

# 雷蛇 (1337 HK)

## 為遊戲玩家精心打造的綜合生態系統

始於玩家，賦予玩家。雷蛇是全球領先的遊戲玩家品牌，為玩家提供硬體、軟體和服務的綜合生態體系。受益於全球遊戲市場和東南亞電商市場蓬勃發展，我們預計雷蛇的外設硬體、系統、服務 2021-24 年收入複合年增長率將達到 18%/20%/35%。鑒於雷蛇的市場領先地位和快速提高的盈利能力，我們相信公司將是投資者獲取遊戲相關市場快速增長紅利的優秀投資標之一。我們對雷蛇的前景持樂觀態度，主要基於 1) 龐大的玩家基數以及高增長率，2) 更高的玩家參與度帶動人均消費水準的提升以及 3) 新興市場支付業務的強勁發展。首次覆蓋，給予買入評級，目標價 3.22 港元。

■ **雷蛇：打造綜合生態系統，把握遊戲市場的增長機會。**我們預計 2023 年全球遊戲市場規模預計達到 2,050 億美元，20-23 年複合年增長率為 8%。我們相信遊戲外設硬體業務將會是遊戲行業強勁擴張的主要受益者。2020 年全球遊戲、遊戲外設硬體市場同比增長 19%/45%，而雷蛇硬體業務增速更佳，同比增長達 52%，突破 10 億美元。展望未來，我們對雷蛇的營收增長和盈利能力的持續改善持樂觀態度，我們預計公司 2021-24 年收入、淨利潤複合年增長率為 20%/50%。

■ **雷蛇的貨幣化戰略：從遊戲平臺到支付服務。**在東南亞，82% 的互聯網人口是遊戲玩家。憑藉強大的用戶粘性，雷蛇從遊戲支付著眼於遊戲市場以外的更廣闊的支付市場。我們認為，隨著東南亞互聯網經濟的交易總金額將在 2025 年達到 3,090 億美元（24% 的 5 年複合年增長率），強勁的互聯網銷售增長將推動對支付服務的需求。我們預計雷蛇近幾年在支付服務方面的佈局和擴張將成為公司新的增長動力。得益於新商家入駐以及線上購物和數位娛樂消費激增的推動下，2021-24 年的複合年增長率預計為 35%。

■ **首次覆蓋，給予買入評級，目標價 3.22 港元（上行空間 48%）。**我們的估值是基於分類加總估值法，分別給予外設硬體、系統部門 25.6x/10.3x 的 22 年 P/E 估值以及服務部門 1.0x 的 22 年 P/S 估值。我們認為這樣可以更好地體現 1) 公司多元化的生態系統業務，2) 領先的遊戲硬體市場地位以及 3) 仍處於早期、但預計增長迅速的服務業務。3.22 港元的目標價相當於 31.4 倍 22 年 P/E，1.9 倍 22 年 P/S。預期公司將在 21-24 年實現 20%/50% 的收入/淨利潤複合年增長率。給予買入評級，目標價 3.22 港元。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬美元)	820.8	1,214.6	1,552.3	1,913.2	2,305.8
同比增長 (%)	15.2%	48.0%	27.8%	23.3%	20.5%
毛利 (百萬美元)	168.1	271.0	396.1	503.1	626.0
毛利率 (%)	20.5%	22.3%	25.5%	26.3%	27.1%
EBITDA (百萬美元)	(29.4)	44.6	104.0	179.7	236.1
淨收入 (百萬美元)	(84.2)	5.6	59.8	117.2	160.7
淨利率 (%)	(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
市場預測每股盈利 (美元)	-	-	0.005	0.009	0.015
市盈率 (x)	-	440.0	41.4	21.3	15.6
權益收益率 (%)	-	0.9%	9.4%	15.8%	17.8%
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司資料、彭博及招銀國際證券預測

### 買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$ 3.22
潛在升幅	+48%
當前股價	HK\$ 2.18

### 中國科技行業

#### 楊天薇

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

#### 伍力恒

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

### 公司資料

市值(百萬港元)	19,424
3 月平均流通量(百萬港元)	71
52 周內股價高/低(港元)	3.36/1.21
總股本(百萬)	8,910

資料來源：彭博

### 股東結構

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

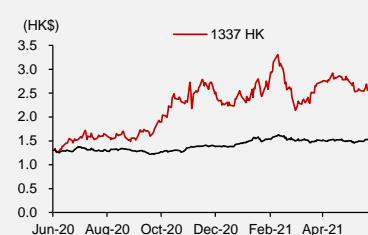
資料來源：彭博

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-19.7%	-20.5%
3-月	-4.3%	-3.7%
6-月	-16.4%	-22.4%

資料來源：彭博

### 股份表現



資料來源：彭博

### 審計師：KPMG

請在 2021 年亞洲貨幣經紀商投票中為招銀國際研究團隊投下寶貴的一票：

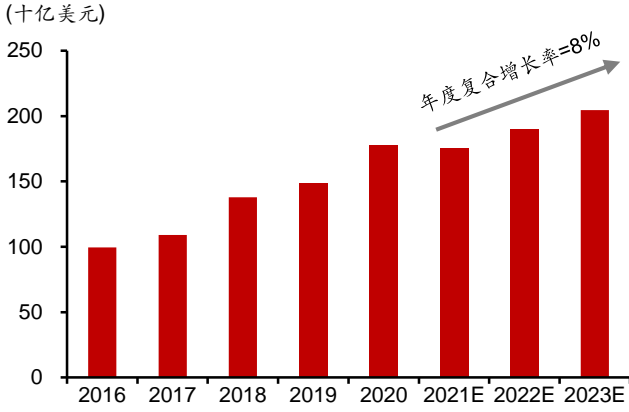
<https://euromoney.com/brokers>

## 目錄

關鍵圖表.....	3
投資亮點總結 .....	4
雷蛇：抓住遊戲市場的快速增長機會.....	4
雷蛇：打造綜合生態系統，把握遊戲市場的增長機會.....	7
公司展望：從外設硬體到綜合生態系統的建立 .....	7
憑藉強大的用戶忠誠度，雷蛇在快速增長的遊戲市場中具有領先優勢 .....	11
後疫情時代：增速緩和但增長仍將繼續 .....	14
雷蛇的貨幣化戰略：從遊戲平臺到支付服務.....	17
從遊戲支付場景切入日常支付需求 .....	17
東南亞支付市場前景廣闊.....	19
雷蛇在東南亞支付市場的機遇與挑戰.....	21
預期盈利能力持續改善 .....	23
2020：收入顯著增長且首次實現盈虧平衡.....	23
各項業務（外設硬體、系統、服務）增長強勁 .....	25
近況更新 .....	27
財務分析.....	28
預期雷蛇將在 21-24 財年實現 20%/50% 的收入/淨利潤的複合年增長率.....	28
招銀預測與市場一致預期比較.....	30
估值.....	31
首次覆蓋，給予買入評級，目標價為 3.22 港元（48%上升空間） .....	31
主要投資風險 .....	34
財務資料.....	35
附錄 1 – 公司發展歷程 .....	36
附錄 2 – 股權結構.....	37
附錄 3 – 管理層 .....	37

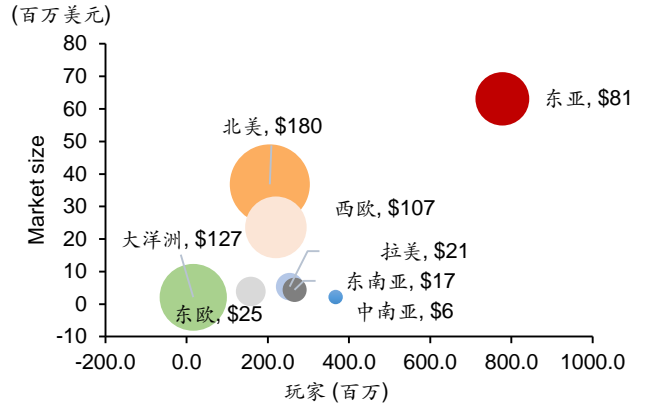
**關鍵圖表**

**圖 1: 全球遊戲市場預計將在 2023 年可達 2,050 億美元市值**



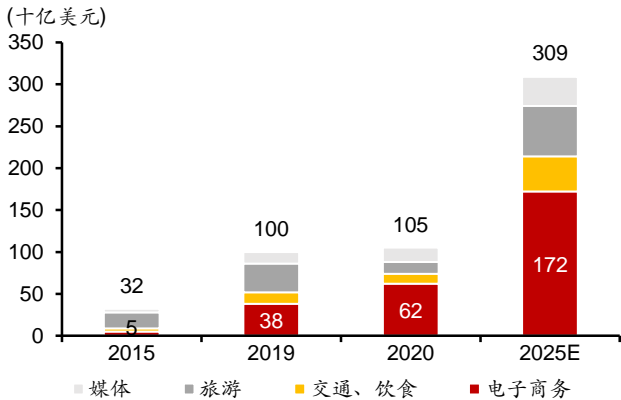
資料來源: Newzoo、招銀國際證券預測

**圖 2: 2019 年遊戲和電子競技市場每名玩家平均消費 (前 8 名地區)**



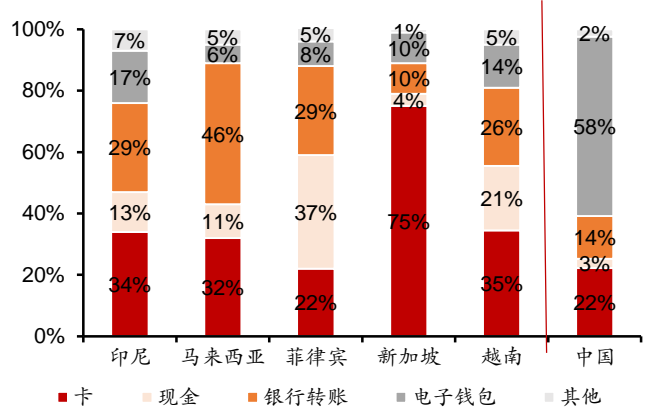
東南亞: 柬埔寨、印尼、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國、越南。資料來源: Newzoo、招銀國際證券預測

**圖 3: 東南亞互聯網經濟 GMV 將於 2025 年達到 3,090 億美元**



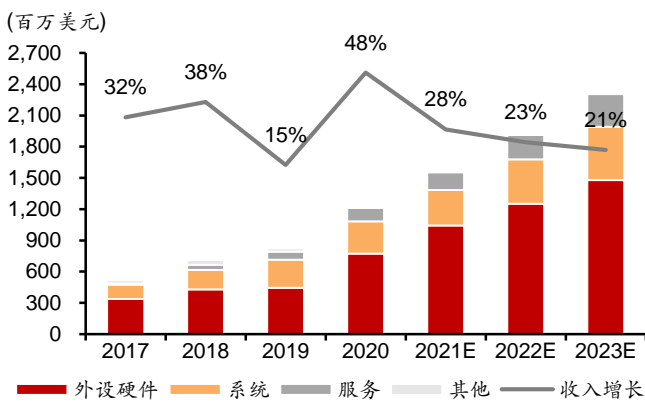
資料來源: 谷歌、淡馬錫、招銀國際證券預測

**圖 4: 東南亞與中國的數位支付方式對比: 仍有增長空間**



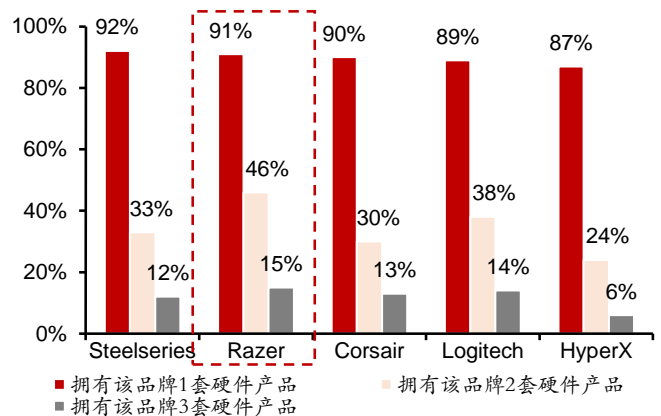
資料來源: PPRO、J.P.Morgan、Edgar、Dunn & Co.、WPL、招銀國際證券預測

**圖 5: 收入預測**



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

**圖 6: 玩家硬體裝備擁有數量與品牌忠誠度\***



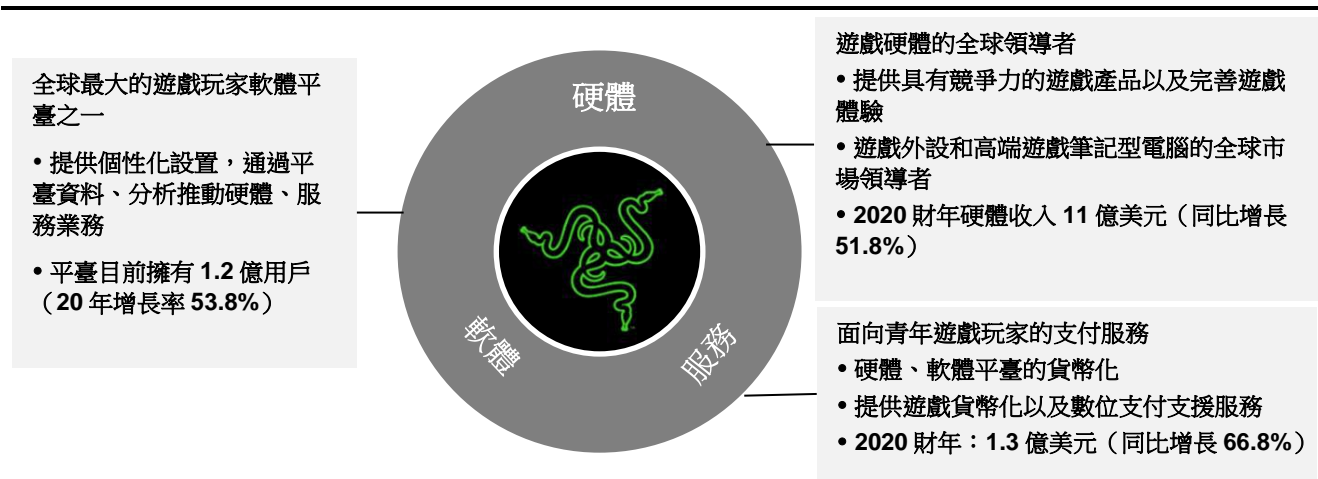
\*品牌忠誠度: 擁有該品牌至少一個關鍵外設硬體並會再次購買該品牌的核心電腦遊戲玩家的比列。資料來源: Newzoo (2018)、招銀國際證券預測

## 投資亮點總結

### 雷蛇：抓住遊戲市場的快速增長機會

雷蛇是全球領先的遊戲玩家品牌，為玩家提供硬體、軟體和服務的綜合生態體系。公司成立於2005年，以其優質的遊戲外設和遊戲筆記型電腦而聞名。自成立以來，雷蛇推出了滑鼠、鍵盤、耳機、遊戲手柄、揚聲器、攝像頭、電競椅等系列產品，其遊戲筆記型電腦在2020財年被評為美國高端第一品牌。雷蛇還提供了軟體平臺，允許使用者進行個性化設置以改善用戶體驗。憑藉廣泛的產品覆蓋，雷蛇能夠擴大其用戶群並提高品牌忠誠度。它現已成長為全球領先的遊戲品牌。2017年，公司開始提供支付業務，包括Razer Gold虛擬積分用以購買遊戲、數位娛樂等產品以及Razer Fintech東南亞支付開道服務，將其軟體平臺貨幣化。

圖 7：雷蛇：全球最大的服務遊戲玩家的綜合生態系統



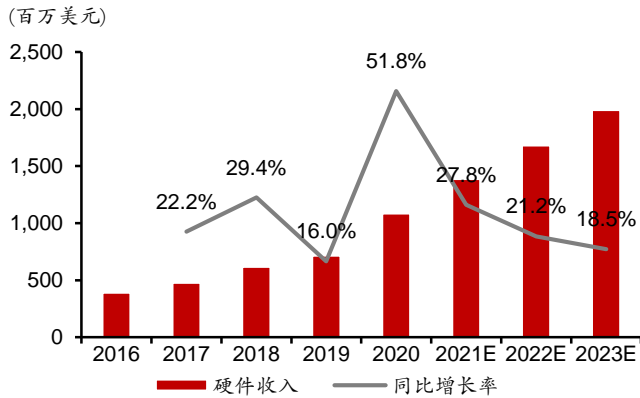
資料來源：公司資料、招銀國際證券

作為遊戲硬體行業的全球領導者，雷蛇 2020 財年銷售額的 89% 來自硬體業務，包括週邊設備和系統（收入比例為 71%/29%）兩大塊。硬體部門收入同比大幅增長 51.8%，在 2020 年突破 10 億美元大關。除了硬體產品，雷蛇為了提升用戶體驗和品牌忠誠度，還打造了全球最大的綜合遊戲軟體平臺。該平臺在 2020 年末擁有超過 1.2 億名客戶（統計基於註冊會員數），同比增長 54%。受益於硬體+軟體平臺帶來的高使用者粘性，雷蛇將公司軟體平臺貨幣化，發展了服務（支付）業務。

雷蛇的服務業務主要來自於兩大塊：Razer Gold 以及 Razer Fintech，為年輕一代、千禧世代以及 Z 世代提供支付服務。2020 財年服務部門收入 1.3 億美元，同比增長 67%。其中，Razer Gold 提供虛擬信用積分服務，用於購買遊戲、數碼娛樂等產品。作為雷蛇的遊戲充值平臺，Razer Gold 擁有超過 2,600 萬的註冊用戶，同比增長 23.8%。2020 年公司進一步擴張業務版圖至中東和北非地區。目前超過 130 個國家的用戶可以從 500 多萬管道接觸點購買 Razer Gold 虛擬積分，可購買 3.4 萬款數碼娛樂內容。基於 2020 財年服務部門的資料，該業務的支付總金額（TPV）同比增長 102%，其中東南亞及拉美的是總支付交易規模增長的最要貢獻地區。

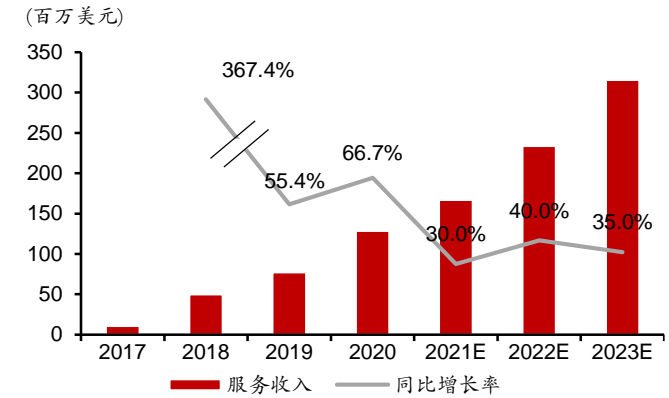
服務業務的另一塊為 Razer Fintech，在新興市場提供金融科技服務，是東南亞領先的線下對線上（O2O）電子支付網路之一。受益於疫情推動的宅經濟和網路經濟的發展，東南亞的商品成交總額預期將於2025年增長至3,090億美元。受惠於東南亞電子商貿市場整體增長的推動，雷蛇的 Fintech 業務在2020財年的TPV增長幅度為104%，達43億美元，主要增長動力來自新商家入駐，以及疫情期間線上購物和數位娛樂消費激增的推動。

圖 8: 雷蛇硬體: 收入複合增長率為 18% (21-24E)



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

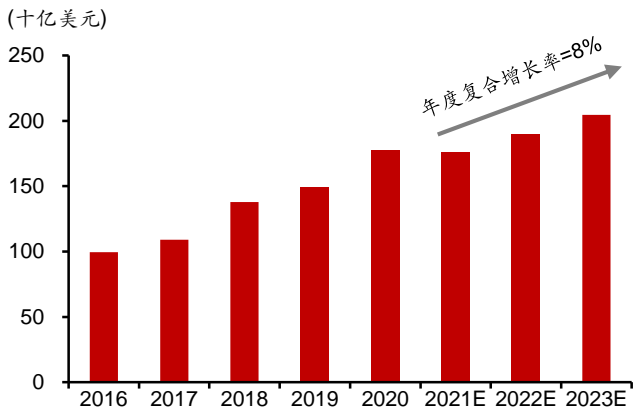
圖 9: 雷蛇服務: 收入複合增長率為 35% (21-24E)



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

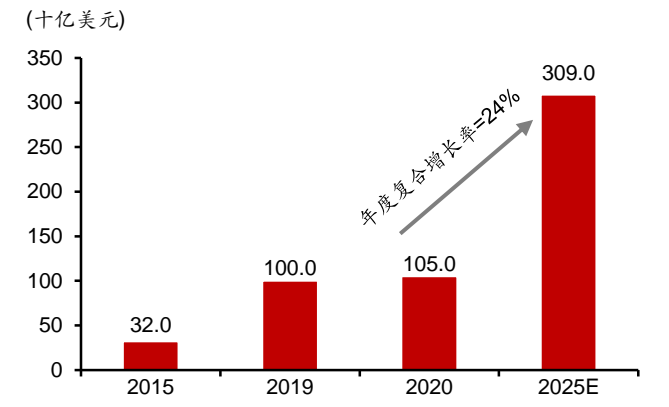
雷蛇最近幾年在支付服務領域的佈局和擴張將成為新的增長動力。在東南亞，82%的互聯網用戶為遊戲玩家。隨著電子商務在新興市場的快速發展，雷蛇將目光投向了遊戲以外的更廣闊的電子商務支付領域。我們認為雷蛇此番戰略佈局是看好未來東南亞地區網路經濟的發展：2025年東南亞互聯網經濟的商品總價值（GMV）預計可達3,090億美元，5年複合年增長率為24%。我們相信互聯網銷售的強勁增長將推動當地商戶和消費者對支付服務的需求。儘管當前東南亞的支付行業高度分散，我們認為未來行業會經歷一系列整合，消費者最終會選擇可以提供多種產品和服務的支付提供商，而不僅僅是與遊戲或娛樂相關的產品或服務商。所以我們看好雷蛇在支付領域的佈局，相信該業務有望成為公司新的增長動力。

圖 10: 全球遊戲市場預計將在 2023 年可達 2,050 億美元 市值



資料來源: Newzoo、招銀國際證券預測

圖 11: 東南亞的網路經濟成交額預期 2025 年可達 3,090 億美元

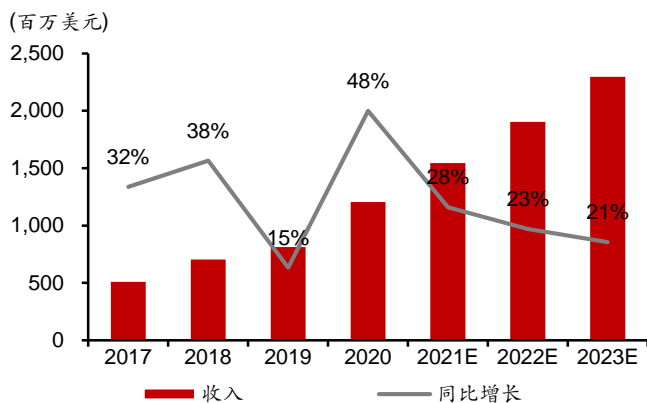


資料來源: Newzoo、招銀國際證券預測



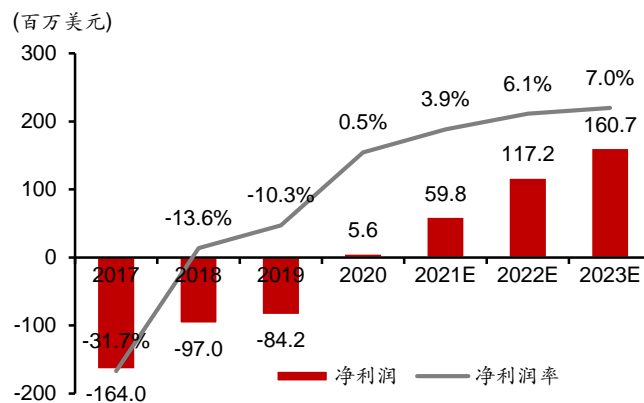
雷蛇在2020年實現了非常亮眼的業績，各部門業務都有強勁增長。雷蛇20財年的收入/毛利為12.2億美元/2.7億美元（同比增長48%/61%），主要驅動因素為1）來自硬體部門的強勁需求和市場份額的增長以及2）受惠於居家經濟的強勁驅動帶來的服務部門的市場拓展以及支付總金額的增長。基於1）收入端的增長，2）高毛利部門（服務）的佔比增加以及3）運營開支的更好控制，雷蛇於2020財年首次實現盈利，淨利潤為560萬美元（2019財年：-8,420萬美元）。展望未來，我們估計雷蛇將在21-24財年實現20%/50%的收入/淨利潤的年度複合增長率。

圖 12: 雷蛇: 公司收入複合增長率為 20% (21-24E)



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

圖 13: 雷蛇: 公司淨利潤複合增長率為 50% (21-24E)



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

首次覆蓋雷蛇 (1337 HK)，我們給予公司買入評級，目標價為 3.22 港元。我們的估價是基於分類加總估值法，分別給予外設硬體、系統部門 25.6x/10.3x 的 22 年 P/E 估值以及服務部門 1.0x 的 22 年 P/S 估值。我們認為這種估值方法可以更好的體現 1) 公司多元化的生態系統業務，2) 領先的遊戲硬體市場地位以及 3) 仍處於早期、但預計增長迅速的服務業務。我們給出的 3.22 港元的目標價相當於 31.4 倍 22 年 P/E，1.9 倍 22 年 P/S。

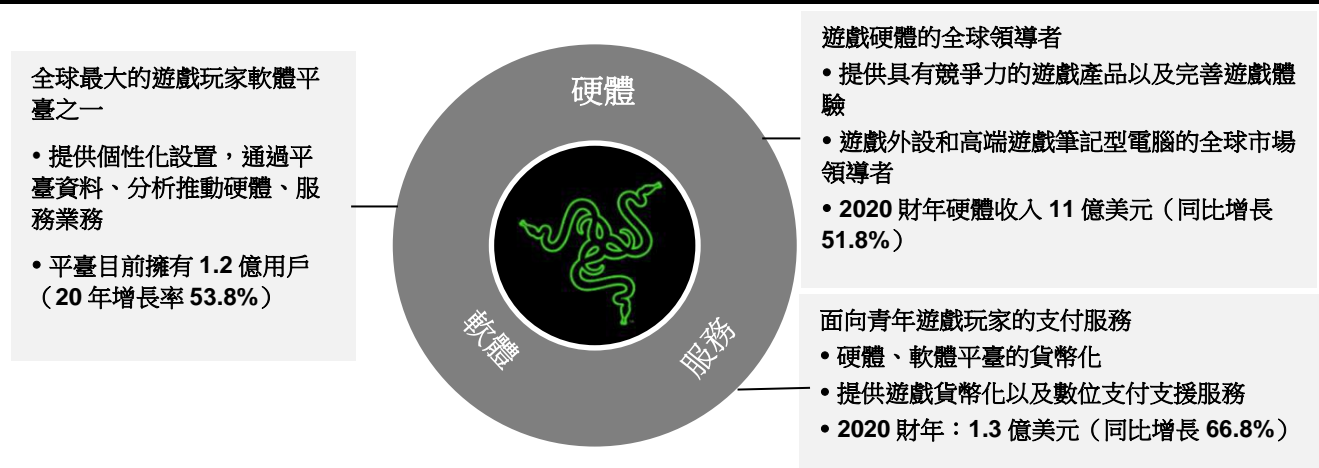
潛在風險包括 1) 宏觀經濟的不確定性； 2) 疫情控制好於預期，提前復工，消費習慣恢復至疫情前水準； 3) 供應鏈中斷時間更長，電腦組件短缺比預期嚴重； 4) 同行的激烈競爭導致利潤率降低以及 5) 東南亞國家對其金融科技業務的監管加強，獲得/更新支付/銀行牌照的難度增加。

## 雷蛇：打造綜合生態系統，把握遊戲市場的增長機會

### 公司展望：從外設硬體到綜合生態系統的建立

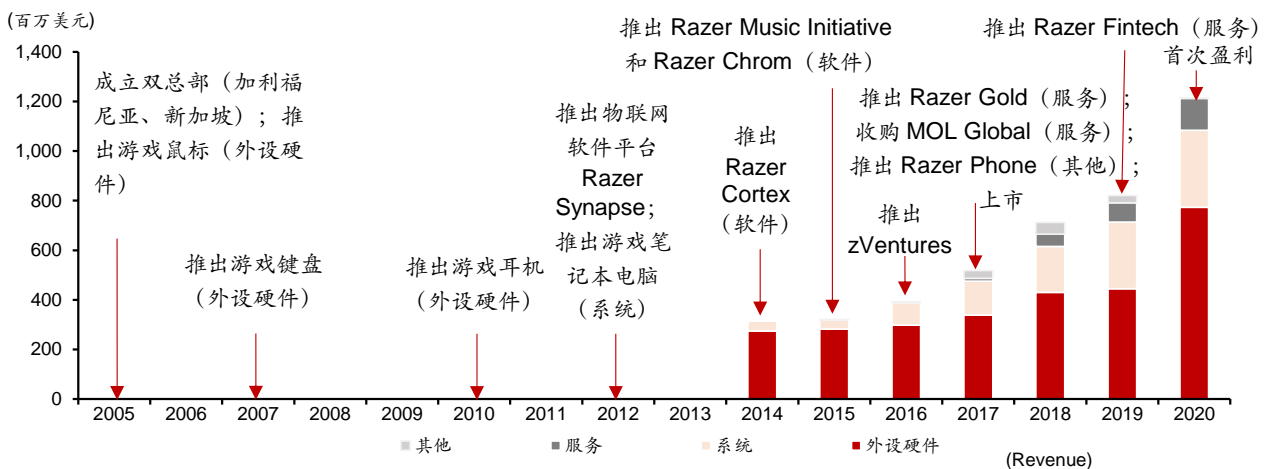
雷蛇是全球領先的遊戲玩家品牌，提供硬體、軟體和服務的完整生態系統。該公司成立於2005年，以其優質的遊戲外設和筆記型電腦而聞名。雷蛇自成立以來，推出了滑鼠、鍵盤、耳機、遊戲手柄、音箱、攝像頭、電競椅等系列產品，旗下遊戲筆記型電腦在美國市場排名第一。為了更好的支援硬體業務的發展，公司還提供相應的軟體平臺，允許使用者進行個性化設置以改善遊戲體驗。雷蛇的硬體產品以及軟體服務吸引了大量的客戶群體，並提升了品牌忠誠度。公司現已成長為全球領先的遊戲生態品牌。除此之外，公司開始在東南亞提供支付服務，包括遊戲、數碼娛樂內容的虛擬信用積分和東南亞支付閘道服務，將其軟體平臺貨幣化。

圖 14: 雷蛇：全球最大的服務遊戲玩家的綜合生態系統



資料來源：公司資料、招銀國際證券

圖 15: 公司發展里程碑



資料來源：公司資料、招銀國際證券

作為遊戲硬體行業的全球領導者，雷蛇 2020 財年銷售額的 89%來自硬體業務，包括週邊設備和系統（收入比例為 71%/29%）兩大塊。公司在美國、歐洲和亞太地區的市場份額處於領先地位，大部分市場排名都與 Logitech 位列前 2 位。










圖 16: 雷蛇擁有一系列的遊戲硬體產品



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

雷蛇的外設硬體產品具有很強的競爭力，在不同管道的評選中均名列前茅。另外，雷蛇的遊戲筆記型電腦也被評為美國市場第一高端品牌，成為遊戲硬體行業的全球領導者之一。受益於強勁的品牌號召力，硬體部門 2020 財年收入同比大幅增長 51.8%，在 2020 年突破 10 億美元大關。

圖 17: 雷蛇的外設硬體產品在不同管道的評選中均名列前茅

	滑鼠			鍵盤			耳機		
	雷蛇	Logitech	Corsair	雷蛇	Logitech	Corsair	雷蛇	Logitech	Corsair
									
產品數量	33	21	19	23	15	29	32	15	16
官方價格區間 (\$)	\$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
產品位元列名次 (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	-	-	-

資料來源：PCGamer、PCmag、CNET、Tom's hardware、招銀國際證券



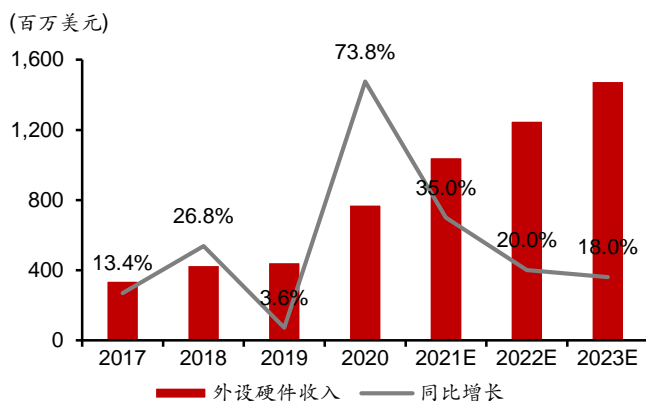
圖 18: 雷蛇的系統產品在不同管道的評選中均名列前茅

	遊戲筆記本					遊戲桌上型電腦 (顯卡)
	雷蛇	Acer	MSI	Asus	Allienware/ Dell	雷蛇
						
產品數量	35	15	54	63	28	2
產品位元列名次 (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

資料來源: PCGamer、PCmag、CNET、Tom's hardware、Egpu.io、招銀國際證券

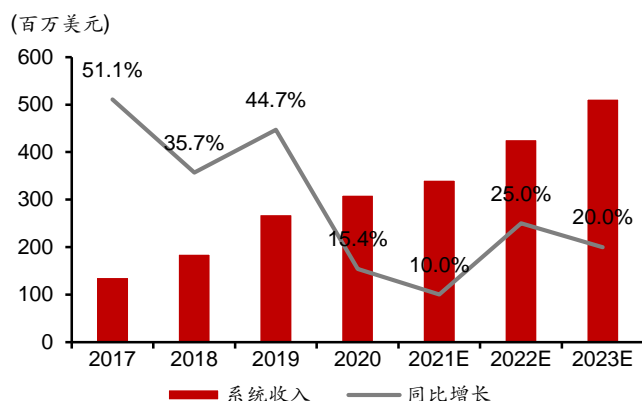
為提升用戶體驗以及品牌忠誠度，雷蛇打造了全球最大的綜合遊戲玩家軟體平臺之一，允許使用者進行個性化設置以提升用戶體驗。自 2012 年，Razer 開始為遊戲玩家搭建一系列的軟體平臺，包括遊戲配置平臺 Razer Synapse、遊戲優化平臺 Razer Cortex 和 RGB 燈光系統 Razer Chroma。這些軟體平臺旨在增強其硬體產品的客戶體驗，擴大使用者群體並提高品牌忠誠度。雷蛇的軟體平臺目前擁有 1.2 億名使用者（統計資料基於其註冊會員數量），同比增長 53.8%。

圖 19: 雷蛇外設: 收入複合增長率為 18% (21-24E)



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

圖 20: 雷蛇系統: 收入複合增長率為 20% (21-24E)



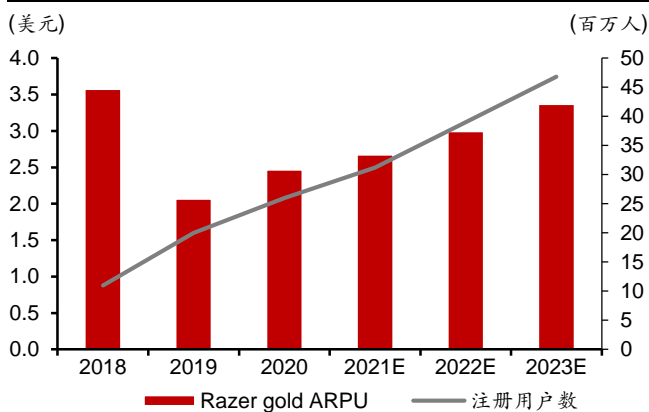
資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

基於強勁的用戶忠誠度，雷蛇於2017年開始切入到了支付領域（服務業務），旨在將其軟體平臺貨幣化。公司的服務業務主要來自於兩大塊：Razer Gold 以及 Razer Fintech，目標客戶群體為年輕一代、千禧世代以及 Z 世代。2020 財年服務部門收入 1.3 億美元，同比增長 67%。

其中，Razer Gold 提供虛擬信用積分服務，用於購買遊戲、數碼娛樂等產品。作為雷蛇的遊戲充值平臺，Razer Gold 擁有超過 2,600 萬的註冊用戶，同比增長 23.8%。2020 年公司進一步擴張業務版圖至中東和北非地區。目前超過 130 個國家的用戶可以從 500 多萬管道接觸點購買 Razer Gold 虛擬積分，可購買 3.4 萬款數碼娛樂內容。基於 2020 財年服務部門的資料，該業務的支付總金額（TPV）同比增長 102%，其中東南亞及拉美的是總支付交易規模增長的最要貢獻地區。主要的增長驅動因素為廣泛的用戶群體以及更高的 ARPU。

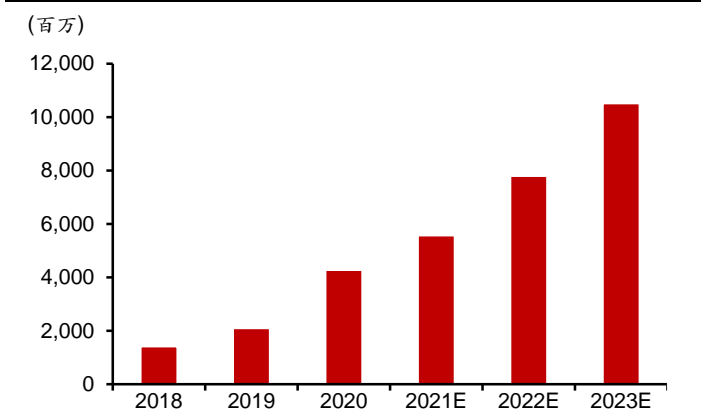
服務部門的另一塊業務為 Razer Fintech，在新興市場提供金融科技服務，是東南亞領先的線下對線上（O2O）電子支付網路之一。受益於疫情推動的宅經濟和網路經濟的發展，東南亞的商品成交總額預期將於 2025 年增長至 3,090 億美元。受惠於東南亞電子商貿市場整體增長的推動，雷蛇的 Fintech 業務在 2020 財年的 TPV 增長幅度為 104%，達 43 億美元，主要增長動力來自新商家入駐，以及疫情期間線上購物和數位娛樂消費激增的推動。

圖 21: Razer's gold: 快速增長的用戶群體以及更高 ARPU



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

圖 22: Razer fintech: 支付總金額的年度複合增長率為 35% (21-24E)



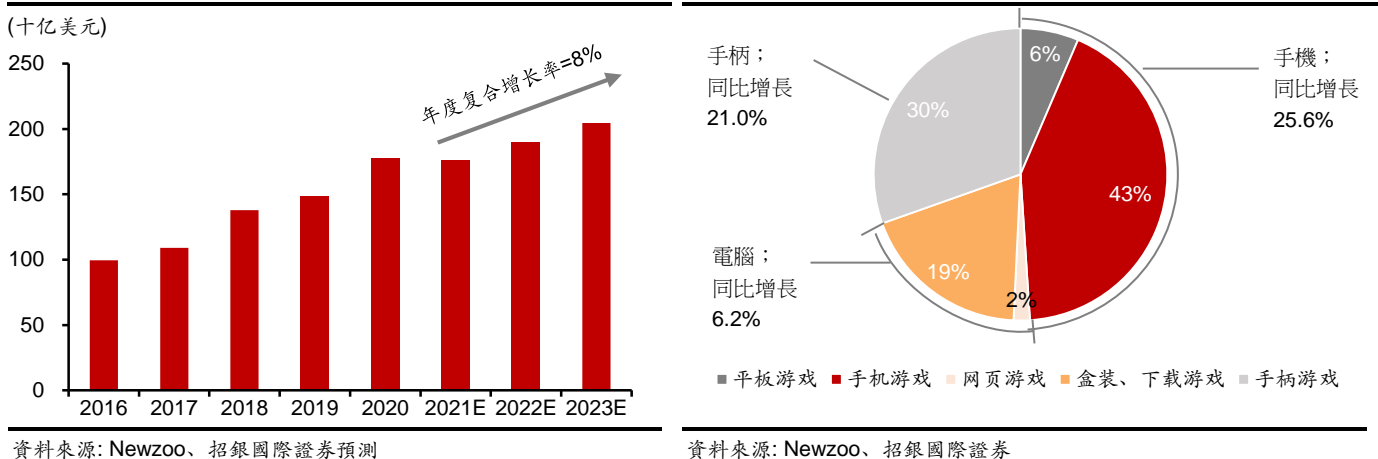
資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

2016 年，雷蛇推出了 zVentures 投資子公司，著眼於眾多已經或將會在更大的雷蛇的生態系統中發揮作用的公司，包括先進製造及工程技術、連接裝置、電競、遊戲軟體技術、機器人、軟體及分析以及虛擬及 AR/VR 等領域。關於拓展新領域，雷蛇已過去幾年嘗試了不同的機會，包括銷售雷蛇遊戲手機（2017 年第一款機型）和收購 MOL Global（雷蛇的服務業務前身）。不過由於智慧手機市場競爭激烈，雷蛇已於 2019 年終止了手機業務。雖然公司在手機市場上失利，但也從側面反映出公司正在這個瞬息萬變的市場中積極尋求下一個業務增長點。

憑藉強大的用戶忠誠度，雷蛇在快速增長的遊戲市場中具有領先優勢

雷蛇是全球高性能遊戲產品市場的領導者，未來的發展受惠於整個遊戲市場的快速增長。基於 Newzoo 的分析，遊戲市場 21-24E 年度複合增長率為 8%，市場規模將從 2020 年的 1,770 億美元達到 2023 年的 2,050 億美元。2020 年的遊戲市場增速為 19.2%，主要受疫情爆發和封鎖措施導致的居家經濟增長的推動。同年，各遊戲子市場（手機/電腦/手柄）收入同比增長 27%/3%/19%，主要歸功於 1) 更高的遊戲玩家參與度，2) 快速增長的居家經濟以及 3) 2020 年底推出的幾款新一代的遊戲手柄。從細分市場來看，手機遊戲（包括平板電腦遊戲和智慧手機遊戲）仍然佔據最大的市場份額。盒裝/下載電腦遊戲的增長（5%）被網頁遊戲的收入下降（-9%）部分抵消，其中後者的玩家已逐漸轉向手機端。隨著內容訂閱（Xbox Game Pass、索尼的 PlayStation Now）和線上服務（Xbox Live、PlayStation Plus）變得更加重要，手柄遊戲現在是第二大細分市場。遊戲即服務是支援手柄遊戲市場增長的新動力。雷蛇在這三塊子市場上，均有提供不同的硬體產品，其中部分產品包括遊戲電腦、遊戲手柄、應用於手機的遊戲控制器等。

圖 23: 全球遊戲市場預計將在 2023 年可達 2,050 億美元 圖 24: 全球遊戲細分市場佔比（2020 年）



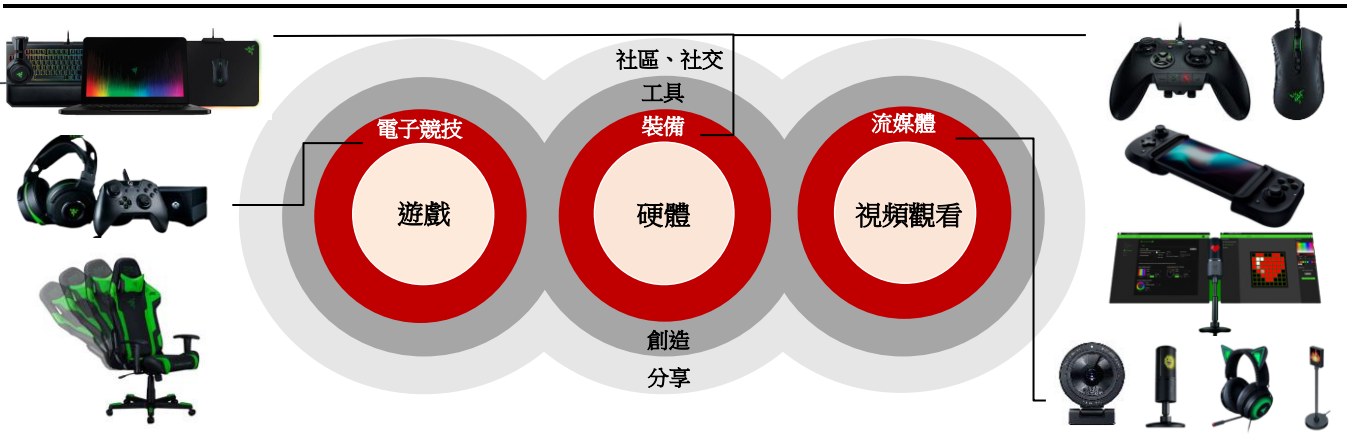
遊戲外設硬體的增長（包括滑鼠、鍵盤、耳機、手柄和手機控制器）主要受益於遊戲市場的擴張。2020 年是遊戲外設硬體市場的標誌性年份，市場總收入同比增長 45%，遠高於遊戲市場的 19%，顯現出了更加強勁的玩家參與度。遊戲玩家現在不只願意消費於個人遊戲和硬體裝備提升體驗上，更願意花費時間觀看遊戲視頻或相關流媒體，並熱衷與其他玩家進行社交。從單純的遊戲玩家到遊戲視頻的觀眾，再到電子競技的愛好者，遊戲玩家比以往任何時候都展現出更加強烈的參與度。很明顯，遊戲的未來不僅僅具有娛樂屬性，也有社交屬性，這也凸顯出雷蛇搭建一個完整生態的必要性。

經歷了疫情的影響，遊戲作為年輕人的社交活動的趨勢得到了加強。社交距離的新常態已經導致了一些長期的（如果不是永久的）行為改變。遊戲玩家日益增強的參與度（行為習慣的改變）可以從電子競技市場收入的增長和電競愛好者數量的增加上得到驗證。儘管在 2020 年，電競市場的收入由於封鎖措施導致 1) 電子競技賽事數量的銳減以及 2) 贊助（電競市場第一大收入類別）的暫停而減少，電競市場的總收入僅同比下降 1.1% 至 9.471

億美元。這主要得益於電子競技團隊被迫尋求其他收入管道，例如線上流媒體市場的收入增加。雖然這種選擇是被動的，但是我們認為這種改變是健康可持續的。

根據 Newzoo 的預測，電子競技活動將於 2021 年逐漸復蘇。預計 2021 年電競市場收入將達到 11 億美元，2024 年收入將達到 16 億美元。同時，電子競技愛好者和流媒體觀眾的數量將繼續以 9% 的年度複合年增長率增長 (20-24E)。線上觀眾預計將從 2020 年的 5.0 億增長到 2023 年的 6.5 億。隨著遊戲玩家的參與度、聯繫度的增強，電競市場的需求增長預計會持續很長時間。作為高端遊戲品牌的領導者，我們相信雷蛇將受益於電競市場的增長，帶動公司硬體部門、以及服務部門 (Razer Gold) 需求的進一步提升。

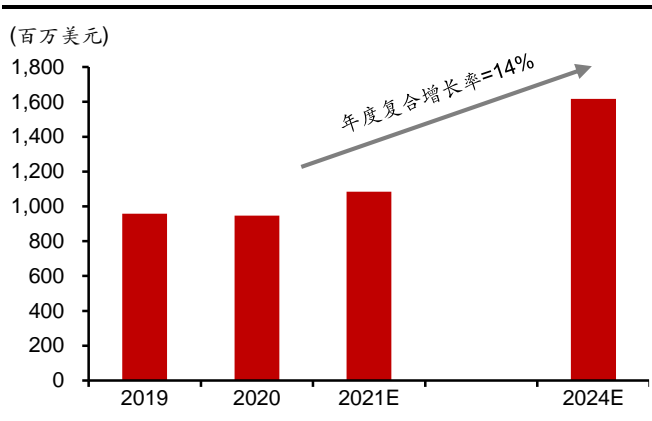
圖 25: 雷蛇為遊戲、流媒體和電子競技玩家、觀眾提供了眾多的硬體產品、軟體平臺以及遊戲支付服務



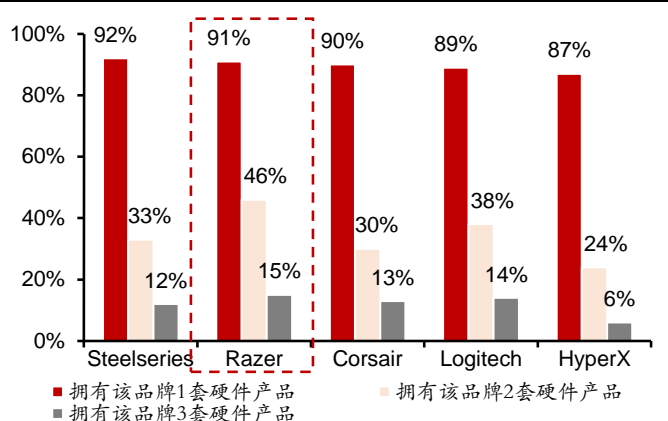
資料來源: 公司資料、Newzoo、招銀國際證券

我們看好電子競技市場前景，尤其是在人口結構相對年輕、目前電競滲透率較低的新興市場。例如，東亞、北美和西歐的電子競技觀眾滲透率最高，2020 年末人口佔比均高於 10%。相比之下，拉丁美洲和東南亞以及中東北非地區只有 7%/5%/4%。這些新興市場一旦完成網路升級，相信會釋放巨大的潛力。

圖 26: 全球電子競技市場將以 14% 的複合年增長率增長 圖 27: 玩家硬體裝備擁有數量與品牌忠誠度\* (20-24E)



資料來源: Newzoo、招銀國際證券預測

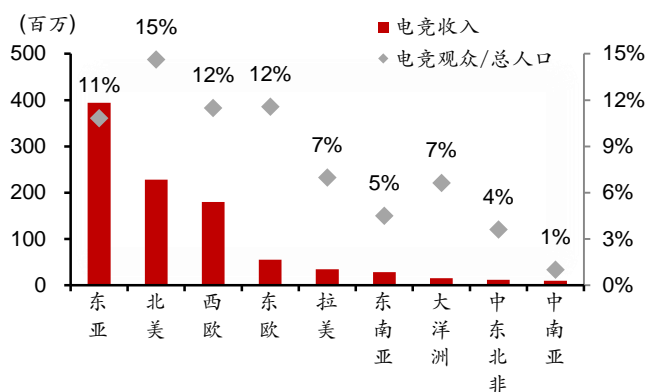


\*品牌忠誠度: 擁有該品牌至少一個關鍵外設硬體並會再次購買該品牌的核心電腦遊戲玩家的比例。

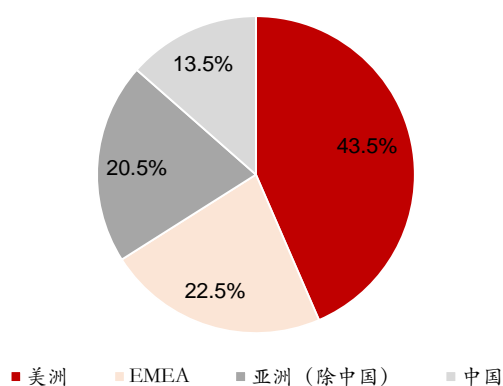
資料來源: Newzoo (2018)、招銀國際證券

雷蛇具有較高的品牌忠誠度，在同類遊戲硬體廠商中，從一套裝備到多套裝備的轉化率最高（圖 27）。這說明雷蛇擁有強大的用戶粘性，也是其最寶貴的資產。我們相信雷蛇的成功離不開其從純粹的遊戲外設提供商到可持續的遊戲生態系統提供商的轉型。這樣的改變不僅給了遊戲玩家更多的產品選擇，也完善了用戶體驗，最終提升了品牌粘性。

圖 28: 隨著遊戲觀眾滲透率的提高，電子競技收入仍有增長空間 圖 29: 雷蛇收入按地域劃分 (2020 年)



資料來源: Newzoo、招銀國際證券



資料來源: 公司資料、招銀國際證券

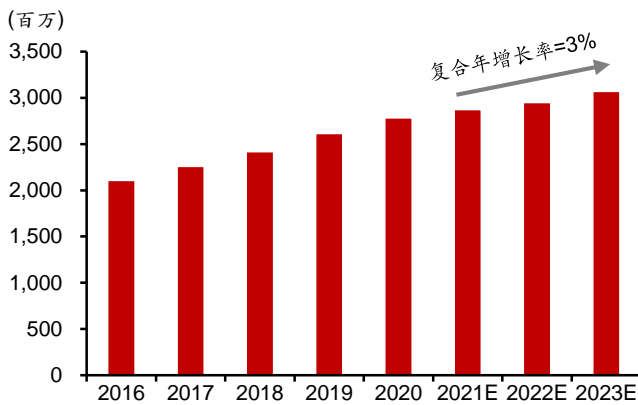


## 後疫情時代：增速緩和但增長仍將繼續

2020年無疑是遊戲行業重要的一年。但隨著疫苗的普及，疫情有望逐漸得到控制。市場開始擔憂遊戲市場的前景是否依舊光明。我們認為在後疫情時代，遊戲相關市場的增速雖不會重複2020年的超高速發展，但增長仍將繼續，前景依舊樂觀。主要驅動力為1)龐大的遊戲玩家基數，以及在新興市場的增長潛力；2)玩家忠誠度的提高帶動用戶平均支出的上升；3)網路升級推動雲遊戲、遊戲流媒體、電競市場的需求增長。

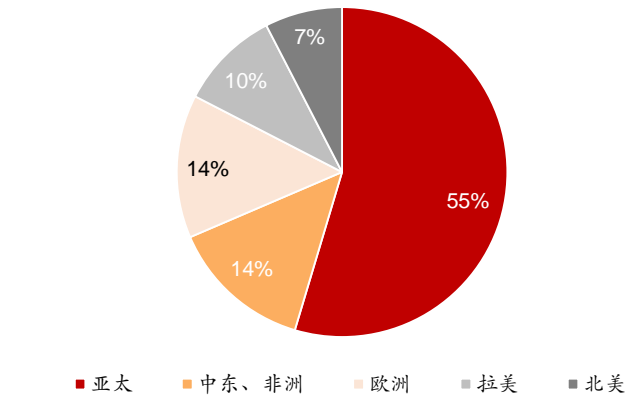
首先，全球玩家群體快速增長，2023年將達到31億。根據Newzoo的統計，2020年全球玩家數量預計為28億（同比增長9.2%）。從地域上看，55%的遊戲人口位於亞太地區，其次是中東和非洲、歐洲（合計28%）以及美洲（17%）。到2023年，玩家數量將增長至31億，複合年增長率為3%（21-23E）。我們認為增長動力主要來自東南亞、中東和北非、拉美地區，這得益於這些地區較高的人口增長和互聯網普及率的提高。

圖 30: 全球遊戲玩家將以 3% 的複合年增長率增長



資料來源: Newzoo、招銀國際證券預測

圖 31: 全球遊戲玩家地域劃分 (2020年)

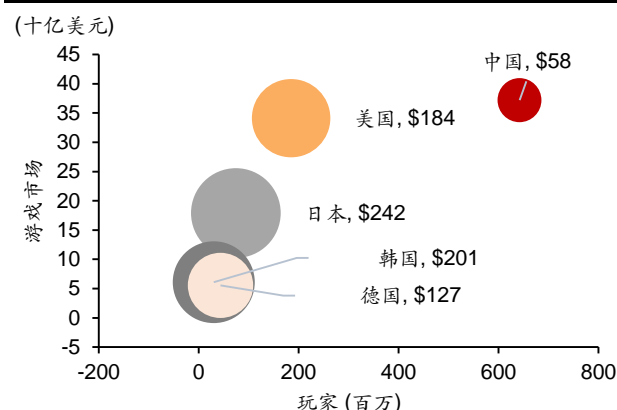


資料來源: Newzoo、招銀國際證券

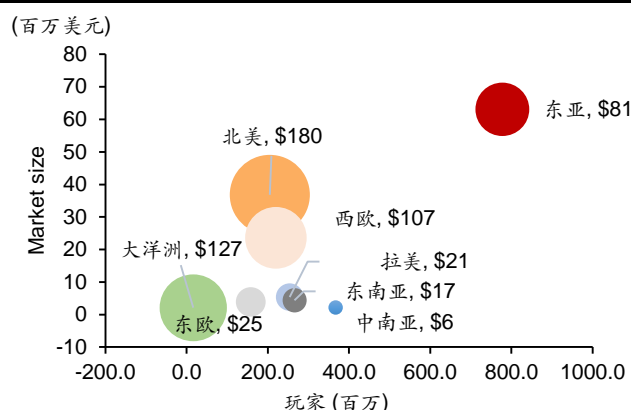
其次，全球遊戲市場的另一個增長動力是玩家的平均消費提升。從收入排名前五的遊戲市場（中國、美國、日本、韓國、德國）來看，中國的人均消費最低，僅為58美元。相比之下，其他國家的支出則高出一倍多。從區域角度來看，新興市場的未來GDP增長較高，但個人遊戲消費水準較低。例如，拉美、東南亞、中亞地區的每位元使用者平均支出僅為21美元、17美元以及6美元，而對比北美、大洋洲、西歐、東亞則分別為180美元、127美元、107美元以及81美元。

基於國際貨幣基金組織的預期，2021年東亞和東南亞的實際GDP增長可達6.7%和6.1%，而北美為3.3%。我們預計新興國家的消費能力將逐漸提升並帶動遊戲及其周邊市場的消費。與其他遊戲外設硬體同行相比，雷蛇在全球擁有強大的影響力。公司2020年在美洲/歐洲、中東、非洲/亞太地區（除中國外）/中國的收入佔比分別為43.5%/22.5%/20.5%/13.5%。我們認為，雷蛇在東南亞、中東和北非和南美洲等新興市場的收入將保持較快增長。主要驅動因素包括1)當地人口基數增長，2)當地GDP增長和3)更高的消費者參與度以及更高的互聯網滲透率。

圖 32: 2019 年遊戲和電子競技市場的每名玩家平均消費 (前 5 名國家) 圖 33: 2019 年遊戲和電子競技市場的每名玩家平均消費 (前 8 名地區)



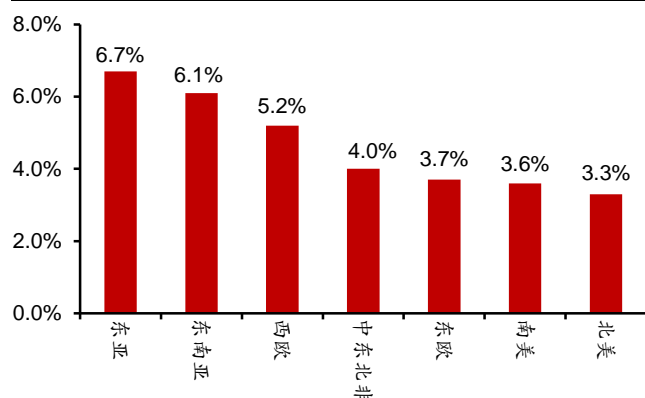
資料來源: Newzoo、招銀國際證券



\*東南亞: 柬埔寨、印尼、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國、越南。

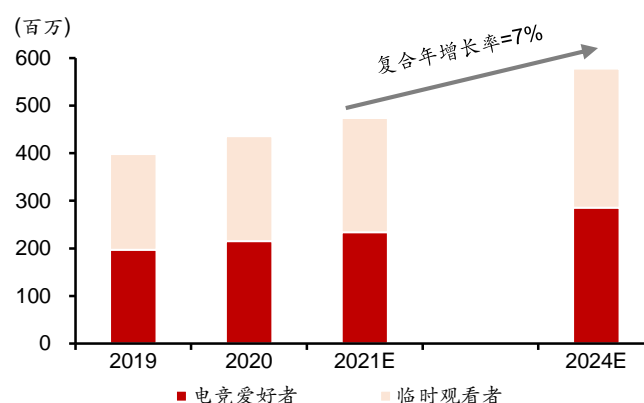
資料來源: Newzoo、招銀國際證券

圖 34: 2021 年實際 GDP 預期



資料來源: IMF、招銀國際證券預測

圖 35: 電競愛好者預複合年增長率為 7% (21-24E) \*

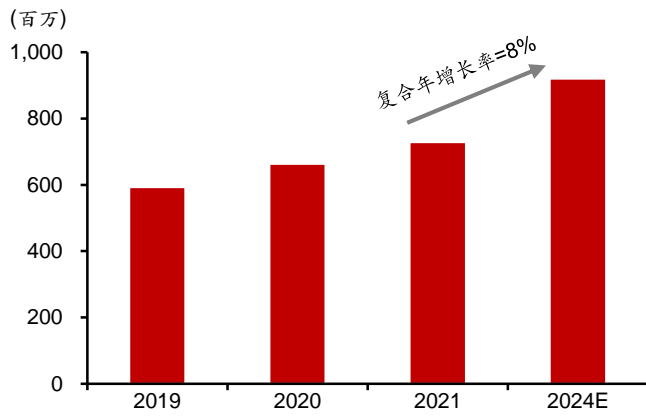


\* 電競愛好者/臨時觀眾: 每月觀看專業電子競技內容多於/少於一次。  
資料來源: Newzoo、招銀國際證券預測

最後，網路升級將推動雲遊戲、遊戲流媒體、電競市場的需求增長。由於遊戲玩家的參與度提高，流媒體業務將繼續保持強勁增長勢頭，預計 2021 年同比增長 25.7% 至 2,510 萬美元。2020 年，遊戲直播觀眾同比增長 12%，預計 21-24 年預計複合年增長率為 8%。我們相信這將推動對流媒體相關外設硬體的需求，尤其是來自忠實消費者的需求。我們認為雷蛇作為外設硬體會比遊戲廠商更具增長優勢，因為遊戲的熱度會隨著新內容的蓬勃發展、玩家口味的變化而改變，但對外設硬體的需求將保持相對長期的偏好。

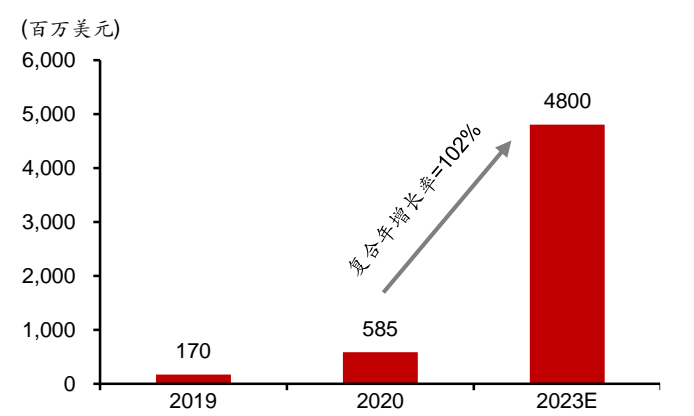
雲遊戲是遊戲硬體（耳機和遊戲手柄）需求激增的另一個助推器。2020 年雲遊戲的市場規模僅為 6 億美元，但預計到 2023 年將達到 48 億美元。雷蛇的遊戲手柄產品，可與 Xbox、PS4 和 PC 配合使用，並具有一些附加功能，包括照明、額外按鈕和自訂設置。

圖 36: 遊戲直播觀眾的複合年增長率為 8% (21-24E)



資料來源: Newzoo、招銀國際證券預測

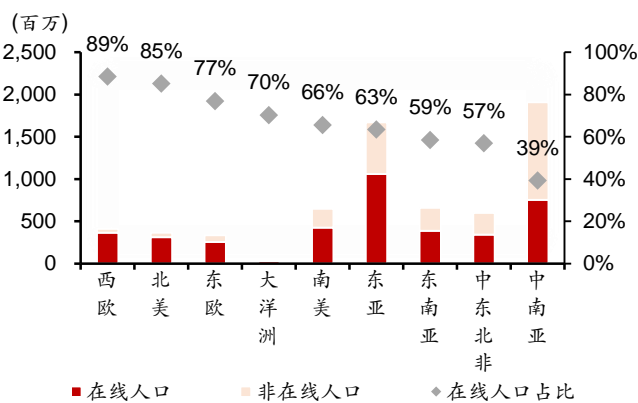
圖 37: 雲遊戲市場的複合年增長率為 102% (20-23E)



資料來源: Newzoo、招銀國際證券預測

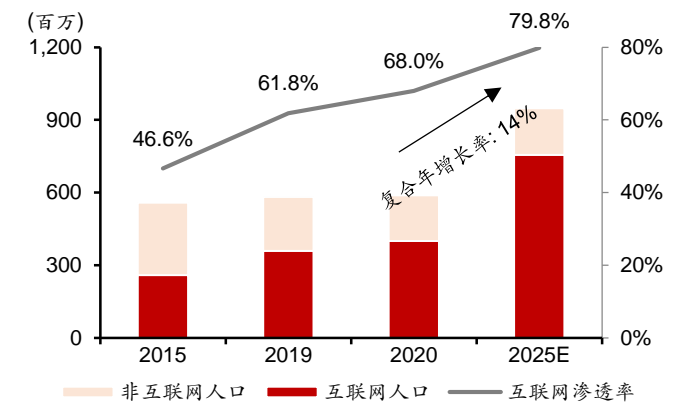
隨著 4G、5G 部署在 2021 年逐步恢復，相信遊戲流媒體和雲遊戲將成為主要受益者。目前，東亞、東南亞、中東北非、中南亞的線上人口比例分別為 63%/59%/57%和 39%，而西歐和拉美則高達 89%和 85%。隨著網路部署的恢復，這些新興市場的互聯網滲透率將逐步增長。我們相信線上人口的增多將推動對遊戲及其外設硬體市場的需求更上一層樓。

圖 38: 2019 年互聯萬滲透率



資料來源: Newzoo、招銀國際證券

圖 39: 東南亞的互聯網滲透率預計於 2025 年達到 80%



資料來源: Statista、招銀國際證券預測

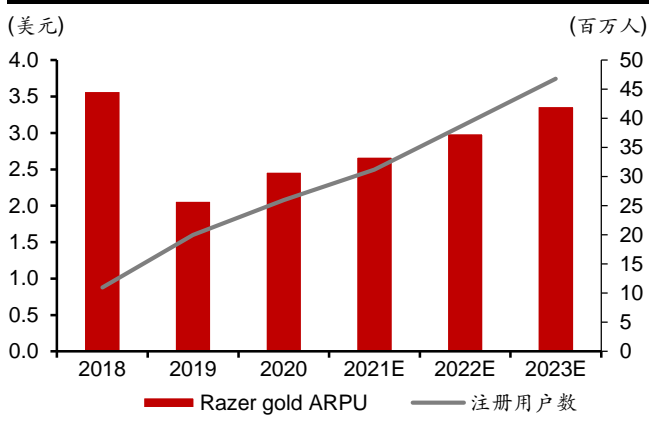
綜上所述，我們預計外設硬體市場的增長將在 2021 年趨於穩定，這是由於 1) 去年高基數的影響以及 2) 隨著人們逐漸重返工作崗位而放緩。長期來看，我們仍然看好遊戲硬體行業的發展，主要基於 1) 龐大的玩家基數以及較高的增長率，2) 人均遊戲消費水準的增長，尤其是在經濟活力更強的新興市場，以及 3) 玩家參與度的提高，這得益於因疫情導致的消費者行為的可持續的轉變。我們相信雷蛇是投資者參與快速增長的遊戲市場的一個好的方式，主要基於公司領先的市場地位和高品牌忠誠度，以及我們對其硬體領域的未來的增長保持樂觀的預期。

## 雷蛇的貨幣化戰略：從遊戲平臺到支付服務

### 從遊戲支付場景切入日常支付需求

鑒於雷蛇在遊戲市場有很強的品牌號召力，公司已於近幾年從遊戲支付場景切入日常支付需求。隨著電子商務在新興市場的快速發展，雷蛇將目光投向了遊戲以外的更廣泛的支付場景需求。2017年，雷蛇推出了 Razer Gold 服務，截止到 2020 年底該業務已為超過 2,600 萬名使用者提供了遊戲和數位娛樂的支付服務，並進一步擴張業務版圖至中東和北非地區。目前超過 130 個國家的用戶可以從 500 多萬管道接觸點購買 Razer Gold 虛擬積分，可購買 3.4 萬款數碼娛樂內容。雷蛇從內容提供者那裡獲取的費用比例約為 20%，低於蘋果/穀歌 (30%) 和協力廠商 安卓應用商店 (50%)。基於 2020 財年服務部門的資料，該業務的支付總金額 (TPV) 同比增長 102%，其中東南亞及拉美的是總支付交易規模增長的最要貢獻地區。

圖 40: Razer's gold: 快速增長的用戶群體以及更高 ARPU



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

圖 41: 雷蛇與主要遊戲內容分發服務商對比: 仍有增長空間

	Razer Gold	Steam	Epic
			
用戶數	2,600 萬	12 億	1.6 億
收入 (2020)	0.6 億美元	-	7 億+美元
ARPU	2.47 美元	-	4.38+美元
協力廠商內容佔比 (%)	100%	-	37%
費用抽成 (%)	~20%	20-30%	12%

資料來源: 公司資料、招銀國際證券

雖然 Razer Gold 僅提供購買遊戲和數位娛樂內容的支付服務，隨著無現金支付在東南亞變得流行，雷蛇在 2018 年開始佈局了更廣泛的金融科技業務 Razer Fintech，著眼於新興市場的支付需求。目前，雷蛇是東南亞領先的線上到離線 (O2O) 的數位支付網路之一。受益於疫情推動的宅經濟和網路經濟的發展，東南亞的商品成交總額預期將於 2025 年增長至 3,090 億美元。受惠於東南亞電子商貿市場整體增長的推動，雷蛇的 Fintech 業務在 2020 年的 TPV 增長幅度為 104%，達 43 億美元，主要增長動力來自新商家入駐，以及疫情期間線上購物和數位娛樂消費激增的推動。

Razer Fintech 下有兩個服務類別: 1) Razer Pay, 提供電子錢包服務的 B2C 服務, 使用者可以通過該應用程式進行支付、轉帳、購買食物和手機充值 (目前僅在馬來西亞和新加坡可用) 和 2) Razer Merchant Service (RMS), 是東南亞領先的商戶服務提供者, 提供 B2B 服務 (支付開道)。目前, Razer Fintech 的主要收入來自其 RMS 業務 (前身是 MOL Global, 於 2018 年 4 月被雷蛇收購)。

**RMS 業務又分為線下和線上服務：**1) **線下支付服務**擁有東南亞最大的線下支付網路。它是 Razer Gold 業務的延伸，在整個東南亞共用 100 萬+的實體支付網點。公司提供終端機、POS 系統以及商家支付介面等基礎設施和服務，滿足消費者的電信、遊戲、數位娛樂、帳單支付、禮品卡購買的充值需求。支援的電子錢包包括 Razer Pay、Boost、Touch 'n Go、Grab Pay、支付寶、微信支付、MAE 和 Shopee Pay。2) **線上支付服務**主要是支援全球超過 110 種支付方式的支付閘道服務，為全球藍籌商戶在東南亞的電子商貿發展提供支援，包括信用卡、借記卡、網上銀行、電子錢包和 Razer Cash (O2O) 支付。公司進軍東南亞的支付市場是看到了該地區巨大的支付需求潛力，尤其是當地超過 80%的人口沒有或者更傾向於使用現金作為支付方式。

圖 42: Razer Fintech: 東南亞領先的線上到線下 (O2O) 數位支付網路



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

Razer gold 和 Razer Fintech 都隸屬於服務部門。我們相信，通過抓住東南亞的電子支付機會，雷蛇的服務業務有望成為公司的下一個收入驅動力。2020 年，服務部門的淨收入同比增長 66.8% 至 1.3 億美元，毛利率為 43.8%。我們看到 Razer Fintech 正在快速成長，支付總金額同比增長 104%，達 43 億美元。主要受新商家入駐以及線上購物和數位娛樂消費激增的推動。目前為超過 5 萬家商戶提供服務，支援 110 多個區域支付選項，並擁有 100 萬多個線下受理點（與 Razer Gold 業務共用）。受益於 1) 公司豐富的網點基礎設施，2) 較高的用戶忠誠度以及 3) 東南亞電子支付市場巨大的發展潛力，雷蛇的服務業務有望成為公司的下一個收入驅動力。



## 東南亞支付市場前景廣闊

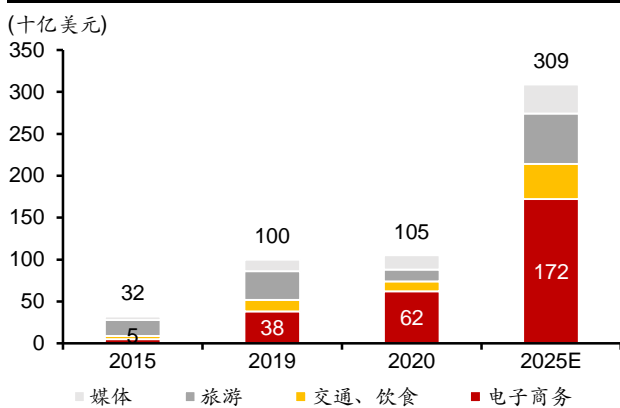
雷蛇最近幾年在支付服務領域的佈局和擴張將成為新的增長動力。在東南亞，82%的線上人口為遊戲玩家。隨著電子商務在新興市場的快速發展，雷蛇將目光投向了遊戲以外的更廣闊的電子商務支付領域。我們認為雷蛇此番戰略佈局是看好未來東南亞地區網路經濟的發展：2025年東南亞互聯網經濟的商品總價值（GMV）預計可達3,090億美元，5年複合年增長率為24%。我們相信互聯網銷售的強勁增長將推動當地商戶和消費者對支付服務的需求。儘管當前東南亞的支付行業高度分散，我們認為未來行業會經歷一系列整合，消費者最終會選擇可以提供多種產品和服務的支付提供商，而不僅僅是與遊戲或娛樂相關的產品或服務商。所以我們看好雷蛇在支付領域的佈局，相信該業務有望成為公司新的增長動力。

在東南亞，82%的互聯網用戶是遊戲玩家。2025年東南亞互聯網經濟的商品總價值（GMV）預計可達3,090億美元，5年複合年增長率為24%。其中，50%以上的貢獻來自電子商務活動。去年超過三分之一的線上交易是由新購物者產生的，其中80%的人有意願繼續選擇線上購買的方式。

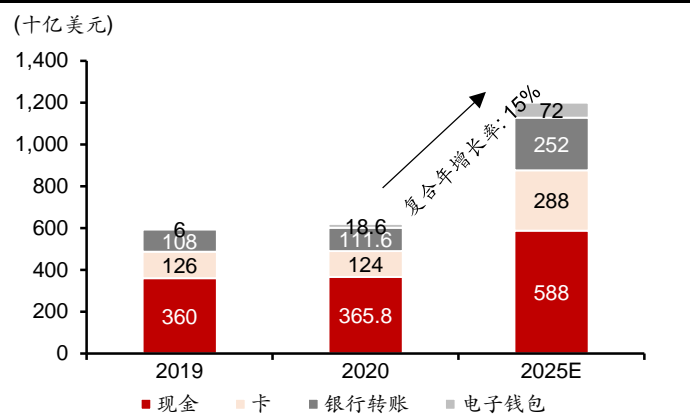
東南亞電子商務的繁榮促進了提升了數位支付服務的滲透率。這種數位支付服務具有更高的使用者粘性，我們相信非接觸式支付的用戶偏好的轉變將會繼續。谷歌、淡馬錫的報告中指出，東南亞的數字支付市場將快速發展，數位支付總交易額（GTV）預計將在2025年達到12億美元。

電子商務的強勁增長將推動對支付服務的需求。儘管目前東南亞的支付行業高度分散，未來預計會有更多的行業整合。無論是消費者還是商家，最終都會選擇能夠提供更多支付服務的服務商，而不僅僅是遊戲或娛樂相關的產品或服務。

**圖 43: 東南亞互聯網經濟 GMV 將於 2025 年達到 3,090 億美元**      **圖 44: 東南亞的數位支付市場複合年增長率達 15% (20-25E)**



資料來源: 谷歌、淡馬錫、招銀國際證券預測



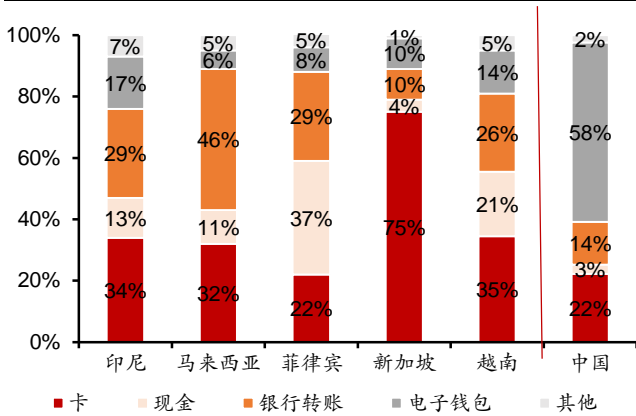
資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

東南亞市場（包括印尼、泰國、新加坡、菲律賓、馬來西亞和越南）的電子商務正在經歷快速增長。主要得益於1）人口基數大（2020年末擁有近6億人口），人口結構年輕化，接受電子商務和線上支付的意願高，2）經濟增長快（2021年東南亞的整體GDP增長預期達到5.1%，4G、5G網路升級以及智慧手機普及率提高。

目前，東南亞國家仍依賴現金支付，約有 50% 的人口沒有銀行帳戶。但經歷電子商務的飛速發展以及疫情期間非接觸式支付的需求增長，無現金支付的參與度變得越來越高。數位支付加速的驅動因素包括：1) 中國遊客的無現金支付習慣帶來了溢出效應，東南亞本地商戶希望吸引更多的中國遊客而尋求電子支付方式；2) 中國國內的數位支付提供商（如支付寶和微信支付）推動了跨境交易規模和 3) 疫情促進了電子商務和非接觸式支付方式的廣泛使用。

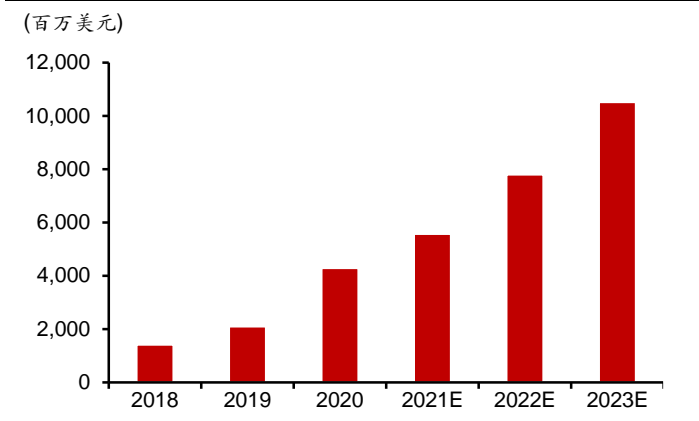
我們估計雷蛇的金融科技業務的複合年增長率為 35% (21-24E)，這主要得益於電子商務的強勁增長和東南亞地區無現金支付採用率的提高。雷蛇從遊戲支付市場開始，共用其現有的基礎設施和人員、管道，切入到其他支付應用場景，積極尋求為其客戶提供更全面的服務，並將公司寶貴資產（品牌、用戶基數以及忠實度）創造出更高的價值。

圖 45: 東南亞與中國的數位支付方式對比：仍有增長空間



資料來源: PPRO、J.P.Morgan、Edgar、Dunn & Co.、WPL、招銀國際證券

圖 46: Razer fintech: 支付總金額的複合年增長率為 35% (21-24E)



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

## 雷蛇在東南亞支付市場的機遇與挑戰

存在交易需求，就有支付需求。東南亞的支付市場因其 1) 龐大的人口基數，2) 快速增長的經濟和 3) 看似可複製的商業模式（類比中國）而前景光明。東南亞支付市場的巨大潛力引起了美國、歐洲以及亞洲的金融科技公司的關注。Dealroom 指出，目前東南亞科技生態系統的總估值為 1,080 億美元，其中受到資本支持的金融科技類的初創公司數量最多。東南亞金融科技市場的前景一片光明。

然而，當前支付市場是高度分散的。主要因為各個國家 1) 文化、語言、宗教等差異；2) 基礎設施投資不足，網路不穩定，物流成本高；3) 金融科技服務的相關政策、法規、許可和牌照要求不同。這些驅動因素增加了國際或區域參與者的市場整合難度，但這也為雷蛇在東南亞市場獲得更多的市場份額贏得了時間。

### 電子錢包解決方案

Razer pay 是一種 B2C 電子錢包解決方案，面向年輕人和千禧一代。目前該應用可以使用的國家是馬來西亞和新加坡。馬來西亞現時有多位元電子錢包牌照擁有人，包括 6 家銀行和 48 家非銀行發行人。除了 Razer Pay，當地其他流行的電子錢包包括 Boost、GrabPay、Touch'n Go、Lazada Wallet、ShopeePay。我們發現大多數知名的電子錢包都是基於高使用者粘性的基礎上發展起來的，首先通過單一支付場景，例如拼車、送貨和購物，後續切入其他的支付場景。作為一家以遊戲玩家為核心資產的公司，我們相信雷蛇在支付市場可以憑藉公司的品牌知名度以及較高的用戶忠誠度有自己獨特的切入角度，但無容忽視的是競爭仍然激烈。

我們預計未來東南亞的電子錢包行業將經歷整合，同時新的初創企業也將迎來蓬勃發展。短期來看，東南亞的電子錢包行業仍將保持擁擠。從長遠來看，我們預計具有更強國際影響力、提供更全面解決方案的支付服務商將取得更多的份額，主要因為 1) 更多的線上交易需要跨境支付（例如，馬來西亞：40%）；2) 用戶偏好便捷的、功能全面的超級應用程式；3) 數位銀行牌照的獲得難度加大以及更強的金融監管。

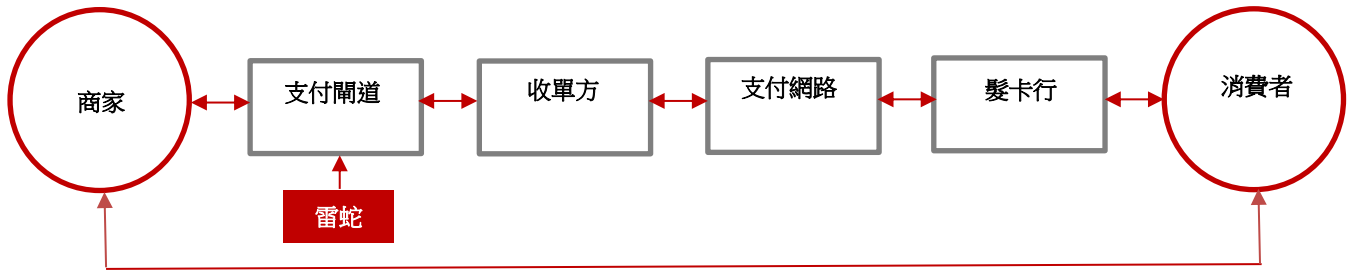
對於雷蛇，我們認為它在這個電子錢包行業處於有利地位，因為 1) 其客戶已然都是互聯網使用者；2) 基於遊戲相關的支付場景的使用頻次高、用戶忠誠度高以及 3) 其 Razer Gold 業務可以提供具有協同作用的基礎設施來進一步支援 Razer Pay 業務。儘管雷蛇未能在新加坡獲批數字銀行牌照，公司已將目光投向了該地區的其他國家。我們會緊密關注公司在馬來西亞（22 年第一季度）和其他東南亞國家的數字銀行牌照申請和頒發情況。

### 支付閘道解決方案

除了電子錢包外，雷蛇還提供支付閘道服務以支援商家的支付需求。在支付交易環節中會涉及多個參與方，包括商家、支付閘道服務商、風險管理服務商、收單方、支付網路和發行方。Razer Fintech 的 RMS 服務支援全球眾多知名的互聯網品牌，如 Lazada、Shopee、淘寶、穀歌和 Facebook。公司在為擁有高銷售額的商家提供可靠的基礎設施方面有著良好的服務記錄。公司還提供有虛擬終端應用程式，接受多種支付管道和支付方式，包括信用卡、借記卡、帶二維碼掃描的電子錢包（Razer Pay、支付寶、微信支付、Touch'n Go、

Boost、Maybank Pay、Grab Pay)、網上銀行、通過支付連結支付帳單(7-11的額外現金支付)等。

圖 47: 雷蛇現在是東南亞地區領先的支付開道服務提供者之一



資料來源: 公司資料、招銀國際證券

在支付環節中，**支付開道**是一種幫助商家發起和保護支付安全的技術服務，需要在同一個系統下連接不同的收單銀行並接納不同的支付方式。**這塊市場目前高度分散**，許多金融科技公司只提供支付開道服務。缺乏行業整合的原因是許多開道技術仍然基於商家的舊的基礎設施(網頁介面等)，商家會因轉換供應商的成本高昂且麻煩而選擇繼續使用原有的服務。然而，**我們確實看到了近年來支付行業有整合的趨勢：國際參與者正在積極拓展市場，並提供更多環節的支付服務。**我們相信這一趨勢將繼續，因為一個支付平臺的便利、流暢的交易體驗、更好的風險管理和更高的授權率將會推動商家的銷售增長並降低支付安全風險。

雷蛇目前將自己定位為於東南亞提供開道服務的區域性參與者。鑒於接下來幾年東南亞市場的交易量增長強勁，以及公司在當地語系化方面的優勢，我們對雷蛇的開道服務持樂觀態度。當然潛在的風險也在於越來越多的國際參與者將業務擴展到該地區，我們預計未來市場競爭將更加激烈。

圖 48: 馬來西亞的線上支付開道服務提供者服務對比

	Razer Fintech		eGHL	iPay88	Paypal	Stripe	
全球/區域服務商	區域		區域	區域	全球	全球	
服務類型	Lite	Premium	-	SOHO	SME	-	-
初始費用	RM499	RM400	RM499	RM499	RM400	免除	免除
年費	RM99	RM249	RM25 或根據交易量予以免除	免除	RM500 (只第一年)	免除	免除
交易費 (每次交易收費)	~3.8%	~3%	~2.5%-3.5%	~3.5%	~2.5%-2.9%	~3.9%-4.4%	~3.0%
支持貨幣	馬來西亞令吉 (RM)	馬來西亞令吉 (RM)	多種	馬來西亞令吉 (RM)	馬來西亞令吉 (RM)	多種	多種

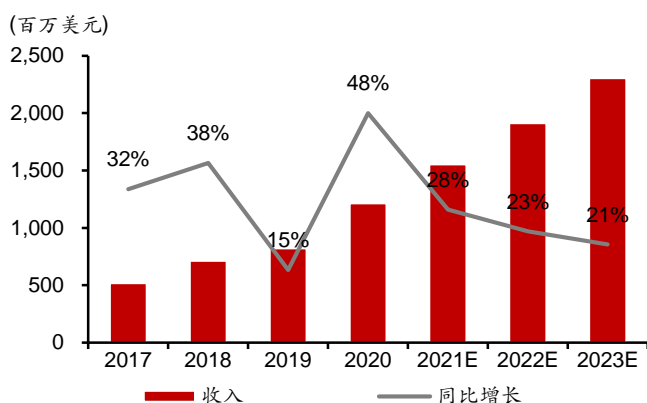
資料來源: 公司資料、Sitegiant、招銀國際證券

## 預期盈利能力持續改善

### 2020：收入顯著增長且首次實現盈虧平衡

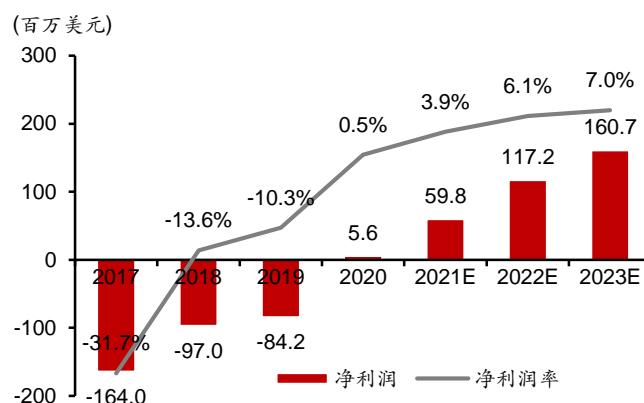
雷蛇在 2020 年實現了非常亮眼的業績，各部門業務都有不錯的增長。雷蛇 20 財年的收入/毛利為 12.2 億美元/2.7 億美元（同比增長 48%/61%），主要驅動因素為 1) 來自硬體部門的強勁需求和市場份額的增長以及 2) 受惠於居家經濟的強勁驅動帶來的服務部門的市場拓展以及支付總金額的增長。基於 1) 收入端的增長，2) 高毛利部門（服務）的佔比增加以及 3) 運營開支的更好控制，雷蛇於 2020 財年首次實現盈利，淨利潤為 560 萬美元（2019 財年：-8,420 萬美元）。展望未來，我們估計雷蛇將在 21-24 財年實現 20%/50% 的收入/淨利潤的年度複合增長率。

圖 49: 雷蛇：公司收入複合增長率為 20% (21-24E)



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

圖 50: 雷蛇：公司淨利潤複合增長率為 50% (21-24E)



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

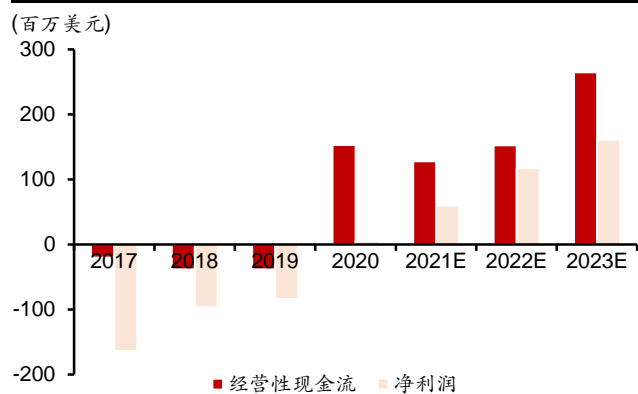
從收入層面看，外設硬體部門仍然是最大的部門，2020 財年收入達到 7.7 億美元（同比 73.8%）。其次是系統部門，收入達到 3.1 億美元（同比增長 15.4%）。硬體業務（外設+系統）佔 2020 財年總收入的 89%。同時，服務部門以 130% 的複合年增長率從 1,100 萬美元增長至 1.3 億美元（FY17-20）。其中，Razer Gold 和 Fintech 的支付總金額同比增長 102%/104%。按地域劃分，雷蛇與其遊戲硬體同行相比擁有較強的國際影響力，其中美國佔到了總收入的 43.5%。

截止到 2020 年末，公司沒有債務並持有超過 6 億美元的現金。2020 財年，雷蛇報告了 1.5 億美元的經營現金流（2019 財年為 -3,900 萬美元），現金迴圈週期為負。我們相信雷蛇的財務狀況非常健康，公司能夠憑藉如此強勁的財務狀況抓住未來的機會。管理層表示，未來資本部署包括 1) 新硬體的研發和新服務的開發，2) 持續的股份回購和 3) 投資和並購活動。其中，2020 財年研發費用率為 4.4%，我們預計在未來幾年裡它將保持類似的比率。

從 2020 年年初開始，公司進行了較多的股票回購，以年初至今共回購了 3.1 億港元的股票，平均回購價格為 2.67 港元（2019 財年為 104 億港元@2.00 港元）。我們認為回購主要用於員工激勵計畫。

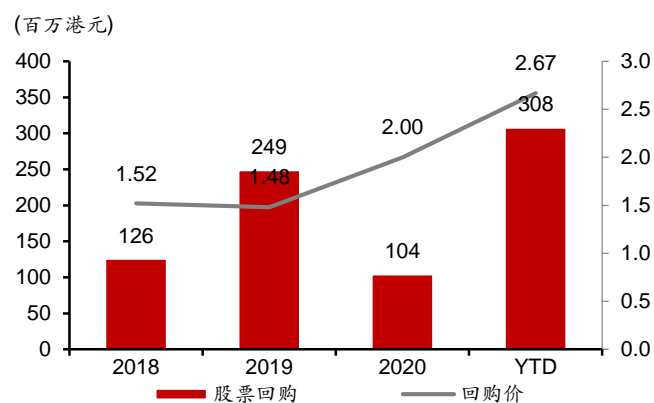


圖 51: 經營性現金流、淨利潤於 2020 年轉正



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

圖 52: 年初至今公司股票回購價位 2.67 港元



資料來源: 公司資料、招銀國際證券

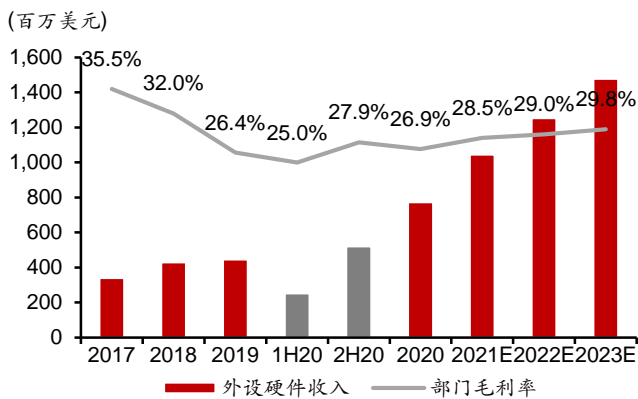
## 各項業務（外設硬體、系統、服務）增長強勁

外設硬體部門在 2020 財年實現了 73.8% 的同比增長，這主要是受疫情期間遊戲硬體需求增長的推動。我們相信 2021 年雷蛇依舊可以帶來不錯的業績增長，尤其是在上半年。從同業表現來看，Corsair 公佈了強勁的 2021 年一季度收入，外設硬體部門同比增長 71.6%（即使基於去年四季度的高基數，環比增長仍接近-4.8%）。不過對於 2021 年下半年，我們預計收入增速將放緩，主要由於基於以下考慮：1) 2020 年下半年的高基數和 2) 由於疫苗的幫助，人們重返工作崗位。

作為遊戲硬體行業的全球領導者，雷蛇 2020 財年銷售額的 89% 來自硬體業務，包括週邊設備和系統（收入比例為 71%/29%）兩大塊。硬體部門收入同比大幅增長 51.8%，在 2020 年突破 10 億美元大關。除了硬體產品，雷蛇為了提升用戶體驗和品牌忠誠度，還打造了全球最大的綜合遊戲軟體平臺。該平臺在 2020 年末擁有超過 1.2 億名客戶（統計基於註冊會員數），同比增長 54%。受益於硬體+軟體平臺帶來的高使用者粘性，雷蛇將公司軟體平臺貨幣化，發展了服務（支付）業務。

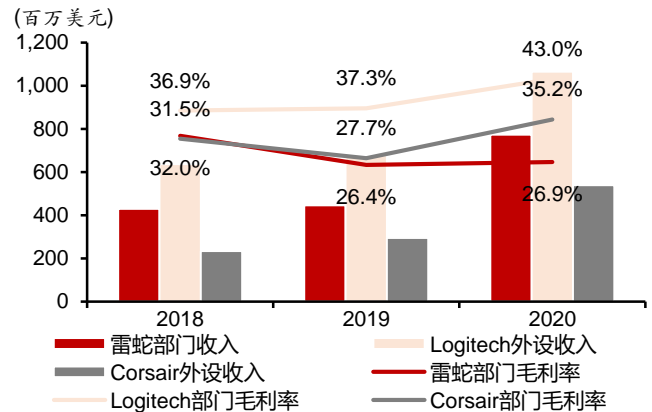
外設硬體部門的毛利率在之前幾個季度有所下降，主要由於 1) 產品組合轉向利潤率較低的產品，2) 產品和管道的投資以及 3) 2020 年上半年因疫情導致運費的提高。但我們看到公司 2020 年下半年的毛利率已經在恢復，提高至 27.9%（1H20 為 25.5%）。我們預計毛利率將在接下來的幾個季度繼續回升，主要因為 1) 隨著玩家參與度的增加，硬體消費的支出也將提高；2) 隨著雷蛇每年推出更多高毛利的新產品，整體毛利率將得到改善。

圖 53: 自 2H20 以來外設硬體毛利率正在回升



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

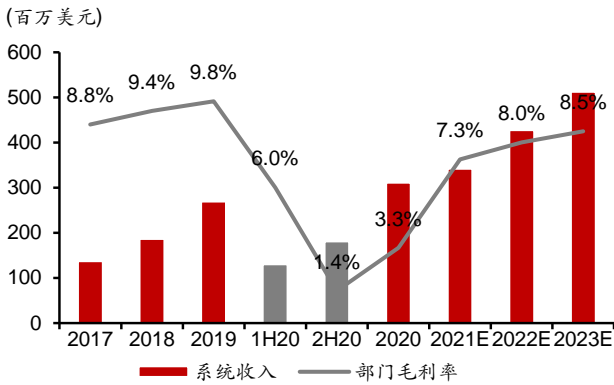
圖 54: 外設硬體同行對比（2018-2020）



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測  
\*收入、毛利率基於外設硬體部門資料。

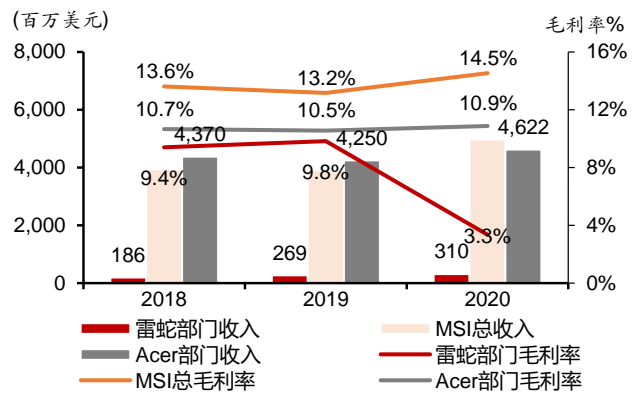
系統部門收入在 2020 財年同比增長 15.4%，主要受益於新一代產品的發售。據 Canalsys 稱，儘管受到元件短缺的影響，2020 年電腦行業全球市場增長迅猛，預計電腦市場將在 2021 年繼續保持 8% 的增長率。2020 年部門毛利率有所下降，主要原因是由於下半年的 930 萬美元一次性零部件核銷和促銷活動所致。剔除此非經常性核銷的影響，2020 年下半年的利潤率為 6.6%。我們預計該部門的利潤率將在規模經濟的影響下逐步回升，但部門增長有可能被零部件短缺所抵消。

圖 55: 毛利率因規模經濟的利好而回升



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

圖 56: 系統同行對比 (2018-2020)

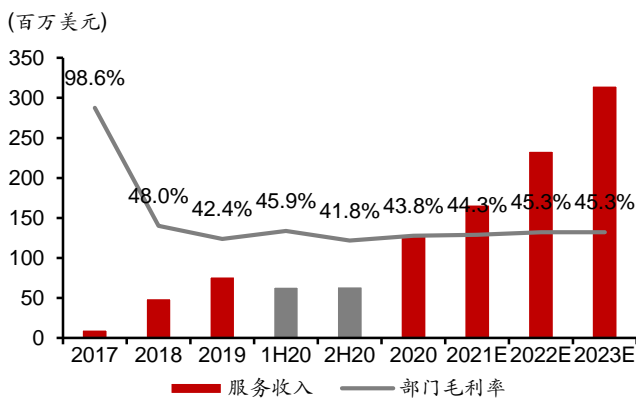


資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測  
\*收入、毛利率基於系統部門資料 (MSI 除外)。

綜上所述，我們相信雷蛇的硬體類產品將繼續保持良好的增長，因為未來幾年疫情仍將影響我們的生活。雖然一旦人們重返工作崗位，遊戲市場的增長可能會放緩，但整體遊戲市場將繼續擴大，基於以下幾點考慮：1) 玩家基數的增加，網路連接改善，智慧手機普及率不斷提高；2) 更高的玩家參與度和 3) 遊戲作為後疫情時代社交活動的新管道。

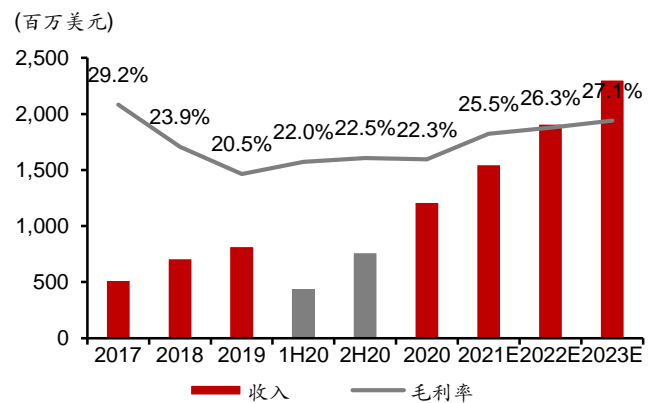
對於服務部門，Razer Gold 以及 Razer Fintech 的業務佔比為 50%/50%。該部門的高毛利率提高了公司整體的毛利率水準。預期 Razer Gold 將成為遊戲市場擴張的主要受益者，而 Razer Fintech 將享受電子商務市場的東風。我們看好雷蛇服務部門的業務前景，主要因為 1) 遊戲市場的持續增長；2) 遊戲內收入的更強勁增長 (~74%) 增加了交易、支付頻次並提高了對可以訪問各種遊戲、娛樂內容平臺的粘性以及 3) 電子化支付滲透率的提高。

圖 57: 服務部門較公司硬體類部門毛利率高



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

圖 58: 公司整體毛利率得益於服務業務的高毛利率得到改善



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

## 近況更新

### ESG 舉措

近年來，雷蛇專注於環境的可持續發展，在 ESG 方面下了很多功夫。1) **綠色組織**：雷蛇承諾到 2025 年使用 100% 可再生能源運營，到 2030 年成為碳中和組織。2) **綠色產品**：與全球分銷商、零售商和電子零售商共同合作，公司產品到 2025 年可以回收利用，到 2030 年，所有產品都將使用回收或可回收材料。同時，所有新產品都將使用 FSC 認證、可生物降解和環保的包裝，並按照最佳行業標準和實踐製造。3) **綠色投資**：雷蛇還通過 zVentures 設立了一個 5,000 萬美元的基金，投資於可再生能源、碳和塑膠領域的初創公司。

我們認為這些舉措將有利於公司的長期成長：1) 隨著青年、千禧一代和 Z 世代越來越關注環境可持續性，這些舉措可以增加品牌忠實度，2) 投資者對 ESG 主題的興趣日益濃厚。根據晨星的資料，可持續資金投資在 2019 年增加了 4 倍至 214 億美元，並在 2020 年達到 511 億美元。我們認為對 ESG 的偏好將增強消費者的忠誠度並在未來吸引更多投資者。

### 現在購買，稍後付款 (“BNPL”)

Razer Fintech 和總部位於新加坡的 BNPL 服務提供者 Rely 聯合宣佈建立合作夥伴關係，目標在東南亞地區向在 Razer Merchant Services (RMS) 內註冊的商家提供 BNPL 服務。通過此次合作，雷蛇將可以為其客戶提供免息 BNPL 支付方案。

當前，BNPL 在歐洲受到歡迎，並在美國越來越受歡迎。BNPL 服務商為其客戶提供稍後付款的選項，將帳單分成分期付款，並向他們收取較低的利息或零利息。BNPL 服務的主要提供商是 Klarna、Clearpay、Laybuy、Affirm、Paypal 等。據美國銀行估計，到 2025 年，BNPL 市場可能增長 10-15 倍，每年處理高達 6500 億至 1 萬億美元的交易。

我們認為新增的 BNPL 功能將有助於雷蛇提高其支付服務的競爭力，預計這項服務將受到商家和客戶的歡迎。提供 BNPL 解決方案，雷蛇將幫助其商家提高銷售轉化率，並最大限度地減少精打細算的客戶放棄購物車內產品結帳的機率。

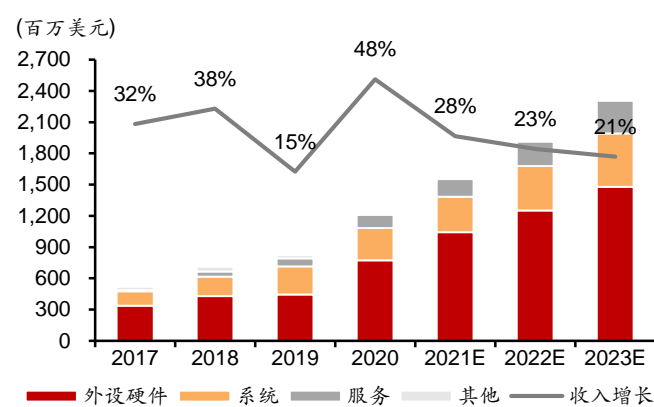
## 財務分析

預期雷蛇將在 21-24 財年實現 20%/50% 的收入/淨利潤的複合年增長率

我們估計 21E/22E 的公司收入將同比增長 28%/23%，主要受以下因素推動：1) 遊戲市場增長帶動遊外設硬體市場的增長，2) 雷蛇的品牌知名度和其較高的客戶粘性以及 3) 近期公司在支付領域的擴張有望成為未來增長的新動力。

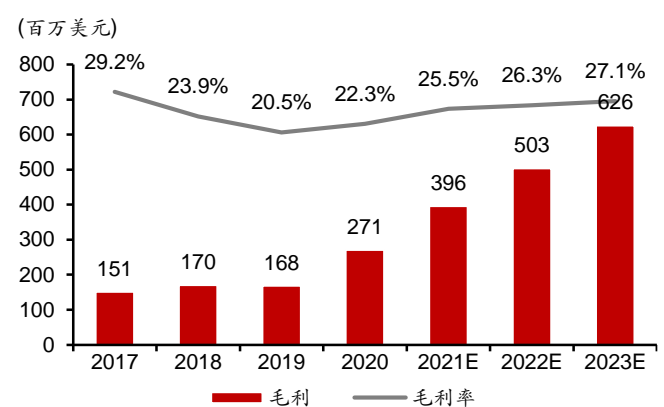
2020 年對遊戲相關行業來說是標誌性的一年，經歷了高速增長。我們預計外設硬體收入將在 2021 年企穩，原因是 1) 去年的高基數影響以及 2) 人們逐步重返工作崗位導致增速放緩。但長期來看，我們對雷蛇的硬體業務保持樂觀，因為 1) 龐大的玩家基數以及高增長率，2) 更強勁的玩家參與度提升忠實玩家的人均消費水準以及 3) 新興市場的強勁發展。

圖 59: 收入預測



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

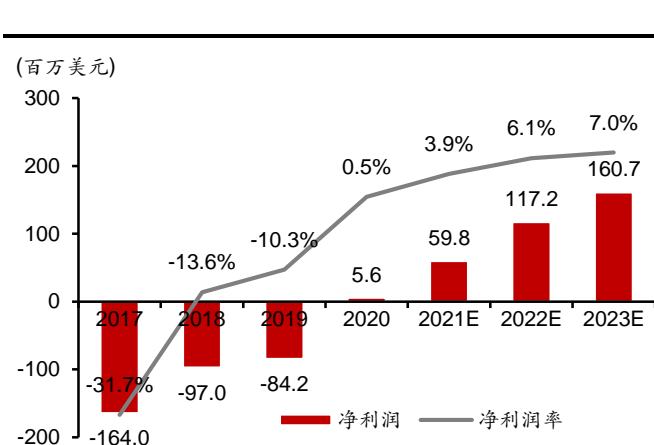
圖 60: 毛利及毛利率預測



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

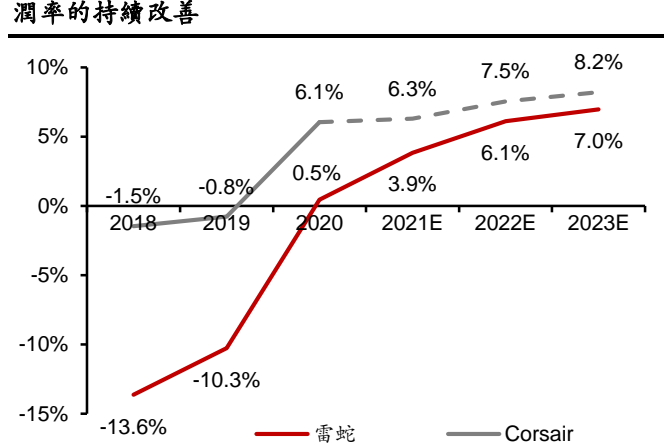
2021 年，我們預計淨利潤將隨著營業利潤率的提升而繼續改善。Corsair 是雷蛇遊戲外設硬體同行之一，公司在 2019 年下半年實現盈利。其淨利潤率從 2019 年第三季度的 0.5% 增長至 21 年第一季度的 8.8%。鑒於雷蛇的業務更加多元化、全球化，我們預計雷蛇的盈利能力也將持續改善。

圖 61: 淨利潤及淨利潤率的預測



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

圖 62: 預計雷蛇將會和 Corsair 一樣在扭虧為盈後實現利潤率的持續改善



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測



圖 63: 主要假設

百萬美元	FY19	FY20	1H21E	2H21E	FY21E	FY22E	FY23E
遊戲外設硬體	445	773	522	522	1,044	1,253	1,478
... 同比增長	4%	74%	107%	0%	35%	20%	18%
系統	269	310	154	188	342	427	512
... 同比增長	45%	15%	18%	4%	10%	25%	20%
服務	77	128	83	83	167	234	315
... 同比增長	55%	67%	30%	30%	30%	40%	35%
其他	30	2	0	0	0	0	0
... 同比增長	-37%	-92%	-	-	-	-	-
<b>收入總計</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>
... 同比增長	15%	48%	70%	3%	28%	23%	21%
<b>毛利率</b>							
遊戲外設硬體	26.4%	26.9%	28.0%	29.0%	28.5%	29.0%	29.8%
系統	9.8%	3.3%	7.0%	7.5%	7.3%	8.0%	8.5%
服務	42.4%	43.8%	44.2%	44.3%	44.3%	45.3%	45.3%
其他	-28.6%	-153.7%	-	-	-	-	-
<b>毛利總計</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>

資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

圖 64: 盈利預測

百萬美元	FY19	FY20	1H21E	2H21E	FY21E	FY22E	FY23E
收入	821	1,215	759	793	1,552	1,913	2,306
... 同比增長	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%
銷售及行政開支	(202)	(213)	(131)	(133)	(264)	(297)	(348)
... 佔收入%	-24.6%	-17.5%	-17.3%	-16.8%	-17.0%	-15.5%	-15.1%
研發開支	(52)	(54)	(34)	(36)	(70)	(73)	(92)
... 佔收入%	-6.4%	-4.4%	-4.5%	-4.5%	-4.5%	-3.8%	-4.0%
<b>營業收入</b>	<b>(96)</b>	<b>(7)</b>	<b>29</b>	<b>34</b>	<b>62</b>	<b>134</b>	<b>186</b>
營業利潤率 (%)	-11.7%	-0.6%	3.8%	4.2%	4.0%	7.0%	8.0%
... 同比增長	-3.8%	-92.7%	N/A	236.9%	-994.2%	114.7%	38.6%
<b>淨利潤</b>	<b>(84)</b>	<b>6</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>60</b>	<b>117</b>	<b>161</b>
淨利潤率 (%)	-10.3%	0.5%	3.7%	4.0%	3.9%	6.1%	7.0%
... 同比增長	-13.2%	-106.7%	N/A	36.9%	963.6%	95.9%	37.0%

資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

## 招銀預測與市場一致預期比較

我們認為，雷蛇是可以獲得遊戲相關市場快速增長紅利的投資標的之一。預計到2023年遊戲市場總值將達到2,050億美元。遊戲外設硬體市場（包括耳機、滑鼠、鍵盤和手柄）肯定會受益於未來遊戲市場的強勁擴張。但長期來看，我們對雷蛇的硬體業務保持樂觀，因為1) 龐大的玩家基數以及高增長率，2) 更強勁的玩家參與度帶動忠實玩家的人均消費水準的提升以及3) 新興市場的支付業務強勁發展。

此外，雷蛇最近幾年在支付服務領域的佈局和擴張將成為新的增長動力。在東南亞，82%的互聯網用戶為遊戲玩家。隨著電子商務在新興市場的快速發展，雷蛇將目光投向了遊戲以外的更廣闊的電子商務支付領域。我們認為雷蛇此番戰略佈局是看好未來東南亞地區網路經濟的發展：2025年東南亞互聯網經濟的商品總價值（GMV）預計可達3,090億美元，5年複合年增長率為24%。我們相信互聯網銷售的強勁增長將推動當地商戶和消費者對支付服務的需求。

雷蛇在2020年實現了非常亮眼的業績，各部門業務都有不錯的增長。展望未來，我們估計雷蛇將在21-24財年實現20%/50%的收入/淨利潤的年度複合增長率。

圖 65: 招銀預測與市場一致預期

百萬美元	招銀預測			市場一致預期			差異 (%)		
	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%
淨利潤	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 利潤率	6.7%	9.4%	10.2%	4.1%	7.2%	9.2%	2.6 ppt	2.2 ppt	1.1 ppt
淨利潤率	3.9%	6.1%	7.0%	3.1%	5.3%	6.4%	0.7 ppt	0.8 ppt	0.5 ppt

資料來源：彭博、招銀國際證券預測

## 估值

首次覆蓋，給予買入評級，目標價為 3.22 港元（48%上升空間）

首次覆蓋雷蛇（1337HK），我們給予公司買入評級，以及一年期 3.22 港元的目標價。我們的估值是基於分類加總估值法，分別給予外設硬體、系統部門 25.6x/10.3x 的 22 年 P/E 估值以及服務部門 1.0x 的 22 年 P/S 估值。我們認為這種估值方法可以更好的體現 1) 公司多元化的生態系統業務，2) 領先的遊戲硬體市場地位以及 3) 仍處於早期、但預計增長迅速的服務業務。我們給出的 3.22 港元的目標價相當於 31.4 倍 22 年 P/E，1.9 倍 22 年 P/S。

我們認為，雷蛇是可以獲取遊戲相關市場快速增長紅利的優秀投資標的之一。預期公司將在 21-24 財年實現 20%/50% 的收入/淨利潤的複合年增長率。給予買入評級。

圖 66: 分類加總估值

部門	2022 年收入 預測	2022 年 收入佔比 (%)	2022 年淨利潤 預測	2022 年 淨利潤佔比 (%)	估值方式	給予倍數 (x)	估值
<b>分類加總估值法</b>							
遊戲外設硬體	1,253	65.5%	130	72.2%	P/E	25.6	3,327
系統	427	22.3%	12	6.8%	P/E	10.3	126
服務	234	12.2%	38	21.0%	P/S	1.0	234
<b>合計 (百萬美元)</b>	<b>1,913</b>	<b>100.0%</b>	<b>180</b>	<b>100.0%</b>			<b>3,686</b>
匯率(美元/港元)							7.75
<b>合計 (百萬港元)</b>							<b>28,567</b>
股數							8,871
目標價(港元)							<b>3.22</b>

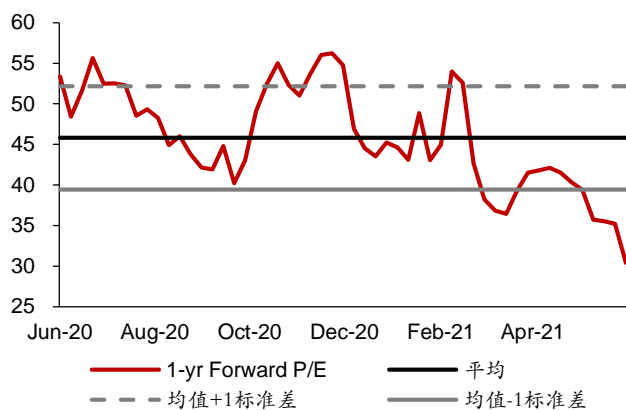
資料來源: 招銀國際證券預測

圖 67: 同業比較

公司	代碼	市值 (百萬美元)	股價 (當地貨幣)	P/S (x)		P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
				FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
<b>外設硬體</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
同行中位數				1.5	1.4	22.4	19.2	8.2	6.8	41.7	35.3
<b>系統</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
同行中位數				0.6	0.6	10.3	10.3	3.2	2.9	38.9	38.9
<b>服務</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
同行中位數				5.8	4.6	55.4	43.2	4.9	8.3	14.8	18.0
<b>生態系統</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
同行中位數				8.0	6.7	24.8	23.3	6.6	5.6	19.0	18.3

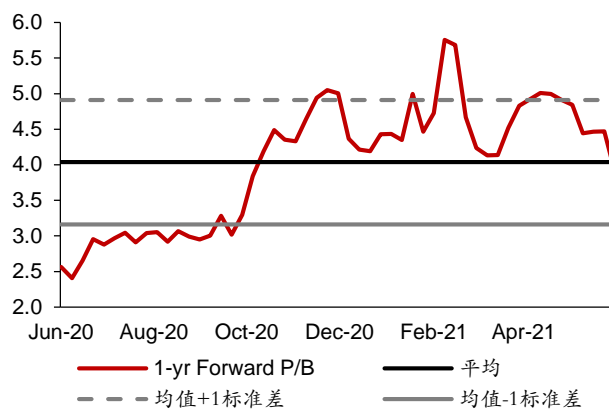
資料來源: 彭博、招銀國際證券預測 (2021年6月7日)

圖 68: 12 個月 forward P/E band



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

圖 69: 12 個月 forward P/B band



資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

**潛在風險包括** 1) 宏觀經濟的不確定性; 2) 比預期更快的疫情控制和更早的復工復產; 3) 供應鏈中斷時間更長, 電腦組件短缺遜於預期; 4) 來自同行的競爭愈發激烈以及 5) 東南亞國家對金融科技業務的監管加強, 獲得、更新支付、銀行牌照的難度增加。



## 主要投資風險

### 行業競爭風險

雷蛇和 Logitech 是目前遊戲外設硬體市場的兩大品牌。然而，其他週邊設備製造商、電腦供應商越來越有興趣加強他們在這個領域的影響力。例如，2021年6月，惠普公司宣佈完成對金士頓科技旗下遊戲部門 HyperX 的收購，收購價為 4.25 億美元。收購的產品線包括耳機、鍵盤、滑鼠、滑鼠墊、USB 麥克風和手柄配件。惠普在個人電腦市場具有領先優勢（第二），這可能有助於該公司在外設硬體市場的業務擴張，增加遊戲硬體行業的競爭。

### 毛利率改善慢於預期，或令雷蛇的盈利能力受壓的風險

我們預計今年雷蛇的盈利能力將得到加強。但如果出現以下情況，雷蛇的利潤率可能面臨下行壓力：1) 同行之間的競爭加劇 2) 電腦零部件的短缺愈加嚴重，以及 3) 加密貨幣挖礦活動推動顯卡價格上漲。

### 疫情的影響以及消費者行為的改變並非長期性的風險

儘管短期內沒有跡象表明全球範圍內疫情得到了很好的控制，但我們不能低估醫療科技的進步以及疫苗解決方案的發展。人們可能會比我們預期更早地恢復正常工作。同時，消費者在疫情期間改變的行為（例如增加遊戲、流媒體時間和玩家的參與度的加強）是不可持續的。不過我們認為這種風險很小（請參閱“後疫情時代：增速緩和但增長仍將繼續”一節）。

### 金融科技業務擴展不利的風險

東南亞電子商務的發展預期強勁，但存在風險。例如各個國家 1) 科技滲透率低和 2) 文化、法規、基礎設施和支付偏好的各不相同，導致市場碎片化。這增加了新進入者在該市場擴大支付業務的難度，特別是對於那些沒有做好當地語系化的服務商。另外，我們認為支付寶和微信支付在中國取得的巨大成功在沒有大量補貼的情況下可能難以在東南亞複製。雖然雷蛇是一家無負債公司，但我們認為雷蛇不太可能通過高額補貼搶佔市場份額，而這可能會對雷蛇未來 B2C 的業務拓展產生限制。

## 財務資料

### 損益表

截止至12/31 (百萬美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入	821	1,215	1,552	1,913	2,306
營業成本	-653	-944	-1,156	-1,410	-1,680
毛利率	168	271	396	503	626
銷售及管理費用	-202	-213	-264	-297	-348
研發費用	-52	-54	-70	-73	-92
其他運營費用	-10	-11	0	0	0
運營利潤	-96	-7	62	134	186
其他非運營開支	6	4	5	6	7
利息收入	13	9	10	10	12
財務費用	-1	-1	-1	-1	-2
稅前利潤	-78	4	76	148	203
所得稅費用	-6	-4	-15	-30	-41
淨利潤	-83	1	60	118	162
少數股東損益	1	-5	1	1	2
歸屬於母公司股東淨利潤	-84	6	60	117	161
調整後的 EBITDA 利潤	-29	45	104	180	236

### 現金流量表

截止至12/31 (百萬美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
淨利潤	-83	1	76	148	203
折舊與攤銷	24	23	26	30	34
股權激勵費用	30	16	16	16	16
運營資金變動	-8	90	22	-15	46
其他	-1	24	-11	-27	-35
經營活動現金流淨額	-38	153	128	152	264
資本開支	-16	-26	-34	0	0
其他	6	-145	11	-33	-49
投資活動現金流淨額	-10	-171	-22	-33	-49
股權發行及回購	-32	-13	-47	-28	-18
股息及利息支付	-0	-0	0	0	0
其他	-6	11	-4	-5	-6
籌資活動現金流淨額	-38	-3	-51	-33	-24
現金及現金等價物淨額	-86	-21	55	87	191
期初現金	615	528	509	563	650
匯率影響	-1	1	0	0	0
期末現金	528	509	563	650	841

### 資產負債表

截止至12/31 (百萬美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
流動資產	848	1,043	1,175	1,300	1,596
現金及現金等價物	528	509	563	650	841
應收票據及賬款	215	268	328	354	430
存貨	75	125	141	152	179
其他流動資產	30	141	143	144	146
非流動資產	147	200	205	217	244
固定資產	30	30	31	37	47
無形資產及商譽	105	91	85	82	79
其他非流動資產	12	79	88	97	118
總資產	995	1,243	1,379	1,516	1,840
流動負債	402	621	723	753	910
應付票據及賬款	378	584	683	708	857
客戶款項	13	20	22	25	30
其他流動負債	11	16	18	20	24
非流動負債	18	15	19	20	26
租賃負債	10	7	8	10	12
其他非流動負債	8	8	11	10	14
總負債	420	636	742	773	936
所有者權益	575	607	637	743	904
股本	89	89	90	93	95
股本溢價	684	673	624	594	574
儲備	-205	-179	-104	30	206
少數股東權益	7	25	26	27	29
總負債及所有者權益	995	1,243	1,379	1,516	1,840

### 關鍵指標

截止至12/31 (百萬美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
部門收入	445	773	1,044	1,253	1,478
外設硬體	269	310	342	427	512
系統	77	128	167	234	315
服務	30	2	0	0	0
其他	81	23	35	92	151
總收入	821	1,215	1,552	1,913	2,306
增長率 (%)					
收入增長率	15.2%	48.0%	27.8%	23.3%	20.5%
調整後的 EBITDA 增長率	62.7%	-151.6%	233.3%	172.8%	131.4%
淨利潤增長率	-13.2%	-106.7%	963.6%	95.9%	37.0%
利潤率 (%)					
毛利率	20.5%	22.3%	25.5%	26.3%	27.1%
EBITDA 利潤率	-3.6%	3.7%	6.7%	9.4%	10.2%
淨利潤率	-10.3%	0.5%	3.9%	6.1%	7.0%
資產負債相關指標					
淨負債比率 (%)	-91.9%	-83.8%	-88.4%	-87.4%	-93.1%
現金迴週期(天數)	-75.1	-74.5	-87.9	-76.9	-71.9
盈利指標 (%)					
權益收益率	-14.6%	0.9%	9.4%	15.8%	17.8%
資產收益率	-8.5%	0.5%	4.3%	7.7%	8.7%
每股資料 (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

資料來源: 公司資料、招銀國際證券預測

## 附錄 1 – 公司發展歷程

年份	公司發展歷程
2005	公司成立，並在加利福尼亞州聖地牙哥和新加坡設立了雙全球總部。 推出旗艦遊戲滑鼠。
2007	推出旗艦遊戲鍵盤。
2009	公司美國總部從加利福尼亞州聖地牙哥遷至加利福尼亞州三藩市。
2010	在上海設立中國區域總部。 完成 A 輪優先股投資。 推出旗艦遊戲耳機。
2011	在台北開設研發中心。
2012	通過 Razer Synapse 物聯網平臺啟動軟體平臺計畫。 推出旗艦遊戲筆記型電腦。
2014	推出 Razer Cortex。
2015	完成 B 輪優先股投資。 在台北、馬尼拉和曼谷開設前三間雷蛇商店。 收購 OUYA, Inc. 的部分資產。 推出 Razer Music 計畫。 推出 Razer Chroma 軟體。
2016	完成 C 輪優先股投資。 從 SST 收購某些資產。 在三藩市和上海開設第四和第五家雷蛇商店。 成立 zVentures。
2017	推出 Razer zGold 服務計畫。 完成對 MOL Global 的投資。 完成 D 輪優先股投資。 在香港開設第六家雷蛇商店。 宣佈與長江和記三集團建立合作夥伴關係。 推出雷蛇手機。 完成在香港聯合交易所的首次公開募股。
2018	成立 Razer Fintech。
2020	首次盈利。

資料來源：公司資料

## 附錄 2 – 股權結構

Chen Family (Hivemind) Holdings Ltd	Voyager Equity LTD	Lim Teck Lee Land Pte Ltd.	Primerose Ventures	Tan Min-Liang	Vanguard Group Inc/The	Others
31.85%	15.07%	3.89%	3.71%	3.26%	1.07%	41.15%
↓ 100%						
雷蛇						

資料來源：公司資料、彭博、招銀國際證券預測

## 附錄 3 – 管理層

名字	加入日期	年齡	職位
Mr. Min-Liang Tan	2006/09	43	聯合創始；CEO；執行董事兼董事會主席
Ms. Liu Siew Lan Patricia	2016/08	56	員工主管
Mr. Tan Chong Neng	2017/11	47	CFO
Mr. Khaw Kheng Joo	2009/10	72	COO
Mr. Choo Wei Pin	2015/01	49	法律法規主管
Mr. Li Meng Lee	2018/03	43	首席戰略官；雷蛇金融科技 CEO
Mr. Lim Kaling	2012/11	57	非執行董事；提名委員會成員；創始投資者；董事會成員

資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

## 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其公司與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第四9(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。