

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)

2019年04月11日

牵手浩方在线成立合资子公司，顺网云有望加速落地

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
联系人: 谢琦 021-60933157 xieqi2@guosen.com.cn

事项:

- 4月10日，顺网科技与上海浩方在线信息技术有限公司（浙数文化全资子公司）签署了《合资协议》，拟共同投资设立合资公司杭州云莱信息技术有限公司，合资公司注册资本为人民币10,000万元。公司以货币形式出资人民币6,500万元，占注册资本的65%；上海浩方以货币形式出资人民币3,500万元，占注册资本的35%。
- 公司审议通过了《关于调整回购公司股份预案的议案》，将回购的股份的用途由“用于公司股权激励计划、员工持股计划或依法注销减少注册资本等”调整为“用于公司股权激励计划、员工持股计划”；将回购资金总额的上下限由“不超过人民币8亿元（含8亿元）且不低于人民币1亿元（含1亿元）”调整为“不超过人民币5亿元（含5亿元）且不低于人民币2.5亿元（含2.5亿元）”。

国信传媒观点: 1) **牵手浩方在线成立合资公司，强强联合有望推动“顺网云”加速落地:** 公司在2018年正式发布新一代基于边缘计算的顺网云产品，目前在全国42个城市建成近百个云计算POP节点，为已经接入的近千个公共上网场所提供稳定的服务；上海浩方系浙数文化全资子公司，浙数文化深耕云业务多年，此次双方合作成立合资公司，有望进一步提升公司在网吧领域云计算市场的竞争力，推动加速云计算POP节点的建设，并为开拓其他领域云计算市场打下坚实基础。2) **长期将推动公司互联网平台入口价值提升:** “顺网云”及“云PC”的落地，将大幅提升顺网科技的渠道粘性和网吧场景下的互联网平台入口价值，在实现服务费增量收入的同时，远期将持续强化公司当前商业模式、提升其互联网业务变现深度（如游戏及广告业务）。3) **投资建议:** 通过成立合资公司有望推动公司云业务加速落地，中长期来看平台属性有望得到显著提升，后端广告、游戏等业务变现空间广阔。我们维持盈利预测，预计18/19/20年EPS为0.52/0.88/1.14元，当前股价分别对应同期35/21/16倍PE；继续维持30.8-35.2元合理价值判断（对应19年35-40倍PE，具体逻辑参见3月20日发布的深度报告），维持“买入”评级。

评论:

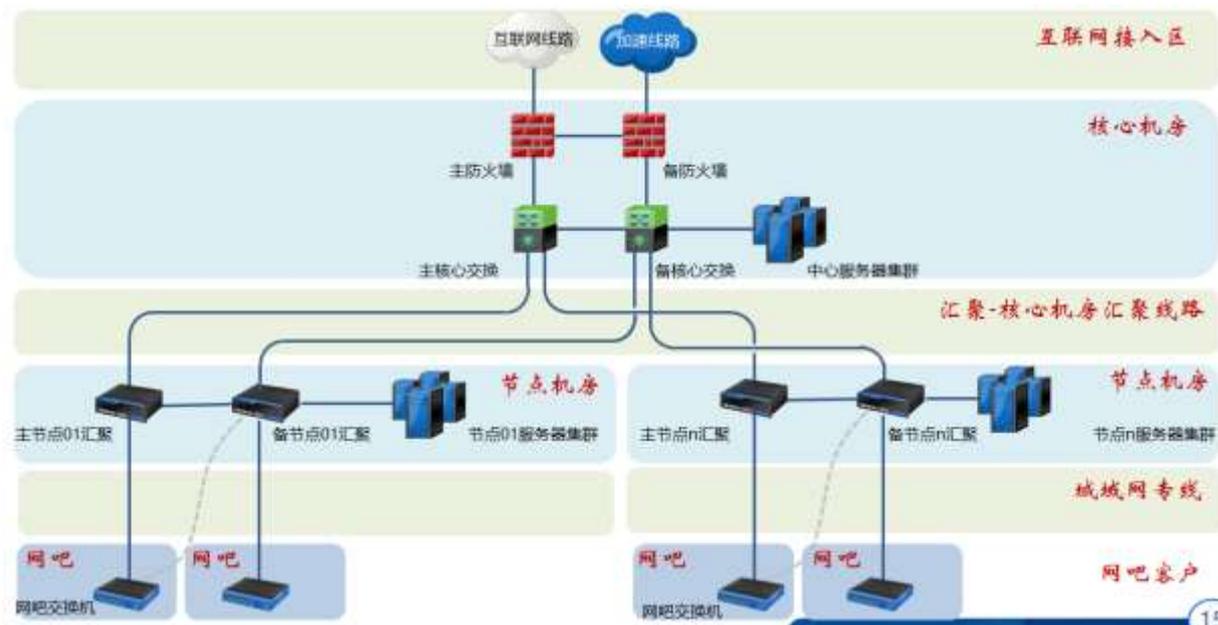
■ 牵手浙数文化优势互补，顺网云业务有望加速落地

上海浩方系浙数文化子公司，浙数文化深耕云业务多年，于2016年投建“富春云”互联网数据中心项目，已完成4,000组机柜的建成投产，预计2019年可建设完成全部6,900组机柜，将成为目前华东地区单体规模居前的互联网数据中心。顺网科技深耕网吧行业多年，是国内领先的网吧平台服务商，旗下管理软件整体市占率超过70%，居行业第一，2018年推出“顺网云”业务后进展顺利。此次双方投资设立的合资公司主营业务是向公共上网行业提供基于城域网边缘计算的顺网云整体解决方案，通过运营商光纤网络（未来可使用5G网络）与SDWAN优化进行结合，将存储服务器移到边缘侧，在保持目前带宽成本的基础上，能实现百倍网络带宽的提升。

业务进展: 已在全国42个城市建成近百个云计算POP节点，为近千个网吧提供稳定服务。顺网科技从2016年预研云

无盘产品开始一直深耕云技术领域，经过不断地研发与整合，公司在 2018 年正式发布新一代基于边缘计算的顺网云产品。截至 2019 年 3 月底，公司已通过渠道商，在全国 42 个城市建成近百个云计算 POP 节点，为已经接入的近千个公共上网场所提供稳定的服务，此次成立合资公司，旨在进一步提高公司在网吧领域云计算市场的占有率，推动加速云计算 POP 节点的建设，并为开拓其他领域云计算市场打下坚实基础。

图 1：顺网云整体方案拓扑图



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 云业务推进顺利，将大幅提升公司互联网平台入口价值，增强广告及游戏的变现能力

公司云业务顺利推进：1) 2018 年 7 月，顺网科技发布了基于边缘计算的云产品“顺网云”，实现了网吧行业的“数据上云”，帮助网吧行业实现“多快好省”的同时，显著增厚中间渠道商利润，同时提升公司技术服务收入及与客户的粘性。2) 2019 年 3 月，公司发布“云 PC”，实现了网吧行业的“算力上云”，进一步提升网吧行业云化水平。3) 2019 年 4 月，公司与上海浩方成立合资子公司，致力于向公共上网行业提供基于城域网边缘计算的顺网云整体解决方案。

互联网入口价值有望显著提升：我们认为，对顺网科技而言，“顺网云”首次实现了存储上云，提升了网吧的运营效率和渠道商的营收水平；“云 PC”则实现了“算力上云”，进一步提升了网吧的运营效率、降低投资规模及提升渠道商营收能力，对网吧及渠道商的粘性大幅增强，基于网吧场景的互联网娱乐平台价值将进一步提升。若网吧连接进展顺利，公司将深度绑定上亿级重度游戏用户，辅以公司前期所积累的用户多维数据，游戏、广告等业务想象空间较大。

■ 远期空间测算：广告及游戏业务均具有大幅提升空间

广告业务空间测算：规模优势叠加精准推荐算法，有望大幅提升公司广告业务弹性。目前，公司已完成大数据基础平台建设，可基于大数据分析平台对用户在网上场景下的浏览行为的分析，实现千人千面广告精准投送。我们利用顺网云 MAU × 单用户广告价值测算公司广告业务的空间：**1) 顺网云 MAU：**我们判断网吧行业用户规模将基本维持稳定，顺网科技通过顺网云业务可加深对网吧的绑定，其市占率有望进一步提升，保守假设顺网科技用户 MAU 天花板为当前的 110%；**2) 单用户广告价值：**广告行业具有较强的规模效应，顺网云业务完成后，公司的平台属性有望得到大幅提升，叠加“千人千面”的广告精准推荐业务，同时考虑到公司核心用户为重度游戏用户，用户属性垂直且付费动力较强，与汽车之家用户相似，我们以 2017 年微博的单 MAU 广告收入为下限，汽车之家的单 MAU 广告收入为上限，测算顺网科技广告业务增长空间：

表 1: 顺网科技广告业务空间测算 (亿元)

MAU 增幅	单用户广告价值 (元)				
	16.6	30	60	90	123.6
2%	12.70	22.95	45.90	68.85	94.55
4%	12.95	23.40	46.80	70.20	96.41
6%	13.20	23.85	47.70	71.55	98.26
8%	13.45	24.30	48.60	72.90	100.12
10%	13.70	24.75	49.50	74.25	101.97

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所测算

表 2: 顺网科技广告业务提升幅度 (相比于 2017 年)

MAU 增幅	单用户广告价值 (元)				
	16.6	30	60	90	123.6
2%	95%	253%	606%	959%	1355%
4%	99%	260%	620%	980%	1383%
6%	103%	267%	634%	1001%	1412%
8%	107%	274%	648%	1022%	1440%
10%	111%	281%	662%	1042%	1469%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所测算

游戏业务空间测算: 平台级流量入口形成后, 单用户游戏价值有望大幅提升。2018 年上半年, 公司以用户思维为导向, 基于大数据分析平台对用户在网上场景下的浏览行为的分析, 打造 Gamelife 平台, 实现了“千人千面”游戏分发的初步试探。我们利用顺网云 MAU × 单用户游戏价值测算公司广告业务的空间: **1) 预计顺网云 MAU 保持小幅增长; 2) 单用户游戏价值:** 网吧用户多为重度游戏用户, 数据显示, 2018 年网吧内各类游戏人均上网时长仍在增长, 游戏消费能力显著高于其他互联网平台, 因此, 平台级入口形成后, 其渠道价值得到显著提升。我们以 2018Q3 小米单 MAU 游戏收入作为底线 (6.19 元/季度), 假设单 MAU 游戏价值上限为小米游戏中心的 2 倍, 则其游戏收入空间的敏感度分析如表 4 所示:

表 3: 顺网科技 VS 小米游戏中心单 MAU 收入

平台	MAU (亿)	游戏收入 (亿)	单季度单 MAU 游戏收入 (元)
顺网科技-2017	0.75	2.07	0.69
小米游戏中心-2018Q3	1.05	6.53	6.19

资料来源: 公司公告, 艾瑞 App 指数, 国信证券经济研究所测算

表 4: 顺网科技游戏业务空间测算 (亿元)

MAU 增幅	单用户游戏收入 (元/年)				
	24.76	30.95	37.14	43.33	49.52
2%	18.94	23.68	28.41	33.15	37.88
4%	19.31	24.14	28.97	33.80	38.63
6%	19.68	24.61	29.53	34.45	39.37
8%	20.06	25.07	30.08	35.10	40.11
10%	20.43	25.53	30.64	35.75	40.85

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

表 5: 顺网科技游戏业务提升幅度 (相比于 2017 年, 不含浮云业务收入)

MAU 增幅	单用户游戏价值 (元/年)				
	24.76	30.95	37.14	43.33	49.52
2%	815%	1044%	1273%	1501%	1730%
4%	833%	1066%	1299%	1533%	1766%
6%	851%	1089%	1326%	1564%	1802%
8%	869%	1111%	1353%	1596%	1838%
10%	887%	1134%	1380%	1627%	1874%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

■ 投资建议: 看好云业务潜力, 维持盈利预测, 维持“买入”评级

此次成立合资公司, 公司云业务有望加速落地, 中长期来看平台属性有望得到显著提升, 后端广告、游戏等业务变现空间广阔。我们维持盈利预测, 预计 18/19/20 年 EPS 为 0.52/0.88/1.14 元, 当前股价分别对应同期 35/21/16 倍 PE; 继续维持 30.8-35.2 元合理价值判断 (对应 19 年 35-40 倍 PE, 具体逻辑参见 3 月 20 日发布的深度报告), 维持“买入”评级。

表 6: 同业可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE			PB	总市值 (亿)
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2019E	
002174	游族网络	23.67	0.76	1.16	1.37	30.21	25.18	17.29	3.47	210.30
002555	三七互娱	13.17	0.76	0.49	0.88	27.23	12.38	14.97	3.13	279.85
300017	网宿科技	13.04	0.34	0.33	0.42	30.89	23.69	30.90	3.30	317.24
300383	光环新网	18.55	0.30	0.45	0.61	43.77	44.76	30.24	3.48	285.61
600845	宝信软件	31.56	0.54		0.95	34.15	43.01	33.38	4.51	237.97
300366	创意信息	9.12	0.33	-0.75	0.40	36.59	22.28	22.54	1.56	47.93
002410	广联达	28.12	0.42	0.39	0.44	46.46	53.39	63.42	8.85	316.79
平均值						35.61	32.10	30.39	4.04	242.24
300113	顺网科技	18.18	0.74	0.52	0.88	24.63	34.98	20.80	3.36	126.22

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

■ 风险提示

- 1、新成立合资公司可能存在公司管理、资源配置、人力资源及政策等风险；
- 2、“顺网云”商业化应用不被广泛认可的风险；
- 3、“云 PC”业务成本降低不及预期的风险；
- 4、游戏行业监管趋严的风险；
- 5、棋牌类游戏监管趋严的风险；
- 6、网吧管理软件行业竞争加剧的风险等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1738	2297	2963	3790	营业收入	1816	1988	2254	2644
应收款项	276	299	340	398	营业成本	544	735	750	873
存货净额	35	41	42	49	营业税金及附加	18	26	27	31
其他流动资产	22	26	29	34	销售费用	262	308	338	397
流动资产合计	2071	2663	3375	4271	管理费用	361	329	362	424
固定资产	69	(64)	(68)	(72)	财务费用	(20)	(13)	(15)	(16)
无形资产及其他	27	26	25	24	投资收益	17	17	17	17
投资性房地产	1803	1803	1803	1803	资产减值及公允价值变动	(5)	(150)	(12)	(12)
长期股权投资	11	(59)	(215)	(370)	其他收入	12	0	0	0
资产总计	3981	4369	4921	5657	营业利润	675	471	798	941
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	10	10	10	10
应付款项	165	134	135	157	利润总额	685	480	808	951
其他流动负债	585	694	734	857	所得税费用	70	48	81	95
流动负债合计	750	828	868	1013	少数股东损益	102	72	120	142
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	512	361	607	714
其他长期负债	37	47	53	55					
长期负债合计	37	47	53	55	现金流量表 (百万元)				
负债合计	787	875	922	1068	净利润	512	361	607	714
少数股东权益	195	212	239	266	资产减值准备	(13)	(10)	(1)	(0)
股东权益	2998	3282	3760	4323	折旧摊销	23	9	10	11
负债和股东权益总计	3981	4369	4921	5657	公允价值变动损失	5	150	12	12
					财务费用	(20)	(13)	(15)	(16)
					营运资本变动	(316)	44	1	75
					其它	94	26	28	27
					经营活动现金流	304	580	656	839
					资本开支	6	(15)	(16)	(16)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	246	55	139	139
					权益性融资	68	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(108)	(76)	(128)	(151)
					其它融资现金流	162	0	0	0
					融资活动现金流	14	(76)	(128)	(151)
					现金净变动	564	559	667	826
					货币资金的期初余额	1174	1738	2297	2963
					货币资金的期末余额	1738	2297	2963	3790
					企业自由现金流	279	569	694	897
					权益自由现金流	441	569	694	897

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《顺网科技-300113-2018 年年报点评：业绩符合预期，持续看好云业务成长空间》 ——2019-04-10
- 《顺网科技-300113-重大事件快评：从“数据上云”到“算力上云”，顺网云火力全开》 ——2019-04-09
- 《顺网科技-300113-业绩反转向上，顺网云大幅提升平台价值》 ——2019-03-20
- 《顺网科技-300113-2018 年年报点评：边缘计算助力顺网云业务崛起》 ——2019-03-07
- 《顺网科技-300113-2018 三季报点评：三季报符合预期，两翼一体战略见成效》 ——2018-11-02

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

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