

紫天科技 (300280.SZ)

工业化生产能力布局流量入口，享受短视频站外流量变现红利

公司 2020 年并购河马游戏切入休闲游戏领域，发力互联网业务。公司前身南通锻压于 2011 年登陆创业板上市，2017 年公司收购深圳市橄榄叶科技 100% 股权，进入广告营销领域，2018 年公司更名为紫天科技。2020 年公司彻底剥离传统锻压业务，并于同年 10 月收购 Clockwork 及旗下河马游戏切入互联网领域。河马游戏为国内领先的休闲游戏研发与发行商。公司目前已发行 20 余款游戏，平均下载量达 100 万。公司近年来相继推出《Ludo Master》《合成大西瓜》《粘液模拟器》等爆款超休闲游戏，下载量、活跃度数据居前。

依托休闲游戏布局流量入口，充分享受短视频平台站外流量变现红利。穿山甲广告联盟作为字节系广告生态的重要一环，主要承接其站外流量的聚合分发。2020 年前三季度五大互联网巨头体系之外的 APP 使用时长占比为 21.2%，其中穿山甲联盟的时长覆盖率超过 70%，且穿山甲平台用户与字节系主站用户重合度不足 20%，可见穿山甲联盟的广告市场仍是增量空间巨大的蓝海。穿山甲广告联盟与公司游戏后台打通，依托平台的大数据及算法，将自身承接的广告素材分发至公司 APP 上，再将广告收入分成支付给公司。从公司角度看，获得字节系的流量导入，广告变现效率将大幅提升。

流量打法下工业化生产是核心，大数据赋能游戏研发提升成功率，抢占更多流量入口。超休闲游戏体量小、研发成本低、广告是主要收入来源，其商业模式的本质并非售卖产品，而在于赚取流量的差价。此模式下，河马游戏的优势在于：1) 具备超休闲游戏研发基因，积累了丰富的项目经验，可将游戏的研发工业化、规模化；2) 合作互联网大厂，反馈的大数据赋能产品生产提高成功率；3) 公司本质的内在基因是流量运营，未来公司有望进一步扩张流量版图，在工具、咨询、阅读等领域布局，从而扩大自己的流量入口。

依托小米手机预装游戏，合作快手共建孵化基地，海外收入打开成长空间。河马游戏与小米实现多款游戏的预装合作，如《Ludo Master》《Block Puzzle》《Pop Shooter Blast》及《Crazy Juicer》等，河马游戏将受益于小米手机海外出货量的持续增长。基于过往孵化团队的成功经验，紫天科技与快手通过设立合资公司实现孵化基地的服务范围扩大与品质升级。

投资建议与估值：依托短视频站外流量变现红利，河马游戏工业化生产能力突出，打造流量运营平台，长期发展可期。预计 2021/2022 年净利润分别为 6.06 亿元/8.68 亿元；同比增长 94.8%/43.4%。参照同样受益于字节跳动流量红利的掌阅科技及星期六，预计 2021 合理市值 180 亿元，对应 30XPE，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：商誉余额较高风险、广告业务竞争加剧风险，游戏政策风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	669	861	1,422	2,238	2,798
增长率 yoy (%)	84.9	28.8	65.1	57.4	25.0
归母净利润(百万元)	78	169	311	606	868
增长率 yoy (%)	1636.5	115.8	83.7	94.8	43.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.48	1.04	1.92	3.74	5.36
净资产收益率(%)	8.5	13.1	14.7	22.3	24.2
P/E(倍)	105.9	49.1	26.7	13.7	9.6
P/B(倍)	6.8	4.6	3.9	3.1	2.3

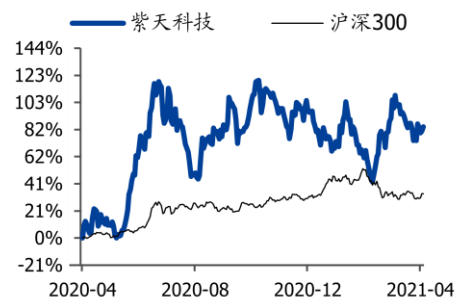
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所(收盘价为 2021 年 4 月 21 日)

买入(首次)

股票信息

行业	营销传播
最新收盘价	50.15
总市值(百万元)	8,208.63
总股本(百万股)	162.07
其中自由流通股(%)	95.21
30 日日均成交量(百万股)	2.55

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号: S0680519100003

邮箱: gusheng@gszq.com

分析师 吴璐

执业证书编号: S0680521010001

邮箱: wujun@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	781	1049	4255	4875	6697
现金	35	26	2673	3114	4439
应收票据及应收账款	368	619	1010	1228	1570
其他应收款	38	5	66	24	88
预付账款	12	5	23	22	34
存货	174	154	243	246	325
其他流动资产	154	241	241	241	241
非流动资产	1413	1478	1023	1087	1104
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	160	141	180	238	262
无形资产	32	31	24	17	8
其他非流动资产	1221	1305	819	832	834
资产总计	2194	2527	5279	5962	7801
流动负债	852	506	2913	2926	3803
短期借款	50	69	69	69	69
应付票据及应付账款	36	153	409	2035	820
其他流动负债	766	284	2435	822	2913
非流动负债	6	5	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	5	12	12	12
负债合计	859	511	2925	2938	3815
少数股东权益	112	207	242	309	406
股本	146	162	162	162	162
资本公积	912	1312	1312	1312	1312
留存收益	161	329	657	1296	2213
归属母公司股东权益	1224	1809	2111	2715	3580
负债和股东权益	2194	2527	5279	5962	7801

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-11	284	2123	489	1291
净利润	114	265	346	673	965
折旧摊销	27	25	21	30	39
财务费用	1	3	-22	-38	-81
投资损失	-19	-9	-70	-10	-10
营运资金变动	-155	-71	1848	-166	379
其他经营现金流	21	71	0	0	0
投资活动现金流	-44	-727	503	-83	-45
资本支出	10	4	40	63	17
长期投资	-127	-788	0	0	0
其他投资现金流	-161	-1512	543	-20	-29
筹资活动现金流	-6	434	21	35	78
短期借款	0	19	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	18	16	0	0	0
资本公积增加	490	400	0	0	0
其他筹资现金流	-514	-1	21	35	78
现金净增加额	-61	-10	2647	442	1324

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	669	861	1422	2238	2798
营业成本	414	333	991	1222	1428
营业税金及附加	7	8	13	22	28
营业费用	28	22	35	90	112
管理费用	48	47	71	134	168
研发费用	15	11	11	51	56
财务费用	1	3	-22	-38	-81
资产减值损失	29	-20	0	0	0
其他收益	5	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	19	9	70	10	10
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	150	381	393	766	1098
营业外收入	1	3	1	0	0
营业外支出	2	1	1	2	1
利润总额	149	384	393	765	1097
所得税	36	119	47	92	132
净利润	114	265	346	673	965
少数股东损益	35	96	35	67	96
归属母公司净利润	78	169	311	606	868
EBITDA	178	412	377	712	1026
EPS (元/股)	0.48	1.04	1.92	3.74	5.36

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	84.9	28.8	65.1	57.4	25.0
营业利润 (%)	2600.9	153.4	3.1	95.0	43.3
归属母公司净利润 (%)	1636.5	115.8	83.7	94.8	43.4
获利能力					
毛利率 (%)	38.1	61.4	30.3	45.4	49.0
净利率 (%)	11.7	19.7	21.9	27.1	31.0
ROE (%)	8.5	13.1	14.7	22.3	24.2
ROIC (%)	9.0	14.2	14.3	21.5	23.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.1	20.2	55.4	49.3	48.9
净负债比率 (%)	1.6	2.4	-110.1	-100.3	-109.3
流动比率	0.9	2.1	1.5	1.7	1.8
速动比率	0.5	1.6	1.3	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.2	1.7	1.7	2.0	2.0
应付账款周转率	8.5	3.5	3.5	1.0	1.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.48	1.04	1.92	3.74	5.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.07	1.75	13.10	3.02	7.97
每股净资产 (最新摊薄)	7.55	11.16	13.03	16.75	22.09
估值比率					
P/E	105.9	49.1	26.7	13.7	9.6
P/B	6.8	4.6	3.9	3.1	2.3
EV/EBITDA	47.4	20.4	15.3	7.6	4.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 (收盘价为 2021 年 4 月 21 日)

内容目录

1.公司概况：收购河马游戏，全力进军互联网领域	5
1.1 历史沿革：前身为南通锻压，2020 年收购河马游戏切入互联网业务	5
1.2 股权结构：公司为家族企业，股权较为集中	5
1.3 财务概况：外延+内生拉动公司业绩增长，现金流情况明显改善	6
2.站外流量快速增长，变现红利突显，公司作为流量平台有望充分受益	8
2.1 穿山甲广告联盟：聚合字节站外流量，广告收入高速增长	8
2.2 站外流量广告变现盈利模型：LTV>CPI	11
2.3 公司以休闲游戏为切入点，合作穿山甲联盟抢占字节系站外流量红利	13
3.河马游戏核心竞争力：流量运营基因强大，大数据赋能工业化生产	15
3.1 核心竞争力之一：合作互联网大厂，数据赋能工业化生产，抢夺更多流量入口	15
3.2 核心竞争力二：重视外部孵化，快速扩张优质产能，抢占流量入口	17
3.3 流量运营基因强大，积极扩张新流量入口	18
4.携手小米快手，出海业务持续高增	18
4.1 合作快手：设立合资孵化基地，共同打造“小橙子”独立品牌	18
4.2 合作小米：依托手机预装，高效触达用户	19
5.盈利预测与估值：	20
6.风险提示：	22

图表目录

图表 1: 紫天科技发展历程	5
图表 2: 紫天科技股权架构	6
图表 3: 紫天科技主要高管情况	6
图表 4: 2015-2020 年公司营业收入（单位：百万元）	7
图表 5: 2015-2020 年公司归母净利润（单位：百万元）	7
图表 6: 亿家晶视承诺净利润及完成情况（单位：万元）	7
图表 7: 2015-2020Q1-Q3 公司经营性现金流净额（单位：百万元）	8
图表 8: 2015-2020 年公司费用率情况	8
图表 9: 巨量引擎广告投放	8
图表 10: 穿山甲联盟 3 年内成长为中国广告投放头部平台	9
图表 11: 2020 年部分垂类应用用户增长情况	10
图表 12: 部分垂类应用领域用户规模	11
图表 13: 部分垂类应用领域用户使用时长及使用次数	11
图表 14: 穿山甲流量行业分布	11
图表 15: 站外流量广告盈利模型	12
图表 16: 超休闲与中度游戏留存率	12
图表 17: 超休闲游戏不同表现水平 ARPU	12
图表 18: 休闲游戏广告及收益占比	13
图表 19: 休闲游戏 Ecpm	13
图表 20: 河马游戏主要产品及其表现	13
图表 21: 各类游戏玩家每月进行应用内购买的比例	14
图表 22: 各类游戏玩家不介意看到应用内广告的比例	14
图表 23: 超休闲游戏广告的主要类型	15
图表 24: 公司与穿山甲联盟合作模式	15

图表 25: 超休闲与休闲游戏大小对比.....	16
图表 26: 休闲游戏玩家场景选择.....	16
图表 27: Voodoo 产品上线流程.....	16
图表 28: 河马游戏的战略合作伙伴.....	17
图表 29: 孵化基地商业模式.....	17
图表 30: 公司合作快手设立合资 "小橙子"孵化基地.....	19
图表 31: 印度市场 SnackVideo 上线后渗透率及 DAU 大幅提升.....	19
图表 32: 2020Q2 小米手机海外出货量增长情况.....	20
图表 33: 2019-2020 年小米手机全球市占率.....	20
图表 34: 河马游戏与小米合作游戏 2020 年平均 DAU 及收入增长率.....	20
图表 35: 公司关键业务盈利预测假设.....	21
图表 36: 可比公司估值表.....	21

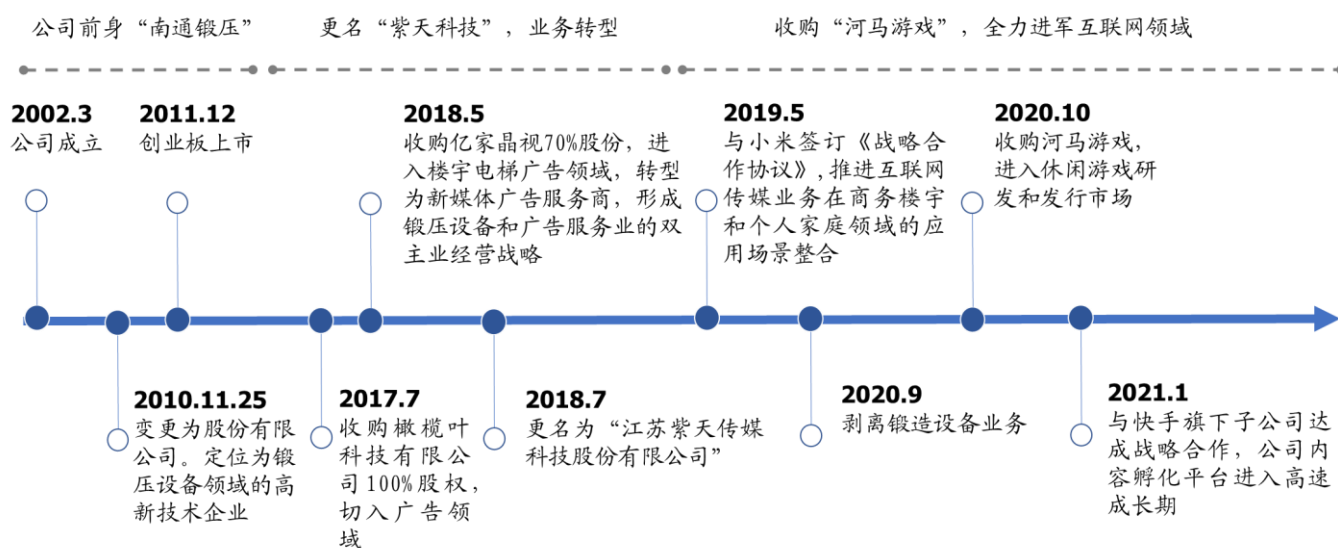
1. 公司概况：收购河马游戏，全力进军互联网领域

1.1 历史沿革：前身为南通锻压，2020年收购河马游戏切入互联网业务

紫天科技成立于2002年3月，前身为南通锻压，主要从事锻压设备的研发、生产和销售。后在移动互联网时代应运大数据技术切入互联网游戏领域。公司的发展历程可以分为以下三个阶段：

- (1) **前身南通锻压（2002年-2017年）**：公司2002年在江苏南通注册成立，专业从事于锻压设备的研发，生产和销售。2011年公司股票在深圳证券交易所创业板挂牌上市。但受到宏观经济和传统制造业整体下行的影响，公司业绩连续亏损。
- (2) **更名紫天科技（2017年-2019年）**：2017年7月，公司收购深圳市橄榄叶科技有限公司全部100%股权，2018年5月收购亿家晶视70%股份，构建锻压设备和现代广告服务业的双主业的经营战略。2018年公司由“南通锻压设备股份有限公司”更名为“江苏紫天传媒科技股份有限公司”，意味着公司业务全面转型。
- (3) **收购河马游戏（2019年至今）**：2019年5月，公司与广州小米信息服务有限公司签订《战略合作协议》，旨在推进互联网传媒业务在商务楼宇和个人家庭领域的应用。2020年9月，公司出售锻造设备业务，同年10月，公司收购Clockwork及旗下河马游戏，进入休闲游戏研发和发行市场。

图表1：紫天科技发展历程

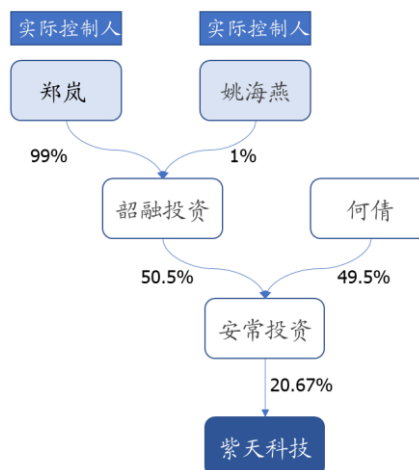


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.2 股权结构：公司为家族企业，股权较为集中

公司股权结构：公司实控人为郑岚、姚海燕，通过安常投资合计持股20.7%。公司董事长为姚小欣，系郑岚之子，姚海燕之侄，曾先后就职于德勤华永会计师事务所审计部美国组以及国内组，长安国际信托股权投资部。公司董事、财务总监李想为姚海燕之子，李曾就职于澳大利亚Perpetual集团，后担任江苏瑞银高科创投有限公司执行董事职务，2012年至今担任安赐投资董事长。

图表 2: 紫天科技股权架构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 紫天科技主要高管情况

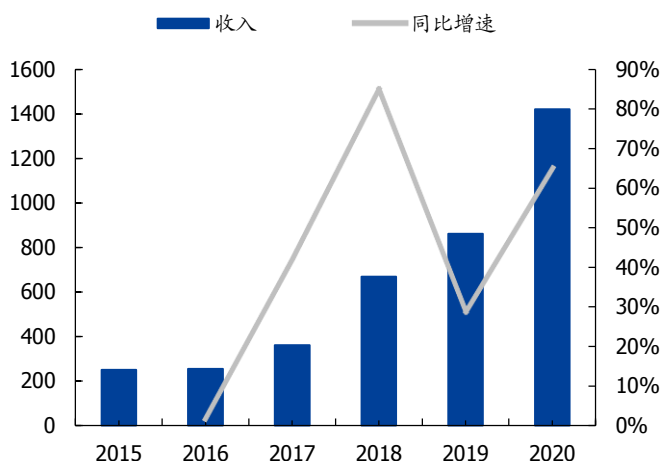
姓名	职务	简介
姚小欣	董事长 代董事会秘书	曾先后就职德勤华永会计师事务所审计部美国组以及国内组, 长安国际信托股份有限公司股权投资部。2016 年 4 月起任公司董事、董事长。
李想	董事 总经理 财务总监	2005 年至 2007 年就职于澳大利亚 perpetual 集团投资部, 2008 年至 2011 年就职于江苏瑞银高创投有限公司担任执行董事职务, 2012 年至今就职于南京安赐投资管理有限公司担任董事长职务, 2016 年 4 月起任公司董事。
郭敏	董事 副总经理	2010-2012 年任职于江苏国衡土地房地产资产评估咨询有限公司; 2012 年至 2014 年任职于苏州晋合创业投资管理有限合伙企业; 2015 年任职于南京安赐投资管理有限公司; 2016 年 4 月起任公司副总经理。2017 年 12 月补选为公司第三届董事会非独立董事。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 财务概况: 外延+内生拉动公司业绩增长, 现金流情况明显改善

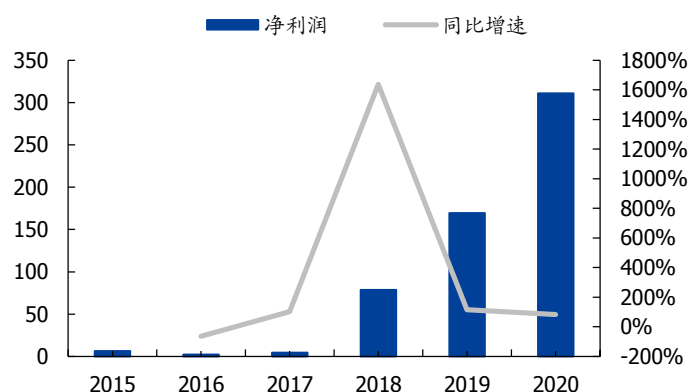
外延并购+内生增长, 公司业绩实现高增长。2018-2020 年公司主营收入分别为 6.69 亿元、8.61 亿元、14.22 亿元, 同比增长 84.9%、28.8%、65.1%; 2018-2020 年公司分别实现归母净利润 0.78 亿元、1.69 亿元、3.11 亿元, 同比增长 1636.5%、115.8%、83.7%。一方面外延并购增厚公司业绩, 另一方面子公司亿家晶视经营情况较好, 2017-2019 年均完成业绩承诺, 且由于引入了小米信息等重要战略客户, 2019 年净利润增幅较大。

图表 4: 2015-2020 年公司营业收入 (单位: 百万元)



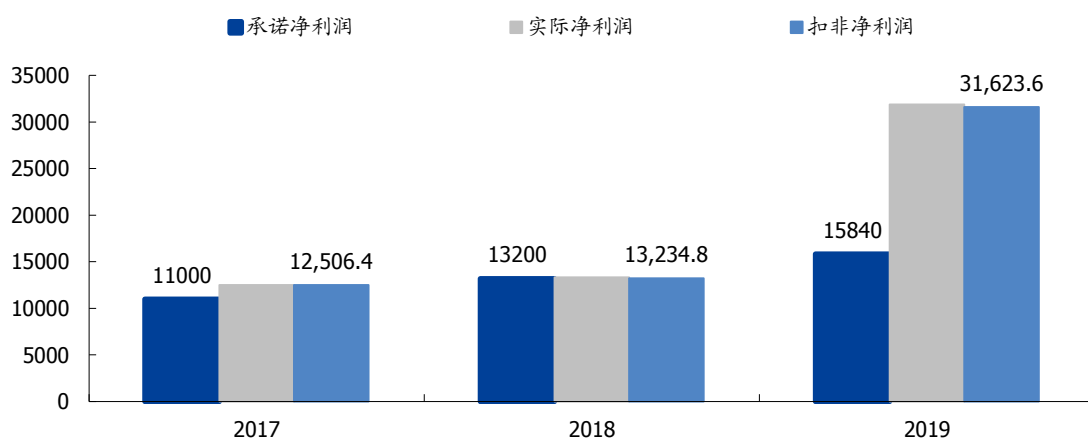
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 2015-2020 年公司归母净利润 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

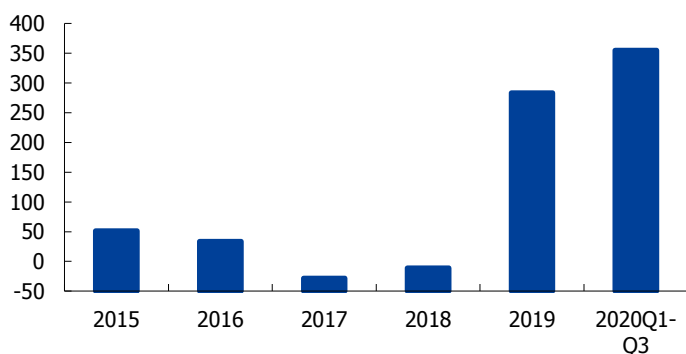
图表 6: 亿家晶视承诺净利润及完成情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

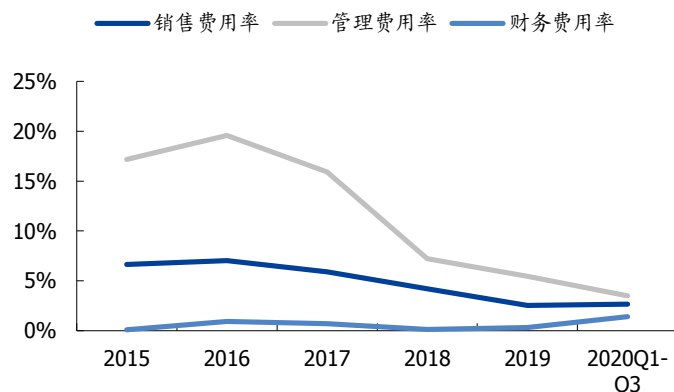
公司经营性现金流净额大幅提升。2017-2019 年公司经营性现金流分别为 -0.28 亿、-0.11 亿和 2.84 亿, 2020 年前三季度为 3.55 亿。聚焦广告业务后, 公司经营性现金流净额转正, 现金流情况显著好转。

图表 7: 2015-2020Q1-Q3 公司经营性现金流净额 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 2015-2020 年公司费用率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 站外流量快速增长, 变现红利突显, 公司作为流量平台有望充分受益

2.1 穿山甲广告联盟: 聚合字节站外流量, 广告收入高速增长

穿山甲广告联盟作为字节系广告生态的重要一环, 主要聚合其站外的垂直领域流量。巨量引擎为字节跳动营销平台用以对接广告主需求, 平台一方面整合了今日头条、抖音、西瓜视频等字节系核心 APP 的站内流量, 另一方面通过穿山甲广告联盟整合垂直领域 APP 及手机厂商的站外流量。穿山甲的流量包含垂直行业 APP 流量及手机厂商流量, 垂直媒体已覆盖 100+ 细分行业, 厂商流量包含华为、小米、oppo、vivo 在内的厂商资源。

图表 9: 巨量引擎广告投放

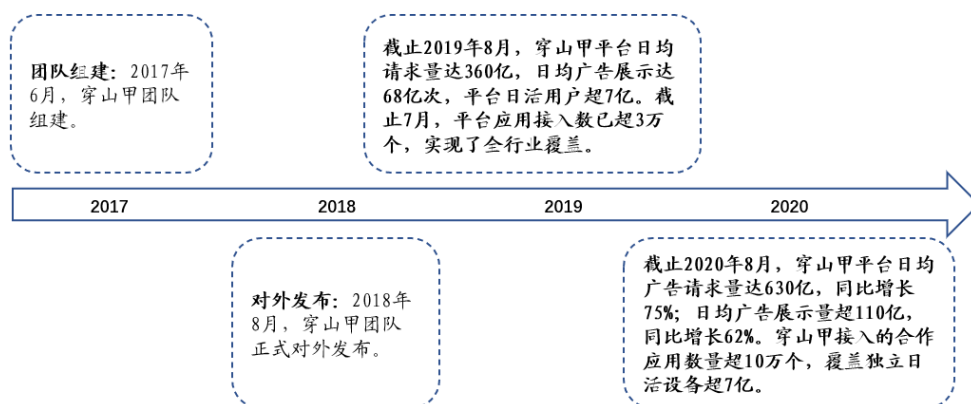


资料来源: 巨量引擎, 国盛证券研究所

穿山甲广告联盟成长速度极快, 目前覆盖活跃 DAU 超 8 亿。互联网增长红利趋缓背景下, 寻找除头部应用之外的增量流量是扩充广告库存的关键。根据 QM 的数据, 2020 年前三季度五大互联网巨头体系之外的 APP 使用时长占比为 21.2%, 其中穿山甲联盟的时

长覆盖率超过 70%，且穿山甲平台用户与字节系主站用户重合度不足 20%，由此可见穿山甲联盟的广告市场仍是增量空间巨大的蓝海。截至 2020 年末平台已接入 10W+独立应用，覆盖活跃 DAU 超过 8 亿，日均广告请求量超过 630 亿，日均广告展示量超过 110 亿。

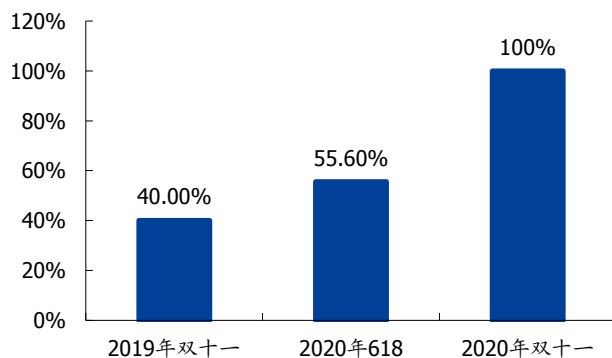
图表 10: 穿山甲联盟 3 年内成长为中国广告投放头部平台



资料来源: 穿山甲平台, 国盛证券研究所

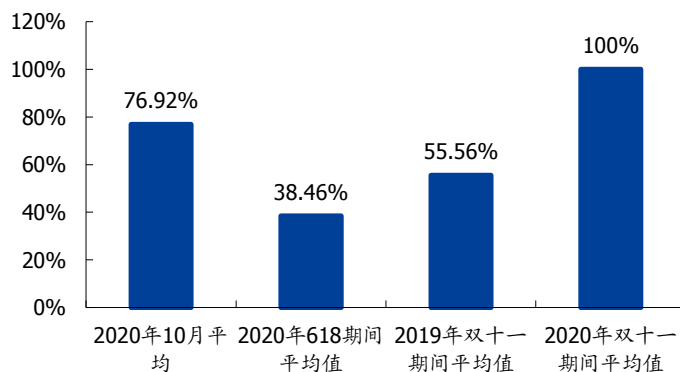
以双十一广告电商行业投放数据为例, 穿山甲广告收入实现爆发式增长。根据 App Growing 的数据, 2020 年双十一期间的平均广告额 (估算) 相当于 2020 年 618 期间平均值的 2.6 倍, 2019 年双十一期间平均值的 1.8 倍。且进入穿山甲购物榜前十的“苏宁易购”在双十一广告投放中穿山甲占整体广告数占比的 35%以上, 是占比最高的重点投放媒体。

图表 28: 穿山甲-电商行业广告投放金额 (估算) 变动



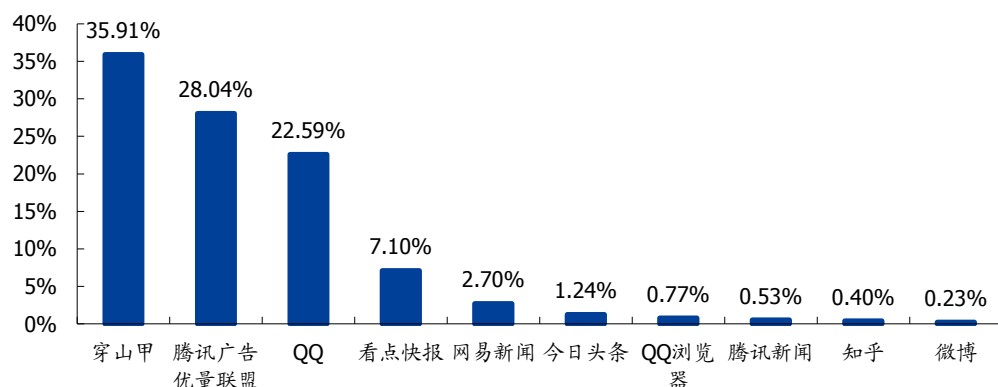
资料来源: 穿山甲官方数据, Questmobile, 国盛证券研究所

图表 29: 穿山甲-电商行业广告投放金额 (估算) 变动 (平均值)



资料来源: 穿山甲官方数据, Questmobile, 国盛证券研究所

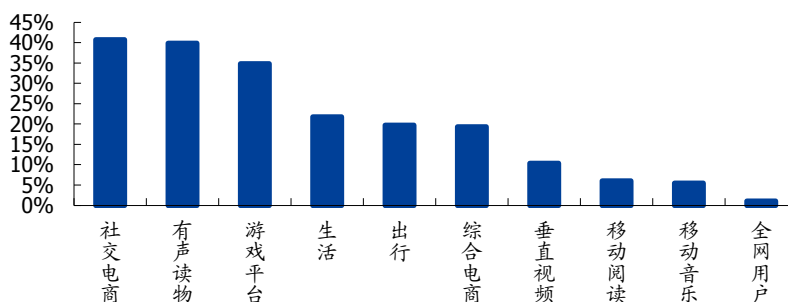
图表 29: 苏宁易购双十一期间广告媒体投放分布(11.01-11.11)



资料来源: 穿山甲官方数据, Questmobile, 国盛证券研究所

穿山甲联盟收入高速增长的背后, 是垂类应用的快速崛起。互联网流量红利已从“人口红利”转向“存量竞争”, 垂类应用凭借更精准的触达及更高效的服务, 用户处于高速增长期, 2020 年 1-10 月社交电商、有声阅读、游戏平台领域用户同比增速超过 30%, 大幅超过全网用户增速 (2020 年 Q3 仅同比增长 1.48%)。

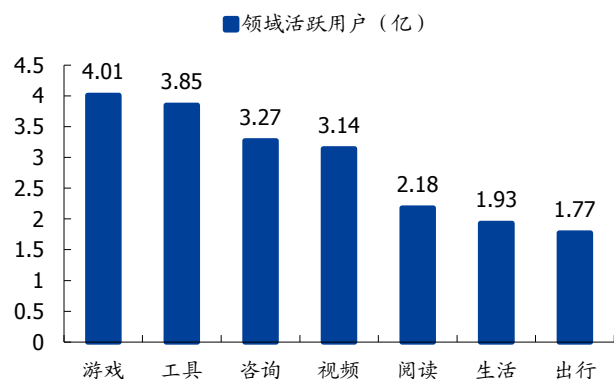
图表 11: 2020 年部分垂类应用用户增长情况



资料来源: 易观数据, 国盛证券研究所

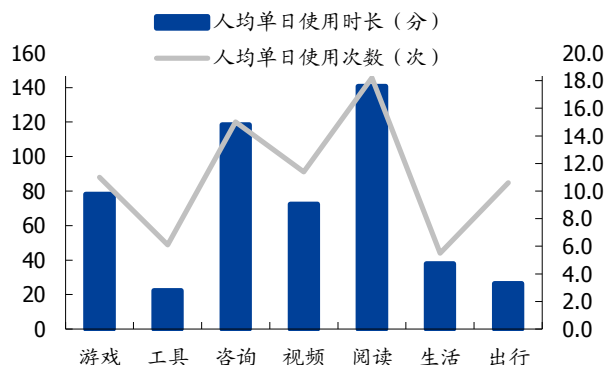
垂类应用流量用户覆盖较广, 流量主要来源于游戏、工具、阅读等领域。从用户规模看, 游戏、工具、资讯领域覆盖规模居前, 均在 3-4 亿; 而从使用时长看, 视频、阅读、游戏领域人均单日使用时长较高。从用户画像看: 1) 游戏领域: 活跃用户数 4.01 亿、用户以男性用户偏高 (占比 54.4%), 在年龄分布上 35 岁以下用户占比超过六成; 2) 工具领域: 用户数 3.85 亿、男性用户占比 65%, 36 岁以上用户占比超过 60%; 3) 资讯领域: 用户数 3.27 亿, 男性用户占比 64%, 41 岁及以上用户占比接近 40%。

图表 12: 部分垂类应用领域用户规模



资料来源: 易观, 国盛证券研究所

图表 13: 部分垂类应用领域用户使用时长及使用次数



资料来源: 易观, 国盛证券研究所

图表 14: 穿山甲流量行业分布

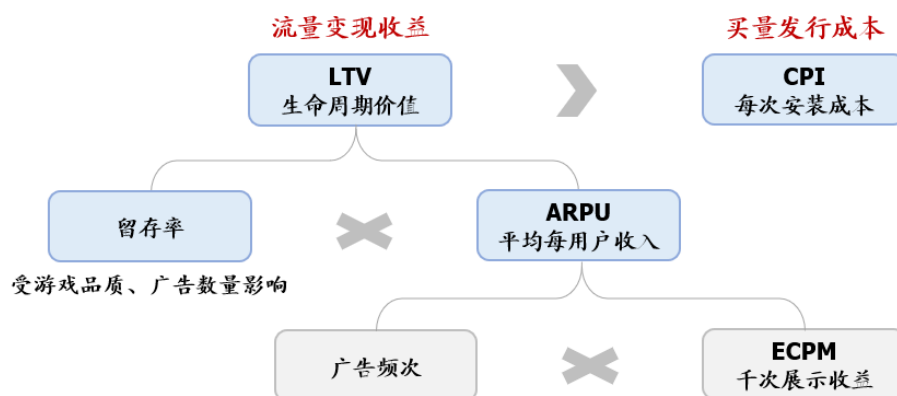


资料来源: 易观数据, 国盛证券研究所

2.2 站外流量广告变现盈利模型: LTV>CPI

公司与穿山甲联盟合作的商业模式本质在于赚取流量的差价, 而非仅通过售卖游戏获利。1) 收入端: 公司超休闲游戏主要收入来源为广告收入, 本质是其产品的流量变现; 2) 成本端: 超休闲游戏本身无强产品力, 需要通过买量发行快速提升用户量, 故买量成本是需要重点考虑的因素。该商业模式之下, 盈利的核心在于通过买量达到较高的产品 **DAU**, 以此获得更高的广告收入, 因此买量效率 (精准触达核心用户以提升转化率) 尤为重要。

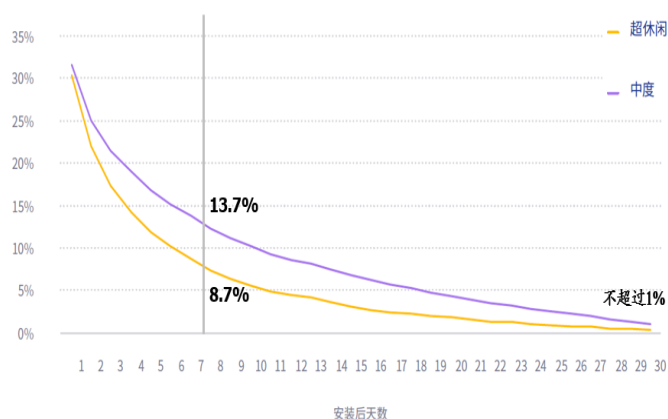
图表 15: 站外流量广告盈利模型



资料来源: 罗斯基, Adjust, Unity, 国盛证券研究所

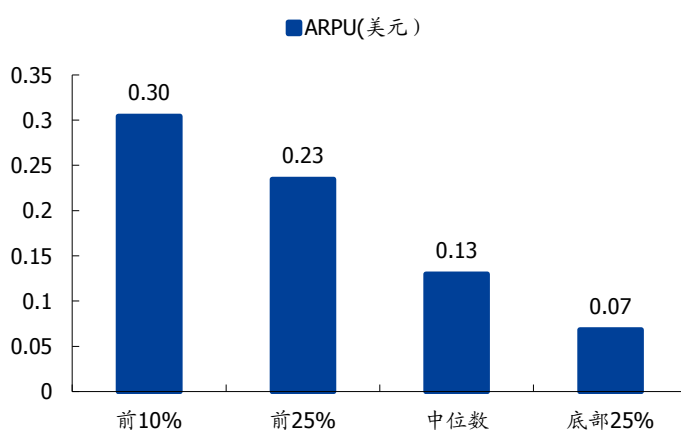
1) LTV 由留存率及 ARPU 决定。超休闲游戏留存率与游戏品质、广告数量有关, 但整体呈下降趋势。与中度游戏相比, 超休闲游戏留存率下降较快, 7 日留存率仅 8.7%, 30 日留存率不超过 1%。因此, 在有限的时间内提升 ARPU 是超休闲游戏的必然选择; 而超休闲游戏的头部效应 (排名前 10% 游戏的 ARPU 是平均水平 2.3 倍, 前 25% 游戏的 ARPU 是平均水平 1.8 倍) 推动厂商提高广告的到达率、点击率、转化率、渗透率, 从而通过流量变现赚取更多收入。这一方面要求厂商优化游戏设计, 提高广告对用户的吸引力, 不断提升广告投放效率, 另一方面, 需要通过买量等手段不断扩大游戏用户规模, 让广告覆盖更广泛的人群。

图表 16: 超休闲与中度游戏留存率



资料来源: Adjust, Unity, 国盛证券研究所

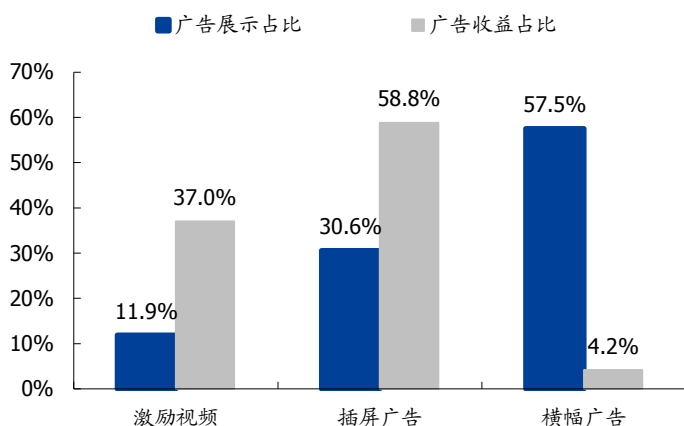
图表 17: 超休闲游戏不同表现水平 ARPU



资料来源: Adjust, Unity, 国盛证券研究所

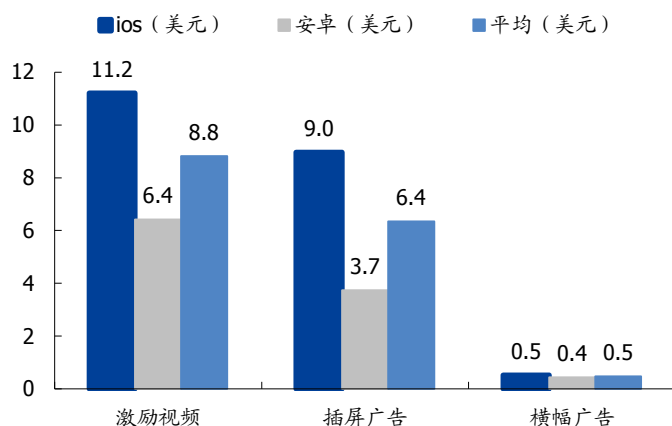
2) ARPU 可进一步拆分为量 (广告频次) 及价 (Ecpm)。过高的广告投放频次会影响玩家游戏体验, 从而降低留存率。过去休闲游戏的广告主要为开屏及插屏广告, 激励视频广告的推出满足玩家“复活”, “获得金币”等需求, 在传统广告位的基础上提供更多广告库存。数据显示, 激励视频广告以 11.9% 的展示提供了 37.0% 的收益 (展示占比的 3.1 倍)。同时, 激励视频广告具备更高的 Ecpm, ios 端及安卓端休闲游戏平均 Ecpm 为 8.8 美元, 是插屏广告的 1.4 倍、横幅广告的 18.4 倍。

图表 18: 休闲游戏广告及收益占比



资料来源: On, 国盛证券研究所

图表 19: 休闲游戏 Ecpm



资料来源: , 国盛证券研究所

2.3 公司以休闲游戏为切入点, 合作穿山甲联盟抢占字节系站外流量红利

河马游戏主要从事休闲游戏的研发与发行, 产品以超休闲游戏为主。2020 年 10 月, 紫天科技全资子公司里安传媒收购 Clockwork, 该公司核心业务主体为河马游戏。河马游戏于 2016 年 8 月成立, 致力于休闲游戏的研发与发行, 目前已发行 20 余款游戏, 平均下载量达 100 万。公司在印度推出的《Ludo Master》及国内推出的《合成大西瓜》等均取得不俗表现。通过手机预装、独家发行等方式, 公司与小米、字节跳动等互联网公司建立了紧密合作。官网最新信息显示, 公司研发、发行的游戏下载量已超 1.4 亿次, 覆盖 150 多个国家及地区。

图表 20: 河马游戏主要产品及其表现

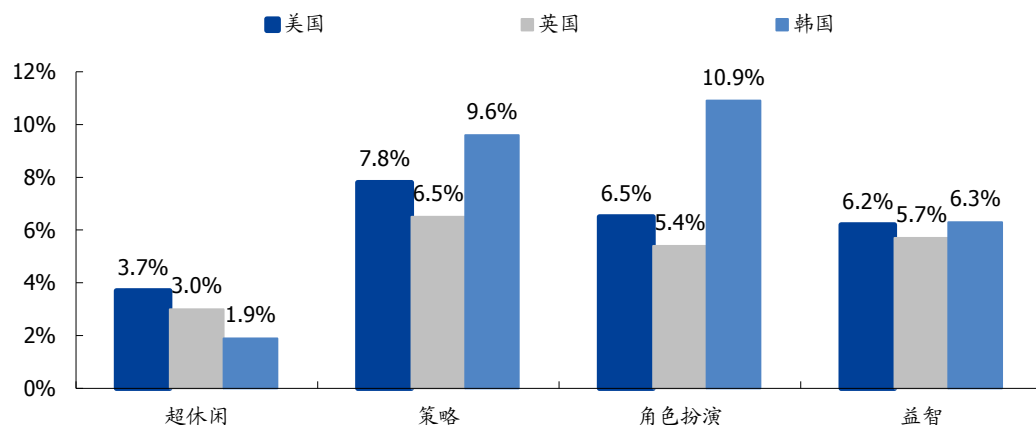
年份	月份	游戏	表现
2018 年	3 月	《Ludo Master》	首周登上印度总榜 TOP 100, 游戏总榜 TOP 20。
	9 月	《开局一只鲲》	19 年 11 月登顶台湾游戏总榜第 1。
2019 年	4 月	《火枪英雄》	首周登 ios 游戏榜第 8, 抖音话题播放近 3 千万。
	7 月	《全民弹弹弹》	首周登 ios 国内游戏榜第 2; 2019 最佳休闲游戏。
	7 月	《决斗火柴人》	9 月登顶国内 iPad 游戏总榜第 1。
	9 月	《无敌大侦探》	11 月登顶台湾游戏总榜第 1。
2020 年	4 月	《最强右手》	首周登上 ios 游戏总榜第 3。
	6 月	《音浪滚滚》	首周登上 ios 音乐游戏榜单第 1; 2020 年度最佳休闲游戏。
	8 月	《节奏步步高》	10 月进入 ios 音乐游戏榜单 TOP 4。
	9 月	《粘液模拟器》	12 月进入 ios 休闲游戏榜单 TOP 20;
2021 年	1 月	《合成大西瓜》	1 月末登 ios 休闲游戏榜第 2。

资料来源: 河马游戏官网, 七麦数据, App Store, 国盛证券研究所

广告是超休闲游戏的主要变现方式。Facebook 与 GameRefinery 的数据显示, 超休闲游戏在美国、英国、韩国的平均内购付费率为 2.9%, 明显低于策略、角色扮演、益智类游戏 8.0%、7.6%、6.1% 的内置付费率。美国、英国、韩国超休闲游戏玩家不介意看到应用内广告的平均比例高达 82%, 高于策略类和角色扮演类 73% 的平均水平。基于此,

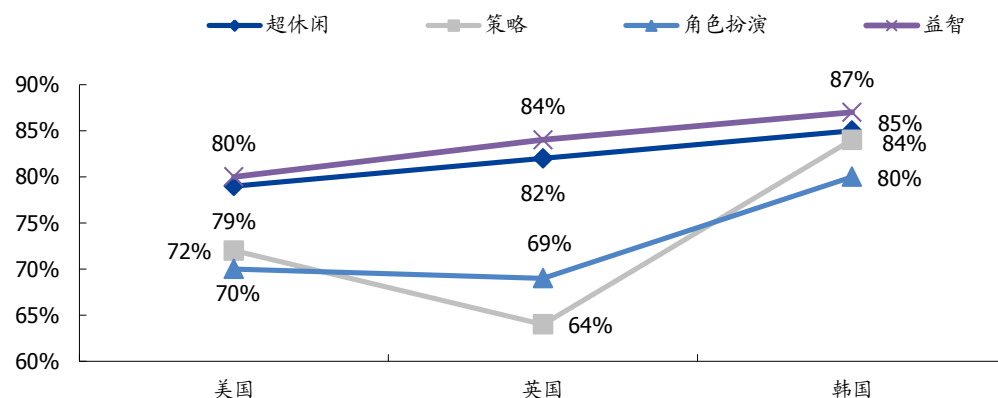
广告变现成为超休闲游戏的主要变现方式，Adjust 和 Unity 的报告显示，基于广告变现的超休闲游戏占比在 90%以上。

图表 21: 各类游戏玩家每月进行应用内购买的比例



资料来源: Facebook, GameRefinery, 国盛证券研究所

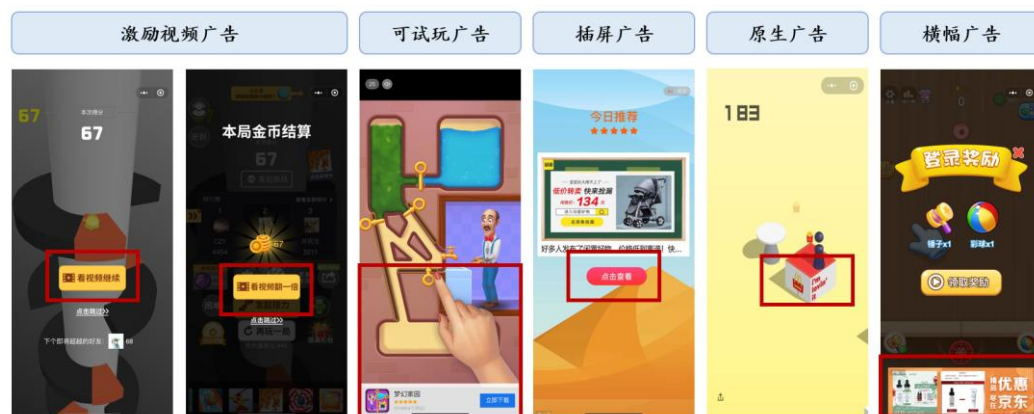
图表 22: 各类游戏玩家不介意看到应用内广告的比例



资料来源: Facebook, GameRefinery, 国盛证券研究所

常见的超休闲游戏广告有激励视频广告、可试玩广告、插屏广告、原生广告、横幅广告 5 种类型。i) 激励视频广告: 用户通过观看视频获得奖励, 游戏运营商也能获得有效的点击量; ii) 可试玩广告: 通过展示游戏产品吸引用户下载, 具有较好的转化率; iii) 插屏广告: 在应用开启、暂停、退出时以半屏或全屏形式弹出, 高曝光带来较高点击率; iv) 原生广告: 将广告内容植入游戏场景中, 成为游戏的一部分; v) 横幅广告: 单价较低, 但刷新频率高, 适合游戏时长短的超休闲游戏。

图表 23: 超休闲游戏广告的主要类型



资料来源: 数方大师, 微信小游戏, 国盛证券研究所

河马游戏与穿山甲联盟合作, 作为站外流量入口获得广告收入分成。穿山甲广告联盟与公司游戏后台打通, 依托平台的大数据及算法, 将自身承接的广告素材分发至公司 APP 上, 再将广告收入分成支付给公司。对于字节系而言, 通过引入游戏等垂直领域的流量, 字节系的广告生态得以延伸, 广告主可覆盖人群扩大, 流量匹配将更加精准。从公司角度看, 获得字节系的流量导入, 广告变现效率大幅提升。

图表 24: 公司与穿山甲联盟合作模式



资料来源: 国盛证券研究所

3. 河马游戏核心竞争力: 流量运营基因强大, 大数据赋能工业化生产

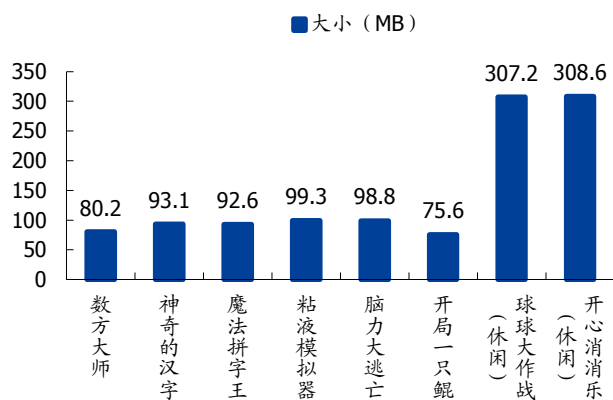
3.1 核心竞争力之一: 合作互联网大厂, 数据赋能工业化生产, 抢夺更多流量入口

区别于传统游戏公司重产品的逻辑, 超休闲游戏公司运营核心在于工业化、规模化生产。核心原因是超休闲游戏的本身产品力较弱, 难以通过游戏与用户产生情感联接, 而这一

产品属性与产品定位(Kill time)，生产方式（短平快）相关，具体看：

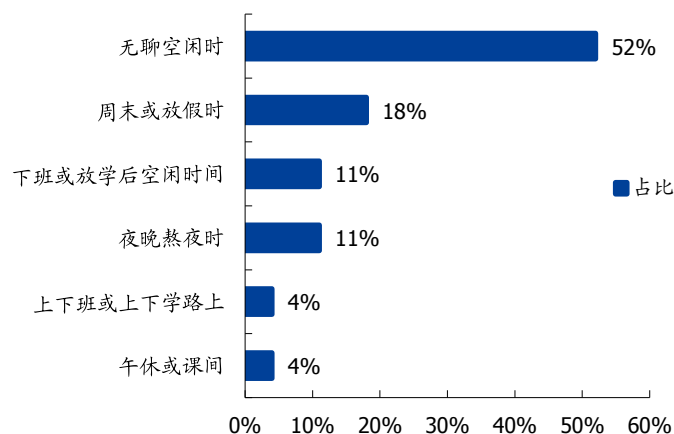
1) 产品体量小，操作简单，满足用户“Kill Time”的需求。河马游戏的几款超休闲游戏基本小于 100MB，产品体量的限制使该类游戏的玩法相对简单，用户通过简单的操作便能获得足够愉快的游戏体验，从而满足“Kill Time”的游戏需求。巨量算数针对抖音休闲游戏用户的调研数据显示，有 52% 的休闲游戏玩家选择在无聊的空闲时间玩休闲游戏，碎片化的需求与短视频高度类似。

图表 25: 超休闲与休闲游戏大小对比



资料来源: App Store, 国盛证券研究所

图表 26: 休闲游戏玩家场景选择



资料来源: 巨量算数, 国盛证券研究所, N=2703

2) 相比其他类型游戏，超休闲游戏研发时间短、团队规模小，研发成本较低。河马游戏 CEO 吴泽楷曾在公开采访中表示：“超休闲游戏两星期左右就可以达到比较完善的状态。”此外，超休闲游戏的开发团队也较为精简，2020 年 Ohayoo 开发者大会上，总经理徐培翔表示：“在 Ohayoo（字节跳动旗下游戏发行平台）发行的千万以上流水的项目中，63% 的项目团队小于 10 人（部分甚至仅有 3 人），86% 的项目研发成本低于 100 万。”以持续推出超休闲爆款游戏的公司 Voodoo 为例，其产品上线过程分三个阶段：测试期、上线期、规模化。在时间上第一周开始做创意和讨论；第二周进入原型的开发；第三周上线测试。

图表 27: Voodoo 产品上线流程



资料来源: Unity, 国盛证券研究所

对内看，河马游戏具备休闲游戏研发基因，积累了丰富项目经验。河马游戏自创立之初，就将业务范围聚焦于休闲游戏领域，2018 年初首款休闲游戏《Ludo Master》登上印度游戏榜 Top 5，总下载量超过 1 亿，至 2020 年公司发行游戏已超过 20 款，且持续打造出多个爆款休闲游戏。河马游戏内部专门设立科学立项小组，通过数据为新产品的设计和老产品的迭代调优提供精准的数值参考。

对外看，合作互联网大厂，反馈的大数据赋能工业化生产。通过与小米、快手、字节跳动等互联网大厂的合作，公司可以获得海量的数据，以分析用户偏好、玩家习惯等多维数据，大数据经过分析后能够形成游戏制作模板，很大程度上提升了生产产品的效率，从而抢夺更多的站外流量，为公司提升盈利能力提供流量支持。

图表 28: 河马游戏的战略合作伙伴

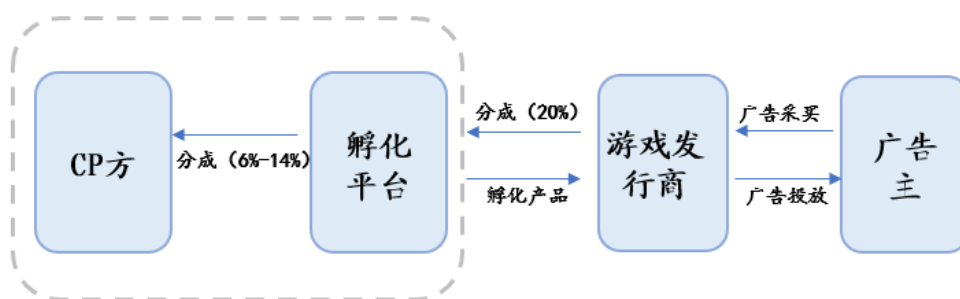


资料来源：河马游戏，国盛证券研究所

3.2 核心竞争力二：重视外部孵化，快速扩张优质产能，抢占流量入口

公司极其重视外部孵化，通过对外部团队赋能休闲游戏创意及制作，提供流量变现数据支持，以提高外部游戏开发者成功率与变现效率，对公司产能起到重要补充，为公司快速获取站外流量提供有效支持。目前子公司里安传媒与快手科技全资子公司 JOYOTECHNOLOGYPTE.LTD. 签订战略合作框架，共同搭建孵化基地，共建优质内容生态。

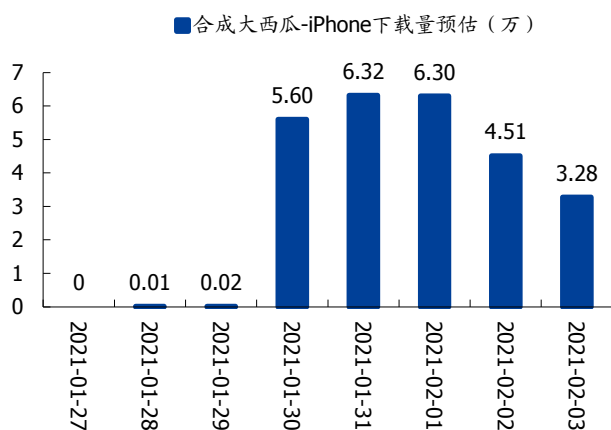
图表 29: 孵化基地商业模式



资料来源：国盛证券研究所

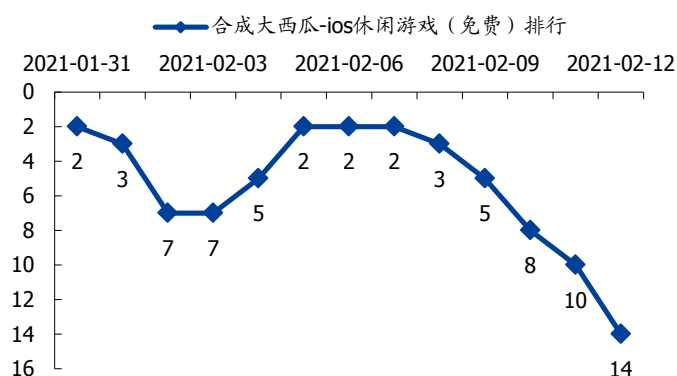
共同孵化的游戏《合成大西瓜-西瓜合成游戏》已于 2021 年 1 月 27 日上线。《合成大西瓜》类似“俄罗斯方块”的玩法简单但更具挑战性，各种社交平台上“合成大西瓜”攻略的相关问题也被顶上热榜。根据七麦数据，该游戏 1.30 至 2.1 预估下载量达 5.60、6.32、6.30 万次，1.31-2.11 在 ios 免费休闲游戏榜单中保持在 TOP 10，最高成绩为第 2。该游戏由公司子公司紫天跳动旗下孵化基地研发，并与字节跳动合作，体现出其完整的工业化研发及推广能力。

图表 24: 合成大西瓜下载量预估



资料来源: 七麦数据, 国盛证券研究所

图表 25: 合成大西瓜 ios 休闲游戏 (免费) 榜单排名



资料来源: 七麦数据, 国盛证券研究所

3.3 流量运营基因强大, 积极扩张新流量入口

我们认为公司本质的内在基因是流量运营, 核心盈利模式是流量变现, 当下核心的休闲游戏业务本质上也是为了获取流量并通过广告形式变现。在这一基因推动下, 我们认为未来公司将进一步扩张流量版图, 在工具、咨询、阅读等领域布局, 从而扩大自己的流量入口。

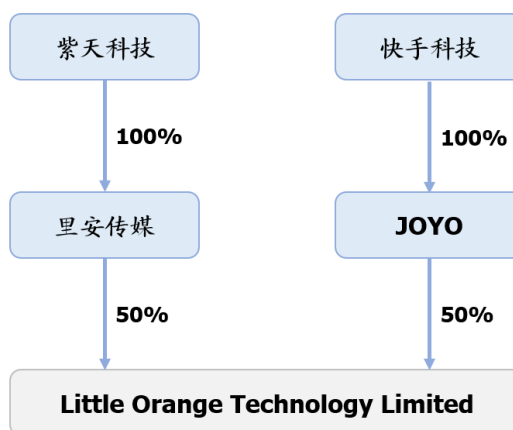
4. 携手小米快手, 出海业务持续高增

4.1 合作快手: 设立合资孵化基地, 共同打造“小橙子”独立品牌

基于公司孵化团队产品的优异表现, 紫天科技旗下子公司里安传媒与快手科技旗下子公司 JOYO 于 2021 年 1 月签订了《战略合作框架协议》, 双方拟以共同出资的形式在中国香港设立合资公司“Little Orange Technology Limited”, 注册资本 100 万美元, 其中 JOYO 与里安各占合资公司 50% 的股份比例。双方将通过合资公司实现孵化基地的服务范围扩大与品质升级, JOYO 利用对自有平台生态流量的了解, 为里安传媒提供多形式的推广服务; 里安传媒根据自有或合作产品的流量推广需求, 在 JOYO 提供的推广平台上实现流量采买。

双方还将共同打造“小橙子”独立品牌。主要的合作方式为 JOYO 提供行业内前沿信息作为内容产出的创意支撑, 里安传媒负责挖掘优质高效的内容创作者, 助力内容创作者高效生产精品内容, 该计划将以扶持生态内容创作者、稳定优质内容产能、推动优质内容最大化范围覆盖用户群体作为核心目标。

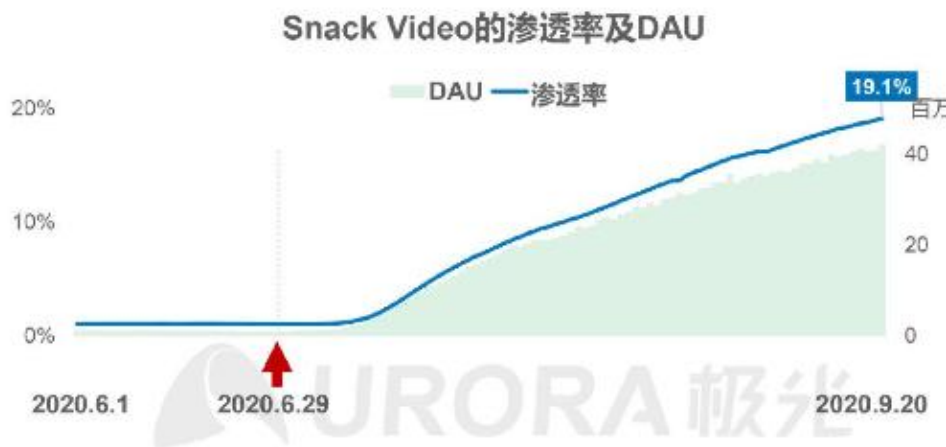
图表 30: 公司合作快手设立合资 “小橙子” 孵化基地



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

国内短视频用户增长趋缓, 出海是快手的重要战略。快手早在 2016 年就开始组建海外团队, 2017 年开始由海外团队独立运营并上线国际版 Kwai 并开始在韩国、俄罗斯、泰国、印尼试水, 2018 年末由于海外管理层职务调整, 快手海外化团队大幅收缩, 但 2019 年快手团队迅速调整程一笑亲自负责巴西市场, 2019 年末 Kwai 巴西版 DAU 超过 700 万, 2020 年 4 月快手海外版推出一款名为 SnackVideo 的短视频应用, 至 2020 年 9 月其在印度的渗透率快速提升至 19.1%。参考短视频在国内的发展路径, 在渗透处于较低水平时, 垂类内容的扩充对拉新及留存尤为重要。休闲游戏作为重要的内容生态, 在短视频应用出海中的初步阶段起到拉动用户数增长的作用, 待渗透率提升至一定水平后, 商业化步伐将加快, 广告价值也将逐步凸显。

图表 31: 印度市场 SnackVideo 上线后渗透率及 DAU 大幅提升

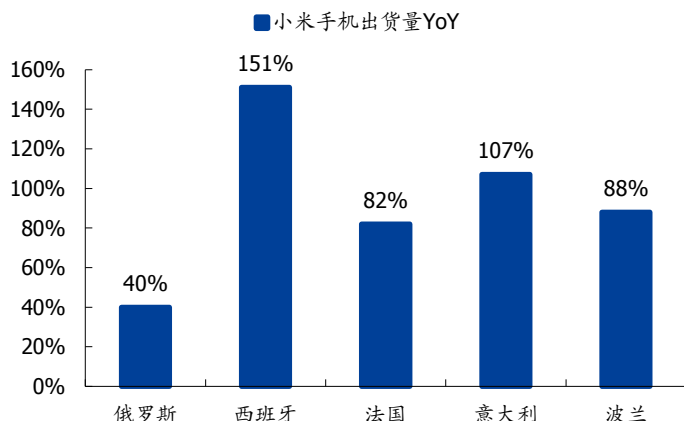


资料来源: 极光大数据, 国盛证券研究所

4.2 合作小米: 依托手机预装, 高效触达用户

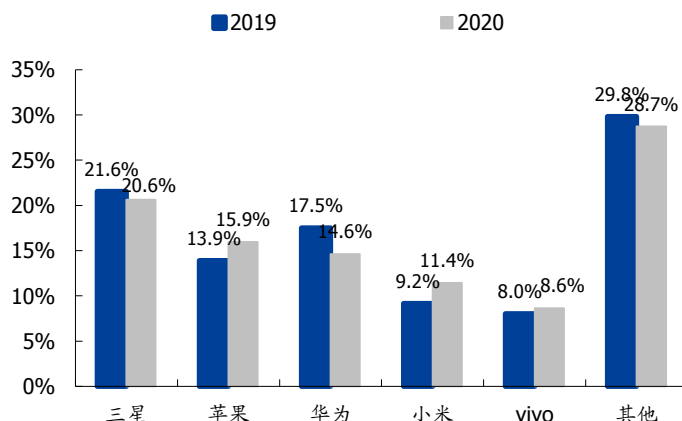
小米手机出货量增长, 市占率有所提升。2020Q2 小米手机境外市场出货量大幅增长, 西欧市场增速最快, 同比达 116%。在西班牙, 小米连续两个季度成为销量最高的手机品牌, 2020Q2 同比增长 151%。IDC 数据显示, 2020 年小米手机出货量 1.48 亿部 (YoY+17.7%), 市占率 11.4%, 较去年提升 2.3pct, 在所有手机厂商中提升幅度最大。

图表 32: 2020Q2 小米手机海外出货量增长情况



资料来源: 2020 小米深圳开发者峰会, 国盛证券研究所

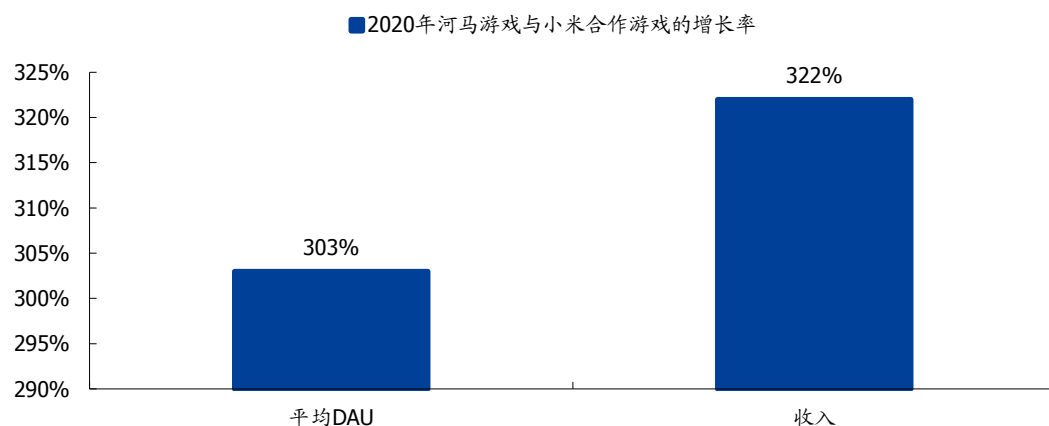
图表 33: 2019-2020 年小米手机全球市占率



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

通过小米手机预装, 游戏高效触达用户, 为河马游戏带来用户与收入的增长。1) 激活率: 通过预装, 小米手机 30 日内游戏激活超 90%, 河马游戏的产品每日新增激活超 80 万; 2) 留存率: 预装游戏的 180 日留存率达 12%, 超过传统渠道 10pct; 3) 用户与收入增长: 河马游戏凭借优质休闲游戏内容, 与小米开展了《Ludo Master》、《Block Puzzle》等多款游戏的预装合作。河马游戏与小米合作的游戏 2020 年平均日活跃用户同比增长 303%, 收入同比增长 322%。

图表 34: 河马游戏与小米合作游戏 2020 年平均 DAU 及收入增长率



资料来源: 2020 小米深圳开发者峰会, 国盛证券研究所

5. 盈利预测与估值:

- 广告业务: 公司广告业务主要包括楼宇广告, 经营主体为亿家晶视, 亿家晶视经营状况良好, 但 2020H1 楼宇广告受疫情冲击较大, 但从 2020Q3 起已经在逐步恢复; 互联网广告主要经营主体里安传媒已经与包括百度、小米、movisita 等在内的一系列互联网广告业务头部公司达成业务合作, 业务范围遍及全球, 已形成一定规模的资源积累, 互联网广告业务预计保持平稳增长。但由于广告竞争压力增大, 且公司业务重心向河马游戏转移, 预计毛利率将有所下滑。预计 2021/2022 年收入增长率 3%, 毛利率水平 16%/14%。

- 2) 河马游戏：河马游戏的主要业务包括（1）与字节旗下穿山甲合作，提供游戏内容获取流量变现收益，该项业务增长的驱动力来自于穿山甲平台规模的高速增长，以及随着经验累积与产品迭代，产品的生命周期及日均使用时长增长带来的广告价值提升；（2）依托小米硬件预装，游戏扩宽海外市场，收入增长与小米手机海外出货量相关性高，小米海外竞争力增强，市占率持续提升，预计未来增长可持续。公司 2020 年 10 月收购河马游戏，2021Q1 公司实现净利润 1.5-1.55 亿元（YoY+966.13%-1001.67），预计 2021 全年业绩将持续高增长，往后看，公司产能持续扩张，项目成功率也有望在经验技术加持下提升，支撑业绩持续增长。预计 2021/2022 年收入增长 278.7%/43.5%，毛利率水平 70%。

图表 35：公司关键业务盈利预测假设

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
广告业务	641.40	990.00	1019.70	1050.29	1081.80
YoY		54.3%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	76.9%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%
河马游戏	0.00	321.72	1218.40	1747.99	2333.41
YoY			278.7%	43.5%	33.5%
毛利率		70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
锻压业务	219.90	109.95			
YoY		-50.0%			
毛利率	25.0%	25.0%			
收入合计	861.30	1421.67	2238.10	2798.28	3415.21
YoY		65.1%	57.4%	25.0%	22.0%

资料来源：WInd，国盛证券研究所

估值：短视频站外流量变现红利到来，河马游戏工业化生产能力突出，打造流量运营平台，长期发展可期。预计 2021/2022 年净利润分别为 6.06 亿元/8.68 亿元；同比增长 94.8%/43.4%。参照同样受益于字节跳动流量红利的掌阅科技及星期六，预计 2021 合理市值 180 亿，对应 30XPE，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 36：可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价（元）	总市值 （亿元）	净利润（亿元）			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002291.SZ	星期六	16.5	122.1	0.23	6.29	10.39	530.7	19.4	11.7
603533.SH	掌阅科技	32.5	142.5	2.65	4.01	5.47	53.8	35.5	26.0

资料来源：WInd，国盛证券研究所（收盘价为 2021 年 4 月 20 日收盘价）

6.风险提示:

- 1. 商誉余额较高的风险:**截至 2020H1 公司商誉 7.46 亿元, 占总资产比重为 25.3%, 如未来通过合并吸收的有关子公司业绩出现下滑且无扭转希望, 可能出现计提商誉减值的风险, 从而影响公司当期损益。
- 2. 传统主业广告业务竞争风险加剧风险:**现代广告服务业行业具有高度离散性特点, 市场进入门槛不高, 尤其是互联网广告领域不断涌现新技术、新产品。如果未来市场竞争进一步加剧, 将影响公司提升收入和利润水平、提高市场占有率的能力, 给公司带来发展压力。
- 3. 游戏行业相关政策监管风险:**河马游戏主要通过休闲游戏广告实现流量变现, 若行业政策对业务产生不利影响, 可能有业绩不达预期风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com