

火舞软件 (872105)：发展势头强劲，“研运一体”打造精品游戏

2017 年 11 月 21 日

温朝会（分析师）

陈凯（研究助理）

电话：020-88832232

执业编号：A1310517050002

A1310117090001

 邮箱：wenchh@gzgzhs.com.cn
chen.kai@gzgzhs.com.cn

● 公司概况：“研运一体”、迅速成长的精品游戏厂商

火舞软件成立于 2012 年 12 月 18 日，是一家“研运一体”、发展势头强劲的广州本土游戏公司，创始人团队来自 UC 等著名移动互联网公司。2012 年以来，公司先后从事页游、手游研发和发行，逐步构建了完整的研发、运营和市场团队，成为兼具精品游戏研发运营、发行推广能力的游戏厂商。2016 年公司推出《决战沙邑》、《深海渔场》、《梦幻驯龙记》等多款精品游戏，实现营收 1.89 亿元，同比增长 44.29 倍；净利润 3,276.18 万元，实现扭亏为盈。

● 行业概况：移动游戏行业资源高度集中，“买量”打法成为突围关键

(1) 人口红利消失，人均消费能力提升带动行业继续高速发展。2014 年以来，移动游戏人口红利逐渐消失，与此同时用户消费能力提升使得 ARPU 值（每用户平均收入）从 2013 年的 36.26 元快速提升到 2016 年的 155.15 元。2017 年上半年整体市场保持了 58% 的高速增长，市场潜力仍然巨大。

(2) 巨头把控行业核心资源，“买量”打法成为突破壁垒的重要手段。2016 年腾讯和网易两大巨头占据了近七成的市场份额，流量入口和终端渠道分别被腾讯等移动互联网巨头以及小米、华为等手机厂商把持，行业核心资源集中趋势明显。以三七互娱为代表的“买量”游戏厂商通过直接投放推广资源的方式绕过传统渠道和流量巨头对流量的控制，一定程度上突破了资源集中带来的壁垒。

(3) 买量打法：以产品为核心的系统化、精细化运营。“买量”顾名思义就是通过投放线上广告的方式吸引用户下载、安装、体验游戏，完成用户导入后再通过运营吸引用户消费、提升游戏流水。买量打法的关键在于提高目标用户转化率和用户 ARPU 值，需要游戏厂商全流程的把控能力和精细化运营能力。具体来说，产品本身、投放渠道和策略、精细化运营构成买量的核心要素。

● 企业亮点：打造精品游戏，“研运一体”实现完整商业闭环

(1) 多品类布局打造精品游戏。公司核心技术人员来自于 UC 等著名移动互联网公司，具备多年的开发、市场以及运营经验，研发团队达到 117 人，占员工总数的 64%。产品方面，公司深耕 ARPG 和休闲游戏，逐步布局 SLG 游戏，2016 年公司主力产品《深海渔场》、《决战沙邑》和《梦幻驯龙记》市场表现优异，2017 年相继推出《召唤三国》、《极武尊》、《异能勇者》等多款新品，精品游戏研发计划持续推进。

(2) 自研为主+自主运营+自主推广，全面掌控用户、数据和价值。公司由页游和手游研发逐步发展成“研运一体”的移动游戏厂商，目前已经构建了完整的研发、运营和市场团队，具备了产品研发、发行推广、用户获取、数据反馈以及产品调试的全面能力，实现对用户、数据和价值的全面掌控。“自研为主+自主运营+自主推广”模式为公司围绕产品开展精细化运营和精准投放提供条件，确保公司紧跟市场风向、不断迭代满足用户需求，同时最大化流水分成比例。

● 财务预测

相关报告

1. 【移动游戏深度报告】移动游戏潜在增长空间达 142%，存量市场竞争性机会显著
2. 【新三板电竞产业深度报告】从流量到变现，电竞产业走向成熟
3. 英雄互娱 (430127.OC)：全产业链布局成就移动电竞领跑者

财务表现

火舞软件公司财务数据

总股本（万股）	708
流通股本（万股）	458
净资产（万元）	7604.33
总资产（万元）	7966.82
每股净资产（元）	11.37

广证恒生
做中国新三板研究极客



考虑公司目前仍处于高速增长阶段，结合整体市场增速和公司产品表现，预测公司 2017、2018 年营业收入将分别达到 3.46 亿元、3.80 亿元，归母净利润分别为 5774 万元、6337 万元，EPS 分别为 8.15 元、8.95 元。

● **风险提示**

移动游戏市场竞争加剧；公司推出新品表现不达预期。

目录

1 公司概况：“研运一体”、迅速成长的精品游戏厂商.....	5
1.1 公司简介：“研运一体”构建完整业务闭环.....	5
1.2 公司经营概况：厚积薄发，2016 年营收实现 44.29 倍增长	5
2 行业概况：行业资源高度集中，“买量”打法成为突围关键.....	6
2.1 人口红利消失，人均消费能力提升带动行业继续高速发展	6
2.2 巨头把控行业核心资源，“买量”打法成为突破壁垒的重要手段	8
2.3 买量打法：以产品为核心的系统化、精细化运营	10
3 公司亮点：打造精品游戏，“研运一体”实现完整商业闭环.....	11
3.1 多品类布局打造精品游戏	11
3.2 “研运一体”打造完整商业闭环，实现对用户、数据和价值的全面掌控.....	13
4 财务盈利预测	14
5 风险提示	15

图表目录

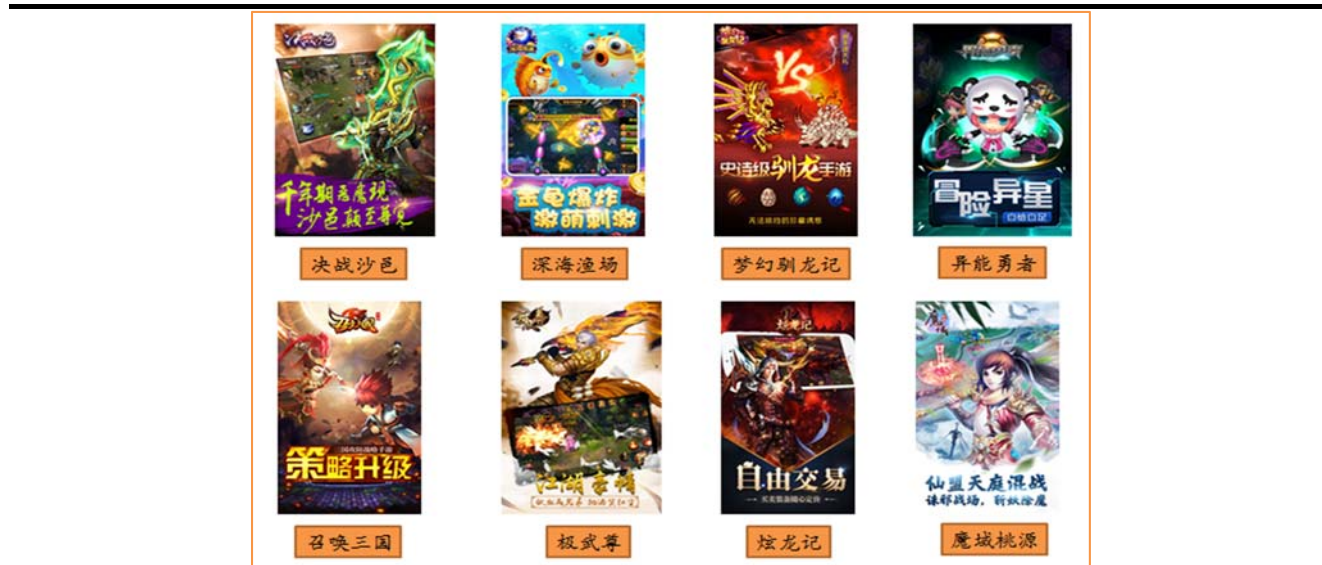
图表 1 公司 2016-2017 年推出的主要游戏产品	5
图表 2 2016 年三款主要产品收入占比超过 85%	5
图表 3 2016 年公司营收同比增长 44.29 倍	6
图表 4 2016 年公司实现 3,276.18 万元的净利润	6
图表 5 公司前十大股东情况	6
图表 6 2014 年以前移动游戏用户数快速增长	7
图表 7 移动游戏活跃设备规模增速放缓	7
图表 8 移动游戏 ARPU 值保持高速增长	7
图表 9 ARPU 值增长驱动移动游戏市场维持高速增长	7
图表 10 国内移动游戏潜在市场规模约为 1981.86 亿元	8
图表 11 腾讯和网易占据近七成的市场份额	8
图表 12 移动互联网巨头把持游戏流量入口	9
图表 13 硬核联盟成为最大的 Andriod 分发市场	9
图表 14 行业资源高度集中格局下移动游戏推广的“四种打法”	10
图表 15“买量”打法的关键在于用户转化率和 ARPU 值	10
图表 16 头部渠道是游戏厂商投放推广资源的首选	11
图表 17 公司核心技术人员简历	11
图表 18 2016-2017 年重点产品情况	13
图表 19 构建完整的研发、运营、市场团队	13
图表 20 公司自主运营和授权运营收入合计占比达到 98.22%	14
图表 21“研运一体”实现产品流、信息流、价值流闭环	14
图表 22 火舞软件盈利预测	14

1 公司概况：“研运一体”、迅速成长的精品游戏厂商

1.1 公司简介：“研运一体”构建完整业务闭环

广州火舞软件开发股份有限公司（广州火舞）成立于 2012 年 12 月 18 日，是一家“研运一体”、发展势头强劲的广州本土游戏公司，创始人团队来自 UC 等著名移动互联网公司。自 2012 年以来，公司先后从事页游、手游研发和发行，逐步构建了完整的研发、运营和市场团队，成为兼具精品游戏研发运营、发行推广能力的游戏厂商。经过前期研发和运营积累，2016 年以来公司相继推出《决战沙邑》、《深海渔场》、《梦幻驯龙记》等多款精品游戏，广受市场欢迎，盈利能力突出。

图表 1 公司 2016-2017 年推出的主要游戏产品

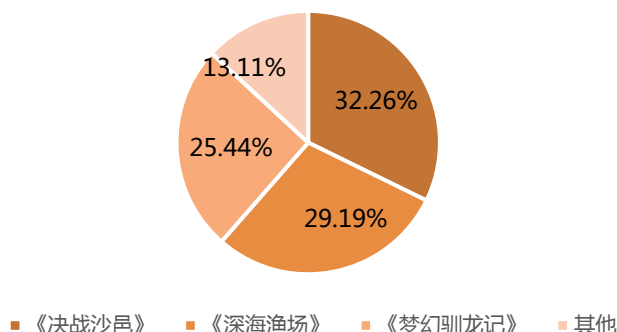


资料来源：公司官网，广证恒生

1.2 公司经营概况：厚积薄发，2016 年营收实现 44.29 倍增长

2012-2015 年，公司主要处于研发储备阶段，营收和净利润还未开始实现。2016 年，公司相继推出《决战沙邑》、《深海渔场》、《梦幻驯龙记》三款产品，分别贡献 6088.21 万元、5508.15 万元、4800.33 万元收入，合计收入占比超过 85%。

图表 2 2016 年三款主要产品收入占比超过 85%

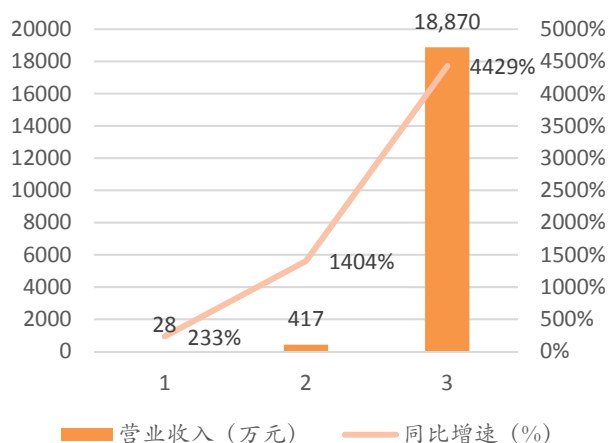


资料来源：公司公告，广证恒生

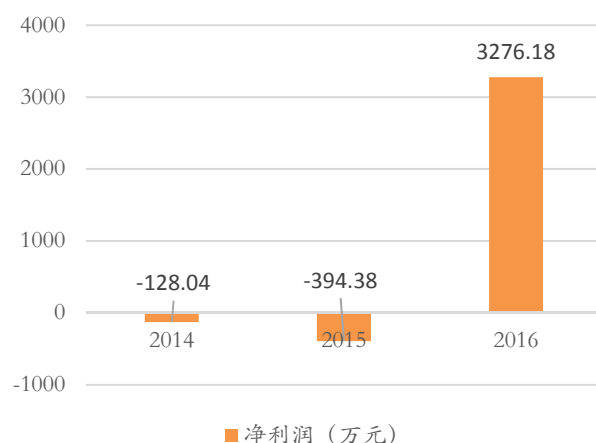
2016 年公司实现营收 18,869.86 万元，同比增长 44.29 倍；实现净利润 3,276.18 万元，扭亏为盈的同时体现

了公司产品良好的盈利能力。

图表 3 2016 年公司营收同比增长 44.29 倍



图表 4 2016 年公司实现 3,276.18 万元的净利润



资料来源：Wind，广证恒生

公司于 2017 年 9 月 27 日挂牌，主办券商为开源证券。截至 2017 年 11 月 09 日，公司股本为 708 万股，第一大股东易德财（董事长）直接持有 161 万股（占总股本的 22.77%），通过莲花易达间接控制公司 8.82% 的股份表决权，并且根据《一致行动人协议》间接控制龚贺、冯露阳等享有的 16.33% 的表决权，合计能够控制 47.92% 的股份表决权，系公司的实际控制人。

图表 5 公司前十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	易德财	1,612,500	22.77
2	孔晓明	1,225,000	17.30
3	深圳国科投资有限公司	1,003,553	14.17
4	新余蜜蜂投资管理中心(有限合伙)	686,800	9.70
5	莲花县易达科技创业中心(有限合伙)	625,000	8.82
6	龚贺	375,000	5.29
7	王吉亮	300,000	4.24
8	冯露阳	262,500	3.71
9	张向文	200,000	2.82
10	孙振杰	150,000	2.12
	合 计	6,440,353	90.94

资料来源：公司公告，广证恒生

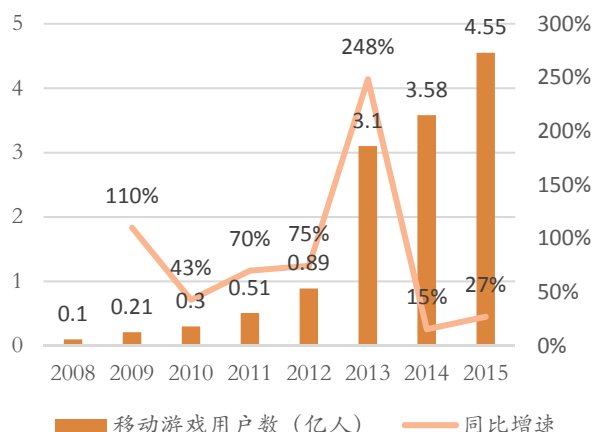
2 行业概况：行业资源高度集中，“买量”打法成为突围关键

2.1 人口红利消失，人均消费能力提升带动行业继续高速发展

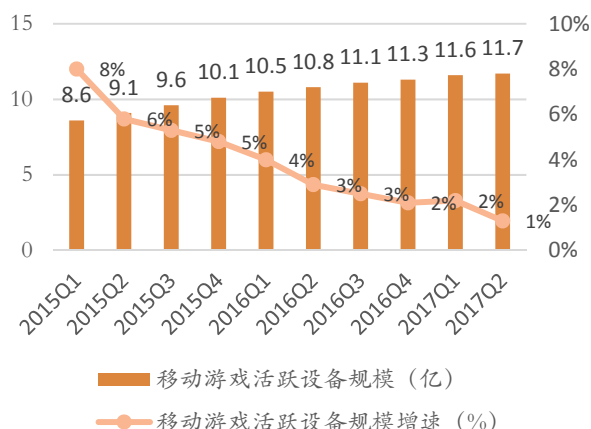
● 移动互联网人口红利消失，移动游戏用户数增长趋缓

2014 年以前，移动互联网普及为整个移动互联网产业带来巨大的人口红利，移动游戏用户数随之呈现爆发式增长，同比增速一直维持在 50% 以上，带动整体行业快速增长。2015 年以后移动游戏用户人数增速趋缓，2017 年第二季度移动游戏活跃设备规模环比增速仅为 1%，移动游戏人口红利逐渐消失。

图表 6 2014 年以前移动游戏用户数快速增长



图表 7 移动游戏活跃设备规模增速放缓

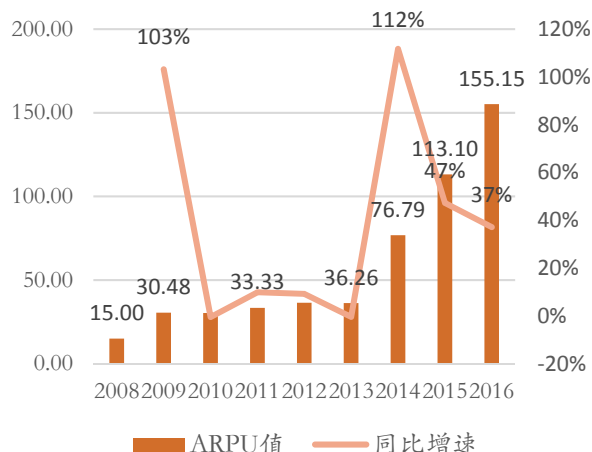


资料来源: CNNIC、伽马数据、TalkingData、广证恒生

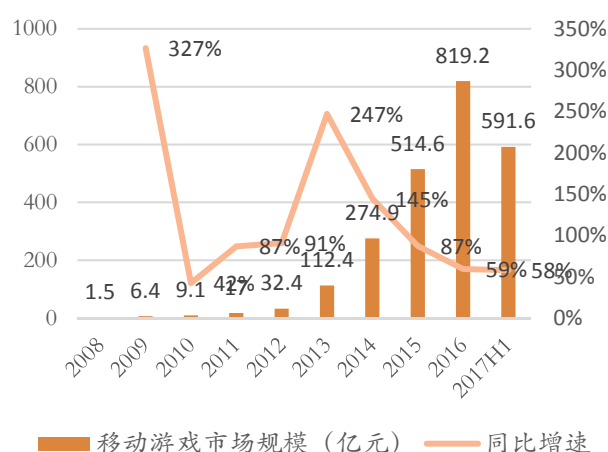
● 人均消费能力维持高速增长, 移动游戏行业保持 50%以上增速

目前我国移动互联网用户占据总体互联网用户比例达到 95.1%, 进一步提升空间有限, 移动游戏用户消费能力提升带来的 ARPU 值提升成为行业增长新的驱动力。2013 年国内移动游戏 ARPU 值仅为 36.26 元, 2016 年我国移动游戏市场 ARPU 值达到 155.15 元, 三年实现逾 4 倍增长。2016 年移动游戏市场规模同比增长 59%, 市场规模达到 819.2 亿元, 2017 年上半年仍保持了 58% 的高速增长, 移动游戏市场潜力仍然巨大。

图表 8 移动游戏 ARPU 值保持高速增长



图表 9 ARPU 值增长驱动移动游戏市场维持高速增长

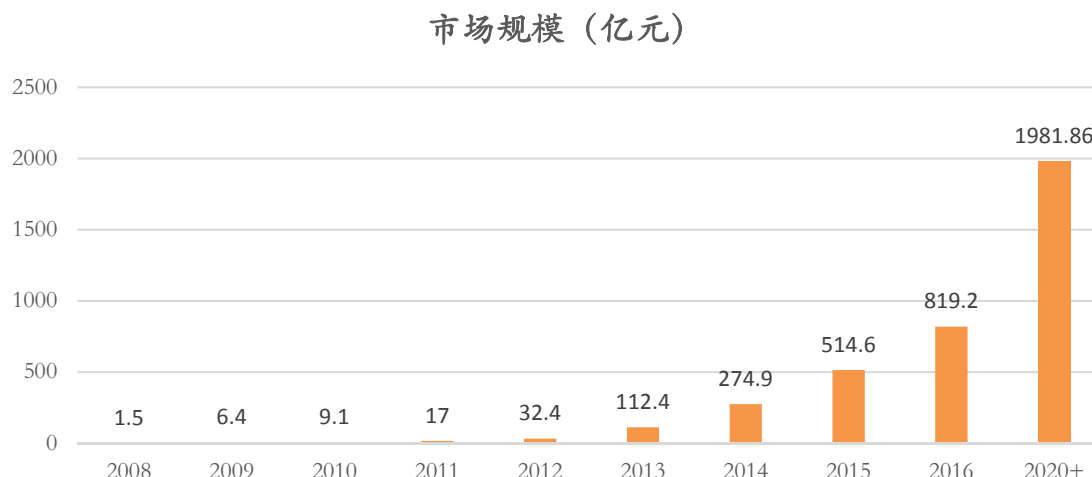


资料来源: 伽马数据, 广证恒生

● 移动游戏 ARPU 值提升潜力较大, 移动游戏市场规模仍有 142% 的增长空间

在移动终端渗透率和移动用户渗透率提升空间不大的情况下, 市场规模天花板的高度更多的取决于消费能力 (ARPU 值) 的上升空间。假设移动互联网潜在渗透率从 45% 提升至 50%, 移动游戏用户占移动互联网用户比例从 76% 提升至 85%, 则潜在移动用户数约为 6.16 亿人。2016 年全球移动游戏市场 ARPU 值约为 322 元, 国内端游 ARPU 值约为 373 元。假设国内移动游戏 ARPU 值能达到全球平均水平 322 元, 预计在中国移动游戏市场潜在规模约为 1982 亿元, 距离 2016 年 819 亿元的市场规模仍然有 142% 的增长空间。

图表 10 国内移动游戏潜在市场规模约为 1981.86 亿元



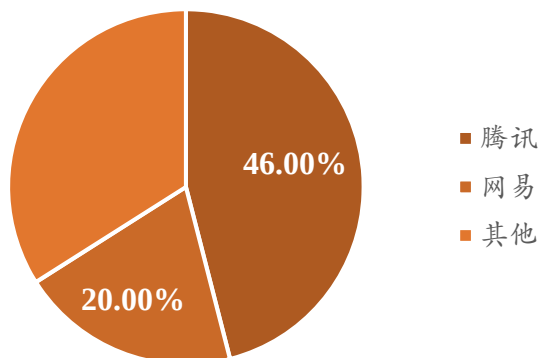
资料来源：伽马数据，广证恒生

2.2 巨头把控行业核心资源，“买量”打法成为突破壁垒的重要手段

● 整体竞争格局：腾讯、网易寡头垄断地位稳定

2016 年腾讯系的游戏占据 46% 的市场规模，网易系的产品占据了 20% 的市场规模，两者占据了近七成的市场份额，寡头格局稳定。

图表 11 腾讯和网易占据近七成的市场份额



资料来源：伽马数据，广证恒生

● 渠道竞争格局：移动互联巨头和手机终端厂商把控流量来源

移动互联网巨头把持移动游戏流量入口。在移动互联网竞争格局逐渐稳定的情况下，流量集中在腾讯、阿里、百度、今日头条等移动互联网巨头手中。同样，移动游戏最主要的流量来源移动应用市场也掌握在腾讯、阿里、百度、360 等巨头以及苹果、小米、华为、OPPO、VIVO 等手机终端厂商手中。

图表 12 移动互联网巨头把持游戏流量入口

总体 APP 排名	应用	类型	月独立设备数 (万台)	环比增幅 (%)
1	微信	腾讯系	93742	+0.5
2	QQ	腾讯系	56511	+2.4
3	爱奇艺	百度系	55645	+2.7
8	新浪微博	阿里系	40021	+0.5
9	百度搜索	百度系	38425	+1.7
17	UC 浏览器	阿里系	28881	+1.2
28	今日头条	今日头条	14233	+4.3

资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

手机终端厂商成立的硬核联盟 (OPPO、VIVO、华为、酷派、金立、联想、魅族等) 已经成为最大的 Andriod 游戏分发渠道。其中 OPPO 游戏中心、VIVO 游戏中心以及华为游戏中心跻身前十大 Andriod 渠道，并且伴随着硬件销售继续保持高速增长。随着硬件厂商自带应用商店以及游戏中心成为主流，中小第三方 Andriod 渠道进一步受到挤压。

图表 131 硬核联盟成为最大的 Andriod 分发市场

总体 APP 排名	应用	类别	月独立设备数 (万台)	环比增幅 (%)
22	应用宝	腾讯	25813	+6
26	苹果应用商店	IOS	18001	+1.4
31	360 手机助手	第三方 Andriod	12782	+0.7
34	VIVO 游戏中心	硬核联盟	12519	+12.3
41	百度手机助手	第三方 Andriod	11164	+3.5
48	OPPO 游戏中心	硬核联盟	10145	+6.7
52	小米游戏中心	厂商商店	8770	+6.7
96	华为游戏中心	硬核联盟	4100	+22.3

资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

● 行业资源高度集中格局下，“买量”打法成为重要的突围手段

行业资源高度垄断的情况下，移动游戏厂商一般选择与拥有核心推广的资源的其他方合作进行游戏推广，主要有和腾讯等流量巨头合作、利用主流渠道推广、选择用户重合度高的垂直渠道推广三种方式。这三种合作方式门槛较高，掌控核心流量资源的合作方相对强势。在推广资源有限的情况下，腾讯等流量巨头对合作产品的要求很高，一般只会选择自带 IP、玩法新颖、品相好的产品合作；主流渠道则通过产品评级选择资源投放力度；垂直流量入口更倾向于与其资深用户重合度高、针对特定用户人群的游戏进行合作。

以三七互娱为代表的“买量”游戏厂商通过直接投放广告的形式绕过渠道对用户的把控，减少了对传统渠道商的依赖，一定程度上突破了行业资源过于集中带来的壁垒。相对前三者对于产品均具有较多门槛和限制而言，通过买量将用户导入自有游戏平台无需过多的行业资源，实现了更大自主权和分成比例。

图表 214 行业资源高度集中格局下移动游戏推广的“四种打法”

推广合作方	产品门槛	用户量	用户质量	推广成本	分成比例	公司和产品
腾讯等流量巨头	高	大	高	低	低	西山居（剑侠情缘） 畅游（天龙八部）
主流渠道	高	大	中	中	中	吉比特（问道手游） 英雄互娱（全民枪战）
垂直流量入口（B站）	中	中	高	低	中	米哈游（崩坏学园） 上海蛮啾（碧蓝航线）
买量	低	中	低	高	高	三七（永恒纪元） 游族（狂暴之翼）

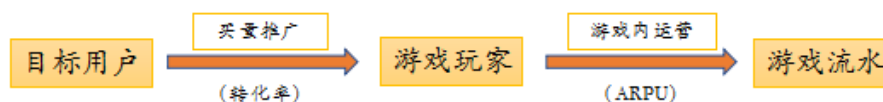
资料来源：广证恒生

2.3 买量打法：以产品为核心的系统化、精细化运营

“买量”顾名思义就是通过投放线上广告的方式吸引用户下载、安装、体验游戏，完成用户导入后再通过运营吸引用户消费、提升游戏流水。从推广的角度来说，买量打法的好处在于通过直接投放广告的形式绕开渠道对用户的把控，减少了对传统渠道商的依赖，主要的成本在于广告资源的投入。

原则上只要用户在游戏中产生的价值大于用户获取的成本，即投入产出比（ROI）大于1，买量都是有利可图的。一般来说，游戏厂商会根据游戏类型和目标用户特点选择相应的广告平台投放资源，吸引目标用户成为游戏玩家，再通过运营手段促进用户消费，从而获得最大化的游戏流水，因此买量打法的关键在于提高目标用户转化率和用户ARPU值（单个用户贡献收入）。

图表 15 “买量”打法的关键在于用户转化率和 ARPU 值



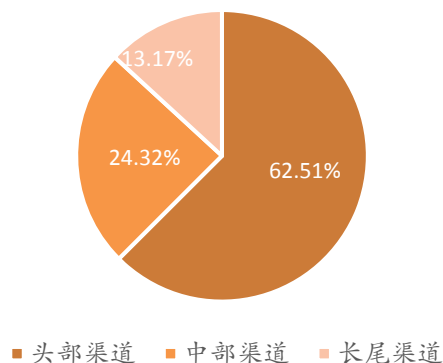
资料来源：广证恒生

提升目标用户转化率以及用户ARPU值需要游戏厂商全流程的把控能力和精细化运营能力。具体来说，产品、投放渠道和策略、精细化运营构成买量的核心要素。

首先，产品质量和产品定位是游戏推广的基础，也是吸引用户消费的核心，游戏推广渠道和运营策略也是围绕着产品进行。制作精良、可玩性强、数值设计优秀、付费点设计合理的优质产品更能持续不断的吸引用户。而对于推广成本较高的买量打法来说，ARPG（动作类角色扮演）以及SLG（策略）类游戏以生命周期较长、ARPU值较高的特点更容易受到青睐。

其次，买量渠道和投放策略的选择也很大程度上影响了游戏曝光率和转化率。目前长尾渠道存在买量效果真实性难以识别的问题，头部渠道用户基数大、质量高、可监控性强，更受游戏厂商青睐。热云数据选取了月累计APP激活数大于500的广告平台，5家头部渠道（今日头条、广点通、智汇推、UC头条和微信MP）占整体投放激活量的62.51%，中间渠道31家占24.32%激活量，长尾渠道350家占据13.17%激活量，头部渠道优势明显。投放策略上，厂商会根据游戏类型和目标受众选择不同的素材和推广方式。

图表 16 头部渠道是游戏厂商投放推广资源的首选



资料来源：热云数据，广证恒生

最后，完成用户导入过程后，游戏厂商需要通过精细化运营提高用户留存率和付费率，最大化用户价值。国内主流的移动游戏主要采取免费下载、道具或功能收费的商业模式，因此导入用户后需要提高用户留存率，通过增加用户使用时间提高用户付费的可能性。在运营过程中根据游戏生命周期以及数据反馈及时调整运营策略能够有效提高用户留存率、延长游戏生命周期。用户付费是游戏厂商实现收入的最后一步，在用户活跃度不变的情况下提高用户付费率和每付费用户付费额（ARPPU值）能最大化游戏收入。在玩家可接受的范围内通过游戏内活动、付费点设计等手段能显著提高用户付费率和每付费用户付费额（ARPPU值）。

3 公司亮点：打造精品游戏，“研运一体”实现完整商业闭环

3.1 多品类布局打造精品游戏

● 团队：核心技术团队一线经验丰富，超百人研发团队助力精品游戏开发

公司核心技术人员来自于UC（广州动景）等著名移动互联网游戏公司，具备多年的开发、市场以及运营经验。截止2016年底，公司员工共计181人，其中研发人员为117人，占比为64%。超过百人的研发团队为公司持续不断推出精品游戏产品提供了人才支持。

图表 17 公司核心技术人员简历

姓名	职位	性别	学历	经历
易德财	董事长、董事会秘书	男	本科	2006 年 10 月至 2008 年 6 月，任大展信息科技（深圳）有限公司高级工程师； 2008 年 6 月至 2010 年 11 月，任福瑞博德软件（深圳）有限公司技术主管； 2010 年 11 月至 2012 年 10 月，任广州市动景（UC）计算机科技有限公司技术经理； 2012 年 12 月至 2015 年 7 月，任广州火舞软件开发有限公司执行董事； 2014 年 10 月至 2015 年 5 月，任广州快一点信息科技有限公司董事长； 2014 年 2 月至今，任深圳易能网络技术有限公司执行董事兼经理； 2015 年 7 月至今任股份公司董事长及董事会秘书。
龚贺	董事、总经理兼核心技术人员	男	本科	2009 年 8 月至 2010 年 8 月，任北京金和软件股份有限公司开发工程师； 2010 年 9 月至 2011 年 6 月，任广州动游网络科技有限公司研发工程师； 2011 年 6 月至 2012 年 12 月，任广州市动景（UC）计算机科技有限公司研发工程； 2012 年 12 月至 2015 年 7 月份任广州火舞软件开发有限公司技术总监；

				2015 年 7 月至 2017 年 2 月任股份公司董事兼项目总监； 2017 年 2 月至今任股份公司董事兼总经理。
孙健	董事、 核心技术 人员	男	本科	2005 年 7 月至 2008 年 7 月，任深圳市富士康科技集团软件开发工程师； 2008 年 9 月至 2010 年 3 月，任上海微创软件股份有限公司 软件开发工程师； 2010 年 4 月至 2011 年 8 月，任文思海辉技术有限公司软件开发主管； 2011 年 9 月至 2012 年 9 月，任广州市动景 (UC) 计算机科技有限公司软 件开发主管； 2012 年 9 月至 2015 年 7 月任广州火舞软件开发有限公司测试经理； 2015 年 7 月至今任股份公司董事兼运营副总。
姜永洪	核心技 术人员	男	本科	2005 年 6 月至 2007 年 6 月，任东莞栋达电脑咨询有限公司软件开发工 程师； 2007 年 7 月 2011 年 10 月，任深圳市英果信息技术有限公司技术主管、 经理助理； 2011 年 11 月至 2013 年 10 月，任广州林源网络科技有限公司游戏开发 主程序员； 2013 年 11 月至 2014 年 2 月，任广州互爱信息科技有限公司服务端主程 序师； 2014 年 2 月至 2015 年 7 月任广州火舞软件开发有限公司技术总 监； 2015 年 7 月至今任股份公司技术总监。
李达	核心技 术人员	男	本科	2008 年 7 月至 2009 年 10 月，任职于深圳市亿佳网络技术有限公司 3D 模型研发人员； 2009 年 10 月至 2012 年 6 月，任职于深圳幻游科技有限公司美术经理、 项目制作人； 2012 年 6 月至 2012 年 12 月，任职于深圳市微讯移动通信信息技术有限公司 美术经理； 2012 年 12 月至 2013 年 2 月，任职于深圳市快播科技有限公司主美人 员； 2013 年 3 月至 2014 年 12 月，任职于深圳市触感科技有限公司美术总 监； 2014 年 12 月至 2015 年 7 月任职于广州火舞软件开发有限公司设计总 监、项目制作人； 2015 年 7 月至今任股份公司设计总监。

资料来源：公司公告，广证恒生

● 产品：深耕 APRG 和休闲类游戏，布局 SLG 游戏进一步丰富游戏品类

产品方面，公司目前以ARPG（动作类角色扮演）和休闲游戏为主打方向，逐步布局SLG（策略类）等新品类，进一步提升产品多样性。公司在ARPG和休闲类产品上积累了大量研发和运营经验，对市场把控能力较强；旗下子公司深游网络在SLG游戏上深耕多年，具有较强的研发实力。

2016年公司主力产品《深海渔场》、《决战沙邑》和《梦幻驯龙记》三款产品流水都超过5000万元，取得了良好的市场反馈。2017年公司相继推出《召唤三国》、《极武尊》、《异能勇者》等多款新品，为公司进一步扩张市场份额打下基础。公司目前在线游戏收入稳定，新品开始贡献营收，产品储备和新游研发计划持续推进。

图表 18 2016-2017 年重点产品情况

产品	公测时间	自研/代理	类型
《深海渔场》	2016 年 4 月	自研	休闲
《决战沙邑》	2016 年 4 月	代理	ARPG
《梦幻驯龙记》	2016 年 1 月	自研	休闲
《异能勇者》	2017 年 3 月	/	ARPG
《极武尊》	2017 年 4 月	/	ARPG
《召唤三国》	2017 年 8 月	自研	SLG

资料来源：公司公告，广证恒生

3.2 “研运一体”打造完整商业闭环，实现对用户、数据和价值的全面掌控

● 构建完整的研发、运营和市场推广团队，具备全面的研发、运营、发行推广能力

公司由页游和手游研发逐步发展成“研运一体”的移动游戏厂商，目前已经构建了完整的研发、运营和市场团队，具备了IP授权、产品研发、发行推广、用户获取、数据反馈以及产品调试的全面能力，实现了对上中下游的全面掌控。

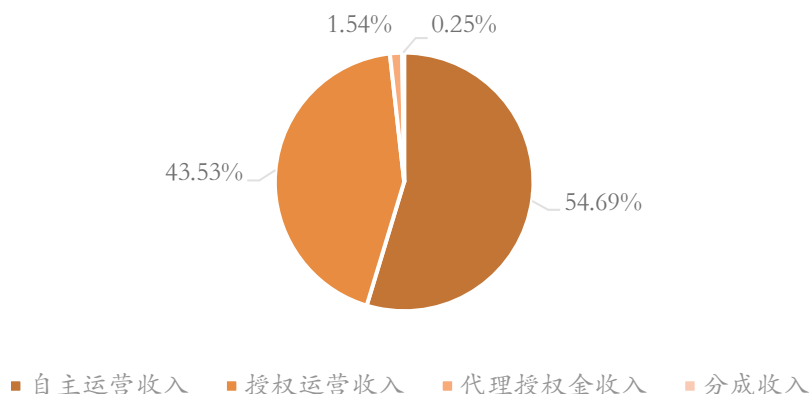
图表 19 构建完整的研发、运营、市场团队

部门	职能
市场部	1) 拓展游戏市场，包括代理、IP 授权、合作研发等； 2) 整合内外部资源推动关键项目的执行与跟进； 3) 负责跨团队协调分工，对管理团队提供建议，接待重要客户； 4) 负责制定投放计划，确定广告方向，进行渠道筛选； 5) 负责投放广告素材设计制作，通过投放的渠道反驳回来的数据对广告图片优化，以便提升用户的点击率与转化； 6) 负责图片素材设计制作，提升游戏产品对外的品牌形象。
运营部	1) 项目资源整合与分配，资本投入与变现； 2) 收入细化规划与执行； 3) 实行产品上下线安排，运营产品的调整与监控； 4) 产品形象，对外串口管理。
产品部	1) 负责开发新的游戏产品以及维护旗下已有的游戏产品； 2) 负责游戏中心相关产品设计以及出品验收； 3) 负责创意设计以及功能策划和调优； 4) 根据线上运营数据调优产品，持续优化并保障营收增长。

资料来源：公司公告，广证恒生

游戏运营和推广方式上，公司以自主运营+自主推广为主，也和UC九游以及360游戏中心等其他游戏运营方展开联合运营。2016年公司自主运营和授权运营（代理）收入合计占比高达98.22%，公司收入基本来自于自有平台运营收入。

图表 20 公司自主运营和授权运营收入合计占比达到 98.22%



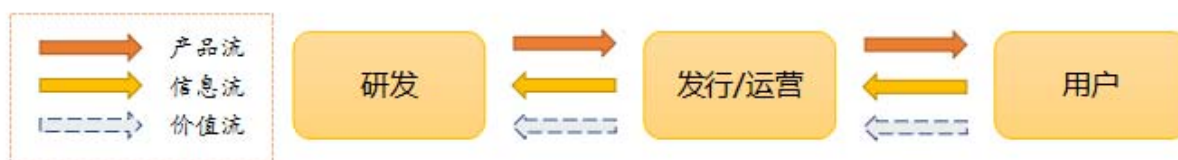
资料来源：公司公告，广证恒生

● “自研为主+自主运营+自主推广”构建完整商业闭环

自研为主+自主运营+自主推广的运营模式下，公司构建了产品流、信息流、价值流的完整商业闭环，实现了对用户、数据以及价值的全面掌控。首先，自研为主、自主运营和自主推广的情况下，市场风向和用户需求变化能即时反馈到产品和研发部分，确保公司紧跟市场变化、不断迭代满足用户不同层次的需求。其次，公司通过对产品、用户和数据把控，独立掌控了价值链当中的研发、发行环节，在游戏流水一定的情况下获得最大化的流水分成。

凭借多年研发积累、强有力的团队以及对全流程的把控，公司围绕精品产品的精细化运营和精准投放，不断提高投入产出比（ROI），在市场竞争加剧、流量成本上升的情况下实现了强势突围，迅速发展壮大。

图表 21 “研运一体”实现产品流、信息流、价值流闭环



资料来源：广证恒生

4 财务盈利预测

公司凭借多年的研发储备和出众的发行运营能力在2016年实现了44倍以上的强劲增长，2017年移动游戏整体市场保持50%以上增速。公司实际控制人易德财以个人身份与深圳国科投资约定2017年度经审计的扣非净利润不低于6000万元。考虑公司目前仍处于高速增长阶段，结合原有产品和新上线产品市场表现，预测公司2017年营业收入将达到3.46亿元，同比增长83.14%，归母净利润5774万元，同比增长76.25%；预测公司2018年营业收入将达到3.80亿元，同比增长10.10%，归母净利润6337万元，同比增长9.75%。

图表 22 火舞软件盈利预测

	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万)	188.70	345.58	380.49
增长率(%)	4428.61%	83.14%	10.10%
净利润(百万)	32.76	57.74	63.37

图表 22 火舞软件盈利预测

	2016A	2017E	2018E
增长率(%)	-	76.25%	9.75%
EPS(稀释)	4.90	8.15	8.95
基准股本(百万股)	6.69	7.08	7.08
ROE(摊薄)(%)	72.84%	44.38%	29.36%

资料来源：Wind，广证恒生

5 风险提示

(1) 移动游戏市场竞争加剧：在前端流量稀缺、后端腾讯/网易寡头格局稳定的情况下，移动游戏市场竞争激烈，随着阿里等移动互联网巨头入局移动游戏市场，整体竞争有可能进一步加剧，公司作为体量中等的移动游戏厂商有可能受到冲击。

(2) 公司产品表现不达预期：移动游戏市场变化迅速，用户需求变化有可能使得公司新推出产品达不到之前的预期，对公司未来业绩产生影响。

新三板团队介绍：

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

林全（新三板副团队长）：重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理与航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

温朝会（新三板副团队长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板教育行业负责人）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

陆彬彬（新三板主题策略研究员）：美国约翰霍普金斯大学金融硕士，负责新三板市场政策、私募机构、投后管理等领域研究，擅长数据挖掘和政策分析。

魏也娜（新三板TMT行业研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

谭潇刚（新三板新能源新材料行业研究员）：中国科学技术大学无机化学博士，曾发表多篇SCI论文，研究涉猎化学、物理和材料等交叉领域；重点关注锂电池、新能源汽车等新材料领域相关产业链。

刘锐（新三板医药行业研究员）：中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉（新三板医药行业研究员）：香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

陈凯（新三板传媒行业研究员）：厦门大学经济学硕士，具有国内知名券商投行、研究所工作经验，主要研究方向为游戏、电竞、影视等泛娱乐领域相关产业。

田鹏（新三板教育行业研究员）：新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

联系我们：

邮箱：lubinbin@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832286

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。