

联手狮之吼，开启游戏加速新蓝海

2018 年 8 月 7 日

	肖明亮(分析师)	叶锐(研究助理)
电话:	020-88832290	020-88836101
邮箱:	xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517070001	A1310117040003

投资要点

● 爆款游戏推动主业回暖，外服加速成主要市场

公司是网游游戏加速领域的绝对龙头，占率达到 50%。近年来，由于用户宽带提速以及行业恶性竞争的原因，国内加速市场有所萎缩。但是加速器对于需要访问国外服务器的用户而言一直属于刚性需求，随着《绝地求生》迅速风靡中国（目前中国绝地求生端游玩家数量约为 2000 万，占绝地求生总玩家的 40% 左右），用户的海外加速需求迅速上升。受益于《绝地求生》的持续火爆，公司 2017 年网游加速器业务迅速回暖，活跃用户达到 380 万人，同比增长 27%，加速器业务收入 1.86 亿，同比增长 19.55%。我们认为，《绝地求生》游戏的火爆，除了短期内改善公司业绩以外，还使得更多玩家开始接触到一些无法引入国内优质游戏，培养了大量玩家使用加速的进行外服游戏的消费习惯，其中 2015 年上线的游戏《H1Z1》受《绝地求生》的带动，中国区用户占比由 10% 飙升至 40%。海外服务器加速需求的提升将是公司主业重回高速增长的一个契机。

● 移动加速器市场逐步打开，软件硬件端布局奠定移动加速器龙头地位

在 2016 年市场规模超过客户端游戏之后，2017 年移动游戏市场依旧保持 40% 以上的高增长，手游用户达到 4.07 亿，是端游市场用户的 3 倍，参照端游加速器 5% 的渗透率，手游加速器的潜在市场空间在 30 亿左右。近年来竞技类手游的持续火爆正推动手游加速器市场的形成，TOP10 竞技类手游占比由 2016 年的 20% 增长到 2018 年 Q1 的 50%，仅是王者荣耀一款竞技类游戏就达到了 2.5 亿的月活。而公司率先锁定热门游戏王者荣耀以及高销量手机 OPPO R11s，在软件以及硬件端加速布局移动加速器市场。借助头部游戏的流量带动，2017 年下半年公司手游加速器下载量由 2000 万上升到 3500 万，增长 75%。2017 年公司手游加速器收入 4384 万元，实现了从零到一的突破。我们认为，手游加速器是手游市场高速发展所衍生的一个新蓝海，未来 3 年市场规模有望达到端游加速器市场的水平（10 亿）。公司作为端游加速器的龙头企业，率先布局手游端业务且初见成效，行业壁垒逐步筑高，市占率有望维持在 20% 以上。手游加速器业务收入有望于未来 3 年保持 60% 的增长速度，推动公司业绩持续增长。

● 流量市场量价齐升，狮之吼并表推动公司业绩多倍增长

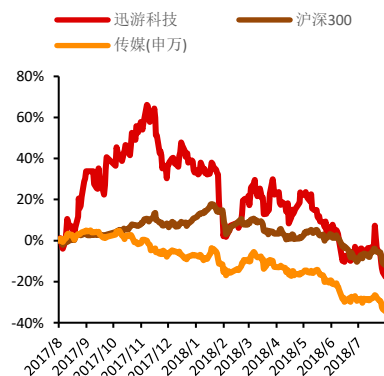
在流量获取方面，虽然 2017 年海外工具类 app 用户出现增速放缓，甚至于进入存量博弈阶段，但是目前工具类 app 月活用户达到 20 亿，而龙头企业猎豹移动的用户量不足 5 亿，市场竞争格局仍在逐步形成阶段。狮之吼正依靠其产品优势迅速获取市场，由于在产品各项性能上的领先，狮之吼主要产品《power clean》、《power battery》以及《power security》近两年快速积累用户，在多个主要市场排名迅速攀升到工具类 app 前 10，目前月活用户已经超过 1 亿。在流量变现方面，海外广告市场稳定发展，2017 年市场规模超过 1000 亿美元，增速超过 30%，广告变现的盈

强烈推荐（首次）

现价:	27.97
目标价:	37.50
股价空间:	34.07%

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
迅游科技	-11.79	-32.37	-28.04
沪深 300	-2.73	-15.92	-23.36
传媒(申万)	-7.64	-23.37	-26.46

基本资料

总市值 (亿元)	63.38
总股本 (亿股)	2.27
流通股比例	51.33%
资产负债率	14.73%
大股东	袁旭
大股东持股比例	9.84%

联系人: 陆韵如

邮箱: luyr@gzgzhs.com.cn

利模式趋于稳固且仍在持续增长。同时，目前主流广告平台推出的竞价投放模式也更有利于最大化流量价值。我们认为，作为工具类 app 的领先企业，狮之吼未来的增长空间仍然巨大。狮之吼自 2017 年 12 月开始并表，考虑到公司作为工具类 APP 领军企业，活跃用户数量依然保持快速增长，越来越多的 TOP 级产品涌现，有望推动并表后业绩保持可观增长。我们认为，根据公司业绩对赌，2018-2019 年狮之吼的对赌业绩分别为 2.5 亿、3.2 亿，增速 30%。狮之吼大概率将兑现其业绩承诺，并通过并表推动公司 2018 年归母净利润 230% 以上的增长，于 2018 年后保持 25% 左右的增长。

盈利预测与估值：我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 3.40、4.36 以及 5.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.50/1.92/2.39 元，对应当前股价 19、15 以及 12 倍 PE。给予公司 2018 年 25 倍 PE，目标价 37.50 元/股；首次覆盖，给予**强烈推荐**评级。

风险提示：境外游戏加速政策风险，游戏加速行业竞争加剧，业务拓展不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	278.20	973.06	1245.42	1572.39
同比(%)	76.07%	249.77%	27.99%	26.25%
归属母公司净利润	102.40	339.66	435.92	541.23
同比(%)	161.79%	231.69%	28.34%	24.16%
毛利率(%)	73.30%	89.59%	89.70%	90.21%
ROE(%)	5.78%	10.49%	11.84%	13.00%
每股收益(元)	0.45	1.50	1.92	2.39
P/E	61.90	18.66	14.54	11.71
P/B	2.10	1.82	1.62	1.43
EV/EBITDA	3.71	10.57	8.46	6.48

目录

1. 国内游戏加速龙头，爆款游戏推动主业增速反转	4
1.1 行业先发优势，占领市场主导地位	4
1.2 公司股权结构稳定，股权激励计划深度绑定公司核心管理层	5
1.3 交互加速服务提升网络环境，网络游戏的提速利器	6
1.4 强大的研发实力，核心团队进一步优化	7
1.5 《绝地求生》迅速风靡中国，加速器龙业绩提升明显	9
1.6 探寻多元发展模式，公司业绩逐步改善	10
2. 移动游戏市场高速发展，率先布局收割行业红利	11
2.1 移动端游戏市场井喷，竞技类手游催生加速器新蓝海	11
2.1.1 游戏市场稳步增长，手游主导地位不断增强	11
2.1.2 竞技类游戏持续火爆，加速器市场加速打开	12
2.1.3 移动电竞助力手游加速器市场高速增长	13
2.2 率先布局手游加速市场，收割行业高速增长红利	14
2.2.1 独立第三方，便于全行业合作	14
2.2.2 积极与热门手游深度绑定，不断巩固和开拓销售市场	14
2.2.3 软硬兼备，助力手游加速器业务	15
2.2.3 立足先发优势，抢占移动端手游加速器市场	16
3. 公司大力收购狮之吼，布局出海工具开发领域	16
3.1 “Window 优化大师”以及“鲁大师”开发团队带领的狮之吼	16
3.2 狮之吼深耕工具开发市场，产品矩阵覆盖用户需求的全维度	17
3.3 工具类 App：安卓系统用户的刚需	18
3.4 工具类 App：用户增量天花板下，存量市场空间依旧巨大	18
3.5 狮子吼产品的精简高效助其快速抢占市场	19
3.6 优异的推广能力助力开拓海外市场份额，稳定客流量保障收入基础	21
3.7 广告变现是其主要的盈利模式	21
3.8 借力狮之吼，加快其全球化布局	22
4. 盈利预测与估值	24
5. 风险提示	24

图表目录

图表 1.	公司占有网游加速器市场超过 50% 的市场份额	4
图表 2.	迅游加速器搜索热度长时间领先于同行	4
图表 3.	公司股权结构稳定	5
图表 4.	高管持股深度绑定核心管理层	5
图表 5.	迅游加速器通过加速节点提高用户游戏环境	6
图表 6.	加速前后效果对比（以 LOL 为例）	7
图表 7.	使用迅游加速器加速后网络情况（以穿越火线为例）	7
图表 8.	迅游科技自主研发的 SCAP 平台	8
图表 9.	SCAP 的核心-SMART 算法	8
图表 10.	2015-2017H 公司取得的软件著作权/发明专利授权数量	8
图表 11.	2014-2016 年研发人员数量和研发投入金额	8
图表 12.	狮之吼作为研发主体的研发项目	9
图表 13.	中国玩家成为《绝地求生》的主要玩家群体	9
图表 14.	国服《绝地求生》预约量超 1000 万	9
图表 15.	公司产品各项指标均位于行业前列	10
图表 16.	《绝地求生》带动公司活跃用户回升	10
图表 17.	《绝地求生》带动公司主业迅速回暖	10
图表 18.	主营业务回暖以及并购大幅提升公司收入	10
图表 19.	公司业务结构逐步多元化	10
图表 20.	公司归母净利与同比增长情况大幅改善	11
图表 21.	公司成本费用情况同步改善	11
图表 22.	17 年我国游戏市场保持稳步增长	12
图表 23.	手游端用户渗透率不断提升	12
图表 24.	08-17 年中国客户端游戏市场实际销售收入	12
图表 25.	手游市场超越端游市场后依旧维持高增长	12
图表 26.	在 TOP10 手游中，竞技类手游占比不断提升	13
图表 27.	2015-2019 年中国电竞用户规模不断提升	13
图表 28.	移动电竞市场成为主要电竞	13
图表 29.	游戏加速器行业产业链	14
图表 30.	手游加速器内置于《王者荣耀》游戏内	14
图表 31.	《王者荣耀》用户规模、DAU、MAU 情况	14
图表 32.	腾讯为手游市场的绝对巨头	15
图表 33.	OPPO 系手机销量领先	15
图表 34.	迅游科技“软硬兼备”，重点发展合作伙伴	15
图表 35.	迅游手游加速器 Android 下载量迅速提升	16
图表 36.	迅游手游加速器领先同行	16
图表 37.	狮之吼股权结构图	17
图表 38.	狮之吼产品矩阵	17
图表 39.	清理软件的使用逐渐成为用户习惯	18
图表 40.	Android 系统恶意软件数量不断增加	18
图表 41.	全球手机市场基本到达天花板	18
图表 42.	Android 系统已覆盖大多数手机用户	18
图表 43.	狮之吼 VS 猎豹移动	19
图表 44.	公司主要产品在海外主要市场名列前茅	20

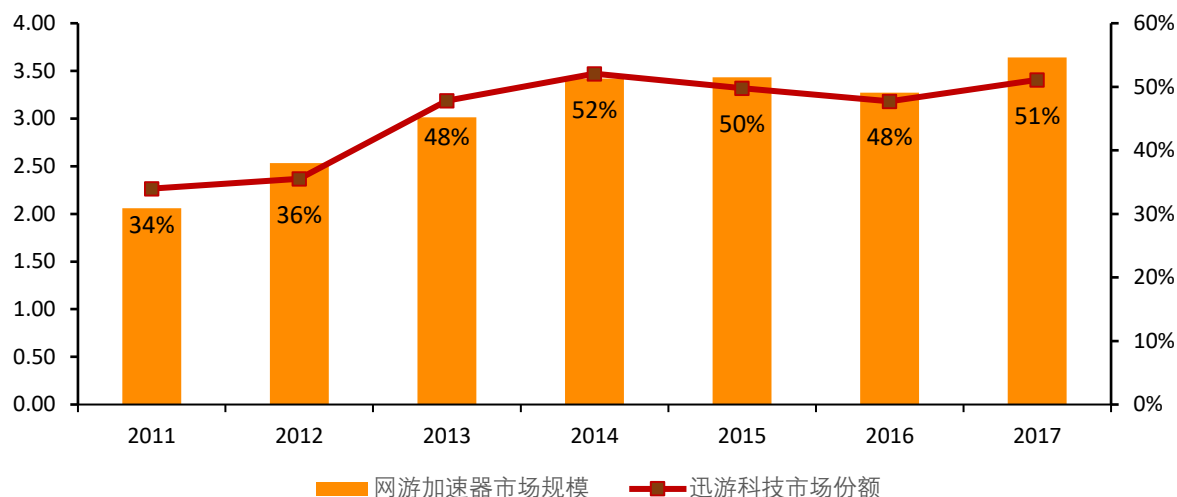
图表 45.	2015-2017 年公司新增用户数量（百万人）	21
图表 46.	公司推广活动效果显著	21
图表 47.	狮之吼市场份额以及盈利能力大幅提升	21
图表 48.	狮之吼盈利模式	22
图表 49.	海外广告市场增长情况	22
图表 50.	狮之吼与 Facebook、Google 紧密合作关系	23
图表 51.	中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入	23

1. 国内游戏加速龙头，爆款游戏推动主业增速反转

1.1 行业先发优势，占领市场主导地位

专注十年，主导地位不断强化。2008 年设立以来，公司一直专注于我国互联网实时交互应用加速服务市场。公司公告显示，公司 2011 在网游加速服务市场占有率达到了 34%，此后一直保持一定的增长。目前公司累计注册用户已超 2 亿人，活跃付费用户数约 380 万。据我们测算，公司目前市占率已经达到了 50% 以上，是加速器领域的绝对龙头。自主开发的“迅游网游加速器”支持游戏数量由 2012 年的 4000 款增长至 13000 款。除公司产品外，国内目前主流的加速器还有腾讯加速器、网易 UU 加速器、奇游加速器以及迅雷加速器等。根据最新百度指数和资讯指数，公司排名一直相对前列。我们认为，公司是最早进入网络游戏加速领域的公司，通过近 10 年的经营，积累了大量忠实客户以及良好行业口碑，是行业内绝对的主导企业。

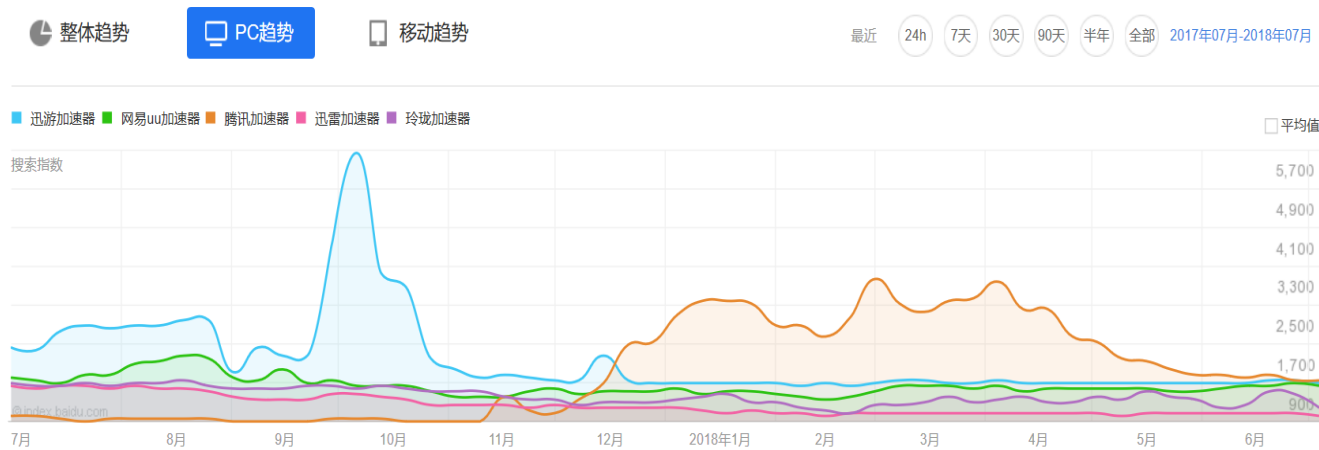
图表1. 公司占有网游加速器市场超过 50% 的市场份额



注：网游加速器市场规模是根据游戏市场增速以及公司公告中的市占率、收入测算得出。

资料来源：公司公告、广证恒生

图表2. 迅游加速器搜索热度长时间领先于同行

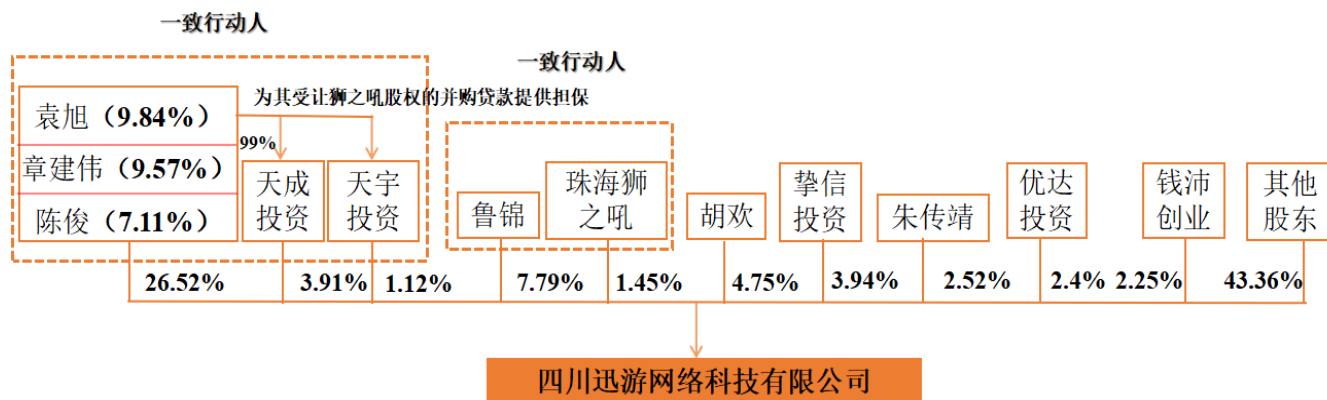


资料来源：百度指数、广证恒生（搜索指数：搜索指数是以网民在百度的搜索量为数据基础，以关键词为统计对象，科学分析并计算出各个关键词在百度网页搜索中搜索频次的加权和）

1.2 公司股权结构稳定，股权激励计划深度绑定公司核心管理层

一致行动有效期延长，公司股权结构持续稳定。公司用 27 亿股权加现金的方式收购狮之吼 100% 股权，其董事长鲁锦成为上市公司第三大股东，公司实际控制人章建伟、陈俊、袁旭，及其一致行动人（天成投资、天宇投资）持有 31.55%（7,149 万股）的股份。我们认为，一致行动关系较好的保持了上市公司控制权和治理结构的稳定、有效，有利于管理层和股东专注于公司经营活动的发展。

图表3. 公司股权结构稳定



资料来源：Wind、广证恒生

管理层拥有公司 31.28% 股权，有利于公司深度绑定核心管理层。袁旭、章建伟、陈俊作为公司创始人和最核心的高管，分别担任公司董事和总裁、董事长、董事职位，合计直接持有公司 26.52% 的股份比例。除去一致行动人外管理层合计持有公司 0.76% 股份。副总裁分别由李洪阳、何锋、朱建峰担任，其中朱建峰 17 年下半年加入公司，历任金山软件 OEM 售前工程师、小米 MIUI 商务总监等。康荔同时担任副总裁和董事会秘书职务，拥有公司 0.07% 股权比例，伍琳从 2011 年起担任公司监事，拥有 0.05% 股权比例。我们认为，游戏加速器企业核心在于人才和内部管理，公司通过股权来与管理层进行利益绑定，有利于公司的稳定发展。

图表4. 高管持股深度绑定核心管理层

姓名	职务	持股比例
袁旭	董事，总裁	9.84%
	通过天成投资间接持有	3.87%
章建伟	董事长	9.57%
陈俊	董事	7.11%
李洪阳	副总裁	0.44%
何锋	副总裁	0.11%
朱建峰	副总裁	0.09%
康荔	副总裁，董事会秘书	0.07%
伍琳	职工监事	0.05%
合计		31.28%

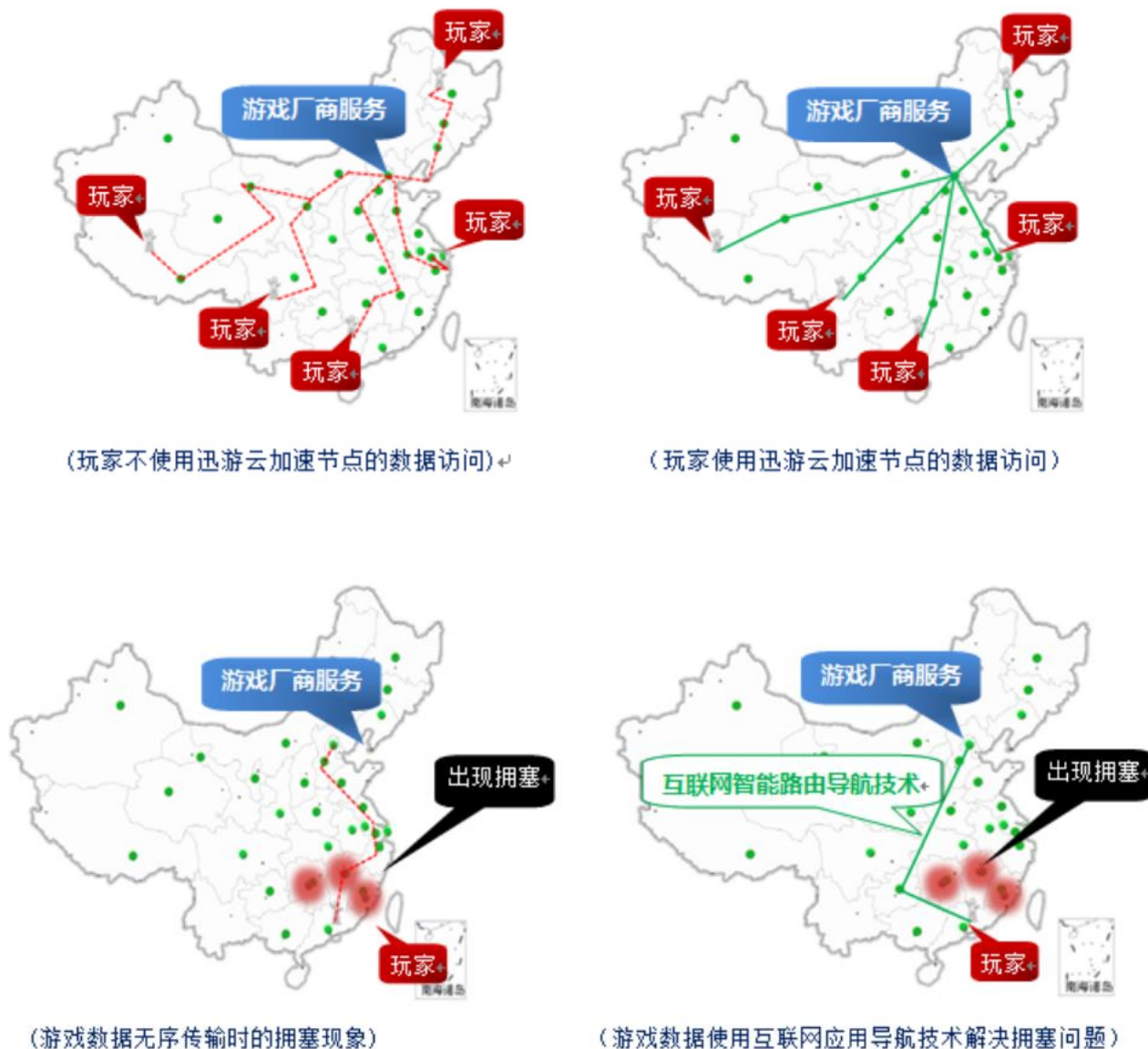
资料来源：公司公告、广证恒生

公司 17 年股权激励计划彰显业绩增长信心。2017 年公司推出股票期权激励计划，向 64 位高、中层管理人员、核心技术人员等授予 734.60 万份股票期权（行权价格 40.65 元）及 224 万份限制性股票（授予价格 20.33 元），业绩考核指标为 2017/2018/2019 年归母扣非净利润不低于 8500 万元/9625 万元/10500 万元或营收不低于 2 亿元/2.6 亿元/3.2 亿元。通过持续实施股权激励，利益共享，有利于增强团队凝聚力、激发团队的战斗力，助力加速其业务持续增长。公司 2017 年归母净利润 1.03 亿，营收 2.8 亿，远超业绩目标。

1.3 交互加速服务提升网络环境，网络游戏的提速利器

交互式加速大幅提升网络环境。由于互联网基础网络存在路径复杂、内容繁杂、流量大、网络节点分布不均等原因，因此在传输速度和稳定性上经常无法满足用户体验需求。另外，各大游戏运营商布置服务器也存在着局限性，导致游戏服务器无法分布到全国各地，致使部分游戏玩家在访问游戏服务器时，由于地域的限制，产生延迟过高，速度慢，丢包等一系列通信问题。而迅游加速器通过使用专用网络，只允许游戏数据通过，建立最优的路由连接等方法，大幅提高游戏数据从节点到游戏服务器的传输数度，进而减少游戏的延迟，丢包等问题。

图表5. 迅游加速器通过加速节点提高用户游戏环境



资料来源：公司公告、广证恒生

迅游加速器的加速效果上，我们通过草根调研发现，玩家在“英雄联盟”中加速前玩家直接进入游戏的延时为 338 毫秒；使用迅游加速器后，延迟降低到 9 毫秒，加速器明显提高了玩家的游戏体验。另外，在穿越火线加速器测速上，加速之后的延迟是 18ms，降低延迟 92%，降低丢包率 68%，减少闪断 99%，加速效果较明显。公司的交互加速服务能明显改善游戏网络环境、提升玩家体验。

图表6. 加速前后效果对比（以LOL为例）



资料来源：公司官网、广证恒生

图表7. 使用迅游加速器加速后网络情况（以穿越火线为例）

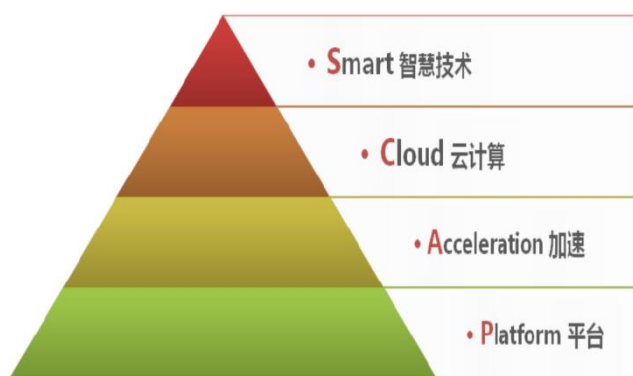


资料来源：叶子猪、广证恒生

1.4 强大的研发实力，核心团队进一步优化

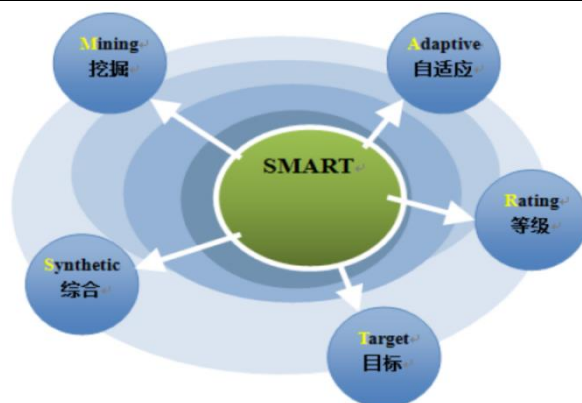
技术是公司竞争力提升的保障。(1) 目前，公司拥有独创的 SCAP，其最重要的特性是，使公司的云加速服务更加迅速和稳定，还帮助公司延展开发出更多实时交互应用的加速服务。截止 2015 年 1 月，公司 SCAP 的网络节点数量为 94 个，覆盖了国内网游市场大部分的一线城市，具备了支撑“超过 20 万同时在线用户”的能力，目前支持超过 1.3 万款网游，处于行业领先地位；(2) 公司推出迅游国际版，全程国际节点接入，适合国内用户玩海外游戏以及海外用户玩国内游戏；(3) 公司于 2017 上半年获得 4 项软件著作权，著作权登记及专利的申请工作利于保障公司核心技术权利及继续充分发挥自主知识产权的优势，增强公司的核心竞争力；(4) 前期项目“光速大师 2.0”、“云网络运维系统”和“游戏优化助手”先后结项。技术不断升级和创新是促进公司发展的源泉。

图表8. 迅游科技自主研发的 SCAP 平台



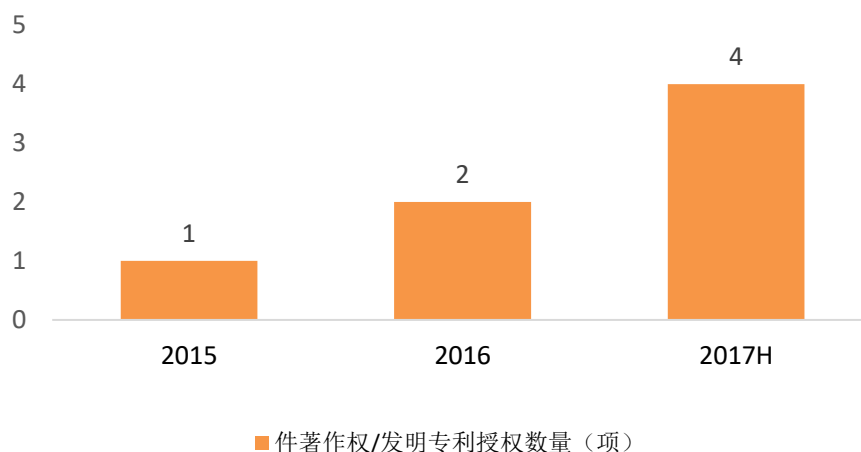
资料来源：公司公告、广证恒生

图表9. SCAP 的核心-SMART 算法



资料来源：公司公告、广证恒生

图表10. 2015-2017H 公司取得的软件著作权/发明专利授权数量



资料来源：公司公告、广证恒生

加大研发投入，保持行业的技术领先地位。14 年来研发人员从 87 人增长至 117 人，占总人数的 57.64%。研发投入占营业收入比重从 7.94%提高至 21.76%。公司加大技术和研发的投入，不断提高产品的性能，有助于继续保持公司在行业的技术领先地位。

图表11. 2014-2016 年研发人员数量和研发投入金额

年份	2016 年	2015 年	2014 年
研发人员数量（人）	117	103	87
研发人员数量占比	57.64%	56.59%	50.88%
研发投入金额（万元）	3438.5	2170.69	1414.57
研发投入占营业收入比例	21.76%	12.63%	7.94%

资料来源：公司公告、广证恒生

核心团队进一步优化。通过并购狮之吼，其董事长鲁锦成为公司第三大股东，其团队为原“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，在技术上与公司研发团队具有协同效应。目前狮之吼作为研发主体主导公司两项研究。此次迅游科技互联网业务再添新军，核心团队进一步优化。

图表12. 狮之吼作为研发主体的研发项目

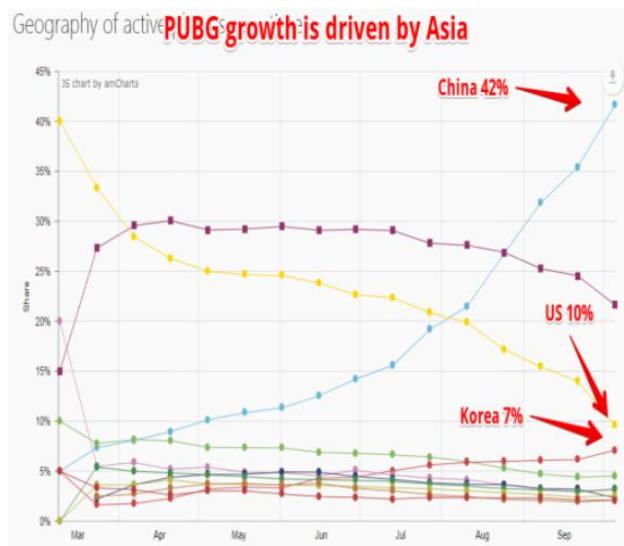
项目	金额 (亿元)	劳动定 员人数	投资效益	项目计划
移动网络 APP 新产 品开发项目	3.8	200 人	税后静态投资回 收期为 5.02 年 (含建设期), 内部收益率为 27.91% (税后)	自主开发及运营 2 款移动网络应用 APP 新产品: 1) 手游加速应用程序 (为移动互联网实时交互游戏 提供云加速服务); 2) 手游语音应用程序 (面向游戏用户提供垂直化的 游戏社交平台服务, 可供不同类型游戏在多种玩家场 景中自由组合)
互联网广告 综合运营平 台升级项目	1.28	70 人	税后静态投资回 收期为 4.48 年 (含建设期), 内部收益率为 28.88% (税后)	建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

资料来源: 公司公告、广证恒生

1.5 《绝地求生》迅速风靡中国，加速器龙业绩提升明显

由于其独特创新的枪战 PVP 玩法,《绝地求生》上市以来迅速成为爆款游戏, 目前注册玩家超过 5000 万人, 在线峰值接近 300 万。从 2017 年 3 月开始, 中国地区的《绝地求生》玩家数量迅速增长, 根据 steam 官方统计数据, 2017 年 9 月中国区玩家占比达到了 42%, 估计目前《绝地求生》中国玩家数量接近 2000 万。由于国服《绝地求生》尚未开放, 中国玩家只能通过连接国外的服务器才得以进行游戏, 因此游戏的流畅度就必须依靠加速器来维持。

图表13. 中国玩家成为《绝地求生》的主要玩家群体



资料来源: Steam、广证恒生

图表14. 国服《绝地求生》预约量超 1000 万



资料来源: 腾讯官网、广证恒生

而在目前几款主流的加速器中, 公司产品无论是价格还是性能上均优于同行竞争对手。根据我们调研数据, 公司产品迅游加速器国际版目前价格为 25 元/月, 在对标的、产品中最低。另外其性能表现在美东地区服务器上与啵啵加速器并罗列第二, 在亚太地区性能表现更是遥遥领先同行其他加速产品。我们认为, 公司近 10 年的行业积累为其建立了绝对的竞争优势, 无论是价格上、性能上还是用户口碑上均是同行产品无法超越的。

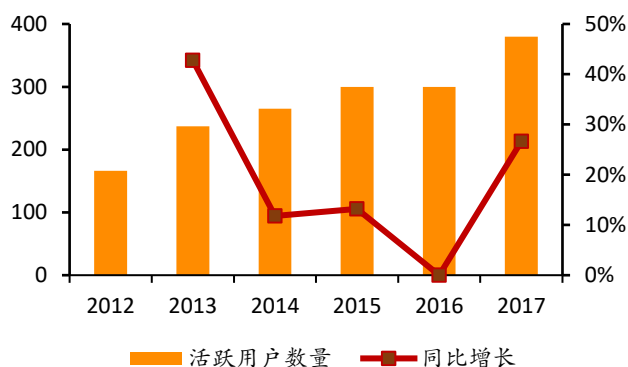
图表15. 公司产品各项指标均位于行业前列

	月卡价格 (元)	美东地区				亚太地区			
		选取界面延迟	最低延迟	普遍延迟	最高延迟	选取界面延迟	最低延迟	普遍延迟	最高延迟
迅游国际版	25	225	238	238	241	67	74	83	88
网易UU	30	219	224	232	236	97	106	109	113
哒哒加速器	30	356	231	239	245	73	78	82	106
奇游加速器	45	273	281	293	566	73	86	92	518
玲珑加速器	55	230	237	244	256	363	84	84	94

资料来源：广证恒生

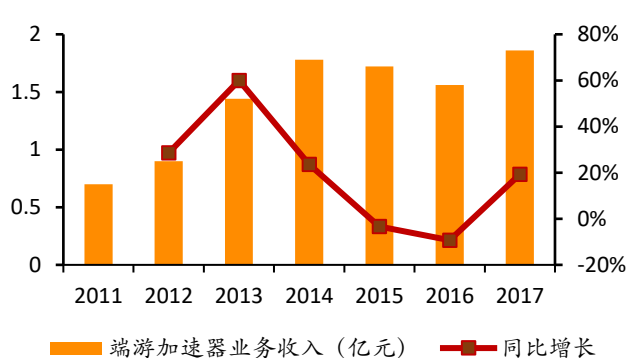
随着《绝地求生》游戏持续火爆，公司作为爆款游戏身边的“卖水人”迅速收割行业红利。根据公司2017年年报，公司活跃用户达到380万人，同比增长27%，加速器业务收入1.86亿，同比增长19.55%。我们认为，由于《绝地求生》的带动作用，公司经营状况得以迅速改善，海外服务器加速需求的提升将是公司主业重回高速增长的一个契机。

图表16. 《绝地求生》带动公司活跃用户回升



资料来源：公司公告、广证恒生

图表17. 《绝地求生》带动公司主业迅速回暖

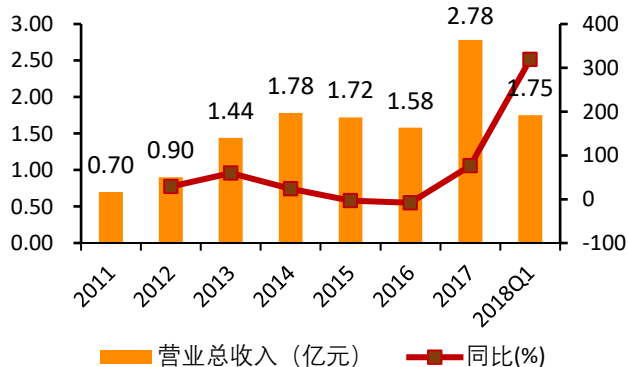


资料来源：WIND、广证恒生

1.6 探寻多元发展模式，公司业绩逐步改善

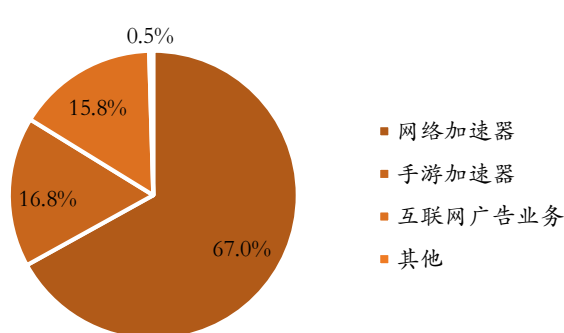
公司15-16年营收下降主要是受到加速器行业整体增速放缓的影响；公司2017年开始探寻多元化的发展道路，一方面积极发展手游端加速器业务开发新市场，另一方面通过并购狮之吼大幅提高公司业绩。2017年受行业整体回暖以及增量业务的带动，公司营收上升至2.8亿，同比增长高达76.07%。我们认为，公司积极探寻多元化发展使得收入来源不断丰富，公司业绩逐步改善。

图表18. 主营业务回暖以及并购大幅提升公司收入



资料来源：WIND、广证恒生

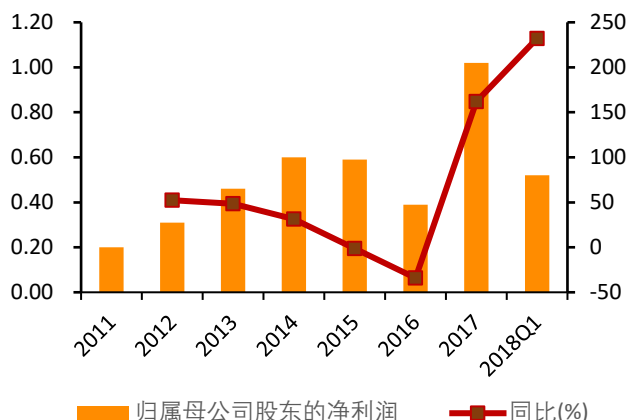
图表19. 公司业务结构逐步多元化



资料来源：WIND、广证恒生

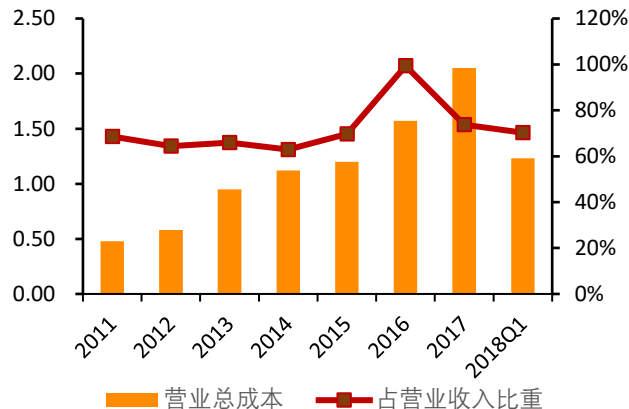
收入增长与成本管控双管齐下，毛利率增长 26.65%。公司 15-17 年归母净利润呈先降后增的趋势。主要原因是公司 16 年大力提升核心员工薪酬福利，人力成本同比增长 20.99%，占整体成本的 12.62%；同时，速宝科技加大研发和市场推广投入，导致成本费用上涨。17 年归母净利同比增长 164.35%，剔除狮之吼并表的净利润，公司归母净利同比增长仍有 100.44%。主要原因是：（1）公司移动端收入稳步增长为公司业绩提供增量贡献；（2）公司成本费用得到一定的控制，毛利率同比增长 26.65%，达到 70.78%。我们认为，2018 年对赌将大概率实现，并购狮之吼后的协同效应也逐步体现，公司未来归母净利润实现增长有保障。

图表20. 公司归母净利与同比增长情况大幅改善



资料来源：WIND、广证恒生

图表21. 公司成本费用情况同步改善



资料来源：WIND、广证恒生

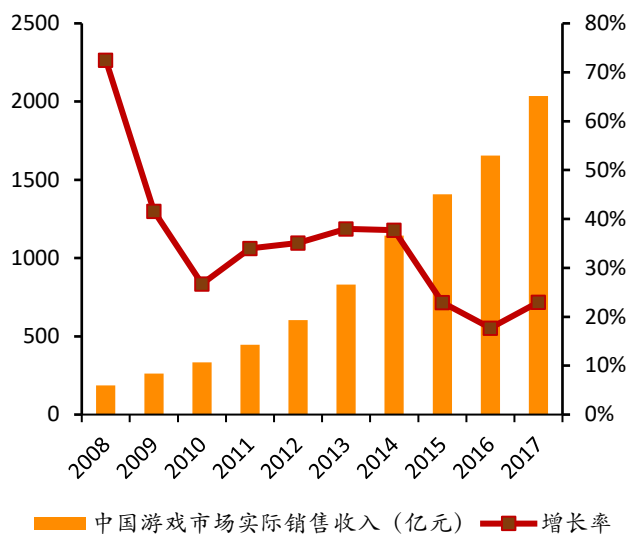
2. 移动游戏市场高速发展，率先布局收割行业红利

2.1 移动端游戏市场井喷，竞技类手游催生加速器新蓝海

2.1.1 游戏市场稳步增长，手游主导地位不断增强

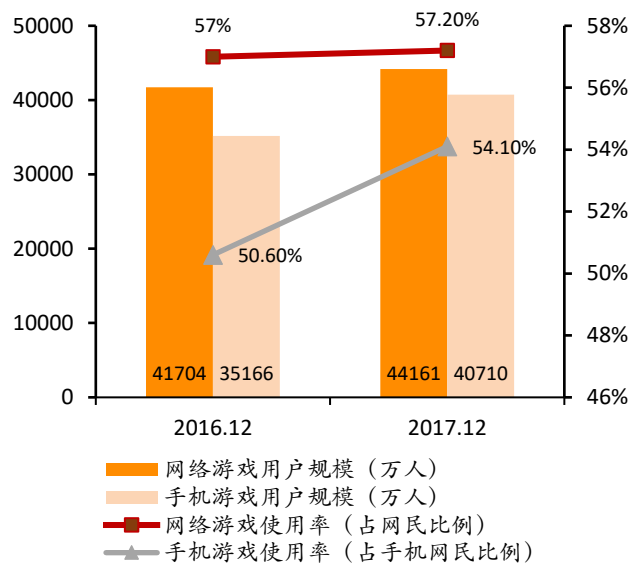
2017 年，我国游戏市场实现稳步增长，收入达到 2000 亿以上，同比增长 23%。根据 CNNIC 数据，2017 年我国网民规模已达 7.72 亿，其中，网络游戏用户规模达到 4.42 亿，占整体网民的 57.2%。手机网络游戏用户规模实现 16% 的增长，达 4.07 亿，占手机网民的 54.1%，较 2016 年增加 3.5 个百分点。自 2016 年销售收入超过端游市场后，手游市场依旧维持在一个高速增长的阶段，2017 年我国手游市场规模超过 1000 亿，增速达到 41%。手游端业务在游戏市场中的主导地位不断增强。我们认为，得益于手游端用户渗透率的不断提升，手游市场继续保持高速增长，进而推动整个游戏市场稳步增长。

图表22. 17 年我国游戏市场保持稳步增长



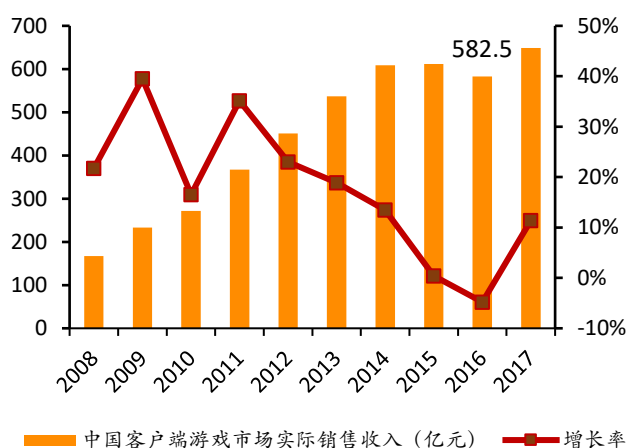
资料来源: GPC& CNG& IDC 、广证恒生

图表23. 手游端用户渗透率不断提升



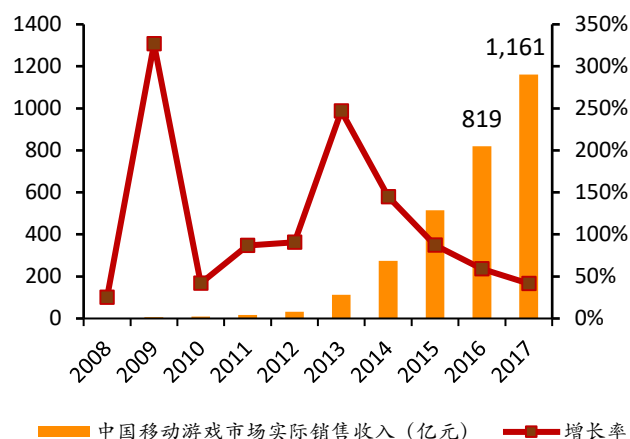
资料来源: CNNIC、广证恒生

图表24. 08-17 年中国客户端游戏市场实际销售收入



资料来源: GPC& CNG& IDC 、广证恒生

图表25. 手游市场超越端游市场后依旧维持高增长



资料来源: 中娱智库、广证恒生

2.1.2 竞技类游戏持续火爆，加速器市场加速打开

近年来，随着“端转手”以及大 IP 制作游戏的井喷，竞技类手游迅速占领市场。在 2016 年 top 的手游作品中，仅有 20% 的竞技类游戏，而到了 2018 年 Q1，这一数字跃升至 50%。同时，目前的爆款手游如《王者荣耀》，《绝地求生》系列作品以及《第五人格》等也均为竞技类手游。与传统的休闲类、回合制类以及即时战略类游戏不同，网络环境对于竞技类游戏的游戏体验尤为关键。考虑到无线网络稳定性相对较差的特征，我们认为，相对于端游市场，手游市场存在着更大的市场空间。而目前随着竞技类手游的持续火爆，手游加速器市场正在加速打开。

图表26. 在 TOP10 手游中，竞技类手游占比不断提升

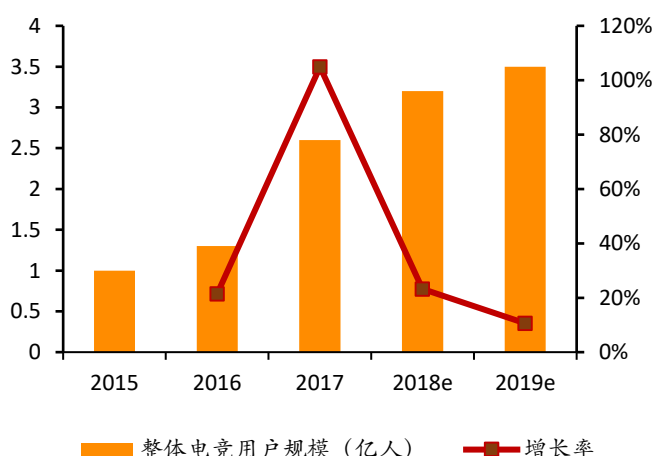
2016	游戏类型	2017	游戏类型	2018Q1	游戏类型
王者荣耀	竞技类	王者荣耀	竞技类	绝地求生:刺激战场	竞技类
阴阳师	回合制	开心消消乐	休闲类	王者荣耀	竞技类
宾果消消乐	休闲类	欢乐斗地主	休闲类	开心消消乐	休闲类
球球大作战	休闲类	荒野行动	竞技类	迷你世界	休闲类
全民枪战	竞技类	穿越火线-枪战王者	竞技类	欢乐斗地主	休闲类
皇室战争	即时策略	快乐麻将全集	休闲类	JJ 斗地主	休闲类
贪吃蛇大作战	休闲类	JJ 斗地主	休闲类	穿越火线-枪战王者	竞技类
开心消消乐	休闲类	宾果消消乐	休闲类	QQ 飞车手游	竞技类
梦幻西游	回合制	迷你世界	休闲类	荒野行动	竞技类
欢乐斗地主	休闲类	梦幻西游	回合制	汤姆猫跑酷	休闲类
竞技类游戏占比	20%		30%		50%

资料来源：极光大数据、猎豹数据、艾媒咨询、广证恒生

2.1.3 移动电竞助力手游加速器市场高速增长

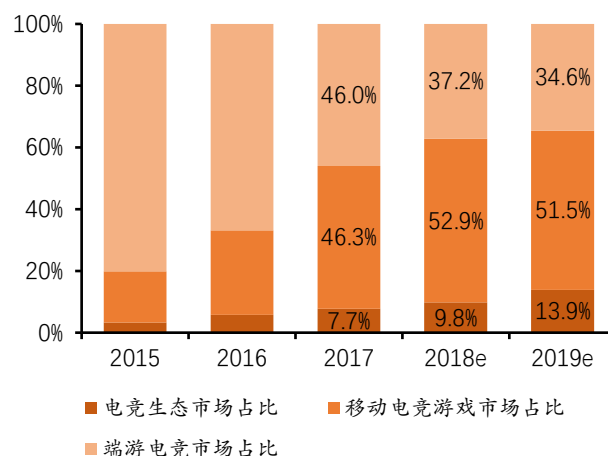
2017 年中国电竞用户数达 2.6 亿人，同比增长 104.9%，电竞的全民化将催化对加速器大量需求。17 年中国电子竞技游戏市场实际销售收入达到 730.5 亿元，同比增长 44.8%。其中，移动电子竞技游戏市场实际销售收入达到 346.5 亿元，同比增长高达 102.2%。从市场占比来看，受《王者荣耀》等知名移动电子竞技产品的拉动，目前中国移动电竞游戏市场占比 46.3%，正式超过端游电竞，占据主导地位。我们认为，因为在电子竞技体育中，竞技玩家的 APM（每分钟操作次数）通常在 100 以上，职业玩家的 APM 达 200-300 甚至更高，毫秒级的延迟都可能对比赛结果产生重大影响，在其中的扮演的角色尤为重要，目前电竞市场的繁荣有望助力加速器市场高速增长。

图表27. 2015-2019 年中国电竞用户规模不断提升



资料来源：艾瑞数据、广证恒生

图表28. 移动电竞市场成为主要电竞



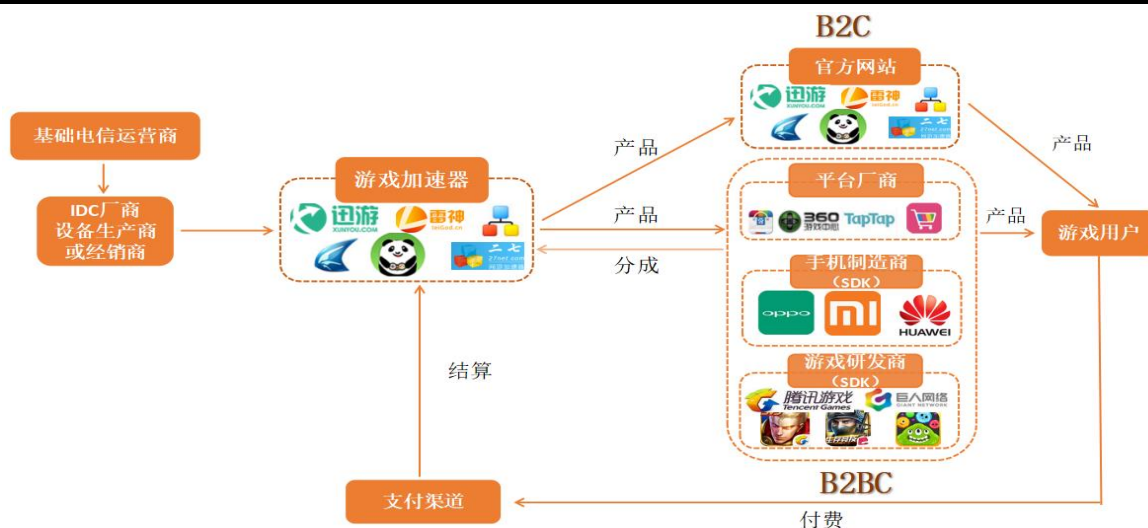
资料来源：艾瑞数据、广证恒生

2.2 率先布局手游加速市场，收割行业高速增长红利

2.2.1 独立第三方，便于全行业合作

作为独立的第三方，公司更有利于开拓网游全行业合作。对于下游大型互联网企业和网游运营商而言，投入大量的研发，运营资源提供加速服务，性价比不高，且其提供加速服务时，难以被竞争对手接受，其业务范围和市场空间将受到较大的限制。公司作为独立提供加速服务的第三方，其业务专注性让公司的加速服务具有行业“中立性”，从而能够更灵活地开展业务。我们认为，借助该方面的优势，公司得以在 2014 年率先设立速宝科技，开始研发手游加速业务。目前速宝科技已引入腾讯创投、英雄互娱等战略投资者，成为手游加速领域的领跑者。

图表29. 游戏加速器行业产业链



资料来源：公开资料、广证恒生

2.2.2 积极与热门手游深度绑定，不断巩固和开拓销售市场

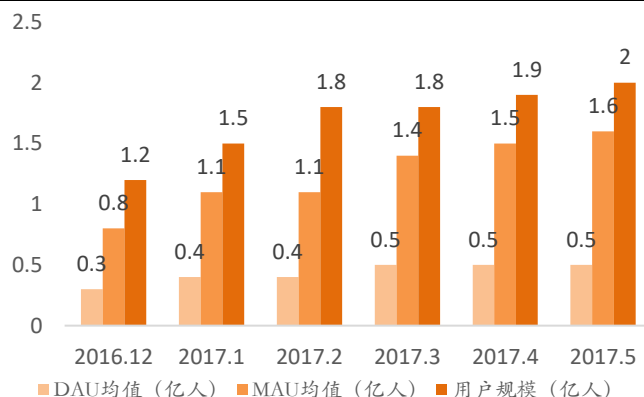
公司先后与巨人网络的《球球大作战》及其代理的《虚荣》、腾讯旗下《王者荣耀》、腾讯投资的 Bluehole 开发的《绝地求生》等目前最火的移动游戏深度绑定，提供“游戏加速”内置工具，降低游戏过程中出现延时高、卡顿问题的频率。我们认为，受益于热门游戏可观的用户规模和付费用户（如《王者荣耀》用户规模超 2 亿人，月活用户达 1.6 亿人），将给手游加速器带来良好的导流效应和充值流水，有望快速提升产品影响力，助力公司进一步扩大移动游戏市场份额。

图表30. 手游加速器内置于《王者荣耀》游戏内



资料来源：公开资料、广证恒生

图表31. 《王者荣耀》用户规模、DAU、MAU 情况



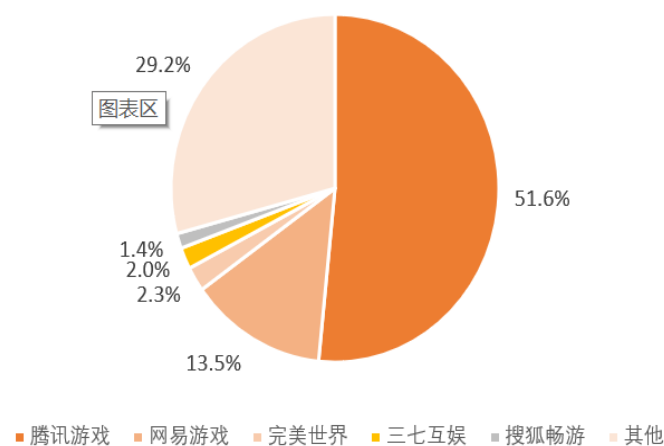
资料来源：极光大数据、广证恒生

2.2.3 软硬兼备，助力手游加速器业务

公司引入腾讯系战略投资者，绑定游戏巨头。腾讯为国内游戏巨头，其网游市场占有率过半，旗下爆款游戏频出，公司引入腾讯系战略投资者，有利于加速推进手游加速器内嵌业务，对公司产生积极影响。此前公司在发展端游加速器时就与腾讯合作，将网游加速器内置于腾讯代理的《英雄联盟》，在布局手游加速器时公司又将加速器内置于其旗下的爆款手游《王者荣耀》（30 亿月流水，8000 万 DAU，上线至 2017 年年末累积流水达到 300 亿元）。我们认为，本次引入绑定游戏巨头腾讯，有利于公司聚集更多优质头部游戏资源，后续手游加速器业务可期。

另外，公司还与手机制造商巨头 OPPO 合作，为 OPPO R11s 提供外部网络保护功能，有效改善网络问题造成的游戏卡顿、延迟、掉线、加载缓慢等一系列问题。此次内外联合网络优化使得实测卡顿次数降低 80%，100ms 以上延时比例降低至 3%，网络状况显著改善。根据数据显示，OPPO R11s 成为 18 年 2 月最热销机型。我们认为，受益于 R11s 的畅销带来的巨大装机用户，公司移动加速器市场领先地位将得到进一步巩固。

图表32. 腾讯为手游市场的绝对巨头



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

图表33. OPPO 系手机销量领先

排名	机型	排名	机型
1	OPPO R11s	11	Vivo Y75
2	Vivo X20	12	OPPO A83
3	Nova 2	13	Mate9 Pro
4	畅享 7S	14	Vivo Y79
5	红米5 Plus	15	OPPO A57
6	畅享 7 Plus	16	F688D
7	荣耀 V10	17	OPPO A79
8	Mate 10	18	畅享 7
9	Mate 10 Pro	19	荣耀畅玩7X
10	金立 F6 enjoy	20	红米4A

资料来源：迪信通、广证恒生

图表34. 迅游科技“软硬兼备”，重点发展合作伙伴

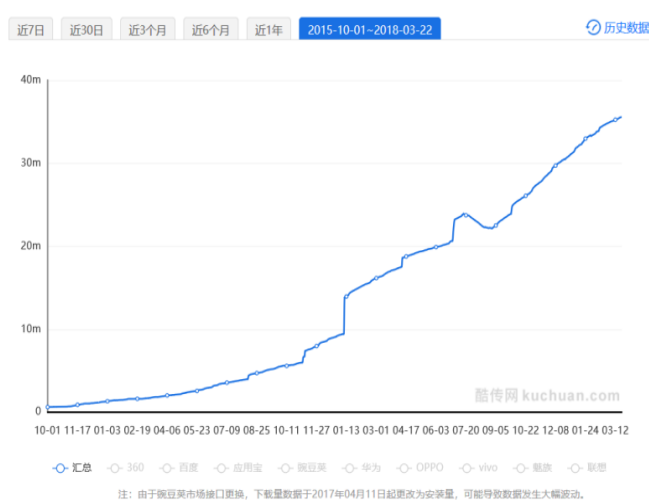


资料来源：迅游加速器官网、广证恒生

2.2.3 立足先发优势，抢占移动端手游加速器市场

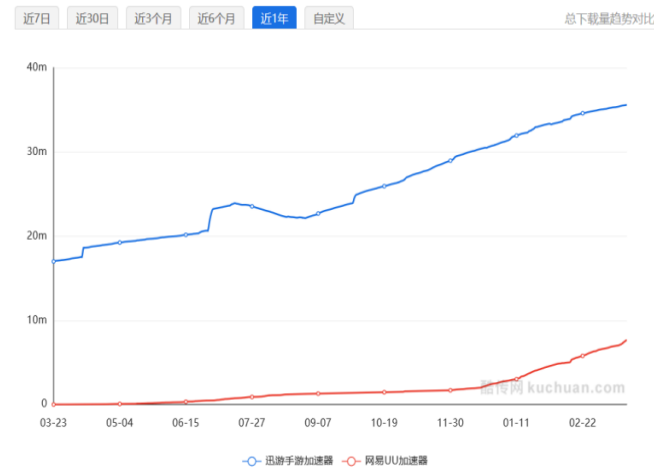
对于加速器用户而言，玩家用户会倾向于选择知名度和占有率高的产品，口碑传播在玩家群体中尤为重要。而公司作为目前互联网实时交互应用加速行业龙头，在网络游戏加速市场影响力突出。借助公司成熟的研发技术、稳定的头部游戏商、十余年的用户积累，公司率先发力，推出手游加速器。作为中国移动电竞联盟成员单位，迅游旗下的手游加速器将为联盟成员企业提供游戏网游加速服务和技术支持。目前公司已与多家厂商（腾讯、OPPO等）达成合作接洽，在移动手游加速市场已取得极大的先发优势。从应用商场的下载总量来看，受益于电竞市场的发展和与《王者荣耀》等头部游戏的绑定，公司手游加速器下载量呈急速上升的趋势。我们认为，作为行业的领跑者，公司在面对新、老竞争者的时候占据了较为明显的先发优势，丰富的厂商资源、广泛的用户基础能进一步强化公司在移动端市场中的影响力。

图表35. 迅游手游加速器 Android 下载量迅速提升



资料来源：酷传网、广证恒生

图表36. 迅游手游加速器领先同行



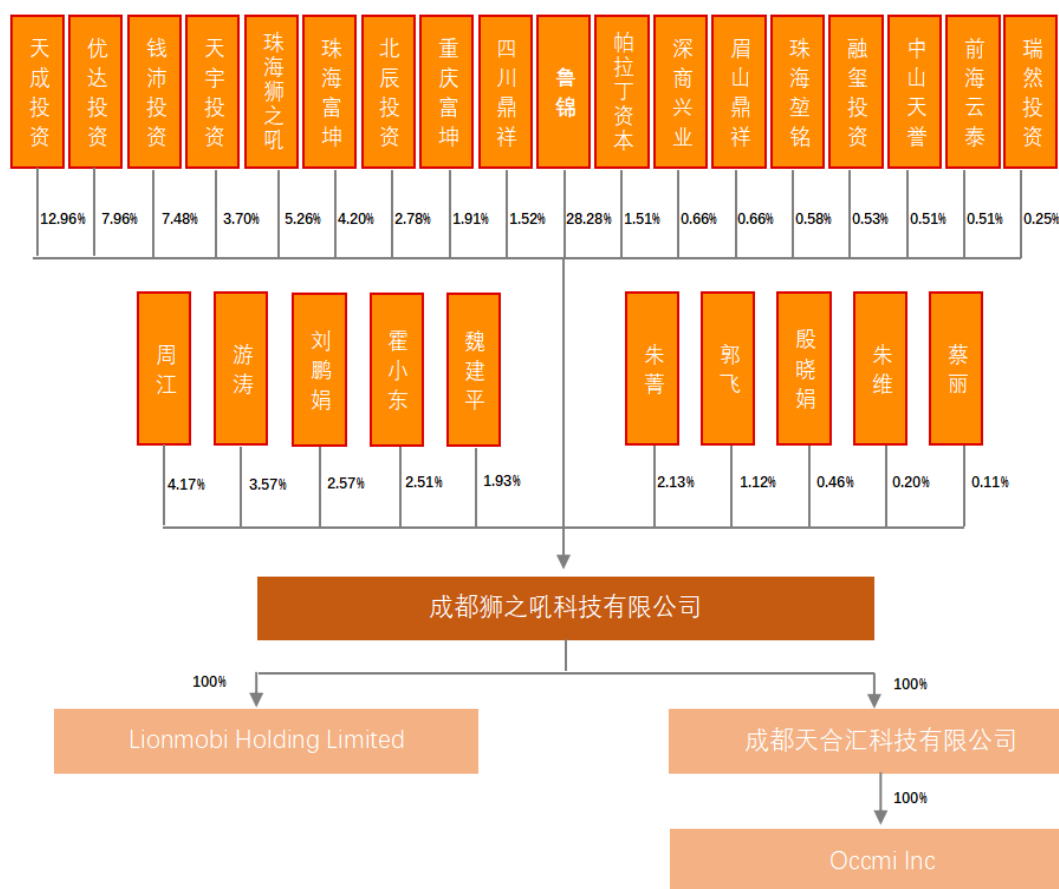
资料来源：酷传网、广证恒生

3. 公司大力收购狮之吼，布局出海工具开发领域

3.1 “Window 优化大师”以及“鲁大师”开发团队带领的狮之吼

狮之吼董事长以及实际控制人鲁锦（合计控制股权比例 33.54%），曾成功开发“Window 优化大师”以及“鲁大师”等优秀系统工具。总经理游涛（持股 3.57%），技术总监霍小东（持股 2.51%）均具有 10 余年的行业经验，公司团队也为原“Windows 优化大师”与“鲁大师”核心团队成员，具备出众的软件研发能力以及丰富的成功案例。我们认为迅游科技与狮之吼团队的强强联合，能够发挥极大的协同效益，起到 1+1>2 的效果。

图表37. 狮之吼股权结构图



资料来源：公司公告、广证恒生

3.2 狮之吼深耕工具开发市场，产品矩阵覆盖用户需求的全维度

狮之吼过去 3 年迅速打入海外市场，目前已形成丰富完整的手机管理工具产品线。其中包括手机优化软件《powerclean》、电池管理软件《powerbattery》、安全类软件《powersecurity》等产品。能够有效解决安卓用户手机使用上遇到的手机卡顿，电池耗电，数据安全以及 Wi-Fi 管理等问题，基本上覆盖手机用户工具类 APP 需求的全维度。

图表38. 狮之吼产品矩阵

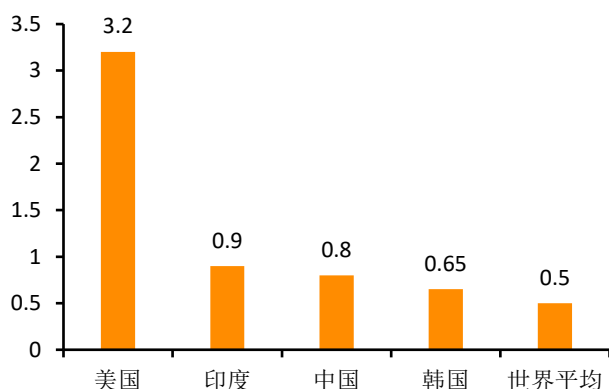


资料来源：公司公告，广证恒生

3.3 工具类 App：安卓系统用户的刚需

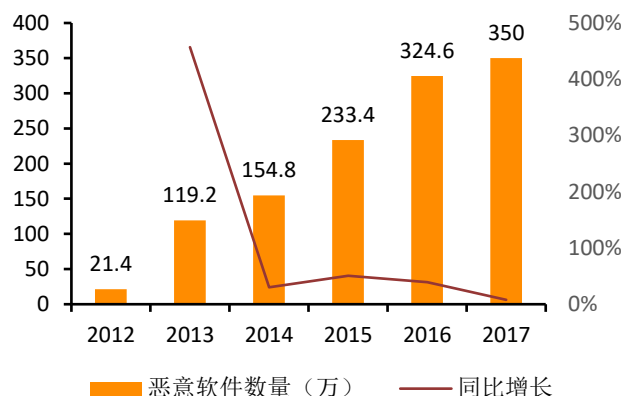
工具类 App 为安卓手机装机必备。首先，由于安卓系统非常容易残留系统垃圾，“越用越慢”成为的安卓手机通病。钛媒体资料显示，很多即使硬件参数上都优于同一代 iPhone 的 Android 手机，仍然会在半年到一年的时间后进入一个相对“欠流畅”的状态。因此，清理优化类 APP 成为了安卓手机转机必备。据猎豹移动数据，世界人均每日清理手机 0.5 次，其中最多的为美国，每日人均清理手机 3.2 次。另外，Android 手机所面临的恶意软件攻击的次数要远远高于苹果手机。根据 GDate 调查数据，安卓平台仅在 2017Q1 就发现了 75 万款全新的安卓恶意软件应用，这意味着平均每天有 8388 款新恶意程序出现，近几年呈持续增长态势。因此，我们认为，清理、安全类工具 APP 为安卓用户的刚需软件。

图表39. 清理软件的使用逐渐成为用户习惯



资料来源：猎豹移动、广证恒生

图表40. Android 系统恶意软件数量不断增加

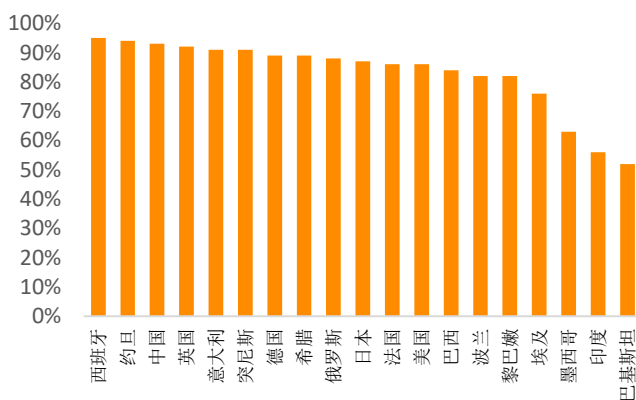


资料来源：G Date、广证恒生

3.4 工具类 App：用户增量天花板下，存量市场空间依旧巨大

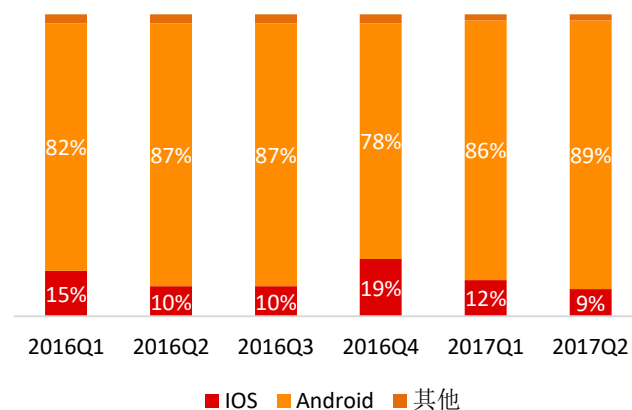
目前工具类 APP 基本进入存量博弈阶段。2017 年全球智能手机基本接近增长天花板，目前，世界上主要的发达国家智能手机覆盖率达到 90%，主要的发展中国家中国、巴西以及印度的手机覆盖率也分别达到了 91%、84% 和 56%，全球智能手机市场基本上接近天花板。同时，在现有的手机用户上，安卓用户达到了 80% 以上（在 2017 年 Q2 达到 89%）的市场占有率。

图表41. 全球手机市场基本到达天花板



资料来源：腾讯数码、广证恒生

图表42. Android 系统已覆盖大多数手机用户



资料来源：IDC、广证恒生

3.5 狮子吼产品的精简高效助其快速抢占市场

存量市场中依旧有 15.64 亿用户空间（目前狮子吼的月活用户在 1 亿左右）。目前全球 Android 工具类 APP 月活跃用户已经超过 20 亿（并不包括中国大陆）。而龙头企业猎豹移动工具类 APP 的全球移动月度活跃用户规模为 4.36 亿（不包括中国），龙头市场份额占比不到四分之一，狮之吼仍有较大比例的用户群可以去争取。同时，在收入端，海外广告市场高速发展，2017 年市场规模超过 1200 亿美元，增速超过 20%。我们认为，作为工具类 app 的领先企业，狮之吼未来的增长空间仍然巨大。

狮之吼产品的精简高效为其快速积累用户。狮之吼的产品向来以精简高效著称，其明星产品 PowerClean 产品安装包仅有 2Mb（CleanMaster 为 12Mb），系统扫描速度 10 秒（CleanMaster 为 20 秒），团队仅为 30 人（CleanMaster 团队过千人）。即使是与行业龙头猎豹移动相比较，狮之吼产品仍在多个方面具有比较优势，其精简高效更能切合用户提高手机运行速度的需求。

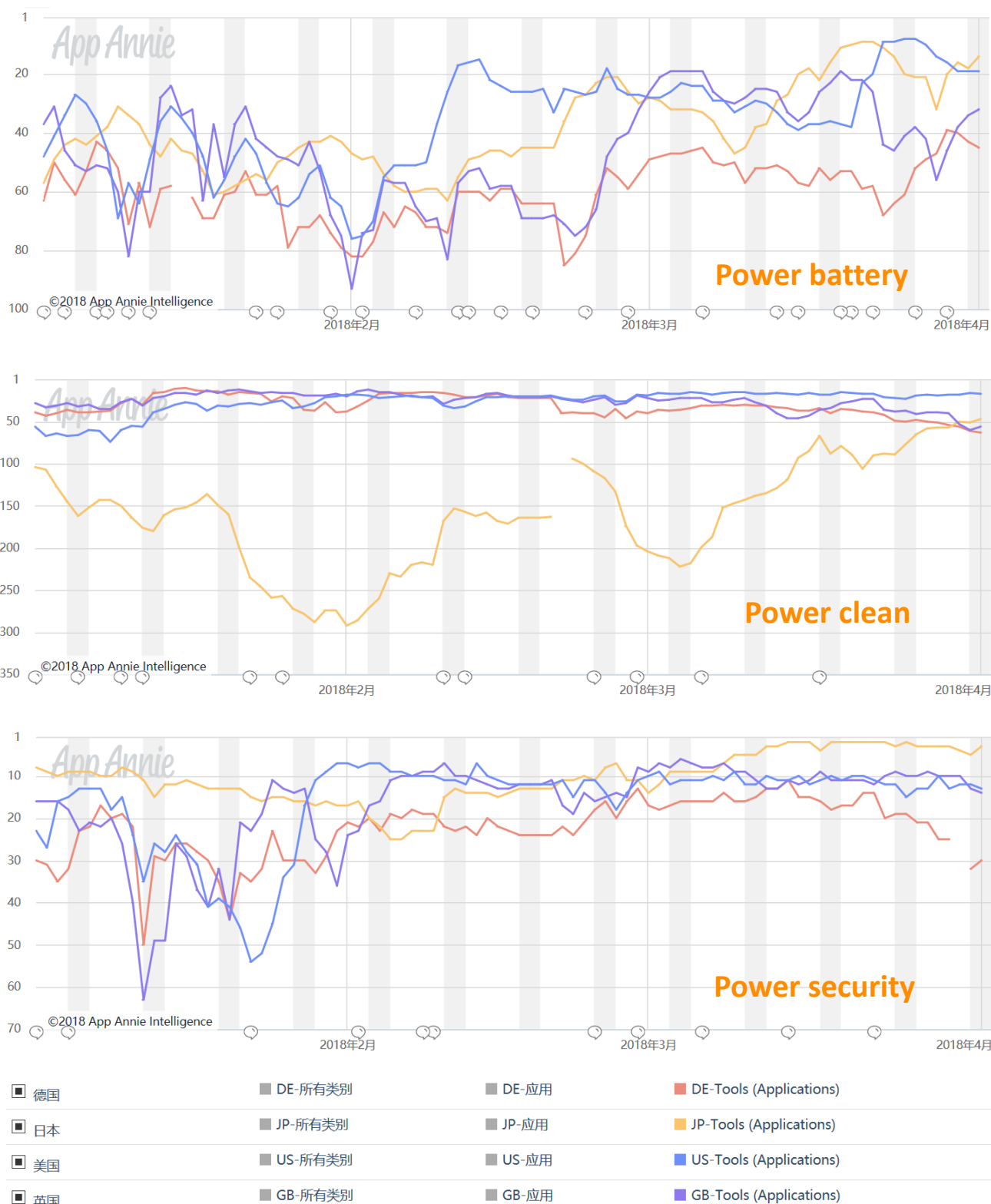
图表43. 狮之吼 VS 猎豹移动

项目	狮子吼（2016）	猎豹移动工具类产品（2016）
毛利率	99%	90%
净利率	28.80%	26%
MAU	8400 万	6 亿
营业收入	4.3 亿元	31 亿元
营收增速	1343%	20.95%
	Powerclean	CleanMaster
安装包大小	3Mb	12Mb
扫描速度	10 秒	20 秒
团队人员	30 人	近 1000 人

资料来源：WIND，公司公告，广证恒生

由于在产品各项性能上的领先，狮之吼主要产品《power clean》、《power battery》以及《power security》近两年快速积累用户，在多个主要市场排名迅速攀升到工具类 app 前 10，产品竞争力十分明显。我们认为，狮之吼大概率将兑现其业绩承诺，并于通过并表推动公司 2018 年净利润 300%以上的增长，并于 2018 年后保持 25%左右的增长。

图表44. 公司主要产品在海外主要市场名列前茅

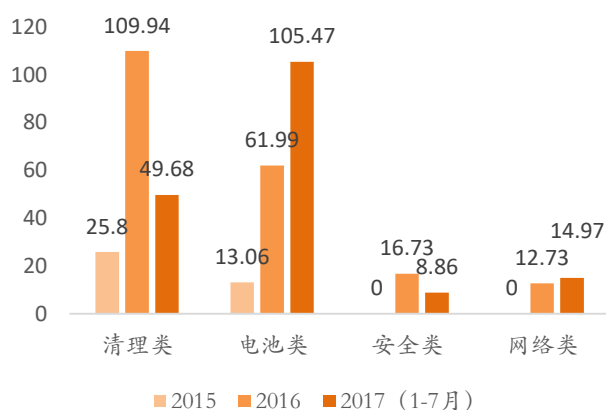


资料来源：广证恒生整理

3.6 优异的推广能力助力开拓海外市场份额，稳定客流量保障收入基础

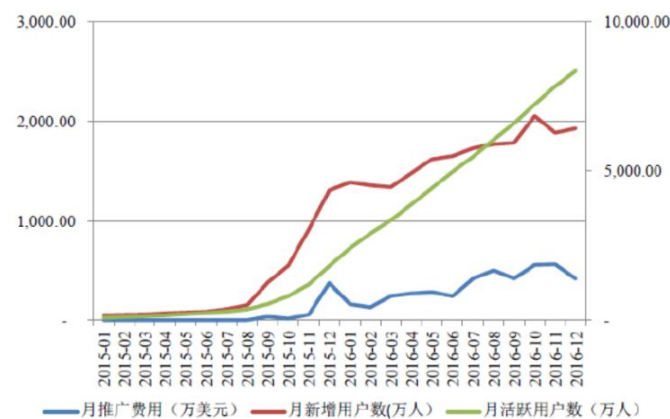
狮之吼在成立一年后迅速扭亏为盈，主要得益于管理团队优异的推广能力。近几年公司各类产品均保持在一个较高幅度的用户净增长量，其中清理类软件在 2016 年用户净增长数量超过一亿，电池类软件用户仅在 2017 年 1-7 月便实现了一个亿的净增长。公司用户总量由 2015 年的 3954 万提升至 3.04 亿（2017 年 4 月数据），增长 668%。同时，公司推广活动的产出远大于其投入。2016 年，公司销售费用增长 580.95%，营业收入增长 1336.67% 远大于销售费用的增长，公司产品推广成效显著。

图表45. 2015-2017 年公司新增用户数量（百万人）



资料来源：公司公告、广证恒生

图表46. 公司推广活动效果显著



资料来源：公司公告、广证恒生

高速增长的用户量以及稳定客流量保障收入基础，支撑公司亮眼业绩。狮之吼于 2015 年、2016 年以及 2017 年 1-4 月分别实现营业收入 3000 万、4.3 亿以及 1.27 亿。2015 年到 2017 年分别实现净利润-2700 万、1.24 亿以及 1.96 亿（业绩预告中公布的数据），2017 年净利润同比增长 58.06%。可见公司在加强产品推广力度之后，得到了立竿见影的效果，优异的推广能力展示无余。因此，我们认为，狮之吼凭借其在海外市场优异的推广能力，其市场份额有望快速提升，加上稳定的客流量使其收入得到基本保障，未来 3 年狮之吼业绩有望继续维持在一个高增长水平。

图表47. 狮之吼市场份额以及盈利能力大幅提升

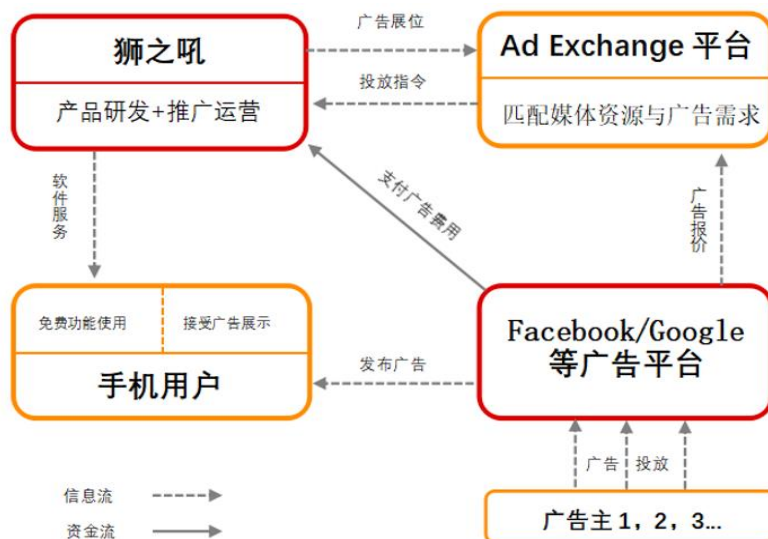
	2015		2016		2017	
	绝对值	同比	绝对值	同比	绝对值	同比
营业收入	0.30	-	4.31	1337%	7.00	62%
期间费用	0.58	-	2.86	393%	4.5	57%
净利润	-0.27	-	1.24	-	1.96	58%

资料来源：公司公告、广证恒生

3.7 广告变现是其主要的盈利模式

特有的商业模式增加投放效率及收益。狮之吼的主要收入来源于广告收入，其在自有 App 中提供广告位，承接 Google 和 Facebook 等 DSP 平台的广告投放，作为 DSP 平台的广告分销商。在此商业模式下，DSP 负责与广告主对接、签订合同，根据广告主提出的投放需求，通过 AdExchange 平台为广告主提供精准的广告投放服务，AdExchange 平台主要负责优化广告位选择，将广告需求和媒体资源精准匹配，同时提供广告位实时竞价，将匹配后的广告在狮之吼的自由 APP 上进行投放。Google 和 Facebook 等 DSP 平台在收到广告主结算款后会抽取 30% 分成，剩余 70% 支付给狮之吼。我们认为，由于 Ad Exchange 平台的存在，狮子吼的广告展位能以最优的价格出售，投放效率得到极大地提高。

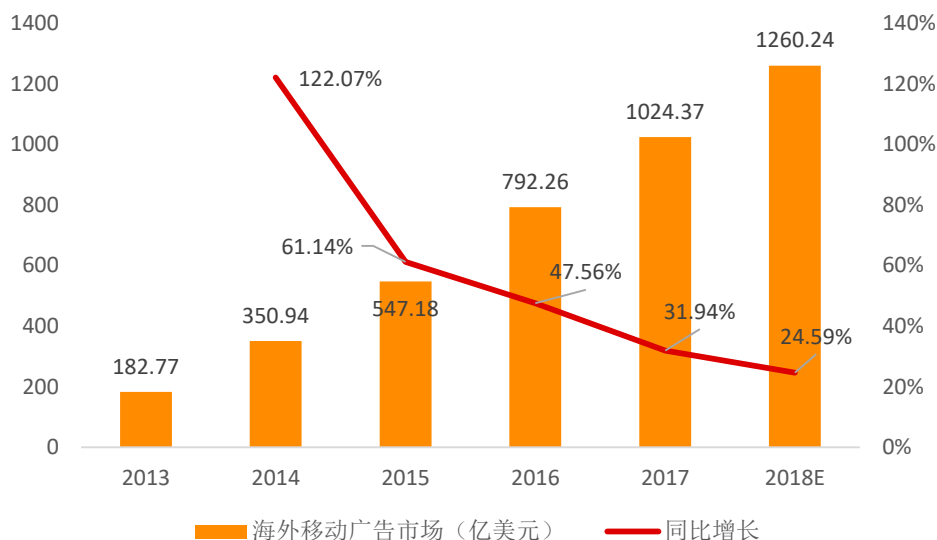
图表48. 狮之吼盈利模式



资料来源：广证恒生

海外广告市场近几年均保持一个高速增长的态势。2017 年，海外广告市场规模超过 1000 亿美元，同比增长 31.94%，预计 2018 年将达到 1260 亿美元。我们认为，海外广告市场的持续繁荣，有利于保障狮之吼流量变现经营模式的持续性。

图表49. 海外广告市场增长情况



资料来源：广证恒生整理

3.8 借力狮之吼，加快其全球化布局

协同效应，助力加速器全球化布局。狮之吼主营业务为手机系统工具软件的研发和推广，公司产品主要通过海外应用市场 Google Play、App Store、LG Store 及三星应用商店发布，业务收入来源主要为移动软件内置广告，公司业务目前已经覆盖欧美、新加坡、香港等多个国家和地区，已和 Facebook、Google 等海外互联网广告平台建立了良好稳定的合作关系。产品月活用户达到 8400 万，在海外市场享有盛誉。

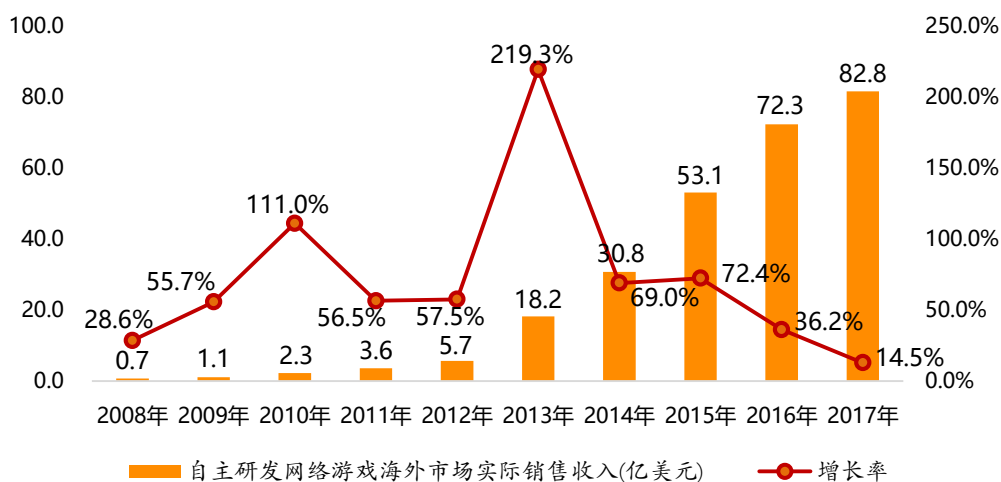
图表50. 狮之吼与 Facebook、Google 紧密合作关系

时间	事件
2017 年 6 月	与另外三家中国公司共同参加 Google 战略合作伙伴会议
2017 年 6 月	受邀出席 Google I/O 及私密酒会
2016 年 12 月	受邀出席 Google 全球开发者大会 (GDD)
2016 年 10 月	受邀出席 Facebook 主办的 2016 全球开发者商业模式大会并作为移动 APP 商业化经典案例向全球推介
2016 年 4 月	Facebook 与 LionMobi 的合作被 Facebook 官网作为成功案例向全球推介
2015 年 11 月	Power Battery 首获 Google 推荐, Power Clean 连续 11 次获 Google 推荐
2015 年 9 月	Power Clean 首获 Google 推荐

资料来源: 公开资料收集, 广证恒生

目前, 国内游戏公司正在不断加强海外游戏市场的业务拓展。《2017 年中国游戏产业报告》显示, 17 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达 82.8 亿美元, 同比增长 14.5%。而在 2012 年, 这个数字是 5.7 亿美元。欧美、日韩、俄罗斯、中东等地区都取得不同程度突破, 实现了海外地区的“多点开花”。特别是在手游方面, 国内游戏公司正在加速出海, 2017 年 5 月份 App Annie 公布的一份全球手游指数榜单显示, 全球手游收入榜前十名的游戏, 中国游戏就占据了 9 款之多。随着众多游戏的出海, 必将为游戏加速器带来收入增量。狮之吼作为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, 已和 Facebook、Google 等海外互联网广告平台建立了良好稳定的合作关系, 在广告的精准投放、广告主需求、产品推广等方面积累了丰富的经验。因此, 我们认为, 公司作为加速器行业巨头, 此次并购狮之吼将受益于狮之吼累计用户量、推广经验和良好的渠道关系, 加快其加速器全球化布局。

图表51. 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入



资料来源: GPC & CNG & IDC, 广证恒生

4. 盈利预测与估值

1) 2018 年客户端加速器收入增长 20%，2019 年增长 10%：1、预计国服绝地求生游戏于 2018 年下半年推出，绝地求生游戏持续火爆，带动公司客户端游戏加速器业务同比增长 20%。2、2019 年公司受用户转换以及绝地求生热度下降的影响，公司 2019 年客户端加速器业务增速下降至 10%。

2) 未来 3 年，手游加速器业务保持 60% 的增长：1、主要合作产品王者荣耀受到吃鸡手游分流影响，但核心用户粘性较高。2、手游直播以及电竞的发展为手游加速器提供稳定刚需。3、与手机厂商合作推出主打游戏体验的手机有望获得一定程度的市场认可。4、2017 年手游市场增速达到 40%，预计未来 3 年保持 30%。5、目前主流的竞技类手游对加速器有较高的依赖性。

3) 狮之吼就假设在其经营情况不发生重大变化的情况下完成业绩对赌。

4) 盈利预测与估值：我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 3.40、4.36 以及 5.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.50/1.92/2.39 元，对应当前股价 19、15 以及 12 倍 PE 倍。给予公司 2018 年 25 倍 PE，目标价 37.50 元/股；首次覆盖，给予**强烈推荐**评级。

5. 风险提示

境外游戏加速政策风险，游戏加速行业竞争加剧，业务拓展不及预期。

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	620	2654	2771	2892	营业收入	278	973	1245	1572
现金	311	2349	2297	2425	营业成本	74	101	128	154
应收账款	64	23	28	30	营业税金及附加	5	16	22	28
其它应收款	21	15	17	18	营业费用	35	389	498	629
预付账款	19	8	6	10	管理费用	84	136	174	220
存货	0	0	156	166	财务费用	7	-20	-34	-35
其他	205	259	267	243	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2967	1119	1493	1943	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
长期投资	512	98	105	113	投资净收益	26	31	36	39
固定资产	21	43	72	102	营业利润	118	381	493	615
无形资产	107	140	185	243	营业外收入	0	9	8	7
其他	2327	838	1131	1485	营业外支出	1	0	0	1
资产总计	3588	3774	4264	4835	利润总额	117	390	500	621
流动负债	558	302	360	395	所得税	16	51	65	81
短期借款	0	5	10	10	净利润	101	339	435	540
应付账款	23	50	60	60	少数股东损益	-2	-1	-1	-1
其他	534	247	290	325	归属母公司净利润	102	340	436	541
非流动负债	18	6	8	11	EBITDA	120	377	478	604
长期借款	0	0	0	0	EPS（摊薄）	0.45	1.50	1.92	2.39
其他	18	6	8	11					
负债合计	575	308	368	405	主要财务比率				
少数股东权益	-11	-11	-12	-13	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	227	227	227	227	成长能力				
资本公积	2725	2725	2725	2725	营业收入增长率	76.1%	249.8%	28.0%	26.3%
留存收益	194	525	956	1491	营业利润增长率	1275.2%	223.2%	29.3%	24.8%
归属母公司股东权益	3024	3477	3908	4443	归属于母公司净利润增长率	161.8%	231.7%	28.3%	24.2%
负债和股东权益	3588	3774	4264	4835	获利能力				
					毛利率	73.3%	89.6%	89.7%	90.2%
现金流量表					净利率	36.2%	34.8%	34.9%	34.4%
					ROE	5.8%	10.5%	11.8%	13.0%
					ROIC	3.2%	9.2%	10.3%	11.5%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	偿债能力				
经营活动现金流	80	16	255	520	资产负债率	16.0%	8.2%	8.6%	8.4%
净利润	101	340	436	541	净负债比率	0.00%	1.62%	2.72%	2.47%
折旧摊销	8	7	12	18	流动比率	1.11	8.79	7.70	7.33
财务费用	7	-20	-34	-35	速动比率	1.11	8.79	7.27	6.91
投资损失	-26	-31	-36	-39	营运能力				
营运资金变动	-24	-263	-123	35	总资产周转率	0.13	0.26	0.31	0.35
其它	14	-17	0	1	应收账款周转率	8.33	22.35	48.43	54.22
投资活动现金流	88	1884	-341	-421	应付账款周转率	5.19	2.77	2.33	2.57
资本支出	-1	-40	-70	-55	每股指标（元）				
长期投资	136	417	-9	-8	每股收益（最新摊薄）	0.45	1.50	1.92	2.39
其他	-47	1507	-262	-358	每股经营现金流（最新摊薄）	0.35	0.07	1.12	2.30
筹资活动现金流	-44	138	35	28	每股净资产（最新摊薄）	13.34	15.34	17.24	19.60
短期借款	0	5	5	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	61.90	18.66	14.54	11.71
普通股增加	60	0	0	0	P/B	2.10	1.82	1.62	1.43
资本公积金增加	2298	0	0	0	EV/EBITDA	3.71	10.57	8.46	6.48
其他	-2402	133	30	28					
现金净增加额	124	2038	-52	128					

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。