

## 爆款游戏催化，狮之吼并表增厚利润

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年业绩快报, 2017 全年实现营业收入 2.8 亿元, 同比增长约 76%, 实现归母净利润 1.0 亿元, 同比增长 164%, 其中狮之吼 2017 年 12 月的净利润纳入合并报表范围, 贡献了约 2500 万净利润。
- **《绝地求生》带来巨大增量, 狮之吼并表拉动业绩快速增长, 归母净利润处于业绩预告中部。**公司 2017 年业绩的快速增长主要来自 2017 下半年爆款游戏《绝地求生》的迅速发酵, 高客单价的海外加速业务大大提升了公司的业绩。与此同时, 狮之吼 2017 年 12 月财务数据纳入合并报表范围, 2017 年 12 月狮之吼实现净利润约 2500 万元, 2017 全年狮之吼实现净利润约 2.0 亿元。
- **持续火爆的“吃鸡”游戏本土化、手游化, 推动加速业务继续高成长, 公司在游戏加速领域具有强大竞争力。**网游加速业务方面, 虽然“吃鸡”游戏本土化以后, steam 平台上国内玩家的减少使得对海外加速业务的需求降低, 但相比于 steam 上的国内用户量而言, 本土化以后或将给公司贡献更多的活跃用户量。手游加速业务方面, 公司手游加速器内置于《王者荣耀》、《球球大作战》、《征途》等热门游戏中, 随着腾讯的“吃鸡”手游逐步成熟, 公司手游加速业务有望受益。与此同时, 公司在网游加速业务领域有十余年的经验和用户积累, 是国内游戏加速行业的龙头, 公司研发费用占营收的比例从 2012 年的 7% 增长到 2017H1 的 25%, 高研发投入有望保证竞争优势。
- **狮之吼 2017 年对赌业绩超额完成, 2018-2019 年的业绩对赌大概率或也将实现。**狮之吼团队为原“Windows 优化大师”与“鲁大师”的核心成员, 公司五大类软件类型 2016 年总用户数达 2.4 亿, 同比增长 506%。2016 年狮之吼实现营收 4.3 亿元, 综合毛利率达 99.9%, 即使公司仅依靠现存量, 业绩对赌仍将大概率实现, 2017-2019 年承诺业绩分别不低于 1.92 亿、2.50 亿、3.24 亿元, 2017 年狮之吼实现净利润 2.0 亿元, 超额完成业绩承诺。
- **盈利预测与投资建议。**考虑狮之吼并表, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.46/1.62/2.13 元, 对应 PE 为 83/24/18 倍, 基于公司作为细分领域的龙头公司, 未来成长性非常高, 我们给予公司 2018 年 25 倍估值, 对应目标价 40.60 元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 国家对于游戏的政策或发生改变、并购标的业绩不及预期、新兴网络技术或对行业发生颠覆性影响。

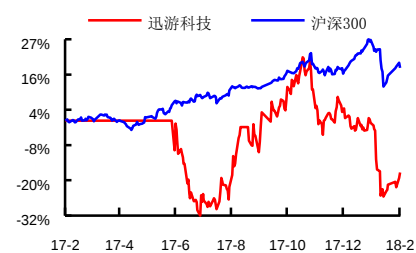
| 指标/年度          | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 158.00  | 387.57  | 1118.53 | 1387.58 |
| 增长率            | -8.07%  | 145.29% | 188.60% | 24.05%  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 39.12   | 104.92  | 368.06  | 483.67  |
| 增长率            | -34.11% | 168.24% | 250.79% | 31.41%  |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.17    | 0.46    | 1.62    | 2.13    |
| 净资产收益率 ROE     | 3.89%   | 13.07%  | 30.76%  | 28.95%  |
| PE             | 223     | 83      | 24      | 18      |
| PB             | 16.17   | 13.70   | 8.86    | 6.25    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
 执业证号: S1250515070002  
 电话: 023-67791663  
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
 联系人: 罗亚琨  
 电话: 0755-88604093  
 邮箱: lyk@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 2.27        |
| 流通 A 股(亿股)   | 1.00        |
| 52 周内股价区间(元) | 31.66-56.52 |
| 总市值(亿元)      | 87.04       |
| 总资产(亿元)      | 7.55        |
| 每股净资产(元)     | 3.51        |

### 相关研究

1. 迅游科技 (300467): 远近双逻辑推动公司逆袭 (2017-11-01)
2. 迅游科技 (300467): 雄狮领路, 加速出海 (2017-08-31)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2016A         | 2017E          | 2018E          | 2019E          | 现金流量表（百万元）        | 2016A          | 2017E          | 2018E           | 2019E          |
|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|
| 营业收入          | 158.00        | 387.57         | 1118.53        | 1387.58        | 净利润               | 20.58          | 78.44          | 257.19          | 310.73         |
| 营业成本          | 51.97         | 92.35          | 127.11         | 146.58         | 折旧与摊销             | 6.29           | 4.13           | 4.13            | 4.13           |
| 营业税金及附加       | 2.80          | 7.19           | 19.07          | 24.51          | 财务费用              | 5.79           | 0.04           | 27.45           | 52.55          |
| 销售费用          | 28.92         | 77.51          | 246.08         | 305.27         | 资产减值损失            | 0.38           | 0.00           | 0.00            | 0.00           |
| 管理费用          | 67.47         | 116.27         | 357.93         | 444.03         | 经营营运资本变动          | 50.96          | -317.22        | -1327.44        | -463.03        |
| 财务费用          | 5.79          | 0.04           | 27.45          | 52.55          | 其他                | -44.33         | -4.00          | -5.00           | -5.00          |
| 资产减值损失        | 0.38          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>39.67</b>   | <b>-238.61</b> | <b>-1043.67</b> | <b>-100.61</b> |
| 投资收益          | 7.91          | 4.00           | 5.00           | 5.00           | 资本支出              | 15.66          | 0.00           | 0.00            | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -174.65        | 4.00           | 5.00            | 5.00           |
| 其他经营损益        | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-158.99</b> | <b>4.00</b>    | <b>5.00</b>     | <b>5.00</b>    |
| <b>营业利润</b>   | <b>8.58</b>   | <b>98.21</b>   | <b>345.90</b>  | <b>419.65</b>  | 短期借款              | 0.00           | 91.14          | 1160.20         | 248.67         |
| 其他非经营损益       | 20.05         | 10.90          | 11.85          | 12.58          | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>28.62</b>  | <b>109.11</b>  | <b>357.75</b>  | <b>432.23</b>  | 股权融资              | 216.06         | 0.00           | 0.00            | 0.00           |
| 所得税           | 8.05          | 30.67          | 100.56         | 121.50         | 支付股利              | 0.00           | -7.82          | -20.98          | -73.61         |
| 净利润           | 20.58         | 78.44          | 257.19         | 310.73         | 其他                | -8.62          | 0.66           | -27.45          | -52.55         |
| 少数股东损益        | -18.54        | -26.49         | -110.87        | -172.94        | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>207.45</b>  | <b>83.97</b>   | <b>1111.76</b>  | <b>122.51</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 39.12         | 104.92         | 368.06         | 483.67         | <b>现金流量净额</b>     | <b>88.12</b>   | <b>-150.63</b> | <b>73.10</b>    | <b>26.90</b>   |
|               |               |                |                |                |                   |                |                |                 |                |
| 资产负债表（百万元）    | 2016A         | 2017E          | 2018E          | 2019E          | 财务分析指标            | 2016A          | 2017E          | 2018E           | 2019E          |
| 货币资金          | 189.39        | 38.76          | 111.85         | 138.76         | <b>成长能力</b>       |                |                |                 |                |
| 应收和预付款项       | 28.38         | 54.17          | 141.51         | 170.80         | 销售收入增长率           | -8.07%         | 145.29%        | 188.60%         | 24.05%         |
| 存货            | 0.00          | 0.00           | 0.01           | 0.01           | 营业利润增长率           | -83.94%        | 1044.91%       | 252.21%         | 21.32%         |
| 其他流动资产        | 336.49        | 825.39         | 2382.06        | 2955.04        | 净利润增长率            | -63.44%        | 281.18%        | 227.89%         | 20.82%         |
| 长期股权投资        | 107.38        | 107.38         | 107.38         | 107.38         | EBITDA 增长率        | -61.93%        | 395.52%        | 268.69%         | 26.19%         |
| 投资性房地产        | 8.82          | 8.82           | 8.82           | 8.82           | <b>获利能力</b>       |                |                |                 |                |
| 固定资产和在建工程     | 21.70         | 19.90          | 18.10          | 16.30          | 毛利率               | 67.11%         | 76.17%         | 88.64%          | 89.44%         |
| 无形资产和开发支出     | 7.93          | 5.87           | 3.80           | 1.73           | 三费率               | 64.67%         | 50.01%         | 56.45%          | 57.79%         |
| 其他非流动资产       | 48.53         | 48.26          | 47.99          | 47.72          | 净利率               | 13.02%         | 20.24%         | 22.99%          | 22.39%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>748.62</b> | <b>1108.54</b> | <b>2821.53</b> | <b>3446.56</b> | ROE               | 3.89%          | 13.07%         | 30.76%          | 28.95%         |
| 短期借款          | 0.00          | 91.14          | 1251.33        | 1500.01        | ROA               | 2.75%          | 7.08%          | 9.12%           | 9.02%          |
| 应付和预收款项       | 54.70         | 124.91         | 331.93         | 409.78         | ROIC              | 4.64%          | 19.62%         | 21.89%          | 15.66%         |
| 长期借款          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 13.08%         | 26.42%         | 33.75%          | 34.33%         |
| 其他负债          | 164.52        | 292.48         | 402.05         | 463.44         | <b>营运能力</b>       |                |                |                 |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>219.22</b> | <b>508.53</b>  | <b>1985.31</b> | <b>2373.23</b> | 总资产周转率            | 0.25           | 0.42           | 0.57            | 0.44           |
| 股本            | 166.83        | 226.61         | 226.61         | 226.61         | 固定资产周转率           | 5.97           | 18.63          | 58.87           | 80.67          |
| 资本公积          | 427.15        | 367.37         | 367.37         | 367.37         | 应收账款周转率           | 47.48          | 71.73          | 74.69           | 55.67          |
| 留存收益          | 96.21         | 193.31         | 540.38         | 950.44         | 存货周转率             | 21278.14       | 25529.74       | 23108.83        | 21368.58       |
| 归属母公司股东权益     | 538.38        | 635.48         | 982.55         | 1392.61        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 118.61%        | —              | —               | —              |
| 少数股东权益        | -8.98         | -35.47         | -146.34        | -319.28        | <b>资本结构</b>       |                |                |                 |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>529.40</b> | <b>600.01</b>  | <b>836.21</b>  | <b>1073.34</b> | 资产负债率             | 29.28%         | 45.87%         | 70.36%          | 68.86%         |
| 负债和股东权益合计     | 748.62        | 1108.54        | 2821.53        | 3446.56        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 17.92%         | 63.03%          | 63.21%         |
|               |               |                |                |                | 流动比率              | 2.54           | 1.81           | 1.33            | 1.38           |
|               |               |                |                |                | 速动比率              | 2.54           | 1.81           | 1.33            | 1.38           |
|               |               |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 7.46%          | 5.70%           | 15.22%         |
|               |               |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                 |                |
|               |               |                |                |                | 每股收益              | 0.17           | 0.46           | 1.62            | 2.13           |
|               |               |                |                |                | 每股净资产             | 2.38           | 2.80           | 4.34            | 6.15           |
|               |               |                |                |                | 每股经营现金            | 0.18           | -1.05          | -4.61           | -0.44          |
|               |               |                |                |                | 每股股利              | 0.00           | 0.03           | 0.09            | 0.32           |
|               |               |                |                |                |                   |                |                |                 |                |
| 业绩和估值指标       | 2016A         | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   |                |                |                 |                |
| EBITDA        | 20.66         | 102.38         | 377.49         | 476.34         |                   |                |                |                 |                |
| PE            | 222.53        | 82.96          | 23.65          | 18.00          |                   |                |                |                 |                |
| PB            | 16.17         | 13.70          | 8.86           | 6.25           |                   |                |                |                 |                |
| PS            | 55.09         | 22.46          | 7.78           | 6.27           |                   |                |                |                 |                |
| EV/EBITDA     | 297.39        | 84.80          | 25.88          | 20.98          |                   |                |                |                 |                |
| 股息率           | 0.00%         | 0.09%          | 0.24%          | 0.85%          |                   |                |                |                 |                |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名      | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|---------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽     | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 黄丽娟     | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 邵亚杰     | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅     | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 郎珈艺     | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 欧阳倩威    | 机构销售   | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn      |
| 北京 | 蒋诗烽     | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 王雨珩     | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
|    | 陈乔楚     | 机构销售   | 18610030717   | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn       |
|    | 路剑      | 机构销售   | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn    |
| 广深 | 张婷      | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 王湘杰     | 机构销售   | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 熊亮      | 机构销售   | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳     | 机构销售   | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |
|    | 刘予鑫(广州) | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |