


计算机/信息技术

顺网科技(300113)

云游戏大潮将起，公司具备独特优势

 李沐华(分析师)

010-83939797

limuhua@gtjas.com

证书编号 S0880519080009

本报告导读:

云游戏产业趋势即将开始爆发，顺网科技提前布局边缘计算和廉价网吧算力，能够提供整体解决方案，具备竞争优势。

投资要点:

- 下调 2020-2022 年 EPS 预测为 0.23/0.29/0.28 元，上调目标价为 31.97 元，对应 2021 年 15 倍 PS，上调为增持评级。考虑疫情对网吧业务负面影响，下调 2020-2022 年 EPS 预测为 0.23 (-0.57) /0.29 (-0.61) /0.28 元。云游戏业务短期处于投入期，因此对公司采用 PS 估值方法。上调目标价为 31.97 (+12.4) 元，对应 2021 年 15 倍 PS。
- 面对云游戏用户体验最重要的影响因素——时延，顺网科技已经提前布局边缘计算节点。顺网科技跟别的云游戏厂家最大的差别就是是全国布局的，和网吧实际运营相连的边缘计算节点，能够为用户提供低时延、高可靠的稳定算力；而云计算巨头的 IaaS 都是中心化的，全国 4 到 5 个核心机房，靠规模效应来摊低成本，不适合云游戏架构。
- 顺网最大的优势是成本优势。顺网可以利用网吧闲置的电脑算力，极大的降低云端运算成本。未来顺网云游戏 60%-70% 的算力都是由网吧提供的，消费级的民用 GPU 显卡成本是商用显卡的 1/4，这块相比其他公司是很明显的优势。
- 云游戏核心产品顺网云玩七月份将发售，未来增长将超预期。顺网云玩是顺网科技云游戏的核心产品，将在 7 月 31 日 China Joy 正式发售，开始通过渠道和网吧体系销售。我们认为，顺网云玩是目前市面上唯一能够低延时提供主机游戏的解决方案，未来增长将超出市场预期。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,985	1,572	1,174	1,479	1,702
(+/-)%	9%	-21%	-25%	26%	15%
经营利润(EBIT)	557	343	218	324	310
(+/-)%	-12%	-38%	-36%	48%	-4%
净利润(归母)	322	85	157	203	195
(+/-)%	-37%	-73%	85%	29%	-4%
每股净收益(元)	0.46	0.12	0.23	0.29	0.28
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	28.0%	21.8%	18.6%	21.9%	18.2%
净资产收益率(%)	10.9%	3.3%	5.8%	7.0%	6.3%
投入资本回报率(%)	52.6%	27.2%	17.3%	26.9%	29.6%
EV/EBITDA	12.29	43.75	71.42	47.05	47.79
市盈率	54.03	203.85	110.43	85.56	89.05
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 31.97

上次预测: 19.57

当前价格: 25.03

2020.07.06

交易数据

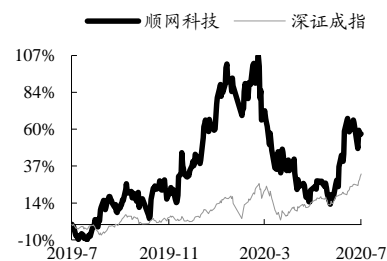
52 周内股价区间(元)	14.48-33.19
总市值(百万元)	17,378
总股本/流通 A 股(百万股)	694/478
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	69%
日均成交量(百万股)	19.28
日均成交值(百万元)	434.28

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	2,536
每股净资产	3.65
市净率	6.9
净负债率	-60.55%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.17	0.03
Q2	0.14	0.05
Q3	0.19	0.08
Q4	-0.38	0.07
全年	0.12	0.23

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	26%	17%	57%
相对指数	14%	-6%	25%

相关报告

网吧或将成为桌面云的绝佳应用场景
2019.09.29

模型更新时间: 2020.07.06

股票研究

信息科技
计算机

顺网科技(300113)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **31.97**

上次预测: 19.57

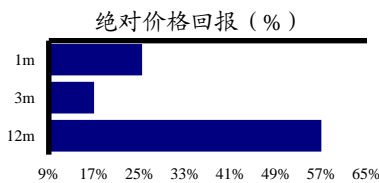
当前价格: 25.03

公司网址

www.shunwang.com

公司简介

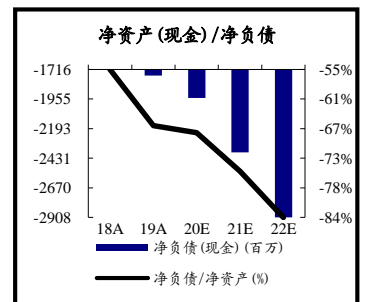
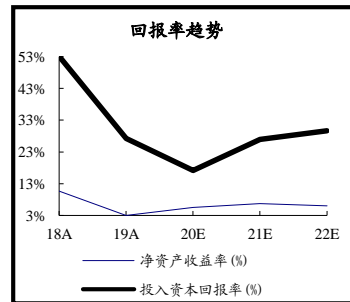
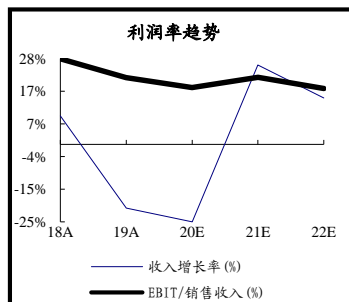
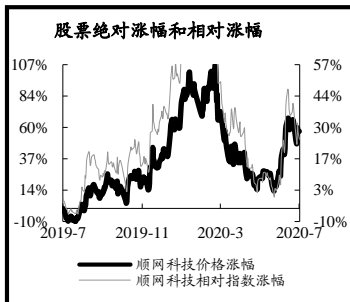
公司致力于打造国内领先的互联网娱乐平台,为网民提供全方位、个性化的网上娱乐体验,并充分利用公司在互联网娱乐领域的平台优势开发并提供多种形式的增值服务,构建了中国领先的网吧互联网娱乐平台。在满足用户娱乐内容获取与信息传递的需求方面,顺网拥有网吧行业领先的“网维大师”,并成为网吧行业的领军品牌。



52周内价格范围 14.48-33.19
市值(百万) 17,378

财务预测(单位:百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	1,985	1,572	1,174	1,479	1,702
营业成本	711	543	489	557	698
税金及附加	18	9	9	11	12
销售费用	249	184	146	180	207
管理费用	221	257	157	207	241
EBIT	557	343	218	324	310
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	34	29	30	30	30
财务费用	-31	-17	-1	13	10
营业利润	469	156	249	341	331
所得税	50	40	45	64	64
少数股东损益	109	51	67	94	92
净利润	322	85	157	203	195
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,633	1,694	2,928	3,284	3,706
其他流动资产	591	265	180	230	266
长期投资	12	48	48	48	48
固定资产合计	66	66	66	66	66
无形及其他资产	1,585	1,375	1,375	1,375	1,375
资产合计	3,886	3,448	4,598	5,003	5,463
流动负债	771	764	599	707	880
非流动负债	16	20	1,120	1,120	1,120
股东权益	3,098	2,664	2,879	3,176	3,462
投入资本(IC)	948	969	1,051	992	856
现金流量表					
NOPLAT	499	264	182	267	254
折旧与摊销	29	27	0	0	0
流动资金增量	-94	20	81	-59	-136
资本支出	-16	-44	20	20	20
自由现金流	418	267	283	228	137
经营现金流	633	277	115	350	417
投资现金流	-447	75	50	50	50
融资现金流	-297	-407	1,069	-44	-44
现金流净增加额	-111	-55	1,234	355	423
财务指标					
成长性					
收入增长率	9.3%	-20.8%	-25.3%	25.9%	15.1%
EBIT增长率	-11.8%	-38.4%	-36.3%	48.3%	-4.3%
净利润增长率	-37.2%	-73.5%	84.6%	29.1%	-3.9%
利润率					
毛利率	64.2%	65.5%	58.4%	62.4%	59.0%
EBIT率	28.0%	21.8%	18.6%	21.9%	18.2%
净利润率	16.2%	5.4%	13.4%	13.7%	11.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.9%	3.3%	5.8%	7.0%	6.3%
总资产收益率(ROA)	8.3%	2.5%	3.4%	4.1%	3.6%
投入资本回报率(ROIC)	52.6%	27.2%	17.3%	26.9%	29.6%
运营能力					
存货周转天数	15	19	16	17	17
应收账款周转天数	39	41	37	39	39
总资产周转天数	723	851	1,251	1,185	1,122
净利润现金含量	196.9%	325.0%	73.0%	172.1%	213.7%
资本支出/收入	0.8%	2.8%	-1.7%	-1.3%	-1.2%
偿债能力					
资产负债率	20.3%	22.8%	37.4%	36.5%	36.6%
净负债率	-55.4%	-66.3%	-67.6%	-75.1%	-84.0%
估值比率					
PE	54.03	203.85	110.43	85.56	89.05
PB	3.00	6.97	6.42	5.97	5.60
EV/EBITDA	12.29	43.75	71.42	47.05	47.79
P/S	8.76	11.05	14.80	11.75	10.21
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目 录

1. 云游戏是云计算最重要的应用之一.....	4
1.1. 终端性能限制了游戏质量的进一步提升.....	4
1.2. 云游戏依赖的核心技术逐渐解锁中.....	6
2. 顺网核心优势在于边缘计算架构和低成本算力.....	9
2.1. 边缘计算架构降低时延效果明显.....	9
2.2. 网吧闲置算力降低云游戏成本.....	10
3. 顺网云玩七月将发售，未来空间广阔.....	11
4. 盈利预测与估值.....	12
5. 风险提示.....	12

1. 云游戏是云计算最重要的应用之一

1.1. 终端性能限制了游戏质量的进一步提升

作为人类娱乐产业的重要组成部分，电子游戏历史悠久，它伴随着终端功能的不断提升而演进，主机游戏是最先涌现和繁荣的游戏形态。主机游戏通常是指使用电视屏幕为显示器，在电视上执行家用主机的游戏。最早有记录的电子游戏诞生于1952年，叫做井字棋游戏(Tic-Tac-Toe)，它运行于真空管计算机上。1962年，麻省理工学院的学生 Steve Russell 和他的几位同学开发出了世界上第一款视频游戏，名叫《Spacewars》。1971年，随着技术的进步，第一台街机 Computer Space 诞生，上面搭载着《Spacewars》的改进版 Galaxy Game。1972年，世界第一款家用游戏机 Magnavox Odyssey 诞生，标志着电子游戏发展进入了新的时代，电子游戏展现了它的商业价值。1977年，任天堂和三菱电机合作发布了第一台家用机 color TV game 6，时隔一年后发布了 color TV game 15。1983年，任天堂迈出了主机霸主时代的第一步，发布了第一代8位家用机 NES（即国内所说的红白机），后来超级马里奥和塞尔达传说也成为当时任天堂的重大品牌之一。1994年底，索尼推出 Playstation 第一代，以高超的画质，简单的操作系统语言，超越了任天堂1990年的 SFC 主机。1990年，任天堂在 FC 红白机后推出了 SFC（超级任天堂），SFC 继承了 FC 良好的性能和低价格的特点，并附带了更多游戏。现在，索尼的 PS4 是主机游戏市场份额最大的占据者。

图 1: Magnavox Odyssey 是最早的家用游戏机



数据来源：搜狐财经

与主机游戏线并行发展的是 PC 游戏，通过数十年的发展，产生了动视暴雪、育碧这样的巨头。1995年之后，PC 游戏基本都是以 Windows 为标准而制作。暴雪建立了自己的三大精品游戏：魔兽系列+暗黑破坏神系列+星际争霸。育碧是1986年诞生的一家法国公司，也创作了《刺客信条》、《看门狗》、《孤岛惊魂》等脍炙人口的大作。

图 2: 魔兽争霸是暴雪的代表作



数据来源: 网易游戏

手游随着手机终端的性能提高和移动互联网的发展而快速繁荣, 王者荣耀代表了手游时代的巅峰。众所周知, 早期的手机没有游戏功能, 直到 1997 年, 诺基亚将《贪吃蛇》安装在手机里面。而随着彩屏手机的出现, 手机游戏迎来新一轮的迭代更新。进入智能机时代后, 国内出现了第一批智能机论坛, 论坛成为玩家寻找、下载游戏的入口, 神庙逃亡、水果忍者、地铁跑酷、愤怒的小鸟等游戏风靡一时, 在 3G 时代, 手机游戏依然局限于单机游戏。4G 时代, 手游随着移动互联网的爆发, 也进入了联网模式, 王者荣耀、吃鸡等游戏兴起, 日流水甚至达到 10 亿量级。

图 3: 王者荣耀登上手游顶峰

2017~2018年移动游戏流水TOP20

排名	2017年	2018年
1	王者荣耀	王者荣耀
2	梦幻西游	梦幻西游
3	阴阳师	QQ飞车
4	倩女幽魂	乱世王者
5	龙之谷	楚留香
6	新剑侠情缘	阴阳师
7	大话西游	大话西游
8	开心消消乐	QQ炫舞
9	天龙八部手游	倩女幽魂
10	永恒纪元	我叫MT4
11	魂斗罗:归来	天龙八部手游
12	穿越火线:枪战王者	奇迹:觉醒
13	热血江湖	穿越火线:枪战王者
14	火影忍者	Fate/Grand Order
15	梦幻诛仙	新剑侠情缘
16	Fate/Grand Order	开心消消乐
17	王国纪元(Lords Mobile)	梦幻模拟战
18	欢乐斗地主	魂斗罗:归来
19	圣斗士星矢:集结	神武3
20	问道	崩坏3

数据来源: 伽马数据

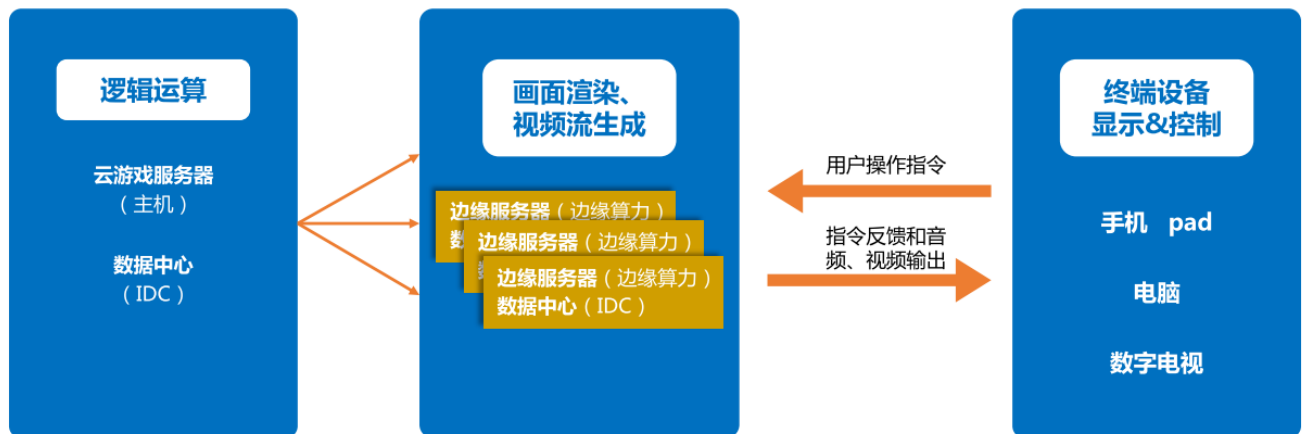
时至今日，游戏质量越来越高，对于终端硬件的要求也日益提升，游戏包的体量也让一些玩家望而却步，云游戏成为一种顺理成章的解决方案。比如吃鸡游戏，在1080p分辨率下，即使是中等画质也需要搭载 GTX 1060 显卡，如果想要尝试更高画质的话，就需要更加高端的显卡。同时，动辄几十 G，上百 G 的游戏包让下载也成了个麻烦事。众所周知，云计算的核心逻辑在于硬件资源的集中化运营和在线租售的商业模式，其实非常符合游戏产业的需求——云游戏是以云计算为基础的游戏方式，在云游戏的运行模式下，所有游戏都在服务器端运行，并将渲染完毕的游戏画面压缩后通过网络传送给用户。在客户端，用户的游戏设备不需要任何高端处理器和显卡，只需要基本的视频解压能力即可，云游戏摆脱了对硬件的依赖。从这个角度来看，手游的云化短期并不能扩大用户体量，因为现在的手机终端和网络速度基本可以满足手游的需求（但云游戏为未来更高品质的手游开发打开了天花板），真正能够短期快速扩张的游戏品类应当是 PC 游戏和主机游戏。

表 1: 游戏动辄几十 G 的体量让下载成为一种负担

游戏	存储空间要求
三国：全面战争	60GB
战地 5	50GB
荒野大镖客 2	150GB
刺客信条：奥德赛	46GB
侠盗飞车 5	72GB

数据来源：steam，国泰君安证券研究

图 4: 云游戏使得用户摆脱了对终端设备性能的依赖



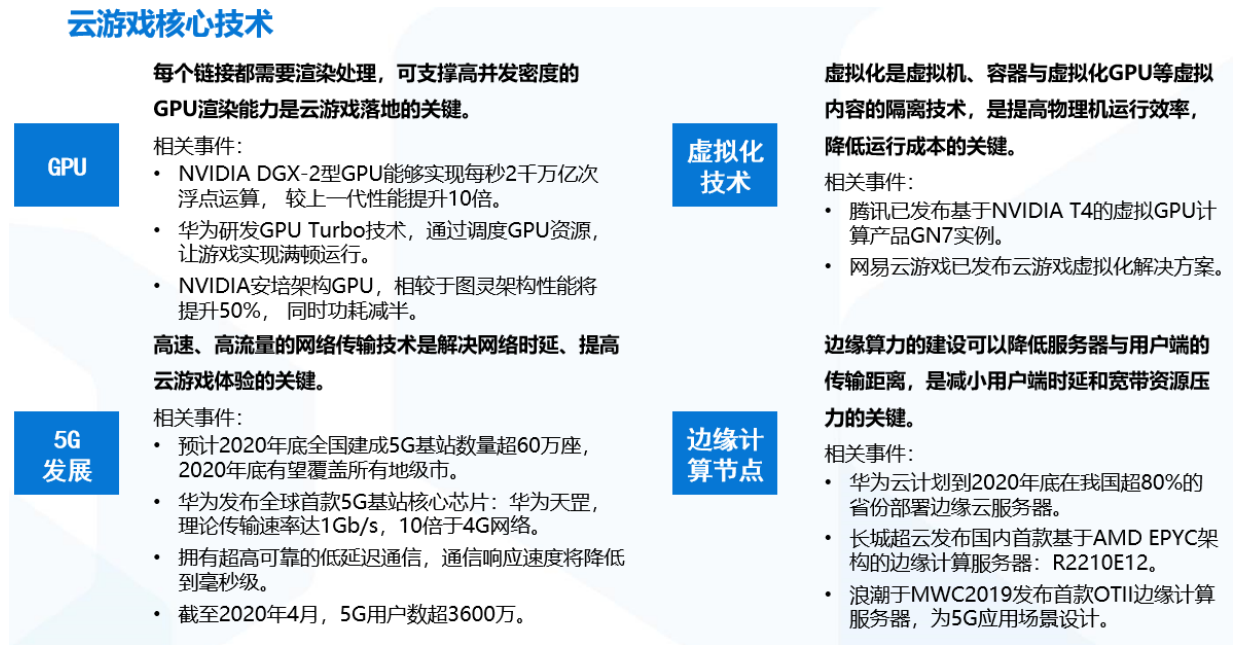
数据来源：伽马数据

1.2. 云游戏依赖的核心技术逐渐解锁中

云游戏不是一个新名词，已经有很多先烈倒在了路上，归根结底是因为技术条件不具备，5G 逐渐商用和边缘节点的数量增加将为云游戏的推广奠定基础。根据伽马数据的研究，云游戏核心技术主要包括 GPU 技术，虚拟化技术、5G 技术和边缘计算技术，其中 GPU 技术和虚拟化解决的是游戏云端渲染和硬件资源共享的问题，5G 技术和边缘计算技术解决的是时延的问题。2009 年，云游戏公司鼻祖 OnLive 成立，提供基于付费订阅模式的流式传输游戏服务，但经过几年的艰苦奋斗和重组之后，

OnLive 资产大部分卖给索尼(为了增强其云游戏平台 Playstation Now), 服务本身于 2015 年关闭。它的失败有多方面原因, 包括技术不成熟, 游戏内容不足, 商业模式不合理等等, 此处不再展开分析。时至今日, 我们认为技术上的瓶颈已经逐渐被突破, 内容和商业模式的问题会在不断的探索中得到较好的解决方案。

图 5: 云游戏所需的核心技术正在逐步解锁



数据来源: 伽马数据, 国泰君安证券研究

在分辨率, 编码, 带宽和时延等参数上, 云游戏都有较为严格的要求, 所以技术的成熟度是一个必要条件。根据华为 iLab 和顺网科技联合发布的云游戏白皮书, 云游戏体验有几个关键约束变量:

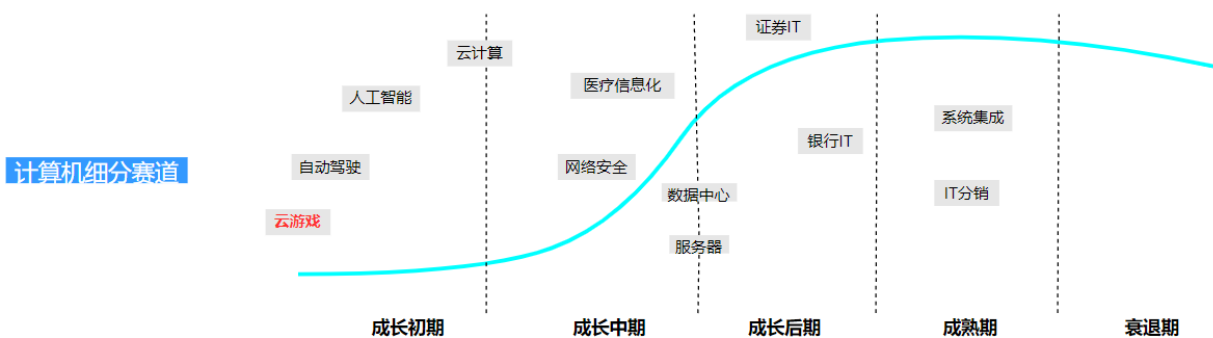
- **分辨率:** 实现分辨率的提升, 需要考虑到编解码的压力、硬件能力以及成本。当前通过提升硬件来加强编解码能力, 成本方面将大幅上涨, 所以只有依靠更好的编解码算法来做有限的提升。根据实验室实际测试结果, 良好的云游戏画质体验, 要求最少 1080P 分辨率。在屏幕越来越大的现实场景下, 720P 分辨率的云游戏, 画面清晰度仅能满足游戏可玩。
- **帧率:** 经过实验室实际测试, 对于 PC 显示器, 云游戏的屏幕刷新率和渲染帧率都要达到 144fps, 才能给 FPS/MOBA 等竞技类游戏带来较好的操作体验; 对于 4K 电视大屏, 对于 3A 高画质类游戏 60fps 帧率即可满足体验要求, 竞技类游戏要求 120fps 以上帧率, 并需要同步提高 4K 电视屏的刷新率。
- **编码:** 云游戏视频编码过程就是在云游戏平台上将视频流压缩的过程, 不同视频编码技术的压缩率不同, 压缩率越高、视频传输的码率越低。码率是影响画质的重要因素。1080P 分辨率、144fps 帧率的云游戏: 及格的画质体验要求 30Mbps 码率; 极致的画面体验需要 50Mbps 以上码率, 肉眼基本无法分辨是原生画面还是云化画面。4K

分辨率、60fps 帧率的云游戏：在 60Mbps 码率下玩家感知的画面质量良好；码率从 60Mbps 继续升高之后，肉眼也难以分辨与 60Mbps 码率的画质区别。

- **带宽：**根据实验室测试数据显示，稳定良好的云游戏画面体验，网络带宽至少需要大于等于平均推流码率的 1.6 倍。在 PC 显示器上运行 1080P@144fps《英雄联盟》，在平均 30Mbps 推流码率下，48Mbps 以上带宽可以有比较稳定良好的画面体验。
- **时延：**实验室通过邀请多位普通电竞游戏玩家和准电竞级选手对 1080P@144 帧云游戏进行流化时延测试，发现当云游戏流化时延超过 10ms 时，准电竞级选手反馈体验下降；当流化时延超过 30ms 时，普通电竞玩家明显感受到音画不同步等现象。云游戏流化时延由云管端共同承担，包括云端画面抓取和视频编码时延、终端解码时延、网络传输时延三部分。其中：云端画面抓取、视频编码时延：目前业界可以做到 8ms 以下；终端解码时延：目前业界可以做到 5ms 以下。网络传输时延：按照普通电竞级玩家的及格体验计算，留给网络传输的 RTT 时延需要小于 17ms。
- **抖动：**经过实验室实际测试，对于 1080P、144 帧的云游戏体验，网络 7ms 抖动是普通电竞玩家的体验边界，对于电竞选手来说，这一指标将更加苛刻。所以保障网络 0 抖动，在稳定的帧间隔基础上，提升帧率才能真正提升云游戏体验。

云游戏渗透率极低，从产业周期角度看，处于萌芽状态，未来将迎来爆发式增长，在这个时候，过早纠结竞争格局没有必要。从我们的研究框架来看，云游戏与网络安全、医疗信息化等细分行业的投资方法论完全不同，对于处于萌芽状态的细分行业，我们应当更加关注商业模式是否成立，以及市场开始快速爆发的时间点，过早的纠结于竞争格局没有必要；而对于进入成长中后期或者成熟期的细分赛道，研究竞争格局则成为重中之重（比如家电行业，存量市场的竞争极其残酷）。众所周知，现在游戏行业的两座大山是腾讯和网易，但是否意味着其他公司在云游戏的时代就无法分到一杯羹呢，我们认为并不是，至少在目前阶段，腾讯会暂时处于观望状态，直到云游戏商业模式成熟以后，它再采取后发制人或者投资入股的方式快速切入。

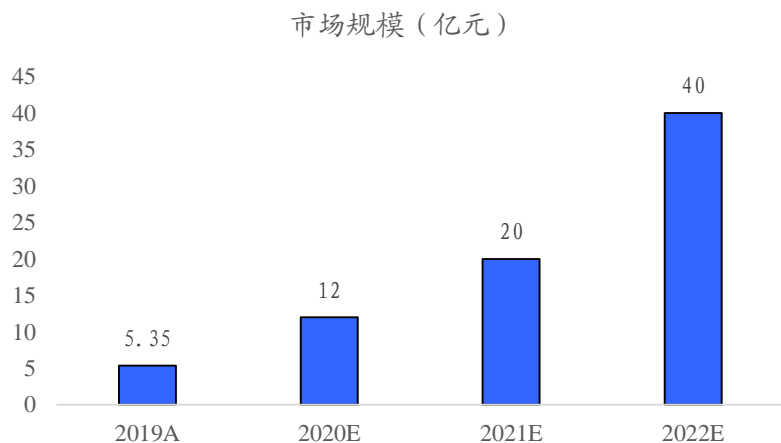
图 6：云游戏还处于萌芽状态



数据来源：国泰君安证券研究

行业当前规模仍小，但未来会是一个大市场，因为产业链面临重构，游戏的用户规模也会扩大。根据 Alphawise 的数据，分别有 10%/7% 的玩家因为硬件太贵而不玩主机游戏/PC 游戏，未来伴随云游戏对游戏硬件的解放，将有望带来 10% 以上的用户增长。因此我们假设云游戏对解放的硬件能够带来 10% 的用户增长。游戏用户增加量=6.4 亿（19H1 游戏用户）*10%=6400 万。新增用户的订阅费带来的市场增量 120 亿：假定年度订阅平均费用为 200 元（格来云包年 VIP258 元，咪咕快游年卡 289 元，红手指 VIP365 天 248 元），增量市场约为 0.64 亿*200 元（订阅费用）=120 亿。

图 7：云游戏市场将迎来高速增长



数据来源：伽马数据，国泰君安证券研究

2. 顺网核心优势在于边缘计算架构和低成本算力

2.1. 边缘计算架构降低时延效果明显

面对云游戏用户体验最重要的影响因素——时延，顺网科技已经提前布局边缘计算节点，未来算力结构将以边缘计算节点为主，核心骨干网为辅。顺网科技跟别的云游戏厂家最大的差别就是是全国布局的、和网吧实际运营相连的边缘计算节点，能够为用户提供低时延、高可靠的稳定算力；而云计算巨头的 IaaS 都是中心化的，全国 4 到 5 个核心机房，重点扶持成巨无霸，靠规模效应来摊低成本，不适合云游戏的架构。未来理想情况下，30%到 40%的算力是由顺网核心骨干网提供（未来直辖市一到两个核心机房就行了，大的省份一个机房不够用，可能需要多个核心机房），这些是高带宽的自建优质服务器，60%是拓铺开来的边缘计算节点以及加盟商的节点，不会选择正规的 IDC 机房，货架仓库就能满足需求，能够降低成本。顺网会对全平台的游戏划分权重，因为顺网有非常好的裸机调度能力，所以可以实现游戏分层，高端游戏用核心节点的算力，中型游戏用拓扑节点的算力，问题不大。事实上就是金字塔结构，高端占比不会超过 20%。

发行 11 亿可转债，建设顺网云服务平台。目前顺网的云游戏业务刚开始布局，需要大量资本开支，公司刚刚发行了 11 亿可转债，打造顺网云服务平台。募投项目一方面是立足于网吧行业，以“云电脑”实现网吧服务器和 PC 端主机全部云化，通过云架构替代网吧传统冗杂的硬件部

署从而为网吧降低成本投入，实现网吧轻量化的运行，同时实现集中管理，提升效率。另一方面，针对互联网 C 端用户而言，通过客户端接入云平台畅玩游戏，解决长期存在的硬件更替和内容实时性问题，提升用户体验。

公司未来的战略方向是成为带 GPU 算力的高性价比云端工作站，我们认为顺网的 IaaS 能建成全国最大的边缘计算网络，实现低延时游戏体验。根据我们的调研，目前已经包含了 300 家网吧，6000 多台机器，分布在 60 多个城市，超过现在最大的云游戏平台达龙云，估计大约 2300 台服务器。顺网在全国网吧行业有两三千的渠道合作伙伴，网吧把冗余主机和带宽和裸纤贡献出来，现在顺网全国带裸纤的机房 130 多个，会更加贴近用户，都是本市连接，理论上延迟能够做到 5ms 以内。根据我们实地体验顺网云玩（杭州+北京），大部分时候时延能够做到 10ms 以内，用户体验较好。

2.2. 网吧闲置算力降低云游戏成本

顺网最大的优势是成本优势。顺网可以利用网吧闲置的电脑算力，极大的降低云端运算成本。前文已经提到，未来顺网云游戏 60%-70%的算力都是由网吧提供的，消费级的民用 GPU 显卡成本是商用显卡的 1/4，这块相比腾讯是很明显的优势。剩余 30%-40%的算力，主要是核心网部分——核心网、通讯服务器必须自己建设，网间互通要自己搞定，这些算力主要是满足全国各地用户基本的接入体验，网吧的算力主要是用于游戏的计算渲染，对基础的 30%算力节点做补充。在低成本算力基础上，顺网可以将独家的游戏云 SaaS 增值服务（游戏推广、语音、加速器、租号、道具、VPN 等）作为变现的主要方式，游戏服务利润率较高。在算力成本降低并上云后，用户有望从原先的网吧游戏玩家扩大为手游、端游等游戏爱好者，用户基数大大扩大。更大的用户群体能进一步增强增值服务的收入空间。

除了网吧算力以外，我们拆分一下自建数据中心成本结构，硬件成本和 IDC 成本（带宽、电力和机柜的租赁费用）大概是五五开。地区差异很大：中西部地区 IDC 成本比较低，硬件成本比较高；北上广深的 IDC 成本高，硬件成本低。顺网现在真正收费的就是云电脑，开始商业化，我们估计目前出于保本状态。硬件成本可以通过网吧算力缓解，我们认为，顺网科技下一步的计划将是通过销售渠道在全国收一二十万个并发的算力，形成规模可用的低成本算力，收取网吧算力的最基本的条件就是成本要低于自建数据中心的成本。

测算一下云游戏的单位经济模型，怎么收费才能不亏钱。一台服务器每个月服务用户人次是 30 到 60 之间，日活是 4 到 6 人次之间。这是 C 端的，到运营商端可能变成 200（运营商套餐包用完的人比较少，就像我们很多人手机套餐用不完，所以可以超卖更多）。服务器按照三年折旧，一年折旧两万块钱，加上 IDC 成本，所以单台服务器+运营的成本一年是四万块钱，按照每天 18 小时计算，一台服务器可以同时在线 6 人，实现盈亏平衡的单小时收费标准为 1 元/小时。当然，早期公司会用比较低的价格推广，追求用户数量的快速提升，但是从这个收费标准来看，云游戏是能够在商业模式上实现盈利的。

3. 顺网云玩七月将发售，未来空间广阔

云游戏核心产品顺网云玩七月份将发售，看好未来成长潜力。顺网云玩外形是一个机顶盒，与 Xbox 和 PS 一样：连在电视机上就可以玩 3A 级主机游戏，产品将在 7 月 31 日 China Joy 正式发售，开始通过渠道和网吧体系销售。从内容上说，未来顺网云玩上面 70% 是 PC 游戏，30% 是主机游戏。从产品价格上说，目前顺网云玩硬件盒子成本 200 元左右，不过正式推广时价格会很便宜，主要靠游戏内容赚钱，我们预计顺网云玩用户将分为 Free 用户和 Pro 用户。Free 用户可以玩 10 款游戏，其他游戏采用计时、包月或包年的方式或者买断的方式，价格还没确定，估计包年的话几百块。除了游戏付费以外，未来顺网还将通过其擅长的游戏用户增值服务方式变现。所有的收入，顺网将与游戏厂商分成，估计分成比例会根据不同的游戏厂商甚至不同游戏而波动。

图 8：顺网云玩是顺网科技云游戏业务核心产品



数据来源：顺网科技

未来顺网云玩的推广分为两种模式：顺网自己的渠道推广，以及通过运营商机顶盒安装 SDK 的方式推广。通过自己的渠道和网吧体系推广很容易理解，以销售硬件盒子为基本的商业模式；运营商不会用顺网的盒子，肯定会用自己的 IPTV 的机顶盒，装顺网的 SDK，这样用户在家里的电视机上也可以玩了。目前中国三大运营商 IPTV 用户数 2.3 亿，通过运营商推广将会是起量最快的方式，但是运营商需要一个省一个省的谈，比如跟上海电信谈判，那就是单独触达上海电信的 IPTV 用户，进度需要跟踪。对运营商而言，已经在 5G 上投入了很多资源，云游戏是最靠谱的变现方式(也是最能消耗 5G 高带宽的内容)，能很大程度上增强运营商套餐的吸引力(套餐里附带顺网的云游戏内容)，同时电视上玩云游戏可以重新将用户吸引回电视前，帮助实现运营商的“大屏复兴”战略。

4. 盈利预测与估值

下调 2020-2022 年 EPS 预测为 0.23(-0.57)/0.29(-0.61)/0.28 元，上调目标价为 31.97 元，对应 2021 年 15 倍 PS，上调为增持评级。疫情对于网吧行业的经营造成了极为不利的影 响，使得本来就处于衰退期的行业雪上加霜，我们预计全年公司的主营业务收入将受到负面冲击，但是在疫情缓解后将逐渐恢复，下调 2020-2022 年 EPS 预测为 0.23(-0.57)/0.29(-0.61)/0.28 元。云游戏是公司从 2020 年开始拓展的创新业务，由于需要建设数据中心，通过渠道进行大力推广，前几年云游戏业务将处于投入期，公司也将把战略重心放在拓展客户上，一旦商业模式成型，公司的收入和利润将快速爆发，这也是所有 C 端业务的特性，因此对公司采用 PS 估值方法比较合适。选择云计算应用类公司用友网络、广联达和石基信息作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PS 为 12.32 倍，考虑顺网科技云游戏业务具备网络效应，给予一定估值溢价，给予 2021 年合理估值 15 倍 PS。上调目标价为 31.97(+12.4) 元，对应 2021 年 15 倍 PS。上调为增持评级。

表 2: 可比公司 PS 估值表

公司名称	收盘价	股本 (百万 股)	营收(百万元)			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
	2020/07/03		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
用友网络	46.00	3248.72	9983.46	12021.88	14744.93	14.97	12.43	10.14
广联达	67.10	1184.23	4171.58	5136.66	6299.25	19.05	15.47	12.61
*石基信息	37.40	1070.74	3850.00	4427.35	4506.52	10.40	9.05	8.89
平均值						14.81	12.32	10.55

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究(加*公司盈利预测来自于 Wind 一致预期)

5. 风险提示

1) 云游戏推广不及预期

作为一种全新的游戏行业商业模式，云游戏的推广意味着整个游戏产业链的重构，这是一个渐进的过程，存在行业推广不及预期的可能。

2) 商业模式尚未明确

云游戏的商业模式尚未明确，作为运营服务商，顺网需要跟游戏厂商探讨分成比例，未来需要进一步摸索。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		