

2017年10月29日

证券研究报告·2017年三季报点评

迅游科技(300467) 传媒

当前价: 51.87 元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 远近双逻辑推动公司逆袭

### 投资要点

- **事件:** 迅游科技发布三季报, 第三季度实现营业收入 5432 万元, 同比增长约 40%, 实现归母净利润 1964 万元, 同比增长 28%; 前三季度累计实现营业收入 1.4 亿, 同比增长约 22%, 实现归母净利润 5043 万元, 同比增长约 42%。
- **《绝地求生》爆款催化。** 目前, STEAM 平台上的《绝地求生》火遍大江南北, 同时在线人数超过 200W, 甚至活跃度和话题效应一度超越腾讯现象级端游《英雄联盟》有并驾齐驱的态势。《绝地求生》作为一款服务器架设在境外的网络游戏, 游戏方式对网速要求又非常高, 导致该款游戏对加速器的需求非常大, 远超一般 PC 游戏。迅游科技作为国内游戏加速器的龙头公司, 曾一度与《绝地求生》形成独家合作, 将最大受益该事件。值得注意的是, 近期, 中国音像与数字出版协会工作委员会发文, 要求国内游戏研发商不要开发和引进该类型游戏, 《绝地求生》的本土化短期难有大的进展, 这使得玩家只有继续在境外服务器体验《绝地求生》, 从而对加速器的需求短期难以改变, 进一步保障了迅游科技未来的业绩来源。
- **并购狮之吼如期推进。** 公司目前正在推进重大资产重组, 重组标的是著名安卓系统服务商狮之吼, 狮之吼承诺, 2017-2019 年的业绩不低于 1.92 亿、2.50 亿、3.24 亿。目前, 市场对于狮之吼的预期差非常大, 我们认为, 狮之吼的收入来源稳定, 且未来用户数有进一步增长预期; 创始人行业地位显著, 未来预期差修复将成为公司的重大催化剂。
- **盈利预测与投资建议。** 预计, 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.57 元、0.62 元、0.63 元, 对应的 PE 为 91 倍、84 倍、82 倍, 我们上调了业绩预测, 原因是《绝地求生》的爆款效应远超预期。虽然目前公司估值偏高, 但是我们认为该业绩并未考虑狮之吼并表带来的业绩增厚, 且公司作为细分领域的龙头公司, 未来成长性非常高, 所以仍然值得关注。目前, 公司仍在重大资产重组期, 所以不做投资评级建议。
- **风险提示:** 国家对于游戏的政策或发生改变、并购进度或不及预期、新兴网络技术或对行业发生颠覆性影响。

| 指标/年度         | 2016A   | 2017E   | 2018E  | 2019E  |
|---------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 158.00  | 254.00  | 327.96 | 384.05 |
| 增长率           | -8.07%  | 60.75%  | 29.12% | 17.10% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 39.12   | 94.71   | 102.69 | 105.92 |
| 增长率           | -34.11% | 142.14% | 8.42%  | 3.14%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.23    | 0.57    | 0.62   | 0.63   |
| 净资产收益率 ROE    | 3.89%   | 11.95%  | 11.12% | 9.82%  |
| PE            | 221     | 91      | 84     | 82     |
| PB            | 16.07   | 13.84   | 12.20  | 10.89  |

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) | 31.66-54.24 |
| 总市值(亿元)      | 86.53       |
| 总资产(亿元)      | 6.92        |
| 每股净资产(元)     | 3.39        |

### 相关研究

1. 迅游科技(300467): 雄狮领路, 加速出海 (2017-08-31)

## 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%，由于爆款游戏《绝地求生大逃杀》的出现并在 5 月份之后迅速蹿升为爆款游戏，预计公司网游加速业务在 2017 年高速发展，2018-2019 年略快于 PC 客户端游戏行业，毛利率分别为 80%、75%、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，毛利率分别为 75%、70%、70%左右。

**表 1：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  | 233.7   | 268.8  | 295.6 |
|         | 增速  | -8.8%  | 50.0%   | 15.0%  | 10.0% |
|         | 毛利率 | 68.3%  | 80.0%   | 75.0%  | 70.0% |
| 迅游手游加速器 | 收入  | 1.4    | 19.4    | 58.3   | 87.4  |
|         | 增速  |        | 1300.0% | 200.0% | 50.0% |
|         | 毛利率 | -61.2% | 75.0%   | 70.0%  | 70.0% |
| 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 | 100.0% | 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  | 254.0   | 328.0  | 384.1 |
|         | 增速  | -8.1%  | 60.8%   | 29.1%  | 17.1% |
|         | 毛利率 | 67.1%  | 79.6%   | 74.1%  | 70.0% |

数据来源：wind、西南证券

## 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 0.57 元、0.62 元、0.63 元，归母净利润分别为 9471 万元、10269 万元、10592 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 28671 万元、35229 万元和 43040 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 1.26/1.55/1.90 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 2：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 | 10.32    | 0.4    | 0.48  | 0.61  | 25.56 | 21.68 | 16.93 |
| 600536.SZ | 中国软件 | 18.01    | 0.44   | 0.75  | 1.05  | 40.54 | 24.10 | 17.22 |
| 600986.SZ | 科达股份 | 11.70    | 0.58   | 0.72  | 0.83  | 20.27 | 16.29 | 14.07 |
| 300226.SZ | 上海钢联 | 36.82    | 0.42   | 0.82  | 1.38  | 88.70 | 44.90 | 26.71 |
| 均值        |      |          |        |       |       | 43.77 | 26.74 | 18.73 |

数据来源：wind，西南证券整理

**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        | 254.00        | 327.96         | 384.05         | 净利润               | 20.58          | 70.80          | 71.76         | 68.05         |
| 营业成本          | 51.97         | 51.94         | 85.03          | 115.29         | 折旧与摊销             | 6.29           | 4.13           | 4.13          | 4.13          |
| 营业税金及附加       | 2.80          | 4.71          | 5.59           | 6.78           | 财务费用              | 5.79           | -2.70          | -0.59         | -0.99         |
| 销售费用          | 28.92         | 41.34         | 54.15          | 64.26          | 资产减值损失            | 0.38           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 管理费用          | 67.47         | 75.12         | 100.81         | 121.63         | 经营营运资本变动          | 50.96          | -185.07        | -40.61        | -12.25        |
| 财务费用          | 5.79          | -2.70         | -0.59          | -0.99          | 其他                | -44.33         | -4.00          | -5.00         | -5.00         |
| 资产减值损失        | 0.38          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>39.67</b>   | <b>-116.83</b> | <b>29.69</b>  | <b>53.94</b>  |
| 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           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-158.99</b> | <b>4.00</b>    | <b>5.00</b>   | <b>5.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>8.58</b>   | <b>87.59</b>  | <b>87.97</b>   | <b>82.07</b>   | 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          |
| <b>利润总额</b>   | <b>28.62</b>  | <b>98.49</b>  | <b>99.81</b>   | <b>94.65</b>   | 股权融资              | 216.06         | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 8.05          | 27.69         | 28.06          | 26.61          | 支付股利              | 0.00           | -7.82          | -18.94        | -20.54        |
| 净利润           | 20.58         | 70.80         | 71.76          | 68.05          | 其他                | -8.62          | 3.40           | 0.59          | 0.99          |
| 少数股东损益        | -18.54        | -23.91        | -30.93         | -37.87         | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>207.45</b>  | <b>-4.42</b>   | <b>-18.36</b> | <b>-19.55</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 39.12         | 94.71         | 102.69         | 105.92         | <b>现金流量净额</b>     | <b>88.12</b>   | <b>-117.26</b> | <b>16.34</b>  | <b>39.39</b>  |
|               |               |               |                |                |                   |                |                |               |               |
| 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        | 72.13         | 88.47          | 127.86         | <b>成长能力</b>       |                |                |               |               |
| 应收和预付款项       | 28.38         | 34.15         | 49.50          | 59.54          | 销售收入增长率           | -8.07%         | 60.75%         | 29.12%        | 17.10%        |
| 存货            | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.01           | 营业利润增长率           | -83.94%        | 921.13%        | 0.43%         | -6.70%        |
| 其他流动资产        | 336.49        | 540.92        | 698.44         | 817.89         | 净利润增长率            | -63.44%        | 244.09%        | 1.34%         | -5.17%        |
| 长期股权投资        | 107.38        | 107.38        | 107.38         | 107.38         | EBITDA 增长率        | -61.93%        | 330.88%        | 2.79%         | -6.88%        |
| 投资性房地产        | 8.82          | 8.82          | 8.82           | 8.82           | <b>获利能力</b>       |                |                |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 21.70         | 19.90         | 18.10          | 16.30          | 毛利率               | 67.11%         | 79.55%         | 74.07%        | 69.98%        |
| 无形资产和开发支出     | 7.93          | 5.87          | 3.80           | 1.73           | 三费率               | 64.67%         | 44.79%         | 47.07%        | 48.15%        |
| 其他非流动资产       | 48.53         | 48.26         | 47.99          | 47.72          | 净利率               | 13.02%         | 27.88%         | 21.88%        | 17.72%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>748.62</b> | <b>837.43</b> | <b>1022.51</b> | <b>1187.25</b> | ROE               | 3.89%          | 11.95%         | 11.12%        | 9.82%         |
| 短期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | ROA               | 2.75%          | 8.45%          | 7.02%         | 5.73%         |
| 应付和预收款项       | 54.70         | 79.95         | 107.90         | 129.73         | ROIC              | 4.64%          | 21.25%         | 15.54%        | 13.45%        |
| 长期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 13.08%         | 35.05%         | 27.90%        | 22.19%        |
| 其他负债          | 164.52        | 165.11        | 269.42         | 364.82         | <b>营运能力</b>       |                |                |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>219.22</b> | <b>245.06</b> | <b>377.32</b>  | <b>494.55</b>  | 总资产周转率            | 0.25           | 0.32           | 0.35          | 0.35          |
| 股本            | 166.83        | 166.83        | 166.83         | 166.83         | 固定资产周转率           | 5.97           | 12.21          | 17.26         | 22.33         |
| 资本公积          | 427.15        | 427.15        | 427.15         | 427.15         | 应收账款周转率           | 47.48          | 62.23          | 56.75         | 54.23         |
| 留存收益          | 96.21         | 183.10        | 266.84         | 352.22         | 存货周转率             | 21278.14       | 19941.97       | 24769.04      | 22962.93      |
| 归属母公司股东权益     | 538.38        | 625.27        | 709.01         | 794.39         | 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         | -32.89        | -63.82         | -101.69        | <b>资本结构</b>       |                |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>529.40</b> | <b>592.38</b> | <b>645.19</b>  | <b>692.70</b>  | 资产负债率             | 29.28%         | 29.26%         | 36.90%        | 41.66%        |
| 负债和股东权益合计     | 748.62        | 837.43        | 1022.51        | 1187.25        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%         |
|               |               |               |                |                | 流动比率              | 2.54           | 2.66           | 2.23          | 2.04          |
|               |               |               |                |                | 速动比率              | 2.54           | 2.66           | 2.22          | 2.04          |
|               |               |               |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 8.26%          | 18.45%        | 19.39%        |
| 业绩和估值指标       | 2016A         | 2017E         | 2018E          | 2019E          | <b>每股指标</b>       |                |                |               |               |
| EBITDA        | 20.66         | 89.03         | 91.51          | 85.22          | 每股收益              | 0.23           | 0.57           | 0.62          | 0.63          |
| PE            | 221.23        | 91.37         | 84.27          | 81.70          | 每股净资产             | 3.23           | 3.75           | 4.25          | 4.76          |
| PB            | 16.07         | 13.84         | 12.20          | 10.89          | 每股经营现金            | 0.24           | -0.70          | 0.18          | 0.32          |
| PS            | 54.77         | 34.07         | 26.39          | 22.53          | 每股股利              | 0.00           | 0.05           | 0.11          | 0.12          |
| EV/EBITDA     | 406.07        | 95.56         | 92.78          | 99.18          |                   |                |                |               |               |
| 股息率           | 0.00%         | 0.09%         | 0.22%          | 0.24%          |                   |                |                |               |               |

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       |
|    | 王雨珩     | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
|    | 陈乔楚     | 机构销售   | 18610030717   | 18610030717 | cqc@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     |