

证券研究报告—动态报告/公司快评

传媒

互联网

顺网科技 (300113)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020年03月25日

“云玩”发布，电视大屏进入云游戏时代

证券分析师：张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002
证券分析师：夏妍 xiayan2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030003
证券分析师：高博文 gaobowen@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030004

事项：

顺网科技 2020 年 3 月 23 日举行线上发布会，正式发布顺网云玩产品（包含云玩盒子、手柄两部分），是国内首个软硬件一体的云游戏系统，为玩家提供大屏云游戏服务。

国信传媒观点：1) “云玩”产品的发布，标志着顺网在 PC、手机之外，实现对电视大屏端的云游戏覆盖，公司开始逐步构建起完整的 2B（顺网云、云电脑、云网咖等）、2C 多屏云游戏（PC、移动、电视大屏）云服务体系；2) 基于公司在网吧软件服务市场的多年技术和渠道积累优势，公司 2B 云服务持续保持领先优势；C 端云游戏，公司已经推出面向个人市场的顺网云游戏平台（PC、手机），需求持续爆棚，展现出良好的产品力和 C 端市场需求潜力；本次推出的云玩产品，进一步实现对电视大屏的覆盖；电视游戏在用户体验等方面具备显著优势，参考海外市场表现（欧美市场电视游戏占比 50%左右），基于云游戏解决方案的电视游戏市场具备巨大的潜在市场空间；公司在技术、产品以及商业模式上优势显著，有望持续领跑云游戏市场；3) 维持盈利预测，我们预计公司 19/20/21 年 EPS 分别为 0.12/0.71/0.74 元，当前股价分别对应同期 193/32/31 倍 PE；我们持续看好公司网吧云化及基于算力云所构建的云游戏业务成长空间，继续维持“买入”评级。

风险提示：商誉风险；业绩风险；监管风险；新业务推广不达预期风险等。

评论：

顺网云玩：多屏互动无缝切换，云游戏激活电视游戏新生态

1) 顺网云玩产品由两部分组成：云玩盒子+手柄，尺寸非常小巧，同时盒子也支持键盘鼠标操作。其中云玩盒子最高可为用户提供 4K 的高品质画质，云玩手柄支持全键位、力反馈和 Wi-Fi 模块连接；2) 终端方面，顺网云玩支持 PC、移动设备及大屏，玩家可以随时在各种场景下做到终端之间的无缝衔接；3) 算力方面，顺网云玩提供给单用户的 CPU 运算能力为 3.0GHz-4.7GHz 8 核，图形运算的单精度浮点运算能力为 7.5T-10T，可支撑目前所有游戏的高画质游戏表现；4) 用户体验上：顺网云玩为玩家提供 1080P 超清画质、2K、4K 等画质选择，在接入宽带能达到 400Mbps 时，可以实现 4K 画质体验；同时玩家可以随时在各种场景下做到终端之间的无缝衔接；5) 游戏内容方面，顺网云玩通过云端提供游戏内容，并不受平台限制，可以提供市面上绝大多数的主流游戏内容。无论是单机、网络、经典 3A 大作还是大热新游，都可以前往顺网云玩商店挑选，购买后无需下载安装；6) 定价方面将具备极高的性价比：定价不会超过 4 位数。

图 1: 顺网云玩



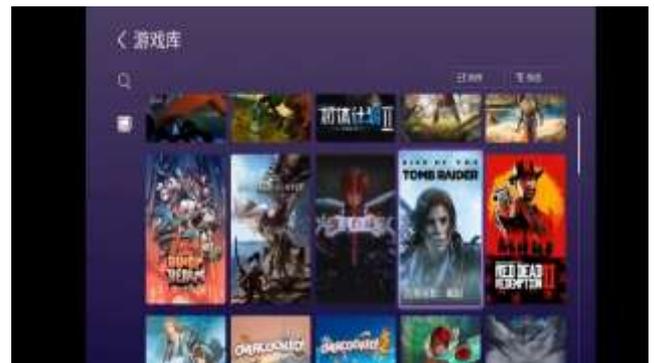
资料来源:顺网科技发布会, 国信证券经济研究所整理

图 2: 云玩用户可以方便获取各种游戏



资料来源: 顺网科技发布会, 国信证券经济研究所整理

图 3: 游戏库内容丰富



资料来源: 顺网科技发布会, 国信证券经济研究所整理

电视大屏端完美体验 3A 游戏大作是顺网云玩一大特色。云玩发布之前, 顺网科技即已经推出面向 PC 及移动终端的云游戏平台; 从全行业来看, 目前推出的云游戏平台亦主要面向移动平台 (如腾讯即玩、网易云游戏、咪咕快游等等), 本次顺网科技推出的云玩实现了对电视大屏端的完整覆盖并实现多屏 (手机、PC、电视) 无缝衔接, 极大的扩展了用户体验和云游戏覆盖场景。

图 4: 顺网科技 PC 端云游戏



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 5: 咪咕快游



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

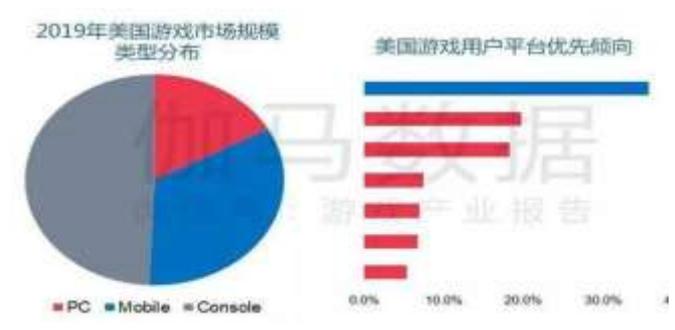
基于云游戏, 顺网云玩有望重启国内电视游戏、畅享蓝海市场; 1) 电视游戏是 PC 出现之前全球最为主要的游戏形式, 当前在欧美市场也是重要游戏形式 (2019 年美国主机游戏销售规模约 150 亿美元, 市场占比约 50%); 国外索尼 PS4 微软 Xbox、任天堂 Switch 是主要市场参与主体, 国内市场 2000 年之前以小霸王学习机为代表的产品盛行一时; 而随着 2000 年国内禁止主机游戏发行, 因此完全缺席国内游戏市场高速发展期, 虽然 2015 年国内再次开禁, 但由于消费习惯 (国内普遍游戏免费、道具收费, 主机游戏需要额外购买主机并且要单独购买游戏)、推广渠道等多方面限制, 在国内市场占比微弱; 2) 顺网云玩的出现, 将大幅度提升电视游戏体验、降低硬件门槛, 基于主机游戏在画面、操作等方面的显著优势, 国内电视游戏市场有望重启, **顺网科技有望成为云游戏时代的电视游戏领先平台。**

图 6: 微软 Xbox



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 7: 美国游戏市场结构



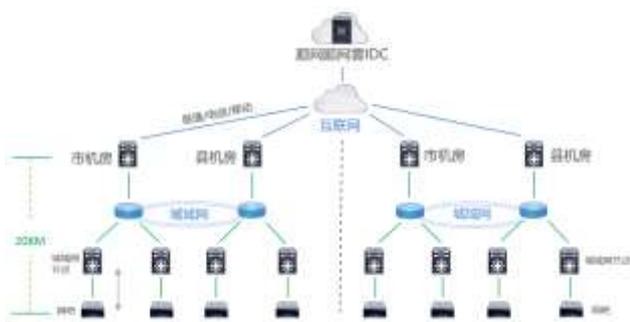
资料来源: 伽马游戏, 国信证券经济研究所整理

从 to B 到 to C, 产品生态日趋完善, 2020 静待新业务开花结果

B 端市场: 从数据上云到算力上云

数据上云: 顺网云。应用边缘计算技术和云服务, 将边缘运算节点部署在离用户小于 50 公里的地方, 就近为用户提供云服务, 进行集中统一管理。应用顺网云后, 网吧无需再建本地机房, 直接采购云服务即可解决数据存储、运算、电费、带宽等一系列问题。接入“顺网云”后, 网吧带宽分为局域网带宽及外网带宽两部分, 1) 局域网带宽: 云机房的核心交换机采用 10G 线路; 2) 外网带宽: 网吧终端若采用电信/联通带宽, 则带宽为 100M; 若连接至其他运营商的网络, 则带宽为 1G。

图 8: 顺网云的拓扑结构



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 9: 顺网云部署核心指标



资料来源: 伽马游戏, 国信证券经济研究所整理

算力上云: 云电脑。在顺网云基础上, 借助云 PC, 用户只需一个精巧的终端设备连接显示器、键鼠和耳机, 无需本地 PC 主机, 即可使用一台线上高性能的 PC, 畅玩 3A 端游大作 (已经实现 16ms 以下延迟、2K 144 帧输出)。同时, 接入“云 PC”后, 网吧经营者们可大幅降低 PC 更新、维护成本, 为经营效益带来非线性增长。

图 40: 顺网“云电脑”产品体验现场



资料来源: 顺网科技发布会, 国信证券经济研究所整理

网吧算力输出: 云网咖。云网咖即利用网吧存量电脑 (闲置机器) 和带宽, 通过顺网独立研发的云电脑技术 (高性能游戏主机云化) 向玩家提供服务。对于玩家而言, 家中只要有一台普通电脑, 就可以通过云端调用附近网吧的专业游戏主机, 享受高端游戏体验。对于网吧, 顺网云网咖与网吧计费系统打通, 本地注册的网吧会员, 可直接通过顺网云网咖消费会员卡充值余额 (本地网吧需提前接入顺网云网咖服务), 将大大缓解疫情对网吧经营带来的巨大影响。作为国内领先的网吧系统服务提供商, 顺网科技正持续推进网吧云化和云游戏服务, 疫情或是加速这一进程的契机。而基于云网咖所带来的算力资源提升, 也将有望显著也会加速顺网科技 C 端云游戏业务。

图 51: 顺网云网咖



资料来源:顺网科技官网, 国信证券经济研究所整理

C 端：云游戏实现 PC、手机及电视大屏全覆盖

云游戏：顺网云游戏平台。面向个人端的顺网云游戏平台已开启公测。1) 网吧场景之外，公司已经启动 C 端云电脑测算，通过安装本地客户端即可体验高配 PC 游戏，实现免安装即可畅玩 3A 游戏大作。近期表现来看，春节期间需求爆棚，展现出良好的产品力和 C 端市场需求潜力；2) 近期公司亦推出移动端的顺网云游戏平台，本次云玩的发布进一步实现对电视大屏的覆盖，未来随着算力及边缘节点布局持续推进，公司在产品体验及商业模式上的优势将进一步展现。

图 62：顺网云游戏用户界面



资料来源:顺网科技官网, 国信证券经济研究所整理

投资建议：持续看好云服务及云游戏业务成长空间，维持“买入”评级

我们预计公司 19/20/21 年 EPS 分别为 0.12/0.71/0.74 元（未考虑新业务贡献），当前股价分别对应同期 193/32/31

倍 PE；我们持续看好公司网吧云化及基于算力云所构建的云游戏业务成长空间，继续维持“买入”评级。

附表：可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			
					2018	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300413	芒果超媒	买入	42.40	781.59	0.49	0.66	0.85	1.08	64.24	49.88	39.26
002555	三七互娱	买入	34.47	697.89	0.48	1.01	1.19	1.40	34.13	28.97	24.55
002174	游族网络	买入	22.40	186.49	1.14	0.62	1.51	1.76	36.13	14.83	12.73
002602	世纪华通	买入	13.87	818.41	0.16	0.51	0.71	0.84	27.20	19.54	16.51
603444	吉比特	买入	394.68	281.84	10.06	12.44	14.49	16.77	31.73	27.24	23.53

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E
现金及现金等价物	1738	1633	1871	2093
应收款项	276	212	166	172
存货净额	35	22	17	18
其他流动资产	22	357	281	140
流动资产合计	2071	2223	2335	2423
固定资产	69	66	(12)	(10)
无形资产及其他	27	22	21	20
投资性房地产	1803	1563	1563	1563
长期股权投资	11	12	12	12
资产总计	3981	3886	3919	4008
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	165	128	99	105
其他流动负债	585	643	627	543
流动负债合计	750	771	726	648
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	37	16	13	8
长期负债合计	37	16	13	8
负债合计	787	787	739	656
少数股东权益	195	153	216	277
股东权益	2998	2946	2964	3075
负债和股东权益总计	3981	3886	3919	4008

关键财务与估值指标	2017	2018	2019E	2020E
每股收益	0.74	0.46	0.12	0.71
每股红利	0.16	0.26	0.09	0.55
每股净资产	4.32	4.24	4.27	4.43
ROIC	21%	23%	12%	18%
ROE	17%	11%	3%	16%
毛利率	70%	64%	64%	63%
EBIT Margin	35%	40%	25%	37%
EBITDA Margin	36%	41%	26%	38%
收入增长	7%	9%	-21%	3%
净利润增长率	-2%	-37%	-75%	501%
资产负债率	25%	24%	24%	23%
息率	0.7%	1.1%	0.4%	2.4%
P/E	30.8	49.1	192.6	32.1
P/B	5.3	5.4	5.3	5.1
EV/EBITDA	25.3	20.5	40.0	26.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	1816	1985	1559	1612
营业成本	544	711	566	599
营业税金及附加	18	18	14	15
销售费用	262	249	234	242
管理费用	361	221	356	162
财务费用	(20)	(31)	(44)	(50)
投资收益	17	34	0	0
资产减值及公允价值变动	(5)	(159)	(260)	(5)
其他收入	12	(222)	0	0
营业利润	675	469	173	639
营业外净收支	10	11	11	11
利润总额	685	480	184	650
所得税费用	70	50	23	81
少数股东损益	102	109	79	76
归属于母公司净利润	512	322	82	492

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E
净利润	512	322	82	492
资产减值准备	(13)	153	(188)	(11)
折旧摊销	23	22	24	25
公允价值变动损失	5	159	260	5
财务费用	(20)	(31)	(44)	(50)
营运资本变动	(316)	136	(110)	40
其它	94	(105)	252	72
经营活动现金流	304	686	319	623
资本开支	0	(7)	(17)	(19)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	240	(8)	(17)	(19)
权益性融资	0	8	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(108)	(179)	(63)	(382)
其它融资现金流	237	(435)	0	0
融资活动现金流	20	(784)	(63)	(382)
现金净变动	564	(106)	238	222
货币资金的期初余额	1174	1738	1633	1871
货币资金的期末余额	1738	1633	1871	2093
企业自由现金流	0	856	237	565
权益自由现金流	0	421	275	609

相关研究报告

- 《顺网科技-300113-2019 年年报快报点评：业绩符合预期，静待新业务开花结果》 ——2020-02-28
- 《顺网科技-300113-2019 年年报预告点评：2020 轻装上阵，“云网咖”加速游戏上云》 ——2020-02-13
- 《顺网科技-300113-2019 年三季度报点评：业绩符合预期，持续看好云服务成长空间》 ——2019-10-30
- 《顺网科技-300113-2019 年半年报点评：业绩位于预告中枢，顺网云接入网吧数翻倍》 ——2019-08-30

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032