



核心员工增持，彰显长期信心

中信证券研究部

2015 年 1 月 21 日

陈剑

电话：010-60838585

邮件：chenjian@citics.com

执业证书编号：S1010512120001

李伟

电话：010-60838159

邮件：liw1@citics.com

执业证书编号：S1010513110003

王浩冰

电话：010-60836760

邮件：wanghaobing@citics.com

执业证书编号：S1010514080004

投资评级

买入（维持）

当前价：26.47 元

目标价：32.00 元

事项：

公司收到高级管理人员李德宏、曹轶以及部分中层管理人员通知，于 2014 年 12 月 30 日至 2015 年 1 月 20 日分别通过二级市场增持了本公司部分人民币普通股（A 股）流通股份。对此我们点评如下：

评论：

员工增持彰显长期信心

公司高管及部分中层管理人员本次增持耗资约 1400 万元，增持均价约为 22.12 元/股。本次参与增持的员工为包括公司主要的部门经理。公司利益与骨干员工成功绑定，利于团队稳定，对互联网公司意义重大，利好公司长远发展。

并购元年始动，外延式拓展持续进行

公司近期持续进行外延式拓展，从入股中电信旗下的炫彩互动，到收购浮云网络，乃至增资慈文传媒；2014 年已成为公司的并购元年。我们认为，公司外延式拓展的战略思路十分清晰：1) 公司基于自身的平台流量优势，以较低的成本收购产业链上下游有潜力的中小型企业，而后通过与自身平台的协同，共同推动被收购企业的加速成长；这一方面获取了资本增值的收益，另一方面也加快完善了公司的产业链布局；其中，浮云网络自并入公司后获得较好的流量支持，去年下半年收入大幅增长，验证了这一模式的可行性。2) 积极寻求与有互联网资源优势的企业进行合作，以加强公司的综合竞争力；我们预计公司未来将积极争取与互联网巨头在业务及资本层面实现合作共赢。

全方位游戏平台逐渐成型

公司页游平台快速发展，开服数排名长期稳定在前五；顺网游戏已经成为国内一线页游平台，网吧平台的导入流量料将逐步体现。此外，公司增资中电信旗下的炫彩互动，借其旗下的“爱游戏”平台切入移动游戏平台运营和分发领域。预期随着民资股东的引入和员工激励的完善，双方在流量导入、预装、支付领域有广阔的互补合作空间，有望成为国内领先的游戏平台。

“顺网无线”打造经营场所无线新入口

顺网的无线 WIFI 经营方案有望从网吧逐步延伸到其他经营场所，占据无线分发的新入口。自去年年中公司逐步开始推广措施以来，其智能 WIFI 路由器铺设量已达 1 万台。而此项业务与运营商 WIFI 业务有较大互补性，也与运营商 WIFI 独立市场化运营方向契合，我们认为公司有望与运营商实现合作推广，如成功则将大大加快其无线 WIFI 的渗透。

风险因素：

网页游戏发展放缓、公司“连我”无线方案推广缓慢。

投资建议：

页游平台高速增长，流量价值持续提升，全方位游戏平台布局基本成型，预计公司将进入业绩加速发展期。我们预计，通过外延式发展补强互联网平台布局将是公司的长期战略，公司未来一方面将不断收购产业链上的中小企业并助推其成长，另一方面将积极争取与互联网巨头在业务及资本层面实现合作。此外，我们持续看好公司后续“顺网无线”平台的快速扩张，公司有望借助移动互联网打造一个新的“顺网科技”。维持其 2014/2015/2016 的 EPS 为 0.49/0.74/1.08 元的预测，维持目标价 32 元及“买入”评级。

表 1：公司盈利预测与估值

| 项目 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 274 | 347 | 618 | 849 | 1,179 |
| 增长率 YoY % | 58.55 | 26.71 | 78.20 | 37.39 | 38.76 |
| 净利润(百万元) | 92 | 102 | 141 | 215 | 315 |
| 增长率 YoY% | 44.67 | 11.24 | 37.77 | 51.92 | 46.61 |
| 每股收益(元) | 0.32 | 0.35 | 0.49 | 0.74 | 1.08 |
| 毛利率% | 88.60 | 79.93 | 70.05 | 69.87 | 69.47 |
| 净资产收益率% | 11.40 | 11.68 | 13.86 | 17.39 | 20.32 |
| P/E (倍) | 83 | 75 | 54 | 36 | 24 |
| P/B (倍) | 9.5 | 8.8 | 7.5 | 6.2 | 5.0 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2014 年 1 月 20 日收盘价

| 指标名称 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 274 | 347 | 618 | 849 | 1179 |
| 营业成本 | 31 | 70 | 185 | 256 | 360 |
| 毛利率 | 88.6% | 79.9% | 70.1% | 69.9% | 69.5% |
| 营业税金及附加 | 17 | 10 | 17 | 24 | 33 |
| 营业费用 | 54 | 57 | 80 | 110 | 153 |
| 营业费用率 | 19.6% | 16.4% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 管理费用 | 88 | 119 | 197 | 243 | 304 |
| 管理费用率 | 32.1% | 34.2% | 31.8% | 28.6% | 25.8% |
| 财务费用 | (21) | (18) | (11) | (12) | (10) |
| 财务费用率 | -7.5% | -5.2% | -1.8% | -1.5% | -0.9% |
| 投资收益 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 100 | 104 | 147 | 227 | 337 |
| 营业利润率 | 36.5% | 30.0% | 23.7% | 26.8% | 28.6% |
| 营业外收入 | 6 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 106 | 113 | 155 | 236 | 346 |
| 所得税 | 14 | 10 | 14 | 21 | 31 |
| 所得税率 | 12.9% | 9.0% | 9.0% | 9.0% | 9.0% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 92 | 102 | 141 | 215 | 315 |
| 净利率 | 33.7% | 29.5% | 22.8% | 25.3% | 26.7% |
| 每股收益(元)(摊薄) | 0.32 | 0.35 | 0.49 | 0.74 | 1.08 |

| 指标名称 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 106 | 113 | 155 | 236 | 346 |
| 少数股东损益 | (14) | (10) | (14) | (21) | (31) |
| 折旧和摊销 | 10 | 15 | 12 | 14 | 18 |
| 营运资金变动 | (2) | (4) | (86) | (68) | (97) |
| 其他 | 1 | 30 | (8) | (11) | (9) |
| 经营现金流 | 101 | 143 | 59 | 150 | 226 |
| 资本支出 | (19) | (29) | (18) | (20) | (22) |
| 投资收益 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产变卖 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (71) | (62) | 0 | 0 | 0 |
| 投资现金流 | (90) | (90) | (18) | (20) | (22) |
| 发行股票 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股息支出 | (15) | (26) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (11) | (7) | 11 | 12 | 10 |
| 融资现金流 | (26) | (33) | 11 | 12 | 10 |
| 现金净增加额 | (15) | 20 | 52 | 142 | 215 |

| 指标名称 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 681 | 701 | 753 | 895 | 1110 |
| 存货 | 0 | 3 | 4 | 6 | 8 |
| 应收账款 | 84 | 126 | 198 | 272 | 377 |
| 其他流动资产 | 7 | 149 | 185 | 216 | 261 |
| 流动资产 | 772 | 979 | 1139 | 1389 | 1756 |
| 固定资产 | 29 | 47 | 49 | 50 | 49 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 5 | 41 | 45 | 50 | 54 |
| 其他长期资产 | 91 | 193 | 193 | 193 | 193 |
| 非流动资产 | 126 | 281 | 287 | 292 | 296 |
| 资产总计 | 898 | 1260 | 1427 | 1681 | 2052 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 9 | 27 | 59 | 82 | 115 |
| 其他流动负债 | 80 | 349 | 342 | 359 | 382 |
| 流动负债 | 89 | 376 | 401 | 441 | 497 |
| 长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 0 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 非流动性负债 | 0 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 负债合计 | 89 | 382 | 408 | 448 | 504 |
| 股本 | 132 | 132 | 290 | 290 | 290 |
| 资本公积 | 509 | 509 | 351 | 351 | 351 |
| 股东权益合计 | 808 | 878 | 1019 | 1234 | 1548 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益总计 | 898 | 1260 | 1427 | 1681 | 2052 |

| 指标名称 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 58.6% | 26.7% | 78.2% | 37.4% | 38.8% |
| 营业利润 | 51.8% | 4.4% | 40.8% | 54.9% | 48.3% |
| 净利润 | 44.7% | 11.2% | 37.8% | 51.9% | 46.6% |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 88.6% | 79.9% | 70.1% | 69.9% | 69.5% |
| EBIT Margin | 31.1% | 27.2% | 23.3% | 26.3% | 28.5% |
| EBITDA Margin | 34.9% | 31.6% | 25.2% | 28.0% | 30.0% |
| 净利率 | 33.7% | 29.5% | 22.8% | 25.3% | 26.7% |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 净资产收益率 | 11.4% | 11.7% | 13.9% | 17.4% | 20.3% |
| 总资产收益率 | 10.3% | 8.1% | 9.9% | 12.8% | 15.3% |
| 其他 (%) | | | | | |
| 资产负债率 | 10.0% | 30.3% | 28.6% | 26.6% | 24.6% |
| 所得税率 | 12.9% | 9.0% | 9.0% | 9.0% | 9.0% |
| 股利支付率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | 评级 | 说明 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上； |
| | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上； |
| | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上； |
| | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。