

强烈推荐-A (维持)

顺网科技 300113.SZ

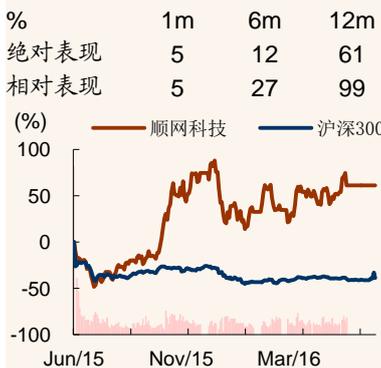
目标估值: 54 元
当前股价: 41.01 元
2016 年 06 月 05 日

收购CJ等展会运营方及定增募资20亿, 加速推进泛娱乐平台搭建

基础数据

上证综指	2939
总股本(万股)	68145
已上市流通股(万股)	40495
总市值(亿元)	279
流通市值(亿元)	166
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	16.8
资产负债率	23.4%
主要股东	华勇
主要股东持股比例	42.85%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

方光照

021-68407416
fangguangzhao@cmschina.com.cn
S1090515090002

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

事件:

公司公告: (1) 拟非公开发行股票不超过 6000 万股, 募集资金总额不超过 20 亿元, 投入泛娱乐运营平台建设项目, 其中包括版权储备与开发、网络游戏运营平台、虚拟现实娱乐运营平台、电子竞技运营平台、数字化营销平台、数据基础服务设施建设; (2) 拟现金支付, 收购上海汉威恒信展览有限公司 51% 的股权, 成交金额为 575,405,190.00 元人民币, 卖方承诺上海汉威 2016-2018 年净利润分别为 6700/8000/9300 万元。

评论:

1、泛娱乐平台加速搭建, 游戏、电竞、VR、营销全面发力。

公司近年持续布局泛娱乐产业链, 游戏业务在 2015 年已成为公司收入最大的业务, 电竞、VR 布局均已开启。本次通过定增募资 20 亿, 加速泛娱乐平台建设。在版权方面, 未来 5 年计划引入 50 个版权标的, 并开发泛娱乐产品, 积极卡位产业链上游, 并通过公司的游戏、VR、电竞平台变现; 游戏平台方面, 将加码游戏独代和手游平台建设, 进一步提升公司议价能力、用户 ARPU 值和游戏流水; VR 平台建设进一步搭建基于开发者、商户、用户的 B 端 VR 生态圈, 并明确盈利模式, 初期时长付费、后续道具付费的模式有望逐步打开变现空间; 电竞平台建设也有望依托赛事、商户、直播、用户等服务从 B 端广告和 C 端用户实现变现; 数字化营销平台将公司目前的广告业务延伸至精准营销, 更好的实现流量变现。

2、收购 Chinajoy 等知名展会运营方, 加速 C 端及线下布局, 提升品牌影响力。

上海汉威信恒是全球数字互动娱乐展会服务的领先者, 其打造的 Chinajoy 经过 10 多年运营, 已成为亚洲第一、全球第二的游戏行业综合展示盛会, 并成为无数娱乐游戏玩家心中的圣殿, 具有很高的国际影响力。公司通过收购上海汉威, 首先将加速 B 端业务向 C 端延伸, 更多从线下获取 C 端用户; 其次, 将利用 Chinajoy 等上海汉威举办的展会的国际影响力, 开展更广泛的全球厂商合作, 加快在 VR、手游、智能硬件等领域的布局; 再次, 公司与上海汉威在线上和线下的资源优势可以实现互补, 双方将合力打造线下超级平台、嘉年华等系列活动, 以及线上娱乐平台建设, 完善泛娱乐产业链布局, 加快泛娱乐平台搭建。

3、业绩高增长提供安全边际, C 端多维度流量持续变现可期。

2015 年公司游戏联运业务实现收入 5.1 亿元, 同比大增 211%, 带来整体业绩高速增长; 2016 年一季度公司归母净利润同比增长 163%, 我们判断来自 C 端的游戏业务贡献仍较大。公司基于 B 端的网吧用户往顺网游戏、浮云双平台导流效果明显, 平台流量不断实现 C 端变现, 后续随着泛娱乐平台的持续搭建, 游戏独代、电竞、VR 等 C 端变现有望兑现, 推动业绩持续高速增长。

4、盈利预测及投资建议:

我们预计 2016-2018 年原有业务净利润分别为 4.47/5.82/6.98 亿元，按照上海汉威信恒的业绩承诺，假设收购并表，按 51%的股权比例将给公司 2016-2018 年分别贡献归母净利润 3417/4080/4743 万，合计备考净利润分别为 4.81/6.23/7.45 亿元。假设增发数量按上限 6600 万股计算，按增发后股本对应的 2016/17/18 年备考 EPS 分别为 0.65/0.84/1.00 元。我们认为，业绩持续高增长为公司股价提供较高安全边际，且公司此次增发和收购进一步加快在泛娱乐产业链布局，基于海量用户的泛娱乐平台行业地位进一步提升，且在经济巨大的 VR、电竞等产业占据先发优势，市值空间进一步打开。目标市值 400 亿（增发后），对应目标价 54 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险因素：1、A 股系统性风险；2、VR 布局推进低于预期；3、游戏联运增长情况低于预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	647	855	1366	1930	2571
现金	289	647	1087	1576	2152
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	133	152	202	257	304
其它应收款	10	38	57	72	85
存货	7	7	5	7	8
其他	209	10	15	19	22
非流动资产	680	957	951	946	942
长期股权投资	221	229	229	229	229
固定资产	43	40	38	36	35
无形资产	36	27	24	22	20
其他	380	661	660	659	659
资产总计	1328	1811	2317	2876	3514
流动负债	284	390	459	520	572
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	37	63	90	115	136
预收账款	33	93	134	171	202
其他	214	234	234	234	234
长期负债	8	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他	8	28	28	28	28
负债合计	292	418	487	548	600
股本	290	292	681	681	681
资本公积金	378	448	68	68	68
留存收益	361	617	1006	1454	1978
少数股东权益	7	35	75	126	187
归属于母公司所有者权益	1029	1358	1755	2203	2727
负债及权益合计	1328	1811	2317	2876	3514

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	272	441	458	567	674
净利润	157	286	447	582	698
折旧摊销	26	21	16	15	15
财务费用	(0)	0	(29)	(53)	(75)
投资收益	(7)	(12)	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	108	125	(6)	(23)	(20)
其它	(12)	22	42	59	68
投资活动现金流	(633)	(0)	(10)	(10)	(10)
资本支出	(14)	(26)	(10)	(10)	(10)
其他投资	(619)	26	0	0	0
筹资活动现金流	(50)	15	(8)	(68)	(88)
借款变动	(88)	(74)	0	0	0
普通股增加	158	2	389	0	0
资本公积增加	(131)	70	(380)	0	0
股利分配	(13)	(6)	(58)	(134)	(175)
其他	23	23	42	66	87
现金净增加额	(412)	456	440	489	577

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	649	1022	1533	1947	2304
营业成本	143	218	314	399	472
营业税金及附加	14	16	24	31	36
营业费用	144	204	307	389	461
管理费用	206	265	399	506	599
财务费用	(11)	(7)	(29)	(53)	(75)
资产减值损失	18	11	17	17	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	12	12	12	12
营业利润	143	327	514	670	805
营业外收入	23	10	10	10	10
营业外支出	5	7	7	7	7
利润总额	160	330	518	674	809
所得税	(0)	20	31	41	49
净利润	160	311	487	633	760
少数股东损益	4	25	39	51	61
归属于母公司净利润	157	286	447	582	698
EPS (元)	0.54	0.42	1.49	1.93	2.32

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	87%	57%	50%	27%	18%
营业利润	37%	129%	57%	30%	20%
净利润	53%	82%	57%	30%	20%
获利能力					
毛利率	78.0%	78.7%	79.5%	79.5%	79.5%
净利率	24.2%	27.9%	29.2%	29.9%	30.3%
ROE	15.1%	9.0%	25.5%	26.4%	25.6%
ROIC	12.7%	21.5%	24.9%	24.9%	23.5%
偿债能力					
资产负债率	22.0%	23.1%	21.0%	19.0%	17.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	2.2	3.0	3.7	4.5
速动比率	2.3	2.2	3.0	3.7	4.5
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	28.8	30.5	50.1	68.6	66.5
应收帐款周转率	5.0	7.2	8.6	8.5	8.2
应付帐款周转率	4.4	4.4	4.1	3.9	3.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.54	0.42	1.49	1.93	2.32
每股经营现金	0.94	1.51	1.52	1.88	2.24
每股净资产	3.54	4.64	5.83	7.32	9.06
每股股利	0.02	0.20	0.45	0.58	0.70
估值比率					
PE	37.3	47.7	13.5	10.3	8.6
PB	5.6	4.3	3.4	2.7	2.2
EV/EBITDA	112.9	49.2	32.7	25.9	22.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商证券研发中心传媒行业研究团队：

顾佳，传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。分获 2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名，2014 年新财富第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名。

方光照：传媒行业分析师。上海财经大学金融学硕士，2012 年加入信达证券，2015 年加入招商证券，2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名团队成员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。