

强烈推荐-A (维持)

迅游科技 300467.SZ

目标估值: 42.4 元

当前股价: 33.93 元

2017 年 07 月 17 日

加速器业务受益移动电竞成长，拟收购狮之吼加速全球化

基础数据

上证综指	3176
总股本(万股)	16683
已上市流通股(万股)	9918
总市值(亿元)	57
流通市值(亿元)	34
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	6.7
资产负债率	31.7%
主要股东	袁旭
主要股东持股比例	13.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-24	-24	-45
相对表现	-29	-36	-58



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《迅游科技(300467)——股份支付及研发投入加大致上半年业绩有所下滑，但战略发展大格局不改》2016-08-16

2、《迅游科技(300467)——内生外延双轮驱动，领先网游加速服务商开启大格局》2016-05-11

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

研究助理

林起贤

linqixian@cmschina.com.cn

在移动电竞行业高成长下，加速器业务经过前期移动布局以及成本管控，带动业绩增长。收购出海工具厂商狮之吼，公司加速全球化布局，维持强烈推荐-A 评级。

- 国内游戏加速器龙头，移动端布局初显成效，成本费用管控加速利润释放。2017 年上半年实现净利润 2734 万-3139 万元，同比增长 35%-55%。2016 年电竞市场规模 504.6 亿，同比增长 35%，移动电竞规模 171.4 亿元，同比增长 187%；同时，向移动布局逐渐释放业绩，公司为《王者荣耀》提供加速服务，未来有望牵手更多电竞厂商持续创造增量。（2）随着前期移动布局进一步释放业绩，成本费用率有望进一步下降，进而实现利润释放。
- 拟收购移动出海工具开发商狮之吼，标的 17-19 年对赌业绩增速为 55%/30%/30%。交易对价为 27 亿，其中 87.963%以股份支付，发行价格 39.55 元/股，其余现金方式支付；并向不超过 5 名特定投资者配套融资 8.73 亿元。狮之吼是面向海外安卓用户的工具开发商，主要以广告变现。2016 年 MAU8400 万，营收 4.31 亿，净利润 1.24 亿，承诺 17 年-19 年净利润 1.92 亿/2.496 亿/3.2448 亿元，同比增速分别为 55%/30%/30%。安卓工具类软件海外市场在猎豹之外还有 70%用户市场可以争取，狮之吼仍有广阔空间。
- 借力狮之吼，加速全球化布局。随着国内流量红利将尽，出海是互联网公司寻求增量的主要方式。狮之吼可为迅游科技出海提供推广等支持。2016 年迅游科技推出迅游国际版，未来将与狮之吼共同打造互联网广告平台，为出海企业提供推广服务，推动业务全球化与多元化。
- 不考虑重组，预计 17-19 年净利润 5780/7213/8328 万元，同比增长 47.8%/24.8%/15.5%，PE 为 97.9/78.5/68.0 倍。假设重组 18 年完成，17-19 年备考净利润为 5780/32172/42252 万元，增发后总股本为 2.5 亿股，则对应的 PE 为 97.9/26.4/20.1 倍。考虑移动出海行业高景气度与狮之吼承诺业绩的高增长，维持“强烈推荐-A”评级。目标价 42.4 元。
- 风险因素：重组不能顺利完成风险；加速器行业增长不及预期的风险；海外互联网工具经营环境发生变化。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	172	158	159	169	191
同比增长	-3%	-8%	0%	6%	13%
营业利润(百万元)	53	9	51	70	84
同比增长	-19%	-84%	499%	36%	21%
净利润(百万元)	59	39	58	72	83
同比增长	-1%	-34%	48%	25%	15%
每股收益(元)	0.37	0.23	0.35	0.43	0.50
PE	91.4	144.7	97.9	78.5	68.0
PB	12.5	10.5	9.6	8.6	7.7

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、国内网游加速服务龙头，移动电竞爆发推动业务增长.....	6
1.1 迅游科技：国内网游加速服务龙头，逐步推进移动化+国际化布局.....	6
1.2 经营情况：移动端布局初显成效，成本费用管控加速利润释放.....	8
1.3 加速器业务受益于移动电竞成长.....	9
(1) 游戏用户往移动端转移，PC 网游增长较乏力.....	9
(2) 加速器业务受益移动电竞成长红利，牵手《王者荣耀》等布局移动端.....	10
1.4 外延扩张：设立并购基金、收购雨墨科技，布局移动游戏，开拓海外渠道.....	11
(1) 设立产业基金，围绕游戏、移动互联网持续布局可期.....	11
(2) 收购雨墨科技 13.4%股权，加速移动端游戏产品的布局，开拓海外渠道.....	11
二、拟以 27 亿元收购出海工具开发商狮之吼，并配套融资 8.73 亿元.....	13
2.1 收购方案：拟以 27 亿元收购出海工具开发商狮之吼.....	13
2.2 配套融资：募集资金 8.73 亿元，用于支付交易现金价款及移动端新品研发及互联网广告平台升级.....	14
2.3 本次交易不会导致上市公司控股股东和实际控制人的变更.....	14
三、狮之吼：优秀的工具开发商，分享移动出海流量红利.....	16
3.1 行业现状：互联网企业出海寻求增量，互联网广告市场向移动端转移.....	16
(1) 随着国内互联网流量红利将尽，出海是寻求增量的主要方式.....	16
(2) 海外安卓工具类软件市场还有 70%市场空间可争取.....	17
(3) 出海工具厂商当前主要通过广告变现.....	18
3.2 狮之吼：专注移动手机系统工具软件开发，16 年实现扭亏为盈.....	19
(1) 实际控制人为“Windows 优化大师”和“鲁大师”创始人.....	19
(2) 专注移动手机系统工具软件开发，产品矩阵不断完善.....	21
(3) 盈利模式：通过互联网移动广告投放实现变现.....	21
(4) 经营情况：2016 年实现扭亏为盈，全部来自境外网络广告展示服务.....	22
(5) 上下游情况：2016 年 99%以上收入来自 Facebook 和 Google.....	25
3.3 业绩驱动：良好的推广能力+稳定客户源，提升狮之吼出海实力.....	25
(1) 狮之吼团队具备优秀的推广能力，未来有望争取更大的市场份额.....	26
(2) 广告展示单价有所下降，但降幅低于用户规模增幅，狮之吼盈利空间有望扩大.....	27
(3) 主要客户 Facebook 和 Google 广告收入保持稳定增长态势.....	29

3.4 协同发展：迅游科技借力狮之吼，加速全球化布局.....	30
四、盈利预测及投资评级.....	31
4.1 盈利预测.....	31
4.2 投资建议.....	32
五、风险因素.....	32
5.1 并购重组不能顺利完成风险.....	32
5.2 海外互联网工具经营环境发生变化风险.....	33

图表目录

图 1：迅游科技发展历史.....	6
图 2：迅游科技股权结构（截止至 17 年一季度）.....	6
图 3：迅游科技目前产品布局.....	7
图 4：迅游科技未来发展战略.....	7
图 5：迅游科技 2012-2017Q1 年收入及增速.....	8
图 6：迅游科技 2012-2017Q1 扣非归母净利润及增速.....	8
图 7：2016 年迅游科技主营业务构成.....	9
图 8：2012-2016 迅游科技两大业务模式收入构成.....	9
图 9：迅游科技 2012-2017Q1 毛利率（单位：%）.....	9
图 10：2011 年以来我国 PC 端网游玩家数量.....	10
图 11：2011 年以来我国 PC 端网游市场规模及增速.....	10
图 12：2013 年以来我国手游玩家数量.....	10
图 13：2011 年以来我国移动游戏市场规模.....	10
图 14：2014-2017Q1 国内电竞游戏市场规模及增速.....	10
图 15：2014-2016 国内移动电竞市场规模及增速.....	10
图 16：《王者荣耀》中的“迅游手游加速器”收费模式.....	11
图 17：王者荣耀注册用户数量（亿人）.....	11
图 18：雨墨科技主要产品.....	12
图 19：雨墨科技业绩情况.....	12
图 20：本次交易前后上市公司股权变化.....	15
图 21：2014-2020 全球和中国手机网民规模及占网民总体比例.....	16
图 22：中国移动互联网企业出海发展历程.....	16

图 23: 入围海外 APP 榜 Top3000 的中国公司 APP 数量	17
图 24: 全球安卓手机出货量和占比逐年上升	17
图 25: 2017 一季度 iOS 和 Android 市场占有率	17
图 26: 各类 APP 新增用户占比排名	18
图 27: 各类 APP 市场占有率排名	18
图 28: 安卓清理工具市场还有将近 14 亿用户可以争取	18
图 29: 2013-2019 全球移动互联网广告市场规模及增速	19
图 30: 狮之吼核心管理团队	20
图 31: 狮之吼股权结构 (截至 2017 年 6 月)	20
图 32: 狮之吼产品结构	21
图 33: Power Clean 下载排名前列 (美国)	21
图 34: 狮之吼盈利模式	22
图 35: 狮之吼和香港子公司 LIONMOBI 之间的业务模式	22
图 36: 360/猎豹/狮之吼毛利率对比分析	24
图 37: 360/猎豹/狮之吼净利率对比分析	24
图 38: 2016 年狮之吼各产品营收占比	24
图 39: 2015 年狮之吼用户区域分布情况 (万人)	25
图 40: 2016 年狮之吼用户区域分布情况 (万人)	25
图 41: 2016 年狮之吼前五大客户	25
图 42: 2016 年狮之吼前五大供应商	25
图 43: 中国公司出海实力排行榜	26
图 44: 狮之吼月推广费用和月新增用户数呈现正相关关系	27
图 45: 猎豹移动全球月活移动用户数量 (百万)	27
图 46: 猎豹移动除大陆外月活移动用户数量 (百万)	27
图 47: 交易报告书中狮之吼各产品盈利预测	29
图 48: Facebook 广告收入保持高速增长	30
图 49: Google 广告收入保持高速增长	30
图 50: 本次收购将对双方产生协同效应	31
图 51: 迅游科技收入结构盈利预测	32
图 52: 迅游科技历史 PE Band	33
图 53: 迅游科技历史 PB Band	33

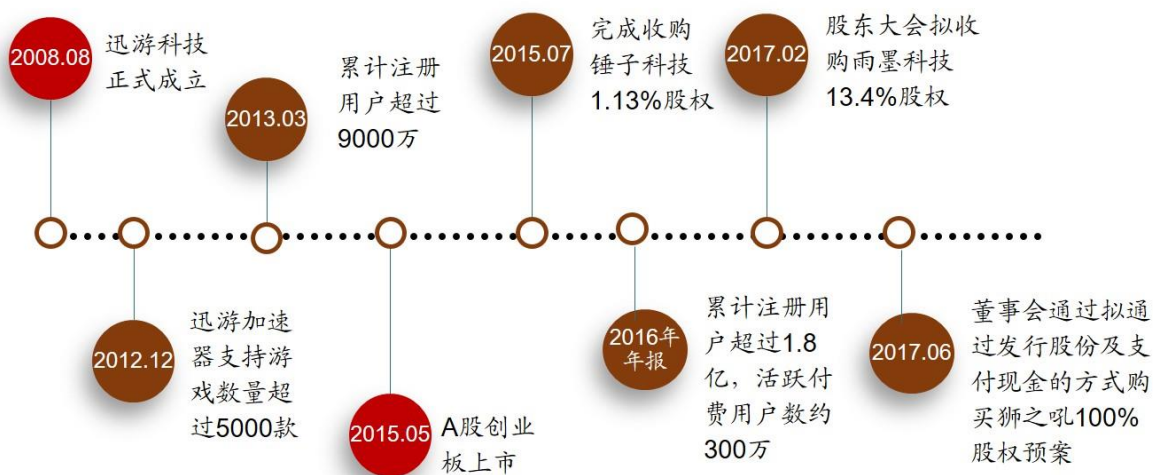
表 1：公司设立基金情况.....	11
表 2：收购狮之吼方案锁定期安排.....	13
表 3：募集资金用途.....	14
表 4：狮之吼 2015-2016 利润表主要数据.....	22
表 5：2016 年狮之吼各类产品总安装用户数、年底活跃用户数及当年广告展示量的同比增长率.....	23
表 6：狮之吼 2015-2016 毛利率和净利率.....	23
表 7：狮之吼 Power Battery 各地区投放策略、定价策略及用户规模情况.....	28
附：财务预测表.....	34

一、国内网游加速服务龙头，移动电竞爆发推动业务增长

1.1 迅游科技：国内网游加速服务龙头，逐步推进移动化+国际化布局

公司成立于 2008 年，是国内第一家专业网游加速服务提供商。2015 年 5 月公司登陆创业板，2017 年 2 月，股东大会通过了收购雨墨科技 13.4%股权的提案，2017 年 6 月，董事会通过了拟收购狮之吼 100%股权的提案。

图 1：迅游科技发展历史



资料来源：公司公告、招商证券

控股股东互联网从业经验丰富。袁旭、章建伟、陈俊构成一致行动人，是公司的实际控制人。章建伟 2000 年开始从事网络方面工作，袁旭 1997 年开始从事网站、网络聊天室创意、管理等工作，陈俊 2001 年开始作为独立开发人进行网络游戏周边工具软件的开发工作，三位创始人于 2005 年开始创立迅游科技前身蓝月科技。

图 2：迅游科技股权结构（截止至 17 年一季度）



资料来源：公司公告、招商证券

产品构成：以网游加速器为基础，布局移动端手游加速器，进军海外网游加速市场。公司主营业务为网游等互联网实时交互应用提供网络加速服务。成立之初，公司主打“迅游网游加速器”；2015 年第四季度子公司速宝科技研发的“迅游手游加速器”开始在 iOS 和 Android 平台进行用户测试，随后便大力推广；2016 年，推出迅游国际版，进军海外网游加速市场。

图 3：迅游科技目前产品布局



资料来源：公司公告、招商证券

战略规划：公司未来在内生增长上主要着眼于优化现有加速技术、完善移动端加速产品；在外延扩张上通过并购产业基金，延伸产业布局，推进业务多元化，并向全球化不断迈进。

图 4：迅游科技未来发展战略



资料来源：公司公告、招商证券

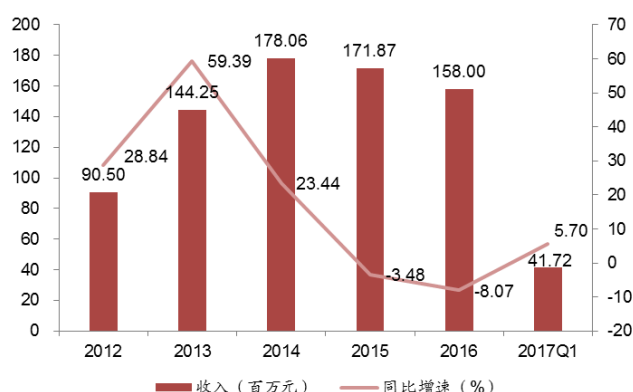
1.2 经营情况：移动端布局初显成效，成本费用管控加速利润释放

(1) 成长性来看，PC 端游戏收入增量有限，移动布局是主要的增长点

PC 网游加速业务平淡+成本费用率上升致使 2016 年业绩下滑。2016 年，公司实现营业收入 1.58 亿元，同比下降 8.07%，2016 年，公司实现归属于上市公司股东净利润为 3,911.51 万元，同比下降 34.11%。收入略有下滑的主要原因为：**PC 端游戏收入增量有限，并逐渐向移动端游戏转移。**净利润下滑幅度较大的原因是**2016 年研发和推广支出导致成本费用率上升**。2016 年公司加大新产品研发测试，速宝科技加大研发投入以及市场推广，同时大力引进高级管理人才。

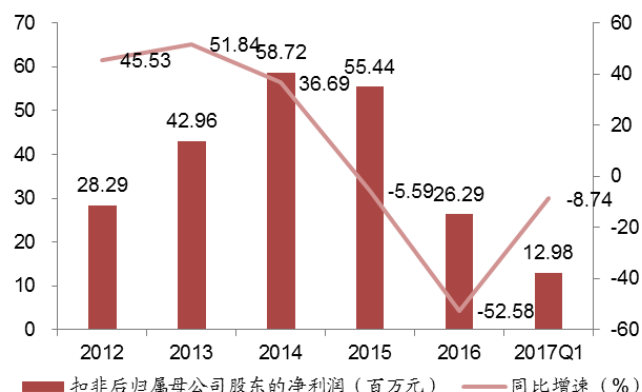
移动布局产生收入+成本费用管控带动主业回暖。(1) 收入端来看，从 17Q1 开始，有**扭转趋势**。2017Q1，公司实现营业收入 4,171.65 万元，较去年同期上升 5.70%，原因是子公司速宝科技迅游手游加速器收入同比上升所致；但是归属于上市公司股东的扣非净利润为 1298 万元，同比下降 8.74%，主要原因是公司政府补助收入下降、开展新的业务合作、新产品研发测试以及子公司速宝科技加大研发及带宽投入，导致成本费用上涨所致。(2) 从**成本费用端**来看，**17Q2 开始有明显好转**。2017 上半年，公司实现净利润 2734.33 万元-3139.42 万元，同比增长 35%-55%，受益于移动端游戏市场的增长，控股子公司速宝科技收入稳步增长；成本费用同比下降，投资收益有所增长。其中非经常性损益 400 万-500 万元，主要系购买理财产品产生的投资收益。

图 5：迅游科技 2012-2017Q1 年收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：迅游科技 2012-2017Q1 扣非归母净利润及增速

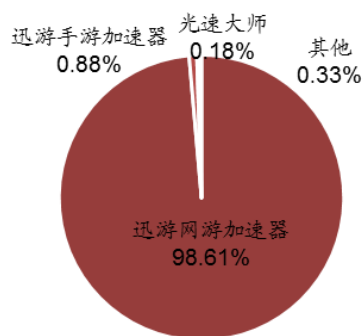


资料来源：公司公告、招商证券

(2) 业务构成来看，98.61%的收入来自 PC 端网游加速器，手游加速业务初见成效

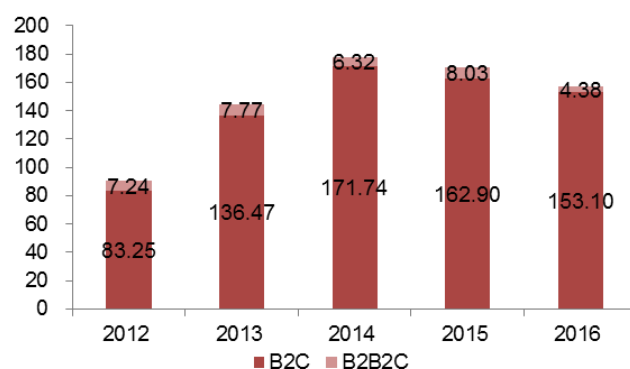
2016 年，迅游网游加速器收入 1.558 亿元，占公司营业收入的 98.61%。公司子公司速宝科技研发的“迅游手游加速器”于 2015 年第四季度起在 iOS 和 Android 平台进行用户测试；2016 年，手游加速器业务首次实现收入 138.72 万元，占公司营业收入的 0.88%。B2C 模式是公司最主要的经营模式。2016 年，采用 B2C 模式的营业收入公司主营业务收入约 97.22%。

图 7：2016 年迅游科技主营业务构成



资料来源：公司公告、招商证券

图 8：2012-2016 迅游科技两大业务模式收入构成

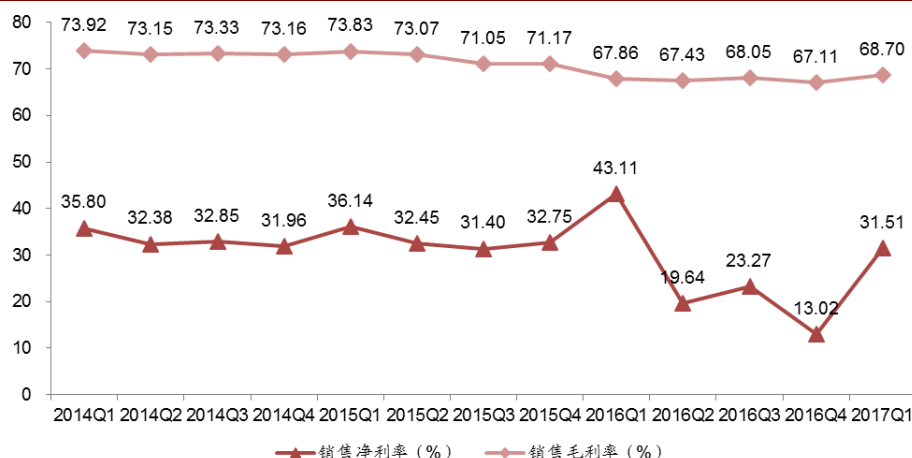


资料来源：公司公告、招商证券

(3) 从盈利能力来看，17 年受益于移动端的增长，手游加速器开始创收，盈利能力有所回升

2017Q1 销售毛利率为 68.70%。2016 年，销售净利率有所下降，主要原因是 PC 端网游加速器收入增量有限，手游加速器处于测试和推广阶段，研发费用和推广费用支出较多；2017Q1 开始，手游加速器开始创收，销售净利率回升至 31.51%。

图 9：迅游科技 2012-2017Q1 毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、招商证券

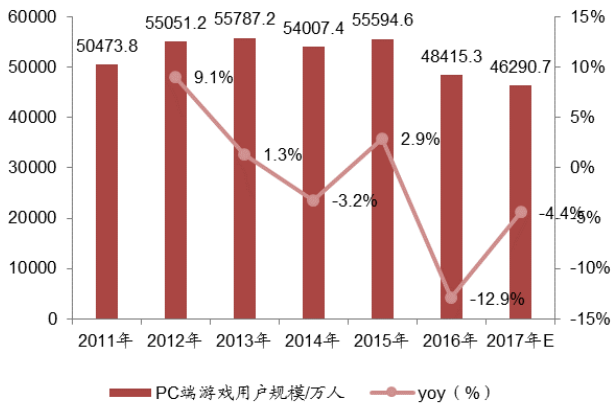
1.3 加速器业务受益于移动电竞成长

(1) 游戏用户往移动端转移，PC 网游增长较乏力

公司从事互联网实时交互应用加速业务，应用于网络游戏行业。从需求上看，网游加速服务商的下游用户是网游玩家。

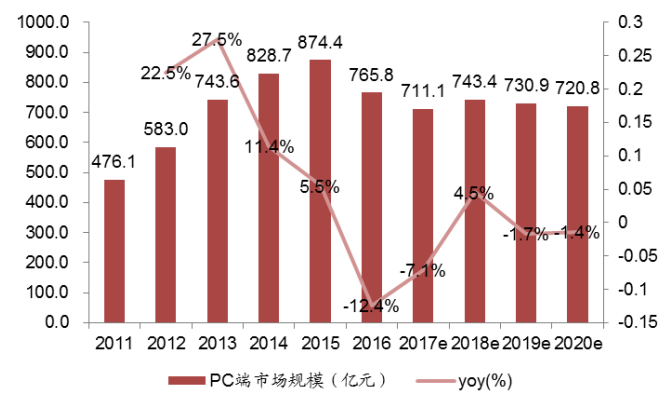
PC 端网游市场规模出现负增长，PC 网游加速器业务增量有限。根据艾瑞数据显示，2016 年 PC 端游戏用户规模约为 4.84 亿人，同比下降 12.9%；受移动市场的冲击，PC 游戏市场规模六年来首次出现负增长，2016 年增速为-12.4%。庞大的用户规模是 PC 网游加速器行业的基石，但预计未来 PC 端网游规模将持续下降，PC 网游加速器业务增量有限。

图 10：2011 年以来我国 PC 端网游玩家数量



资料来源：艾瑞、招商证券

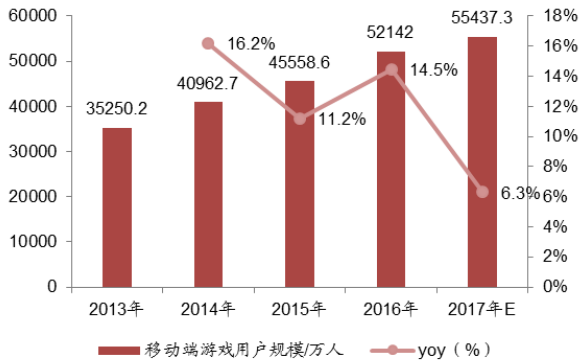
图 11：2011 年以来我国 PC 端网游市场规模及增速



资料来源：艾瑞、招商证券

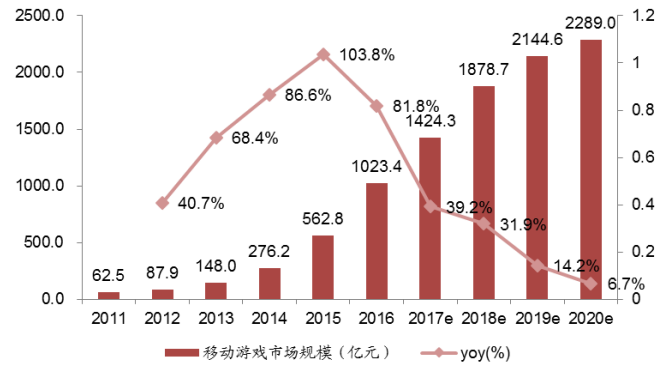
游戏用户往移动端转移，手游加速器业务将受益于移动游戏的增长。根据艾瑞数据显示，2016 年移动游戏用户规模约 5.21 亿人，同比增长 14.5%。2016 年移动游戏市场规模为 1023.4 亿元，同比增长 81.8%，规模占比首次超过 PC 端规模，占整个网游市场规模的 51.2%，预计未来手游规模将进一步扩大。

图 12：2013 年以来我国手游玩家数量



资料来源：艾瑞、招商证券

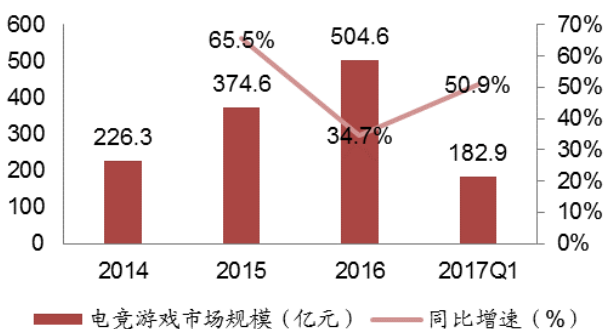
图 13：2011 年以来我国移动游戏市场规模



资料来源：艾瑞、招商证券

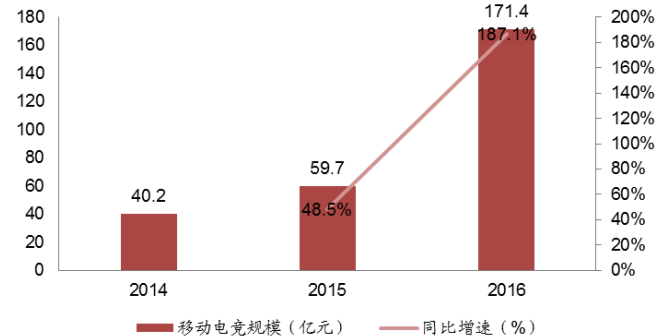
(2) 加速器业务受益移动电竞成长红利，牵手《王者荣耀》等布局移动端电竞市场爆发，移动电竞成为新风口。根据伽马数据，2016 年电竞市场规模 504.6 亿，同比增长 35%，移动电竞规模 171.4 亿元，同比增长 187%，17Q1 电竞整体同比增长 50.9%，全年有望突破 700 亿，移动电竞的成长进一步催生了对游戏加速器的需求。

图 14：2014-2017Q1 国内电竞游戏市场规模及增速



资料来源：伽马数据、招商证券

图 15：2014-2016 国内移动电竞市场规模及增速



资料来源：伽马数据、招商证券

电竞玩家对加速服务的需求较高。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，因而对降低网络延迟、优化网络交互速度的需求较高。

公司为《王者荣耀》提供内嵌手游加速器，2016 年 9 月份全面升级后启动 C 端收费。2016 年 9 月，王者荣耀团队宣布，引入迅游公司提供的第三方加速服务，以降低游戏过程中出现延时高、卡顿问题的频率。《迅游手游加速器》在 2016 年 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。加速服务区分为月卡和季度卡两种方式，定价分别是：11.9 元和 29.9 元。

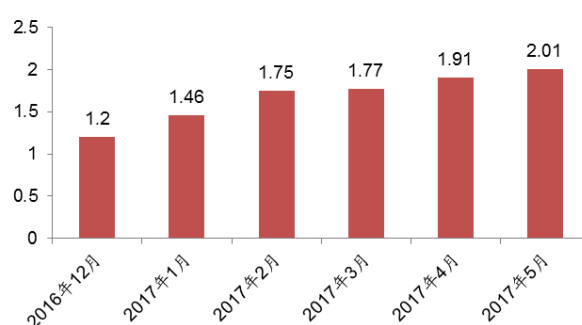
未来随着移动电竞的进一步发展，迅游科技有望携手更多移动电竞厂商，获得业务增量。

图 16:《王者荣耀》中的“迅游手游加速器”收费模式



资料来源：王者荣耀、招商证券

图 17: 王者荣耀注册用户数量（亿人）



资料来源：极光大数据、招商证券

1.4 外延扩张：设立并购基金、收购雨墨科技，布局移动游戏，开拓海外渠道

（1）设立产业基金，围绕游戏、移动互联网持续布局可期

2015 年，公司参与三次并购基金的设立，标志着公司外延式步伐加快迈进。

表 1: 公司设立基金情况

时间	设立的基金	迅游科技目前持股	目标募集资金规模	投资领域
2015 年 9 月	上海抱壹团创业投资中心（有限合伙）	32.967%	1.5 亿元	专注于互联网及科技初创期企业的投资
2015 年 9 月	深圳信元资本一期创业投资中心（有限合伙）	49.02%	2 亿元	从事高科技行业（包括移动互联网、云计算）和从事新商业模式（与消费相关、传统行业改造等）企业投资。
2015 年 11 月	上海擎承投资中心（有限合伙）	19%	-	主要投资于创新型企业，包括但不限于电子游戏服务产业、云服务和移动互联网服务等相关行业

资料来源：公司公告、招商证券

（2）收购雨墨科技 13.4%股权，加速移动端游戏产品的布局，开拓海外渠道

2017 年初，迅游科技以现金收购成都雨墨科技有限公司 13.4%的股权，交易价格为

21,708 万元人民币。

雨墨科技专注移动网络游戏研发，主打海外市场。雨墨科技成立于 2013 年，专注于研发 MMO 手游，先后开发了《六扇门》、《魔灵觉醒》等手游产品，目前已完成了从 2D MMO 向 3D MMO 的重大技术转型和玩法突破。雨墨科技产品主要面对海外玩家市场，开发游戏主要在中国大陆、中国港澳台、日本、韩国、东南亚等地区运营

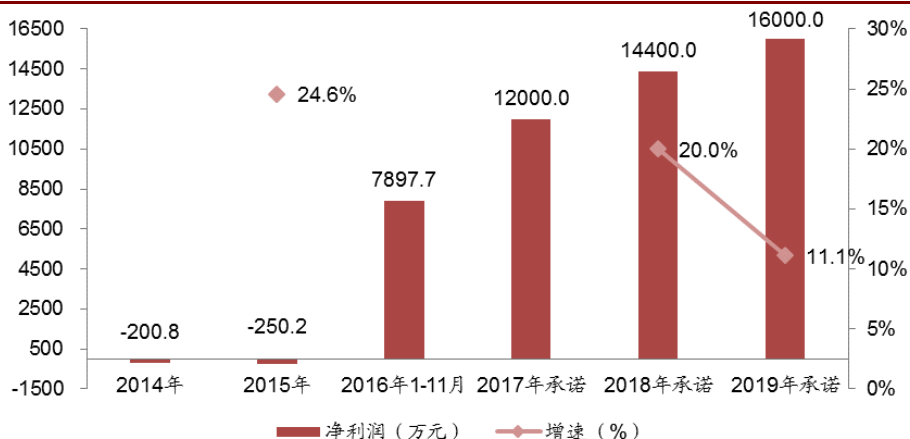
图 18：雨墨科技主要产品



资料来源：雨墨科技、招商证券

雨墨科技承诺 2017 年归母净利润不低于 12,000 万元。2016 年 1-11 月雨墨科技营业收入为 10,994 万元，净利润为 7,898 万元。业绩承诺：雨墨科技于 2017 年度、2018 年度、2019 年度经审计的合并报表口径下归属于母公司股东的净利润（以扣除非经常性损益前后孰低为准），分别不低于人民币 12,000 万元、14,400 万元、16,000 万元。

图 19：雨墨科技业绩情况



资料来源：公司公告、招商证券

收购目的：加速布局移动端游戏产品，开拓海外渠道。一方面，上市公司希望通过本次收购加快移动端游戏产品的布局，实现网游工具领域和移动网游领域的双轮驱动发展；另一方面，雨墨科技在海外市场的良好表现和运营经验也为迅游科技开拓国际渠道、降低运营成本奠定基础。

二、拟以 27 亿元收购出海工具开发商狮之吼，并配套融资 8.73 亿元

2.1 收购方案：拟以 27 亿元收购出海工具开发商狮之吼

迅游科技于 2017 年 6 月公布草案，拟以 27 亿元收购狮之吼 100% 股权，并拟向不超过 5 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金 8.73 亿元。

(1) 支付方式：12.037% 现金支付，其余股份支付

- 以现金方式支付狮之吼对价的 12.037%，总计 3.25 亿元，其余股份支付，发行股份的价格拟定为 39.55 元/股。原交易方案中，60% 以股份支付，40% 以现金支付，现金对价 108,000 万元通过募集配套资金支付。但由于 2017 年 2 月公布了融资新规，募集配套资金压力加大。在最终公布的草案中，将现金购买狮之吼的股权比例由 40% 下调为 12.037%，上市公司控股股东通过由天成投资、天宇投资、优达投资、钱沛投资、北辰投资等，以现金收购狮之吼原股东股权，以减少募集配套资金的规模。

(2) 业绩承诺：设置了补偿顺位机制和缓冲区间，狮之吼承诺 2017 年净利润不低于 1.92 亿元

- **承诺业绩：**狮之吼 2017 年、2018 年、2019 年年度净利润分别不低于人民币 19,200 万元、24,960 万元、32,448 万元。
- **补偿顺位：**第一顺位补偿义务人：鲁锦、周江、游涛、霍小东、珠海狮之吼；第二顺位补偿义务人：天成投资、天宇投资。
- **设置缓冲区间：**迅游科技为业绩承诺方承担承诺业绩补偿责任设置缓冲区间，即承诺期限内的任一年度，若狮之吼当年实际利润虽未达到当年承诺利润但不少于当年承诺利润的 80%，则当年不触发业绩补偿义务。但承诺期限最后一个会计年度届满后，业绩承诺方应将承诺期间狮之吼的实际利润累计计算并根据承诺业绩补偿公式对承诺期间累计实际利润和累计承诺利润的业绩差额部分进行补偿。若业绩承诺期限内，狮之吼某一年实际利润小于承诺利润的 80%，则业绩承诺方应以其所持有的上市公司股份对上市公司进行补偿。
- **锁定期安排**

表 2：收购狮之吼方案锁定期安排

股份持有者	锁定期安排
鲁锦、游涛、霍小东、周江、珠海狮之吼	其在本重组中认购的迅游科技股份按照 30%：30%：40% 的比例自股份发行上市之日起 12 个月内不得转让或解禁、24 个月内不得转让或解禁和 36 个月内不得转让或解禁。
天宇投资、天成投资、优达投资、钱沛投资、北辰投资	通过本次重组取得的上市公司股份自本次发行股份上市之日起 36 个月不得转让或解禁。
朱维、魏建平、眉山鼎祥、殷晓娟	若本次发行股份上市时，其持有狮之吼的股权超过 12 个月，则前述四方因本次发行取得的上市公司股份自本次股份上市之日起 12 个月不得转让或解禁；若本次发行股份上市时，前述四方持有狮之吼的股权未超过 12 个月，则前述四方因本次发行取得的上市公司股份自本次股份上市之日起 36 个月不得转让或解禁。
珠海富坤、重庆富坤、四川鼎祥、瑞然投资、深	其因本次发行取得的上市公司股份自该等股份上市之日起 12 个月不得转让或解

商兴业、珠海望铭、融玺投资、中山天誉、前海

云泰、刘鹏娟、朱菁、郭飞、蔡丽

资料来源：公司公告、招商证券

禁。

2.2 配套融资：募集资金 8.73 亿元，用于支付交易现金价款及移动端新品研发及互联网广告平台升级

本次交易拟向不超过 5 名特定投资者募集配套资金为不超过 8.73 亿元。

募集资金 41.81% 支付现金对价，43.53% 用于移动 APP 新品研发，14.66% 用户互联网广告平台升级。迅游科技本次所募集配套资金中的 32,500 万元将用于本次交易现金部分价款的支付、约 4,000 万元用于本次重组相关费用的支付，预计 50,800 万元用于实施移动网络 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。

- 其中移动网络 APP 新产品开发项目：本项目计划开发的两款 APP 分别为手游加速应用程序和手游语音应用程序。手游加速应用程序主要功能是面向移动互联网游戏玩家提供网络加速这一网络增值业务。手游语音应用程序是针对各类游戏场景，由公司自主研发的一款包括即时消息、实时通话、万人直播多视频等在内的一揽子社交通讯解决方案。
- 互联网广告平台升级项目：项目将利用狮之吼的流量资源，建立广告需求者平台（DSP），利用实时竞价技术（RTB）直接对接公司自身产品所产生的流量，为广告主在平台上提供定制化的广告投放，建立多维度的用户行为数据库，以提高广告投放程序化购买与精准投放。

发行股份募集配套资金之新增股份锁定期为一年。

表 3：募集资金用途

序号	项目	金额（万元）	占比
1	支付现金对价及相关中介费用	36,500.00	41.81%
2	移动网络 APP 新产品开发项目	38,000.00	43.53%
3	互联网广告综合运营平台升级项目	12,800.00	14.66%
合计		87,300.00	100.00%

资料来源：公司公告、招商证券

2.3 本次交易不会导致上市公司控股股东和实际控制人的变更

本次交易前，袁旭、章建伟、陈俊通过一致行动关系合计持有本公司 60,961,448 股股份，占总股本比例为 36.54%，为公司的控股股东和实际控制人。本次交易完成后，袁旭、章建伟、陈俊及其一致行动人持股比例将变更为 26.87%（不考虑配套融资），考虑配套融资后袁旭、章建伟、陈俊及其一致行动人持股比例为 24.48%。袁旭、章建伟、陈俊仍将为本公司的控股股东及实际控制人。

不考虑配套融资情况下，狮之吼创始团队鲁锦及其一致行动人持迅游科技股份比例为 9.23%；考虑配套融资情况下，狮之吼创始团队鲁锦及其一致行动人持迅游科技股份比例为 8.41%。交易方案中设立了“最低服务年限”及“超额业绩奖励”以保证狮之吼核心业务团队的稳定性。

图 20：本次交易前后上市公司股权变化

序号	股东名称		本次交易前		本次交易后（不考虑配套融资）		本次交易后（考虑配套融资）	
			持股数 （股）	持股比例	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	10.08%	22,863,624	9.18%
2	章建伟		21,694,200	13.00%	21,694,200	9.56%	21,694,200	8.71%
3	陈俊		16,403,624	9.83%	16,403,624	7.23%	16,403,624	6.59%
袁旭及其一致行动人小计			60,961,448	36.54%	60,961,448	26.87%	60,961,448	24.48%
4	胡欢		11,827,052	7.09%	11,827,052	5.21%	11,827,052	4.75%
5	挚信投资		10,600,000	6.35%	10,600,000	4.67%	10,600,000	4.26%
6	朱传靖		5,719,800	3.43%	5,719,800	2.52%	5,719,800	2.30%
7	中国农业银行股份有限公司-中邮核心成长混合型证券投资基金		4,870,000	2.92%	4,870,000	2.15%	4,870,000	1.96%
8	盈创创投		3,420,000	2.05%	3,420,000	1.51%	3,420,000	1.37%
9	达晨创富		2,600,000	1.56%	2,600,000	1.15%	2,600,000	1.04%
10	中国工商银行股份有限公司－汇添富外延增长主题股票型证券投资基金		2,300,000	1.38%	2,300,000	1.01%	2,300,000	0.92%
11	其他股东		64,532,100	38.68%	64,532,100	28.44%	64,532,100	25.92%
小计			166,830,400	100.00%	166,830,400	73.53%	166,830,400	67.01%
1	鲁锦	一致行动人	-	-	17,651,893	7.78%	17,651,893	7.09%
2	珠海狮之吼		-	-	3,284,396	1.45%	3,284,396	1.32%
鲁锦及其一致行动人小计			-	-	20,936,289	9.23%	20,936,289	8.41%
3	天成投资		-	-	8,849,557	3.90%	8,849,557	3.55%
4	优达投资		-	-	5,436,156	2.40%	5,436,156	2.18%
5	钱沛投资		-	-	5,107,458	2.25%	5,107,458	2.05%
6	珠海富坤		-	-	1,884,910	0.83%	1,884,910	0.76%
7	周江		-	-	2,602,272	1.15%	2,602,272	1.05%
8	天宇投资		-	-	2,528,445	1.11%	2,528,445	1.02%
9	游涛		-	-	2,227,968	0.98%	2,227,968	0.89%
10	北辰投资		-	-	1,896,333	0.84%	1,896,333	0.76%
11	其他		-	-	8,581,161	3.78%		
小计			-	-	60,050,549	26.47%	60,050,549	24.12%
配套融资投资者							22,073,325	8.87%
合计			166,830,400	100.00%	226,880,949	100.00%	248,954,274	100.00%

资料来源：公司公告、招商证券

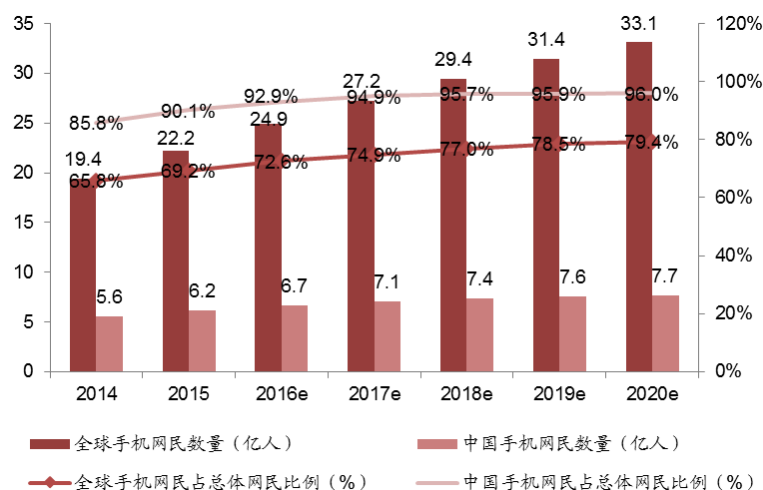
三、狮之吼：优秀的工具开发商，分享移动出海流量红利

3.1 行业现状：互联网企业出海寻求增量，互联网广告市场向移动端转移

(1) 随着国内互联网流量红利将尽，出海是寻求增量的主要方式

中国人口红利消失，移动网民渗透率已超过 90%。根据艾瑞咨询发布的《2016 年中国移动出海营销行业研究报告》，2015 年中国移动手机网民渗透率已超过 90%，高于全球平均水平 20 个百分点。预计到 2017 年，国内移动网民渗透率将达到 94.9%，而全球手机网民渗透率则为 74.9%，海外市场仍有一定增长空间。

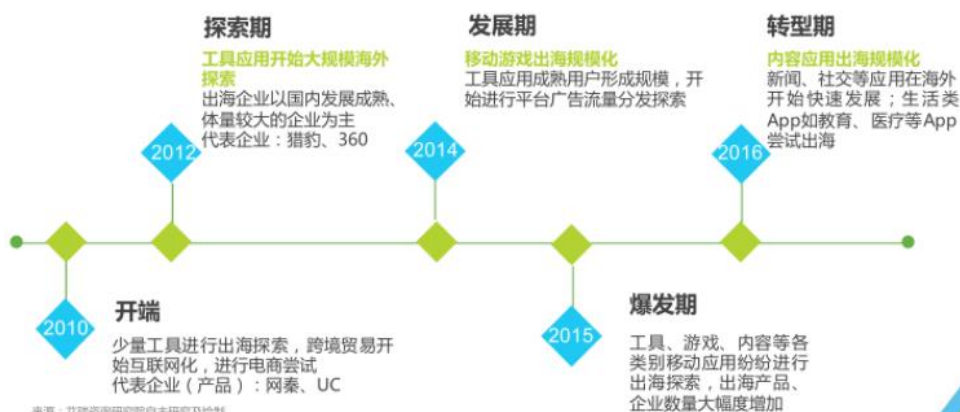
图 21：2014-2020 全球和中国手机网民规模及占网民总体比例



资料来源：艾瑞、招商证券

2015 年中国移动互联网出海开始大爆发，2016 年迎来迭代转型。移动出海始于电商跨境贸易的尝试，工具与移动游戏出海已经较为成熟，2015 年开始，出现一批定位于海外市场的中小型互联网企业。到了 2016 年，互联网出海则迎来了转型期，出海品类更加丰富，社交、新闻等内容类产品出海。

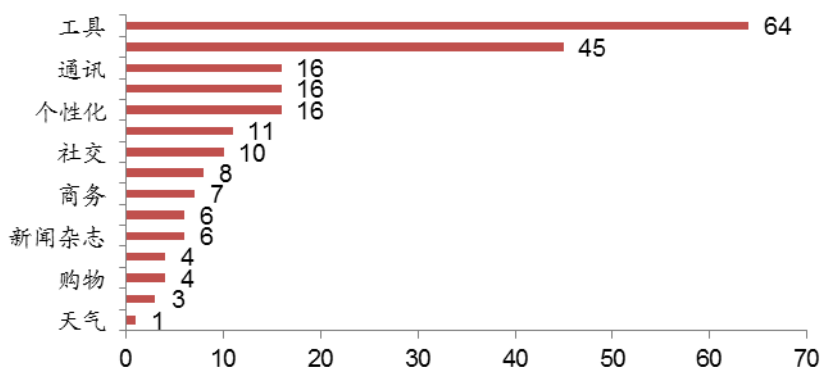
图 22：中国移动互联网企业出海发展历程



资料来源：艾瑞、招商证券

工具类应用受文化、地域影响小，最早实现出海。工具类软件属于产品驱动型应用，用户需求受文化、地域影响较小，更容易打进国外市场。根据猎豹移动的统计，入围海外 APP 榜 Top3000 的中国公司 APP 中，工具类 APP 数量最多。

图 23：入围海外 APP 榜 Top3000 的中国公司 APP 数量



资料来源：猎豹移动、招商证券

(2) 海外安卓工具类软件市场还有 70% 市场空间可争取

➤ 清理软件成为安卓装机必备，安卓工具类市场潜力大

据 eMarketer 的统计，2016 年全球手机用户达 43 亿，其中 49.7% 的手机用户使用的是智能手机。根据 Gartner 的数据显示，2017Q1，Android 市场份额高达 86.1%。

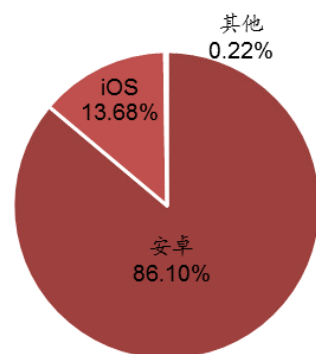
Android 系统的清理工具成了装机必备，工具类 APP 需求旺盛。安卓原生系统较为简单粗放，用户对垃圾清理、手机安全等功能需求旺盛，但这些功能需要第三方工具才能完成。根据猎豹全球智库《2016 全球 App 发展报告》，工具类 APP 安装量远远高出其他类型 APP，是第二名通讯类的 1.7 倍，与此同时，工具类 APP 在活跃人数上也仅次于通讯类 APP。

图 24：全球安卓手机出货量 and 占比逐年上升



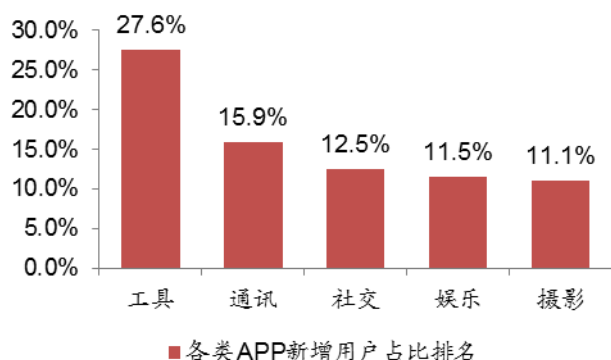
资料来源：2017 互联网趋势报告、招商证券

图 25：2017 一季度 iOS 和 Android 市场占有率



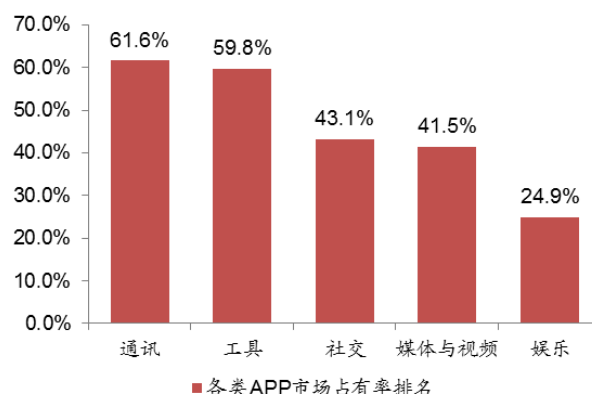
资料来源：Gartner、招商证券

图 26：各类 APP 新增用户占比排名



资料来源：猎豹全球智库、招商证券

图 27：各类 APP 市场占有率排名

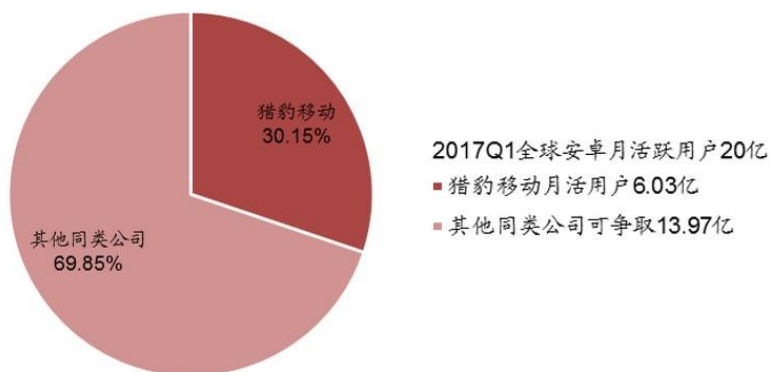


资料来源：猎豹全球智库、招商证券

安卓用户数量持续上升，2017 年 Android 月活跃用户已经超过 20 亿（不含中国大陆）。根据谷歌于 2017 年 5 月 18 日召开的 I/O2017 开发者大会的信息发布，目前全球 Android 月活跃用户已经超过 20 亿（并不包括中国大陆）。活跃用户数的大幅增长为系统 App 开发商提供了广阔的机遇。

除去猎豹移动用户外，安卓工具市场还有 14 亿用户可以争取。截至 2017 年 3 月，猎豹移动全球移动月度活跃用户规模为 6.03 亿，该活跃用户数包含了中国用户部分，即使不剔除中国用户的影响，该数据与全球 Android 系统月活跃用户数仍有较大差距。该部分差距敞口（约 14 亿）可以用于其他同类公司对用户的争取。

图 28：安卓清理工具市场还有将近 14 亿用户可以争取



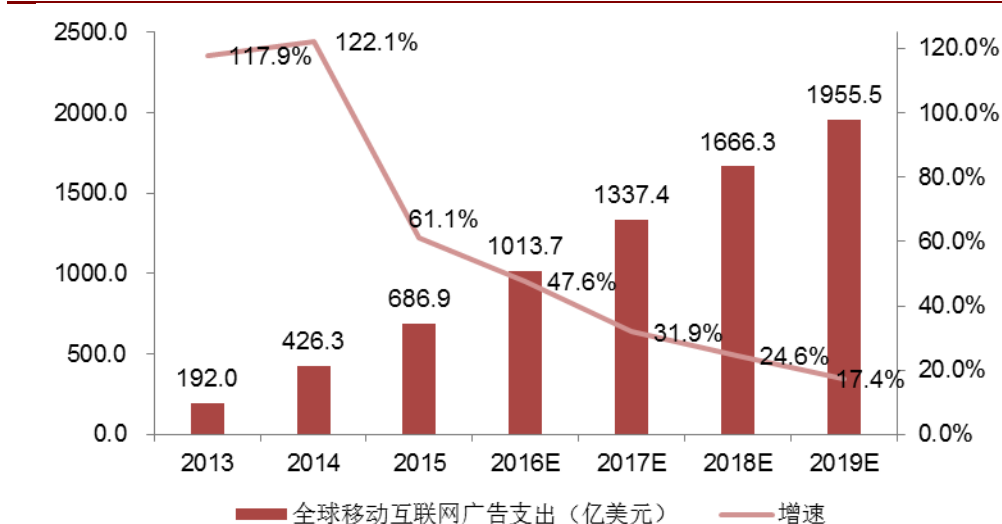
资料来源：2017 谷歌 I/O 大会、猎豹移动、招商证券

（3）出海工具厂商当前主要通过广告变现

当前出海工具开发商的主要变现模式是广告。2017 年，移动端广告收入将首次超过 PC 端，移动端广告收入将保持快速增长。2017 年 6 月 14 日，MAGNA 盟诺发布 2017 全球广告市场预测，指出：2017 年，全球数字广告中移动端广告的占比将首次超过电脑广告，移动端广告占比将达到 50%。根据 eMarketer 预测，2016 年全球范围内针对手机和平板电脑的广告投入将达 1013.7 亿美元，相比 2013 年翻了三倍。受益于消费者向移动端的转移，2017 年，移动端广告收入增速将达 31.9%。

近年猎豹移动等互联网公司在工具产品用户规模较大的基础上，寻求向内容产品转型，以提升用户粘性，并拓展变现方式。我们认为不排除狮之吼未来也有进行产品转型的可能，但是夯实工具类产品的基石，形成较大的用户规模并以广告变现形成现金流支撑，是工具类厂商发展的第一阶段，也会为后续的产品升级转型提供用户以及数据的支持。再者，当前工具类产品仍为猎豹移动之外的工具厂商留出了市场空间。

图 29： 2013-2019 全球移动互联网广告市场规模及增速



资料来源：eMarketer、招商证券

3.2 狮之吼：专注移动手机系统工具软件开发，16 年实现扭亏为盈

(1) 实际控制人为“Windows 优化大师”和“鲁大师”创始人

狮之吼成立于 2014 年，公司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。公司拥有一支经验丰富的核心管理团队，团队成员多年的系统工具类软件开发和海外推广经验，是公司快速成长的重要驱动因素之一。

资料来源：公司公告、招商证券

(2) 专注移动手机系统工具软件开发，产品矩阵不断完善

随着狮之吼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。

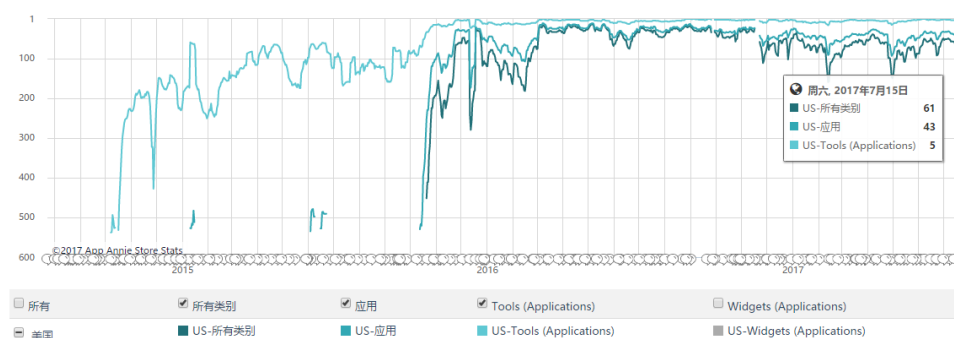
图 32：狮之吼产品结构



资料来源：公司公告、招商证券

狮之吼的产品在多个国家和地区的工具类应用榜单中名列前茅。根据 App Annie 的统计数据，截止 2017 年 6 月 2 日，Power Clean 已经在全球 97 个国家 Google Play 应用市场中进入过工具类 APP 的前十榜单，目前在美国市场中位列前三；另一款主力产品 Power Battery 曾在全球 72 个国家的应用市场中进入工具类 App 榜单前十名。

图 33：Power Clean 下载排名前列（美国）



资料来源：App Annie、招商证券

(3) 盈利模式：通过互联网移动广告投放实现变现

狮之吼的营业收入来源于互联网移动广告投放收入。其上游客户主要为 Google、Facebook 等广告平台；下游推广渠道包括开发者媒体、流量平台等。公司通过在自有 APP 产品中嵌入广告，为客户实现在移动终端投放广告，通过广告平台为广告主客户提供第三方应用分发、电商导购以及品牌类广告展示机会，从而获得广告分成收入，实现盈利。主要流程如下：

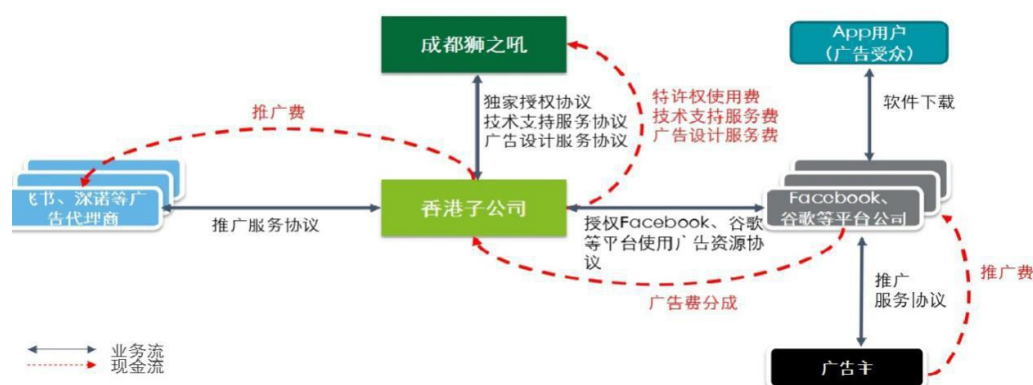
图 34：狮之吼盈利模式



资料来源：公司公告、招商证券

狮之吼的主要收入类型为特许权使用费收入、技术支持服务收入、广告设计服务收入，上述收入均来源于香港子公司 LIONMOBI。狮之吼和香港子公司 LIONMOBI 之间的业务模式如下：

图 35：狮之吼和香港子公司 LIONMOBI 之间的业务模式



资料来源：公司公告、招商证券

（4）经营情况：2016 年实现扭亏为盈，全部来自境外网络广告展示服务

➤ 从成长性来看，15 年底开始通过广告变现，16 年开始扭亏为盈

公司 2014 年成立，2016 年实现扭亏为盈，营收同比增 1343.3%。2016 年实现营业收入 4.31 亿元，同比增长 1343.3%，实现净利润 1.24 亿元，扭亏为盈。

表 4：狮之吼 2015-2016 利润表主要数据

项目	2016 年度（百万元）	2015 年度（百万元）	同比增速
营业收入	431.07	29.87	1343.3%
营业成本	0.50	0.12	309.4%
利润总额	134.35	-27.03	
净利润	124.09	-27.03	

资料来源：公司公告、招商证券

2016 年业绩较 2015 年大幅增长原因：（1）2015 年 9 月才开始实现收入，前期研发及推广投入大。子公司 LIONMOBI 自 2015 年 9 月起才开始通过 Facebook 和 Google 平台对用户进行网络广告展示，即自 2015 年 9 月起才实现收入，由于前期研发费用及推广费用的投入，公司 2015 年度处于亏损状态。（2）产品总安装用户数及活跃用户数的增加，广告展示量增加，公司盈利空间加大。狮之吼 2016 年末总安装用户数上升至约 2.39 亿，月活跃用户数上升至约 8,400 万，月活跃用户数同比增长 367.32%。月活跃

用户数的增加使得狮之吼有更多的广告展示位提供给 Facebook 和 Google，相应提升在狮之吼产品中的广告展示量，为公司创造更高的收入和盈利。

未来，公司用户规模将持续增加，公司利润空间有望进一步扩大。2016 年末，狮之吼公司已拥有海外用户约 2.39 亿，月活跃用户数约 8,400 万，预计至 2019 年末其海外用户数将超过 8 亿，月活跃用户数将超过 1.5 亿。用户增量空间叠加产品刚需和高频使用的特性，给狮之吼未来营收和利润增长带来潜在成长空间。

表 5：2016 年狮之吼各类产品总安装用户数、年底活跃用户数及当年广告展示量的同比增长率

产品类别	总安装用户数同比增长	年底活跃用户数同比增长	当年广告展示量同比增长	年收入同比增长
清理类	425.58%	276.40%	1372.96%	1282.17%
电池类	474.56%	335.06%	1240.96%	928.35%
网络类	不适用	不适用	不适用	不适用
安全类	不适用	不适用	不适用	不适用
其他类	1369.08%	1015.77%	3790.71%	1582.42%

资料来源：公司公告、招商证券

➤ 从盈利能力来看，2016 年公司毛利率 99.88%，净利率为 28.79%，均高于同行业水平

2016 年公司毛利率 99.88%，净利率为 28.79%，主要支出为推广费用。在向全球海外用户提供免费软件的同时，公司构筑了移动互联网流量平台，通过广告和发行获取高额收入。公司为轻资产企业，主营业务成本主要为人工成本，故毛利率高达 99.88%。影响成本的主要因素是市场推广费用，为增强用户活跃度，公司进行大量推广投入，故公司净利率为 28.79%。

表 6：狮之吼 2015-2016 毛利率和净利润率

项目	2016 年度	2015 年度	同比增速
毛利率	99.88%	99.59%	0.29%
毛利率（考虑销售费用）	33.60%	-	-
净利润率	28.79%	-90.51%	119.30%

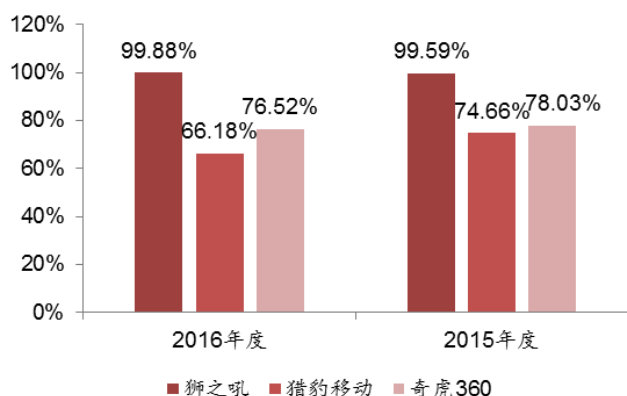
资料来源：公司公告、招商证券

2016 年，狮之吼毛利率和净利率均高于同行业水平。2016 年，狮之吼毛利率为 99.88%，猎豹移动毛利率为 66.18%，奇虎 360 毛利率则为 76.52%。净利率方面，2016 年，狮之吼净利率为 28.79%，猎豹移动和奇虎 360 净利率分别为 5.46%和 21.42%。

狮之吼业务结构简单，成本主要是运营人工等，金额较小，因此毛利率高于奇虎 360 和猎豹移动。360 搜索和 PC 安全用户是奇虎 360 主营产品，其成本包括了流量获取成本、媒介资源成本、设备折旧、人工成本等等；猎豹成本除了保护正常运营人工薪资外，还有期权费用、广告流量成本等。

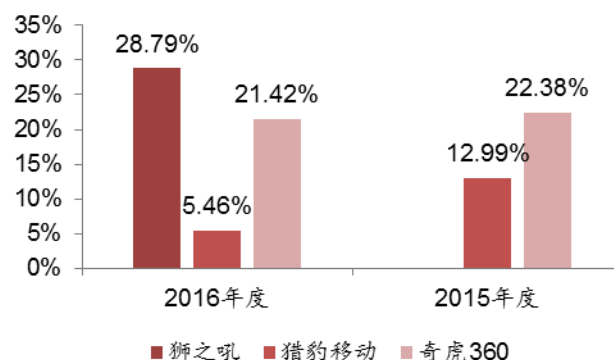
狮之吼公司规模小，净利率高于猎豹移动。主要原因是：1) 猎豹作为上市公司，每年会对公司员工进行期权激励，剔除期权激励后，公司 2014-2016 年净利率分别为 13.65%、13.22%和 5.46%。2) 由于猎豹目前正在开拓新业务，在内容开发、数据分析和人工智能方面，投入大量的研发费用。3) 作为上市公司，人员规模较大且每年会发生专业机构服务费故管理费用占比较高。

图 36: 360/猎豹/狮之吼毛利率对比分析



资料来源：公司公告、招商证券

图 37: 360/猎豹/狮之吼净利率对比分析

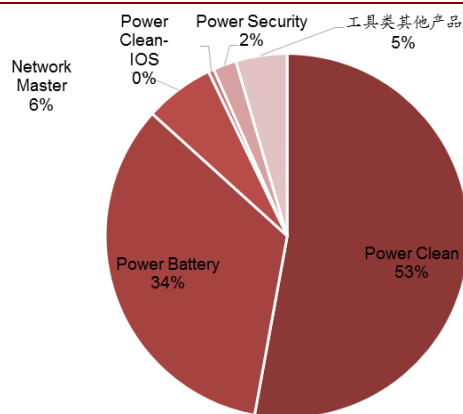


资料来源：公司公告、招商证券

➤ 收入结构来看，收入主要来自海外 Power Clean 和 Power Battery 的广告收入。

2016 年，公司全部收入来自网络广告展示服务。狮之吼以手机工具类软件的研发和推广为主要业务，其收入主要来源为在自研软件内向用户展示广告带来的收入。公司 2016 年营业收入 86.69% 由 Power Clean 和 Power Battery 产生。

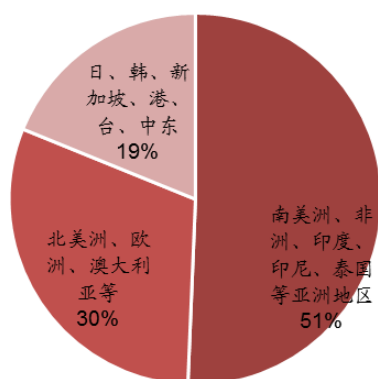
图 38: 2016 年狮之吼各产品营收占比



资料来源：公司公告、招商证券

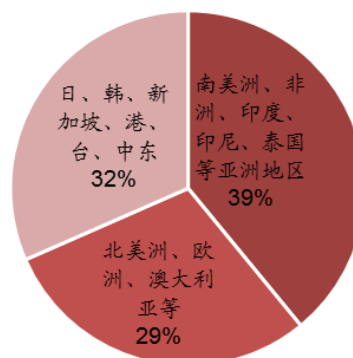
从区域分布来看，2016 年，公司 99.9% 以上收入来自于境外业务。目前用户已经覆盖欧美、澳大利亚、新加坡、日本、韩国、香港、印度、泰国等多个国家和地区。2016 年，公司在南美洲、非洲、印度、印尼、泰国等亚洲地区用户总数为 9957.5 万人，占公司总用户 39%，日、韩、新加坡、港、台、中东用户占 32%，北美洲、欧洲、澳大利亚等地区用户占 29%。

图 39：2015 年狮之吼用户区域分布情况（万人）



资料来源：公司公告、招商证券

图 40：2016 年狮之吼用户区域分布情况（万人）



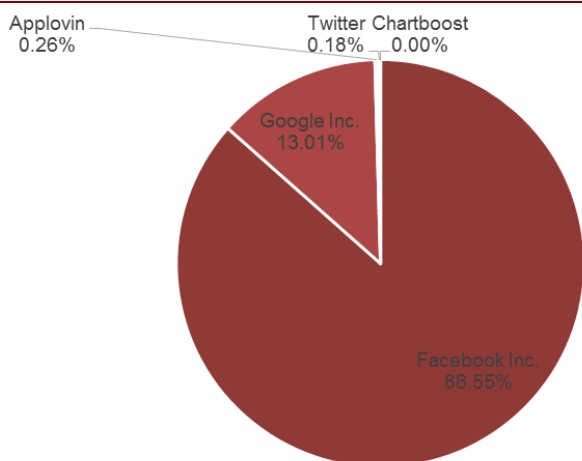
资料来源：公司公告、招商证券

（5）上下游情况：2016 年 99% 以上收入来自 Facebook 和 Google

广告收入主要来自 Facebook、Google 等。2015 年和 2016 年，狮之吼来自 Facebook 的收入占其营业收入总额的比例分别为 98.20% 和 86.54%。

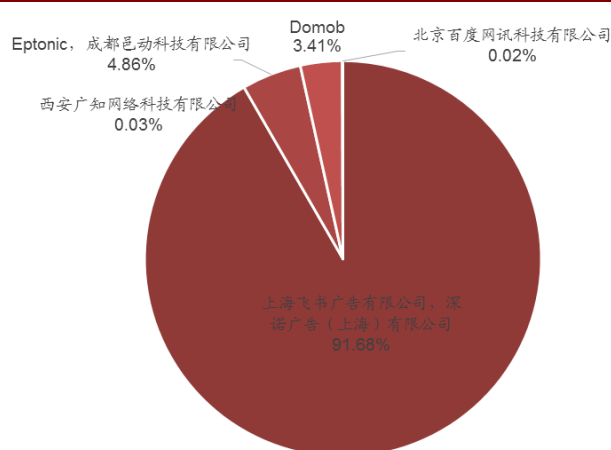
供应商主要为 Facebook 等在国内和香港地区的代理商。上海飞书广告有限公司与深诺广告（上海）有限公司均为 Facebook 在国内的代理商，2015 年和 2016 年，狮之吼从上海飞书广告有限公司、深诺广告（上海）有限公司的采购额占当期采购总额的比例分别为 57.09% 和 91.68%，采购内容均为产品推广服务。

图 41：2016 年狮之吼前五大客户



资料来源：公司公告、招商证券

图 42：2016 年狮之吼前五大供应商



资料来源：公司公告、招商证券

3.3 业绩驱动：良好的推广能力+稳定客户源，提升狮之吼出海实力

狮之吼承诺 17 年-19 年净利润 1.92 亿/2.496 亿/3.2448 亿元，同比增速分别为 55%/30%/30%。受益于移动互联网广告行业的高速增长以及海外工具类市场的巨大用户空间，我们认为，狮之吼有望实现其业绩承诺。

(1) 狮之吼团队具备优秀的推广能力，未来有望争取更大的市场份额

狮之吼出海实力较强。根据猎豹智库公布的《2016 中国 app 出海报告》，狮之吼在中国公司出海实力排行榜中排行第十一位，前十位分别是猎豹移动、阿里巴巴、久邦数码、联想集团、百度、云图微动、腾讯、讯连科技、美图、奇虎 360。

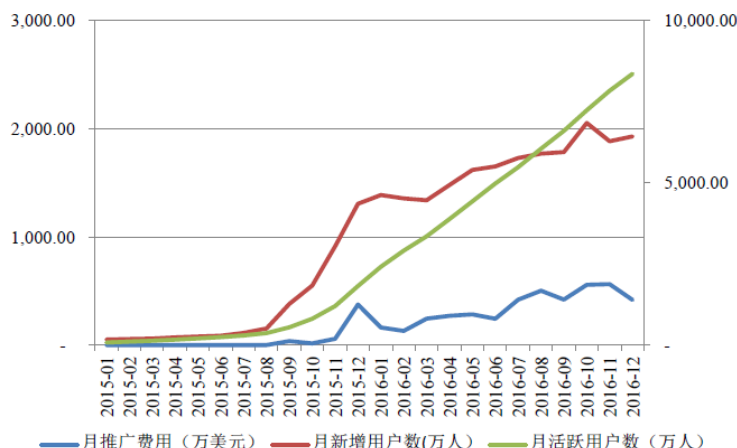
图 43：中国公司出海实力排行榜

排名	公司	入围app 个数	代表app
1	猎豹移动	28	猎豹清理大师、Live.me
2	阿里巴巴	7	阿里速卖通、UC浏览器
3	久邦数码	20	GO桌面、GO短信
4	联想集团	4	茄子快传、Lockit
5	百度	6	点心省电、百度魔图
6	云图微动Fotoable	13	玩图fotorus、画中国画相机
7	腾讯	7	微信、QQ
8	讯连科技CyberLink (台湾)	6	玩美彩妆、玩美相机
9	美图公司	8	美颜相机、美妆相机
10	奇虎360	3	360安全、360电池医生
11	LionMobi狮之吼	3	power clean、power battery
12	品果科技	4	相机360、bestie
13	创智优品	13	Photo Collage Editor、sender
14	趣维科技	2	VivaVideo
15	新美互通Kika Tech	3	Kika 键盘

资料来源：猎豹智库、招商证券

狮之吼团队具备良好的推广能力，2016 年月活用户同比增长 367.32%，未来用户数量增长可期。狮之吼 2015 年末总安装用户数和月活跃用户数分别为约 3,900 万和 1,800 万，而 2016 年末总安装用户数上升至约 2.39 亿，月活跃用户数上升至约 8,400 万，月活跃用户数同比增长 367.32%。根据狮之吼对于其 2016-2019 年度用户增长数的预测，月活跃用户数复合年均增长率约 20%。

图 44：狮之吼月推广费用和月新增用户数呈现正相关关系

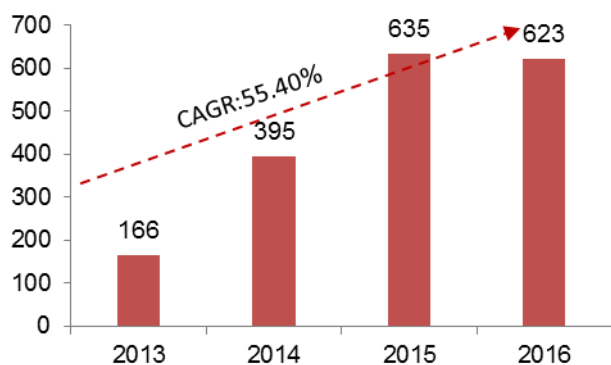


资料来源：公司公告、招商证券

对比猎豹移动历史月活用户数量变化，狮之吼 20%复合年均增长率具备合理性

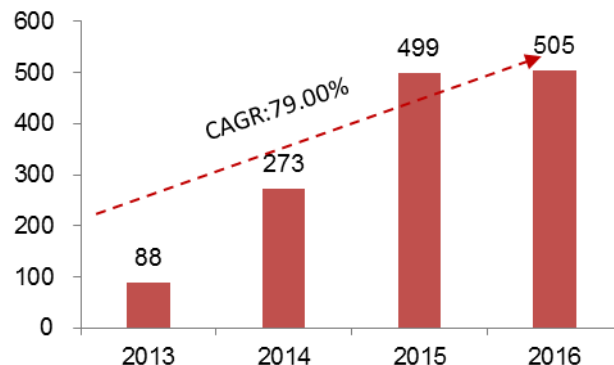
根据可比公司猎豹移动历史数据，猎豹移动 2013-2016 年三年月活跃用户数复合年均增长率约 55.40%，海外（除中国大陆外）月活用户数复合年均增长率为 79.00%。狮之吼目前用户数量预测尚未考虑 Android 系统自身月活跃用户数的增长导致的用户需求的上升。总体而言，公司用户规模预测相比较猎豹移动已实现数据明显谨慎。

图 45：猎豹移动全球月活移动用户数量（百万）



资料来源：猎豹移动、招商证券

图 46：猎豹移动除大陆外月活移动用户数量（百万）



资料来源：猎豹移动、招商证券

（2）广告展示单价有所下降，但降幅低于用户规模增幅，狮之吼盈利空间有望扩大

从整体来看，随着低单价地区广告展示量的增加，狮之吼广告千次展示单价略有下降。在产品投放初期，为获得用户量，狮之吼会收取较低的广告费。从地区而言，不同国家和地区千次展示单价差异较大，千次展示单价发达国家>亚洲发达国家>发展中国家。

公司根据不同发展阶段、不同地区采用不同的定价策略。以 Power Battery 为例，2016 年公司属于高速发展周期，为了保证发展中国家的市场占有率及用户量的增长，在产品投放初期，狮之吼不收取广告费或采用较低的价格收取广告费，发展中国家的千次展示单价显著低于发达国家，2016 年千次展示单价受到千次展示单价较低的发展中国家用户数量占比上升的影响，价格相比于 2015 年有所下降。

随着产品下载量的上升，狮之吼将拥有足够广告展示位提供给广告平台公司用于广告主的广告投放。由于活跃用户数的增幅远高于千次展示单价降幅，因此狮之吼未来盈利空间将进一步放大。

表 7：狮之吼 Power Battery 各地区投放策略、定价策略及用户规模情况

类型	发达国家 北美洲、欧洲、澳大利亚等地区			亚洲发达国家 日、韩、新加坡、港、台、中东			发展中国家 南美、非洲、印度、印尼、泰国		
	发展期	千次展示 单价	用户数(万人)	发展期	千次展示 单价	用户数(万人)	发展期	千次展示 单价	用户数(万人)
2015	缓速增长期	35.39	1206.2	启动期	17.68	745.2	启动期	1.45	2003.3
2016	高速增长期	27.77 (-21.5%)	7487.9 (+520.8%)	高速增长期	13.66 (-22.7%)	8049.8 (980.2%)	启动期	1.37 (-5.5%)	9957.5 (+397.1%)
2017	缓速增长期			缓速增长期			缓速增长期		
2018	平稳增长期			缓速增长期			高速增长期		
2019	平稳增长期			平稳增长期			高速增长期		

资料来源：公司公告、招商证券

图 47：交易报告中狮之吼各产品盈利预测

项目名称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年及永续
Power Clean								
广告展示量(亿次)	8.93	130.44	161.86	187.17	218.07	239.88	259.07	259.07
同比增速		1360.7%	24.1%	15.6%	16.5%	10.0%	8.0%	0.0%
千次展示单价(千次)	19.02	17.47	15.9	15.7	15.54	15.38	15.23	15.23
同比增速		-8.1%	-9.0%	-1.3%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	0.0%
业务收入(万元)	1699.51	22793.8	25,742.37	29,378.45	33,887.29	36,903.26	39,456.97	39,456.97
同比增速		1241.2%	12.9%	14.1%	15.3%	8.9%	6.9%	0.0%
Power Battery								
广告展示量(亿次)	10.37	139.01	150.76	168.89	199.14	219.05	236.57	236.57
同比增速		1240.5%	8.5%	12.0%	17.9%	10.0%	8.0%	0.0%
千次展示单价(千次)	11.74	10.49	10.91	11.14	10.91	10.69	10.48	10.48
同比增速		-10.6%	4.0%	2.1%	-2.1%	-2.0%	-2.0%	0.0%
业务收入(万元)	1217.43	14577.38	16,443.44	18,807.87	21,732.08	23,427.19	24,795.33	24,795.33
同比增速		1097.4%	12.8%	14.4%	15.5%	7.8%	5.8%	0.0%
Network Master								
广告展示量(亿次)	-	21.24	68.78	107.28	149.35	182.21	209.54	209.54
同比增速			223.8%	56.0%	39.2%	22.0%	15.0%	0.0%
千次展示单价(千次)	-	12.54	11.02	11.07	10.96	10.74	10.53	10.53
同比增速			-12.1%	0.5%	-1.0%	-2.0%	-2.0%	0.0%
业务收入(万元)	-	2663.34	7,579.59	11,878.65	16,371.45	19,573.70	22,059.56	22,059.56
同比增速			184.6%	56.7%	37.8%	19.6%	12.7%	0.0%
Power Clean-IOS								
广告展示量(亿次)	-	1.14	8.53	14.89	19.86	22.84	25.58	25.58
同比增速			648.2%	74.6%	33.4%	15.0%	12.0%	0.0%
千次展示单价(千次)	-	19.18	16.58	14.99	14.69	14.39	14.11	14.11
同比增速			-13.6%	-9.6%	-2.0%	-2.0%	-1.9%	0.0%
业务收入(万元)	-	218.58	1,413.19	2,231.99	2,917.04	3,287.50	3,608.36	3,608.36
同比增速			546.5%	57.9%	30.7%	12.7%	9.8%	0.0%
Power Security								
广告展示量(亿次)	-	7.49	68.84	113.16	130.13	149.65	172.1	172.1
同比增速			819.1%	64.4%	15.0%	15.0%	15.0%	0.0%
千次展示单价(千次)	-	11.86	10	10.5	10.29	10.09	9.89	9.89
同比增速			-15.7%	5.0%	-2.0%	-1.9%	-2.0%	0.0%
业务收入(万元)	-	888.76	6,883.60	11,886.60	13,396.20	15,097.52	17,014.90	17,014.90
同比增速			674.5%	72.7%	12.7%	12.7%	12.7%	0.0%
工具类其他产品								
广告展示量(亿次)	0.34	13.36	18.47	21.44	25.73	28.82	31.7	31.7
同比增速		3829.4%	38.2%	16.1%	20.0%	12.0%	10.0%	0.0%
千次展示单价(千次)	20.31	14.7	12.5	13.74	13.47	13.2	12.94	12.94
同比增速		-27.6%	-15.0%	9.9%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	0.0%
业务收入(万元)	69.77	1965.27	2,309.40	2,946.96	3,465.62	3,803.86	4,100.57	4,100.57
同比增速		2716.8%	17.5%	27.6%	17.6%	9.8%	7.8%	0.0%
合计	2986.71	43107.13	60,371.58	77,130.50	91,769.68	102,093.03	111,035.69	111,035.69
同比增速		1343.3%	40.1%	27.8%	19.0%	11.2%	8.8%	0.0%

资料来源：公司公告、招商证券

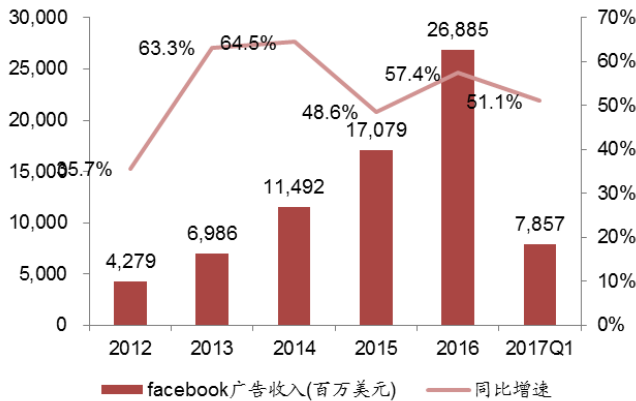
(3) 主要客户 Facebook 和 Google 广告收入保持稳定增长态势

狮之吼与客户维持良好的关系，海外主要销售客户稳定。狮之吼主要通过 Facebook 和 Google 广告平台提供广告展示位，收入主要来源于 Google 和 Facebook，2016 年占公司收入 99% 以上。Google 和 Facebook 作为全球移动互联网广告行业领导者，是全球最大的广告平台，短期来看，狮之吼还会依赖于 Facebook 和 Google 广告平台。根据公司对深交所问询函的回复，目前狮之吼属于谷歌中国的大客户，属于前 1% 的客户，未来双方合作前景良好。同时，狮之吼是 Facebook 全球战略合作伙伴，Facebook 官网亦将双方合作作为成功案例向全球推介。因此狮之吼客户的稳定性是可预期的。

Facebook 和 Google 广告收入保持稳定增长态势，狮之吼未来盈利来源稳定。Facebook 等国外大型互联网公司在移动互联网广告平台中具有垄断性地位，是海外市场最为重要的广告需求端平台之一，广告流量资源丰富。Facebook 在 2015 年、2016

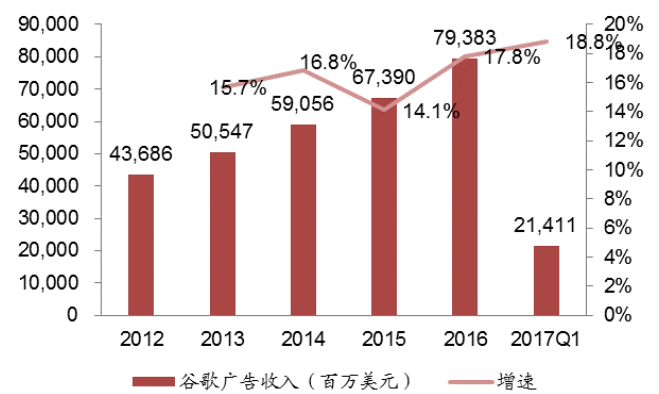
年、2017Q1 广告收入分别为 170.79 亿美元、268.85 亿美元、78.57 亿美元，增速分别为 48.6%，57.4%，51.1%，保持稳定增长态势，在一定程度上保障了狮之吼未来盈利的稳定性。

图 48: Facebook 广告收入保持高速增长



资料来源: Wind、招商证券

图 49: Google 广告收入保持高速增长



资料来源: Wind、招商证券

3.4 协同发展：迅游科技借力狮之吼，加速全球化布局

构建全球性的业务生态环境已经成为上市公司重要的发展战略,本次交易有利于上市公司未来提升产品的海外推广效率,标的公司将成为上市公司全球化战略的重要助力。

首先,同属于工具类产品。在产品类型层面,上市公司的游戏加速器主要为游戏用户提供网络加速服务,标的公司的工具类产品主要为手机用户提供手机清理、电池管理、系统安全、提升网络速度等功能,双方产品均属于工具类软件。

双方可以实现资源共享。在客户资源层面,上市公司国内行业客户资源丰富,狮之吼和 Facebook、Google 等海外互联网广告平台建立了良好的合作关系。狮之吼庞大的用户规模和丰富的运营经验也可以为迅游的海外扩张提供推广支持。

双方携手打造互联网广告平台,推动业务全球化与多元化。在国内移动互联网增速放缓的背景下,全球化是国内互联网企业未来重要的发展战略。上市公司与标的公司共同打造的互联网广告平台,在对上市公司的渠道资源和标的公司的推广服务进行整合后,可以为国内互联网企业出海提供优质的广告营销服务,从而丰富上市公司产品业务类型,有利于上市公司业务多元化战略的实施。

图 50：本次收购将对双方产生协同效应



资料来源：公司公告、招商证券

四、盈利预测及投资评级

4.1 盈利预测

盈利预测的关键假设如下：

(1) 网游加速器业务

收入：参考艾瑞预测的PC端网游规模市场增速，17年PC网游市场规模降幅较16年有所减缓（16年为-12.4%，17年为-7.1%），因此假设17年网游加速器业务收入降幅减少为-2.0%，假设18-19年收入与17年持平。

毛利率：17年公司成本控制能力有所上升，且构成主营成本的带宽价格逐年下降，因此谨慎假设17-19年网游加速器业务毛利率为70%。

(2) 手游加速器业务

收入：受益于移动电竞的高速发展和公司前期推广，17年是公司手游加速器业务的爆发期。参考艾瑞预测的移动电竞市场增速，结合公司自身发展，假设17-19年手游加速器业务收入增速为256.7%/200%/150%。

毛利率：手游加速器处于发展初期，参考2011-2013年网游加速器业务的毛利率，假设17-19年手游加速器业务毛利率为62.6%/70.1%/71.8%。

(3) 光速大师业务

收入：参考根据中商产业研究院预测的2017年互联网宽带用户数同比增速，假设17-19年光速大师业务收入增速为23.8%。

毛利率：光速大师业务 16 年刚推出，与手游加速器一样处于发展初期，假设 17-19 年毛利率为 62.6%/70.1%/71.8%。

(4) 公司成本控制能力上升，假设 17-19 年成本费用率降到 15 年前的平均水平。

图 51：迅游科技收入结构盈利预测

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
网游加速器业务	收入（百万）	70.2	90.5	144.2	178.1	170.9	155.8	152.7	152.7	152.7
	yoy		28.8%	59.4%	23.4%	-4.0%	-8.8%	-2.0%	0.0%	0.0%
	营业成本（百万）	26.2	27.0	40.7	47.8	49.6	49.4	45.8	45.8	45.8
	毛利率	62.6%	70.1%	71.8%	73.2%	71.2%	68.3%	70.0%	70.0%	70.0%
手游加速器业务	收入（百万）	-	-	-	-	-	1.4	5.0	14.9	37.2
	yoy	-	-	-	-	-	0	256.70%	200.00%	150.00%
	营业成本（百万）	-	-	-	-	-	2.2	1.9	4.4	10.5
	毛利率	-	-	-	-	-	-58.3%	62.6%	70.1%	71.8%
光速大师业务	收入（百万）	-	-	-	-	-	0.3	0.4	0.4	0.5
	yoy	-	-	-	-	-	0	23.80%	23.80%	23.80%
	营业成本（百万）	-	-	-	-	-	0.5	0.1	0.1	0.2
	毛利率	-	-	-	-	-	-58.3%	62.6%	70.1%	71.8%
其他业务	收入（百万）	-	-	-	-	0.9	0.5	0.7	0.6	0.7
	yoy	-	-	-	-	-	-44.3%	39.7%	-14.2%	8.3%
	营业成本（百万）	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	毛利率	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	迅游科技收入合计（百万）	70.2	90.5	144.2	178.1	171.9	158.0	158.7	168.6	191.1
	收入yoy		28.8%	59.4%	23.4%	-3.5%	-8.1%	0.5%	6.2%	13.3%
	毛利合计（百万）	44.0	63.5	103.6	130.3	122.3	105.9	110.9	118.3	134.7
	营业成本合计（百万）	26.2	27.0	40.7	47.8	49.6	52.1	47.8	50.4	56.5
	综合毛利率	62.6%	70.1%	71.8%	73.2%	71.2%	67.0%	70.0%	71.2%	71.2%
	营业成本/营业收入	37.4%	29.9%	28.2%	26.8%	28.8%	33.0%	30.1%	29.9%	29.5%
	营业费用	4.0	5.1	8.2	6.4	1.9	2.8	20.6	21.9	19.1
	营业费用/营业总收入	9.9%	10.0%	13.2%	15.5%	13.6%	18.3%	13.0%	13.0%	10.0%
	管理费用	7.0	9.0	19.0	27.5	23.4	28.9	46.4	33.7	38.2
	管理费用/营业总收入	16.2%	20.3%	20.6%	18.7%	28.2%	42.7%	29.2%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告、招商证券

不考虑此次重组，预计公司 2017-2019 年实现净利润 5780/7213/8328 万元，分别同比增长 47.8%/24.8%/15.5%，当前市值 56.6 亿，17-19 年 PE 分别为 97.9/78.5/68.0 倍。假设收购及配套融资 18 年完成，17-19 年备考净利润为 5780/32172/42252 万元，增发后总股本为 2.5 亿股，则对应的 PE 为 97.9/26.4/20.1 倍。

4.2 投资建议

看好海外市场增长空间，若迅游科技成功收购狮之吼，将在全球化布局上迈出重要一步，也是 A 股较稀缺的移动出海标的。若重组成功，公司 18-19 年 PE 为 26.4/20.1 倍。考虑到一方面，移动出海行业高景气度与狮之吼承诺业绩的高增长，另一方面，经过调整，考虑重组完成的情况下，18-19 年 PE 已消化至 26.4/20.1 倍，维持“强烈推荐-A”评级。目标价 42.4 元。

五、风险因素

5.1 并购重组不能顺利完成风险

根据《重组管理办法》的相关规定，本次并购重组尚需取得中国证监会的核准。本次交易能否取得上述核准以及最终取得核准的时间均存在不确定性，提请广大投资者注意投资风险。

同时，交易过程中，交易双方可能需要根据监管机构的要求不断完善交易方案，如交易双方无法就完善交易方案的措施达成一致，本次发行股份及支付现金购买资产的交易对象及本公司均有可能选择终止交易，提请投资者关注本次交易可能终止的风险。

5.2 海外互联网工具经营环境发生变化风险

本文对狮之吼未来业绩的预测基于公司历史经营数据以及海外工具类产品需求增长和移动互联网规模告诉增长的假设。由于狮之吼业务开展时间不长，历史经营数据对于评估预测提供的支撑有限，同时狮之吼所处行业属于发展更新较快的行业，未来移动互联网广告及相关行业的经营状况如发生较大变化，与历史经营状况存在较大差异，则狮之吼的实际收入、经营情况可能与本次交易的评估机构所做评估预测存在较大差异，提请投资者特别关注由于未来经营状况发生变化，进而与历史经营状况产生较大差异，从而导致标的资产未来实际情况与评估预测情况存在较大差异的风险。

5.3 加速器行业增长不及预期的风险

中国 PC 网络游戏的整体市场发展增速相较于去年逐渐下滑，未来 PC 网络游戏市场在一段时期内将面临结构化调整和业态创新，PC 端游戏规模存在下滑超预期的风险。由于市场调整及变化的不可测，公司未来可能无法保持一定的增长速度，存在业绩波动甚至下滑的可能。

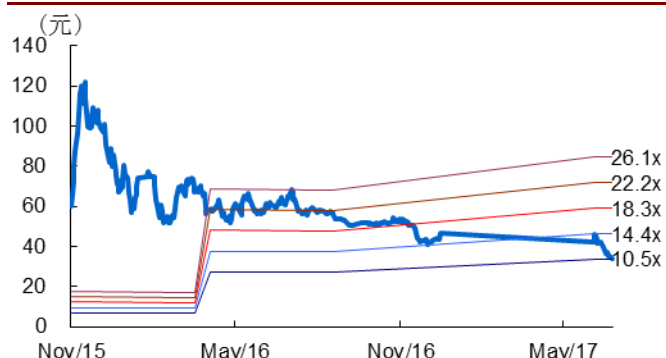
国内手游市场近年处于高速发展期。纵览整个手游市场，虽然强交互型、强竞技型手游已逐渐成为移动端手游未来趋势，但用户时间碎片化的问题对手游产品的创新提出了极大的挑战，未来移动端加速的需求空间、市场前景及盈利模式尚存在不确定性。公司的移动端加速产品能否迅速提升市场占有率、能否开展有效的盈利模式，目前仍存在不确定性。

图 52：迅游科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 53：迅游科技历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	353	554	394	469	556
现金	101	189	98	121	180
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	4	3	3	3	3
其它应收款	9	15	12	13	14
存货	0	0	0	0	0
其他	239	346	282	332	358
非流动资产	145	194	401	392	384
长期股权投资	60	107	324	324	324
固定资产	31	22	13	5	(1)
无形资产	0	8	6	5	4
其他	54	57	57	57	57
资产总计	498	749	795	861	940
流动负债	53	219	215	218	223
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	10	5	7	8	9
预收账款	37	39	36	38	42
其他	7	174	172	172	172
长期负债	0	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	1	1	1	1
负债合计	53	219	216	218	224
股本	160	167	167	167	167
资本公积金	218	275	275	275	275
留存收益	57	96	149	216	294
少数股东权益	10	(9)	(12)	(16)	(20)
归属于母公司所有者权益	435	538	591	658	737
负债及权益合计	498	749	795	861	940

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	54	40	115	13	49
净利润	59	39	58	72	83
折旧摊销	4	6	5	3	2
财务费用	0	6	(1)	(1)	(1)
投资收益	(1)	(8)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(4)	15	65	(48)	(22)
其它	(5)	(18)	(3)	(4)	(4)
投资活动现金流	(335)	(159)	(203)	15	15
资本支出	(8)	(6)	6	6	6
其他投资	(326)	(153)	(208)	9	9
筹资活动现金流	268	207	(4)	(4)	(4)
借款变动	70	244	0	0	0
普通股增加	130	7	0	0	0
资本公积增加	185	57	0	0	0
股利分配	(119)	(96)	(5)	(5)	(5)
其他	2	(5)	1	1	1
现金净增加额	(13)	88	(92)	24	59

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	172	158	159	169	191
营业成本	50	52	48	50	56
营业税金及附加	2	3	2	2	3
营业费用	23	29	21	22	19
管理费用	48	67	46	34	38
财务费用	(4)	6	(1)	(1)	(1)
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	8	9	9	9
营业利润	53	9	51	70	84
营业外收入	12	20	20	20	20
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	65	29	71	90	104
所得税	9	8	17	21	25
净利润	56	21	55	68	79
少数股东损益	(3)	(19)	(3)	(4)	(4)
归属于母公司净利润	59	39	58	72	83
EPS（元）	0.37	0.23	0.35	0.43	0.50

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-3%	-8%	0%	6%	13%
营业利润	-19%	-84%	499%	36%	21%
净利润	-1%	-34%	48%	25%	15%
获利能力					
毛利率	71.2%	67.1%	69.9%	70.1%	70.5%
净利率	34.5%	24.8%	36.4%	42.8%	43.6%
ROE	13.6%	7.3%	9.8%	11.0%	11.3%
ROIC	9.6%	1.7%	6.4%	7.9%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	10.7%	29.3%	27.2%	25.4%	23.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.6	2.5	1.8	2.2	2.5
速动比率	6.6	2.5	1.8	2.2	2.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	20578.2	21278.1	19112.8	20474.9	21082.7
应收帐款周转率	50.9	47.5	52.6	56.4	58.2
应付帐款周转率	6.7	6.8	7.5	6.8	7.0
每股资料（元）					
每股收益	0.37	0.23	0.35	0.43	0.50
每股经营现金	0.34	0.24	0.69	0.08	0.29
每股净资产	2.72	3.23	3.54	3.95	4.42
每股股利	0.60	0.03	0.03	0.03	0.03
估值比率					
PE	91.4	144.7	97.9	78.5	68.0
PB	12.5	10.5	9.6	8.6	7.7
EV/EBITDA	25.0	72.8	24.1	18.5	15.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。分获 2016 年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名，2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名，2014 年新财富第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名。

林起贤，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2015 年加入中投证券担任传媒行业分析师，2017 年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。