的用户可以从 500 多万渠道触点购买 Razer Gold 虚拟积分，可购买 3.4 万款数码娱乐内容。基于 2020 财年服务部门的数据，该业务的支付总金额（TPV）同比增长 102%，其中东南亚及拉美的是总支付交易规模增长的最要贡献地区。

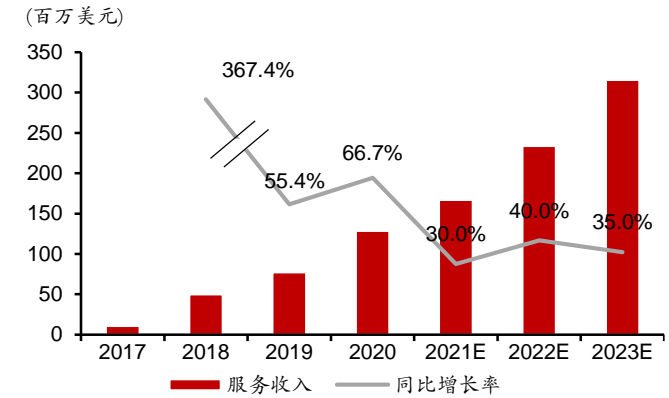
服务业务的另一块为 Razer Fintech，在新兴市场提供金融科技服务，是东南亚领先的线下对线上（O2O）电子支付网络之一。受益于疫情推动的宅经济和网络经济的发展，东南亚的商品成交总额预期将于2025年增长至3,090亿美元。受惠于东南亚电子商贸市场整体增长的推动，雷蛇的 Fintech 业务在2020财年的 TPV 增长幅度为104%，达43亿美元，主要增长动力来自新商家入驻，以及疫情期间在线购物和数字娱乐消费激增的推动。

图 8: 雷蛇硬件：收入复合增长率为 18% (21-24E)



资料来源：公司数据、招银国际证券预测

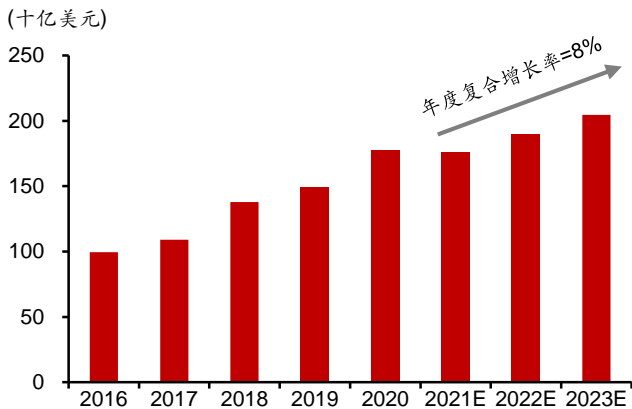
图 9: 雷蛇服务：收入复合增长率为 35% (21-24E)



资料来源：公司数据、招银国际证券预测

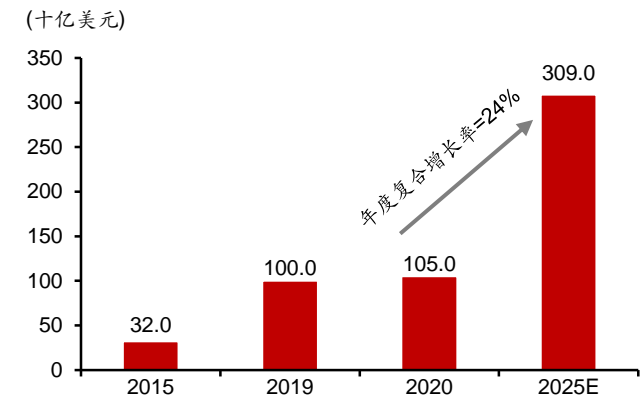
雷蛇最近几年在支付服务领域的布局和扩张将成为新的增长动力。在东南亚，82% 的互联网用户为游戏玩家。随着电子商务在新兴市场的快速发展，雷蛇将目光投向了游戏以外的更广阔电子商务支付领域。我们认为雷蛇此番战略布局是看好未来东南亚地区网络经济的发展：2025年东南亚互联网经济的商品总价值（GMV）预计可达3,090亿美元，5年复合年增长率为24%。我们相信互联网销售的强劲增长将推动当地商户和消费者对支付服务的需求。尽管当前东南亚的支付行业高度分散，我们认为未来行业会经历一系列整合，消费者最终会选择可以提供多种产品和服务的支付提供商，而不仅仅是与游戏或娱乐相关的产品或服务商。所以我们看好雷蛇在支付领域的布局，相信该业务有望成为公司新的增长动力。

图 10: 全球游戏市场预计将在 2023 年可达 2,050 亿美元



资料来源：Newzoo、招银国际证券预测

图 11: 东南亚的网络经济成交额预期 2025 年可达 3,090 亿美元

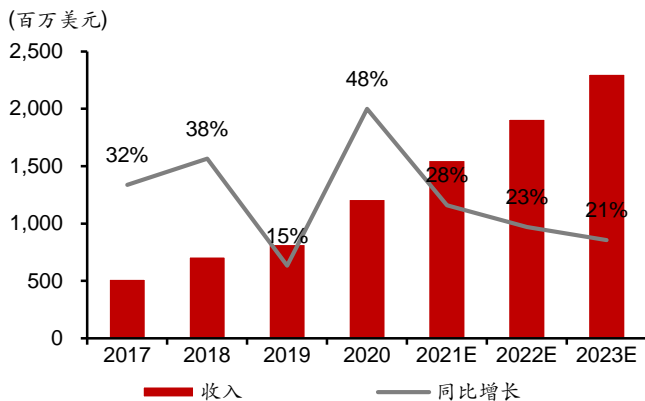


资料来源：Newzoo、招银国际证券预测



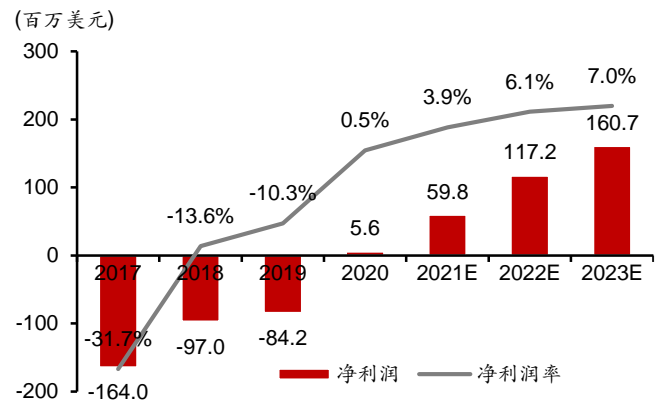
雷蛇在2020年实现了非常亮眼的业绩，各部门业务都有强劲增长。雷蛇20财年的收入/毛利为12.2亿美元/2.7亿美元（同比增长48%/61%），主要驱动因素为1）来自硬件部门的强劲需求和市场份额的增长以及2）受惠于居家经济的强劲驱动带来的服务部门的市场拓展以及支付总金额的增长。基于1）收入端的增长，2）高毛利部门（服务）的占比增加以及3）运营开支的更好控制，雷蛇于2020财年首次实现盈利，净利润为560万美元（2019财年：-8,420万美元）。展望未来，我们估计雷蛇将在21-24财年实现20%/50%的收入/净利润的年度复合增长率。

图 12: 雷蛇：公司收入复合增长率为 20% (21-24E)



资料来源：公司数据、招银国际证券预测

图 13: 雷蛇：公司净利润复合增长率为 50% (21-24E)



资料来源：公司数据、招银国际证券预测

首次覆盖雷蛇 (1337 HK)，我们给予公司买入评级，目标价为 3.22 港元。我们的估值是基于分类加总估值法，分别给予外设硬件、系统部门 25.6x/10.3x 的 22 年 P/E 估值以及服务部门 1.0x 的 22 年 P/S 估值。我们认为这种估值方法可以更好的体现 1) 公司多元化的生态系统业务，2) 领先的游戏硬件市场地位以及 3) 仍处于早期、但预计增长迅速的服务业务。我们给出的 3.22 港元的目标价相当于 31.4 倍 22 年 P/E，1.9 倍 22 年 P/S。

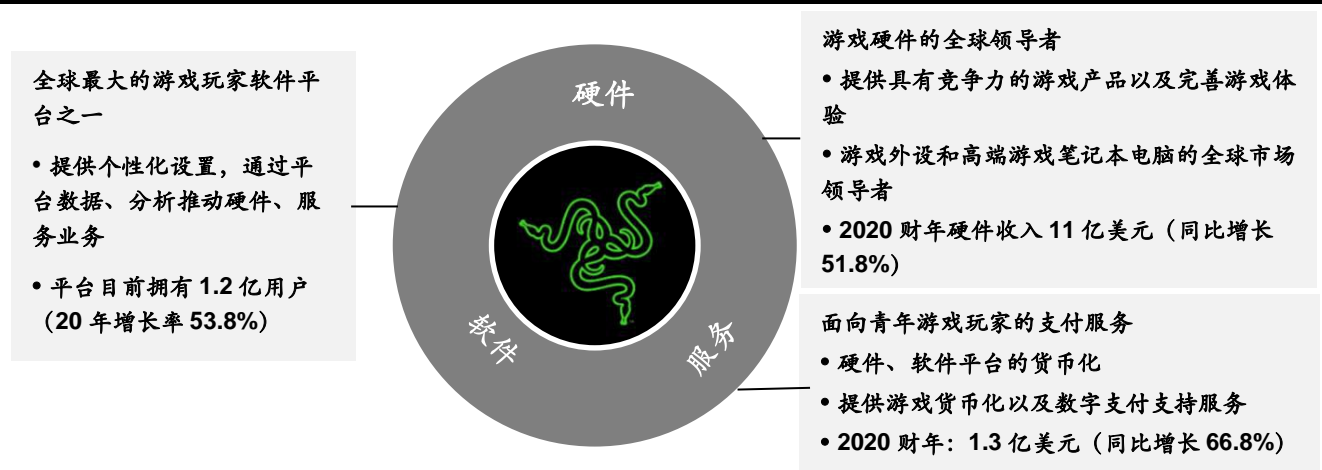
潜在风险包括 1) 宏观经济的不确定性；2) 疫情控制好于预期，提前复工，消费习惯恢复至疫情前水平；3) 供应链中断时间更长，电脑组件短缺比预期严重；4) 同行的激烈竞争导致利润率降低以及 5) 东南亚国家对其金融科技业务的监管加强，获得/更新支付/银行牌照的难度增加。

## 雷蛇：打造综合生态系统，把握游戏市场的增长机会

### 公司展望：从外设硬件到综合生态系统的建立

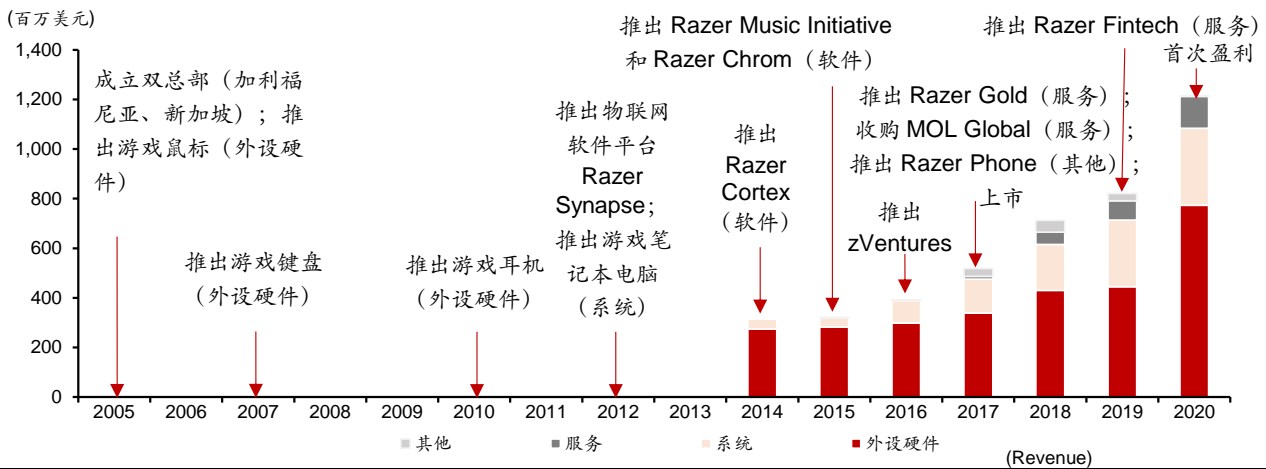
雷蛇是全球领先的游戏玩家品牌，提供硬件、软件和服务的完整生态系统。该公司成立于2005年，以其优质的游戏外设和笔记本电脑而闻名。雷蛇自成立以来，推出了鼠标、键盘、耳机、游戏手柄、音箱、摄像头、电竞椅等系列产品，旗下游戏笔记本电脑在美国市场排名第一。为了更好的支持硬件业务的发展，公司还还提供相应的软件平台，允许用户进行个性化设置以改善游戏体验。雷蛇的硬件产品以及软件服务吸引了大量的客户群体，并提升了品牌忠诚度。公司现已成长为全球领先的游戏生态品牌。除此之外，公司开始在东南亚提供支付服务，包括游戏、数码娱乐内容的虚拟信用积分和东南亚支付网关服务，将其软件平台货币化。

图 14: 雷蛇：全球最大的服务游戏玩家的综合生态系统



资料来源：公司数据、招银国际证券

图 15: 公司发展里程碑



资料来源：公司数据、招银国际证券

作为游戏硬件行业的全球领导者，雷蛇 2020 财年销售额的 89% 来自硬件业务，包括外围设备和系统（收入比例为 71%/29%）两大块。公司在美国、欧洲和亚太地区的市场份额处于领先地位，大部分市场排名都与 Logitech 位列前 2 位。










图 16: 雷蛇拥有一系列的游戏硬件产品



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

雷蛇的外设硬件产品具有很强的竞争力，在不同渠道的评选中均名列前茅。另外，雷蛇的游戏笔记本电脑也被评为美国市场第一高端品牌，成为游戏硬件行业的全球领导者之一。受益于强劲的品牌号召力，硬件部门 2020 财年收入同比大幅增长 51.8%，在 2020 年突破 10 亿美元大关。

图 17: 雷蛇的外设硬件产品在不同渠道的评选中均名列前茅

	鼠标			键盘			耳机		
	雷蛇	Logitech	Corsair	雷蛇	Logitech	Corsair	雷蛇	Logitech	Corsair
									
产品数量	33	21	19	23	15	29	32	15	16
官方价格区间 (\$)	\$39.99-\$169.99	\$29-\$149.99	\$29.99-\$79.99	\$59.99-\$249.99	\$29-\$249.99	\$49.99-\$229.99	\$49.99-\$299.99	\$29-\$199.99	\$39.99-\$269.99
产品位列名次 (前十名):									
PCGamer	#1,#3,#6	#2,#7	#4	#3,#8	#5	#1	#1,#3,#5	-	-
PCmag ranking	#2,#3,#10	#9	#4,#5,#6	#5,#10	-	#1,#7	#1,#5,#9	#4	-
CNET	-	-	-	#7	#3,#9	#2	#4	#7	#1
Tom's hardware	#1,#3,#7,#9	#2	#4,#6	#4,#8	-	#3,#6,#9	-	-	-

资料来源: PCGamer、PCmag、CNET、Tom's hardware、招银国际证券



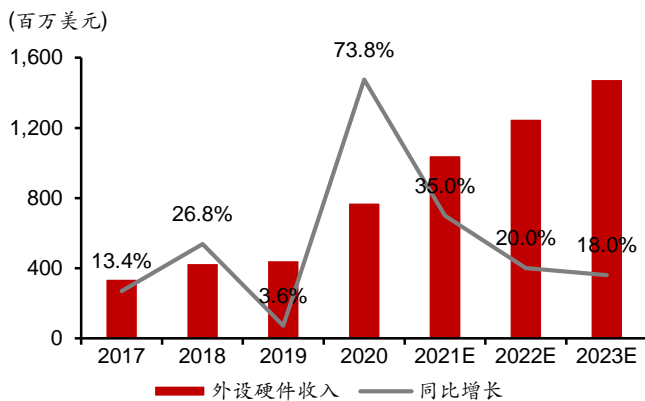
图 18: 雷蛇的系统产品在不同渠道的评选中均名列前茅

	游戏笔记本					游戏台式机 (显卡)
	雷蛇	Acer	MSI	Asus	Allienware/ Dell	雷蛇
产品数量	35	15	54	63	28	2
产品位列名次 (前十名):						
PCGamer	#1	#8	#5	#3, #4, #6	#2	-
PCmag ranking	#10	#1, #4	#6	#3, #8	#2, #7	-
CNET	#1, #5	#3, #8	-	#4, #6	#2	-
Tom's hardware	#3	#5	#1	#2, #7, #8	#4, #6	-
Egpu.io	-	-	-	-	-	#1, #2

资料来源: PCGamer、PCmag、CNET、Tom's hardware、Egpu.io、招银国际证券

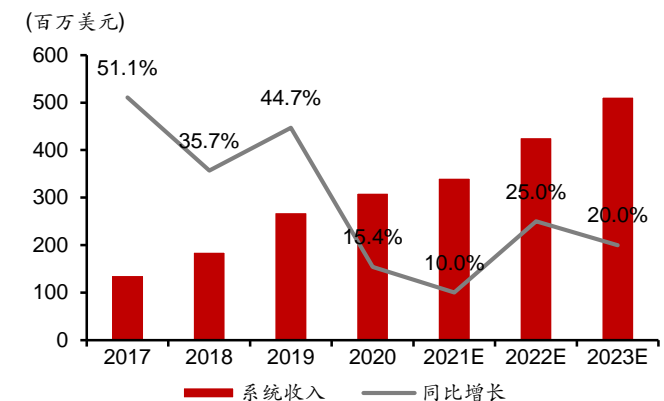
为提升用户体验以及品牌忠诚度，雷蛇打造了全球最大的综合游戏玩家软件平台之一，允许用户进行个性化设置以提升用户体验。自 2012 年，Razer 开始为游戏玩家搭建一系列的软件平台，包括游戏配置平台 Razer Synapse、游戏优化平台 Razer Cortex 和 RGB 灯光系统 Razer Chroma。这些软件平台旨在增强其硬件产品的客户体验，扩大用户群体并提高品牌忠诚度。雷蛇的软件平台目前拥有 1.2 亿名用户（统计数据基于其注册会员数量），同比增长 53.8%。

图 19: 雷蛇外设: 收入复合增长率为 18% (21-24E)



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

图 20: 雷蛇系统: 收入复合增长率为 20% (21-24E)



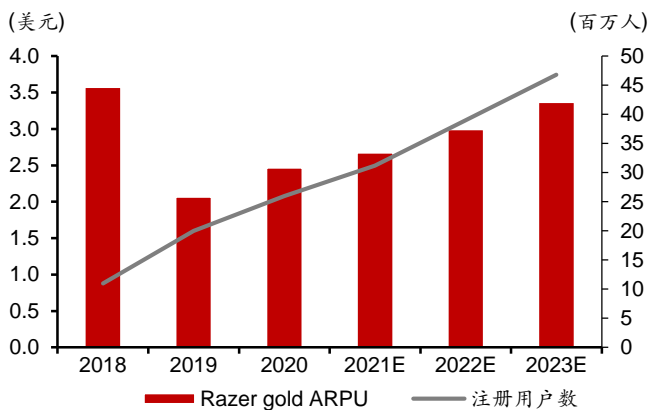
资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

基于强劲的用户忠诚度，雷蛇于2017年开始切入到了支付领域（服务业务），旨在将其软件平台货币化。公司的服务业务主要来自于两大块：Razer Gold 以及 Razer Fintech，目标客户群体为年轻一代、千禧世代以及 Z 世代。2020 财年服务部门收入 1.3 亿美元，同比增长 67%。

其中，Razer Gold 提供虚拟信用积分服务，用于购买游戏、数码娱乐等产品。作为雷蛇的游戏充值平台，Razer Gold 拥有超过 2,600 万的注册用户，同比增长 23.8%。2020 年公司进一步扩张业务版图至中东和北非地区。目前超过 130 个国家的用户可以从 500 多万渠道接触点购买 Razer Gold 虚拟积分，可购买 3.4 万款数码娱乐内容。基于 2020 财年服务部门的数据，该业务的支付总金额（TPV）同比增长 102%，其中东南亚及拉美的是总支付交易规模增长的最要贡献地区。主要的增长驱动因素为广泛的用户群体以及更高的 ARPU。

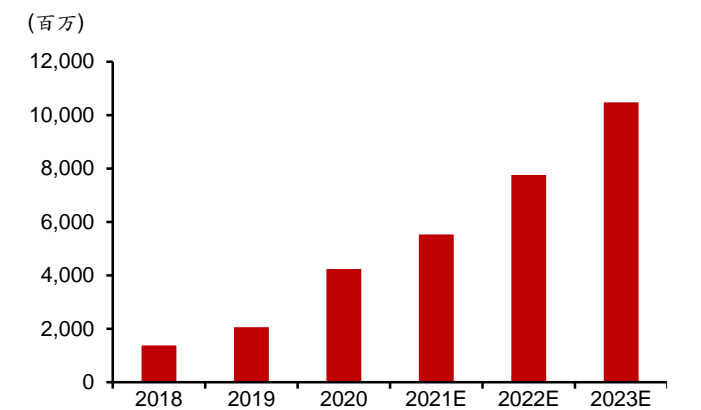
服务部门的另一块业务为 Razer Fintech，在新兴市场提供金融科技服务，是东南亚领先的线下对线上（O2O）电子支付网络之一。受益于疫情推动的宅经济和网络经济的发展，东南亚的商品成交总额预期将于 2025 年增长至 3,090 亿美元。受惠于东南亚电子商贸市场整体增长的推动，雷蛇的 Fintech 业务在 2020 财年的 TPV 增长幅度为 104%，达 43 亿美元，主要增长动力来自新商家入驻，以及疫情期间在线购物和数字娱乐消费激增的推动。

图 21: Razer's gold: 快速增长的用户群体以及更高 ARPU



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

图 22: Razer fintech: 支付总金额的年度复合增长率为 35% (21-24E)



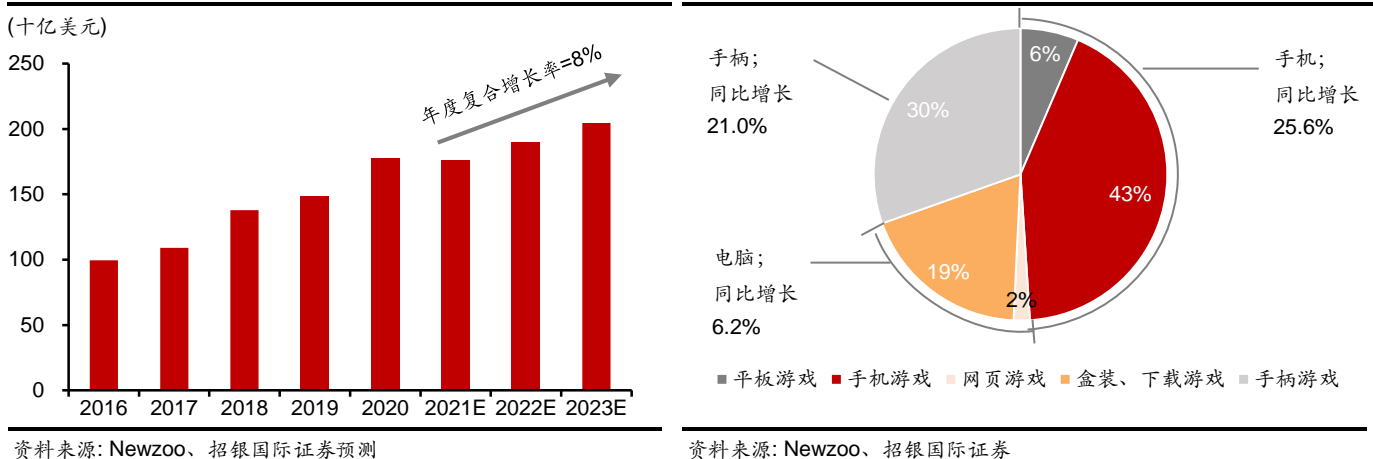
资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

2016 年，雷蛇推出了 zVentures 投资子公司，着眼于众多已经或将会在更大的雷蛇的生态系统中发挥作用的公司，包括先进制造及工程技术、连接装置、电竞、游戏软件技术、机器人、软件及分析以及虚拟及 AR/VR 等领域。关于拓展新领域，雷蛇已过去几年尝试了不同的机会，包括销售雷蛇游戏手机（2017 年第一款机型）和收购 MOL Global（雷蛇的服务业务前身）。不过由于智能手机市场竞争激烈，雷蛇已于 2019 年终止了手机业务。虽然公司在手机市场上失利，但也从侧面反映出公司正在这个瞬息万变的市场中积极寻求下一个业务增长点。

凭借强大的用户忠诚度，雷蛇在快速增长的游戏市场中具有领先优势

雷蛇是全球高性能游戏产品市场的领导者，未来的发展受惠于整个游戏市场的快速增长。基于 Newzoo 的分析，游戏市场 21-24E 年度复合增长率为 8%，市场规模将从 2020 年的 1,770 亿美元达到 2023 年的 2,050 亿美元。2020 年的游戏市场增速为 19.2%，主要受疫情爆发和封锁措施导致的居家经济增长的推动。同年，各游戏子市场（手机/电脑/手柄）收入同比增长 27%/3%/19%，主要归功于 1) 更高的游戏玩家参与度，2) 快速增长的居家经济以及 3) 2020 年底推出的几款新一代的游戏手柄。从细分市场来看，手机游戏（包括平板电脑游戏和智能手机游戏）仍然占据最大的市场份额。盒装/下载电脑游戏的增长（5%）被网页游戏的收入下降（-9%）部分抵消，其中后者的玩家已逐渐转向手机端。随着内容订阅（Xbox Game Pass、索尼的 PlayStation Now）和在线服务（Xbox Live、PlayStation Plus）变得更加重要，手柄游戏现在是第二大细分市场。游戏即服务是支持手柄游戏市场增长的新动力。雷蛇在这三块子市场上，均有提供不同的硬件产品，其中部分产品包括游戏电脑、游戏手柄、应用于手机的游戏控制器等。

图 23: 全球游戏市场预计将在 2023 年可达 2,050 亿美元 图 24: 全球游戏细分市场占比（2020 年）



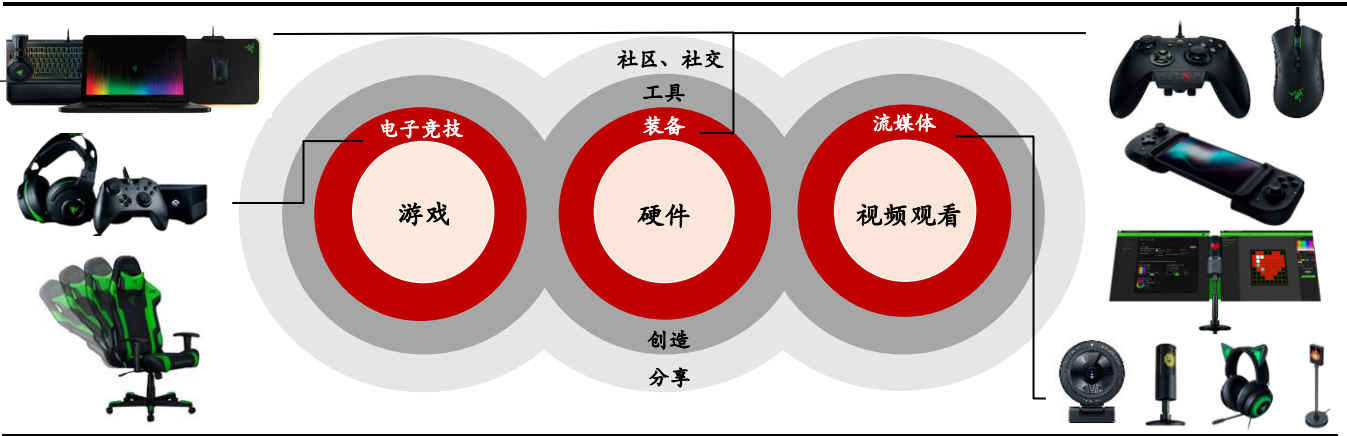
游戏外设硬件的增长（包括鼠标、键盘、耳机、手柄和手机控制器）主要受益于游戏市场的扩张。2020 年是游戏外设硬件市场的标志性年份，市场总收入同比增长 45%，远高于游戏市场的 19%，显现出了更加强劲的玩家参与度。游戏玩家现在不只愿意消费于个人游戏和硬件装备提升体验上，更愿意花费时间观看游戏视频或相关流媒体，并热衷与其他玩家进行社交。从单纯的游戏玩家到游戏视频的观众，再到电子竞技的爱好者，游戏玩家比以往任何时候都展现出更加强烈的参与度。很明显，游戏的未来不仅仅具有娱乐属性，也有社交属性，这也凸显出雷蛇搭建一个完整生态的必要性。

经历了疫情的影响，游戏作为年轻人的社交活动的趋势得到了加强。社交距离的新常态已经导致了一些长期的（如果不是永久的）行为改变。游戏玩家日益增强的参与度（行为习惯的改变）可以从电子竞技市场收入的增长和电竞爱好者数量的增加上得到验证。尽管在 2020 年，电竞市场的收入由于封锁措施导致 1) 电子竞技赛事数量的锐减以及 2) 赞助（电竞市场第一大收入类别）的暂停而减少，电竞市场的总收入仅同比下降 1.1% 至 9.471

亿美元。这主要得益于电子竞技团队被迫寻求其他收入渠道，例如在线流媒体市场的收入增加。虽然这种选择是被动的，但是我们认为这种改变是健康可持续的。

根据 Newzoo 的预测，电子竞技活动将于 2021 年逐渐复苏。预计 2021 年电竞市场收入将达到 11 亿美元，2024 年收入将达到 16 亿美元。同时，电子竞技爱好者和流媒体观众的数量将继续以 9% 的年度复合年增长率增长 (20-24E)。在线观众预计将从 2020 年的 5.0 亿增长到 2023 年的 6.5 亿。随着游戏玩家的参与度、联系度的增强，电竞市场的需求增长预计会持续很长时间。作为高端游戏品牌的领导者，我们相信雷蛇将受益于电竞市场的增长，带动公司硬件部门、以及服务部门 (Razer Gold) 需求的进一步提升。

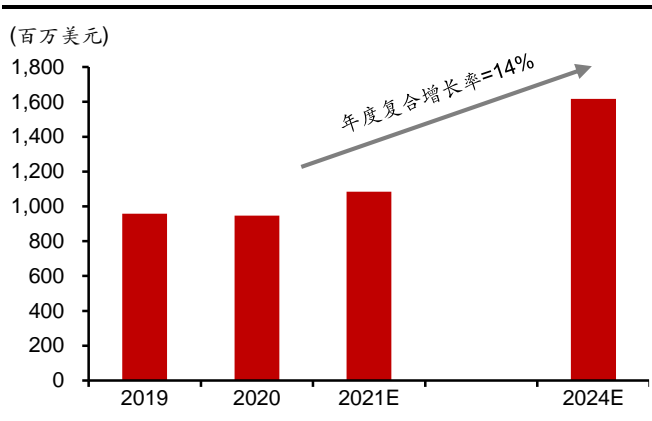
图 25: 雷蛇为游戏、流媒体和电子竞技玩家、观众提供了众多的硬件产品、软件平台以及游戏支付服务



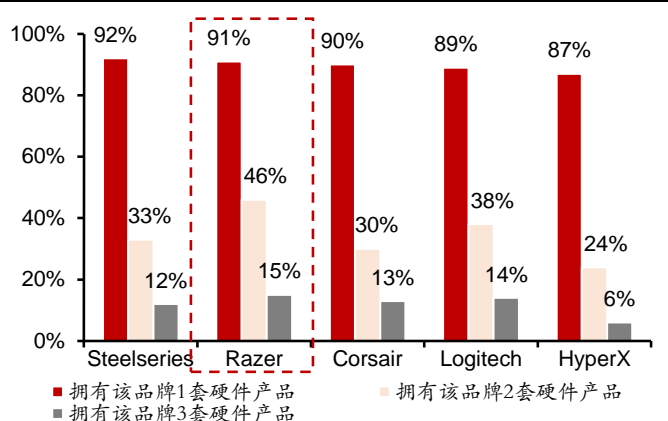
资料来源: 公司数据、Newzoo、招银国际证券

我们看好电子竞技市场前景，尤其是在人口结构相对年轻、目前电竞渗透率较低的新兴市场。例如，东亚、北美和西欧的电子竞技观众渗透率最高，2020 年末人口占比均高于 10%。相比之下，拉丁美洲和东南亚以及中东北非地区只有 7%/5%/4%。这些新兴市场一旦完成网络升级，相信会释放巨大的潜力。

图 26: 全球电子竞技市场将以 14% 的复合年增长率增长 图 27: 玩家硬件装备拥有数量与品牌忠诚度\* (20-24E)



资料来源: Newzoo、招银国际证券预测

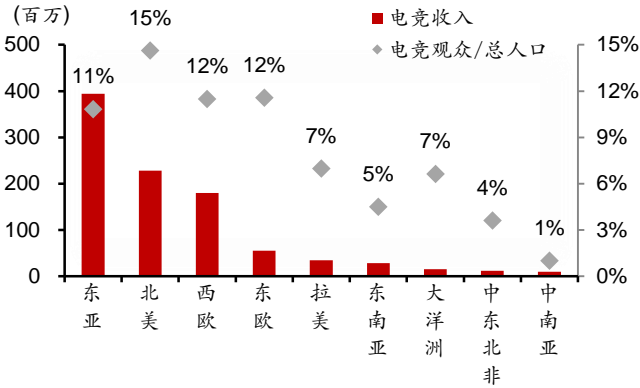


\*品牌忠诚度: 拥有该品牌至少一个关键外设硬件并会再次购买该品牌的核心电脑游戏玩家的比例。

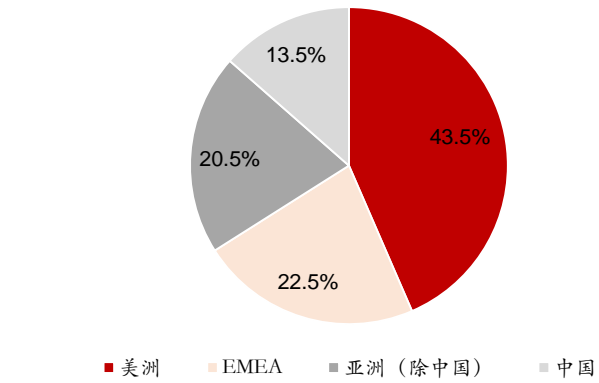
资料来源: Newzoo (2018)、招银国际证券

雷蛇具有较高的品牌忠诚度，在同类游戏硬件厂商中，从一套装备到多套装备的转化率最高（图 27）。这说明雷蛇拥有强大的用户粘性，也是其最宝贵的资产。我们相信雷蛇的成功离不开其从纯粹的游戏外设提供商到可持续的游戏生态系统提供商的转型。这样的改变不仅给了游戏玩家更多的产品选择，也完善了用户体验，最终提升了品牌粘性。

图 28: 随着游戏观众渗透率的提高，电子竞技收入仍有增长空间 图 29: 雷蛇收入按地域划分（2020 年）



资料来源: Newzoo、招银国际证券



资料来源: 公司数据、招银国际证券

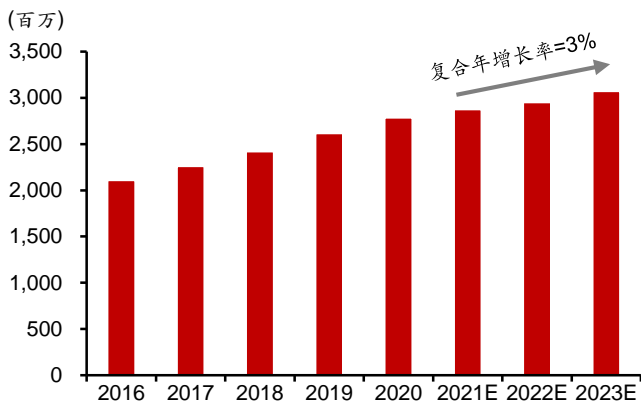


## 后疫情时代：增速缓和但增长仍将继续

2020年无疑是游戏行业重要的一年。但随着疫苗的普及，疫情有望逐渐得到控制。市场开始担忧游戏市场的前景是否依旧光明。我们认为在后疫情时代，游戏相关市场的增速虽不会重复2020年的超高速发展，但增长仍将继续，前景依旧乐观。主要驱动力为1) 庞大的游戏玩家基数，以及在新兴市场的增长潜力；2) 玩家忠诚度的提高带动用户平均支出的上升；3) 网络升级推动云游戏、游戏流媒体、电竞市场的需求增长。

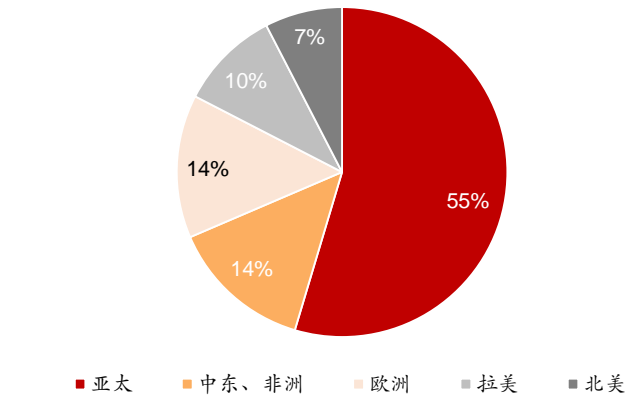
首先，全球玩家群体快速增长，2023年将达到31亿。根据Newzoo的统计，2020年全球玩家数量预计为28亿（同比增长9.2%）。从地域上看，55%的游戏人口位于亚太地区，其次是中东和非洲、欧洲（合计28%）以及美洲（17%）。到2023年，玩家数量将增长至31亿，复合年增长率为3%（21-23E）。我们认为增长动力主要来自东南亚、中东和北非、拉美地区，这得益于这些地区较高的人口增长和互联网普及率的提高。

图 30: 全球游戏玩家将以 3% 的复合年增长率增长



资料来源: Newzoo、招银国际证券预测

图 31: 全球游戏玩家地域划分 (2020年)

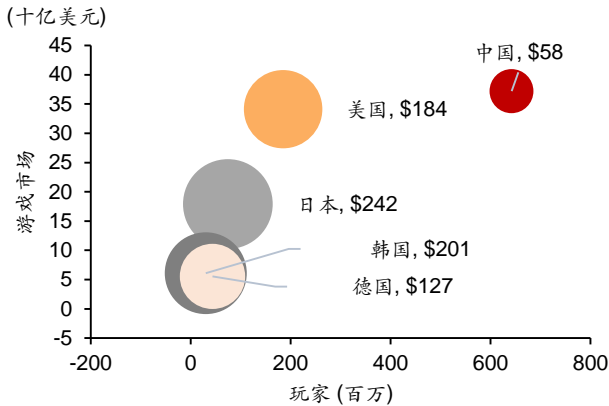


资料来源: Newzoo、招银国际证券

其次，全球游戏市场的另一个增长动力是玩家的平均消费提升。从收入排名前五的游戏市场（中国、美国、日本、韩国、德国）来看，中国的人均消费最低，仅为58美元。相比之下，其他国家的支出则高出一倍多。从区域角度来看，新兴市场的未来GDP增长较高，但个人游戏消费水平较低。例如，拉美、东南亚、中亚地区的每位用户平均支出仅为21美元、17美元以及6美元，而对比北美、大洋洲、西欧、东亚则分别为180美元、127美元、107美元以及81美元。

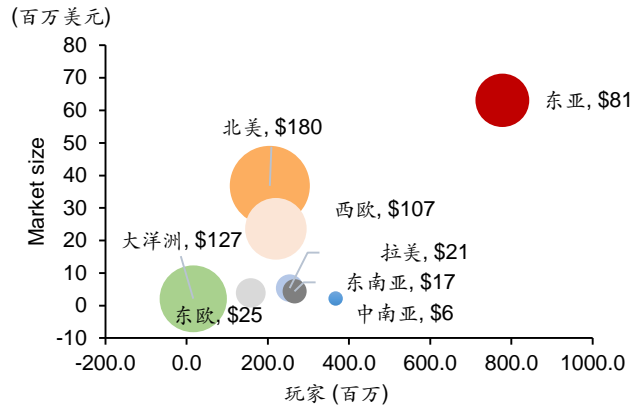
基于国际货币基金组织的预期，2021年东亚和东南亚的实际GDP增长可达6.7%和6.1%，而北美为3.3%。我们预计新兴国家的消费能力将逐渐提升并带动游戏及其周边市场的消费。与其他游戏外设硬件同行相比，雷蛇在全球拥有强大的影响力。公司2020年在美洲/欧洲、中东、非洲/亚太地区（除中国外）/中国的收入占比分别为43.5%/22.5%/20.5%/13.5%。我们认为，雷蛇在东南亚、中东和北非和南美洲等新兴市场的收入将保持较快增长。主要驱动因素包括1) 当地人口基数增长，2) 当地GDP增长和3) 更高的消费者参与度以及更高的互联网渗透率。

**图 32: 2019 年游戏和电子竞技市场的每名玩家平均消费 (前 5 名国家)**



资料来源: Newzoo、招银国际证券

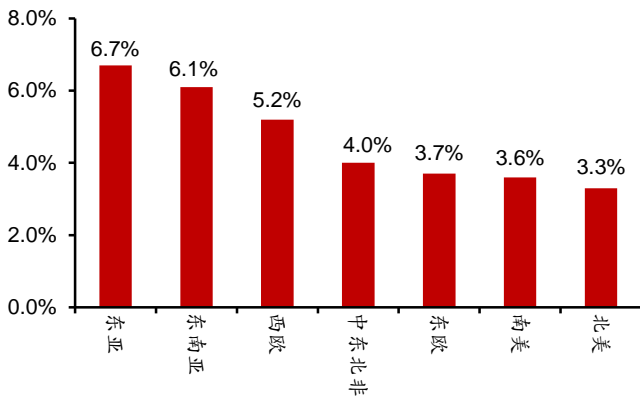
**图 33: 2019 年游戏和电子竞技市场的每名玩家平均消费 (前 8 名地区)**



\*东南亚: 柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国、越南。

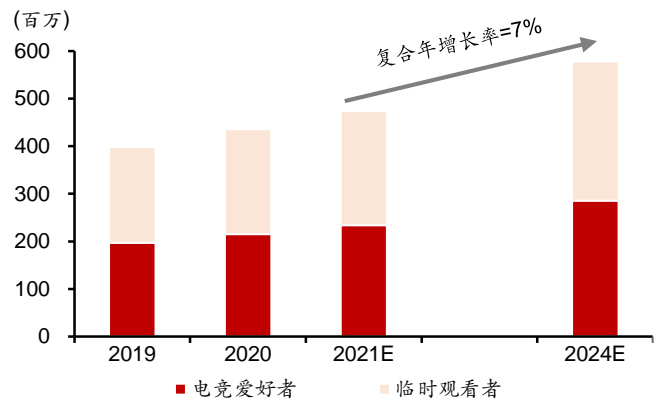
资料来源: Newzoo、招银国际证券

**图 34: 2021 年实际 GDP 预期**



资料来源: IMF、招银国际证券预测

**图 35: 电竞爱好者预复合年增长率为 7% (21-24E) \***

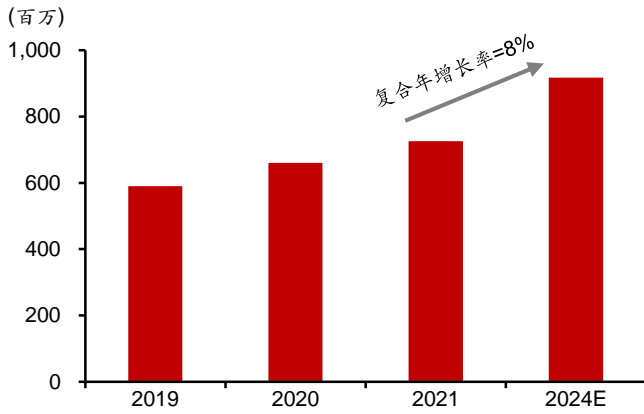


\*电竞爱好者/临时观众: 每月观看专业电子竞技内容多于/少于一次。  
资料来源: Newzoo、招银国际证券预测

最后，网络升级将推动云游戏、游戏流媒体、电竞市场的需求增长。由于游戏玩家的参与度提高，流媒体业务将继续保持强劲增长势头，预计 2021 年同比增长 25.7% 至 2,510 万美元。2020 年，游戏直播观众同比增长 12%，预计 21-24 年预计复合年增长率为 8%。我们相信这将推动对流媒体相关外设硬件的需求，尤其是来自忠实消费者的需求。我们认为雷蛇作为外设硬件会比游戏厂商更具增长优势，因为游戏的热度会随着新内容的蓬勃发展、玩家口味的变化而改变，但对外设硬件的需求将保持相对长期的偏好。

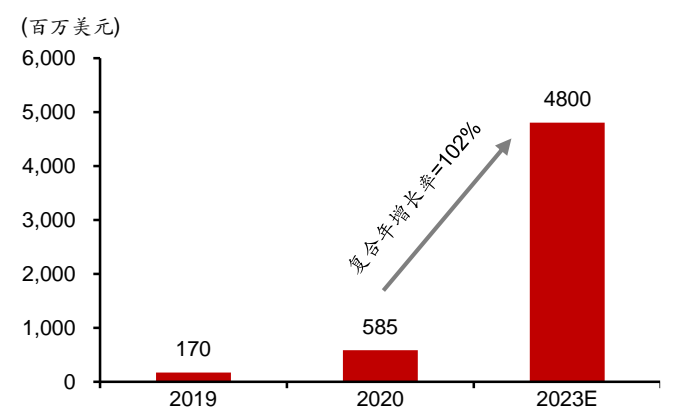
云游戏是游戏硬件（耳机和游戏手柄）需求激增的另一个助推器。2020 年云游戏的市场规模仅为 6 亿美元，但预计到 2023 年将达到 48 亿美元。雷蛇的游戏手柄产品，可与 Xbox、PS4 和 PC 配合使用，并具有一些附加功能，包括照明、额外按钮和自定义设置。

图 36: 游戏直播观众的复合年增长率为 8% (21-24E)



资料来源: Newzoo、招银国际证券预测

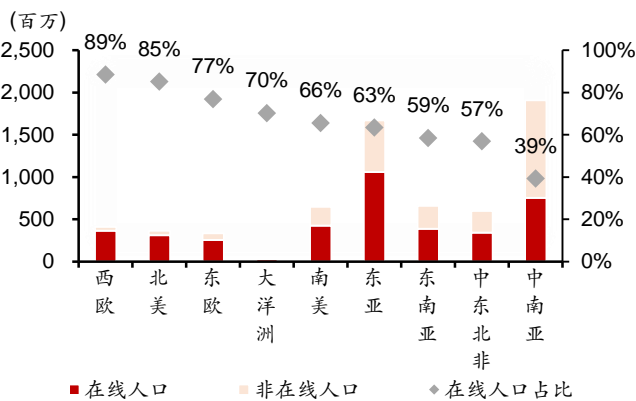
图 37: 云游戏市场的复合年增长率为 102% (20-23E)



资料来源: Newzoo、招银国际证券预测

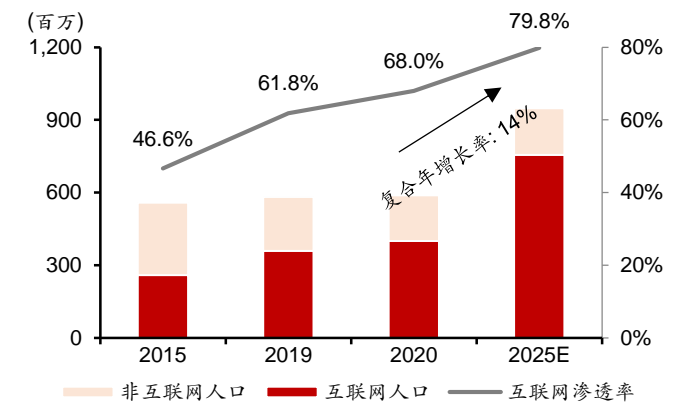
随着 4G、5G 部署在 2021 年逐步恢复, 相信游戏流媒体和云游戏将成为主要受益者。目前, 东亚、东南亚、中东北非、中南亚的在线人口比例分别为 63%/59%/57%和 39%, 而西欧和拉美则高达 89%和 85%。随着网络部署的恢复, 这些新兴市场的互联网渗透率将逐步增长。我们相信在线人口的增多将推动对游戏及其外设硬件市场的需求更上一层楼。

图 38: 2019 年互联网渗透率



资料来源: Newzoo、招银国际证券

图 39: 东南亚的互联网渗透率预计于 2025 年达到 80%



资料来源: Statista、招银国际证券预测

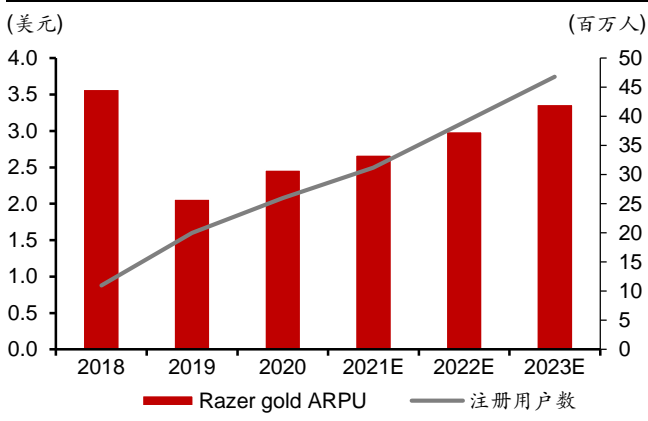
综上所述, 我们预计外设硬件市场的增长将在 2021 年趋于稳定, 这是由于 1) 去年高基数影响以及 2) 随着人们逐渐重返工作岗位而放缓。长期来看, 我们仍然看好游戏硬件行业的发展, 主要基于 1) 庞大的玩家基数以及较高的增长率, 2) 人均游戏消费水平的增长, 尤其是在经济活力更强的新兴市场, 以及 3) 玩家参与度的提高, 这得益于因疫情导致的消费者行为的可持续的转变。我们相信雷蛇是投资者参与快速增长的游戏市场的一个好的方式, 主要基于公司领先的市场地位和高品牌忠诚度, 以及我们对其硬件领域的未来的增长保持乐观的预期。

## 雷蛇的货币化战略：从游戏平台到支付服务

### 从游戏支付场景切入日常支付需求

鉴于雷蛇在游戏市场有很强的品牌号召力，公司已于近几年从游戏支付场景切入日常支付需求。随着电子商务在新兴市场的快速发展，雷蛇将目光投向了游戏以外的更广泛的支付场景需求。2017年，雷蛇推出了 Razer Gold 服务，截止到2020年底该业务已为超过2,600万名用户提供了游戏和数字娱乐的支付服务，并进一步扩张业务版图至中东和北非地区。目前超过130个国家的用户可以从500多万渠道接触点购买 Razer Gold 虚拟积分，可购买3.4万款数码娱乐内容。雷蛇从内容提供商那里获取的费用比例约为20%，低于苹果/谷歌（30%）和第三方安卓应用商店（50%）。基于2020财年服务部门的数据，该业务的支付总金额（TPV）同比增长102%，其中东南亚及拉美的是总支付交易规模增长的最重要贡献地区。

图 40: Razer's gold: 快速增长的用户群体以及更高 ARPU



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

图 41: 雷蛇与主要游戏内容分发服务商对比：仍有增长空间

	Razer Gold	Steam	Epic
			
用户数	2,600 万	12 亿	1.6 亿
收入 (2020)	0.6 亿美元	-	7 亿+美元
ARPU	2.47 美元	-	4.38+美元
第三方内容占比 (%)	100%	-	37%
费用抽成 (%)	~20%	20-30%	12%

资料来源: 公司数据、招银国际证券

虽然 Razer Gold 仅提供购买游戏和数字娱乐内容的支付服务，随着无现金支付在东南亚变得流行，雷蛇在2018年开始布局了更广泛的金融科技业务 Razer Fintech，着眼于新兴市场的支付需求。目前，雷蛇是东南亚领先的在线到离线（O2O）的数字支付网络之一。受益于疫情推动的宅经济和网络经济的发展，东南亚的商品成交总额预期将于2025年增长至3,090亿美元。受惠于东南亚电子商贸市场整体增长的推动，雷蛇的 Fintech 业务在2020年的TPV增长幅度为104%，达43亿美元，主要增长动力来自新商家入驻，以及疫情期间在线购物和数字娱乐消费激增的推动。

Razer Fintech 下有两个服务类别：1) Razer Pay，提供电子钱包服务的 B2C 服务，用户可以通过该应用程序进行支付、转账、购买食物和手机充值（目前仅在马来西亚和新加坡可用）和 2) Razer Merchant Service (RMS)，是东南亚领先的商户服务提供商，提供 B2B 服务（支付网关）。目前，Razer Fintech 的主要收入来自其 RMS 业务（前身是 MOL Global，于2018年4月被雷蛇收购）。

**RMS 业务又分为线下和线上服务：1) 线下支付服务**拥有东南亚最大的线下支付网络。它是 Razer Gold 业务的延伸，在整个东南亚共享 100 万+的实体支付网点。公司提供终端机、POS 系统以及商家支付界面等基础设施和服务，满足消费者的电信、游戏、数字娱乐、账单支付、礼品卡购买的充值需求。支持的电子钱包包括 Razer Pay、Boost、Touch 'n Go、Grab Pay、支付宝、微信支付、MAE 和 Shopee Pay。2) **线上支付服务**主要是支持全球超过 110 种支付方式的支付网关服务，为全球蓝筹商户在东南亚的电子商贸发展提供支持，包括信用卡、借记卡、网上银行、电子钱包和 Razer Cash (O2O) 支付。公司进军东南亚的支付市场是看到了该地区巨大的支付需求潜力，尤其是当地超过 80%的人口没有或者更倾向于使用现金作为支付方式。

图 42: Razer Fintech: 东南亚领先的线上到线下 (O2O) 数字支付网络



资料来源: 公司资料、招银国际证券预测

Razer gold 和 Razer Fintech 都隶属于服务部门。我们相信，通过抓住东南亚的电子支付机会，雷蛇的服务业务有望成为公司的下一个收入驱动力。2020 年，服务部门的净收入同比增长 66.8% 至 1.3 亿美元，毛利率为 43.8%。我们看到 Razer Fintech 正在快速成长，支付总金额同比增长 104%，达 43 亿美元。主要受新商家入驻以及在线购物和数字娱乐消费激增的推动。目前为超过 5 万家商户提供服务，支持 110 多个区域支付选项，并拥有 100 万多个线下受理点（与 Razer Gold 业务共享）。受益于 1) 公司丰富的网点基础设施，2) 较高的用户忠诚度以及 3) 东南亚电子支付市场巨大的发展潜力，雷蛇的服务业务有望成为公司的下一个收入驱动力。



## 东南亚支付市场前景广阔

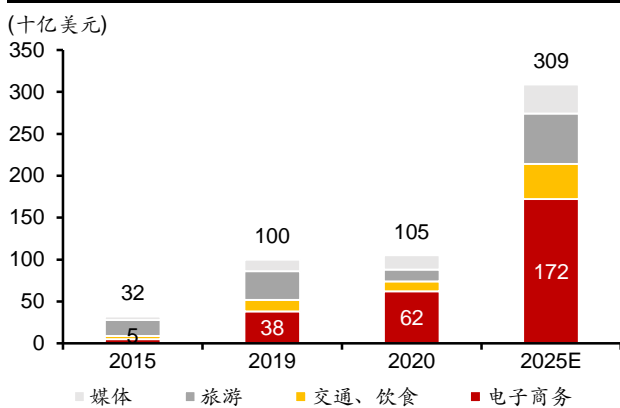
雷蛇最近几年在支付服务领域的布局和扩张将成为新的增长动力。在东南亚，82% 的在线人口为游戏玩家。随着电子商务在新兴市场的快速发展，雷蛇将目光投向了游戏以外的更广阔的电子商务支付领域。我们认为雷蛇此番战略布局是看好未来东南亚地区网络经济的发展：2025 年东南亚互联网经济的商品总价值（GMV）预计可达 3,090 亿美元，5 年复合年增长率为 24%。我们相信互联网销售的强劲增长将推动当地商户和消费者对支付服务的需求。尽管当前东南亚的支付行业高度分散，我们认为未来行业会经历一系列整合，消费者最终会选择可以提供多种产品和服务的支付提供商，而不仅仅是与游戏或娱乐相关的产品或服务。所以我们看好雷蛇在支付领域的布局，相信该业务有望成为公司新的增长动力。

在东南亚，82% 的互联网用户是游戏玩家。2025 年东南亚互联网经济的商品总价值（GMV）预计可达 3,090 亿美元，5 年复合年增长率为 24%。其中，50% 以上的贡献来自电子商务活动。去年超过三分之一的在线交易是由新购物者产生的，其中 80% 的人有意愿继续选择在线购买的方式。

东南亚电子商务的繁荣促进了提升了数字支付服务的渗透率。这种数字支付服务具有更高的用户粘性，我们相信非接触式支付的用户偏好的转变将会继续。谷歌、淡马锡的报告中指出，东南亚的数字支付市场将快速发展，数字支付总交易额（GTV）预计将在 2025 年达到 12 亿美元。

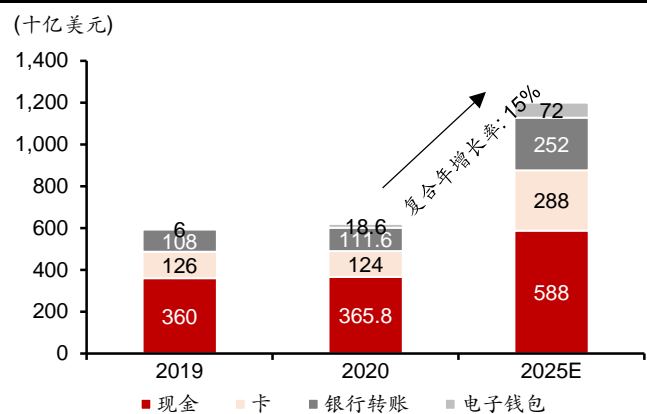
电子商务的强劲增长将推动对支付服务的需求。尽管目前东南亚的支付行业高度分散，未来预计会有更多的行业整合。无论是消费者还是商家，最终都会选择能够提供更多支付服务的服务商，而不仅仅是游戏或娱乐相关的产品或服务。

图 43: 东南亚互联网经济 GMV 将于 2025 年达到 3,090 亿美元



资料来源: 谷歌、淡马锡、招银国际证券预测

图 44: 东南亚的数字支付市场复合年增长率达 15% (20-25E)



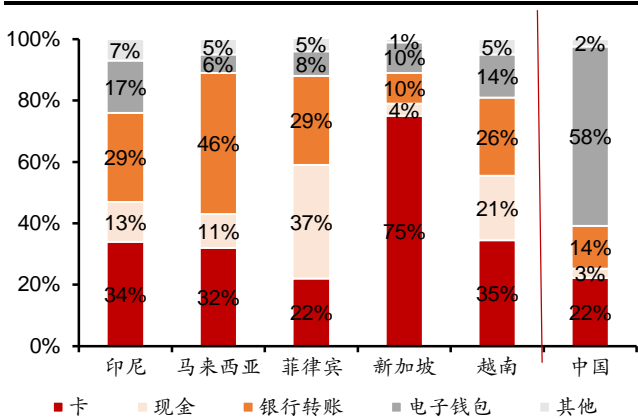
资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

东南亚市场（包括印度尼西亚、泰国、新加坡、菲律宾、马来西亚和越南）的电子商务正在经历快速增长。主要得益于 1) 人口基数大（2020 年末拥有近 6 亿人口），人口结构年轻化，接受电子商务和在线支付的意愿高，2) 经济增长快（2021 年东南亚的整体 GDP 增长预期达到 5.1%，4G、5G 网络升级以及智能手机普及率提高。

目前，东南亚国家仍依赖现金支付，约有 50% 的人口没有银行账户。但经历电子商务的飞速发展以及疫情期间非接触式支付的需求增长，无现金支付的参与度变得越来越高。数字支付加速的驱动因素包括：1) 中国游客的无现金支付习惯带来了溢出效应，东南亚本地商户希望吸引更多的中国游客而寻求电子支付方式；2) 中国国内的数字支付提供商（如支付宝和微信支付）推动了跨境交易规模和 3) 疫情促进了电子商务和非接触式支付方式的广泛使用。

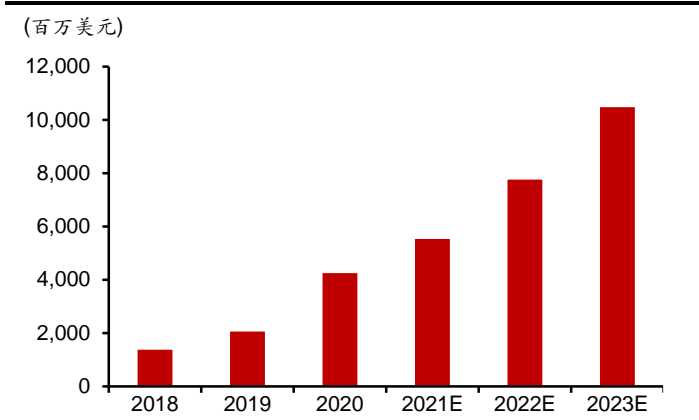
我们估计雷蛇的金融科技业务的复合年增长率为 35% (21-24E)，这主要得益于电子商务的强劲增长和东南亚地区无现金支付采用率的提高。雷蛇从游戏支付市场开始，共享其现有的基础设施和人员、渠道，切入到其他支付应用场景，积极寻求为其客户提供更全面的服 务，并将公司宝贵资产（品牌、用户基数以及忠实度）创造出更高的价值。

图 45: 东南亚与中国的数字支付方式对比：仍有增长空间



资料来源: PPRO、J.P.Morgan、Edgar、Dunn & Co.、WPL、招银国际证券

图 46: Razer fintech: 支付总金额的复合年增长率为 35% (21-24E)



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

## 雷蛇在东南亚支付市场的机遇与挑战

存在交易需求，就有支付需求。东南亚的支付市场因其 1) 庞大的人口基数，2) 快速增长的经济和 3) 看似可复制的商业模式（类比中国）而前景光明。东南亚支付市场的巨大潜力引起了美国、欧洲以及亚洲的金融科技公司的关注。Dealroom 指出，目前东南亚科技生态系统的总估值为 1,080 亿美元，其中受到资本支持的金融科技类的初创公司数量最多。东南亚金融科技市场的前景一片光明。

然而，当前支付市场是高度分散的。主要因为各个国家 1) 文化、语言、宗教等差异；2) 基础设施投资不足，网络不稳定，物流成本高；3) 金融科技服务的相关政策、法规、许可和牌照要求不同。这些驱动因素增加了国际或区域参与者的市场整合难度，但这也为雷蛇在东南亚市场获得更多的市场份额赢得了时间。

### 电子钱包解决方案

Razer pay 是一种 B2C 电子钱包解决方案，面向年轻人和千禧一代。目前该应用可以使用的国家是马来西亚和新加坡。马来西亚现时有多位电子钱包牌照持有人，包括 6 家银行和 48 家非银行发行人。除了 Razer Pay，当地其他流行的电子钱包包括 Boost、GrabPay、Touch'n Go、Lazada Wallet、ShopeePay。我们发现大多数知名的电子钱包都是基于高用户粘性的基础上发展起来的，首先通过单一支付场景，例如拼车、送货和购物，后续切入其他的支付场景。作为一家以游戏玩家为核心资产的公司，我们相信雷蛇在支付市场可以凭借公司的品牌知名度以及较高的用户忠诚度有自己独特的切入角度，但无容忽视的是竞争仍然激烈。

我们预计未来东南亚的电子钱包行业将经历整合，同时新的初创企业也将迎来蓬勃发展。短期来看，东南亚的电子钱包行业仍将保持拥挤。从长远来看，我们预计具有更强国际影响力、提供更全面解决方案的支付服务商将取得更多的份额，主要因为 1) 更多的线上交易需要跨境支付（例如，马来西亚：40%）；2) 用户偏好便捷的、功能全面的超级应用程序；3) 数字银行牌照的获得难度加大以及更强的金融监管。

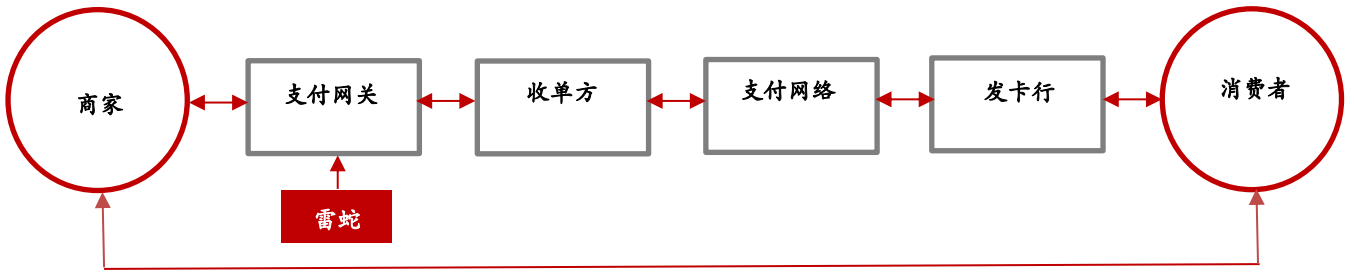
对于雷蛇，我们认为它在这个电子钱包行业处于有利地位，因为 1) 其客户已然都是互联网用户；2) 基于游戏相关的支付场景的使用频次高、用户忠诚度高以及 3) 其 Razer Gold 业务可以提供具有协同作用的基础设施来进一步支持 Razer Pay 业务。尽管雷蛇未能在新加坡获批数字银行牌照，公司已将目光投向了该地区的其他国家。我们会紧密关注公司在马来西亚（22 年第一季度）和其他东南亚国家的数字银行牌照申请和颁发情况。

### 支付网关解决方案

除了电子钱包外，雷蛇还提供支付网关服务以支持商家的支付需求。在支付交易环节中会涉及多个参与方，包括商家、支付网关服务商、风险管理服务商、收单方、支付网络和发行方。Razer Fintech 的 RMS 服务支持全球众多知名的互联网品牌，如 Lazada、Shopee、淘宝、谷歌和 Facebook。公司在为拥有高销售额的商家提供可靠的基础设施方面有着良好的服务记录。公司还提供有虚拟终端应用程序，接受多种支付渠道和支付方式，包括信用卡、借记卡、带二维码扫描的电子钱包（Razer Pay、支付宝、微信支付、Touch'n Go、

Boost、Maybank Pay、Grab Pay)、网上银行、通过支付链接支付账单(7-11的额外现金支付)等。

图 47: 雷蛇现在是东南亚地区领先的支付网关服务提供商之一








资料来源: 公司资料、招银国际证券

在支付环节中，支付网关是一种帮助商家发起和保护支付安全的技术服务，需要在同一个系统下连接不同的收单银行并接纳不同的支付方式。这块市场目前高度分散，许多金融科技只提供支付网关服务。缺乏行业整合的原因是许多网关技术仍然基于商家的旧的基础设施(网页界面等)，商家会因转换供应商的成本高昂且麻烦而选择继续使用原有的服务。然而，我们确实看到了近年来支付行业有整合的趋势：国际参与者正在积极拓展市场，并提供更多环节的支付服务。我们相信这一趋势将继续，因为一个支付平台的便利、流畅的交易体验、更好的风险管理和更高的授权率将会推动商家的销售增长并降低支付安全风险。

雷蛇目前将自己定位为于东南亚提供网关服务的区域性参与者。鉴于接下来几年东南亚市场的交易量增长强劲，以及公司在本地化方面的优势，我们对雷蛇的网关服务持乐观态度。当然潜在的风险也在于越来越多的国际参与者将业务扩展到该地区，我们预计未来市场竞争将更加激烈。

图 48: 马来西亚的在线支付网关服务提供商服务对比

	Razer Fintech		eGHL	iPay88	Paypal	Stripe	
							
全球/区域服务商	区域		区域	区域	全球	全球	
服务类型	Lite	Premium	-	SOHO	SME	-	-
初始费用	RM499	RM400	RM499	RM499	RM400	免除	免除
年费	RM99	RM249	RM25 或根据交易量予以免除	免除	RM500 (只第一年)	免除	免除
交易费 (每次交易收费)	~3.8%	~3%	~2.5%-3.5%	~3.5%	~2.5%-2.9%	~3.9%-4.4%	~3.0%
支持货币	马来西亚令吉 (RM)	马来西亚令吉 (RM)	多种	马来西亚令吉 (RM)	马来西亚令吉 (RM)	多种	多种

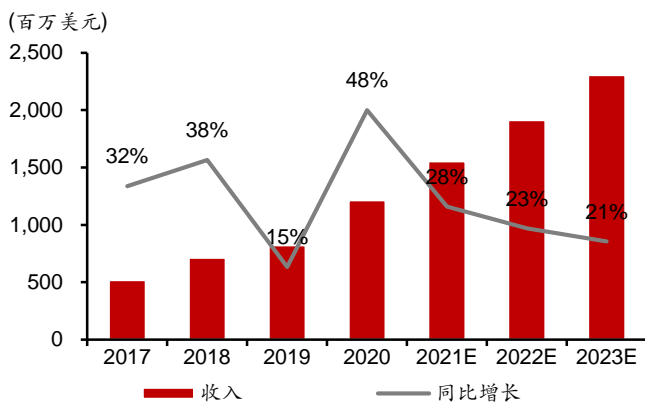
资料来源: 公司资料、Sitegiant、招银国际证券

## 预期盈利能力持续改善

### 2020：收入显著增长且首次实现盈亏平衡

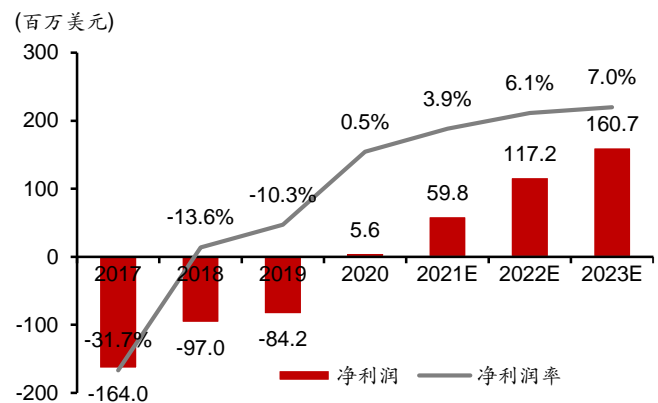
雷蛇在 2020 年实现了非常亮眼的业绩，各部门业务都有不错的增长。雷蛇 20 财年的收入/毛利为 12.2 亿美元/2.7 亿美元（同比增长 48%/61%），主要驱动因素为 1) 来自硬件部门的强劲需求和市场份额的增长以及 2) 受惠于居家经济的强劲驱动带来的服务部门的市场拓展以及支付总金额的增长。基于 1) 收入端的增长，2) 高毛利部门（服务）的占比增加以及 3) 运营开支的更好控制，雷蛇于 2020 财年首次实现盈利，净利润为 560 万美元（2019 财年：-8,420 万美元）。展望未来，我们估计雷蛇将在 21-24 财年实现 20%/50% 的收入/净利润的年度复合增长率。

图 49: 雷蛇：公司收入复合增长率为 20% (21-24E)



资料来源：公司数据、招银国际证券预测

图 50: 雷蛇：公司净利润复合增长率为 50% (21-24E)



资料来源：公司数据、招银国际证券预测

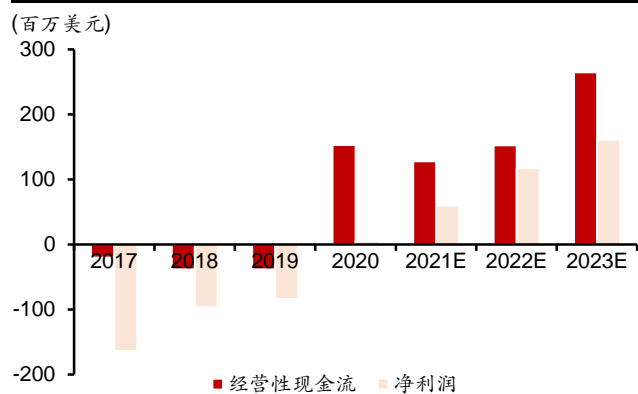
从收入层面看，外设硬件部门仍然是最大的部门，2020 财年收入达到 7.7 亿美元（同比 73.8%）。其次是系统部门，收入达到 3.1 亿美元（同比增长 15.4%）。硬件业务（外设+系统）占 2020 财年总收入的 89%。同时，服务部门以 130% 的复合年增长率从 1,100 万美元增长至 1.3 亿美元（FY17-20）。其中，Razer Gold 和 Fintech 的支付总金额同比增长 102%/104%。按地域划分，雷蛇与其游戏硬件同行相比拥有较强的国际影响力，其中美国占到了总收入的 43.5%。

截止到 2020 年末，公司没有债务并持有超过 6 亿美元的现金。2020 财年，雷蛇报告了 1.5 亿美元的经营现金流（2019 财年为 -3,900 万美元），现金循环周期为负。我们相信雷蛇的财务状况非常健康，公司能够凭借如此强劲的财务状况抓住未来的机会。管理层表示，未来资本部署包括 1) 新硬件的研发和新服务的开发，2) 持续的股份回购和 3) 投资和并购活动。其中，2020 财年研发费用率为 4.4%，我们预计在未来几年里它将保持类似的比率。

从 2020 年年初开始，公司进行了较多的股票回购，以年初至今共回购了 3.1 亿港元的股票，平均回购价格为 2.67 港元（2019 财年为 104 亿港元@2.00 港元）。我们认为回购主要用于员工激励计划。

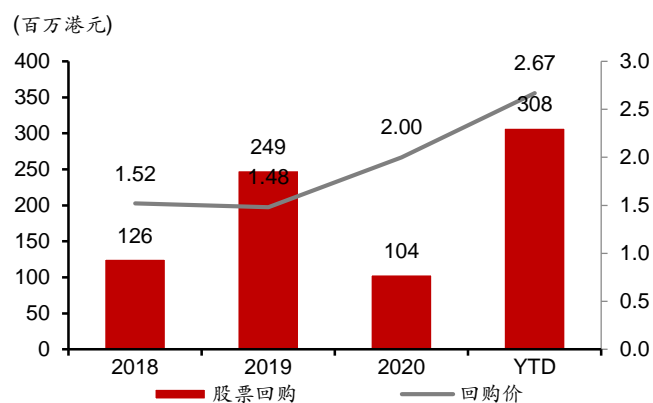


图 51: 经营性现金流、净利润于 2020 年转正



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

图 52: 年初至今公司股票回购价位 2.67 港元



资料来源: 公司数据、招银国际证券

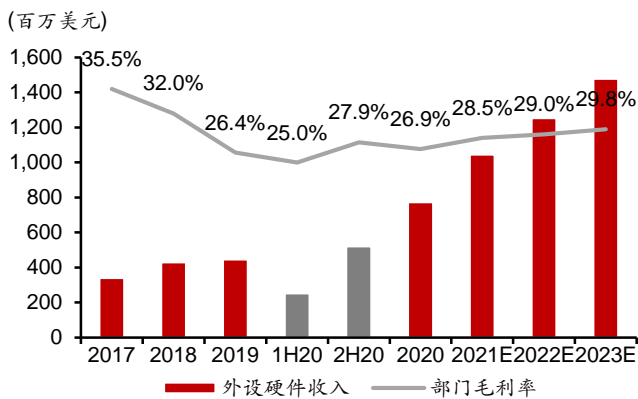
## 各项业务（外设硬件、系统、服务）增长强劲

外设硬件部门在 2020 财年实现了 73.8% 的同比增长，这主要是受疫情期间游戏硬件需求增长的推动。我们相信 2021 年雷蛇依旧可以带来不错的业绩增长，尤其是在上半年。从同业表现来看，Corsair 公布了强劲的 2021 年一季度收入，外设硬件部门同比增长 71.6%（即使基于去年四季度的高基数，环比增长仍接近-4.8%）。不过对于 2021 年下半年，我们预计收入增速将放缓，主要由于基于以下考虑：1) 2020 年下半年的高基数和 2) 由于疫苗的幫助，人们重返工作岗位。

作为游戏硬件行业的全球领导者，雷蛇 2020 财年销售额的 89% 来自硬件业务，包括外围设备和系统（收入比例为 71%/29%）两大块。硬件部门收入同比大幅增长 51.8%，在 2020 年突破 10 亿美元大关。除了硬件产品，雷蛇为了提升用户体验和品牌忠诚度，还打造了全球最大的综合游戏软件平台。该平台在 2020 年末拥有超过 1.2 亿名客户（统计基于注册会员数），同比增长 54%。受益于硬件+软件平台带来的高用户粘性，雷蛇将公司软件平台货币化，发展了服务（支付）业务。

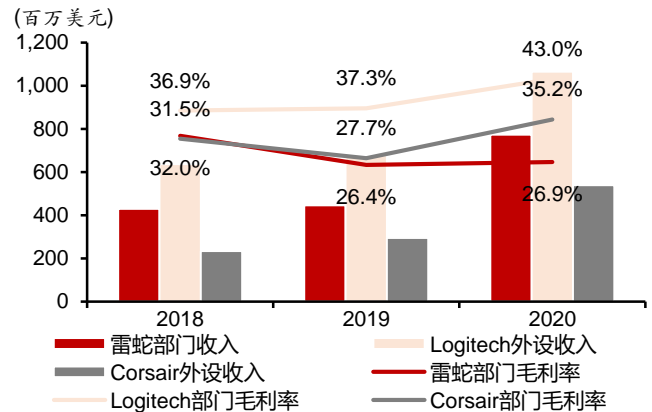
外设硬件部门的毛利率在之前几个季度有所下降，主要由于 1) 产品组合转向利润率较低的产品，2) 产品和渠道的投资以及 3) 2020 年上半年因疫情导致运费的提高。但我们看到公司 2020 年下半年的毛利率已经在恢复，提高至 27.9%（1H20 为 25.5%）。我们预计毛利率将在接下来的几个季度继续回升，主要因为 1) 随着玩家参与度的增加，硬件消费的支出也将提高；2) 随着雷蛇每年推出更多高毛利的新产品，整体毛利率将得到改善。

图 53: 自 2H20 以来外设硬件毛利率正在回升



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

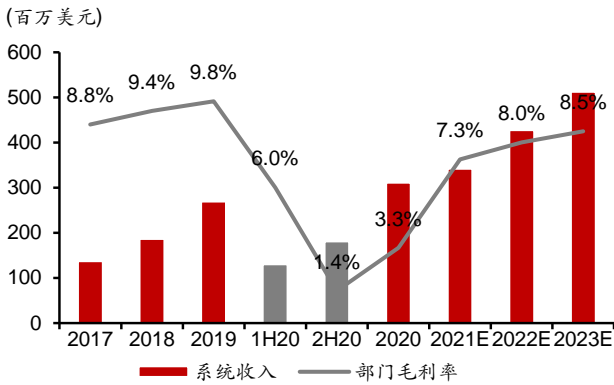
图 54: 外设硬件同行对比 (2018-2020)



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测  
\*收入、毛利率基于外设硬件部门数据。

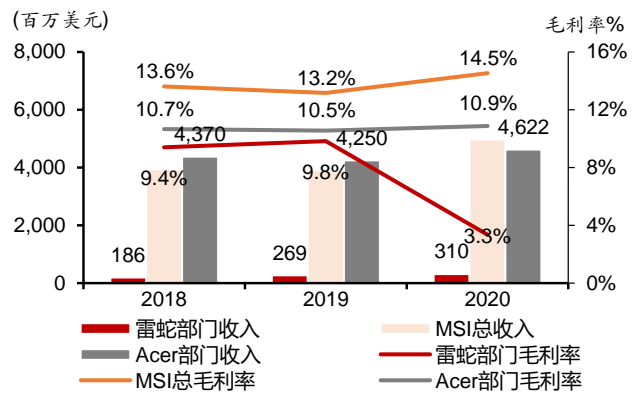
系统部门收入在 2020 财年同比增长 15.4%，主要受益于新一代产品的发售。据 Canalsys 称，尽管受到组件短缺的影响，2020 年电脑行业全球市场增长迅猛，预计电脑市场将在 2021 年继续保持 8% 的增长率。2020 年部门毛利率有所下降，主要原因是由于下半年的 930 万美元一次性零部件核销和促销活动所致。剔除此非经常性核销的影响，2020 年下半年的利润率为 6.6%。我们预计该部门的利润率将在规模经济的影响下逐步回升，但部门增长有可能被零部件短缺所抵消。

图 55: 毛利率因规模经济的利好而回升



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

图 56: 系统同行对比 (2018-2020)

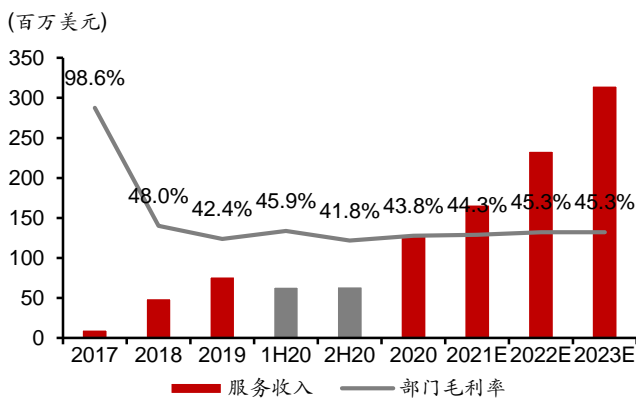


资料来源: 公司数据、招银国际证券预测  
\*收入、毛利率基于系统部门数据 (MSI 除外)。

综上所述，我们相信雷蛇的硬件类产品将继续保持良好的增长，因为未来几年疫情仍将影响我们的生活。虽然一旦人们重返工作岗位，游戏市场的增长可能会放缓，但整体游戏市场将继续扩大，基于以下几点考虑：1) 玩家基数的增加，网络连接改善，智能手机普及率不断提高；2) 更高的玩家参与度和3) 游戏作为后疫情时代社交活动的新渠道。

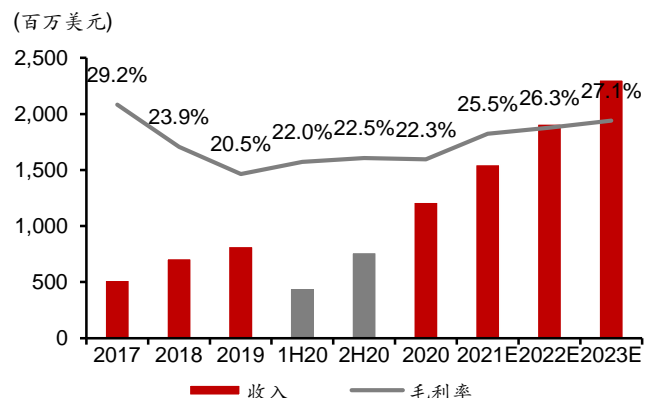
对于服务部门，Razer Gold 以及 Razer Fintech 的业务占比为 50%/50%。该部门的高毛利率提高了公司整体的毛利率水平。预期 Razer Gold 将成为游戏市场扩张的主要受益者，而 Razer Fintech 将享受电子商务市场的东风。我们看好雷蛇服务部门的业务前景，主要因为 1) 游戏市场的持续增长；2) 游戏内收入的更强劲增长 (~74%) 增加了交易、支付频次并提高了对可以访问各种游戏、娱乐内容平台的粘性以及 3) 电子化支付渗透率的提高。

图 57: 服务部门较公司硬件类部门毛利率高



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

图 58: 公司整体毛利率得益于服务业务的高毛利率得到改善



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

## 近况更新

### ESG 举措

近年来，雷蛇专注于环境的可持续发展，在 ESG 方面下了很多功夫。1) **绿色组织**：雷蛇承诺到 2025 年使用 100% 可再生能源运营，到 2030 年成为碳中和组织。2) **绿色产品**：与全球分销商、零售商和电子零售商共同合作，公司产品到 2025 年可以回收利用，到 2030 年，所有产品都将使用回收或可回收材料。同时，所有新产品都将使用 FSC 认证、可生物降解和环保的包装，并按照最佳行业标准和实践制造。3) **绿色投资**：雷蛇还通过 zVentures 设立了一个 5,000 万美元的基金，投资于可再生能源、碳和塑料领域的初创公司。

我们认为这些举措将有利于公司的长期成长：1) 随着青年、千禧一代和 Z 世代越来越关注环境可持续性，这些举措可以增加品牌忠实度，2) 投资者对 ESG 主题的兴趣日益浓厚。根据晨星的数据，可持续资金投资在 2019 年增加了 4 倍至 214 亿美元，并在 2020 年达到 511 亿美元。我们认为对 ESG 的偏好将增强消费者的忠诚度并在未来吸引更多投资者。

### 现在购买，稍后付款 (“BNPL”)

Razer Fintech 和总部位于新加坡的 BNPL 服务提供商 Rely 联合宣布建立合作伙伴关系，目标在东南亚地区向在 Razer Merchant Services (RMS) 内注册的商家提供 BNPL 服务。通过此次合作，雷蛇将可以为其客户提供免息 BNPL 支付方案。

当前，BNPL 在欧洲受到欢迎，并在美国越来越受欢迎。BNPL 服务商为其客户提供稍后付款的选项，将账单成分期付款，并向他们收取较低的利息或零利息。BNPL 服务的主要提供商是 Klarna、Clearpay、Laybuy、Affirm、Paypal 等。据美国银行估计，到 2025 年，BNPL 市场可能增长 10-15 倍，每年处理高达 6500 亿至 1 万亿美元的交易。

我们认为新增的 BNPL 功能将有助于雷蛇提高其支付服务的竞争力，预计这项服务将受到商家和客户的欢迎。提供 BNPL 解决方案，雷蛇将帮助其商家提高销售转化率，并最大限度地减少精打细算的客户放弃购物车内产品结账的机率。

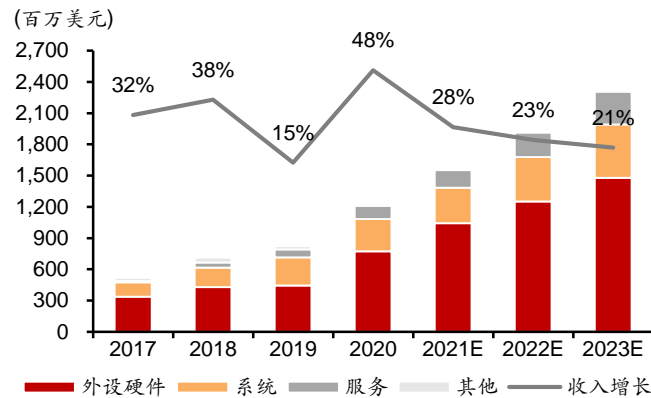
## 财务分析

预期雷蛇将在 21-24 财年实现 20%/50% 的收入/净利润的复合年增长率

我们估计 21E/22E 的公司收入将同比增长 28%/23%，主要受以下因素推动：1) 游戏市场增长带动游外设硬件市场的增长，2) 雷蛇的品牌知名度和其较高的客户粘性以及 3) 近期公司在支付领域的扩张有望成为未来增长的新动力。

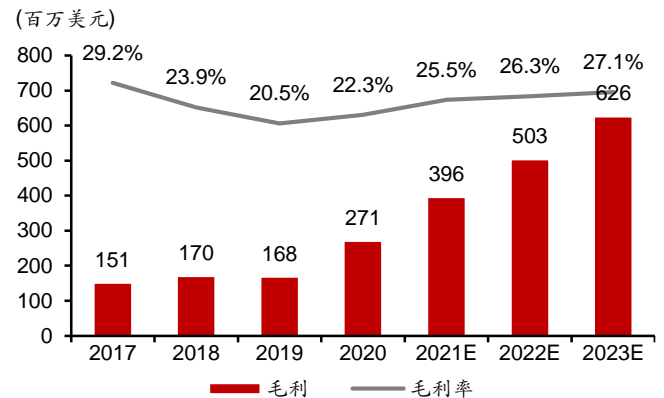
2020 年对游戏相关行业来说是标志性的一年，经历了高速增长。我们预计外设硬件收入将在 2021 年企稳，原因是 1) 去年的高基数影响以及 2) 人们逐步重返工作岗位导致增速放缓。但长期来看，我们对雷蛇的硬件业务保持乐观，因为 1) 庞大的玩家基数以及高增长率，2) 更强劲的玩家参与度提升忠实玩家的人均消费水平以及 3) 新兴市场的强劲发展。

图 59: 收入预测



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

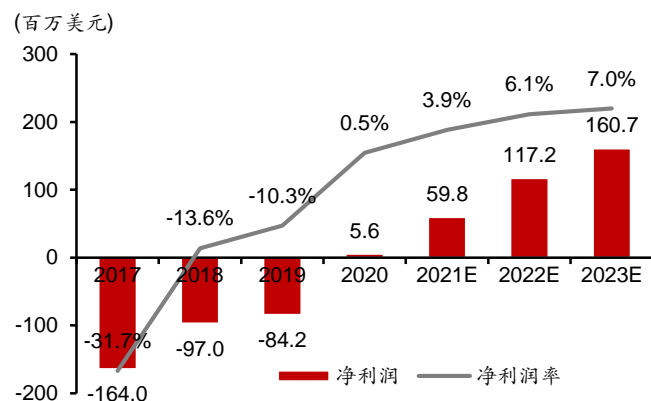
图 60: 毛利及毛利率预测



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

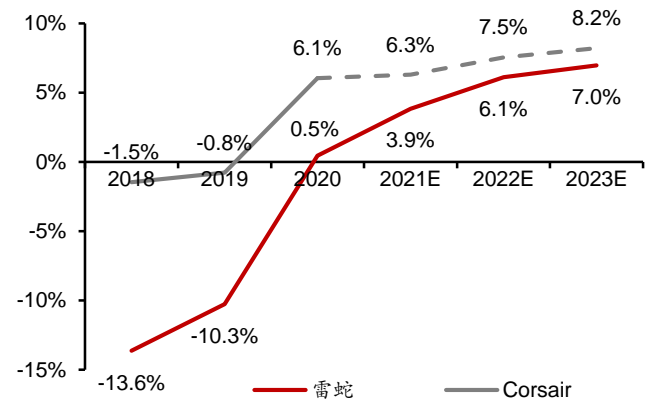
2021 年，我们预计净利润将随着营业利润率的提升而继续改善。Corsair 是雷蛇游戏外设硬件同行之一，公司在 2019 年下半年实现盈利。其净利润率从 2019 年第三季度的 0.5% 增长至 21 年第一季度的 8.8%。鉴于雷蛇的业务更加多元化、全球化，我们预计雷蛇的盈利能力也将持续改善。

图 61: 净利润及净利润率的预测



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

图 62: 预计雷蛇将会和 Corsair 一样在扭亏为盈后实现利润率的持续改善



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测



图 63: 主要假设

百万美元	FY19	FY20	1H21E	2H21E	FY21E	FY22E	FY23E
游戏外设硬件	445	773	522	522	1,044	1,253	1,478
...同比增长	4%	74%	107%	0%	35%	20%	18%
系统	269	310	154	188	342	427	512
...同比增长	45%	15%	18%	4%	10%	25%	20%
服务	77	128	83	83	167	234	315
...同比增长	55%	67%	30%	30%	30%	40%	35%
其他	30	2	0	0	0	0	0
...同比增长	-37%	-92%	-	-	-	-	-
<b>收入总计</b>	<b>821</b>	<b>1,215</b>	<b>759</b>	<b>793</b>	<b>1,552</b>	<b>1,913</b>	<b>2,306</b>
...同比增长	15%	48%	70%	3%	28%	23%	21%
<b>毛利率</b>							
游戏外设硬件	26.4%	26.9%	28.0%	29.0%	28.5%	29.0%	29.8%
系统	9.8%	3.3%	7.0%	7.5%	7.3%	8.0%	8.5%
服务	42.4%	43.8%	44.2%	44.3%	44.3%	45.3%	45.3%
其他	-28.6%	-153.7%	-	-	-	-	-
<b>毛利总计</b>	<b>20.5%</b>	<b>22.3%</b>	<b>25.5%</b>	<b>25.5%</b>	<b>25.5%</b>	<b>26.3%</b>	<b>27.1%</b>

资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

图 64: 盈利预测

百万美元	FY19	FY20	1H21E	2H21E	FY21E	FY22E	FY23E
收入	821	1,215	759	793	1,552	1,913	2,306
...同比增长	15.2%	48.0%	69.6%	3.4%	27.8%	23.3%	20.5%
毛利	168	271	194	202	396	503	626
毛利率 (%)	20.5%	22.3%	25.5%	25.5%	25.5%	26.3%	27.1%
销售及行政开支	(202)	(213)	(131)	(133)	(264)	(297)	(348)
...占收入%	-24.6%	-17.5%	-17.3%	-16.8%	-17.0%	-15.5%	-15.1%
研发开支	(52)	(54)	(34)	(36)	(70)	(73)	(92)
...占收入%	-6.4%	-4.4%	-4.5%	-4.5%	-4.5%	-3.8%	-4.0%
营业收入	(96)	(7)	29	34	62	134	186
营业利润率 (%)	-11.7%	-0.6%	3.8%	4.2%	4.0%	7.0%	8.0%
...同比增长	-3.8%	-92.7%	N/A	236.9%	-994.2%	114.7%	38.6%
净利润	(84)	6	28	31	60	117	161
净利润率 (%)	-10.3%	0.5%	3.7%	4.0%	3.9%	6.1%	7.0%
...同比增长	-13.2%	-106.7%	N/A	36.9%	963.6%	95.9%	37.0%

资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

## 招銀预测与市场一致预期比较

我们认为，雷蛇是可以获得游戏相关市场快速增长红利的投资标的之一。预计到2023年游戏市场总值将达到2,050亿美元。游戏外设硬件市场（包括耳机、鼠标、键盘和手柄）肯定会受益于未来游戏市场的强劲扩张。但长期来看，我们对雷蛇的硬件业务保持乐观，因为1) 庞大的玩家基数以及高增长率，2) 更强劲的玩家参与度带动忠实玩家的人均消费水平的提升以及3) 新兴市场的支付业务强劲发展。

此外，雷蛇最近几年在支付服务领域的布局和扩张将成为新的增长动力。在东南亚，82%的互联网用户为游戏玩家。随着电子商务在新兴市场的快速发展，雷蛇将目光投向了游戏以外的更广阔的电子商务支付领域。我们认为雷蛇此番战略布局是看好未来东南亚地区网络经济的发展：2025年东南亚互联网经济的商品总价值（GMV）预计可达3,090亿美元，5年复合年增长率为24%。我们相信互联网销售的强劲增长将推动当地商户和消费者对支付服务的需求。

雷蛇在2020年实现了非常亮眼的业绩，各部门业务都有不错的增长。展望未来，我们估计雷蛇将在21-24财年实现20%/50%的收入/净利润的年度复合增长率。

图 65: 招銀预测与市场一致预期

百万美元	招銀预测			市场一致预期			差异 (%)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
收入	1,552	1,913	2,306	1,405	1,651	2,019	10%	16%	14%
毛利	396	503	626	349	430	551	13%	17%	14%
EBITDA	104	180	236	58	118	186	80%	52%	27%
净利润	60	117	161	44	87	130	35%	34%	24%
EPS (美元)	0.007	0.013	0.018	0.005	0.009	0.015	45%	52%	20%
毛利率	25.5%	26.3%	27.1%	24.9%	26.1%	27.3%	0.7 ppt	0.2 ppt	-0.2 ppt
EBITDA 利润率	6.7%	9.4%	10.2%	4.1%	7.2%	9.2%	2.6 ppt	2.2 ppt	1.1 ppt
净利润率	3.9%	6.1%	7.0%	3.1%	5.3%	6.4%	0.7 ppt	0.8 ppt	0.5 ppt

资料来源: 彭博、招銀国际证券预测

## 估值

首次覆盖，给予买入评级，目标价为 **3.22 港元**（48%上升空间）

首次覆盖雷蛇（1337HK），我们给予公司买入评级，以及一年期 **3.22 港元**的目标价。我们的估值是基于分类加总估值法，分别给予外设硬件、系统部门 25.6x/10.3x 的 22 年 P/E 估值以及服务部门 1.0x 的 22 年 P/S 估值。我们认为这种估值方法可以更好的体现 1) 公司多元化的生态系统业务，2) 领先的游戏硬件市场地位以及 3) 仍处于早期、但预计增长迅速的服务业务。我们给出的 **3.22 港元**的目标价相当于 **31.4 倍 22 年 P/E**，**1.9 倍 22 年 P/S**。

我们认为，雷蛇是可以获取游戏相关市场快速增长红利的优秀投资标的之一。预期公司将在 21-24 财年实现 20%/50% 的收入/净利润的复合年增长率。给予买入评级。

图 66: 分类加总估值

部门	2022 年收入 预测	2022 年 收入占比 (%)	2022 年净利润 预测	2022 年 净利润占比 (%)	估值方式	给予倍数 (x)	估值
<b>分类加总估值法</b>							
游戏外设硬件	1,253	65.5%	130	72.2%	P/E	25.6	3,327
系统	427	22.3%	12	6.8%	P/E	10.3	126
服务	234	12.2%	38	21.0%	P/S	1.0	234
<b>合计 (百万美元)</b>	<b>1,913</b>	<b>100.0%</b>	<b>180</b>	<b>100.0%</b>			<b>3,686</b>
汇率(美元/港元)							7.75
<b>合计 (百万港元)</b>							<b>28,567</b>
股数							8,871
目标价(港元)							<b>3.22</b>

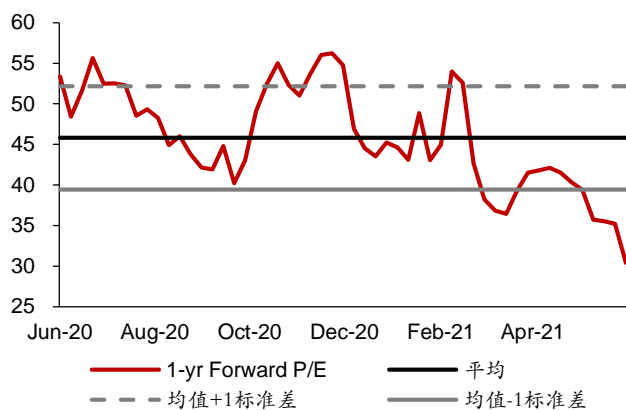
资料来源: 招银国际证券预测

图 67: 同业比较

公司	代码	市值 (百万美元)	股价 (当地货币)	P/S (x)		P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
				FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
<b>外设硬件</b>											
雷蛇	1337 HK	2,504	2.18	1.6	1.3	41.4	21.3	4.1	3.5	9.4	15.8
Logitech	LOGI US	22,886	132.21	4.7	4.3	22.7	30.2	10.0	8.7	52.1	30.3
Corsair	CRSR US	2,937	31.86	1.5	1.4	18.3	16.8	6.3	4.9	41.7	40.3
Turtle Beach	HEAR US	529	33.43	1.4	1.3	22.4	19.2	-	-	15.0	-
同行平均				2.5	2.3	21.1	22.0	8.2	6.8	36.3	35.3
同行中位数				1.5	1.4	22.4	19.2	8.2	6.8	41.7	35.3
<b>系统</b>											
雷蛇	1337 HK	2,504	2.18	1.6	1.3	41.4	21.3	4.1	3.5	9.4	15.8
Micro-star	2377 TT	5,214	171.00	0.7	0.7	8.9	9.6	3.1	2.9	38.9	30.5
Dell	DELL US	79,064	103.53	0.9	0.8	13.9	12.0	19.4	10.4	1076.2	105.1
HP	HPQ US	36,794	30.63	0.6	0.6	8.7	8.6	-	-	130.9	29.5
Lenovo	992 HK	14,203	9.15	0.2	0.2	12.5	10.3	3.3	2.9	30.7	32.4
Asustek	2357 TT	10,402	388.00	0.6	0.5	8.1	9.1	1.3	1.3	17.3	13.8
Acer	2353 TT	3,479	31.35	0.3	0.3	10.3	11.8	1.4	1.4	14.8	12.2
Apple	AAPL US	2,100,806	125.89	5.9	5.7	24.4	23.6	34.1	28.4	129.0	130.2
同行平均				1.3	1.3	12.4	12.1	10.4	7.9	205.4	50.5
同行中位数				0.6	0.6	10.3	10.3	3.2	2.9	38.9	38.9
<b>服务</b>											
雷蛇	1337 HK	2,504	2.18	1.6	1.3	41.4	21.3	4.1	3.5	9.4	15.8
Adyen	ADYEN NA	68,398	1849.80	58.4	42.5	132.1	93.5	35.7	25.5	29.5	29.9
Paypal	PYPL US	309,000	263.04	12.0	9.9	55.7	45.1	13.1	10.3	23.5	24.3
Square	SQ US	97,308	213.69	4.7	4.0	134.8	101.3	27.6	25.6	13.6	18.0
Affirm	AFRM US	15,813	59.65	19.1	13.9	-	-	4.9	8.3	-25.5	-11.1
GHL	GHLS MK	503	1.82	5.4	4.6	55.2	41.4	3.5	3.2	7.5	9.4
Yeahka	9923 HK	2,895	49.70	5.8	4.5	34.3	26.7	4.8	4.1	14.8	15.8
Lakala	300773 CH	3,679	29.41	3.6	3.0	21.1	16.7	4.3	4.0	19.8	22.4
同行平均				15.6	11.8	72.2	54.1	13.4	11.6	11.9	15.5
同行中位数				5.8	4.6	55.4	43.2	4.9	8.3	14.8	18.0
<b>生态系统</b>											
雷蛇	1337 HK	2,504	2.18	1.6	1.3	41.4	21.3	4.1	3.5	9.4	15.8
Sea	SE US	134,685	256.82	15.5	10.8	-	-	59.9	71.6	-48.5	-41.0
Apple	AAPL US	2,100,806	125.89	5.9	5.7	24.4	23.6	34.1	28.4	129.0	130.2
Google	GOOG US	1,624,247	2451.76	8.3	7.1	25.3	22.9	6.6	5.6	25.7	23.5
Alibaba	BABA US	593,789	219.02	5.4	4.1	21.4	21.3	3.8	3.3	19.0	14.9
Tencent	700 HK	742,727	600.50	8.0	6.7	33.5	27.0	5.6	4.6	18.4	18.3
同行平均				8.6	6.9	26.1	23.7	22.0	22.7	28.7	29.2
同行中位数				8.0	6.7	24.8	23.3	6.6	5.6	19.0	18.3

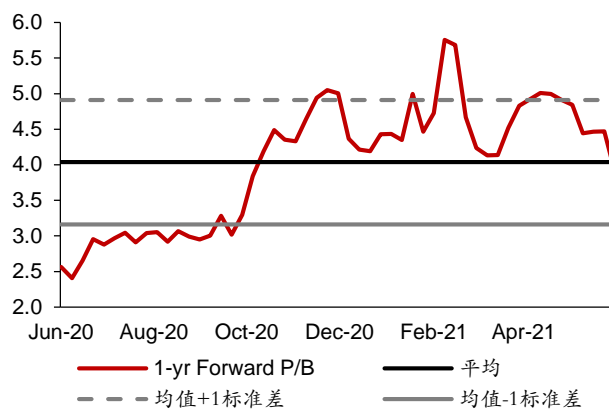
资料来源: 彭博、招银国际证券预测 (2021年6月7日)

图 68: 12 个月 forward P/E band



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

图 69: 12 个月 forward P/B band



资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

**潜在风险包括** 1) 宏观经济的不确定性; 2) 比预期更快的疫情控制和更早的复工复产; 3) 供应链中断时间更长, 电脑组件短缺逊于预期; 4) 来自同行的竞争愈发激烈以及 5) 东南亚国家对金融科技业务的监管加强, 获得、更新支付、银行牌照的难度增加。

## 主要投资风险

### 行业竞争风险

雷蛇和 Logitech 是目前游戏外设硬件市场的两大品牌。然而，其他外围设备制造商、电脑供应商越来越有兴趣加强他们在这个领域的影响力。例如，2021年6月，惠普公司宣布完成对金士顿科技旗下游戏部门 HyperX 的收购，收购价为 4.25 亿美元。收购的产品线包括耳机、键盘、鼠标、鼠标垫、USB 麦克风和手柄配件。惠普在个人电脑市场具有领先地位（第二），这可能有助于该公司在外设硬件市场的业务扩张，增加游戏硬件行业的竞争。

### 毛利率改善慢于预期，或令雷蛇的盈利能力受压的风险

我们预计今年雷蛇的盈利能力将得到加强。但如果出现以下情况，雷蛇的利润率可能面临下行压力：1) 同行之间的竞争加剧 2) 电脑零部件的短缺愈加严重，以及 3) 加密货币挖矿活动推动显卡价格上涨。

### 疫情的影响以及消费者行为的改变并非长期性的风险

尽管短期内没有迹象表明全球范围内疫情得到了很好的控制，但我们不能低估医疗科技的进步以及疫苗解决方案的发展。人们可能会比我们预期更早地恢复正常工作。同时，消费者在疫情期间改变的行为（例如增加游戏、流媒体时间和玩家的参与度的加强）是不可持续的。不过我们认为这种风险很小（请参阅“后疫情时代：增速缓和但增长仍将继续”一节）。

### 金融科技业务扩展不利的风险

东南亚电子商务的发展预期强劲，但存在风险。例如各个国家 1) 科技渗透率低和 2) 文化、法规、基础设施和支付偏好的各不相同，导致市场碎片化。这增加了新进入者在该市场扩大支付业务的难度，特别是对于那些没有做好本地化的服务商。另外，我们认为支付宝和微信支付在中国取得的巨大成功在没有大量补贴的情况下可能难以在东南亚复制。虽然雷蛇是一家无负债公司，但我们认为雷蛇不太可能通过高额补贴抢占市场份额，而这可能会对雷蛇未来 B2C 的业务拓展产生限制。



## 财务数据

### 损益表

截止至12/31 (百万美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	821	1,215	1,552	1,913	2,306
营业成本	-653	-944	-1,156	-1,410	-1,680
毛利率	168	271	396	503	626
销售及管理费用	-202	-213	-264	-297	-348
研发费用	-52	-54	-70	-73	-92
其他运营费用	-10	-11	0	0	0
运营利润	-96	-7	62	134	186
其他非运营开支	6	4	5	6	7
利息收入	13	9	10	10	12
财务费用	-1	-1	-1	-1	-2
税前利润	-78	4	76	148	203
所得税费用	-6	-4	-15	-30	-41
净利润	-83	1	60	118	162
少数股东损益	1	-5	1	1	2
归属于母公司股东净利润	-84	6	60	117	161
调整后的 EBITDA 利润	-29	45	104	180	236

### 现金流量表

截止至12/31 (百万美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
净利润	-83	1	76	148	203
折旧与摊销	24	23	26	30	34
股权激励费用	30	16	16	16	16
运营资金变动	-8	90	22	-15	46
其他	-1	24	-11	-27	-35
经营活动现金流净额	-38	153	128	152	264
资本开支	-16	-26	-34	0	0
其他	6	-145	11	-33	-49
投资活动现金流净额	-10	-171	-22	-33	-49
股权发行及回购	-32	-13	-47	-28	-18
股息及利息支付	-0	-0	0	0	0
其他	-6	11	-4	-5	-6
筹资活动现金流净额	-38	-3	-51	-33	-24
现金及现金等价物净额	-86	-21	55	87	191
期初现金	615	528	509	563	650
汇率影响	-1	1	0	0	0
期末现金	528	509	563	650	841

### 资产负债表

截止至12/31 (百万美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
流动资产	848	1,043	1,175	1,300	1,596
现金及现金等价物	528	509	563	650	841
应收票据及账款	215	268	328	354	430
存货	75	125	141	152	179
其他流动资产	30	141	143	144	146
非流动资产	147	200	205	217	244
固定资产	30	30	31	37	47
无形资产及商誉	105	91	85	82	79
其他非流动资产	12	79	88	97	118
总资产	995	1,243	1,379	1,516	1,840
流动负债	402	621	723	753	910
应付票据及账款	378	584	683	708	857
客户款项	13	20	22	25	30
其他流动负债	11	16	18	20	24
非流动负债	18	15	19	20	26
租赁负债	10	7	8	10	12
其他非流动负债	8	8	11	10	14
总负债	420	636	742	773	936
所有者权益	575	607	637	743	904
股本	89	89	90	93	95
股本溢价	684	673	624	594	574
储备	-205	-179	-104	30	206
少数股东权益	7	25	26	27	29
总负债及所有者权益	995	1,243	1,379	1,516	1,840

### 关键指标

截止至12/31 (百万美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
分部门收入					
外设硬件	445	773	1,044	1,253	1,478
系统	269	310	342	427	512
服务	77	128	167	234	315
其他	30	2	0	0	0
总收入	821	1,215	1,552	1,913	2,306
增长率 (%)					
收入增长率	15.2%	48.0%	27.8%	23.3%	20.5%
调整后的 EBITDA 增长率	62.7%	-151.6%	233.3%	172.8%	131.4%
净利润增长率	-13.2%	-106.7%	963.6%	95.9%	37.0%
利润率 (%)					
毛利率	20.5%	22.3%	25.5%	26.3%	27.1%
EBITDA 利润率	-3.6%	3.7%	6.7%	9.4%	10.2%
净利润率	-10.3%	0.5%	3.9%	6.1%	7.0%
资产负债相关指标					
净负债比率 (%)	-91.9%	-83.8%	-88.4%	-87.4%	-93.1%
现金循环周期(天数)	-75.1	-74.5	-87.9	-76.9	-71.9
盈利指标 (%)					
权益收益率	-14.6%	0.9%	9.4%	15.8%	17.8%
资产收益率	-8.5%	0.5%	4.3%	7.7%	8.7%
每股数据 (美元)					
每股盈利	-0.010	0.001	0.007	0.013	0.018
每股股利	0.066	0.066	0.069	0.081	0.098

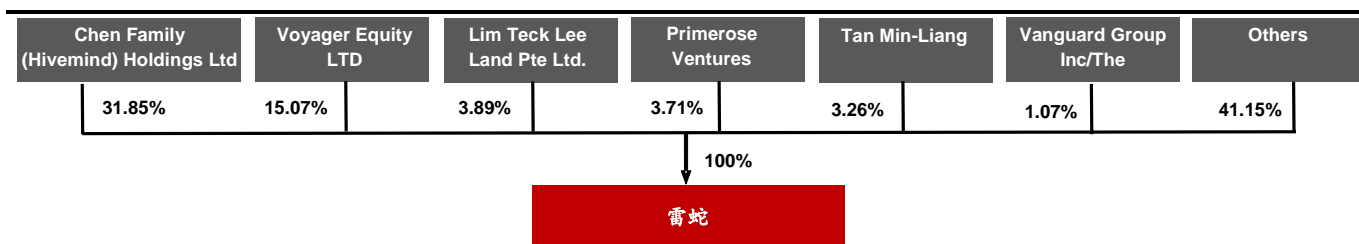
资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

## 附录 1 - 公司发展历程

年份	公司发展历程
2005	公司成立，并在加利福尼亚州圣地亚哥和新加坡设立了双全球总部。 推出旗舰游戏鼠标。
2007	推出旗舰游戏键盘。
2009	公司美国总部从加利福尼亚州圣地亚哥迁至加利福尼亚州旧金山。
2010	在上海设立中国区域总部。 完成 A 轮优先股投资。 推出旗舰游戏耳机。
2011	在台北开设研发中心。
2012	通过 Razer Synapse 物联网平台启动软件平台计划。 推出旗舰游戏笔记本电脑。
2014	推出 Razer Cortex。
2015	完成 B 轮优先股投资。 在台北、马尼拉和曼谷开设前三间雷蛇商店。 收购 OUYA, Inc. 的部分资产。 推出 Razer Music 计划。 推出 Razer Chroma 软件。
2016	完成 C 轮优先股投资。 从 SST 收购某些资产。 在旧金山和上海开设第四和第五家雷蛇商店。 成立 zVentures。
2017	推出 Razer zGold 服务计划。 完成对 MOL Global 的投资。 完成 D 轮优先股投资。 在香港开设第六家雷蛇商店。 宣布与长江和记三集团建立合作伙伴关系。 推出雷蛇手机。 完成在香港联合交易所的首次公开募股。
2018	成立 Razer Fintech。
2020	首次盈利。

资料来源: 公司资料

## 附录 2 – 股权结构



资料来源: 公司数据、彭博、招银国际证券预测

## 附录 3 – 管理层

名字	加入日期	年龄	职位
Mr. Min-Liang Tan	2006/09	43	联合创始人; CEO; 执行董事兼董事会主席
Ms. Liu Siew Lan Patricia	2016/08	56	员工主管
Mr. Tan Chong Neng	2017/11	47	CFO
Mr. Khaw Kheng Joo	2009/10	72	COO
Mr. Choo Wei Pin	2015/01	49	法律法规主管
Mr. Li Meng Lee	2018/03	43	首席战略官; 雷蛇金融科技 CEO
Mr. Lim Kaling	2012/11	57	非执行董事; 提名委员会成员; 创始投资者; 董事会成员

资料来源: 公司数据、招银国际证券预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

## 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其公司与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第四9(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。