



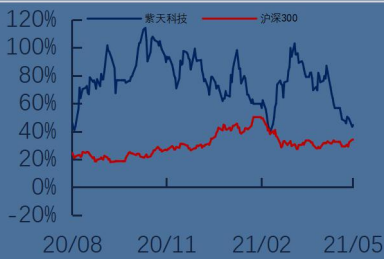
Research and
Development Center

二环流量大发展，内容填充正当时

— 紫天科技（300280）深度报告

2021年5月19日

010-83326877
wangfangzhao@cindasc.com
王舫朝 首席研究员
S1500519120002

证券研究报告
公司研究
深度报告
紫天科技 (300280.SZ)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	39.77
52 周内股价	26.76-61.84
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	-19.49
总股本 (亿股)	1.62
流通 A 股比例 (%)	95.28%
总市值 (亿元)	64.45

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

二环流量大发展，内容填充正当时

2021年5月19日

本期内容提要：

- ◆**外延并购探索转型，进入休闲游戏新赛道。**公司前身是南通锻压，从事锻压设备制造业务，业绩低迷，为寻求新的增长动力，公司通过产业投资与外延并购探索转型，主要方向为现代广告服务。2018年收购亿家晶视，切入楼宇广告市场；2019年收购里安传媒，布局互联网广告营销业务；2020年剥离锻压业务，并收购 Clockwork 进入休闲游戏赛道。
- ◆**广告联盟赋能垂类应用流量变现。**互联网大厂自有 APP 已达较高渗透率，用户增速红利正在消退，而站外垂类应用流量正在高速增长。垂类应用具有丰富精准的用户标签、覆盖多场景全时段，具备高营销价值。广告联盟连接海量垂类 APP 和广告平台，将广告资源分配至垂类应用，二者按照一定比例分享广告收入。广告联盟对垂类应用流量变现的赋能体现在 1) 流量主不再需要配置不同广告平台、摸索流量分配策略，简化程序降低成本；2) 广告联盟综合各广告平台资源，提升流量主的填充率和收益；3) 互联网大厂具备海量数据与优质算法能力，精准投放广告提升转化率与 ROI；4) 广告联盟为开发者提供“买量-增长-变现”全生命周期服务。
- ◆**休闲游戏打通广告变现模式。**休闲游戏逻辑简单，填充碎片化时间，内购付费意愿低，用户对广告的容忍度高，具备较好的广告变现条件。广告联盟助力休闲游戏形成增长闭环，持续吸引用户与优质开发者。一方面，休闲游戏的广告主大多是游戏买量，增大新游戏的曝光，形成游戏生态的循环；另一方面，休闲游戏高效变现吸引开发者源源不断地填充优质休闲游戏内容。2019年广告收入在休闲游戏收入中占比近 80%，已经成为休闲游戏流量变现主要运营模式。
- ◆**工业化输出爆款能力强，共享二环流量红利。**休闲游戏具备生命周期短、易被复制、单产品成本收益低的特点，要求开发者具备高效高质输出能力。河马游戏同字节、快手、小米等巨头战略合作，获取颗粒度极细的用户行为与流行趋势数据，工业化中台“大脑”通过对数据的学习与分析，精准产生符合当下“审美”的创意，以“命题作文”形式交由自有工作室与外围 CP 生产，广泛调动社会产能，提升生产效率与爆款成功率，形成“生产爆款内容-提高变现能力-吸引优质 CP”的循环。
- ◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 6.08 亿元、8.75 亿元、13.22 亿元，同比分别+101.7%、+43.9%、+51.1%。公司通过产业投资与外延并购成功打通休闲游戏广告变现与互联网广告营销业务，我们看好河马游戏工业化生产休闲游戏的能力、孵化中心赋能优质 CP 的效率以及互联网巨头二环流量的快速崛起，我们认为公司深度绑定广告联盟，有望共享二环流量红利。市场尚未对公司转型充分反应，参考可比公司估值，我们预计 21 年公司合理市值 152 亿，对应 25xPE，给予“买入”评级。
- ◆**风险因素：**二环流量增长不及预期、监管政策变动影响休闲游戏发行、商誉减值风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	861	1,416	2,043	2,544	3,345
增长率 YoY %	28.8%	64.4%	44.3%	24.5%	31.4%
归属母公司净利润 (百万元)	169	301	608	875	1,322
增长率 YoY%	115.8%	78.0%	101.7%	43.9%	51.1%
毛利率%	61.4%	30.6%	47.6%	53.2%	59.5%
净资产收益率ROE%	9.4%	15.8%	24.2%	27.9%	32.2%
EPS(摊薄)(元)	1.04	1.86	3.75	5.40	8.16
市盈率 P/E(倍)	15.59	27.13	10.60	7.37	4.88
市净率 P/B(倍)	1.46	4.29	2.56	2.05	1.57

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年5月19日收盘价

目录

一、投资逻辑.....	6
1.1 区别于大众的认识.....	6
1.2 核心逻辑.....	6
二、业务介绍.....	7
2.1 外延并购探索转型，布局休闲游戏制造发行.....	7
2.2 转型阶段性成果显著，业绩大幅改善.....	9
三、广告联盟赋能垂类应用流量变现.....	11
3.1 一环流量已高度渗透，垂类应用正高速扩张.....	11
3.2 广告联盟赋能垂类应用营销价值.....	13
3.3 休闲游戏已打通广告变现模式，市场广阔.....	15
四、河马游戏：休闲游戏制造发行工厂.....	16
4.1 休闲游戏的特点：生命周期短、迭代快.....	16
4.2 工业化中台精准输出创意，孵化器广泛调动社会产能.....	18
4.3 头部平台具有马太效应，绑定广告联盟将持续受益.....	20
4.4 借力小米全球生态，实现海外高速增长.....	20
五、盈利预测及假设.....	21
六、估值与投资评级.....	22
风险因素.....	22

表目录

表 1: 2020 年 8 月手游买量前 15 名选择平台列举.....	20
表 2: 分项目盈利预测（单位：亿元）.....	21
表 3: 可比公司估值情况.....	22

图目录

图 1: 外延并购探索业务转型.....	7
图 2: 业务结构.....	7
图 3: 河马游戏产品展示.....	8
图 4: 互联网广告类型展示.....	8
图 5: 楼宇广告产品展示.....	9
图 6: 2014-2020 公司营业收入及增速，亿元.....	10
图 7: 2014-2020 归母净利润及增速，亿元.....	10
图 8: 业务探索历程：锻压→楼宇广告→互联网广告→休闲游戏.....	10
图 9: 互联网广告毛利率逐渐同行业水平一致.....	10
图 10: 楼宇广告毛利率较高.....	10
图 11: 广告业务提升公司盈利能力.....	11
图 12: 经营活动现金流量净额大幅改善，亿元.....	11
图 13: 移动互联网用户增速红利正在消退.....	11
图 14: 除特殊事件触发，用户使用时长增长总体稳定.....	11
图 15: 一环流量用户渗透率已达较高水平，提升空间有限.....	12
图 16: 垂类应用正处高速成长期.....	12
图 17: 垂类应用使用时长占比仅次于腾讯系.....	12
图 18: 垂类应用具备丰富精准的用户标签.....	13
图 19: 垂类应用场景匹配用户 24 小时.....	13
图 20: 顶峰时二环流量对 Google 广告业务贡献高达 30%.....	13
图 21: Google 二环流量贡献收入与 YouTube 相当.....	13
图 22: 字节跳动旗下穿山甲已接入 10 万+应用.....	14
图 23: GroMore 整合多个主流广告平台资源.....	14
图 24: 分别接入多个广告平台 VS 接入穿山甲聚合产品 GroMore.....	14
图 25: 休闲游戏内购付费意愿较低.....	15
图 26: 广告收入已成休闲游戏流量变现主要运营模式.....	15
图 27: 休闲游戏持续吸引流量与开发者.....	15
图 28: 休闲游戏扩张速度高于手游大盘.....	16
图 29: 休闲游戏活跃用户规模已超 4 亿.....	16
图 30: 休闲游戏生命周期较短（单位：天）.....	17
图 31: 休闲游戏用户留存率较低.....	17
图 32: 休闲游戏逻辑简单、风格简洁.....	17
图 33: 重度游戏机制复杂、界面精美.....	17

图 34: 2021 年 4 月中国区 App Store iPhone 全部游戏类收入排行榜.....	17
图 35: 河马游戏是二环流量的优质内容供应商.....	18
图 36: 河马游戏在休闲游戏领域屡创佳绩.....	18
图 37: 孵化器广泛组织外部产能, 提高生产效率.....	19
图 38: 《合成大西瓜》1 月 26 日上线, 迅速进入榜单前 10.....	19
图 39: 电商广告渠道广告数 Top10 及占比 (2018Q3)	20
图 40: 电商广告渠道投放金额 Top10 及占比 (2018Q3)	20
图 41: 2020Q2 小米智能机海外出货量排名.....	21
图 42: 2020 年小米助力河马游戏每日新增激活超过 80 万.....	21

一、投资逻辑

1.1 区别于大众的认识

广告联盟提升休闲游戏广告变现能力，市场尚未对此有充分认识。我们认为休闲游戏具备逻辑简单、填充碎片化时间、内购付费率低等特点，用户整体对其要求“不高”，对广告的容忍度较高，天然具备良好的广告变现条件。过去垂类应用广告变现需要投入高额成本维护不同广告平台，摸索流量分配策略，效率低且效果差。广告联盟降低了开发者的接入成本，整合碎片数据产生数据价值，精准投放提高广告填充率与收益，并为开发者提供“买量-增长-变现”全生命周期服务。休闲游戏广告变现能力增强，能够有效利用非付费流量（占比约 97%）。2019 年广告收入在休闲游戏收入中占比近 80%，已经成为休闲游戏流量变现主要运营模式。

市场对河马游戏工业化生产休闲游戏的模式尚未有充分认识。休闲游戏生命周期短、易被复制、单产品收益有限的特点要求开发者具备持续高频输出爆款产品的能力。河马游戏深度绑定互联网巨头，获取颗粒度极细的用户行为与流行趋势数据，工业化中台“大脑”通过对数据的学习分析，精准产出符合当下“审美”的创意，以“命题作文”形式交由自有工作室或外部 CP 生产，极大提升生产效率与成功率，形成“生产爆款内容-提高变现能力-吸引优质 CP”的循环。

1.2 核心逻辑

经历数轮产业投资与外延并购，公司目前已经形成休闲游戏+互联网广告营销服务+楼宇广告的业务结构。

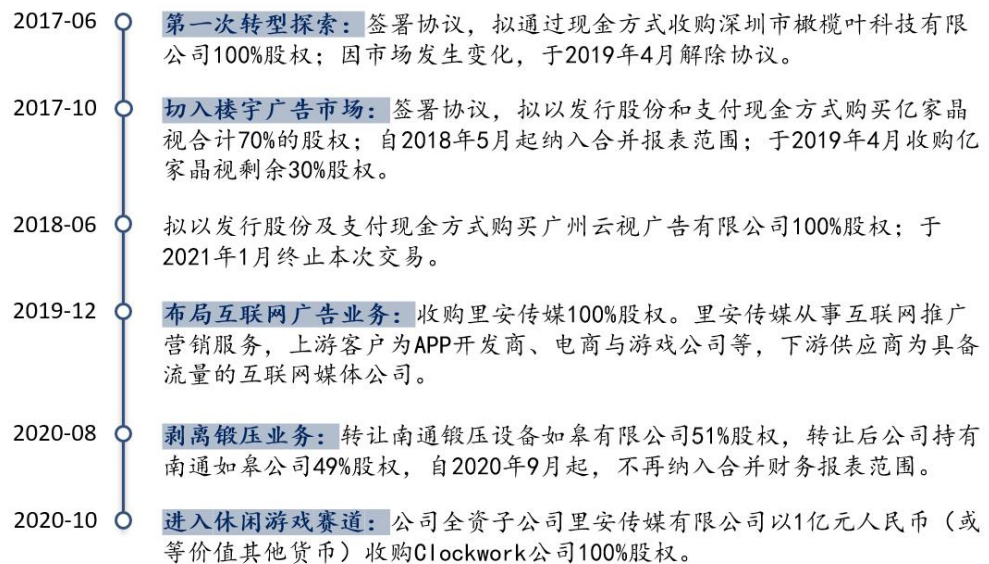
我们看好公司休闲游戏业务的成长空间，主要基于以下原因 1) 互联网巨头布局二环流量，赋能垂类应用营销价值，流量主能够以低成本享受“买量-增长-变现”全生命周期服务。2) 休闲游戏用户对广告容忍度高，天然具备较好广告变现条件，广告联盟的出现使其能够有效利用非付费流量（占比约 97%）。3) 河马游戏具备工业化输出爆款能力，孵化基地精准生产符合当下“审美”的游戏创意，交由自有工作室与外部 CP 生产，广泛调动社会产能，形成“生产爆款内容-提高变现能力-吸引优质 CP”的循环，共享二环流量红利。

二、业务介绍

2.1 外延并购探索转型，布局休闲游戏制造发行

公司前身是南通锻压设备股份有限公司，主要从事锻压设备的研发、生产和销售，受整体经济低迷与行业产能过剩影响，公司产品销量逐年下滑。为寻求新增长动力，公司探索转型，主要方向为现代广告服务业。2018年5月公司完成收购亿家晶视70%股权，切入楼宇广告市场，并于2019年4月收购其剩余30%股权。2019年12月收购里安传媒100%股权，开始布局互联网广告业务，通过互联网广告方式为APP开发者、跨境电商、游戏公司等行营销推广与用户获取。2020年8月，公司转让南通锻压设备如皋有限公司51%股权，剥离锻压业务。2020年10月，公司全资子公司里安传媒与Clockwork股东签订协议收购Clockwork100%股权，已于2021年1月完成工商变更登记，正式进入休闲游戏赛道。

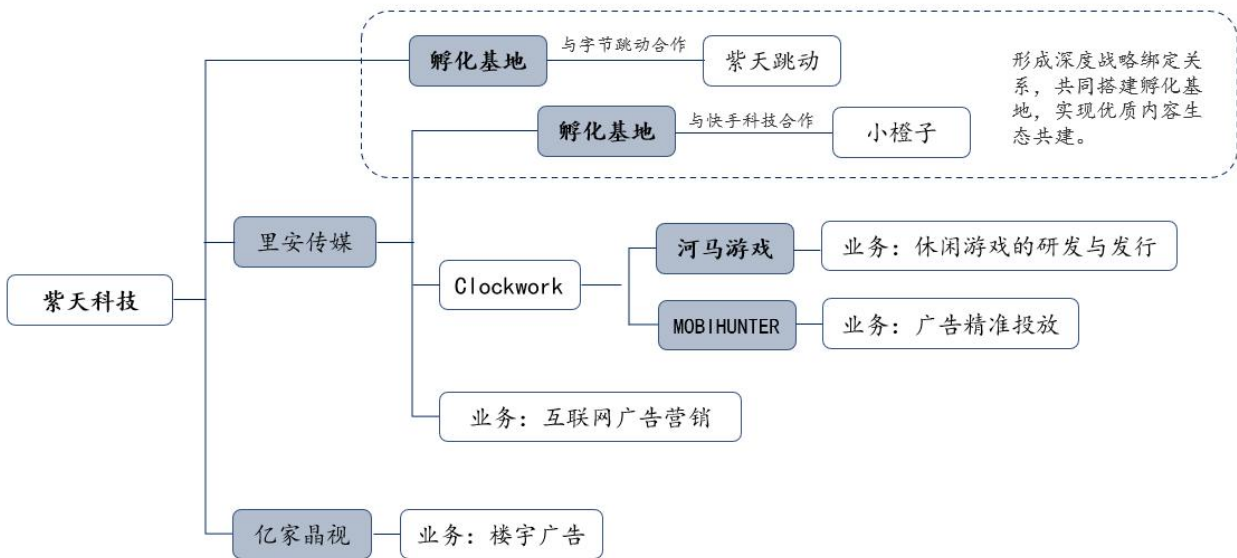
图 1：外延并购探索业务转型



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

经历数轮产业投资与外延并购，公司成功转型，剥离传统制造业，聚焦互联网广告主业，形成休闲游戏、互联网广告营销服务、楼宇广告的业务结构。

图 2：业务结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1) 休闲游戏研发与发行：广告收入是休闲游戏、工具、阅读等 APP 内容提供商的主要流量变现途径，广告联盟是撮合广告主与流量主的平台，公司作为吸引流量的内容提供商（目前是休闲游戏，工具、阅读类正在布局），接入广告联盟分成广告收入，借助广告联盟精细化管理流量。

Clockwork 是一家提供互联网广告分发销售服务的公司，在互联网广告领域具备丰富经验，旗下 Mobihunter 从事广告精准投放服务，Hippo Joy（河马游戏）从事休闲游戏研发与发行。河马游戏同字节跳动、快手等互联网大厂深度合作，借助海量数据打造休闲游戏创意的工业化中台，赋能中小开发者，提升休闲游戏生产效率与成功率。公司收购 Clockwork 及其旗下资产有利于布局互联网广告及休闲游戏制作与发行业务。

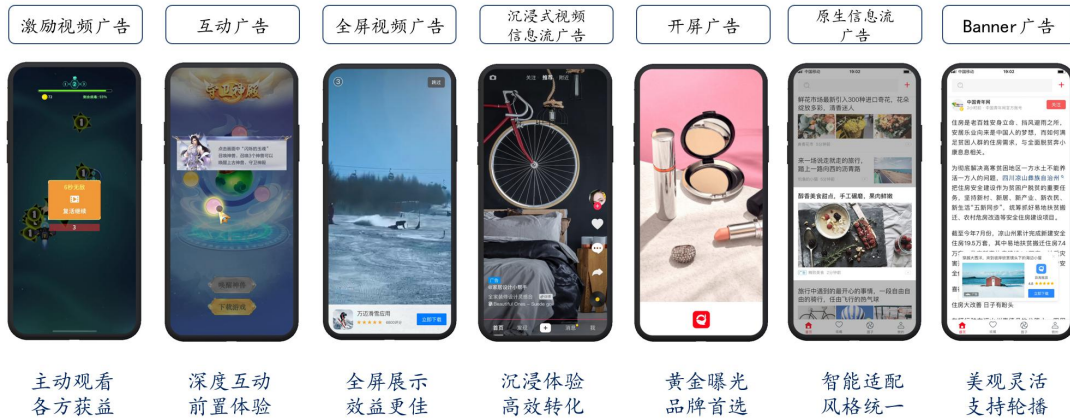
图 3：河马游戏产品展示



资料来源：河马游戏官网，信达证券研发中心

2) 互联网广告营销服务：通过子公司里安传媒开展业务，采购并运营全球有价值的媒体流量，已同百度、小米、汇量科技等一系列互联网广告业务头部公司达成合作。作为广告营销商，公司上游客户为 APP 开发商、电商与游戏公司等广告主，下游流量供应商为互联网媒体公司，盈利来源为互联网效果营销服务的收入与支付给互联网媒体的成本及相关费用之间的差额。

图 4：互联网广告类型展示



资料来源：穿山甲官网，信达证券研发中心

3) 楼宇广告业务：亿家晶视是国内领先的跨区域楼宇广告运营商，媒体资源覆盖北上广深及 14 个新一线城市的写字楼与住宅社区。电梯是“强制性”等候场所，充足的人流量与环境的密闭性是其作为广告场景的天然优势。公司将广告轮回最长时间设定为三分钟，确保等候电梯的人群在三分钟内可以接触到循环播放的全部广告内容，实现了较高的广告到达率。客户群体包括小米集团、华扬创想、科大讯飞等。

图 5：楼宇广告产品展示



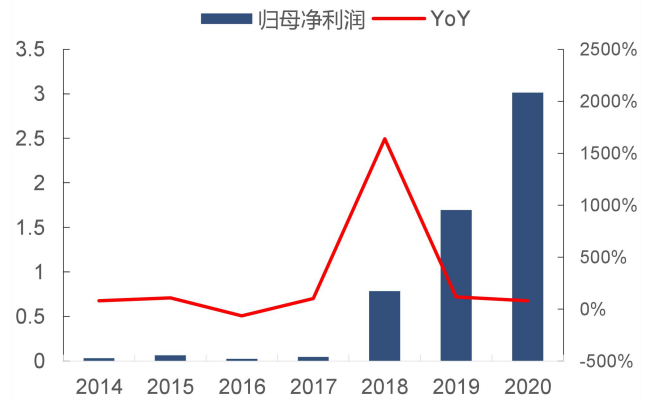
资料来源：亿家晶视官网，信达证券研发中心

2.2 转型阶段性成果显著，业绩大幅改善

自 2017 年开启转型探索，公司逐渐重新焕发活力，2018-20 年分别实现营收 6.7 亿元、8.6 亿元、14.2 亿元，同比分别+84.9%、+28.8%、+64.4%；实现归母净利润 0.8 亿元、1.7 亿元、3.0 亿元，同比分别+1636.5%、+115.8%、+78.0%。

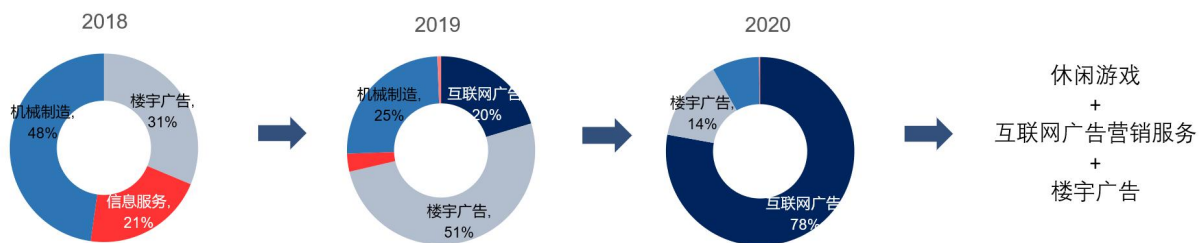
图 6：2014-2020 公司营业收入及增速，亿元


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

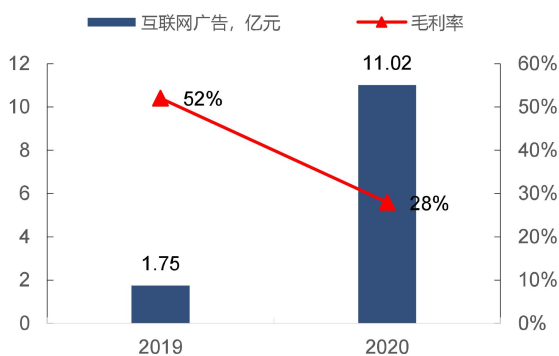
图 7：2014-2020 归母净利润及增速，亿元


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

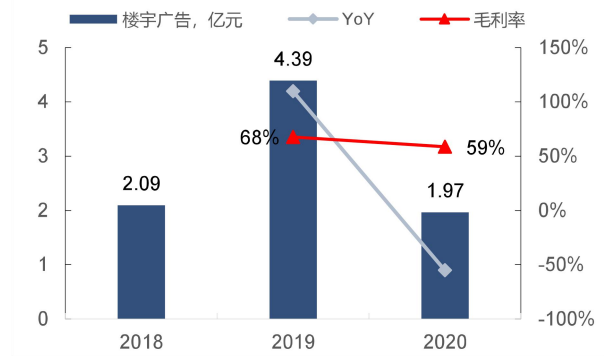
2020 年公司业务以互联网广告与楼宇广告为主，未来休闲游戏将是战略发展方向。2020 年互联网广告业务实现营收 11.02 亿元，占比 78%，毛利率 28%，较 2019 年下降 24pct，主要原因是公司于 2019 年下半年初步拓展互联网广告营销业务，彼时体量尚小不具备行业可比性，2020 年公司承接广告业务类型更加丰富均衡，毛利率更符合行业平均水平；楼宇广告业务实现营收 1.97 亿元，占比 14%，毛利率 59%，较 19 年下降 9pct，主要原因是 20 年前三季度受疫情影响楼宇广告业务收入大幅下滑，四季度国内办公生活恢复常态，同时公司新增联享家提供的住宅社区点位，扩大了客户媒体资源的选择范围，楼宇广告业务订单好转。

图 8：业务探索历程：锻压→楼宇广告→互联网广告→休闲游戏


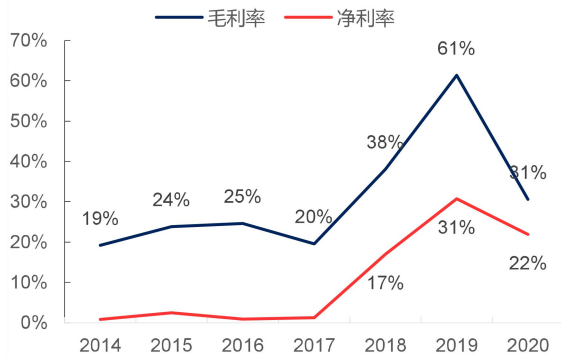
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：互联网广告毛利率逐渐同行业水平一致


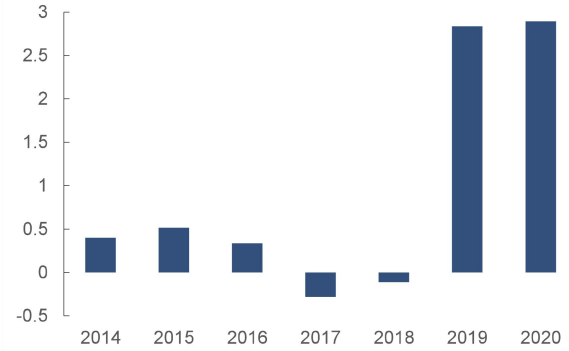
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：楼宇广告毛利率较高


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11: 广告业务提升公司盈利能力


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

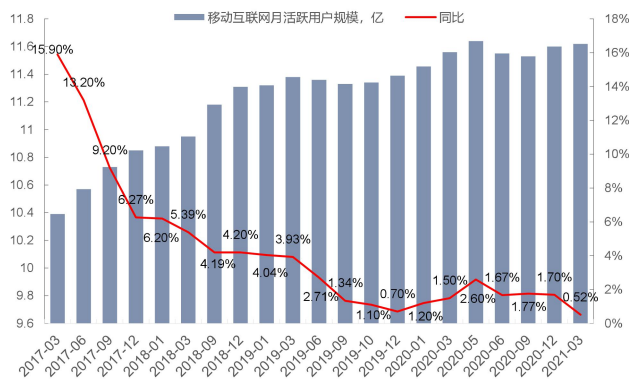
图 12: 经营活动现金流量净额大幅改善, 亿元


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

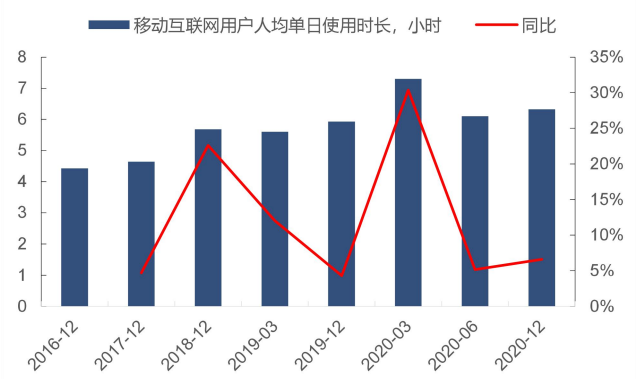
三、广告联盟赋能垂类应用流量变现

3.1 一环流量已高度渗透, 垂类应用正高速扩张

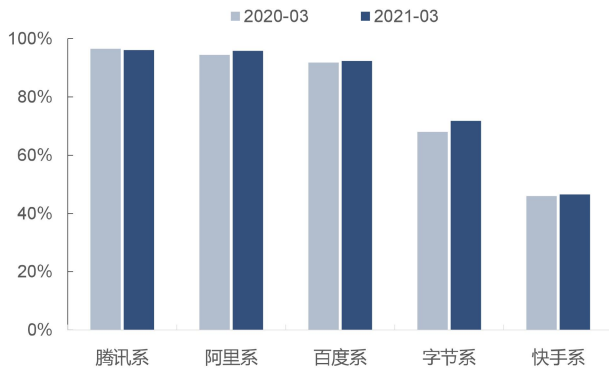
移动互联网活跃用户规模趋稳, 增速红利正在消退。2021年3月, 国内移动互联网月活跃用户规模达 11.62 亿, 同比增长 0.52%, 增速已从双位数下降至接近零增速, 用户规模高速增长红利已经逐渐消退。除特殊事件触发外, 用户人均单日使用时长低个位数稳定增长, 2018 年高增速源于流量资费下调与 4G 网络普及率大幅提升, 2020 年 3 月高增速源于疫情拉动用户对互联网的依赖。互联网巨头通过自有 APP 已实现较高用户渗透率, 一环流量(指通过旗下 APP 获取的流量)提升空间有限。

图 13: 移动互联网用户增速红利正在消退


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

图 14: 除特殊事件触发, 用户使用时长增长总体稳定


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

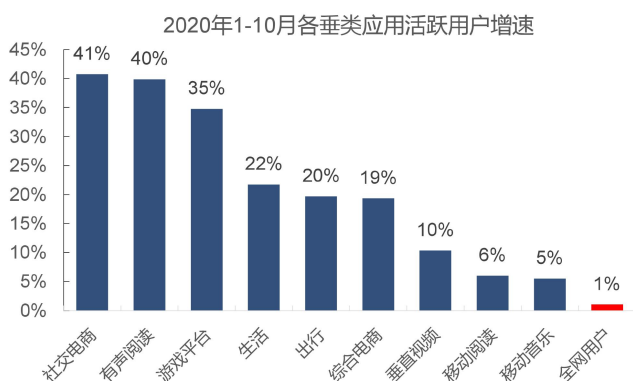
图 15：一环流量用户渗透率已达较高水平，提升空间有限


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

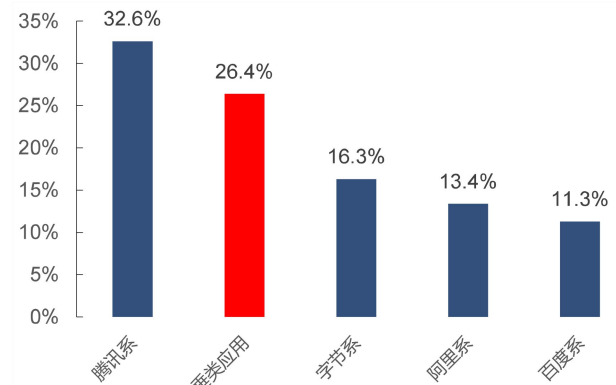
注: 1.各派系选取 APP 包含自有 APP、控股公司 APP;

2.各派系选取旗下 MAU≥1 万的 APP, 渗透率=旗下 MAU≥1 万的 APP 合计去重用户规模/移动互联网活跃用户规模。

垂类应用快速成长，营销价值高。垂类应用是指在单一领域满足用户特定需求的 APP，针对这一领域或需求提供全部深度信息和相关服务，比如手机游戏、阅读软件、计时器等。根据穿山甲与易观联合发布的《中国垂类应用流量营销价值洞察》，2020 年 11 月全网人均每月使用 APP 个数为 25.2 个，各类 APP 使用时长较为平均，用户触达媒体呈现多元化与碎片化特征。当前垂类应用正处高速增长期，社交电商、有声阅读、游戏平台活跃用户增速远高于全网，2020 年 9 月垂类应用使用时长仅次于腾讯系，占全网用户使用总时长比例超过 1/4。我们认为垂类应用具备较高营销价值，主要原因 1) 流量可观且处于快速成长期；2) 垂类应用凭借专业内容吸引特定用户，天然具备丰富精准的用户标签，帮助广告主定向匹配，精准营销；3) 海量垂类应用覆盖用户全时段、多场景，为广告主提供多元化触达碎片化场景的机会。

图 16：垂类应用正处高速增长期


资料来源: 易观分析, 信达证券研发中心

图 17：垂类应用使用时长占比仅次于腾讯系


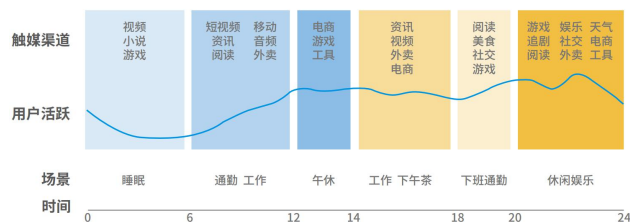
资料来源: 易观分析, 信达证券研发中心

注: 1.使用时长占比=移动互联网巨头旗下 APP 使用总时长/移动全网用户使用总时长;

2.用户使用时长数据选取 2020 年 9 月

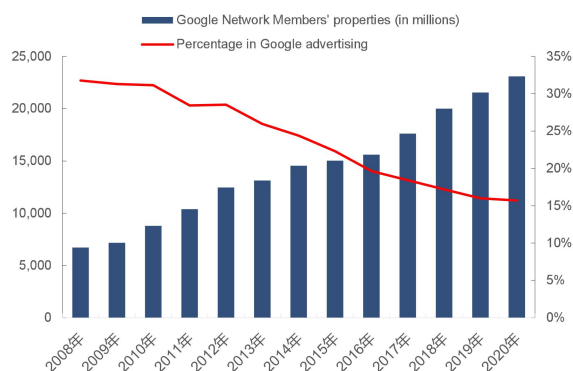
图 18: 垂类应用具备丰富精准的用户标签


资料来源: 易观分析, 信达证券研发中心

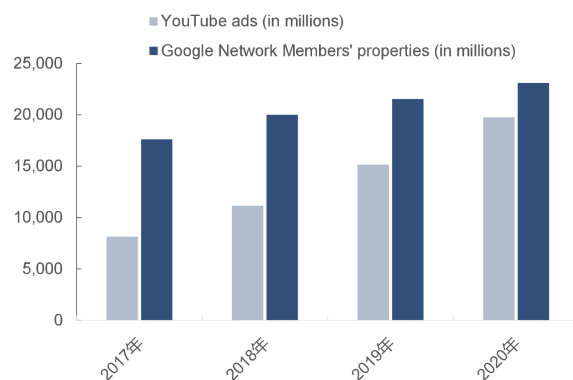
图 19: 垂类应用场景匹配用户 24 小时


资料来源: 易观分析, 信达证券研发中心

聚合垂类应用形成二环流量是互联网巨头的必由之路。自有流量发展到一定程度后, 增速放缓, 而垂类应用正以远高于全网增速的速度在成长。互联网巨头搭建平台聚合垂类应用, 形成自己的二环流量, 在二环流量体系中复用已高度成熟的广告体系, 形成“聚合流量-广告变现-流量增长”的良性循环。参考海外互联网巨头的发展, Google 2003 年推出 AdSense 作为网站主的聚合平台, 2010 年收购 AdMob 作为移动应用的聚合平台, 顶峰时二环流量占 Google 收入比重高达 30%, 后因 YouTube 盈利能力增强, 二环流量收入占比下降至 15% 左右。2020 年 Google 二环流量广告收入 231 亿美元, 体量与 YouTube 相当。国内, 穿山甲 2018 年正式发布, 快手联盟 20 年开放注册, 基于其背后互联网巨头的流量与资源, 二环流量平台将飞速崛起, 有望于 23 年达到千亿规模。

图 20: 顶峰时二环流量对 Google 广告业务贡献高达 30%


资料来源: Google 年报, 信达证券研发中心

图 21: Google 二环流量贡献收入与 YouTube 相当


资料来源: Google 年报, 信达证券研发中心

注: Google Network Members' properties consist of AdMob, AdSense, and Google Ad Manager.

3.2 广告联盟赋能垂类应用营销价值

垂类应用具备营销价值, 但独立的垂类应用广告变现成本高收益低。一方面 APP 开发者需要对接不同广告平台, 耗费时间精力且难以摸索出收益最大化的流量分配策略; 另一方面, 独立的垂类应用难以产生数据价值, 粗放广告投放 ROI 低, 广告主投放意愿与出价低。

广告联盟是垂类应用的“基础设施建设”, 接入海量应用, 聚合原本割裂的数据, 产生
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

丰富精准的用户标签，按照最大化填充率与收益原则将广告资源分配至垂类应用，二者按照一定比例分享广告收入。广告联盟通常由具备强大数据管理与算法能力的头部互联网公司建立，典型代表有字节跳动旗下的穿山甲、快手旗下的快手联盟。穿山甲为全球开发者提供用户增长、流量变现、LTV 提升等服务，目前已集成超过 70% 垂类应用流量，基于大数据及海量用户标签，帮助广告主实现精准营销。以下以穿山甲及其聚合产品 GroMore 为例介绍广告联盟从哪些方面赋能垂类应用流量变现。

图 22: 字节跳动旗下穿山甲已接入 10 万+应用



资料来源: 穿山甲官网, 巨量引擎官网, 信达证券研发中心

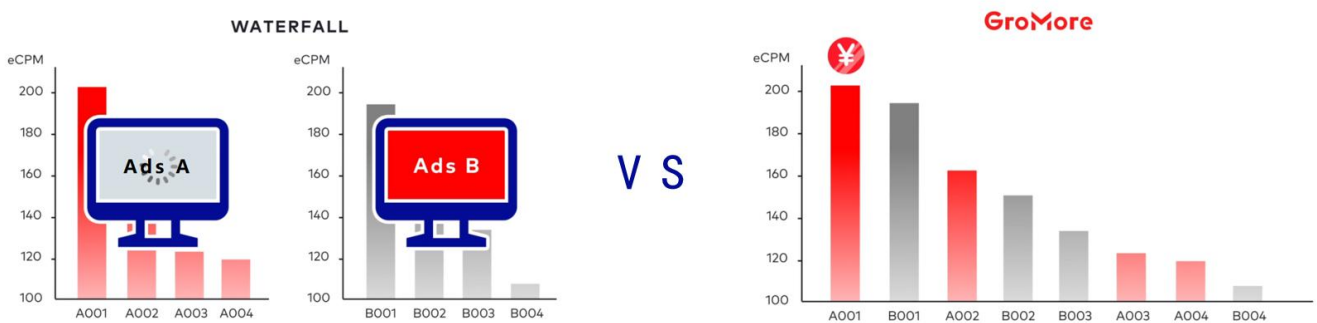
图 23: GroMore 整合多个主流广告平台资源



资料来源: 穿山甲官网, 信达证券研发中心

1) 提升填充率和收益: 按照传统瀑布流的需求顺序, 当广告平台 A 没有填充或者请求超时, 才能展现 B 平台的广告; 而通过 GroMore 可以将广告请求同时发送至多个广告平台, 综合所有平台的广告, 根据价格从高到低排序, 找到收益最高的一个, 最大化填充率和收益。

图 24: 分别接入多个广告平台 VS 接入穿山甲聚合产品 GroMore



资料来源: 穿山甲官网, 信达证券研发中心

2) 简化程序降低成本: 传统流量变现中, 流量主需投入高额人力成本维护配置不同广告平台, 花费大量时间摸索合适的流量分配策略; 而接入 GroMore 只需一次 SDK 便捷介入即可获取多个广告平台资源, 减少开发维护各广告平台的运营成本。

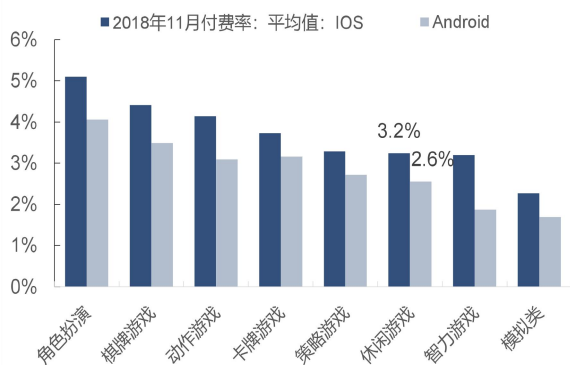
3) 精准匹配提升广告效果: 穿山甲享受字节跳动的数据与算法支持, 在技术、营销策略、广告形式等方面具备综合优势, 通过数据积累与模型优化精准定向匹配广告与流量, 提升转化率与 ROI。

4) 额外买量支持: 开发者可享受用户增长到流量变现全生命周期服务。穿山甲面向所有游戏开发者推出“游戏星选计划”, 为优质游戏进行买量金额 1:1 的收益发放。此外, 开发者每月最高可获得叠加高达 80% 的额外收益奖励。

3.3 休闲游戏已打通广告变现模式, 市场广阔

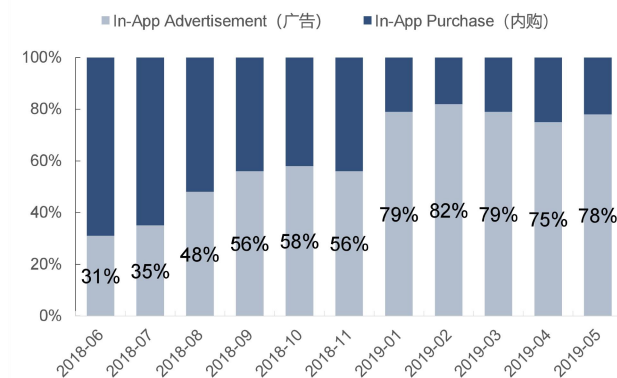
游戏收入来源包括内购与广告两部分, 休闲游戏用于填充碎片化时间, 用户内购付费意愿较低, 仅为 3% 左右; 受益于广告联盟的聚合作用, 自 2019 年起休闲游戏广告变现模式逐渐被打通, 开始有效利用非付费流量 (占比近 97%)。2018 年 6 月广告收入占休闲游戏收入比例仅 31%, 至 2019 年 5 月已提升至 78%, 广告收入已经成为休闲游戏流量变现的主要模式。

图 25: 休闲游戏内购付费意愿较低



资料来源: TalkingData, 信达证券研发中心

图 26: 广告收入已成休闲游戏流量变现主要运营模式



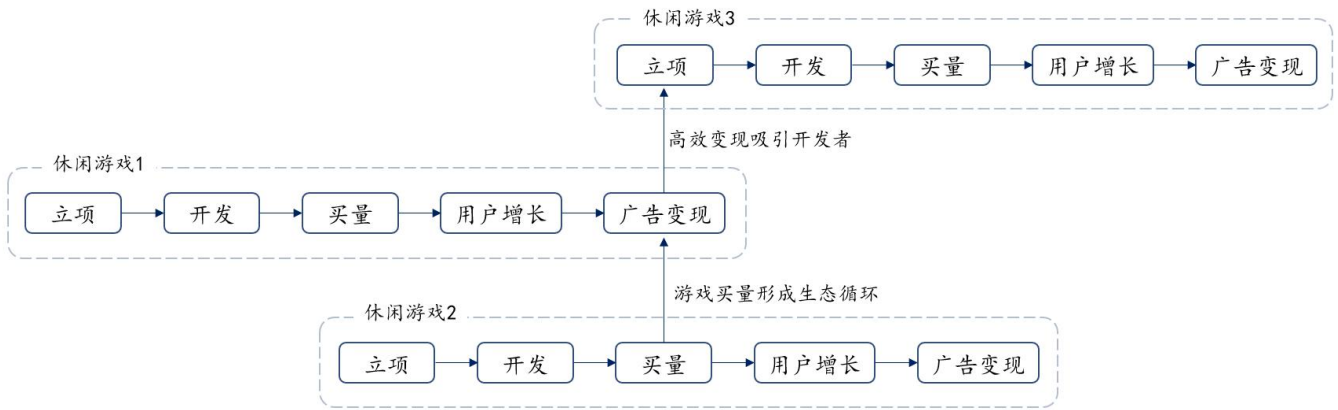
资料来源: AppsFlyer, 信达证券研发中心

我们认为休闲游戏广告变现市场空间广阔, 主要原因:

1) 休闲游戏天然具备较好广告变现条件, 其突出特征是规则简单、画面简洁、沉浸度低、填充碎片化时间, 因此用户对休闲游戏的整体要求“不高”, 所以对广告的容忍度较高。

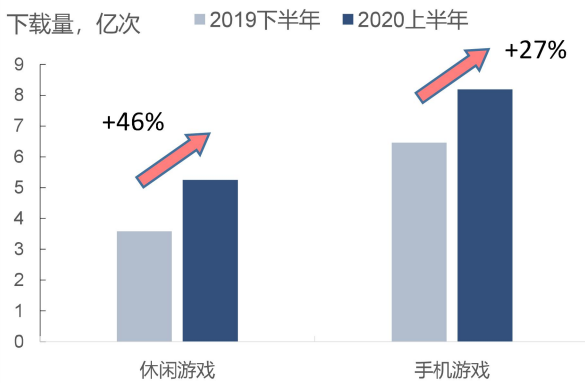
2) 广告联盟助力休闲游戏形成增长闭环, 持续吸引用户与优质开发者。一方面, 休闲游戏的广告主大多是游戏买量, 增大新游戏的曝光, 形成游戏生态的循环; 另一方面, 休闲游戏高效变现吸引开发者源源不断地填充优质休闲游戏内容。根据巨量算数与 Ohayoo 的联合报告, 国内休闲游戏高速扩张, 2020 上半年下载量 5.25 亿次, 环比增长 46%, 增速远超手机游戏下载量增速 (27%), 占比提升 9pct 至 64%。

图 27: 休闲游戏持续吸引流量与开发者



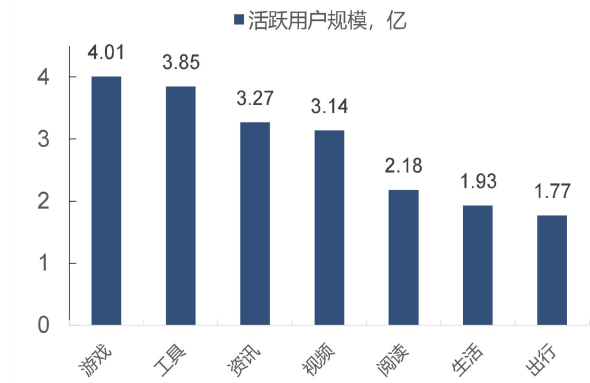
资料来源：信达证券研发中心

图 28：休闲游戏扩张速度高于手游大盘



资料来源：巨量算数，Ohayoo，信达证券研发中心

图 29：休闲游戏活跃用户规模已超 4 亿



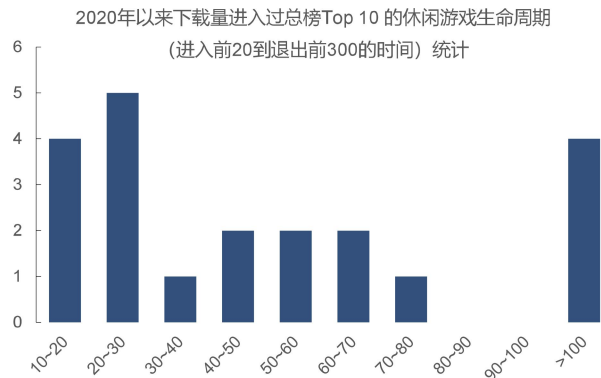
资料来源：穿山甲官网，信达证券研发中心

四、河马游戏：休闲游戏制造发行工厂

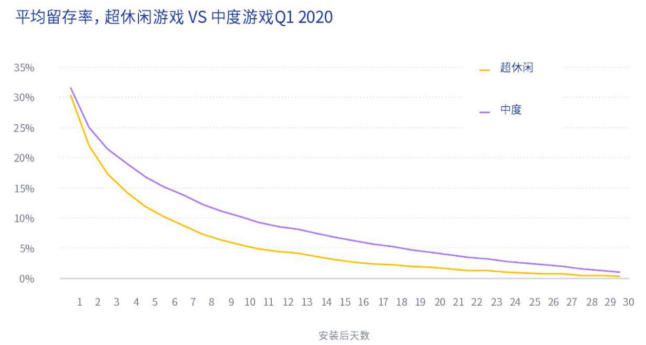
4.1 休闲游戏的特点：生命周期短、迭代快

休闲游戏具备生命周期短、易被复制、单产品成本收益低的特点，因此其制造逻辑显著区别于中重度游戏。

1) 生命周期较短：休闲游戏玩法简单，游戏目的是利用碎片化时间进行即时性娱乐，用户留存率较低。除消消乐、斗地主少数“常青款”外，多数爆款休闲游戏仅有 10-30 天的热度时间。根据 Adjust 与 Unity 的联合报告，超休闲游戏安装后一天留存率为 30.4% (vs 中度游戏 31.7%)，但其下降速度快，7 天留存率仅为 8.7% (vs 重度游戏 13.7%)。

图 30: 休闲游戏生命周期较短 (单位: 天)


资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

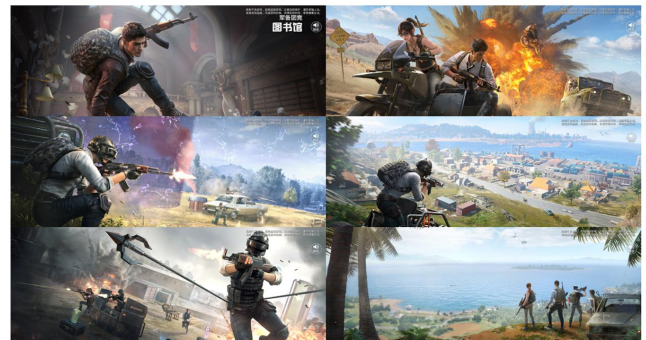
图 31: 休闲游戏用户留存率较低


资料来源: Adjust&Unity, 信达证券研发中心

2) 容易被复制: 休闲游戏开发团队规模小, 生产周期短, 成本低。根据 Ohayoo, 其服务开发团队中有 63% 规模小于 10 人, 86% 项目研发成本小于 100 万元。休闲游戏逻辑简单, 画面风格简洁, 生产壁垒较低, 能够被快速复制。此外休闲游戏不具备品牌、IP 粘性, 使其更易被替代。

图 32: 休闲游戏逻辑简单、风格简洁


资料来源: 各游戏 APP, 信达证券研发中心

图 33: 重度游戏机制复杂、界面精美


资料来源: 和平精英 APP, 信达证券研发中心

3) 单个产品收益较低: 重度游戏单月收入可过亿元, 而对于休闲游戏, 仅少数爆款产品全生命周期收入可达亿元级别, 多数产品全生命周期收入为百万、千万规模。其收入水平同生产成本与生产周期相匹配。

图 34: 2021 年 4 月中国区 App Store iPhone 全部游戏类收入排行榜

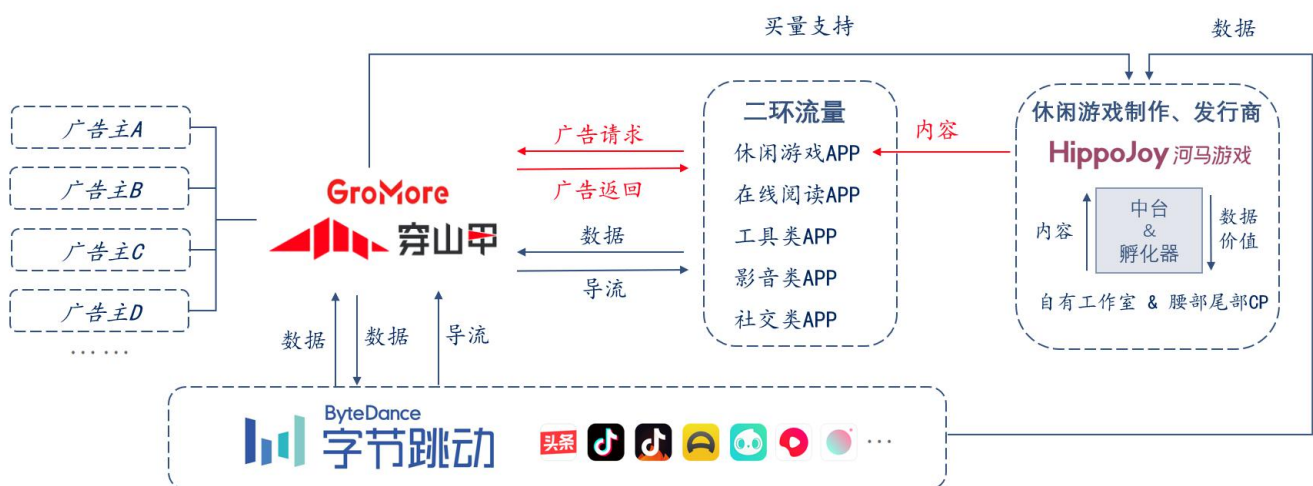
#	应用	月收入	较上月变动	#	应用	月收入	较上月变动
1	王者荣耀 Tencent Mobile Games	\$105,221,941	0	6	天涯明月刀 Tencent Mobile Games	\$17,378,113	0
2	和平精英 Tencent Mobile Games	\$62,343,388	0	7	斗罗大陆: 武魂觉醒 Khorqas Zhifan Network Technolog...	\$17,053,983	- 23
3	梦幻西游 网易移动游戏	\$35,693,338	- 1	8	原神 miHoYo Games	\$14,823,366	+ 3
4	三国志·战略版 Lingxi Games Inc.	\$28,571,516	+ 1	9	一念逍遥 雷霆游戏	\$11,614,027	0
5	万国觉醒·RoK 上海莉莉丝网络	\$18,063,525	- 2	10	大话西游 网易移动游戏	\$11,493,118	0

资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

4.2 工业化中台精准输出创意，孵化器广泛调动社会产能

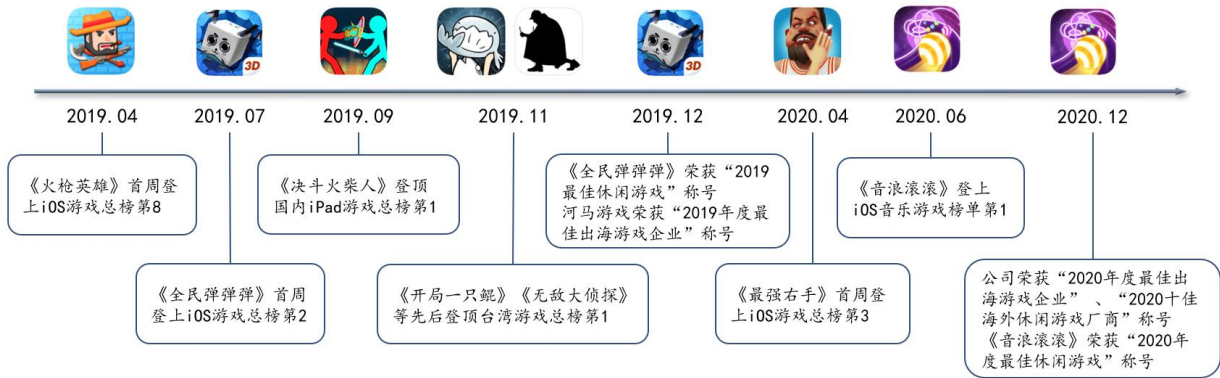
休闲游戏生命周期短、易被复制、单产品收益有限的特点要求制造发行商能够持续高频输出优质内容。河马游戏的核心优势之一是建立了工业化数据中台，字节、快手、小米等互联网巨头为其提供颗粒度极细的用户行为与流行趋势数据，中台的“大脑”学习、分析数据，产出符合当下“审美”的游戏创意并对创意打分，生成“命题作文”并写好每段的首句尾句，指引CP的生产。目前河马游戏已经具备工业化生产休闲游戏的能力，主要体现在1) 生产效率，平均6-8人团队每月可完成一款产品的开发；2) 成功率稳定，8%-10%的产品能够成为爆款。随“大脑”学习的数据增多、创意得到验证反馈，其产出创意的精准度能够进一步提高。

图 35：河马游戏是二环流量的优质内容供应商



资料来源：信达证券研发中心

图 36：河马游戏在休闲游戏领域屡创佳绩

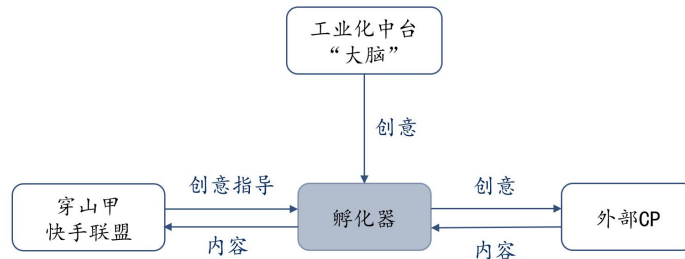


资料来源：河马游戏官网，信达证券研发中心

孵化器是河马游戏另一核心竞争力，广泛调动社会产能。公司同字节跳动战略合作，管理字节腰部尾部 CP，孵化器将中台“大脑”产生的创意分配给外围 CP，CP 负责内容生产。此外，公司同快手旗下 JOYO 共同打造“小橙子”独立品牌，快手基于自身庞大的活跃用户及优质算法提供创意指导，公司负责挖掘优质高效的内容创作者。孵化器广泛调动外部产能，有效管理潜在竞争者，高效生产精品内容进行流量变现，从而吸引优秀的 CP，形成循环。

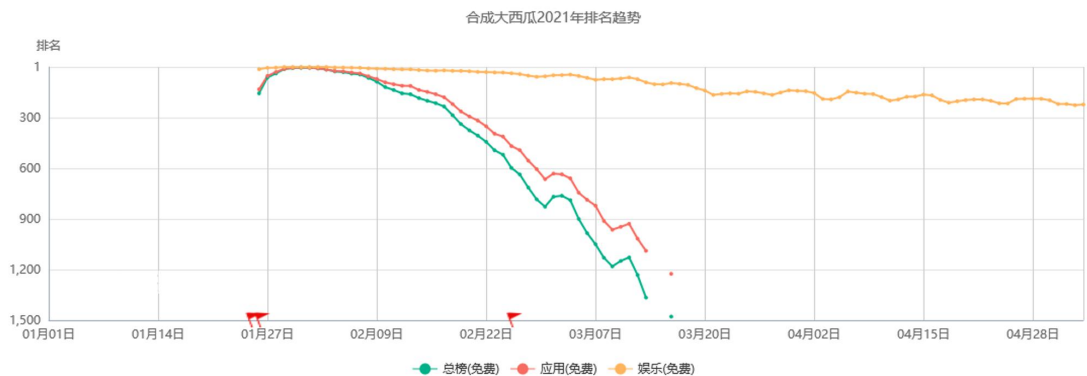
2021 年爆款休闲游戏产品《合成大西瓜》即为公司孵化平台产品，1 月 26 日上线，上线 5 天即进入总榜（免费）排名前 10，5 天内 APP Store 下载量达 11 万次，2 月份下载量达 65 万次。

图 37：孵化器广泛组织外部产能，提高生产效率



资料来源：信达证券研发中心

图 38：《合成大西瓜》1 月 26 日上线，迅速进入榜单前 10



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

4.3 头部平台具有马太效应，绑定广告联盟将持续受益

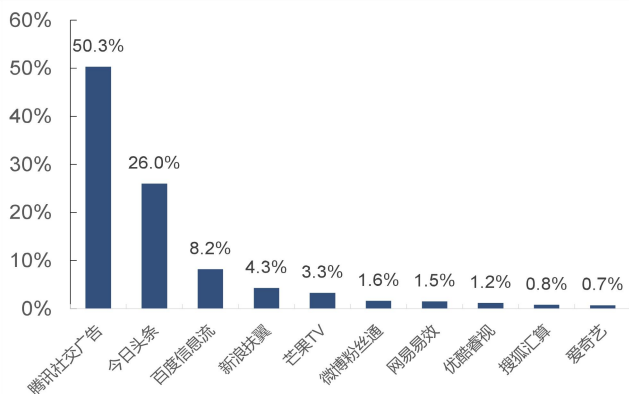
我们认为头部平台具备较强的马太效应，能够形成持续吸引流量与优质内容开发者的良性循环。**1) 广告资源丰富：**站内流量池大，受到广告主青睐，字节系已成游戏买量顶尖平台，根据 AppGrowing，2020 年 8 月买量排名前 15 的手机游戏中，有 10 个将巨量引擎作为第一大广告投放平台。**2) 赋能内容开发：**穿山甲凭借其海量底层数据与优质算法能力赋能休闲游戏开发环节，投入买量资源帮助开发者打造爆款，爆款吸引更多流量从而提高变现效率，高变现率与高开发效率吸引更多优质内容开发者，平台与开发者共享成长。

表 1：2020 年 8 月手游买量前 15 名选择平台列举

排名	应用名称	应用类别	主投放平台 (TOP4)
1	爱上消消乐	消除	巨量引擎、腾讯广告、网易易效、快手
2	三国志·战略版	三国战争	巨量引擎、WiFi 万能钥匙、斗鱼、腾讯广告
3	最强答人	其他	巨量引擎、腾讯广告、WiFi 万能钥匙、快手
4	精灵盛典：福利版	魔幻	腾讯广告、百度信息流、巨量引擎、阿里汇川
5	高铁时代	其他	巨量引擎、快手、WiFi 万能钥匙、腾讯广告
6	三国志幻想大陆	三国	腾讯广告、巨量引擎、阿里汇川、斗鱼
7	梦幻西游网页版	西游	腾讯广告、巨量引擎、阿里汇川、搜索星耀
8	班主任模拟器	模拟	腾讯广告、WiFi 万能钥匙
9	新射雕群侠传之铁血丹心	仙侠	腾讯广告、巨量引擎、斗鱼、阿里汇川
10	成语大侠	其他	巨量引擎、腾讯广告
11	我爱拼模型	其他	巨量引擎、网易易效、WiFi 万能钥匙、芒果 TV
12	飞龙大乱斗	其他	巨量引擎、腾讯广告
13	天天消星星	消除	巨量引擎
14	2048 球球大作战	其他	巨量引擎、腾讯广告、快手、网易易效
15	猜歌大神	其他	巨量引擎、WiFi 万能钥匙、腾讯广告

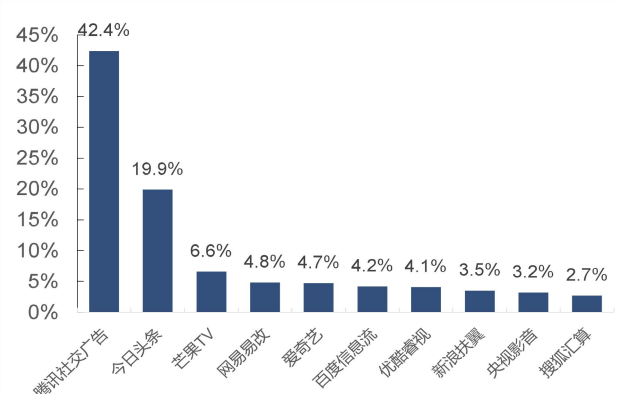
资料来源：App Growing，信达证券研发中心

图 39：电商广告渠道广告数 Top10 及占比 (2018Q3)



资料来源：App Growing，信达证券研发中心

图 40：电商广告渠道投放金额 Top10 及占比 (2018Q3)



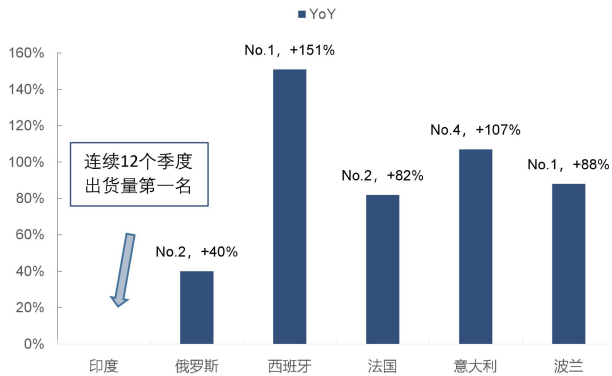
资料来源：App Growing，信达证券研发中心

4.4 借力小米全球生态，实现海外高速增长

河马游戏是小米战略合作企业，为其提供手机预装休闲游戏，产品包括《Ludo

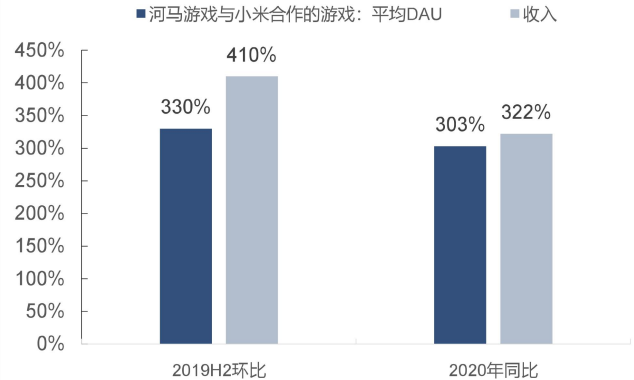
Master》、《Block Puzzle》、《Pop Shooter Blast》及《Crazy Juicer》等。2020年小米智能机海外市场出货量大幅增加,MIUI海外用户超过2亿,在全部用户中占比达到68%。依托小米硬件全球覆盖面的扩大与手机预装游戏留存率的提升,河马游戏与小米合作的游戏在2020年的平均日活用户量较2019年增加303%,收入增长322%,未来有望跟随小米参与更多海外互联网生态建设。

图 41: 2020Q2 小米智能机海外出货量排名



资料来源: 小米出海峰会, 信达证券研发中心

图 42: 2020 年小米助力河马游戏每日新增激活超过 80 万



资料来源: 小米开发者大会, 信达证券研发中心

五、盈利预测及假设

1) 休闲游戏: 2020年公司收购 Clockwork 及其旗下资产, 21年1月完成工商变更与交接事项。河马游戏具备工业化生产发行休闲游戏能力, 广泛调动长尾开发者产能, 有望成为广告联盟聚合二环流量过程中的关键环节, 深度绑定头部大厂, 分享二环流量大盘的成长。预计2021-23年分别实现营收5.81亿元、9.94亿元、17.00亿元。

2) 互联网广告营销服务: 里安传媒已与百度、小米、汇量科技等一系列头部互联网媒体公司达成合作, 业务范围遍及全球, 具有持续稳定的收入来源。预计2021-23年分别实现营收11.57亿元、12.15亿元、12.76亿元。

3) 楼宇广告: 20Q1-Q3 楼宇广告业务受疫情冲击严重, Q4 恢复较快, 主要原因是公司增加住宅社区场景点位以及办公区域恢复正常, 订单好转可持续。预计2021-23年分别实现营收3.05亿元、3.35亿元、3.69亿元。

表 2: 分项目盈利预测 (单位: 亿元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
休闲游戏收入			5.81	9.94	17.00
YoY				71%	71%
毛利率			85%	85%	85%
互联网广告营销服务收入	1.75	11.02	11.57	12.15	12.76
YoY		528%	5%	5%	5%
毛利率	52%	28%	25%	25%	25%
楼宇广告收入	4.39	1.97	3.05	3.35	3.69
YoY	110%	-55%	55%	10%	10%

毛利率	87%	59%	62%	61%	61%
整体收入	8.61	14.16	20.43	25.44	33.45
YoY	29%	64%	44%	25%	31%
毛利率	61%	31%	48%	53%	59%

资料来源：信达证券研发中心

六、估值与投资评级

我们预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 6.08 亿元、8.75 亿元、13.22 亿元，同比分别+101.7%、+43.9%、+51.1%。公司通过产业投资与外延并购成功打通休闲游戏广告变现与互联网广告营销业务，我们看好河马游戏工业化生产休闲游戏的能力、孵化中心赋能优质 CP 的效率以及互联网巨头二环流量的快速崛起，我们认为公司深度绑定广告联盟，有望共享二环流量红利。市场尚未对公司转型充分反应，参考可比公司估值，我们预计 21 年公司合理市值 152 亿，对应 25xPE，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS					PE				
			2019	2020	2021A	2022A	2023A	2019	2020	2021A	2022A	2023A
603533.SH	掌阅科技	28.55	0.40	0.66	0.91	1.21	1.53	71.4	43.3	31.4	23.6	18.7
605168.SH	三人行	120.51	3.74	5.21	7.92	10.94	14.24	32.2	23.1	15.2	11.0	8.5
002027.SZ	分众传媒	10.29	0.13	0.27	0.41	0.49	0.59	79.2	38.1	25.1	21.0	17.4
平均								60.9	34.8	23.9	18.5	14.9
300280.SZ	紫天科技	39.77	1.04	1.86	3.75	5.40	8.16	38.1	21.4	10.6	7.4	4.9

资料来源：Wind 一致预测，信达证券研发中心（注：股价为 2021 年 5 月 19 日收盘价）

风险因素

二环流量增长不及预期、监管政策变动影响休闲游戏发行、商誉减值风险

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1,049	1,546	2,138	2,880	3,751	
货币资金	26	417	574	897	1,174	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	619	1,116	1,540	1,961	2,549	
预付账款	5	4	11	8	12	
存货	154	0	0	0	0	
其他	245	9	14	13	17	
非流动资产	1,478	1,578	1,626	1,824	2,022	
长期股权投资	0	254	254	254	254	
固定资产(合计)	141	3	51	149	247	
无形资产	31	0	0	100	200	
其他	1,305	1,321	1,321	1,321	1,321	
资产总计	2,527	3,124	3,764	4,705	5,774	
流动负债	506	1,218	1,250	1,566	1,663	
短期借款	69	152	152	152	152	
应付票据	0	10	11	12	14	
应付账款	153	714	635	785	848	
其他	284	343	452	617	649	
非流动负债	5	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	5	0	0	0	0	
负债合计	511	1,218	1,250	1,566	1,663	
少数股东权益	207	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,809	1,906	2,514	3,138	4,110	
负债和股东权益	2,527	3,124	3,764	4,705	5,774	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	861	1,416	2,043	2,544	3,345	
同比(%)	28.8%	64.4%	44.3%	24.5%	31.4%	
归属母公司净利润	169	301	608	875	1,322	
同比(%)	115.8%	78.0%	101.7%	43.9%	51.1%	
毛利率(%)	61.4%	30.6%	47.6%	53.2%	59.5%	
ROE%	9.4%	15.8%	24.2%	27.9%	32.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.04	1.86	3.75	5.40	8.16	
P/E	15.59	27.13	10.60	7.37	4.88	
P/B	1.46	4.29	2.56	2.05	1.57	
EV/EBITDA	5.75	20.88	8.22	5.40	3.40	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	861	1,416	2,043	2,544	3,345	
营业成本	333	983	1,071	1,190	1,355	
营业税金及附加	8	3	16	20	27	
销售费用	22	16	82	102	134	
管理费用	47	35	51	64	84	
研发费用	11	16	92	114	151	
财务费用	3	8	0	0	0	
减值损失合计	-20	-13	0	0	0	
投资净收益	9	65	6	8	10	
其他	-47	-16	4	5	7	
营业利润	381	390	741	1,067	1,612	
营业外收支	3	-7	0	0	0	
利润总额	384	383	741	1,067	1,612	
所得税	119	73	133	192	290	
净利润	265	310	608	875	1,322	
少数股东损益	96	9	0	0	0	
归属母公司净利润	169	301	608	875	1,322	
EBITDA	466	379	733	1,056	1,597	
EPS(当年)(元)	1.04	1.86	3.75	5.40	8.16	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金	284	289	201	765	817	
净利润	265	310	608	875	1,322	
折旧摊销	25	17	2	2	2	
财务费用	3	8	0	0	0	
投资损失	-9	-65	-6	-8	-10	
营运资金变动	-71	-13	-403	-104	-497	
其它	71	32	0	0	0	
投资活动现金流	-727	-125	-44	-192	-190	
资本支出	-3	-5	-50	-200	-200	
长期投资	-760	-124	0	0	0	
其他	36	4	6	8	10	
筹资活动现金流	434	223	0	-250	-350	
吸收投资	416	0	0	0	0	
借款	19	83	0	0	0	
支付利息或股息	-3	-13	0	-250	-350	
现金流净增加额	-10	388	157	323	277	

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。