

迅游科技 (300467)

网游加速移动化全球化，拟并购狮之吼增厚业绩

2017年6月30日

买入 (首次)

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码: S0600516070001

联系电话: 021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利及估值重要数据	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	158.00	180.70	215.04	272.55
(+/-) (%)	-8.07%	14.36%	19.00%	26.74%
净利润 (百万元)	39.12	50.78	65.62	81.40
(+/-) (%)	-34.11%	29.82%	29.21%	24.06%
EPS (元)	0.23	0.30	0.39	0.49
P/E	176.3	135.8	105.1	84.7

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

投资要点

- **迅游科技打造国内最专业网游加速服务，受益于电竞市场火爆。**公司是 2008 年成立的国内领先的网游加速服务商，中国游戏加速第一股，核心产品“迅游网游加速器”、“迅游国际版”、“迅游手游加速器”所支持的网游超过 13000 款，包括 PC 端和移动端，王者荣耀内嵌手游加速器于 9 月开始收费。我国电子竞技进入全民化、移动化、体育化时代，2016 年全国端游电竞收入已达 307.7 亿元，预计 2017 年电竞用户规模达到 2.2 亿，公司网络加速业务的发展将率先受益于玩家对游戏体验和比赛结果的重视。
- **抢占移动端、布局全球化，以技术支撑和研发投入为保障，深挖用户价值。**凭借布局和研发的优势，公司累计注册用户超过 1.8 亿，活跃付费用户数约 300 万：(1) 顺应移动化大潮，率先在手游加速器领域发力，研发支持主流对战型、竞技型移动游戏的手游加速器，在技术和市占率上具有明显优势；(2) 推出迅游国际版，全程国际节点接入，适合国内用户玩海外游戏以及海外用户玩国内游戏；(3) 成功研发 SCAP 平台，实现更加迅速和稳定的云加速服务和足够的扩展性。
- **拟并购狮之吼，延伸主营业务，有望显著增厚业绩。**(1) 狮之吼主营手机系统工具软件的研发和推广，拥有清理类、电池类、安全类、网络类、其他等五大类 20 余个产品，截止 16 年底各类产品累计拥有约 2.4 亿用户，迅游将通过此次收购延伸主营业务。(2) 狮之吼 16 年实现 4.31 亿营收，实现净利润 1.24 亿，17 年至 19 年承诺扣非归母净利润分别不得低于人民币 19,200 万元、24,960 万元、32,448 万元，将显著增厚业绩。

投资建议

在不考虑收购狮之吼的情况下，我们预计公司 2017/18/19 年的 EPS 为 0.30/0.39/0.49 元，对应当前股价 PE 为 136/105/85 倍；假设收购成功 18 年可以完全并表的情况下，2017/18/19 年备考利润为 0.51/3.15/4.05 亿，EPS 为 0.30/1.27/1.63 元，对应当前股价 PE 为 136/33/25 倍。

风险提示

并购狮之吼仍存在不确定性风险；假设并购完成后，狮之吼业绩低于预期产生的商誉减值风险；行业增速不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	41.33
一年最低价/最高价	39.15/69.80
市净率 (倍)	12.44
流通 A 股市值 (亿元)	42.75

基础数据

每股净资产 (元)	3.32
资本负债率 (%)	31.68%
总股本 (亿股)	1.67
流通 A 股 (亿股)	0.98

相关研究

目录

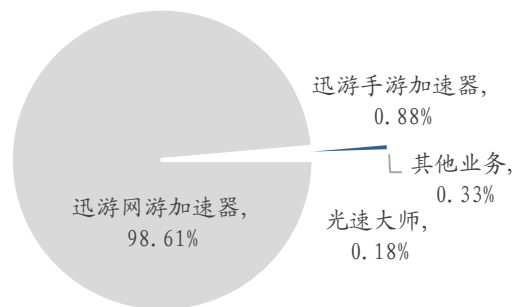
1. 迅游科技：打造国内最专业网游加速服务商	4
2. 电竞、手游催化，游戏加速器迎接新增速	5
2.1. 电竞爆发、游戏移动化，网游加速产业如虎添翼	5
2.2. 产品直接面向用户，紧抓手游加速与海外市场	8
2.3. 大力投入技术研发，技术实力为口碑背书	11
3. 拟收购狮之吼，积极拓展新业务	12
4. 盈利预测	17
5. 风险提示	18

图表 1: 公司 16 年主营业务构成.....	4
图表 2: 公司股权结构.....	4
图表 3: 2011-2017 年公司营业收入及增速.....	4
图表 4: 2011-2017 年归母净利润及增速.....	4
图表 5: 中国电子竞技行业发展阶段.....	5
图表 6: 2014-2018 年中国电竞用户规模.....	5
图表 7: 2016 年全球电子竞技收入.....	5
图表 8: 2014-2016 年中国端游电竞市场规模.....	6
图表 9: 2015 年电竞行业各模块收入.....	6
图表 10: 电竞赛事的用户参与度.....	6
图表 11: 2016 年中国电竞用户细分规模.....	6
图表 12: 电竞体育化的相关政策支持.....	7
图表 13: 2013-2016 中国游戏市场销售收入构成 (单位: 亿元).....	7
图表 14: 2015Q1-2017Q1 中国移动游戏销售收入 (单位: 亿元).....	7
图表 15: 竞技类游戏遭遇网络卡顿问题.....	8
图表 16: 迅游网游加速器收费.....	9
图表 17: 营业收入按业务构成分类 (万元).....	9
图表 18: 迅游网游加速器支持绝大多数游戏.....	9
图表 19: 迅游手游加速器.....	10
图表 20: 迅游王者荣耀加速器.....	10
图表 21: 加速服务传输流程.....	11
图表 22: 研发投入金额及占营业收入的比例.....	12
图表 23: 研发投入金额及占营业收入的比例.....	13
图表 24: Power Clean.....	13
图表 25: Network Master.....	13
图表 26: Power Clean 下载排名前列 (美国).....	14
图表 27: 狮之吼产品矩阵.....	14
图表 28: 狮之吼业务流程.....	15
图表 29: 狮之吼主要收入来自于广告.....	16
图表 30: 2016 年前五大客户.....	16
图表 31: 2015 年前五大客户.....	16
图表 32: 狮之吼营业收入及净利润.....	16
图表 33: 并购狮之吼形成协同.....	17
图表 34: 公司业绩预测.....	18
图表 35: 对标行业公司估值表.....	18

1. 迅游科技：打造国内最专业网游加速服务商

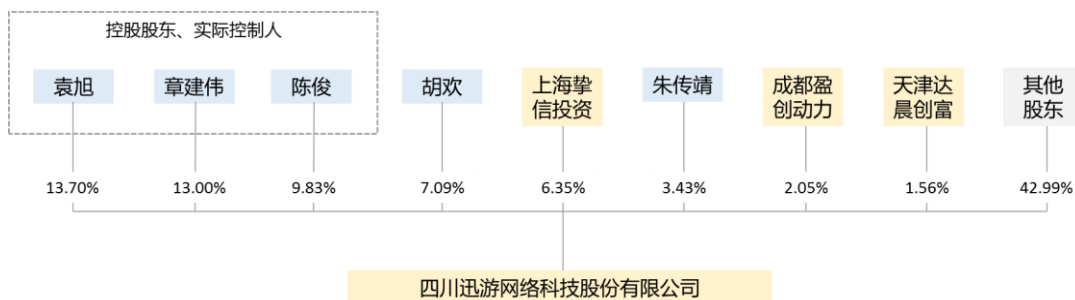
成立于 2008 年，迅游科技是国内领先的网游加速服务商。公司总部设立于四川成都，于 2015 年 5 月 27 日在深交所创业板上市，成为中国游戏加速第一股。公司的核心产品“迅游网游加速器”、“迅游国际版”、“迅游手游加速器”所支持的网游超过 13000 款，包括 PC 端和移动端，注册用户过亿。曾先后在蓝月科技从事互联网加速服务的袁旭、章建伟和陈俊是公司创始人及前三大股东。此外，挚信投资、成都盈创动力、达晨创富等机构投资者也是其主要股东。

图表 1：公司 16 年主营业务构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：公司股权结构

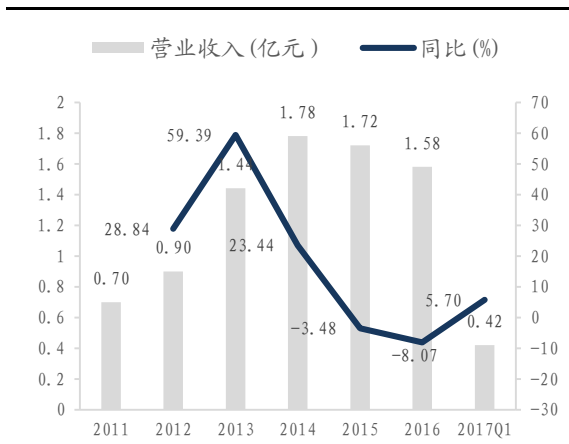


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

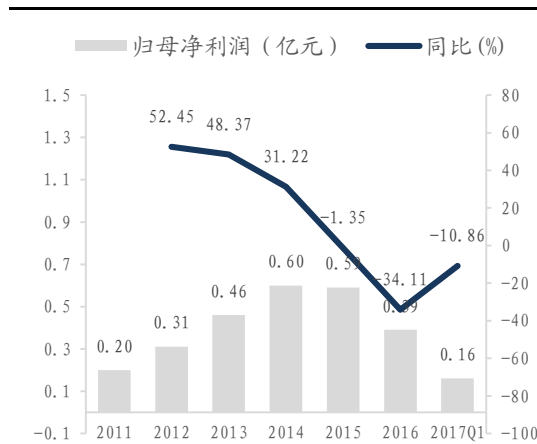
2016 年营收及归母净利润均有下滑，主要受整个游戏市场影响。16 年营业收入 1.58 亿，同比下降 8.07%，主要原因：一、公司 15 年增值税税率变动；二、PC 端游戏收入增量有限，公司用户充值收入受整个网络游戏行业的影响。归母净利润为 0.39 亿元，同比下降 34.11%，主要原因：一、公司开展新业务合作和新产品研发测试导致成本费用同比有所上涨；二、公司引进高级管理人才等导致人力成本同比有所上涨；三、子公司速宝科技加大研发投入及市场推广，导致成本费用有所上涨。

图表 3：2011-2017 年公司营业收入及增速

图表 4：2011-2017 年归母净利润及增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2. 电竞、手游催化, 游戏加速器迎接新增速

2.1. 电竞爆发、游戏移动化, 网游加速产业如虎添翼

电竞全民化, 加速器需求催化

中国成为电竞大国, 市场规模超 300 亿。我国电子竞技行业已进入成熟期, 根据艾瑞咨询的预测, 2017 年电竞用户规模将达到 2.2 亿。在 2016 年全球电子竞技收入中, 北美市场以 38% 占据首位, 而中国市场也以 15% 的收入排在第二位, 中国已成电竞大国。2016 年全国端游的电竞收入已经达到 307.7 亿元, 其中来自电竞游戏的用户付费是主要来源, 其次是直播、赛事门票、赞助等收入贡献。

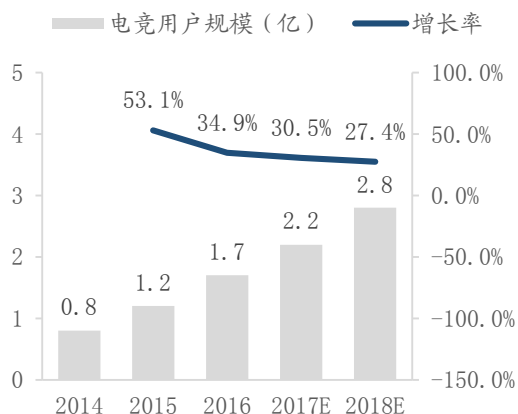
图表 5: 中国电子竞技行业发展阶段



资料来源: 艾瑞, 东吴证券研究所

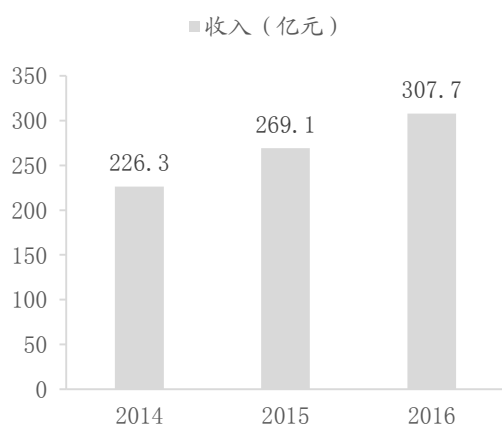
图表 6: 2014-2018 年中国电竞用户规模

图表 7: 2016 年全球电子竞技收入



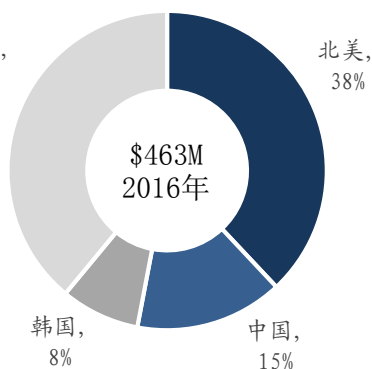
资料来源：艾瑞，东吴证券研究所

图表 8: 2014-2016 年中国端游电竞市场规模



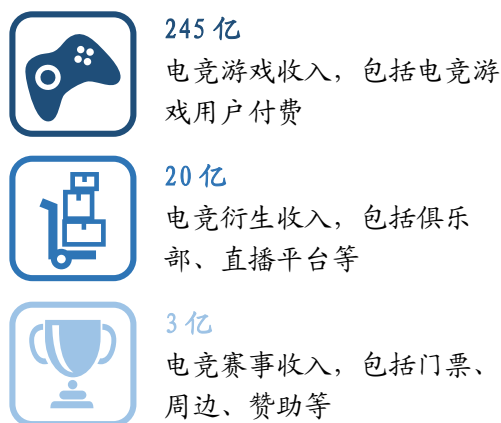
资料来源：艾瑞，东吴证券研究所

图表 10: 电竞赛事的用户参与度



资料来源：Newzoo，东吴证券研究所

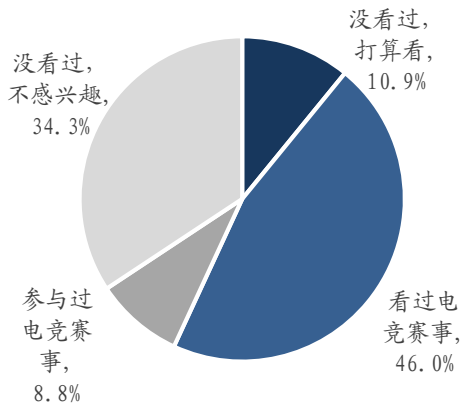
图表 9: 2015 年电竞行业各模块收入



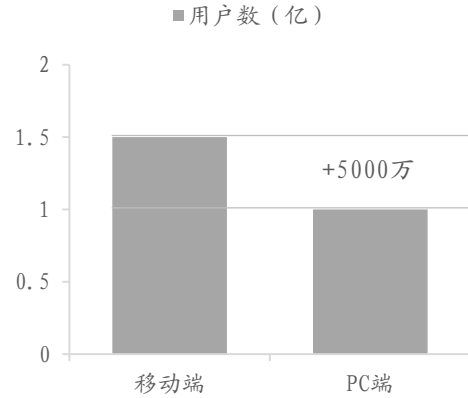
资料来源：艾瑞，东吴证券研究所

图表 11: 2016 年中国电竞用户细分规模

电竞发展进入全民化、移动化、体育化时代。根据 CNNIC 第 39 次《中国互联网络发展状况统计报告》，我国手机网民规模约 6.95 亿，结合企鹅智库的用户调研，约有 65% 的用户对电竞赛事感兴趣，可以预计我国有 4.5 亿潜在电竞用户，电竞发展呈现全民化趋势。同时移动电竞在借鉴 PC 电竞模式的基础上不断创新，用户规模已超越 PC 端用户，呈现移动化趋势。为更好引导产业健康发展，国家相关部门出台一系列电竞体育化政策，从政策层面推进电竞的职业化与正规化。



资料来源：企鹅智库，东吴证券研究所



资料来源：腾讯互娱大数据，东吴证券研究所

图表 12: 电竞体育化的相关政策支持

年份	相关政策
2003	中国国家体育总局将电子竞技运动列为中国正式开展的第 99 个体育项目
2012	电竞被提名为 2020 年奥运会比赛项目
2016	国务院总理主持召开国务院常务会议，其中提到加快发展电子竞技与其他相关体育健身行业休闲产业

资料来源：企鹅智库，东吴证券研究所

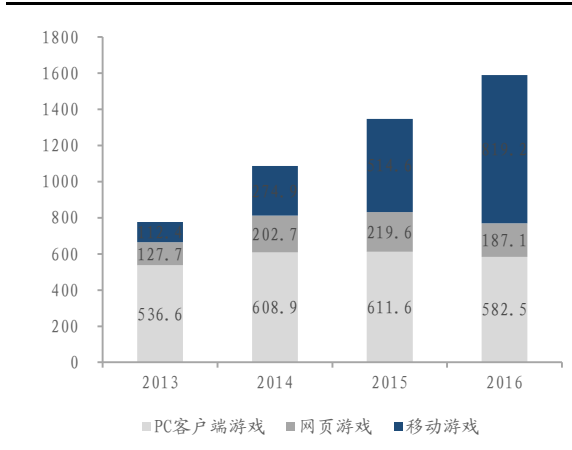
在电竞快速发展、网络游戏进一步向对抗方向发展，玩家越来越看重游戏过程体验和比赛结果。由于互联网基础网络存在路径复杂、内容繁杂、流量大、网络节点分布不均等原因，网络游戏中普遍存在延时过高、登录困难、容易掉线等问题，严重影响用户体验。对于英雄联盟（LOL）、DOTA 等竞技型游戏而言，比赛取胜是玩家的首要目的，竞技玩家的 APM（每分钟操作次数）通常在 100 以上，职业玩家的 APM 达 200-300 甚至更高，毫秒级的延迟都可能对比赛结果产生重大影响。因此越来越多高要求游戏玩家对网络延迟带来体验和成绩的下降容忍度降低，促使网络加速服务加速发展。

页转手、端转手，加速器转手

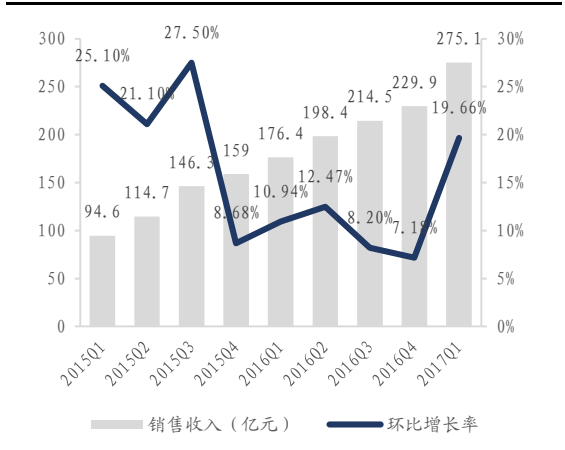
在多种因素的作用下，国内的手游市场仍然呈现出欣欣向荣的态势。《王者荣耀》凭借着峰值超过 8000 万的 DAU 一鸣惊人，《龙之谷》、《天龙八部》等多款产品火热，页转手、二次元纷纷崛起崛起。根据伽马数据统计，2017 年 Q1 国内手游市场收入 275.1 亿元，同比增长 56%，环比增长 20%。

图表 13: 2013-2016 中国游戏市场销售收入构成（单位：亿元）

图表 14: 2015Q1-2017Q1 中国移动游戏销售收入（单位：亿元）



资料来源：GPC, CNG, 东吴证券研究所



资料来源：GPC, CNG, 东吴证券研究所

移动游戏的竞技性随着热门竞技类游戏的火爆而突出，玩家对网速提出了更高的要求，以《王者荣耀》为例，游戏中玩家经常会遇到延迟过高的情况，出现卡顿、技能释放不出来等问题，因此竞技类游戏的首要的条件就是将延迟控制在合理的范围内，否则很难取得胜利。

图表 15: 竞技类游戏遭遇网络卡顿问题



资料来源：王者荣耀, 东吴证券研究所

此类头部竞技类手游占据了玩家大量的时间和金钱投入，游戏加速器通过对游戏体验的升级和游戏成绩的提升吸引用户，满足更具有实质性的需求。我们认为目前手游加速器的普及远未达到页游、端游的程度，随着端转手、页转手的进程，手游加速器玩家将快速获取转化用户；同时手游吸引的游戏群体更加广泛，增量游戏玩家同时能够促进手游加速器市场规模的持续攀升。

2.2. 产品直接面向用户，紧抓手游加速与海外市场

迅游科技的主要产品为“迅游网游加速器”和“迅游手游加速器”。网游和手游玩家通过下载公司提供的“迅游网游加速器”软件和“迅游手游加速器”APP，与公司的智慧云加速平台连接，通过互联网智能路由导航、加速节点部署、智能加速算法等多项加速技术，为网游玩家提供网游数据传输加速服务，有效解决网游玩家在网游中遇到的延时过高、登录困

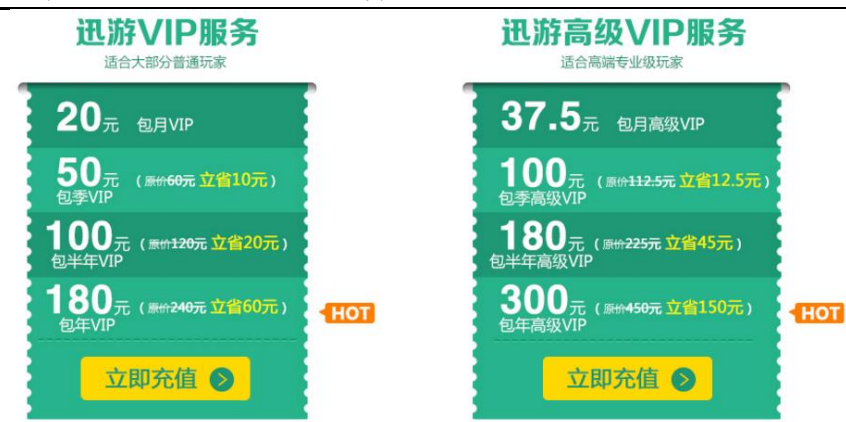
难、容易掉线等问题。

公司主要服务目前通过两种模式提供给用户，一是 B2C 模式；二是 B2B2C 模式，公司业务以 B2C 我为主，2015 和 2016 年营业收入占比分别达到了 94.78 和 96.90%。

(1) B2C 模式下，用户登录公司官方网站注册，直接下载公司客户端使用公司提供的加速服务。在 B2C 模式下，公司提供 VIP 套餐收取会员费，普通会员价格在 20 元/每月至 180 元/每年。

(2) B2B2C 模式下，公司与合作运营商签订合作协议，用户在合作运营商处注册，通过下载公司定制版本的加速器客户端或含有“迅游集成加速系统”的游戏客户端使用公司提供的加速服务。

图表 16: 迅游网游加速器收费



资料来源：迅游网游加速器，东吴证券研究所

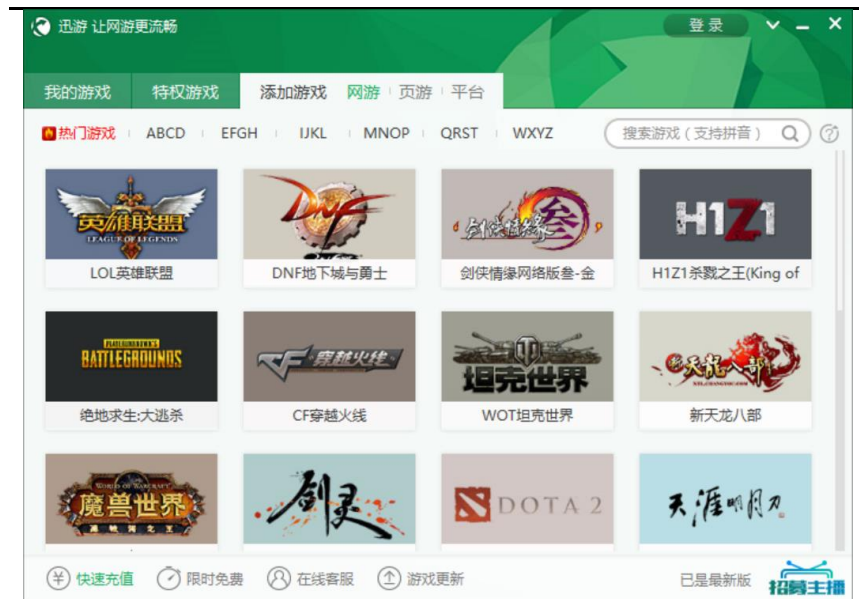
图表 17: 营业务收入按业务构成分类 (万元)

项目	2016 年度		2015 年度	
	收入金额	占比	收入金额	占比
B2C	15,310.02	96.90%	16,289.82	94.78%
B2B2C	437.79	2.77%	802.63	4.67%
其他	52.56	0.33%	94.34	0.55%
合计	15,800.38	100.00%	17,186.79	100.00%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司目前是互联网实时交互应用加速行业龙头，以网络游戏加速市场的先发优势和用户累积巩固行业地位，丰富的厂商资源是公司吸引用户进而形成口碑的重要途径。与国内主流游戏厂商建立了密切的合作关系，对于游戏厂商开发的大作、新作，公司可以率先开展加速业务的对接。

图表 18: 迅游网游加速器支持绝大多数游戏



资料来源：迅游网游加速器，东吴证券研究所

在移动端手游加速器市场上，公司率先发力，成立子公司速宝科技，研发迅游手游加速器，支持 iOS、Android 等主流移动操作系统及设备，产品支持各大应用市场的主流对战型、竞技型移动游戏，在技术和市场占有率上具有明显优势，同时作为中国移动电竞联盟成员单位，已与多家厂商达成合作接洽，在移动手游加速市场取得先发优势。

图表 19：迅游手游加速器



资料来源：迅游网游加速器，东吴证券研究所

公司与腾讯合作，为王者荣耀提供内嵌手游加速器，提供网络诊断、游戏自有加速等功能，根据王者荣耀的公告，该加速器在 9 月份全面升级后启动收费，在此之前迅游手游加速器已经为安卓手机用户持续提供了 9 个月的免费服务，得到了广大玩家的好评与支持。功能升级后加速器采用包月方式进行收费，月卡和季度卡定价分别是：11.9 元和 29.9 元，到期后可续费。

图表 20：迅游王者荣耀加速器



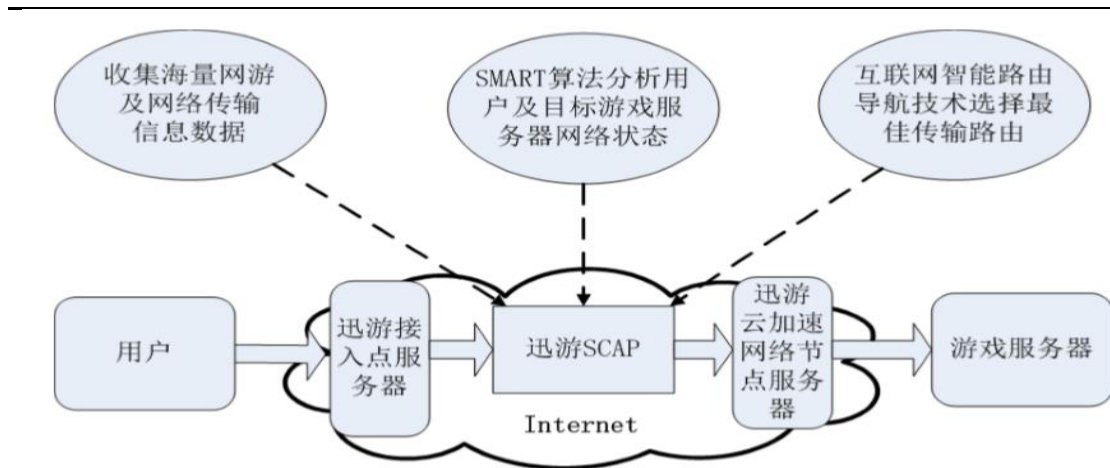
资料来源：迅游网游加速器，东吴证券研究所

此外，2016 年推出迅游国际版，布局全球网游加速市场。迅游国际版全程国际节点接入，适合国内用户玩海外游戏以及海外用户玩国内游戏。通过对接海外优质的线路资源和迅游先进的 SCAP 平台技术，迅游国际版的推出是公司拓展海外业务的重要布局。

2.3. 大力投入技术研发，技术实力为口碑背书

公司通过不断开发和改进，成功研发出独有的 SCAP，这一平台拥有 PaaS 核心技术，也拥有 SaaS 应用服务接口，不仅可以优化、融合、创新网络技术和软件技术，使公司的云加速服务更加迅速和稳定，还因平台具有足够扩展性，可以帮助公司延展开发出更多实时交互应用的加速服务。凭借这一独创的 SCAP 和公司多年在行业内的技术积累，公司在“平台”和“应用”两个层面都储备了足够的技术资源。

图表 21: 加速服务传输流程



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司为保持长期发展的竞争优势持续提升研发节奏、发力于核心技术攻关和产品线拓展，14 年来研发人员从 87 人增长至 117 人，研发投入占营业收入比重从 7.94% 提高至 21.76%，2016 年完成了面向个人宽带用户提供短时效网络带宽上限提升的应用软件“光速大师 2.0”、提升 SCAP 管理效率及技术支撑能力的“云网络运维系统”和为 PC 用户提供完整系统环境优化功能的“游戏优化助手”，在扩展业务范围的同时提高了技术能力。

图表 22：研发投入金额及占营业收入的比例

	2016 年	2015 年	2014 年
研发人员数量 (人)	117	103	87
研发人员数量占比	57.64%	56.59%	50.88%
研发投入金额 (元)	34,385,002.39	21,706,895.87	14,145,745.19
研发投入占营业收入比例	21.76%	12.63%	7.94%
研发支出资本化的金额 (元)	9,063,846.62	0.00	0.00
资本化研发支出占研发投入的比例	26.36%	0.00%	0.00%
资本化研发支出占当期净利润的比重	44.05%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司凭借全面的游戏覆盖、良好的用户体验和强大的技术支持，目前累计注册用户已超过 1.8 亿，活跃付费用户数约 300 万，这部分高价值、高粘度的海量玩家群体蕴含巨大的用户价值，公司将充分围绕公司用户群体的需求进行更加全面的支持和服务，对用户价值进行持续、深度地发掘。

3. 拟收购狮之吼，积极拓展新业务

2017 年公司发布筹划重大事项停牌公告，本次重组交易方案已于 2017 年 6 月 24 日公告，迅游科技以发行股份及支付现金的方式购买狮之吼 100% 股权，交易购买资产总额为 27 亿元，采用 87.963% 发行股份收购资产（总计发行股份数为 60,050,549 股，发行价格 39.55 元/股），12.037% 现金方式支付，拟向不超过 5 名特定投资者发行股份募集配套

资金 8.73 亿元，用于支付本次重组交易的现金对价及中介机构费用和用于实施移动网络 APP 新产品开发项目以及互联网广告综合运营平台升级项目。募集配套资金总额不超过本次拟购买资产交易价格的 100%。因认购上市公司本次新增发行的股份，鲁锦及其一致行动人直接和间接持有的迅游科技股权比例合计上升至 9.23%。

图表 23: 权益变动情况

	股东名称		本次交易前		本次交易后	
			持股数 (股)	持股比 例	持股数 (股)	持股比 例
1	袁旭	一致 行动 人	22,863,624	13.70%	22,863,624	9.18%
2	章建伟		21,694,200	13.00%	21,694,200	8.71%
3	陈俊		16,403,624	9.83%	16,403,624	6.59%
	其他原股东		105,868,952	63%	105,868,952	42.53%
小计			166,830,400	100.00%	166,830,400	67.01%
1	鲁锦		-	-	17,651,893	7.09%
2	珠海狮之吼		-	-	3,284,396	1.32%
3	天成投资		-	-	8,849,557	3.55%
	其他狮之吼股东		-	-	30,264,703	12.16%
小计			-	-	60,050,549	24.12%
配套融资投资者					22,073,325	8.87%
合计			166,830,400	100.00%	248,954,274	100.00%

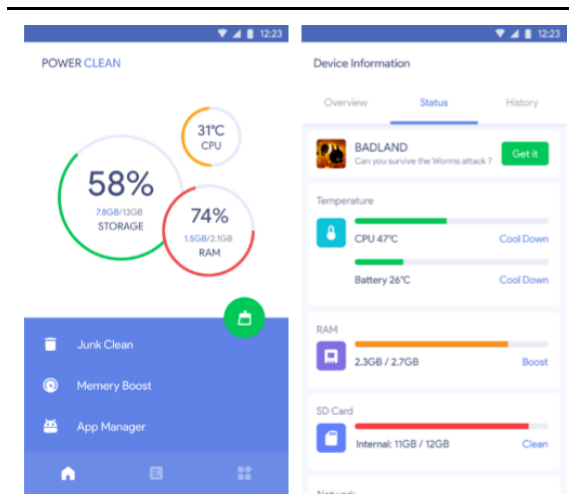
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

狮之吼成立于 2014 年，主营业务集中于移动互联网领域，目前主要从事手机系统工具软件的研发和推广，实际控制人鲁锦为国内著名工具软件鲁大师、Windows 优化大师的创始人，狮之吼的团队也正是鲁大师的团队，此次收购显著增强了上市公司的技术实力。

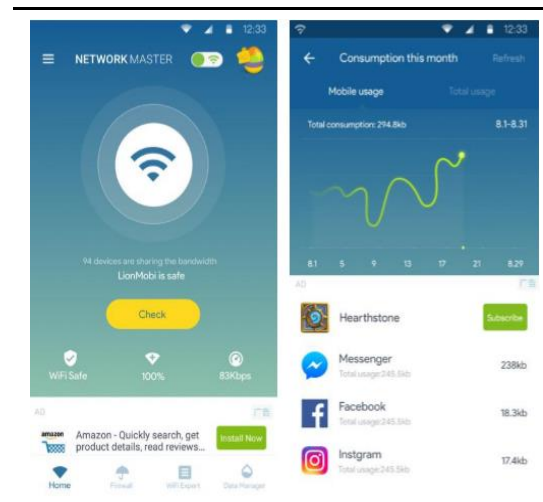
自成立以来，狮之吼陆续向全球移动互联网市场推出了 Power Clean、Power Battery、Network Master、Power Security 等一系列移动客户端软件产品，主要功能为手机系统清理、电池管理、网络管理、系统安全等。公司产品主要通过海外应用市场 Google Play、App Store、LG Store 及三星应用商店发布，业务收入来源主要为移动软件内置广告，公司业务目前已经覆盖欧美、澳大利亚、新加坡、日本、韩国、香港、印度、泰国等多个国家和地区。根据 App Annie 数据平台的统计结果，截止 2017 年 5 月，公司旗下产品在 200 多个国家和地区位列应用商店同类型产品榜单前列，公司正在逐步成为全球知名的移动手机系统工具软件开发商。

图表 24: Power Clean

图表 25: Network Master

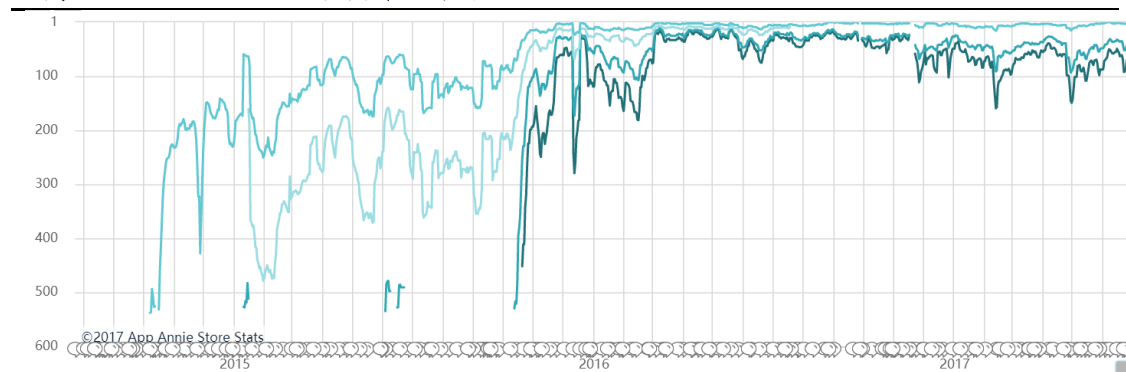


资料来源：公司公告，东吴证券研究所



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 26: Power Clean 下载排名前列 (美国)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2015 年以来，公司研发了具备清理加速、省电、系统工具箱、消息中心、网络管理、网络安全等功能的 20 余个软件，形成了金字塔式的产品矩阵。截止 2016 年 12 月 31 日，公司的各类产品累计拥有约 2.4 亿用户。自 2015 年 9 月开始，随着公司产品的不断推广和用户数量的不断增加，公司逐步形成了以大数据为驱动、以产品用户为切入点、以广告投放为主要收入来源的盈利模式，并逐步形成了清理类、电池类、安全类、网络类、其他等五大类产品。

图表 27: 狮之吼产品矩阵

专注高速增长的移动互联网领域

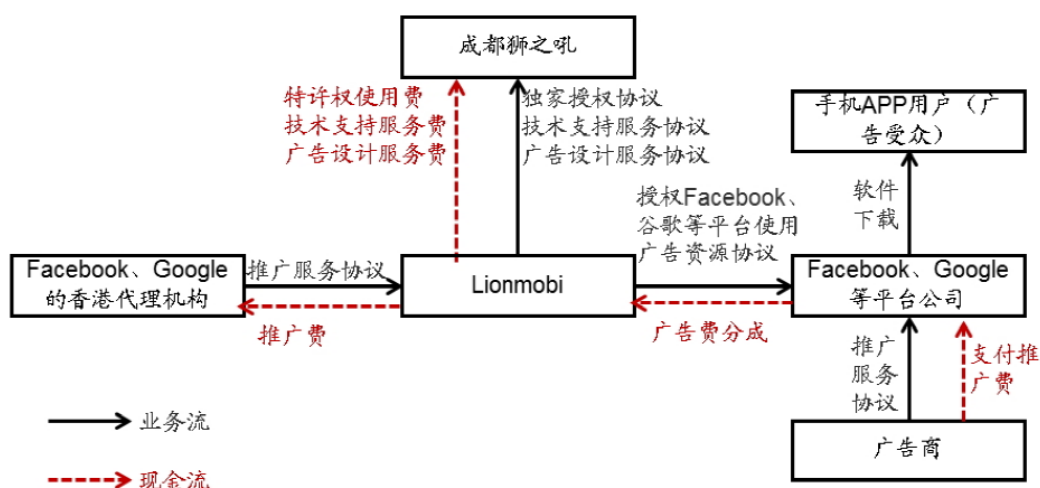


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

自 2014 年开展业务至今，公司实现了盈利能力的快速增长，与 Facebook、Google 等多家大型移动互联网公司建立了良好稳定的合作关系，为全球用户提供优质的移动互联网软件产品服务，并通过广告投放获得收益。

在产品发布阶段，狮之吼通过市场调研、内部决策等流程确定产品研发方向，由研发部门进行研发并筛选确定新产品后，在 Google Play、App Store、LG Store 等第三方应用平台发布产品；在产品推广阶段，狮之吼通过 APP 平台、开发者媒体及流量平台，对自有产品进行推广营销，从而促进用户量的不断增长；在广告投放阶段，狮之吼与 Facebook 和 Google 等广告平台进行合作，完成广告投放与用户属性相匹配后，将广告主的广告在自有的 APP 产品中进行投放。

图表 28：狮之吼业务流程



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2015 年和 2016 年，狮之吼的收入主要来自于广告收入，其中 Facebook 的广告投放收入占其营业收入总额的比例分别为 98.20%和

86.54%，比例较高且保持稳定增长态势，在一定程度上保障了狮之吼未来盈利的稳定性。

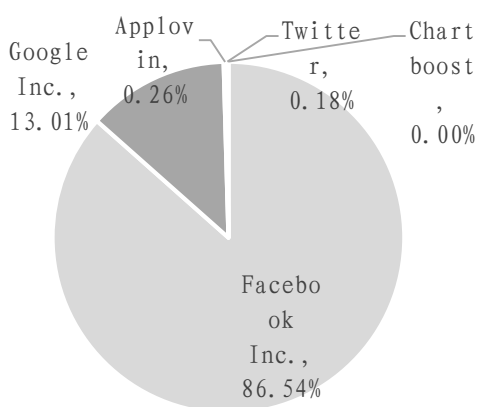
未来，随着公司业务的扩大及境内业务的扩展，销售收入的集中度将有所下降。

图表 29: 狮之吼主要收入来自于广告

	2016 年度		2015 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
网络广告展示服务	43105.31	100%	2984.72	100%
其他	1.82	0%	1.99	0%
合计	43107.13	100%	2986.71	100%

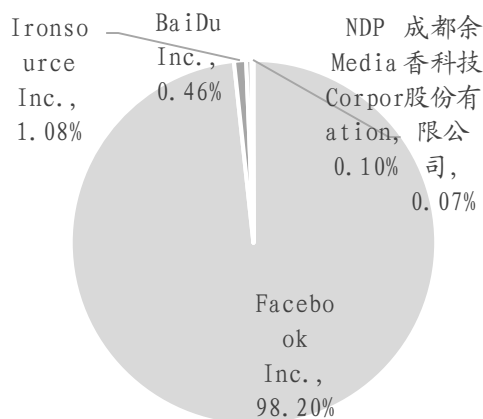
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 30: 2016 年前五大客户



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

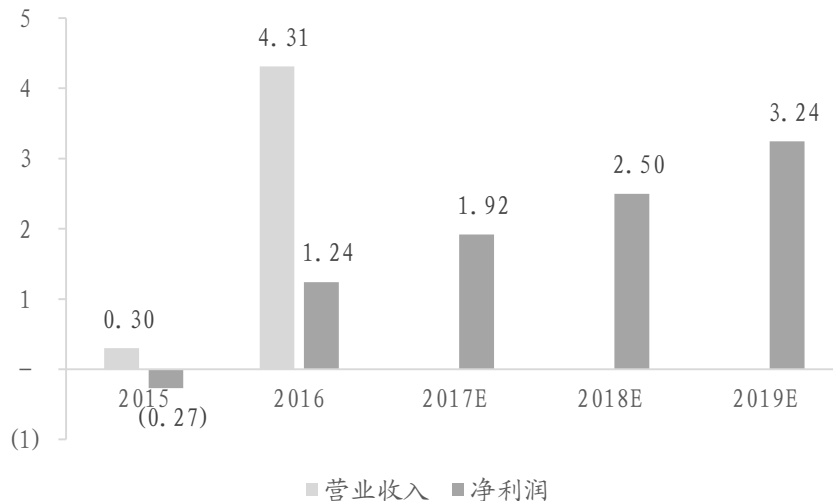
图表 31: 2015 年前五大客户



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

狮之吼 2016 年实现 4.31 亿营收, 实现净利润 1.24 亿, 此次收购完成后狮之吼股东鲁锦、游涛、霍小东、周江以及珠海狮之吼作为第一顺位补偿义务人, 天成投资、天宇投资作为第二顺位补偿义务人共同承担狮之吼 2017 至 2019 年的业绩承诺。狮之吼 2017 年、2018 年、2019 年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不得低于人民币 19,200 万元、24,960 万元、32,448 万元。

图表 32: 狮之吼营业收入及净利润



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

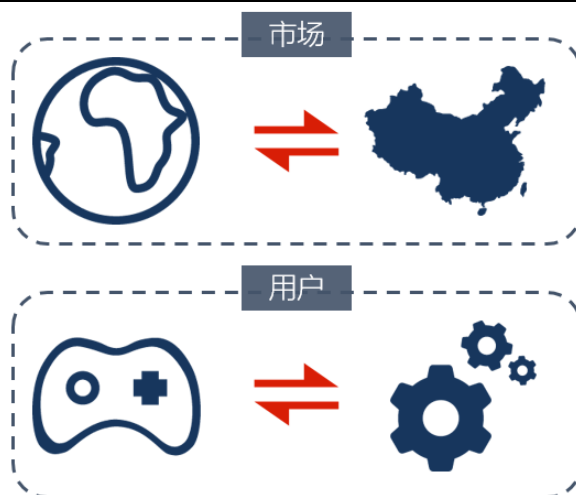
注：2017 至 19 年为承诺业绩

完成此次收购后，迅游科技主营业务将延伸至移动客户端软件的研发、发行与运营等领域，上市公司的产品市场以及服务也将得到进一步的延伸，双方业务形成协同，业绩有望显著增厚：

1) 在市场布局上，迅游主要针对国内市场，并开始布局海外市场；狮之吼则基本经营海外市场，双方有望形成协同作用，互为市场开拓的窗口。

2) 在客户上，迅游所面临的群体是高质量的游戏用户，而工具产品的核心就是在创造流量，双方同样能够通过流量的相互导入形成用户体量的协同。

图表 33：并购狮之吼形成协同



资料来源：东吴证券研究所整理

4. 盈利预测

考虑 17 年一方面子公司速宝科技迅游手游加速器收入快速增长,另一方面与互联网游戏开发商、平台商等合作的加强,预计收入增长在 20% 以上。在不考虑收购狮之吼的情况下,我们预计公司 2017/18/19 年的 EPS 为 0.30/0.39/0.49 元,对应当前股价 PE 为 136/105/85 倍;假设收购成功 18 年可以完全并表的情况下,2017/18/19 年备考利润为 0.51/3.15/4.05 亿, EPS 为 0.30/1.27/1.63 元,对应当前股价 PE 为 136/33/25 倍。

考虑到迅游科技在 A 股市场上标的的稀缺性,以及并购成功后,业务延伸、协同带来的业绩高增长性,首次覆盖给予“买入”评级。

图表 34: 公司业绩预测

		2015	2016	2017E	2018E	2019E
迅游科技	净利润(亿元)	0.59	0.39	0.51	0.66	0.81
	增速		-34.11%	29.8%	29.2%	24.1%
	EPS			0.3	0.39	0.49
	PE			136	105	85
狮之吼	净利润/承诺业绩(亿元)	-0.27	1.24	1.92	2.50	3.24
	增速			54.7%	30.0%	30.0%
备考(假设 18 年完全并表,假设并表后股本同图 23)	净利润(亿元)			0.51	3.15	4.06
	增速			29.8%	520.7%	28.8%
	EPS			0.3	1.27	1.63
	PE			136	33	25

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 35: 对标行业公司估值表

可比公司	目前股价(元)	PE		
		2017E	2018E	2019E
网宿科技	11.87	17	12	14
顺网科技	26.55	26	21	17
蓝色光标	7.77	19	15	12
暴风集团	23.78	76	63	56
二三四五	6.94	27	20	17
平均估值		33	27	23

备注: 对比公司盈利预测为 WIND 一致预期

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

5. 风险提示

并购狮之吼仍存在不确定性风险; 假设并购完成后, 狮之吼业绩低于预期产生的商誉减值风险; 可能面临行业增长及竞争激烈等风险。

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	546.8	553.2	575.4	594.3	营业收入	158.0	180.7	215.0	272.6
货币资金	182.0	205.2	203.3	233.5	营业成本	52.0	58.5	65.4	85.8
应收和预付款项	28.4	11.5	35.6	24.3	营业税金及附加	2.8	3.2	3.8	4.8
存货	0.0	-	-	-	营业费用	28.9	30.6	36.7	45.9
其他流动资产	336.5	336.5	336.5	336.5	管理费用	67.5	57.1	68.6	85.7
非流动资产	191.9	185.5	179.1	173.3	财务费用	5.8	-1.4	-1.6	-1.9
长期股权投资	107.4	107.4	107.4	107.4	资产减值损失	0.4	-	-	-
投资性房地产	8.8	7.8	6.9	5.9	投资收益	7.9	-	-	-
固定资产和在建工程	21.7	17.9	14.1	10.3	其他经营损益	20.0	-	-	-
无形资产和开发支出	7.9	6.8	5.8	4.7	营业利润	8.6	32.6	42.1	52.2
其他非流动资产	46.1	45.5	45.0	45.0	营业外净收支	20.0	-	-	-
资产总计	738.7	738.7	754.5	767.5	利润总额	28.6	32.6	42.1	52.2
流动负债	208.1	208.1	224.1	237.1	所得税	8.0	5.9	7.6	9.4
短期借款	-	-	-	-	净利润	20.6	26.7	34.5	42.8
应付和预收款项	208.1	208.1	224.1	237.1	少数股东损益	-18.5	-24.1	-31.1	-38.6
长期借款	-	-	-	-	归属母公司股东净利润	39.1	50.8	65.6	81.4
其他负债	1.2	1.2	1.2	1.2	EBIT	33.0	28.2	37.5	47.3
负债合计	209.3	209.3	225.3	238.3	EBITDA	39.3	34.6	43.9	53.2
股本	166.8	166.8	166.8	166.8					
资本公积	275.3	275.3	275.3	275.3	重要财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
留存收益	96.2	120.2	151.3	189.8	每股收益(元)	0.23	0.30	0.39	0.49
归属母公司股东权益	538.4	562.4	593.4	631.9	每股净资产(元)	3.23	3.37	3.56	3.79
少数股东权益	-9.0	-33.0	-64.1	-102.7	发行在外股份(百万股)	166.8	166.8	166.8	166.8
股东权益合计	529.4	529.4	529.3	529.2	ROIC(%)	2.4%	7.6%	10.9%	13.7%
负债和股东权益合计	738.7	738.7	754.5	767.5	ROE(%)	7.3%	9.0%	11.1%	12.9%
					毛利率(%)	67.1%	67.6%	69.6%	68.5%
现金流量表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT Margin(%)	20.9%	15.6%	17.4%	17.4%
经营性现金净流量	41.1	45.7	28.1	68.2	销售净利率(%)	13.0%	14.8%	16.1%	15.7%
投资性现金净流量	-159.0	-	-	-	资产负债率(%)	28.3%	28.3%	29.9%	31.1%
筹资性现金净流量	207.4	-22.4	-30.0	-38.0	收入增长率(%)	-8.1%	14.4%	19.0%	26.7%
现金流量净额	89.5	23.3	-1.9	30.2	净利润增长率(%)	-34.11%	29.8%	29.2%	24.1%
折旧与摊销	0.1	0.1	0.1	0.1	P/E	176.3	135.8	105.1	84.7
资本支出	0.1	-	-	-	P/B	12.8	12.3	11.6	10.9
经营营运资本增加	-0.5	-0.2	0.1	-0.2	EV/EBITDA	169.5	191.0	150.0	122.6

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

