



雄狮领路，加速出海

投资要点

- 公司是网游加速行业的龙头企业，2017年6月，公司拟以发行股份和支付现金的方式购买狮之吼100%股权，交易金额27亿元，同时拟向不超过5名特定投资者发行股份募集配套资金8.73亿元。狮之吼承诺2017-2019年归母扣非净利润分别不低于1.92/2.50/3.24亿元。公司近日发布2017半年报，2017H1实现营收8635万，同比增加12.4%，其中手游加速业务实现营收1335万元，2016年这一数字为139万元，实现归母净利润3079万，同比提升52.0%。
- 内生增长：在游戏加速业务中，公司具有强大的竞争力。**公司在网游加速业务领域有十余年的经验和用户积累，是国内游戏加速行业的龙头。公司迅游网游加速器业务有望企稳回升。公司手游加速业务背靠《王者荣耀》，导流效应明显，借助手游重度化趋势该业务或将高成长。公司研发费用占营收的比例从2012年的7%增长到2017H1的25%，高研发投入保证竞争优势。
- 外延并购：并购优质资产狮之吼，协同效应日趋释放，业绩对赌有望增厚公司业绩。**狮之吼团队为原“Windows优化大师”与“鲁大师”的核心团队成员，具有成功开发亿级用户量软件的经验。**用户端（免费软件的使用者）：**狮之吼旗下软件陆续上线后用户量在2016年猛增，公司的五大类软件类型2016年总用户数达2.4亿，同比增长506%。相比于其它竞争对手，狮之吼的清理类产品更“轻快”。**客户端（付费投放广告的广告主）：**主要客户对广告的投放力度增加，2016年实现营收4.31亿，同比增加1343%。狮之吼2015、2016年加大品牌推广营销力度，且营收在初期尚未爆发，导致推广费用占比较高，随着产品品种增多带来的品牌效应扩大等原因，预计未来销售费用将逐渐降低，业绩有望放量。与此同时，狮之吼2016年营收4.31亿元，综合毛利率达99.9%，即使公司仅依靠现存流量，三年的业绩对赌仍将大概率实现。
- 盈利预测与投资建议。**1) 若不考虑收购狮之吼的影响，2017-2019年EPS分别为0.31元、0.37元、0.41元，归母净利润分别为5167、6175、6881万元。2) 考虑收购狮之吼的影响，由于狮之吼2017-2019年承诺的归母净利润分别为19200、24960、32448万元，我们预计公司2017-2019年归母净利润将为24367、31135、39329万元，仅计算发行股份购买资产对于公司股本结构的影响，本次购买资产发行股份后总股本为2.27亿，公司2017-2019年EPS分别为1.07/1.37/1.73元。由于公司正在做重大资产重组，具有不确定性，暂不做评级建议。
- 风险提示：**并购重组失败的风险；PC端游戏市场萎缩的风险；狮之吼业绩实现或不及承诺的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	158.00	168.30	217.40	254.66
增长率	-8.07%	6.52%	29.17%	17.14%
归属母公司净利润(百万元)	39.12	51.67	61.75	68.81
增长率	-34.11%	32.10%	19.49%	11.44%
每股收益EPS(元)	0.23	0.31	0.37	0.41
净资产收益率ROE	3.89%	6.90%	7.28%	7.07%
PE	162	123	103	92
PB	11.78	10.89	10.01	9.19

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 罗亚琨

电话: 0755-88604093

邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.67
流通A股(亿股)	0.99
52周内股价区间(元)	31.66-57.84
总市值(亿元)	63.40
总资产(亿元)	6.92
每股净资产(元)	3.39

相关研究

目 录

1 国内领先的游戏加速服务商	1
2 内生增长：端游加速业务或维稳，手游加速业务高成长	3
2.1 端游增速或将回暖，手游重度化成趋势	3
2.2 在游戏加速业务中，公司具有强大的竞争力	6
3 外延并购：收购狮之吼，迈向全球化	11
3.1 新兴国家安卓手机市场需求或爆发，移动设备展示广告增长迅速	11
3.2 狮之吼，鲁大师带领的全球手机工具软件开发商	13
3.3 各项资源深度结合，协同效应日趋释放	17
3.4 并表优质资产，业绩对赌的大概率实现有望增厚公司业绩	19
4 盈利预测与估值	21
4.1 盈利预测	21
4.2 估值	21
5 风险提示	22

图 目 录

图 1：公司股权结构以及公司架构（截止 2017 年 6 月 30 日）	1
图 2：公司历史沿革图	1
图 3：公司营业收入结构（亿元）	2
图 4：公司毛利结构（亿元）	2
图 5：公司 2012 年以来营业收入和归母净利润情况	2
图 6：公司 2012 年以来销售毛利率、净利率变化情况	2
图 7：中国 PC 客户端游戏市场规模，预计 2018 年增速回升	3
图 8：全球 PC 客户端游戏市场规模预测	3
图 9：中国页游市场规模情况	4
图 10：全球页游市场规模预测	4
图 11：英雄联盟等游戏或有卡顿现象	4
图 12：网民选择在网吧上网的原因，网速比较快占比最高	4
图 13：中国移动游戏市场规模，手游增速将进入平稳发展期	5
图 14：全球移动游戏市场规模稳步增长	5
图 15：IOS 平台 TOP100 移动游戏安装包容量分布对比	5
图 16：重度手游用户数量占比、使用时长占比均提升	5
图 17：MMORPG 等类型的中重度游戏生命周期长，收入潜力大	6
图 18：迅游网游加速器支持加速的热门游戏（安装包仅 14M）	6
图 19：迅游手游加速器 APP 宣传图（APP 仅 6.2M）	6
图 20：2015-2017H1 公司游戏加速业务累计注册用户数量	8
图 21：公司年度付费用户数量（本年内有充值记录的用户）	8
图 22：迅游网游加速器支持的网游数量	8
图 23：公司手游加速器内置于热门游戏中	8
图 24：公司取得的软件著作权/发明专利授权数量	9
图 25：公司 2012-2017H1 研发费用及研发费用占营收的比例	9
图 26：《王者荣耀》用户规模、DAU、MAU 情况	9
图 27：《王者荣耀》的付费玩家中近 30 天付费额度情况	9
图 28：手游加速器内置于《王者荣耀》游戏内，导流效应明显	10
图 29：公司手游加速业务营业收入及毛利率情况（2016 年末公布毛利率）	10
图 30：全球智能手机市场中安卓系统占比情况	11
图 31：北美、西欧智能手机用户量预测（亿）	11
图 32：部分地区智能手机用户量预测（亿）	11
图 33：部分地区智能手机用户量增长率	11
图 34：全球每年新增安卓恶意软件应用数量	12
图 35：人均手机垃圾的日清理次数	12
图 36：2015 年移动广告各板块的同比增长率	13
图 37：2014、2015 年移动广告类型占比	13
图 38：公司实控人为硬件评判标准的软件“鲁大师”的创始人	13
图 39：狮之吼推出的 APP 类型及代表性 APP	13

图 40：公司各类型软件的操作页面	14
图 41：公司软件内的广告示例	14
图 42：狮之吼开发的各类型软件年度总用户数	14
图 43：狮之吼开发的各类型软件月活跃用户数	14
图 44：狮之吼开发的各类型软件年度用户地区分布情况	15
图 45：狮之吼开发的各类型软件年度用户地区分布占比情况	15
图 46：狮之吼的业务模式	15
图 47：狮之吼开发的各类型软件平均月流水	15
图 48：狮之吼旗下核心产品 Power Clean 在美国 Google Play 工具类应用中的 30 日排名情况（平均排名第 11）	16
图 49：猎豹移动旗下核心产品 Clean Master 在美国 Google Play 工具类应用中的 30 日排名情况（平均排名第 24.4）	16
图 50：迅游科技与狮之吼的协同效应	18
图 51：狮之吼与迅游科技财务数据对比（数据截止 2016.12.31）	19
图 52：狮之吼的营业收入、实际净利润和承诺净利润情况	19
图 53：狮之吼毛利与毛利率情况	20
图 54：狮之吼销售费用与营收对比情况（销售费用主要为网络推广费、办公费、差旅费等）	20

表 目 录

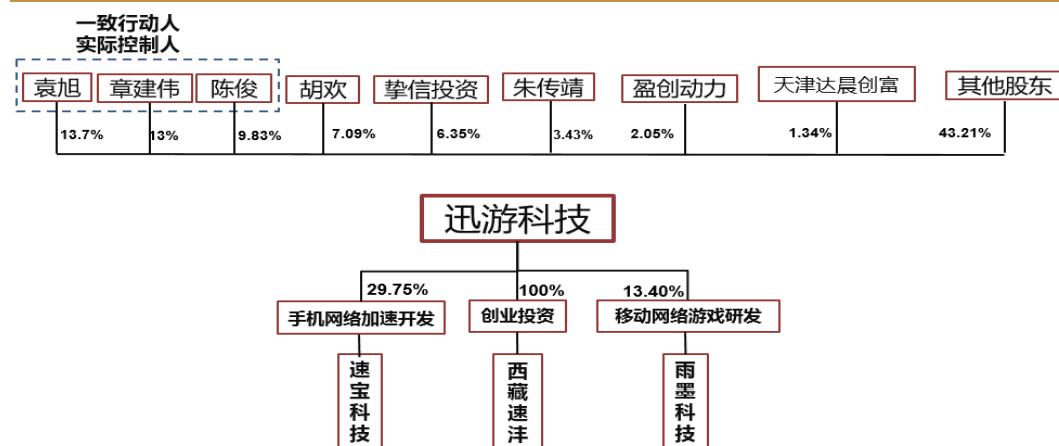
表 1：公司主要产品及收费模式	7
表 2：公司或公司子公司参与设立的投资基金/投资公司	10
表 3：公司 2015、2016 年前五大销售客户及销售情况	15
表 4：狮之吼与猎豹移动产品对比	16
表 5：狮之吼与猎豹移动公司的对比	17
表 6：狮之吼作为研发主体的研发项目	19
表 7：狮之吼成本分析（单位：万元）	20
表 8：分业务收入及毛利率预测	21
表 9：可比公司估值情况	22
附表：财务预测与估值	23

1 国内领先的游戏加速服务商

2008年8月公司成立，2015年5月登陆深交所创业板。公司主营业务为向游戏玩家提供云加速服务，主要产品是“迅游网游加速器”和“迅游手游加速器”。经过多年发展，公司已经成为国内网游加速服务市场的行业龙头。2017年6月，公司公告拟以发行股份和支付现金的方式购买狮之吼100%股权。

公司股权结构：截止2017半年报，袁旭、章建伟、陈俊3人构成一致行动人，合计持有公司股份6096万股（占总股本比例36.53%），为公司实际控制人。其余持股5%以上股东有胡欢（北京奇虎科技有限公司系其配偶控制的公司）和挚信投资，分别持有1183万股（占比7.09%）、1060万股（占比6.35%）。

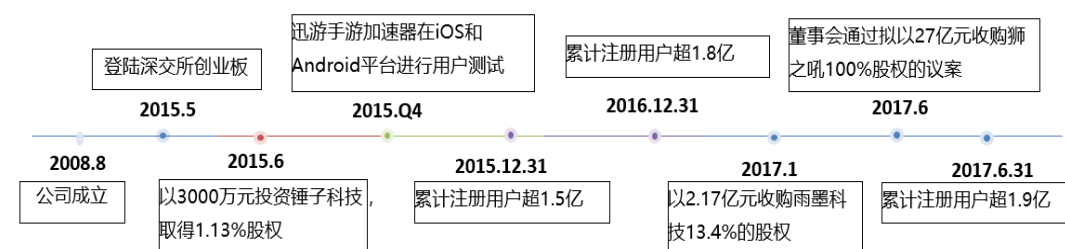
图1：公司股权结构以及公司架构（截止2017年6月30日）



数据来源：公司公告，西南证券整理

内生增长+外延扩张推动公司全球化战略。公司自身产品“迅游网游加速器”经过多年发展已成行业龙头。2015Q4起在iOS和Android平台进行用户测试的“迅游手游加速器”业务快速扩张，2017H1该业务营收1335万元，2016年为139万元。2017年1月，公司宣布以2.17亿元收购从事移动游戏研发、产品主要面对海外玩家的雨墨科技13.4%的股权，进入移动端游戏领域。2017年6月，公司董事会通过了以发行股份和支付现金的方式，以27亿元的交易价格购买狮之吼100%股权的议案，狮之吼的主要业务是向海外用户提供免费工具软件，推进公司全球化战略。

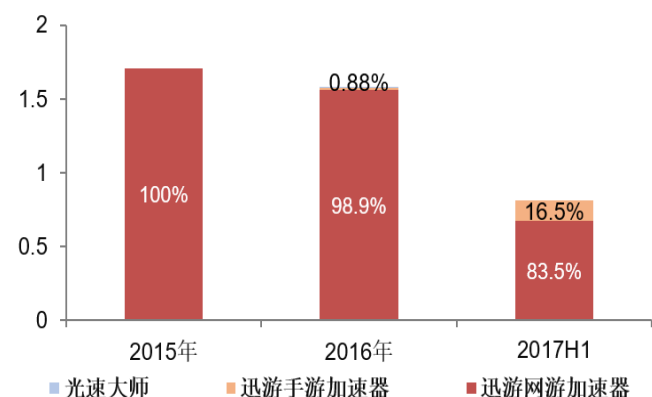
图2：公司历史沿革图



数据来源：公司公告，西南证券整理

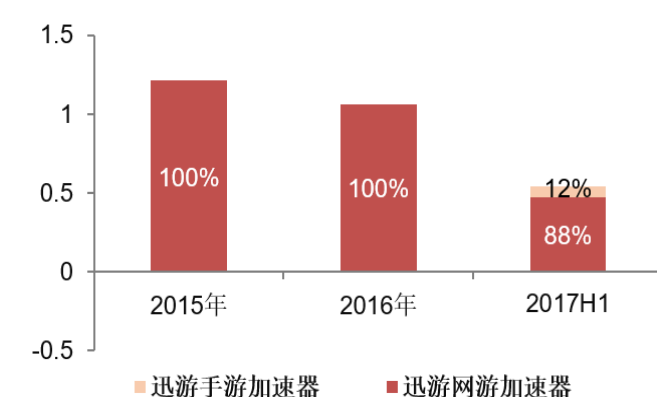
公司主营业务结构：迅游网游加速器业务为主要收入来源，迅游手游加速器业务增速明显。2015 年，迅游网游加速器业务基本贡献所有营收；2016 年 5 月，迅游手游加速器的研发结项，2016 年手游加速业务营收为 139 万元，占营业总收入的 0.88%；2017H1 手游加速业务营收增长到 1335 万元，占营收的 16.5%，成为公司营收增长的重要引擎。

图 3：公司营业收入结构（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

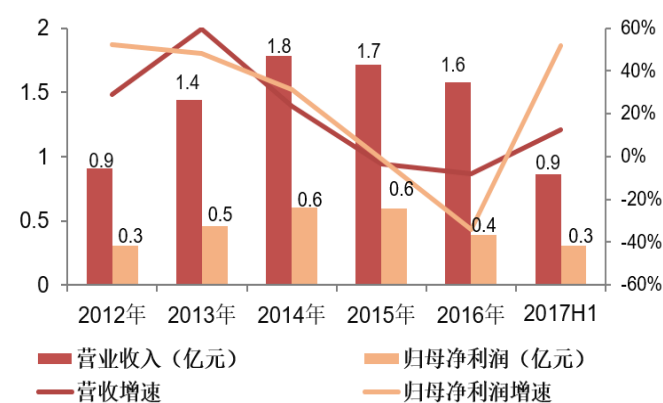
图 4：公司毛利结构（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

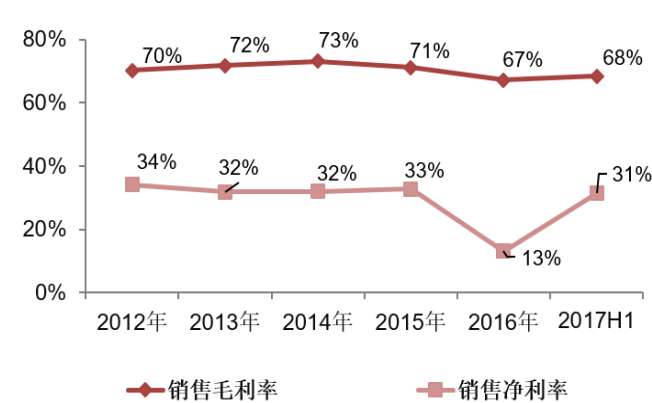
公司业绩状况：2016 年端游增速略有放缓，盈利能力仍保持较高水平。2013 至 2014 年，公司营收与归母净利润保持 20% 以上的增速稳定增长。2016 年，受 PC 端游戏市场增速放缓、开展新业务合作和新产品研发测试、子公司速宝科技加大手游加速器的研发投入及市场推广力度、公司引进人才并提高核心员工薪酬福利等的影响，公司营收与归母净利润略有下滑。与此同时，公司成本主要为向 IDC 服务商租用的带宽和人力资源成本，具备互联网行业轻资产、高科技的特征，公司盈利能力一直保持较高水平，毛利率维持在 70% 左右、净利率维持在 30% 左右水平。

图 5：公司 2012 年以来营业收入和归母净利润情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司 2012 年以来销售毛利率、净利率变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

2 内生增长：端游加速业务或维稳，手游加速业务高成长

公司端游加速业务受益于国内 PC 客户端游戏市场规模的回暖，或将维稳。公司手游加速业务受益于国内移动行业的高增长以及内置于现象级手游《王者荣耀》带来的强大导流效应，预计将维持高速增长。

2.1 端游增速或将回暖，手游重度化成趋势

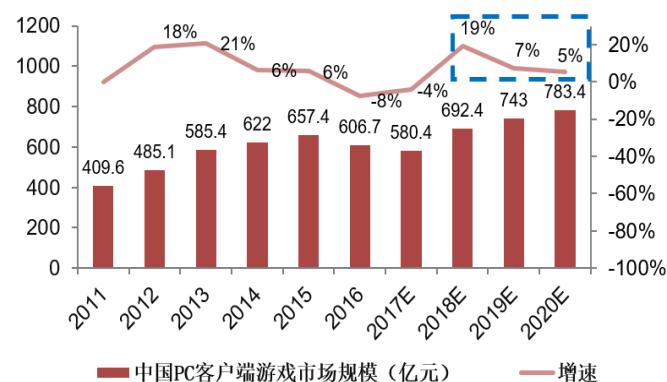
游戏行业方面，艾瑞咨询数据显示，国内 PC 客户端游戏市场规模的增速将在 2018 年回暖，且增速达 19%。与此同时，网络堵塞、网络延时等问题持续存在，PC 端游戏加速市场虽有天花板但目前仍是刚需。手游方面，随着网络的迭代升级，游戏也在更新换代，手游越来越“重”成趋势，对于游戏时网络的流畅度要求更高，对游戏网速的要求仍然存在。

2.1.1 端游市场：端游增速或回升，虽有增长天花板但网游加速仍是刚需

国内 2018 年之后 PC 端游戏增速或回升，全球 PC 端游戏市场规模保持平稳。网络游戏主要包括以客户端、网页浏览器和其它终端形式运行的游戏，以及通过信息网络向公众提供的单机版游戏。艾瑞咨询数据显示，2016 年端游市场规模下降 8%，首次出现负增长，主要原因是生活节奏加快使玩家转向更轻松、更碎片的娱乐方式。全球市场来看，PC 端游市场规模仍保持平稳。

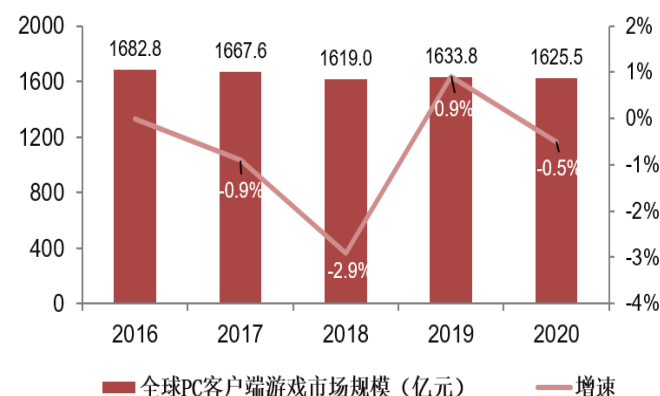
玩家对高品质端游的期待依旧很高，端游市场或将相对稳定。艾瑞咨询数据显示，只有 12% 的玩家明确表示不愿意尝试新端游，大多数玩家对新游持积极态度。老牌端游产品已经各自形成了自己的文化圈和粉丝群，有较长的生命周期和稳定的收入。玩家对新的高品质端游又有着较高的尝试意愿，再叠加移动游戏市场规模的增速回到合理区间，因此，端游市场或将相对稳定。

图 7：中国 PC 客户端游戏市场规模，预计 2018 年增速回升



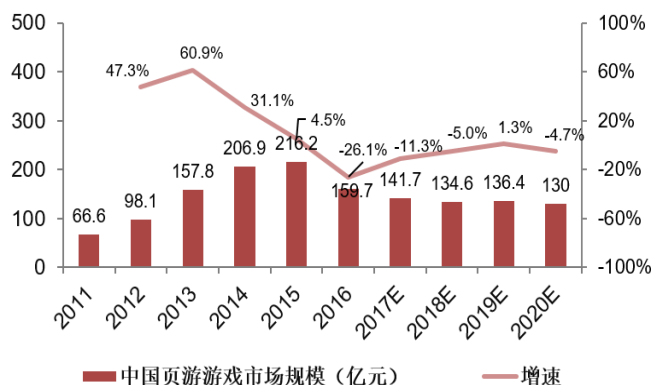
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 8：全球 PC 客户端游戏市场规模预测



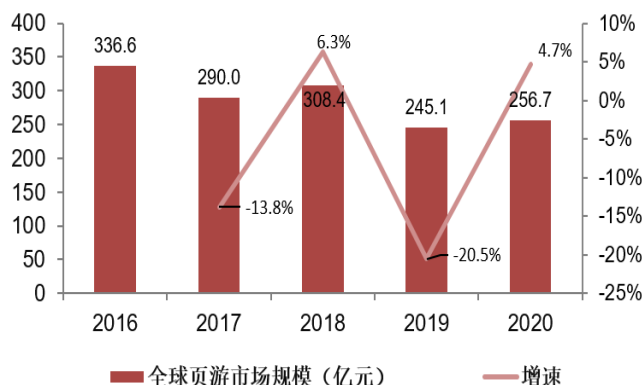
数据来源：Newzoo，西南证券整理

图 9：中国页游市场规模情况



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 10：全球页游市场规模预测



数据来源：Newzoo，西南证券整理

网络延时等问题持续存在，PC 端游戏加速市场虽有天花板但目前仍是刚需

- 国家发改委反垄断调查促使网络运营商采取提升互联互通质量、提升网速的措施将一定程度上有利于改善网游流畅程度。但用户数量的激增、互联网应用的不断多元化、网络系统环境日趋复杂等现象在短期内快速涌现，网络带宽、网络硬件等的提升远远不能满足高速增长的各种需求，网络堵塞、网络延时等问题持续存在。
- 对于英雄联盟（LOL）、DOTA 等竞技型游戏而言，竞技玩家的 APM（Actions Per Minute，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。玩家群体和游戏厂商对于降低网络延迟、优化网络交互速度的需求随着网络游戏的发展持续提升。与此同时，顺网科技数据显示，网民选择在网吧上网的最大原因是网吧网速较快。

图 11：英雄联盟等游戏或有卡顿现象



数据来源：我爱 IT 科技网，西南证券整理

图 12：网民选择在网吧上网的原因，网速比较快占比最高

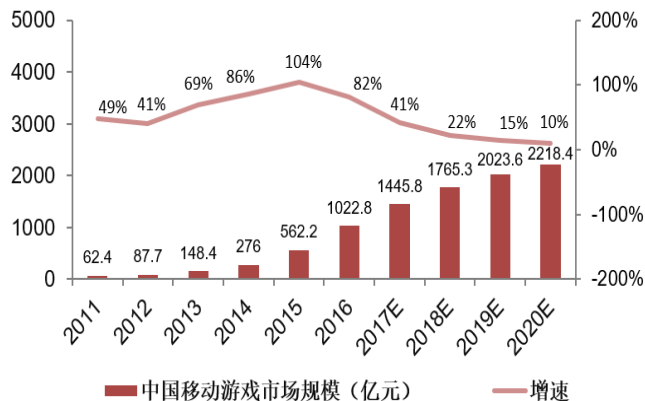


数据来源：顺网科技，西南证券整理

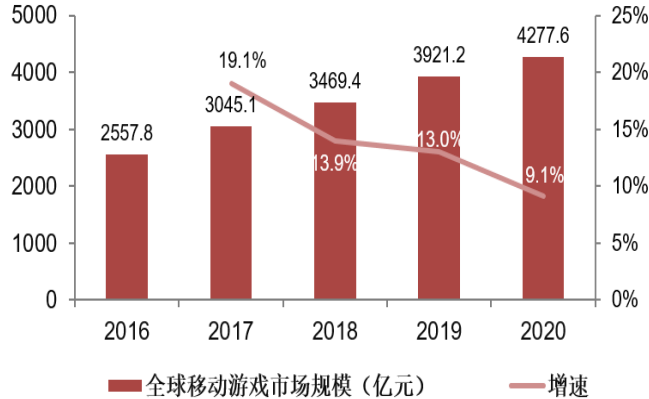
2.1.2 移动游戏市场：增速保持在合理区间，手游重度化成趋势

国内移动游戏市场规模增长速度进入“新常态”，全球移动游戏市场规模稳步增长。随着人口红利利用尽，以及玩家能够同时玩的游戏款数减少（重度游戏占比升高），未来预计移动游戏的增长率会逐渐进入平稳发展期，但 2018 年之前仍将保持 20%以上的增速。2016

年中国移动游戏市场规模约 1023 亿，同比增长 82%，相比上年增长率有所下滑。与此同时，全球移动游戏市场规模将维持 10% 左右的增长率稳步增长。

图 13：中国移动游戏市场规模，手游增速将进入平稳发展期


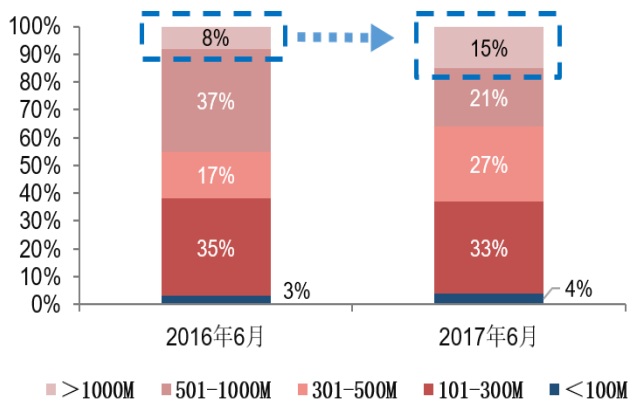
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 14：全球移动游戏市场规模稳步增长


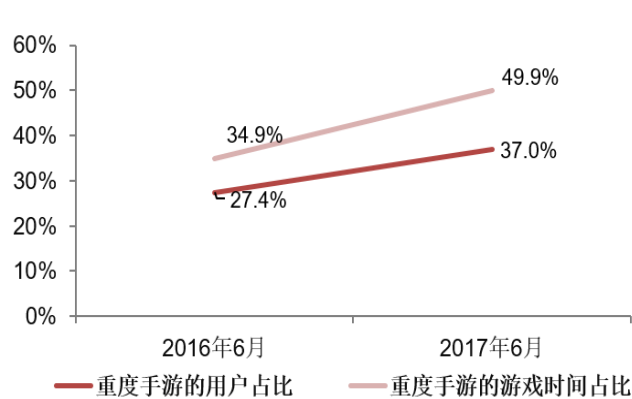
数据来源：Newzoo，西南证券整理

端游页游产品的移动化使得手游重度化愈加明显，随着网络的迭代升级，游戏也在更新换代。中重度手游的代表类型为 MMORPG 类游戏（大型多人在线角色扮演游戏），随着端游和页游厂商纷纷介入移动游戏，将原来大体量的端游页游产品移植到移动端来，移动端游戏重度化渐成趋势。TalkingData 数据显示，2017 年 6 月，IOS 平台畅销榜 TOP100 的移动游戏中，安装包容量大于 1000M 的游戏占比 15%，同比提升了 7 个百分点，虽然安装包的大小并不能代表该游戏是否是重度游戏，但仍能从侧面反映手游的发展趋势。QuestMobile 数据显示，重度手游用户占比由 2016 年 6 月的 27.4% 上升至 2017 年 6 月的 37.0%，使用时长由 2016 年 6 月的 1560 亿分钟蹿升至今年 6 月的 2239 亿分钟，占比由 34.9% 上升至 49.9%，占据了用户游戏时间的近半壁江山。

与此同时，随着网络的迭代升级，游戏也在更新换代，手游越来越“重”成趋势，对游戏网速的要求仍然存在。随着居民消费水平的提高，消费的升级也提升了用户在玩游戏过程中对游戏体验的要求，企鹅智库数据显示，有 19.8% 的女性用户有过因为《王者荣耀》而更换手机的冲动，手游玩家对游戏体验的要求越来越高。

图 15：IOS 平台 TOP100 移动游戏安装包容量分布对比


数据来源：TalkingData，西南证券整理

图 16：重度手游用户数量占比、使用时长占比均提升


数据来源：QuestMobile，西南证券整理

图 17：MMORPG 等类型的中重度游戏生命周期长，收入潜力大



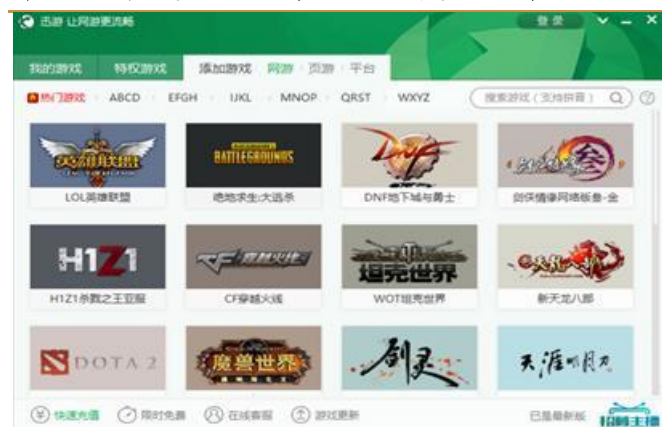
数据来源：易观智库，西南证券整理

手游重度化提升游戏加速需求。手游重度化带来两个方面的变化，一是游戏类型由单机休闲游戏向网络对战游戏转变，后者交互性和竞技性更强，对于游戏时网络的流畅度要求更高；二是玩家由轻度游戏玩家向重度游戏玩家转变，相比于休闲娱乐类游戏玩家而言，重度游戏的玩家更追求游戏的极致体验、强调游戏对抗性、重视游戏比赛结果，更愿意对网络游戏相关服务和工具进行投入。二者共同作用提振手游加速业务的需求。

2.2 在游戏加速业务中，公司具有强大的竞争力

公司经营模式为 B2C 模式+B2B2C 模式，主要产品为“迅游网游加速器”和“迅游手游加速器”。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，目前主要产品为“迅游网游加速器”和“迅游手游加速器”。网游和手游玩家（用户）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 或内置于手游的加速器，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，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。

图 18：迅游网游加速器支持加速的热门游戏（安装包仅 14M）



数据来源：迅游网游加速器软件，西南证券整理

图 19：迅游手游加速器 APP 宣传图（APP 仅 6.2M）



数据来源：迅游手游加速器 APP，西南证券整理

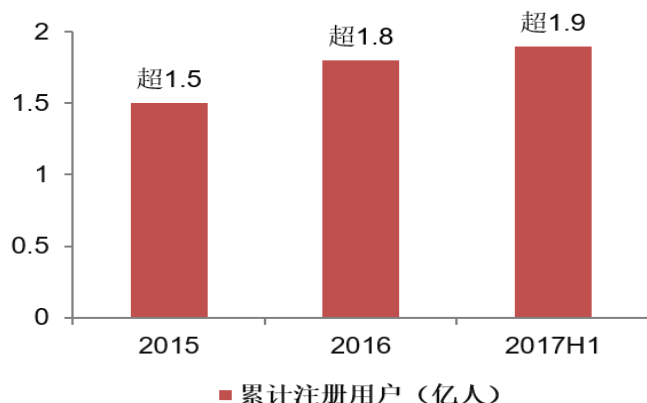
表 1：公司主要产品及收费模式

经营模式	模式介绍	产品	产品介绍	产品名称	收费模式
B2C 模式	公司主要经营模式，公司面对终端玩家，用户通过登录公司官方网站注册、下载公司 PC 客户端，或者下载安装移动端 APP 进行移动游戏加速	迅游网游加速器	可在公司官网下载，主要应用于 PC 端网络游戏传输优化，产品支持市场上绝大部分网络游戏。根据实时网络情况，智能规划出一条优质传输线路。	迅游 VIP（国内节点）	1 个月 20 元 3 个月 50 元 6 个月 100 元 1 年 180 元
				迅游高级 VIP（国内节点+更多国内节点+外服节点）	1 个月 37.5 元 3 个月 100 元 6 个月 180 元 1 年 300 元
				迅游国际 VIP（国内节点+更多国内节点+外服节点+更多外服节点）	1 个月 59 元 3 个月 168 元 1 年 599 元
		迅游手游加速器	迅游手游加速器的高速服务器分布在全国，能够动态监测去往所有游戏服务器的最优线路，为手机选择最优网络线路，保障游戏的流畅	迅游手游加速器 APP（IOS 系统暂时在 App Store 下架，已提交新版本审核，上架时间未定）	月卡：15 元/月； 季卡：40 元/月 （目前可领取免费的试用服务，试用结束后会收费）
B2B2C 模式	合作运营商面对终端玩家，终端玩家向合作运营商付费，公司再与合作运营商进行结算	手游内置加速器（王者荣耀、球球大作战、征途内均有）	以第三方服务方式，将加速功能引入游戏内，降低游戏过程中出现延时高、卡顿问题的频率	游戏的内置加速器（IOS 系统的王者荣耀处于免费测试阶段，目前仅 QQ44 大区可使用内置加速器）	月卡：11.9 元/月； 话费支付：15 元/月； 季卡：29.9 元/季

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

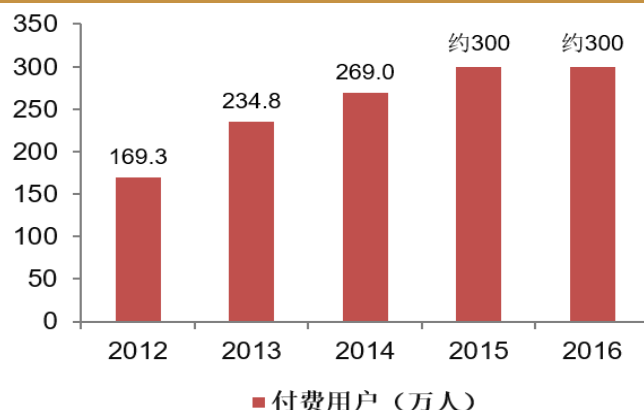
公司加速器业务具有十余年的经验和用户积累，是国内游戏加速行业龙头。公司公告显示，2009 至 2011 年间，公司网游加速服务市场的占有率分别为 21%、29%、34%。公司 2017 年中报数据显示，截至 2017 上半年公司累计注册用户已超 1.9 亿人，且呈增长趋势。2016 年公司付费用户数量（本年内有充值记录的用户）约 300 万人。迅游网游加速器支持的网游数量由 2012 年 3 月的超 4000 款增长至 2015 年 3 月的超 13000 款，目前仍在逐渐扩大其覆盖的游戏的数量。手游加速器方面，公司手游加速器内置于《王者荣耀》、《球球大作战》、《征途》等热门游戏中，或给手游加速业务带来良好的导流效应和充值流水。截止 2017 年 8 月 22 日，迅游手游加速器 APP 在腾讯应用宝中的下载量已近 700 万次。

图 20：2015-2017H1 公司游戏加速业务累计注册用户数量



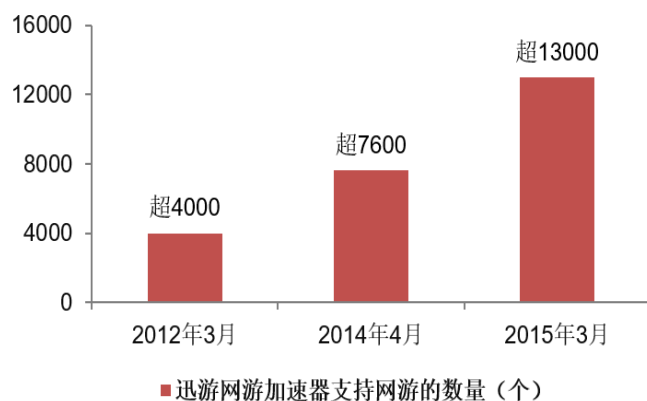
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：公司年度付费用户数量（本年内有充值记录的用户）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：迅游网游加速器支持的网游数量



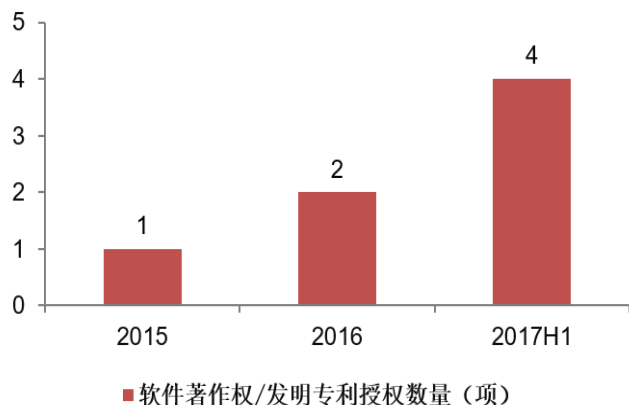
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：公司手游加速器内置于热门游戏中

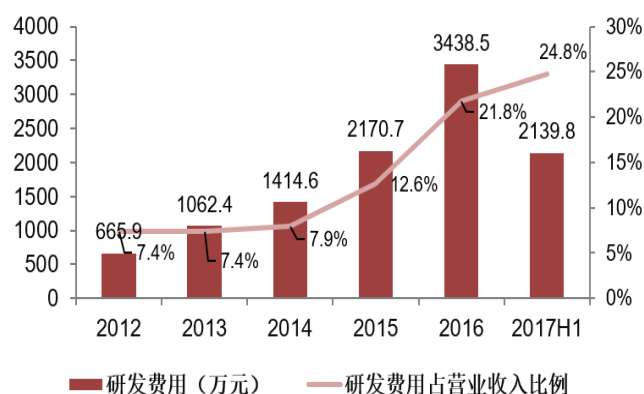


数据来源：4399，百度百科，西南证券整理

技术实力构建护城河，高研发投入保证竞争优势。公司的核心业务是基于独立研发的 SCAP 向网游用户提供云加速服务，该平台不仅可以优化、融合、新创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，还因平台具有足够的扩展性，可让公司延展开发出更多实时交互应用的加速服务，公司在“平台”和“应用”两个层面都储备了足够的技术资源。与此同时，公司研发费用逐年提升，2016 年研发费用达 3438.5 万元，相比于 2012 年的 665.9 万元来说，4 年 CAGR 达 50.7%，研发费用占营收的比例也从 2012 年的 7.4% 增长到 2017H1 的 24.8%，2017 上半年公司取得 4 项软件著作权，高研发投入或使公司保持竞争优势。

图 24：公司取得的软件著作权/发明专利授权数量


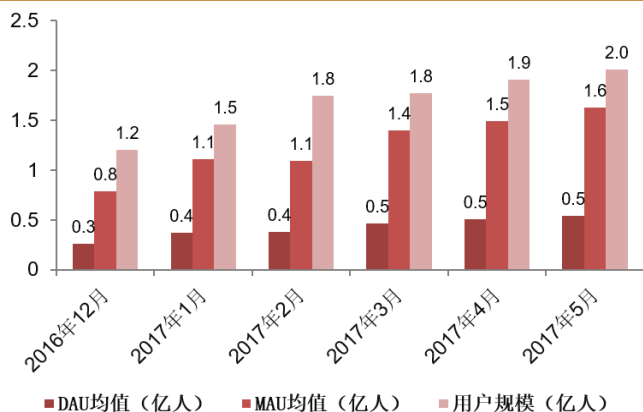
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：公司 2012-2017H1 研发费用及研发费用占营收的比例


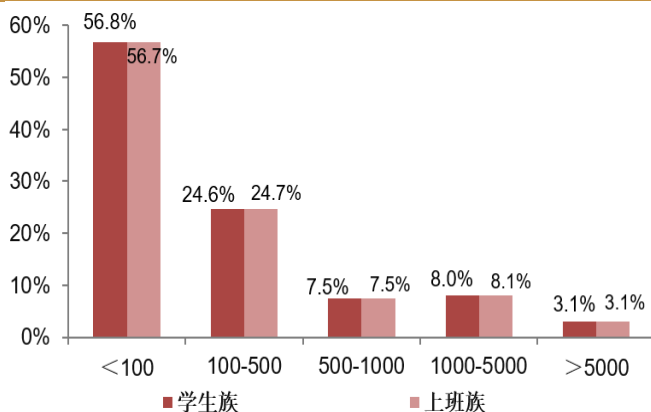
数据来源：公司公告，西南证券整理

背靠《王者荣耀》，导流效应明显，借势手游重度化趋势，公司手游加速业务或将高成长。公司手游加速器内置于《王者荣耀》、《球球大作战》、《征途》等热门游戏中，用户无需下载 APP，在游戏内也能找到并有偿使用迅游加速器，其中，安卓系统的《王者荣耀》在所有游戏区均可使用，IOS 系统的《王者荣耀》内置加速器处于免费测试阶段，目前仅 QQ44 大区可使用，后续有望拓展到更多游戏区。借助热门手游，迅游手游加速器有望快速提升影响力。与此同时，随着手游的重度化趋势，公司手游加速器产品有望分享游戏类型转变的红利，保持较高的成长性。

以《王者荣耀》为例，根据极光大数据的调查，截止 2017 年 5 月该游戏的用户规模超 2 亿人，月活用户达 1.6 亿人，已成为现象级全民游戏。TalkingData 数据显示，《王者荣耀》的学生族付费用户占比 18.9%，上班族付费用户占比 21.8%，付费玩家中 30 天付费金额大于 100 元的比例超 43%，《王者荣耀》的用户规模、付费用户规模均可观，或给手游加速器带来良好的导流效应和充值流水。

图 26：《王者荣耀》用户规模、DAU、MAU 情况


数据来源：极光大数据，西南证券整理

图 27：《王者荣耀》的付费玩家中近 30 天付费额度情况


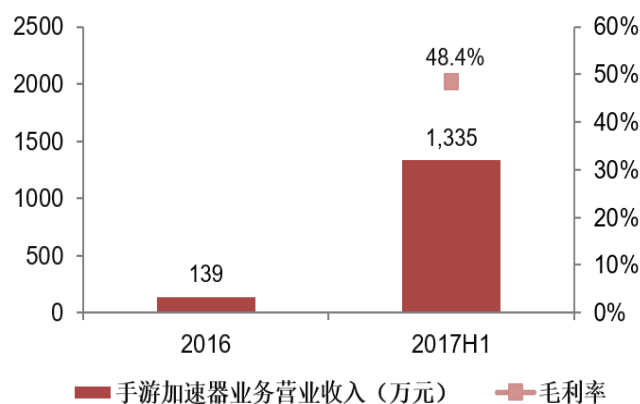
数据来源：TalkingData，西南证券整理

图 28：手游加速器内置于《王者荣耀》游戏内，导流效应明显



数据来源：《王者荣耀》APP，西南证券整理

图 29：公司手游加速业务营业收入及毛利率情况（2016 年末公布毛利率）



数据来源：公司公告，西南证券整理

对外投资、收购整合维持公司竞争力。由于互联网行业的飞速发展，PC 网络游戏和手机游戏市场面临多方面的挑战。为加强竞争力，公司除了加强自身研发能力外，还将通过对外投资、收购整合等方式推进游戏产业链的布局。通过和专业投资管理团队、以及行业中领先企业的合作，充分发挥公司在行业中积累的服务和业务能力，在快速变化的（移动）互联网中尽早发现优秀的早期团队，识别行业动向和机遇，不断增强公司的行业地位、产品结构和盈利能力。

表 2：公司或公司子公司参与设立的投资基金/投资公司

时间	投资基金/投资公司名称	存续期	目标募集规模	公司/子公司出资额	投资方向/设立目的
2015/6/16	上海抱壹团创业投资中心（有限合伙）	7 年	1.5 亿元	自有资金认缴 3000 万元	对企业进行权益性投资为主，原则上专注于互联网及科技初创期企业的投资
2015/9/30	深圳信元资本一期创业投资中心（有限合伙）	5 年	2 亿元	自有资金投资 5000 万元	集中在高技术行业和从事新商业模式的企业。其中高技术行业包括移动互联网、互联网、云计算、物联网等；从事新商业模式的企业包括与消费相关、传统行业改造等。创投基金将主要投资于早期和成长期企业
2015/11/19	上海擎承投资中心（有限合伙）	10 年	5 亿元	自有资金 1 亿元	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，目标企业应具有良好发展前景，投资将由中早期项目和后期项目合理组合。
2016/8/15	西藏速沣创业投资有限公司	—	—	自有资金 3000 万元设立（100%）	该投资公司为上市公司的全资子公司，公司将作为上市公司投融资业务发展的主要平台，通过产业并购、股权投资等方式，延伸公司产业链，有效进行资源整合，为公司业务发展提供有力支持，从而增强公司核心竞争力。
2017/7/7	上饶市广丰区中迅投资中心（有限合伙）	—	—	全资子公司速沣创业投资认缴出资 2500 万元	

数据来源：公司公告，西南证券整理

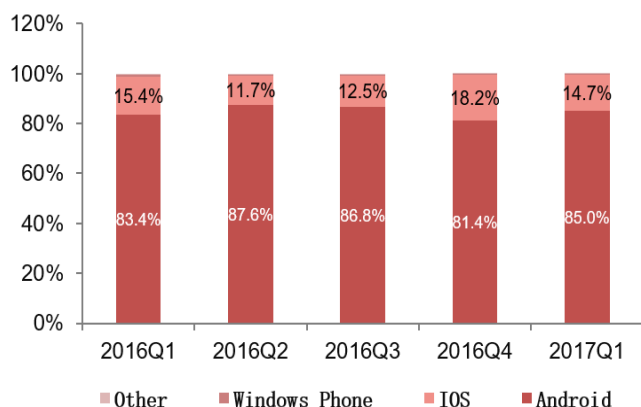
3 外延并购：收购狮之吼，迈向全球化

迅游科技拟以发行股份及支付现金方式购买狮之吼 100%股权，交易总额为 27 亿元，其中以现金方式支付 3.25 亿元，以发行股份的方式支付 23.75 亿元(总计发行股份数为 6005 万股)，同时拟向不超过 5 名特定投资者发行股份募集配套资金 8.73 亿元。狮之吼承诺 2017-2019 年归母扣非净利润分别不低于 19200 万元、24960 万元和 32448 万元。

3.1 新兴国家安卓手机市场需求或爆发，移动设备展示广告增长迅速

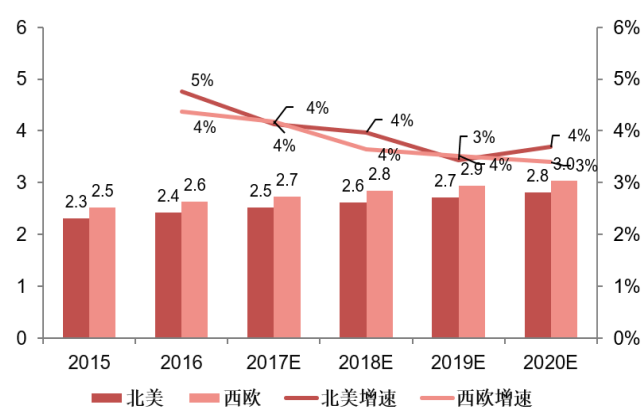
全球安卓系统的用户规模巨大：西欧、北美发达国家仍有增长空间，新兴国家手机更新换代市场需求或爆发。根据 IDC 公布的数据，全球智能手机市场中，超 80%的操作系统为安卓系统。Newzoo 数据显示，2016 年全球有 23.17 亿智能手机用户，以 IDC 数据中安卓系统的占比测算，2016 年全球有近 20 亿的安卓手机用户，规模巨大。与此同时，根据 Newzoo 的预测数据，北美、西欧的智能手机用户仍将保持 3%以上的速度增长，亚太地区、中东和非洲、拉丁美洲等新兴国家智能手机用户量将保持较高的增长率，其中，印度智能手机用户量将从 2015 年的 1.7 亿增长到 2020 年的 5.9 亿，5 年 CAGR 达 28%。

图 30：全球智能手机市场中安卓系统占比情况



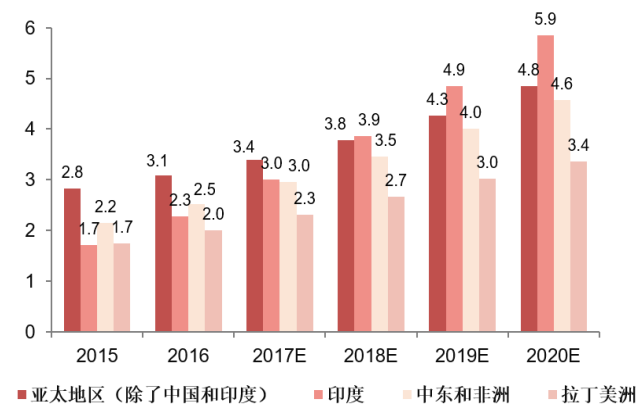
数据来源：IDC，西南证券整理

图 31：北美、西欧智能手机用户量预测（亿）



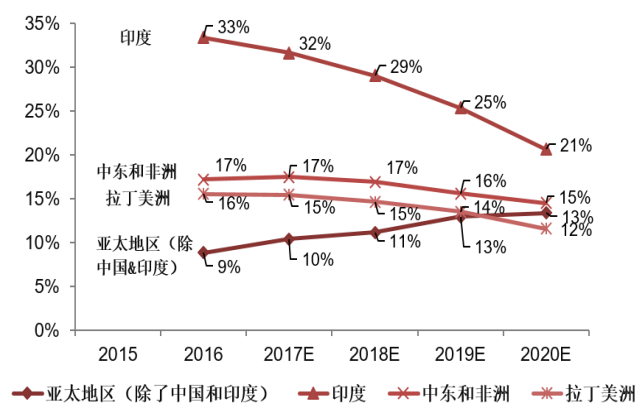
数据来源：Newzoo，西南证券整理

图 32：部分地区智能手机用户量预测（亿）



数据来源：Newzoo，西南证券整理

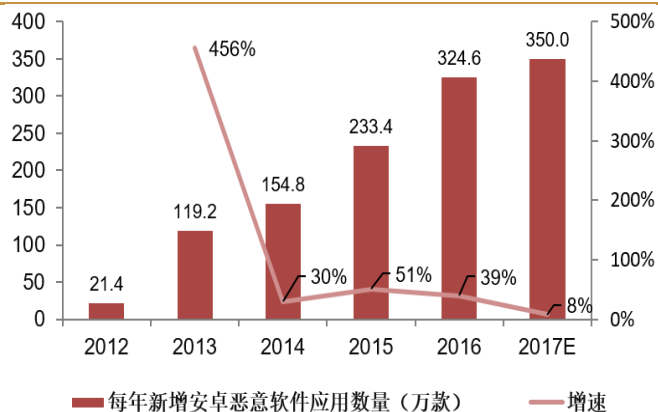
图 33：部分地区智能手机用户量增长率



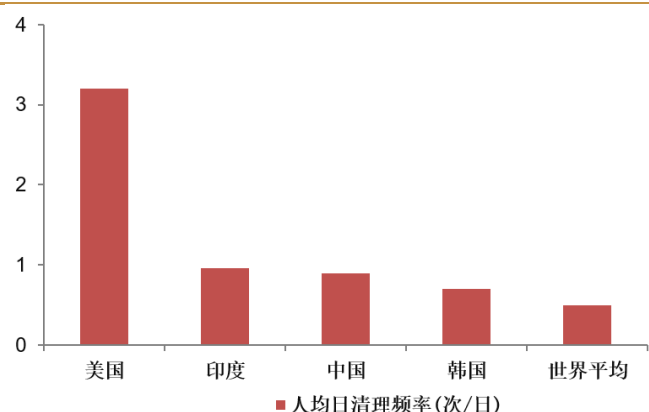
数据来源：Newzoo，西南证券整理

“越用越慢”是安卓系统解决不了的“原罪”。由于安卓系统本身开放性较强，手机用户频繁的安裝与卸载必然会在手机内积累大量残留，这些手机底层的残留物并不会在 APP 卸载后自动删除，一般用户也意识不到它的存在，由此产生大量垃圾。与此同时，应用开发者水平良莠不齐，有的算法和优化做得不好，导致应用在使用时产生大量不必要的垃圾文档占用手机内存空间。因此安卓手机的用户在使用一段时间手机后，手机的运行速度逐渐变慢属于正常现象。钛媒体资料显示，甚至很多在硬件参数上都优于同一代 iPhone 的中高端 Android 手机，仍然会在使用半年到一年的时间后进入“欠流畅”的状态。

安全类、清理类工具 APP 成安卓系统“装机必备”。根据安全公司 G Data 近日公布的调查数据，安卓平台仅在 2017Q1 就发现了 75 万款全新的安卓恶意软件应用，这意味着平均每天有 8388 款新恶意程序出现。2017 年预计将有 350 万款新安卓恶意软件，2016 年这一数据为 325 万款，因此，安全类工具 APP 或成安卓用户的刚需软件。猎豹移动发布的《全球智能手机使用报告》数据显示，美国用户的手机日均清理次数为 3.2 次，全球平均值约 0.5 次，手机清理已成常态。

图 34：全球每年新增安卓恶意软件应用数量


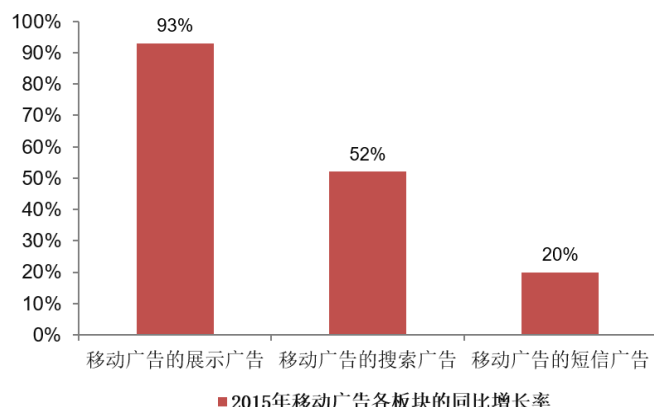
数据来源：G Data，西南证券整理

图 35：人均手机垃圾的日清理次数


数据来源：猎豹移动，西南证券整理

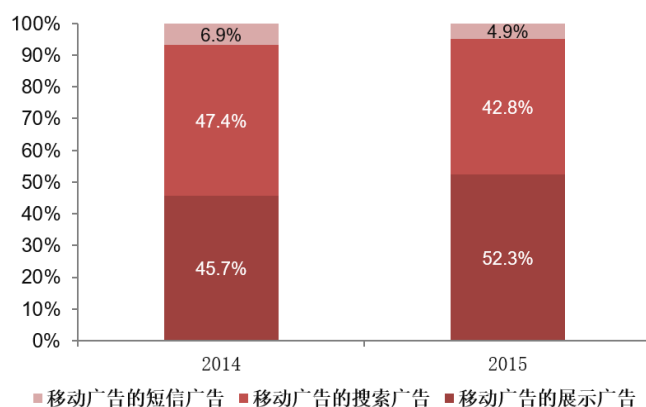
移动应用广告市场中展示广告增长最迅速，实时竞价广告模式兴起或带动广告位价值水涨船高。美国互动广告局(IAB)和 HIS 联合发布的《2015 年全球移动广告市场研究》数据显示，移动广告展示广告成 2015 年增长最迅速、占比最高的移动应用广告模式。与此同时，目前实时竞价在美国已是较为主流的互联网广告模式，在欧洲也渐趋流行。传统的广告模式是按天或按月卖广告位，实时竞价是一种利用第三方技术在数以百万计的网站上针对每一个用户展示行为进行评估以及出价的竞价技术。实时竞价可以做到针对每个网民根据时间段、浏览内容和访问中的 cookie 等信息决定展示什么样的广告。同时对于一些比较好的广告位置，很多广告主会竞价，或将大大提高广告位的价值。

图 36：2015 年移动广告各板块的同比增长率



数据来源：IAB, IHS, 西南证券整理

图 37：2014、2015 年移动广告类型占比



数据来源：IAB, IHS, 西南证券整理

3.2 狮之吼，鲁大师带领的全球手机工具软件开发商

狮之吼正逐步成为全球知名的移动手机系统工具软件开发商。狮之吼成立于 2014 年 5 月，目前主要从事手机系统工具软件的研发和推广。狮之吼的控股股东及实际控制人为鲁锦，其合计持有狮之吼 33.54%的股权和 54.46%的表决权。鲁锦为“Windows 优化大师”、硬件行业内的评判标准软件“鲁大师”的创始人，公司团队为原“Windows 优化大师”与“鲁大师”核心团队成员，具有成功开发亿级用户量软件的经验。

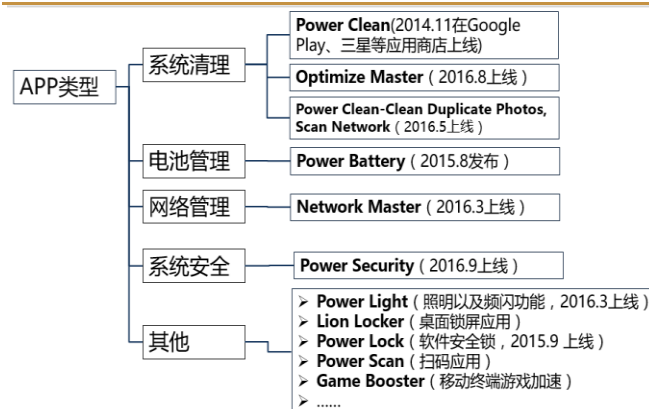
狮之吼的产品及盈利模式：自成立以来，狮之吼陆续向全球移动互联网市场推出了一系列移动客户端软件产品，主要功能为手机系统清理、电池管理、网络管理、系统安全、其他等五大类产品、20 余个软件。目前已经覆盖欧美、澳大利亚、新加坡、日本、韩国、香港、印度、泰国等多个国家和地区。根据 App Annie 平台的统计结果，截止 2017 年 5 月，公司旗下产品在 200 多个国家和地区位列应用商店同类型产品榜单前列。Google 及 Facebook 等移动互联网平台拥有全球海量的用户资源和广告资源，狮之吼的盈利模式为通过 Google、Facebook 等广告平台获取广告资源，广告平台的广告主在狮之吼的 App 产品中进行广告投放，广告平台再与公司进行广告收入分成。

图 38：公司实控人为硬件评判标准的软件“鲁大师”的创始人



数据来源：鲁大师软件，西南证券整理

图 39：狮之吼推出的 APP 类型及代表性 APP



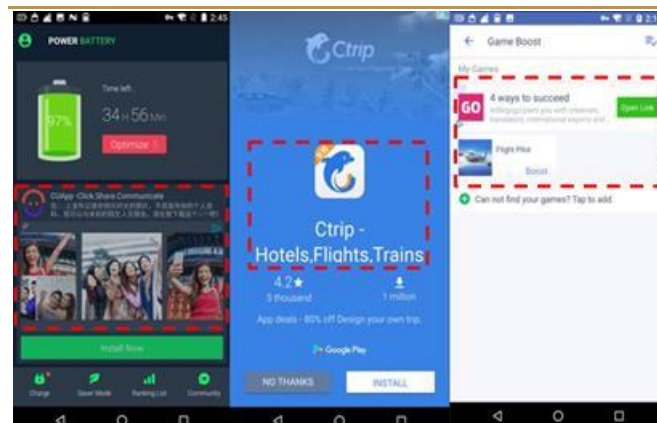
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：公司各类型软件的操作页面



数据来源：公司公告，西南证券整理

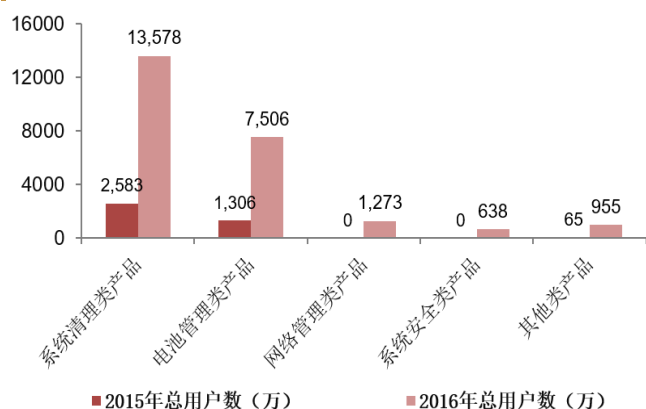
图 41：公司软件内的广告示例



数据来源：公司公告，西南证券整理

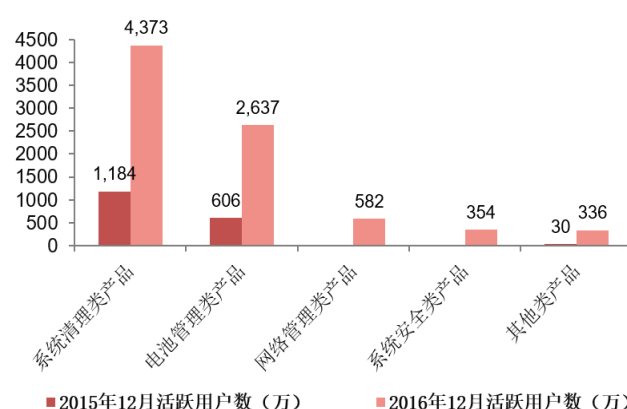
用户端（免费软件的使用者）：狮之吼开发的 Power Clean 软件占内存少体验好，新产品陆续上线后用户量在 2016 年猛增，日韩港台中东新加坡地区用户增速达 980%。狮之吼旗下系统清理类产品 Power Clean 产品安装包仅有 2Mb(猎豹旗下的 Clean Master 为 12Mb)，对用户流量需求和占用内存小，且其系统扫描速度仅为 10 秒，比 Clean Master 快一倍，公司清理类产品的用户体验较好。截止 2016 年 12 月，狮之吼旗下产品总用户数已超过 2.4 亿，其中系统清理类产品的总用户数从 2015 年的 2583 万增长到 2016 年的 13578 万，同比增长 426%，系统清理类产品的月活用户数从 2015 年 12 月的 1184 万提高到 2016 年 12 月的 4373 万，同比增长 269%。

图 42：狮之吼开发的各类型软件年度总用户数



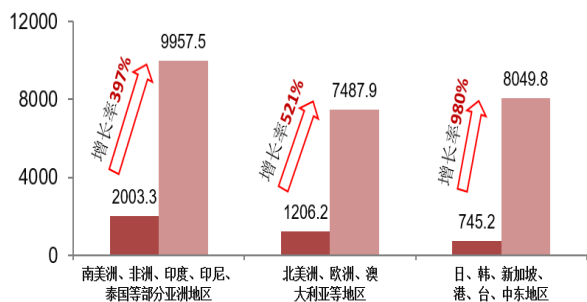
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 43：狮之吼开发的各类型软件月活跃用户数



数据来源：公司公告，西南证券整理

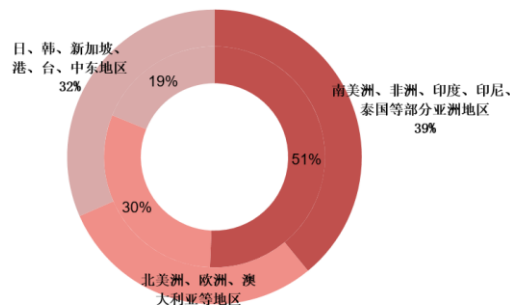
图 44：狮之吼开发的各类型软件年度用户地区分布情况



■ 2015年度用户区域分布情况 (万人) ■ 2016年度用户区域分布情况 (万人)

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：狮之吼开发的各类型软件年度用户地区分布占比情况

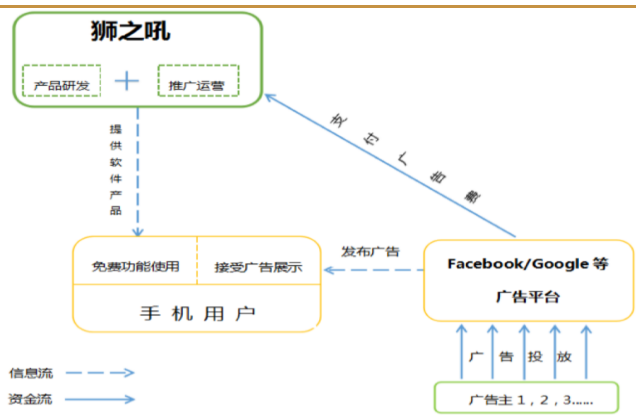


内圈为2015年度用户区域分布占比

数据来源：公司公告，西南证券整理

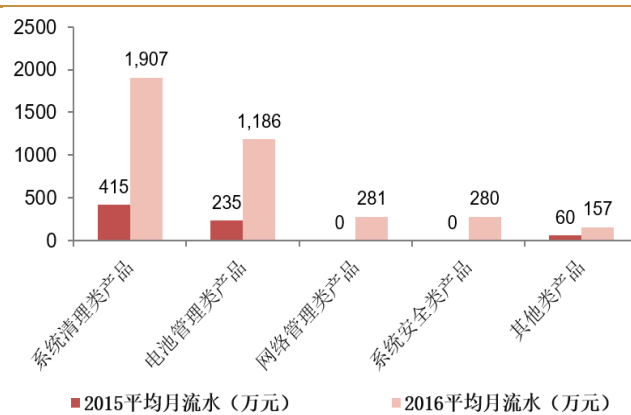
客户端（付费投放广告的广告主）：公司主要客户对广告投放的力度增加，2016 年第一大客户的销售额的绝对值上升但占总销售额的比例下降。用户在免费使用 APP 软件产品提升手机性能和使用体验的同时接受公司向其展示的广告。狮之吼通过 Google 及 Facebook 等广告平台为全球数百家广告主提供广告展示，从而获得广告分成收入。2016 年公司前五大销售客户的销售额为 4.31 亿元，相比于 2015 年提升了 1344%，公司主要客户对广告投放的力度增加。2016 年公司第一大客户 Facebook 的销售总额占比为 86.5%，比 2015 年降低了 11.7 个百分点。

图 46：狮之吼的业务模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 47：狮之吼开发的各类型软件平均月流水



数据来源：公司公告，西南证券整理

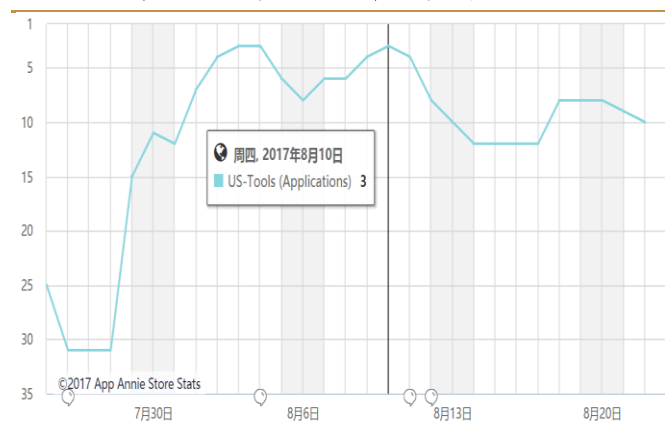
表 3：公司 2015、2016 年前五大销售客户及销售情况

排名	2015 年			2016 年		
	客户名称	销售金额 (万元)	占同期销售总额比例	客户名称	销售金额 (万元)	占同期销售总额比例
1	Facebook Inc.	2,932.96	98.20%	Facebook Inc.	37,305.44	86.54%
2	Ironsource Inc.	32.38	1.08%	Google Inc.	5,607.00	13.01%
3	BaiDu Inc.	13.73	0.46%	Applovin	112.66	0.26%
4	NDP Media Corporation	3.11	0.10%	Twitter	78.23	0.18%
5	成都余香科技	1.94	0.07%	Chartboost	1.24	0.00%
	合计	2,984.12	99.91%	合计	43,104.57	99.99%

数据来源：公司公告，西南证券整理

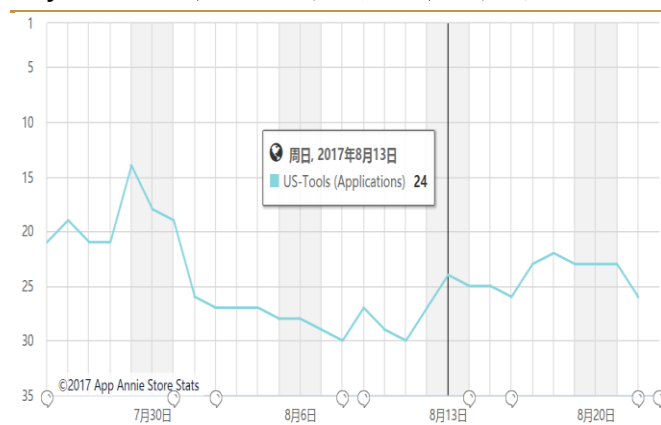
狮之吼 VS 猎豹，狮子更“轻快”。猎豹移动成立于 2010 年 10 月，旗下核心产品有清理大师、猎豹浏览器等，2014 年 5 月猎豹移动在美国纽约证券交易所挂牌上市。狮之吼与猎豹旗下的核心产品分别为清理类的 Power Clean（安装包为 2Mb）和 Clean Master（安装包为 12Mb），二者有竞争关系。市场表现方面，Power Clean 在美国 Google Play 工具类应用的 30 日下载排行榜中（2017 年 7 月 25 日-2017 年 8 月 22 日）平均排名为第 11 名，Clean Master 的平均排名为第 24.4 名，狮之吼的清理类产品下载排名后来居上。从两家公司的全产品线来看，在 2017 年 8 月 22 日当天，狮之吼的电池类和安全类软件表现优于猎豹移动。

图 48: 狮之吼旗下核心产品 Power Clean 在美国 Google Play 工具类应用中的 30 日排名情况（平均排名第 11）



数据来源：APP Annie，西南证券整理

图 49: 猎豹移动旗下核心产品 Clean Master 在美国 Google Play 工具类应用中的 30 日排名情况（平均排名第 24.4）



数据来源：APP Annie，西南证券整理

表 4: 狮之吼与猎豹移动产品对比

项目	狮之吼		猎豹移动	
业务	专注于海外移动端实用软件，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		国内市场：	海外市场
			移动端	猎豹清理大师、猎豹安全大师、猎豹浏览器、金山电池医生等 CleanMaster, CM Security, Live.me, Piano Tiles 2 等
			PC 端	猎豹浏览器，驱动精灵，金山毒霸，猎豹轻桌面 CleanMaster for PC, CM Browser
竞争性的清理类产品及表现	Power Clean	2014 年 11 月，Power Clean 在 Google Play、三星等应用商店上线，2017 年 8 月 22 日当天，在 2 个国家位居工具类 APP 排行榜第一，在 10 个国家进入工具类 APP 排行榜前五，在 27 个国家进入工具类 APP 排行榜前十。	Clean Master	2012 年上线，2017 年 8 月 22 日当天，在 7 个国家位居工具类 APP 排行榜第一，在 49 个国家进入工具类 APP 排行榜前五，在 74 个国家进入工具类 APP 排行榜前十。
竞争性的电池类产品及表现	Power Battery	2015 年 8 月发布，2017 年 8 月 22 日当天，在 2 个国家进入工具类 APP 排行榜前十，在 86 个国家进入工具类 APP 排行榜前 100	Battery Doctor	2011 年发布，2017 年 8 月 22 日当天，在 5 个国家进入工具类 APP 排行榜前 100
竞争性的安全类产品及表现	Power Security	2016 年 9 月上线，2017 年 8 月 22 日当天，在 3 个国家位居工具类 APP 排行榜第一，在 10 个国家进入工具类 APP 排行榜前五，在 20 个国家进入工具类 APP 排行榜前十	CM Security	2015 年 12 月首次在 APP Annie 追踪到该软件，2017 年 8 月 22 日当天，在 4 个国家进入工具类 APP 排行榜前 100

数据来源：公司公告，APP Annie，西南证券整理

表 5：狮之吼与猎豹移动公司的对比

项目	狮之吼	猎豹移动
成立时间	2014 年 5 月	2010 年 10 月
员工总数 (截止 2016.12.31)	69	2831
主要收入来源	移动软件内置广告	在线市场服务（即在线广告相关业务（占 80%）），互联网增值服务和互联网安全服务及其他
创始人情况	核心技术成员大部分来自“Windows 优化大师”与“鲁大师”的核心团队。狮之吼创始人鲁锦，也是原“Windows 优化大师”与“鲁大师”的创始人	CEO 傅盛：2005 年加入奇虎 360，打造了 360 安全卫士； 2008 年加入经纬创投中国任副总裁； 2009 年出任可牛影像董事长兼 CEO； 2010 年金山安全与可牛影像合并成立“金山网络”（现猎豹移动公司）
海外业务区域情况	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，主要用户为欧美及日本、韩国、新加坡等发达国家和地区的用户，未来将在聚焦欧美和亚太市场的同时，紧盯南美、南亚等发展中国家和地区	海外活跃用户主要来自美国，欧洲，印度，印度尼西亚和其他新兴市场
用户数量	2016 年 12 月：2.4 亿（旗下产品总用户数）	2016 年 12 月：6.23 亿（移动端月度活跃用户数）
海外广告业务的营收	狮之吼的营收均来源于海外广告收入 2015 年：0.3 亿元 2016 年：4.3 亿元	猎豹移动海外广告收入≈营收×在线广告收入在营收中占比×海外收入在总营收占比 2015 年：15-20 亿元 2016 年：23-26 亿元
营业成本	主要包括负责运营维护产品的人工成本，故营业成本整体较低 2015 年：12 万 2016 年：50 万	主要包括与猎豹广告平台相关的带宽成本、互联网数据中心成本、人员成本、包括 Live.me、新闻和手机游戏等内容驱动产品的内容和渠道成本等。 2015 年：9.6 亿元 2016 年：15.4 亿元
净利润 (营业总收入)	2015 年：-0.3 亿元（0.3 亿元） 2016 年：1.2 亿元（4.3 亿元） 2017 年承诺净利润：≥1.92 亿元 2018 年承诺净利润：≥2.50 亿元 2019 年承诺净利润：≥3.24 亿元	2014 年：0.7 亿元（18.6 亿元） 2015 年：1.7 亿元（37.7 亿元） 2016 年：-0.6 亿元（45.6 亿元）

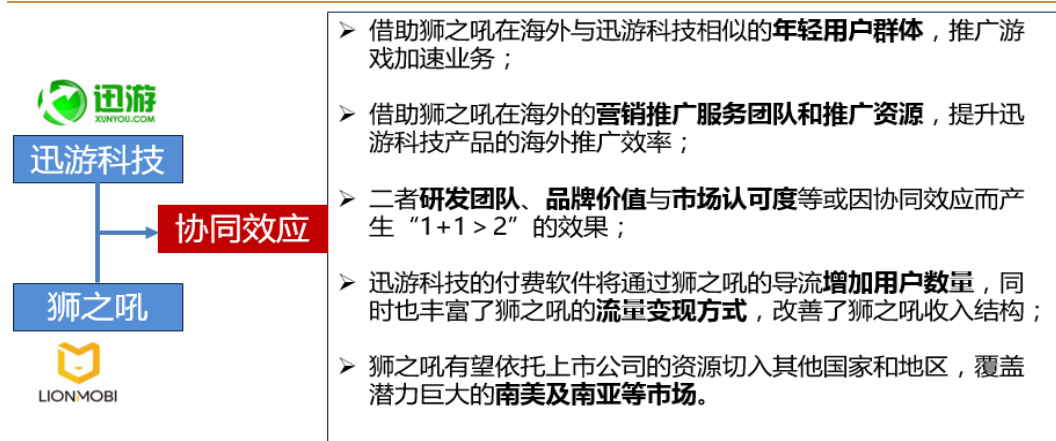
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 各项资源深度结合，协同效应日趋释放

迅游科技与狮之吼协同效应有望释放。狮之吼的免费软件产品覆盖 Facebook、Google 等移动互联网平台，主要用户为欧美及日本、韩国、新加坡等发达国家和地区的用户。迅游科技主营业务是为网游等互联网实时交互应用提供付费网络加速服务，为契合未来的发展战略，上市公司目前正逐步推进全球资源一体化的战略转型。因此，有望在以下方面逐步体现协同效应：

- **客户群体相似：**狮之吼在海外有广泛的渠道和受众群体，尤其是在一些带宽并不成熟的地区，与此同时，狮之吼的主要客户群体为年轻用户群体，与迅游科技游戏加速业务的客户群体相似，可以成为迅游加速业务的强力推广渠道，预计将给公司的加速器业务带来强大的支持；
- **借助狮之吼的推广经验：**狮之吼是国内较早进入海外市场并取得成功的移动互联网企业之一，拥有精准、高效的营销推广服务团队和移动 APP 全球市场推广的经验，并且已经和 Facebook、Google 等海外互联网广告平台建立了良好的合作关系，有助于提升迅游科技产品的海外推广效率；
- **研发团队、品牌价值等：**迅游科技与狮之吼的业务同属于互联网工具类应用的开发和运营服务体系，本次交易后，二者研发团队、品牌价值与市场认可度等或因协同效应而产生“1+1>2”的效果；
- 狮之吼有望依托上市公司的资源切入其他国家和地区，覆盖潜力巨大的南美及南亚等市场。
- 迅游科技的付费网络加速软件有望借助狮之吼免费工具软件的自有流量体系推广，一方面，迅游科技的付费软件将通过狮之吼的导流增加用户数量，另一方面，也丰富了狮之吼的流量变现方式，改善了狮之吼的收入结构；

图 50：迅游科技与狮之吼的协同效应



数据来源：公司公告，西南证券整理

配套资金中 5.08 亿元的研发项目蓄势待发。本次交易中，上市公司拟向不超过 5 名特定投资者发行股份募集总额不超过 8.73 亿元的配套资金，其中 3.25 亿元用于本次重组现金对价，4000 万元用于支付本次重组的相关费用，预计 5.08 亿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。

移动网络 APP 新产品开发项目的实施将结合迅游科技与狮之吼的各自优点，利用狮之吼在海外市场多年的经营推广经验和迅游科技在游戏加速领域的研发与运营经验，研发游戏加速和语音社交 APP 并向海外市场推广。互联网广告综合运营平台升级项目能利用公司的海量客户为广告主提供定制化的广告投放，帮助广告主精准营销，提高广告投入的回报率，使狮之吼在实时竞价广告模式中充当“广告资源”卖方的角色，建立自己的流量平台。

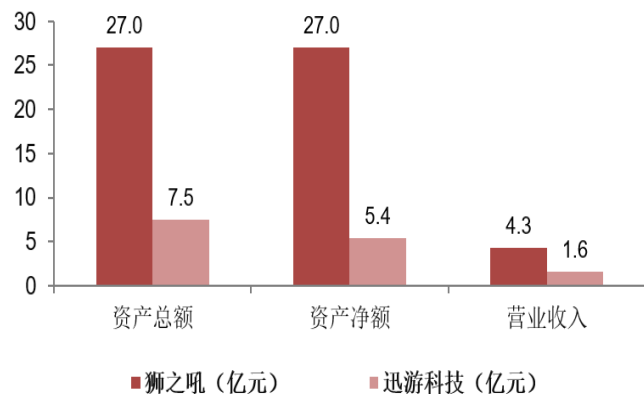
表 6：狮之吼作为研发主体的研发项目

项目	金额 (亿元)	劳动定 员人数	投资效益	项目计划
移动网络 APP 新产品开发项目	3.8	200 人	税后静态投资回收期为 5.02 年（含建设期），内部收益率为 27.91%（税后）	自主开发及运营 2 款移动网络应用 APP 新产品： 1) 手游加速应用程序 （为移动互联网实时交互游戏提供云加速服务）； 2) 手游语音应用程序 （面向游戏用户提供垂直化的游戏社交平台服务，可供不同类型游戏在多种玩家场景中自由组合）
互联网广告综合运营平台升级项目	1.28	70 人	税后静态投资回收期为 4.48 年（含建设期），内部收益率为 28.88%（税后）	建设一个互联网广告综合平台，通过在公司全部的研发产品中进行运用，对每个网络广告的发布、流量、点击量等业务节点进行全面监测，实现互联网广告的精准投放。整合狮之吼产品的用户流量资源，为广告主在移动 APP 内投放各类广告

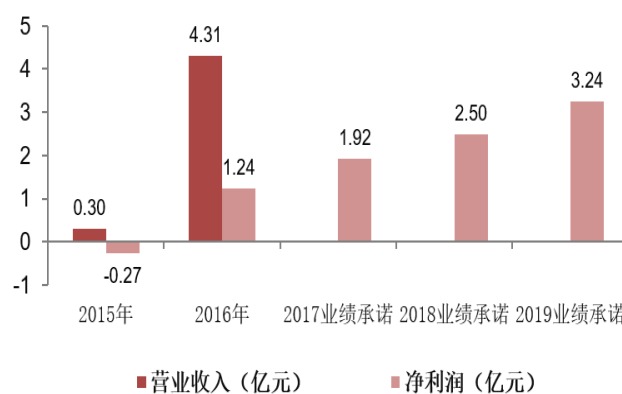
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4 并表优质资产，业绩对赌的大概率实现有望增厚公司业绩

狮之吼业绩有望维持高增长。2016 年，狮之吼共实现营业收入 4.31 亿元，同比增长 1343%，实现净利润 1.24 亿元，2015 年这一数字为-0.27 亿元，公司业绩在短时间内迅速增长。随着狮之吼 2016 年内新上线 APP 影响力的扩大、新研发项目的落地和品牌影响力的提升等，未来业绩有望继续高增长。

图 51：狮之吼与迅游科技财务数据对比（数据截止 2016.12.31）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 52：狮之吼的营业收入、实际净利润和承诺净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

狮之吼综合毛利率高，盈利能力强。狮之吼的主营业务收入主要是网络广告展示服务，由于不存在传统的原材料采购，营业成本为直接归属于运营 APP 发生的直接人工成本，也就是负责运营维护产品的人工成本，因此，狮之吼 2016 年的毛利率高达 99.9%，2015 年的毛利率高达 99.6%。但为了获得更多的用户量和公司业务规模的增长，狮之吼销售费用投入较多，2016 年，狮之吼的销售费用高达 2.9 亿元，相比于 2015 年的 4185.6 万元来说增长了 582.7%。

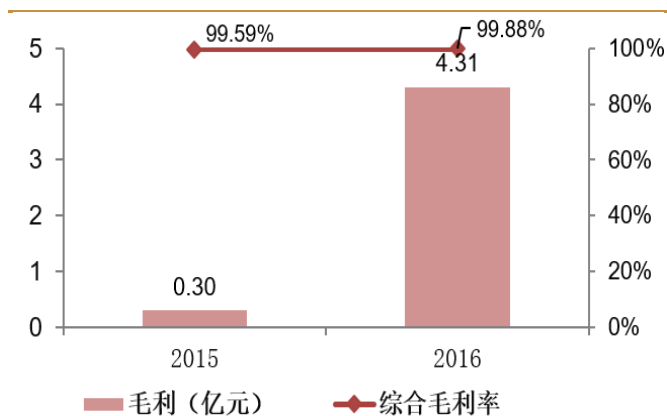
表 7：狮之吼成本分析（单位：万元）

业务类别	2016 年			2015 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
网络广告展示服务	43105	50	99.88%	2985	12	99.59%
其他	2	-	100%	2	-	100%
合计	43107	50	99.88%	2987	12	99.59%

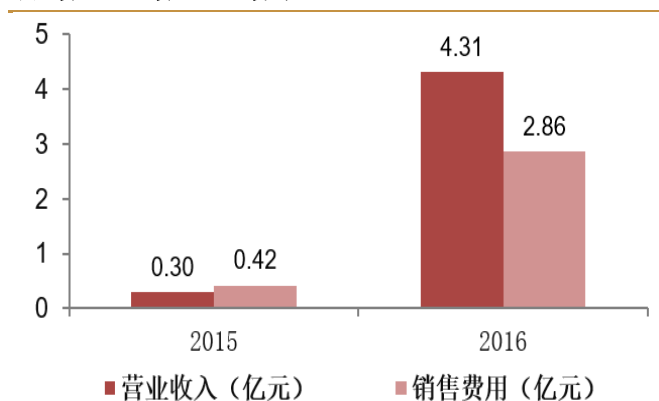
数据来源：公司公告，西南证券整理

狮之吼业绩承诺大概率实现，优质资产的注入或将大幅提高上市公司的合并报表业绩，优化公司盈利能力。迅游科技在收购狮之吼时与狮之吼原股东签订了业绩对赌协议。业绩补偿义务人承诺，狮之吼 2017 至 2019 年度净利润分别不低于 19200 万元、24960 万元和 32448 万元。由于狮之吼不存在传统的原材料采购，营业成本主要仅为人工成本，2016 年度毛利率为 99.9%，但其推广费用远高于行业平均水平，2016 年的净利润率为 28.8%。

考虑到狮之吼 2015、2016 年主要产品为了获取市场份额，加大品牌推广、营销力度，而且营业收入在初期尚未爆发，导致网络推广费用占营收的比例较高。2017 年开始，随着产品品种的增多带动公司品牌效应的放大以及发展中国家用户数量的增加（单人获取成本低于发达国家），未来网络推广费预计会处于相对合理的水平，预计未来销售费用将逐渐降低，业绩有望放量。与此同时，狮之吼 2016 年营业收入 4.31 亿元，营业成本仅为 50 万元，综合毛利率 99.9%，如果公司不再去买流量，仅依靠现存流量，虽然每年也会有流失，但三年的业绩对赌仍将大概率实现。

图 53：狮之吼毛利与毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 54：狮之吼销售费用与营收对比情况（销售费用主要为网络推广费、办公费、差旅费等）


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

不考虑狮之吼并表的影响，公司的主要业务是迅游网游加速器和迅游手游加速器，可拆分为迅游网游加速器、迅游手游加速器、光速大师等。

假设 1：迅游网游加速器业务：根据艾瑞咨询数据，2017-2019 年中国 PC 客户端游戏市场规模增速分别为-4%、19%、7%，预计公司网游加速业务的发展略快于 PC 客户端游戏行业，毛利率维持 70%。

假设 2：迅游手游加速器业务：考虑到公司该项业务于 2015Q4 起在 iOS 和 Android 平台进行用户测试，目前不仅有可支持众多手游的手机 APP，还有已内置于《王者荣耀》等热门游戏中的内置加速器，导流效果明显，预计公司手游加速业务维持高速发展，毛利率 50% 左右。

表 8：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
迅游网游加速器	收入	155.8	148.0	177.6	195.4
	增速	-8.8%	-5.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	68.3%	70.0%	70.0%	70.0%
迅游手游加速器	收入	1.4	19.4	38.8	58.3
	增速		1300.0%	100.0%	50.0%
	毛利率	-61.2%	50.0%	50.0%	50.0%
光速大师	收入	0.3	0.3	0.4	0.5
	增速		20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率		70.0%	70.0%	70.0%
其他业务	收入	0.5	0.5	0.5	0.5
	增速	-44.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	55.1%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	收入	158.0	168.3	217.4	254.7
	增速	-8.1%	6.5%	29.2%	17.1%
	毛利率	67.1%	67.6%	66.4%	65.4%

数据来源：wind、西南证券

4.2 估值

我们选取 A 股上市公司中主业与互联网软件相关的公司进行对比，2017 年/2018 年行业平均估值水平为 44 倍/27 倍。不考虑本次收购狮之吼的影响，2017-2019 年 EPS 分别为 0.31 元、0.37 元、0.41 元，归母净利润分别为 5167 万元、6175 万元、6881 万元。

考虑收购狮之吼的影响，由于狮之吼 2017-2019 年承诺的归母净利润分别为 19200 万元、24960 万元、32448 万元，我们预计公司 2017-2019 年归母净利润将分别为 24367 万元、31135 万元和 39329 万元。仅计算发行股份购买资产对于公司股本结构的影响，本次购

买资产发行股份后总股本为 2.27 亿，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.07/1.37/1.73 元。由于公司正在做重大资产重组，具有不确定性，暂不做评级建议。

表 9：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300017.SZ	网宿科技	11.23	0.51	0.64	0.70	21.86	17.61	15.96
600536.SZ	中国软件	18.53	0.40	0.67	0.94	46.21	27.58	19.77
600986.SZ	科达股份	12.53	0.58	0.72	0.82	21.68	17.39	15.19
300226.SZ	上海钢联	37.73	0.43	0.80	1.34	87.12	47.00	28.26
均值						44.22	27.40	19.80

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

➤ 并购重组失败风险

并购狮之吼的交易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。

➤ PC 端网络游戏市场萎缩的风险

虽然艾瑞咨询预测数据显示，2019 年中国 PC 客户端游戏市场规模将回暖，且增速将达 19%，但也不能排除行业增速低于预期从而拖累公司 PC 端网络游戏加速市场增速下滑的可能。

➤ 狮之吼业绩实现或不及承诺的风险

虽然狮之吼 2016 年营业收入 4.31 亿元，综合毛利率 99.9%，如果公司不再去买流量，依靠现存流量，虽然每年也会有流失，但是 3 年的业绩对赌仍将大概率实现。但业绩承诺期内包括但不限于经济环境和产业政策及意外事件等诸多因素的变化均可能给狮之吼的经营管理造成不利影响，不能排除业绩其低于预期的可能。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	158.00	168.30	217.40	254.66	净利润	20.58	38.63	43.15	44.21
营业成本	51.97	54.45	73.07	88.13	折旧与摊销	6.29	4.13	4.13	4.13
营业税金及附加	2.80	3.12	3.71	4.50	财务费用	5.79	-5.27	-5.26	-5.14
销售费用	28.92	27.39	35.90	42.61	资产减值损失	0.38	0.00	0.00	0.00
管理费用	67.47	49.77	66.82	80.65	经营营运资本变动	50.96	-8.77	-37.95	-24.30
财务费用	5.79	-5.27	-5.26	-5.14	其他	-44.33	-4.00	-5.00	-5.00
资产减值损失	0.38	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	39.67	24.72	-0.94	13.90
投资收益	7.91	4.00	5.00	5.00	资本支出	15.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-174.65	4.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-158.99	4.00	5.00	5.00
营业利润	8.58	42.84	48.17	48.91	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	20.05	10.90	11.85	12.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	28.62	53.73	60.02	61.49	股权融资	216.06	0.00	0.00	0.00
所得税	8.05	15.10	16.87	17.28	支付股利	0.00	-7.82	-10.33	-12.35
净利润	20.58	38.63	43.15	44.21	其他	-8.62	5.97	5.26	5.14
少数股东损益	-18.54	-13.04	-18.60	-24.60	筹资活动现金流净额	207.45	-1.85	-5.07	-7.21
归属母公司股东净利润	39.12	51.67	61.75	68.81	现金流量净额	88.12	26.87	-1.01	11.69
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	189.39	216.26	215.26	226.94	成长能力				
应收和预付款项	28.38	25.77	35.62	41.40	销售收入增长率	-8.07%	6.52%	29.17%	17.14%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	-83.94%	399.37%	12.45%	1.53%
其他流动资产	336.49	358.43	462.97	542.33	净利润增长率	-63.44%	87.72%	11.69%	2.46%
长期股权投资	107.38	107.38	107.38	107.38	EBITDA 增长率	-61.93%	101.80%	12.81%	1.84%
投资性房地产	8.82	8.82	8.82	8.82	获利能力				
固定资产和在建工程	21.70	19.90	18.10	16.30	毛利率	67.11%	67.65%	66.39%	65.39%
无形资产和开发支出	7.93	5.87	3.80	1.73	三费率	64.67%	42.72%	44.83%	46.39%
其他非流动资产	48.53	48.26	47.99	47.72	净利率	13.02%	22.95%	19.85%	17.36%
资产总计	748.62	790.69	899.94	992.64	ROE	3.89%	6.90%	7.28%	7.07%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.75%	4.89%	4.79%	4.45%
应付和预收款项	54.70	57.44	75.22	88.57	ROIC	4.64%	13.86%	14.22%	12.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.08%	24.77%	21.64%	18.81%
其他负债	164.52	173.05	231.71	279.19	营运能力				
负债合计	219.22	230.49	306.93	367.77	总资产周转率	0.25	0.22	0.26	0.27
股本	166.83	166.83	166.83	166.83	固定资产周转率	5.97	8.09	11.44	14.80
资本公积	427.15	427.15	427.15	427.15	应收账款周转率	47.48	52.04	56.76	54.24
留存收益	96.21	140.06	191.47	247.93	存货周转率	21278.14	20414.13	22860.61	21813.25
归属母公司股东权益	538.38	582.23	633.64	690.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.61%	—	—	—
少数股东权益	-8.98	-22.02	-40.62	-65.23	资本结构				
股东权益合计	529.40	560.20	593.01	624.87	资产负债率	29.28%	29.15%	34.11%	37.05%
负债和股东权益合计	748.62	790.69	899.94	992.64	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.54	2.62	2.34	2.21
					速动比率	2.54	2.62	2.34	2.21
					股利支付率	0.00%	15.14%	16.74%	17.95%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	20.66	41.70	47.04	47.91	每股收益	0.23	0.31	0.37	0.41
PE	162.07	122.69	102.67	92.13	每股净资产	3.23	3.49	3.80	4.14
PB	11.78	10.89	10.01	9.19	每股经营现金	0.24	0.15	-0.01	0.08
PS	40.12	37.67	29.16	24.89	每股股利	0.00	0.05	0.06	0.07
EV/EBITDA	294.08	145.08	128.62	126.05					
股息率	0.00%	0.12%	0.16%	0.19%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn