

证券研究报告 • 上市公司深度

互联网传媒

深耕网吧市场龙头地位稳固, 顺应 5G 潮流开拓云

业务新蓝海【5G 应用系列报告之(二)】

【投资要点】

- 1、聚焦网吧行业十余载,多元化业务布局夯实龙头地位。公司是一家集网吧管理软件、顺网云、广告推广业务、泛娱乐服务于一体的互联网娱乐平台公司,自 2005 年创立以来持续深耕网吧行业,通过开发自有产品及收购吉胜科技、新艺浩等网吧管理龙头企业,形成了多元化产品矩阵及变现能力,同时牢牢占据网吧服务行业龙头地位。2018 年,公司现有平台活跃用户数超过 7000 万,管理软件等覆盖全国网吧及终端占比达 70%。2016 年,公司收购了聚焦线下娱乐展会业务的汉威恒信(ChinaJoy 主办方)以及开展安全系统集成业务的国瑞信安,进一步拓展完善了公司业务布局。
- 2、陆续推出"顺网雲"及"顺网云电脑",推进云时代网吧轻量化改革,探索云游戏落地场景。2018年7月,公司首发"顺网雲"产品,创造性地将数据上云应用在网吧管理行业,通过集中建设机房向网吧提供设备租赁服务,可为所在节点覆盖区域的网吧提供10TB以上存储空间的SSD固态硬盘和50M/s以上的下载速度,革新传统网吧产业形态。2019年6月,公司发布顺网云电脑,借助小型终端"顺网云盒"提供云计算服务,辅助用户按需向云端调取算力。公司将边缘计算及云服务技术应用于网吧管理并探索多场景落地,通过数据上云、算力上云持续向算力共享的云平台转型。目前顺网雲已经覆盖18省份、52城市和超过100机房,根据我们测算,采用顺网云电脑服务可替代网吧市场规模达200亿元。
- 3、传统网吧行业发展空间受限,商誉相对可控。公司传统主业包括网络广告及增值、游戏、展会及安全系统集成。其中,公司展会业务发展稳健,其主办的 China Joy 目前已成为全球前三大数字娱乐展会之一。安全系统集成业务 2018 年出现明显业绩下滑,子公司江苏国信瑞安计提商誉减值 1.2 亿元。截至 2018 年末,公司商誉余额 9.79 亿元;其中,展会业务公司汉威信恒商誉余额 5.66 亿元,其业务表现稳健,判断减值风险较低;安全业务公司国瑞信安商誉余额为 1.61 亿元,体量较小。总体而言后续公司商誉减值风险相对可控。

【**盈利预测**】预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.28 亿/5.08 亿/7.07 亿元,同比增长 33.1%/18.7%/39.2%,对应 EPS 分别为 0.62 元 /0.73 元 /1.02 元。当前市值对应 19-21 年市盈率分别为 30.4x/25.6x/18.4x。维持"买入"评级。

【风险提示】5G 技术落地进程低于预期; 网吧行业景气度进一步下滑; 云业务资本投入规模过高导致业务拓展乏力。

顺网科技(300113)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

执业证书编号: S1440519060002

崔碧玮

cuibiwei@csc.com.cn

18510249707

执业证书编号: S1440518090002

发布日期: 2019年09月18日

当前股价: 18.76 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------------|------------|-------------|
| 5.12/12.87 | -3.26/1.18 | 1.16/-1.52 |
| 12 月最高/最低价 | (元) | 22.67/11.64 |
| 总股本 (万股) | | 69,428.72 |
| 流通A股(万股 |) | 47,122.56 |
| 总市值(亿元) | | 139.97 |
| 流通市值(亿元) | | 92.06 |
| 近3月日均成交量 | 量(万) | 1,613.41 |
| 主要股东 | | |
| 华勇 | | 40.36% |

股价表现



相关研究报告

【中信建投互联网传媒】顺网科技 19.04.28 (300113):短期业绩承压,"顺网云"提 升中长期变现空间



目录

| 1. 公司標 | [况:深耕网吧行业,打造互联网泛娱乐平台型龙头 | 1 |
|-----------------------|------------------------------|----|
| | | |
| | | |
| 2.2 | 游戏业务1 | 0 |
| 2.3 | 展会服务1 | 4 |
| 2.4 | 安全系统集成业务1 | 6 |
| 3. 顺应 5 | G 潮流,开拓云业务新蓝海1 | 8 |
| 3.1 | 回顾网吧组网解决方案演进历程,云时代轻量化改革将成趋势1 | 8 |
| 3.2 | 积极推动数据上云、算力上云,拥抱新技术大力拓展业务边界 | 9 |
| | 3.2.1 顺网雲: 数据上云 | 9 |
| | 3.2.2 顺网云电脑: 算力上云 | 20 |
| 3.3 / | 顺网云电脑可替代网吧市场空间测算2 | 24 |
| 4. 盈利预 | [测 | 26 |
| 5. 风险分 | ~析 | 27 |
| 6. 附录: | 财务预测表 | 28 |
| | | |
| | | |
| | 图表日 录 | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| 图表 5: | | |
| 图表 6: | | |
| 图表 7: | | |
| 图表 8: | | |
| 图表 9: | | 5 |
| 图表 10: | | |
| 图表 11: | | |
| 图表 12: | | |
| 图表 13: | | |
| 图表 14: | | |
| 图表 15: | | |
| 图表 16: | 网络广告及增值业务营业收入及同比增速 | 7 |
| 图表 17: | 网络广告及增值业务毛利润&毛利率 | 7 |
| 图表 18: | 万象网管主要产品介绍 | 7 |
| 图表 19: | 2018年网吧实名登记软件市场占有率 | 8 |
| 图表 6: 顺网科技分业务营业收入 4 名 | | 8 |



| 图表 21: | 各细分游戏市场规模占比 | 9 |
|--------|---------------------------------|----|
| 图表 22: | 端游市场规模及增速 | 9 |
| 图表 23: | 网吧数量及同比增速 | 9 |
| 图表 24: | 网吧数量及同比增速 | 9 |
| 图表 25: | 吉胜科技营业收入及同比增速 | |
| 图表 26: | 吉胜科技净利润及增速 | |
| 图表 27: | 新浩艺营业收入及同比增速 | |
| 图表 28: | 新浩艺净利润及同比增速 | 10 |
| 图表 29: | 游戏业务营业收入及增速&营收占比 | 11 |
| 图表 30: | 游戏业务毛利润及毛利率 | 11 |
| 图表 31: | 页游市场规模及增速 | 11 |
| 图表 32: | 各类型游戏市场规模占比 | 11 |
| 图表 33: | 头部页游平台月度开服数变化趋势 | 12 |
| 图表 34: | 顺网游戏每日开服数变化(2016/1/1-2018/6/30) | 12 |
| 图表 35: | 浮云网络营业收入及增速 | |
| 图表 36: | 浮云网络净利润及增速 | |
| 图表 37: | 91Y 游戏平台用户数量及同比增速 | |
| 图表 38: | 91Y 游戏平台充值流水及 ARPU 值 | |
| 图表 39: | 91Y 游戏平台活跃用户数及同比增速 | 14 |
| 图表 40: | 91Y 游戏平台付费用户数及同比增速 | 14 |
| 图表 41: | 91Y 游戏平台活跃用户付费率 | 14 |
| 图表 42: | 汉威信恒经营业绩情况 | |
| 图表 43: | 汉威信恒业绩承诺及完成情况 | |
| 图表 44: | 历年 ChinaJoy 主题梳理 | |
| 图表 45: | 展会业务收入、同比及占比 | 16 |
| 图表 46: | 历年 ChinaJoy 观众人数统计 | 16 |
| 图表 47: | 国信瑞安主要业务/产品情况 | 16 |
| 图表 48: | 国瑞信安业绩承诺实现情况(2015-2017 年) | 17 |
| 图表 49: | 安全系统集成业务营业收入、营收占比及毛利润率 | 17 |
| 图表 50: | 江苏国瑞信安科技营业收入及净利润 | 17 |
| 图表 51: | H3C 有盘网吧组网方案 | |
| 图表 52: | H3C 无盘网吧三层组网方案 | |
| 图表 53: | 网吧云电脑场景应用架构 | |
| 图表 54: | 云计算架构示意图 | 20 |
| 图表 55: | 边缘计算解决方案 | 20 |
| 图表 56: | 顺网云电脑三大优势 | 21 |
| 图表 57: | 网吧传统设备可达到游戏参数 | 21 |
| 图表 58: | 使用了顺网云电脑的网吧设备可达到游戏参数 | 21 |
| 图表 59: | 顺网云电脑显卡配置 | 22 |
| 图表 60: | 顺网云盒摆设 | 22 |
| 图表 61: | 家庭客厅场景下顺网云电脑的应用 | 22 |





| 图表 62: | 家庭卧室场景下顺网云电脑的应用 | 22 |
|--------|------------------------------|----|
| 图表 63: | 顺网云盒应用于企业场景 | 23 |
| 图表 64: | 顺网云游的"办公室场景"展示 | 23 |
| 图表 65: | 顺网云游的"休闲吧场景"展示 | 23 |
| 图表 66: | 顺网云游的"家庭场景"展示 | 24 |
| 图表 67: | 顺网云游的"机场场景"展示 | 24 |
| 图表 68: | 顺网云电脑可替代市场空间测算(普通网吧相关运营成本测算) | 25 |
| 图表 69: | 2018年全国互联网上网服务行业规模 | 25 |
| 图表 70: | 2018年实际经营的互联网上网服务场所数量 | 25 |

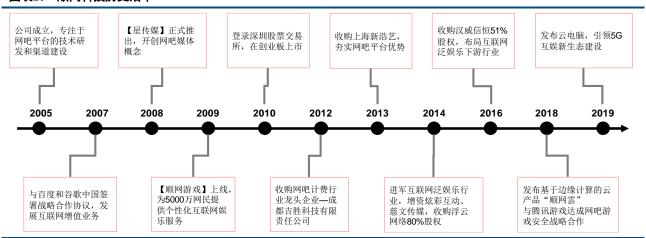
1. 公司概况:深耕网吧行业,打造互联网泛娱乐平台型龙头

杭州顺网科技股份有限公司成立于 2005 年,并于 2010 年 8 月在创业板挂牌上市,是一家集网吧管理软件、顺网云、广告推广业务、泛娱乐服务于一体的互联网泛娱乐平台公司。

积极进行外延并购,多元布局助力业务快速发展。上市后初期,公司主业以网吧为本,从网吧管理、网吧经营、网吧计费多维度提供网吧行业一站式、全方位解决方案。2012-2013 年,公司先后收购了网吧计费行业龙头企业吉胜科技、网吧管理提供商新浩艺、网络技术公司派博软件、广告及策划公司凌克翡尔等。其中,对新浩艺的收购使得公司在网吧市场形成绝对领先地位,收购完成后公司覆盖全国网吧占比达到 70%;此外,对派博软件的收购也使公司进入了安全审计软件领域。2014 年,公司开始进军互联网娱乐行业,年内对中国电信旗下运营主体炫彩互动进行增资,发力移动游戏和电视游戏端;收购浮云网络(旗下拥有 91Y 游戏平台),拓宽在休闲游戏领域的版图。2016 年,公司收购信息安全专家国瑞信安,并收购线下展会 ChinaJoy 的举办方汉威信恒,进入安全系统集成及展会业务。通过一系列的外延并购,公司业务布局更加多元,同时营收及利润规模也得以快速增长。2010 至 2018 年,公司营业收入和归属净利润分别增长 13.1 倍和 6.1 倍至 19.85 亿元和 3.22 亿元。

2018 年,公司推出新一代"顺网雲"产品,将边缘计算技术应用于网吧行业,实现存储上云、算力上云,为业界提供互动娱乐云端化的产品顺网云电脑及云游戏解决方案。公司持续深挖市场需求并积极调整业务结构,优化部署新产品新服务,在深耕原有业务的同时,战略上坚持向云业务发展。

图表1: 顺网科技历史沿革



资料来源:公司官网,中信建投证券研究发展部

顺网科技控股股东和实际控制人为华勇先生,为公司创始人及现任董事长,股权占比 40.36%。华勇先生曾在浙江省杭州电信局工作十年,从事新技术开发,曾分别获得国家科委科技进步三等奖,邮电部科技进步一等奖,浙江省科技进步一等奖、三等奖等,具备丰富的行业资源及技术经验。



图表2: 顺网科技股权结构



资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

图表3: 顺网科技历年收并购信息统计

| 交易时间 | 交易标的 | 交易金额 | 买方 | 卖方 |
|------------|---------------------|---------|--------------|------------------------------|
| 2012-08-17 | 成都吉胜科技有限责任公司 100%股 | 8000 万元 | 杭州顺网科技股份有限公司 | 上海盛大网络发展有限公司 |
| | 权 | | | |
| 2013-12-24 | 上海新浩艺软件有限公司 100%股权, | 2.33 亿元 | 杭州顺网科技股份有限公司 | Hintsoft Holdings Ltd,冯德林,徐智 |
| | 上海派博软件有限公司 100%股权,上 | | | 勇等 |
| | 海凌克翡尔广告有限公司 100%股权 | | | |
| | | | | |
| 2014-09-23 | 杭州浮云网络科技有限公司 80%股权 | 9360 万元 | 杭州顺网科技股份有限公司 | 周游,赵民,刘培锴,徐晟 |
| 2015-03-27 | 慈文传媒集团股份有限公司 4.5%的 | 1.08 亿元 | 杭州顺网科技股份有限公司 | 马中骏 |
| | 股权 | | | |
| 2015-03-27 | 炫彩互动网络科技有限公司 22%的股 | 2.20 亿元 | 杭州顺网科技股份有限公司 | 中国文化产业投资基金,中国电信集 |
| | 权 | | | 团公司,炫彩互动网络科技有限公司 |
| 2016-04-06 | 江苏国瑞信安科技有限公司 100%的 | 3.71 亿元 | 杭州顺网科技股份有限公司 | 王雷,唐卫民,南京创瑞投资管理合伙 |
| | 股权 | | | 企业(有限合伙)等 |
| 2016-07-05 | 上海汉威信恒展览有限公司 51%股权 | 5.75 亿元 | 杭州顺网科技股份有限公司 | 韩志海,上海潼泽投资管理合伙企业 |
| | | | | (有限合伙),兰波 |

请参阅最后一页的重要声明



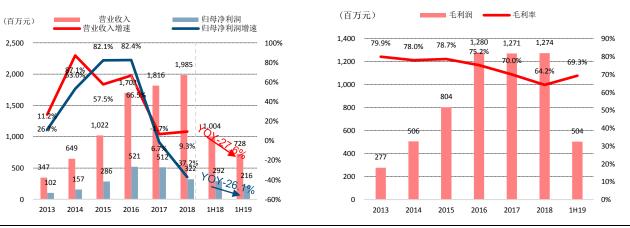
| 2016-07-07 | 上海网鱼信息科技有限公司 4%股权 | 4000 万元 | 杭州顺网科技股份有限公司 | 上海网鱼信息科技有限公司原股东 |
|------------|--------------------|---------|--------------|-------------------------------|
| 2016-07-29 | 炫彩互动网络科技有限公司 22%股权 | 2.54 亿元 | 号百控股股份有限公司 | 杭州顺网科技股份有限公司 |
| 2019-02-19 | 上海汉威信恒展览有限公司 49%股权 | 4.45 亿元 | 杭州顺网科技股份有限公司 | 韩志海,上海潼泽投资管理合伙企业 (有限合伙),兰波 |

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

顺网科技主营业务包括网络广告及增值、游戏、展会、安全系统集成业务等。2019年上半年,公司传统广告、游戏业务下降,且受游戏热度影响 CD-key、加速器等业务也出现下降。1H19公司总营业收入 7.28 亿元,同比下降 27.6%;毛利润 5.04 亿元,同比下降 20.36%,毛利润率同比提高 6.3pct 至 69.3%;归母净利润为 2.16 亿元,同比下降 26.1%。

图表4: 顺网科技营业收入及归母净利润

图表5: 顺网科技毛利润及毛利率



资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

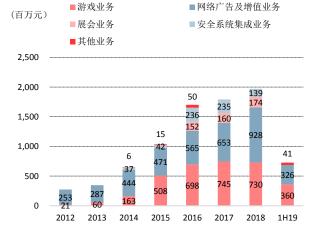
资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

分业务板块来看:

- **1) 网络广告与增值业务**: 经 2016 年口径调整后包括硬件销售业务、软件销售业务、软件服务业务、互联 网增值服务业务和网络广告及推广业务。2019 年上半年,网络广告及增值业务营业收入下滑 40.59%至 3.26 亿元,占当期营业收入的 44.9%。
- **2) 游戏业务:** 2016 年口径调整前名称为"用户中心系统业务",2019 年上半年游戏业务营业收入同比下滑 11.88%至 3.60 亿元。
- **3) 其他业务:**包括展会业务、安全系统集成业务及其他,2019 上半年营收占比为 5.6%。(注:公司在年报中对展会业务及安全系统集成业务营业收入分别披露;但在半年报中合并入"其他业务",不做单独列示。)



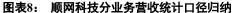
图表7: 顺网科技分业务营业收入占比■网络广告及增值业务■展会业务■ 安全系统集





资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部(注:公司在年报中对展会业务及安全系统集成业务营业收入分别披露;但在半年报中合并入"其他业务",不做单独列示。)

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部(注:公司在年报中对展会业务及安全系统集成业务营业收入分别披露;但在半年报中合并入"其他业务",不做单独列示。)





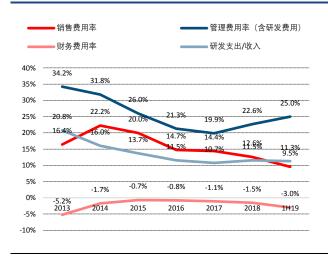
资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

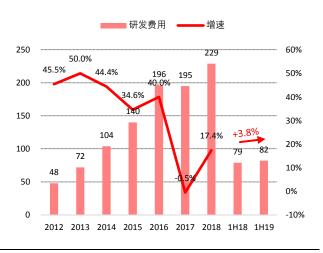
期间费用率方面,销售费用率持续趋于改善,研发投入力度不断加强。公司整体费用控制能力较好,财务费用率与销售费用率持续趋于改善,但管理费用率(含研发费用口径)有所增加。公司在研发投入方面不断加大力度,1H19年研发投入金额达到 0.82亿元,占当期营收的比例达到 11.3%,并且在结构上减少了游戏相关类的研发,增加了云服务等产业的研发投入。公司研发人员数量近年来保持在约 700人规模,人均研发投入金

额持续快速增长,2018年同比增长21.7%达到33.66万/人。

图表9: 顺网科技期间费用率及研发支出/收入占比

图表10: 顺网科技研发投入金额及增速





资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

图表11: 顺网科技研发人员数量及占比

图表12: 顺网科技研发人员人均研发投入金额及增速





资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

公司现金流表现持续稳健,经营性现金流与净利润水平匹配良好,**1H19** 筹资活动现金流出较高主要由于本期进行股票回购和对外投资支付现金较上期增加所致。

公司过去几年在外延并购方面的积极布局,在促进营收多元化的同时,也使得商誉积累大幅增加,存在一定商誉减值风险。2016 年公司商誉余额增长最为明显,主要是由于当年收购了信息安全领域专家国瑞信安和展会服务提供商汉威信恒,分别形成商誉 5.66 亿元和 2.82 亿元(包括江苏国瑞信安相关商誉 2.81 亿元和中讯锐尔相关商誉 74 万元)。2018 年,由于国瑞信安业绩较上年有所下滑(主要系项目工程延后使收入确认降低,同时产品及市场开发投入增大),公司计提了 1.2 亿商誉减值准备(中讯锐尔相关商誉全部计提)。截至 2018 年末,公司账上商誉余额 9.79 亿元。其中,国瑞信安相关的商誉余额 1.61 亿元,体量较小;商誉余额最高的为展会业务主体公司汉威信恒,商誉余额 5.66 亿元,由于旗下 ChinaJoy 展会在业内己形成出色品牌影响力及良好口碑,近年来业务表现稳中有升,判断该部分商誉未来减值风险较低。总体而言,公司后续商誉减值风险相对可控。

图表13: 顺网科技现金流情况



资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

图表14: 顺网科技商誉余额

1,200 (亿元)
1,099 1,099
1,000
800
400
251 266
200 179
76
0 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 1H19

图表15: 顺网科技 2018 年末商誉余额明细(百万元)

| | | 减值准备 | |
|----------------|---------|-------|--------|
| 被投资单位名称 | 账面原值 | /本期增加 | 余额 |
| 成都吉胜科技有限公司 | 76.23 | | 76.23 |
| 上海新浩艺软件有限公司 | 66.9 | | 66.9 |
| 上海凌克翡尔广告有限公司 | 24.16 | | 24.16 |
| 上海派博软件有限公司 | 2.47 | | 2.47 |
| 杭州浮云网络科技有限公司 | 80.88 | | 80.88 |
| 江苏国瑞信安科技有限公司 | 281.42 | 120 | 161.42 |
| 上海中迅锐尔软件科技有限公司 | 0.74 | 0.74 | 0 |
| 上海汉威信恒展览有限公司 | 566.48 | | 566.48 |
| 上海潜思网络科技有限公司 | | 0.50 | 0.50 |
| | 1099.28 | | 979.04 |

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

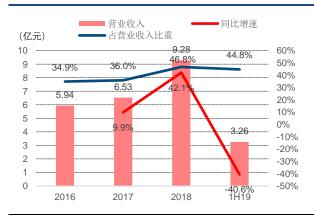
2. 核心业务: 传统网吧业务空间受限, 多元化布局夯实龙头地位

2.1 网络广告及增值业务

内生+外延夯实核心业务行业地位,"上云"有望打开业务发展新空间。公司网络广告及增值业务主要由 网吧服务和互联网广告业务组成,其中网吧业务是顺网创立以来的核心业务之一,广告服务业务则是公司在网 吧计费、经营管理软件运营的基础上,利用原有客户资源拓展的广告推广服务。2019 上半年,公司网络广告及 增值业务营业收入 3.26 亿元,同比下降 40.59%,但毛利率水平维持在 50.5%的高位,同比增加 1.03pct。近一年多以来,公司陆续发布基于边缘计算的云产品"顺网雲"及顺网云电脑,推动网吧行业新一轮技术革命,并顺应 5G 潮流进一步拓展业务边界。

图表16: 网络广告及增值业务营业收入及同比增速

图表17: 网络广告及增值业务毛利润&毛利率





资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

网吧服务:老牌网吧管理龙头企业,内生+外延布局多产品布局,夯实行业领先地位。公司是中国最早布局网吧管理业务的企业之一,自 2005 年创立以来,2006 年推出网维大师,并于 2012 年收购吉胜科技,2013 年收购新浩艺、派博软件、凌克翡尔,通过内生及外延共同发力,成为网吧服务行业市占率第一的企业。

1) 2012 年收购吉胜科技,吸纳万象系列明星产品迅速扩大市占规模。吉胜科技成立于 2001 年,2012 年被顺网科技以 8000 万元全资收购,其主打品牌为万象系列产品,包括万象网管、万象网吧管家、网吧管家全量包、收款码后台等,主要涉足网吧计费和网吧经营管理业务。网吧计费产品万象网管是其明星产品,该产品 2018 年市占率为 32.5%,位居行业第一。

图表18: 万象网管主要产品介绍

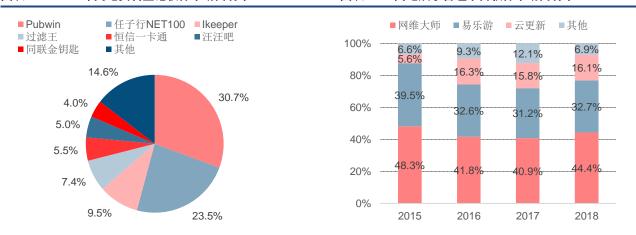
| 产品名称 | 产品功能 |
|-----------------|------------------------------------|
| 万象网管 OL/增强版/基础版 | 网吧经营管理平台、云服务、网吧计费、营收数据查询 |
| 万象网吧管家 | 手机 APP,实时上机人数、现金收入、交班信息查询 |
| 网吧管家全量包 | 网吧经营管理助手,致力于帮助网吧增加收入、提高上座率、简化工作内容等 |
| 收款码后台 | 统计收款码支付明细 |

资料来源: 万象网管官网, 中信建投证券研究发展部

- 2) 2013 年收购新浩艺、派博软件、凌克翡尔,再次扩大网吧平台优势。2013 年,顺网科技以 2.3 亿的价格收购新浩艺、派博软件、凌克翡尔,其中新浩艺主营业务为网吧平台管理,派博软件主营业务为计算机软硬件,凌克翡尔主营业务为互联网广告。新浩艺在网吧计费和网吧管理平台方面均有十分明显的优势,旗下主打产品 Pubwin 在 2018 年网吧计费软件中市占率排名第二,为 18.4%。此外,在网吧实名登记软件市场,Pubwin市占率 30.7%,位居第一名。
- 3)独立研发娱乐平台管理软件网维大师,行业市占率遥遥领先。网维大师是顺网科技独立研发的娱乐平台管理软件,通过先进的技术,实现网吧系统管理、娱乐内容添加、管理、更新和安全防护等工作。在网吧娱乐管理平台领域,市场呈现三足鼎立的格局,网维大师、易乐游、云更新三款软件合计市占率超85%。网维大师通过其研发的"系统加速盘"方案,从"多功能加速硬件"出发,不断巩固市场份额,扩大市场占有率,连续多年市场占有率最高,2015-2018年市占率分别为48.3%、41.8%、40.9%、44.4%,市占率比第二名高出10%以上,行业领先地位突出。

图表19: 2018 年网吧实名登记软件市场占有率

图表20: 网吧娱乐管理平台软件市场占有率

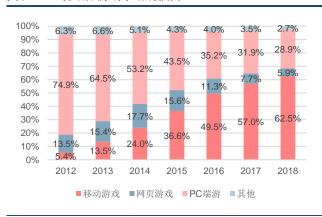


资料来源:中娱智库,中信建投证券研究发展部

资料来源:中娱智库,中信建投证券研究发展部

受端游热度影响网吧行业发展相对低迷,网吧相关服务及广告业务表现承压。近年来,移动互联网带动手游行业迅速发展,端游市场整体规模增速明显放缓。端游市场过自 2014 年突破 600 亿规模以来,整体表现停滞,2018 年端游市场占游戏行业总市场规模的比例已降至 30%以下。相应地,网吧行业也受到显著影响,2017、2018 年全国网吧数量和网吧 PC 终端保有量均出现负增长。截至 2018 年末,全国网吧数量 13.8 万家,同比下降 4.2%,网吧终端保有量 1280 万台,同比下降 4.5%。

图表21: 各细分游戏市场规模占比



图表22: 端游市场规模及增速



资料来源: 《中国游戏产业报告》,中信建投证券研究发展部

资料来源: 《中国游戏产业报告》,中信建投证券研究发展部

图表23: 网吧数量及同比增速



图表24: 网吧数量及同比增速



资料来源:中娱智库,中信建投证券研究发展部

资料来源:中娱智库,中信建投证券研究发展部

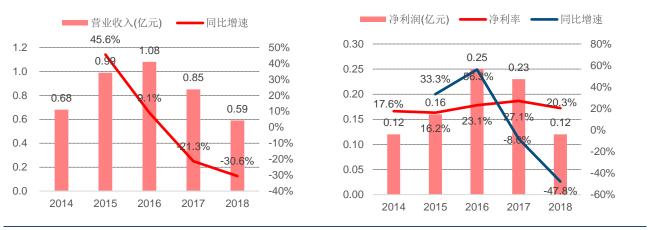
顺网科技作为网吧管理软件行业市占率第一的龙头企业,相关子公司业绩表现也明显承压。2018 年,子公司吉胜科技营业收入为 0.59 亿元,同比下降 30.6%,净利润 0.12 亿元,同比下降 47.8%,子公司新浩艺 2018 年营业收入 1.22 亿元,同比增长 32.6%,净利润 0.19 亿元,同比下降 26.9%。

公司的互联网广告业务主要受众群体为网吧计费软件和网吧管理软件中积累的客户资源,主要由新浩艺和新浩艺子公司派博软件、凌克翡尔开展业务。从新浩艺官网的数据看,公司的广告业务产品繁多,不同产品分别面向不同受众,通过对市场的进一步分割,从而达到人群全覆盖、精准投放的目的。由于网吧面向的人群中,游戏玩家人群最多,广告业务的类型也以游戏广告为主,随着近些年直播、在线视频热度的提升,公司也在逐渐拓展非游戏领域广告投放业务。



图表25: 吉胜科技营业收入及同比增速

图表26: 吉胜科技净利润及增速

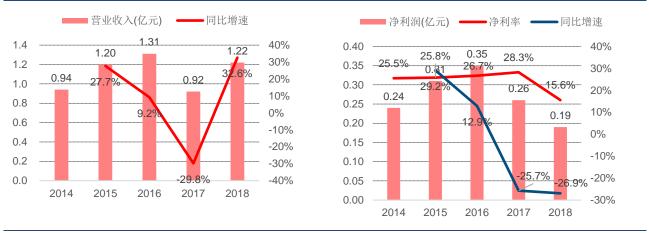


资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

图表27: 新浩艺营业收入及同比增速

图表28: 新浩艺净利润及同比增速



资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

2.2 游戏业务

公司游戏业务主要由顺网游戏(页游平台)及浮云网络(91Y 游戏平台)构成。其中,顺网游戏为公司运营的页游联运平台,2018 年顺网游戏平台开服数达到 1.26 万组,位居行业第四;浮云网络为公司 2014 年收购的休闲娱乐平台服务提供商(持股 80%,收购对价人民币 9360 万元),主营 91Y 游戏平台,运营游戏以捕鱼电玩游戏,以及斗地主、血战到底、雀圣等地方特色棋牌竞技类游戏为主。2018 年及 2019 上半年,公司游戏业务收入分别为 7.30 亿和 3.60 亿元,同比分别变动+2.0%和-11.9%,毛利润率保持在 86%的较高水平。

图表29: 游戏业务营业收入及增速&营收占比

图表30: 游戏业务毛利润及毛利率





资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部(注:此处计算毛 利润率时,营业成本只包含财报中披露的游戏成本部分)

顺网游戏:页游市场规模连年萎缩,顺网游戏开服数明显下滑。主要受移动互联网冲击,页游市场规模连年萎缩,2018年全国页游市场规模同比进一步下滑 18.9%至 127亿元,占游戏市场总规模的比例下滑至 5.9%。根据 9k9k 数据,2018年开服数排名 top5 的页游平台分别为 37 游戏(3.60 万组)、360 游戏(1.86 万组)、搜狗游戏(1.68 万组)、顺网游戏(1.26 万组)和 4399(1.11 万组)。其中行业排名第一的 37 游戏平台已经与行业第二梯队平台拉开明显差距。从顺网游戏平台过去三年的日开服数表现来看,其在 2016-2017年的高峰时期最高日开服数达到 61 组;2019上半年以来,日开服数高峰仅约 40 组,下滑幅度达到约三分之一,显示出较大的经营压力。伴随国内游戏市场的持续成熟化发展,页游市场将面临更为严峻的竞争压力,尤其在 5G时代云游戏的出现更将直接对页游市场形成根本性的冲击。

图表31: 页游市场规模及增速

图表32: 各类型游戏市场规模占比



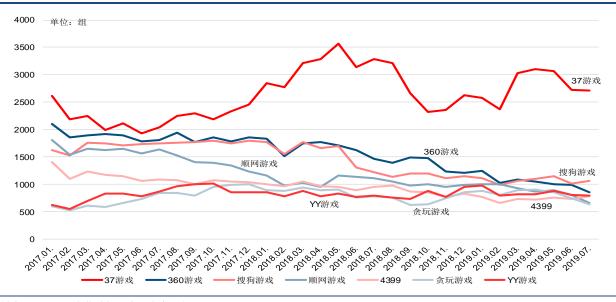


资料来源:中国音数协工委,中信建投证券研究发展部

资料来源:中国音数协工委,中信建投证券研究发展部

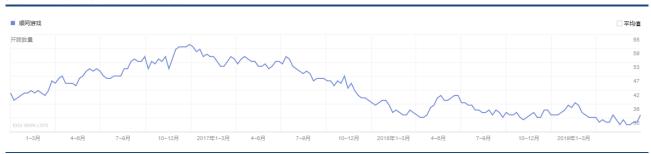


图表33: 头部页游平台月度开服数变化趋势



资料来源: 9k9k, 中信建投证券研究发展部

图表34: 顺网游戏每日开服数变化(2016/1/1-2018/6/30)



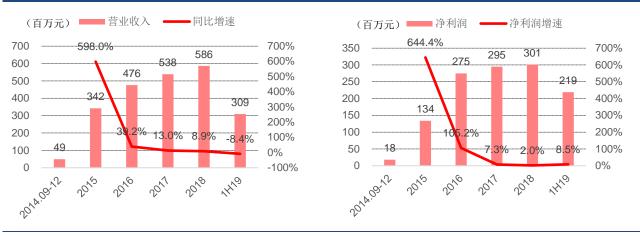
资料来源: 9k9k, 中信建投证券研究发展部

91Y 游戏平台: 91Y 是浮云网络旗下主营休闲棋牌类的平台,业绩表现相对稳健。2014 年 8 月,公司正式完成对浮云网络 80%股权的收购,浮云网络于 2014 年 9 月开始并表。2019 上半年浮云网络营业收入 3.09 亿元,同比下滑 8.4%,净利润 2.19 亿元,同比增长 8.5%。近年浮云网络业绩表现稳健,为公司游戏业务贡献了主要的收入及利润来源。浮云网络旗下 91Y 平台游戏用户在 2019 年二季度末已达到 1555 万人,同比增长 30.8%,但其中活跃用户 128 万人,相较去年同期减少 29.9%,活跃用户转化效率出现下滑。不过,91Y 平台活跃用户付费率保持相对稳定,随季节性因素在 45%~70%的区间波动,并且平台季度 ARPU 表现较优,2Q19 平台充值流水达到 1.35 亿元,季度 ARPU 达到 206 元,平台的变现效率依然有较好表现。



图表35: 浮云网络营业收入及增速

图表36: 浮云网络净利润及增速

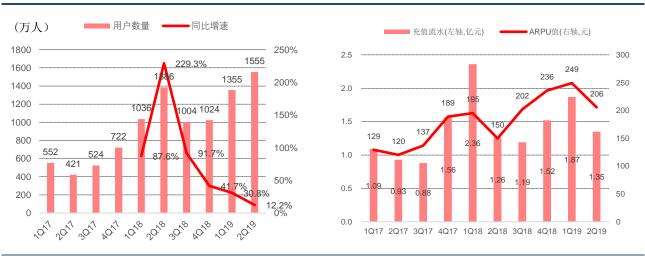


资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部(注:浮云网络于2014年9月并表)

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部(注:浮云网络于2014年9月并表)

图表37: 91Y 游戏平台用户数量及同比增速

图表38: 91Y 游戏平台充值流水及 ARPU 值



资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部



图表39: 91Y 游戏平台活跃用户数及同比增速

图表40: 91Y 游戏平台付费用户数及同比增速

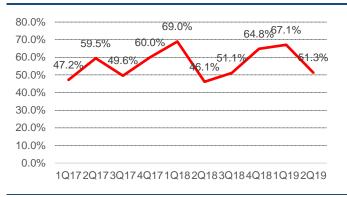




资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

图表41: 91Y 游戏平台活跃用户付费率



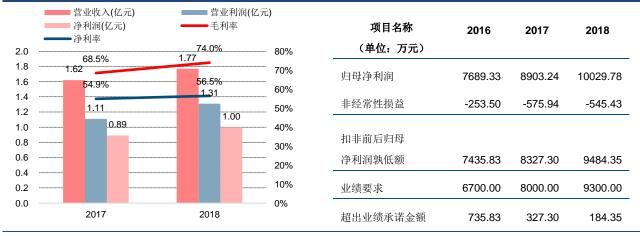
资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部(活跃用户付费率=季度付费用户数/季度活跃用户数)

2.3 展会服务

收购 ChinaJoy 主办方上海汉威信恒剩余 49%股权,进一步提升线下娱乐展会渠道覆盖及品牌影响力。上海汉威信恒是中国国际数码互动娱乐展览会(ChinaJoy)的主办方,ChinaJoy 是全球数字娱乐领域最具影响力的年度盛会,也是世界前三大数字娱乐展会之一。ChinaJoy 历经十余年发展,参展商家范围从单纯的游戏厂商逐步扩展到覆盖人工智能、芯片、电子支付等高科技的多项领域,是展现全球高新前沿科技在消费应用端的重要平台。2016 年 6 月,公司以 5.75 亿元协议收购上海汉威信恒 51%股权,并于 2019 年 2 月以 4.45 亿元完成对其剩余 49%的收购。上海汉威信恒原股东承诺 2016-2018 年实现净利润数分别部队与 6700 万、8000 万和9300 万,上海汉威信恒 2016-18 年实现扣非归母净利润分别为 7435.83 万元、8327.30 万元和 9484.35 万元,各年度均超过了业绩承诺金额。通过完成对上海汉威信恒剩余股权的收购,公司得以进一步提升品牌影响力、渠道覆盖能力,展会业务较为稳健的业绩表现也很好的补充了公司的业绩支撑,同时未来双方有望进一步深化业务协同效应。

图表42: 汉威信恒经营业绩情况

图表43: 汉威信恒业绩承诺及完成情况



资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

资料来源: 公开资料整理,中信建投证券研究发展部

看点从内容转向科技, ChinaJoy 从产品聚集地转变为行业风向标。随着游戏端互联网红利下降, ChinaJoy 的看点也在悄然发生变化,从最初的以《魔兽世界》、《梦幻西游》为看点的重度手游,到 2009 年开始的页游风暴,再到 2013 年掀起的手游革命,这十多年来的 ChinaJoy 的看点始终是产品内容本身。从 2016 年开始,以"游戏新时代,打造泛娱乐"为主题的泛娱乐概念开始兴起,2018 年 ChinaJoy 提出"新科技新娱乐新价值"的主题,主张通过新兴科技创造娱乐产品的新价值,并新增中国区块链技术及游戏开发者大会,2019 年以"数字娱乐科技新生活"为主题的大会关注点为 5G 和云游戏,现在的 ChinaJoy 已经不仅仅是游戏发烧友们的聚集地,更是科技迷们的盛会,ChinaJoy 完成了从展示内容向把握行业风向的转变。2019 年大会上,腾讯、华为、达龙、顺网纷纷展示了各家的云游戏解决方案,布局 5G 的小米、vivo、OPPO、一加等多个手机厂商也纷纷展示了手机端的云游戏技术。

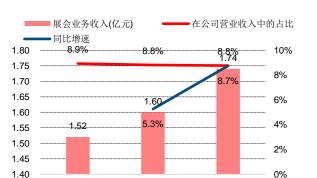
图表44: 历年 ChinaJoy 主题梳理



资料来源: 公开资料整理,中信建投证券研究发展部

展会收入占比稳定,2019 年应该观众增速拐点。2018 年,公司展会收入为 1.74 亿元,同比增长 8.9%,表现较为稳健。自 2016 收购汉威信恒开展展会业务以来,展会业务营收占比持续稳定在约 9%的水平。2019 年,ChinaJoy 以云游戏和 5G 为看点,吸引观众 36.47 万人,同比增长 5.9%,观众人数增速自 2016 年以来首次出现反弹,在大厂商的积极布局和观众的热情参与下,预计公司 2019 年展会业务具有一定的增长空间。

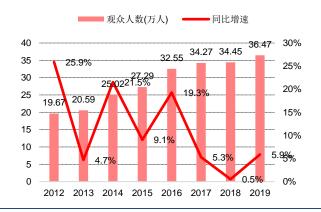
图表45: 展会业务收入、同比及占比



2017

2018

图表46: 历年 ChinaJoy 观众人数统计



资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

资料来源: 公开资料整理,中信建投证券研究发展部

2.4 安全系统集成业务

2016

收购国内优质标的国瑞信安,专业服务保障网络安全。公司于 2016 年收购信息安全领域公司国瑞信安,并与自身原有的安全业务进行整合,成为安全事业部,负责现有网吧网络信息安全和云平台的安全服务。除了负责本公司的网络安全外,安全事业部还致力于为党政机关、军队军工、科研院所、金融证券等用户提供全面的信息化建设解决方案服务。目前公司共提供等级保护、公安行业、分级保护、科普云四种解决方案以及政府云、科普云、终端云、安全云四种云平台服务。2016-2018 年,安全系统集成业务营业收入占公司总营收的比例分别为 13.9%、12.9%和 7.0%。

图表47: 国信瑞安主要业务/产品情况

安全产品

- 防火墙
- 打印安全监控与审计系统
- 网络安全态势感知平台

安全集成

- 涉密计算机系统信息安全分级保护合规解决方案
- 计算机系统信息安全等级保护合 规解决方案
- 人防应急解决方案
- 政务内网分级保护合规解决方案
- 金融行业信息安全等级保护合规 解决方案

安全服务

- 信息安全咨询
- 风险评估服务
- 信息安全等级,保护合规服务
- 安全实施服务
- 安全运维服务

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

国瑞信安2018年业绩出现大幅下滑并计提商誉减值,关注安全系统集成业务持续性及潜在商誉减值风险。

国信瑞安于 2015-2017 年顺利完成三年业绩对赌,2018 年由于项目工期延后导致收入确认比预期下降、加大产品及市场开发投入、政府单位机构调整导致的网络安全支出预算下滑和网络安全业务暂停等影响,子公司江苏国信瑞安科技出现了较大幅度的业绩下滑。2018 年,公司安全系统集成业务营业收入同比下滑 41.0%至 1.39 亿元,子公司江苏国信瑞安科技营业收入和净利润分别同比下滑 32.8%和 82.9%至 1.22 亿元和 710.86 万元,并于当年确认商誉减值 1.2 亿元。截至 2018 年末,子公司江苏国信瑞安科技商誉余额 1.61 亿元,剩余商誉余额已大幅减少。



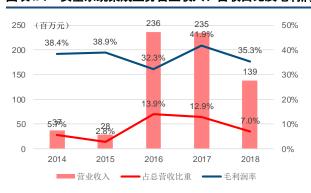
图表48: 国瑞信安业绩承诺实现情况(2015-2017年)

| 项目 | 2015 承诺业绩 | 2015-2017 总承诺业绩 | 2015 实现业绩 | 2016 实现业绩 | 2017 实现业绩 | 2015-2017 总实现业绩 |
|------|-----------|--------------------|-----------|-----------|-----------|--------------------|
| 净利润 | 2500 | 9100 | 2994.22 | 2287.87 | 4152.03 | 9434.11 |
| (万元) | 2500 | 9100 | 2994.22 | 2281.81 | 4152.03 | 9434.11 |

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

未来,国瑞信安将一方面坚持传统涉密领域业务不断创新,拓展全国渠道并研发新的涉密产品;另一方面 也将加大对非密领域的信息安全投入,加大投入网络安全态势感知平台、人脸识别等新型产品,逐步移植安全 检查工具模块至云服务平台形成有效的互联网商业模式,并开拓公安行业的安全应用以及互联网的安全应用。

图表49: 安全系统集成业务营业收入、营收占比及毛利润率 图表50: 江苏国瑞信安科技营业收入及净利润





资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部(注:此处计算毛利润率时,营业成本只包含财报中披露的安全系统集成业务和短信业务部分)

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部(注:2015、2016年营业收入数据未披露,2015、2016年净利润数据为"扣非归母净利润"口径)

3. 顺应 5G 潮流, 开拓云业务新蓝海

3.1 回顾网吧组网解决方案演进历程,云时代轻量化改革将成趋势

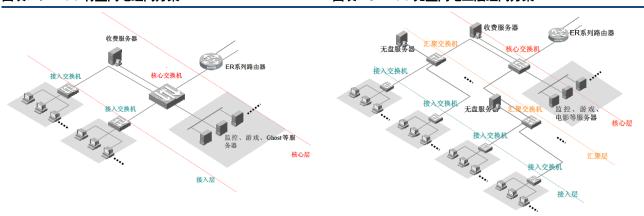
网吧由游戏厅演化而来,1996 年之前网吧被称作电脑房,由于其极高互动性的游戏体验和全新的娱乐方式很快成为了年轻人的聚集地。 从网吧的网络建设上看,网吧大体上经历了 4 个时期:单体电脑运行-有盘系统-无盘系统-云电脑时代。有盘向无盘的更迭最初是在 2002 年由强者网络提出,在局域网速度得到快速提升之后,无盘系统逐渐成为网吧组网的主流。随着云计算技术和边缘计算技术的成熟,当下我们正经历着网吧由无盘系统架构向算力上云的云电脑时代更迭。有盘无盘系统的差别,表现为用户使用本地电脑(即客户端电脑,又称工作站)是否配有存储各类文件用的硬盘,有硬盘的客户端组成的局域网被称为有盘系统,反之则称为无盘系统。

有盘系统下,客户端与家用普通电脑无异,在网吧网络建设中通常采用最常见的星型网络拓扑结构,配有宽带服务器、收费服务器、游戏服务器和游戏更新电影服务器等,并均直接连接在主交换机上。宽带服务器用于网络接入和后端交换机调配驱动,作为网吧的网关,它能实现网络的 IP 接入一体化,解决客户端在业务、流量和时长等管理上的汇聚问题;收费服务器上通常安装有收费端、杀毒软件、数据库工具等;游戏服务器主要安装小型或不热门的网络游戏、新游戏,以及能在只读方式下运行的单机游戏;游戏更新电影服务器是实现与客户端电脑同步的关键设备,组网时通过在本地客户端电脑安装自动更新软件实现定期与游戏更新电影服务器的内容对比更新。

<u>无盘系统下,</u>客户端电脑没有硬盘,组网过程中需要采用专门的软件系统支撑架构,本地电脑通过网卡上的启动芯片向服务器发出启动请求,引导服务器上的镜像文件实现调用、启动等应答。无盘系统在硬件上需要无盘服务器、游戏服务器、收费服务器、交换机、本地电脑、千兆网线等硬件设备,软件系统上国内主流的无盘系统有顺网科技的网维大师、盛天网络的易乐游等。

图表51: H3C 有盘网吧组网方案

图表52: H3C 无盘网吧三层组网方案



资料来源:新华三产品手册,中信建投证券研究发展部

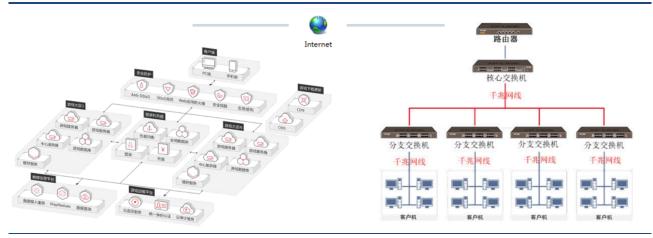
资料来源:新华三产品手册,中信建投证券研究发展部

相比有盘系统,无盘系统具有较多优势。1) 节省网吧建设时间:由于客户机无盘,对于同配置电脑设备,只需要配置一台电脑即可,无需对网吧所有电脑进行逐一配置。2) 易于网吧设备的统一管理:现阶段多采用国际主流的虚拟化桌面存储概念,对一台无盘客户端电脑赋权开启管理模式,即可快速实现软件安装更新、系统复原等系统层的调整部署。3) 节省投资成本:由于本地电脑无需硬盘,在网吧建设投入中节约了相当一笔资金。

4) 省电: 节约了主机硬盘驱动带来的电力消耗。

云电脑时代即将到来,服务器和本地电脑将向云端迁移,从网吧的组网结构上看,必将是一次轻量化的变革。与之前网吧变迁的两个阶段不同的是,从电脑房或者是早期网吧时代到有盘系统,从有盘系统到无盘系统,都是系统不断的转向复杂化,为的是用相对复杂的网络架构解决方案来实现较高效率的网吧设备管理。云计算的到来,将个体工作站之间的差异缩小,统一化的管理模式可以高效调配算力资源,非常适合网吧这种规模化应用电脑的模式。从云计算的发展我们也看出,不论是私有云、公有云的发展还是各种场景中云计算的应用,如政务云、金融云、医疗云、教育云等,都是更多落脚在 B 端客户。

图表53: 网吧云电脑场景应用架构



资料来源: 华为云游戏行业解决方案, 中信建投证券研究发展部

云电脑在网吧场景中的应用或将引发网吧行业的变革:

<u>1)技术变革:</u>摆脱了对基础硬件的要求,网吧运营主体释放了管理运营压力,同时借助云电脑还能够提供 更加优质的上网体验。用户不再会因为设备配置的差异感到不适。

2)角色变革:成本后移,网吧在产业链中的位置趋向下游,从提供上网场所和设备转向纯粹的服务提供方。由于没有了大量电脑和服务器的一次性购置费用,网吧前期投入成本相对较低,网吧有更多的精力和资金投入在提升服务的品质上。当下,我们看到网咖、网络会所等高端上网场所出现,甚至可以推测未来的网吧场景可能将会是综合娱乐场景中的一部分。

3.2 积极推动数据上云、算力上云,拥抱新技术大力拓展业务边界

3.2.1 顺网雲: 数据上云

"顺网雲"是公司研发的一种基于边缘计算的高性能、低时延的桌面虚拟化解决方案。2018 年 7 月,公司在产品发布会上首发了"顺网雲",此次的产品尝试也是国内第一次将云计算和边缘计算技术应用在了网吧领域,对行业过往的营运管理模式产生了较大的影响和转变。

网吧云将云计算技术应用在网吧管理领域,是一次网吧行业的技术革新,也是迎接云游戏时代到来的重要转折点。客户通过直接租用顺网的存储与网络服务,配合公司网吧管理软件为网吧提供了一整套的运营管理方



案。顺网雲从产品性质上更接近云计算 PaaS 及 SaaS 层服务。公司通过在网吧较为集中的区位建设集中机房,再向外辐射服务网吧,为网吧省下了建设机房的成本,同时收取资源租赁费用。边缘计算的创新应用是解决网吧云服务的核心技术之一。顺网雲通过设置边缘服务器,在靠近数据源处完成运算程序,从物理距离上离用户最近,从而满足游戏对网络大宽带、低延迟的要求。

图表54: 云计算架构示意图

sns∤t⊠

移动企业IM

分布式计算

虚拟操作系统

计算机虚拟化

计算设备

图表55: 边缘计算解决方案 移动游戏 移动业盘 云端搜索 SaaS 边缘计算解决方案 在线分享 手机地图 在线视频 云计算安全 分布式存储 分布式文件系统 分布式数据库 **PaaS** 近还数据处理结果 发送数据处理结果 存储虚拟化 网络虚拟化 返还数据处理结果 云计算中心 云计算管理 laas 在就近基站 存储 网络

资料来源: 5lulu 技术库,中信建投证券研究发展部

0

0

资料来源: 比特网, 中信建投证券研究发展部

直接计算

顺网雲产品完成数据上云,根据公司产品发布会信息,顺网雲产品对网吧将带来"多、快、稳"的升级: 1) 多: 顺网雲网吧行业解决方案下,公司可为每家网吧提供 10TB 以上存储空间的 SSD 固态硬盘,网吧提供的游戏内容可选性增强; 2) 快: 通过顺网雲实现宽带连接可以达到 50M/s 以上的下载速度; 3) 稳: 顺网雲运行稳定高效,大幅提升了顾客的体验感。

顺网雲产品对网吧管理做出诸多优化。1) 网吧可以不需要自建机房就完成数据信息管理服务,这样省去了 网吧在自建机房中的成本开支; 2) 机房等设备在云端统一化管理,省电的同时也省去了相关维护工作; 3) 软件系统的维护在云端处理即可,网吧管理只需要使用简单的软件即可,降低了网吧系统管理的门槛。软硬件分离,即软件在网吧本地运行,而硬件则交给顺网统一集中化管理,可以让网吧更加着重在服务质量和周边产品的销售业务上。

顺网雲产品适应网吧环境,能够处理高并发,且跨行业横向应用迁移能力强。根据公司产品发布会,顺网 雲一组服务器可管理终端超过 4000 台。同时,产品还可以应用于更多行业,如在医院、学校、酒店及政府无 服务窗口等轻算力领域提供 SaaS 层的云服务。这也为顺网雲顺应云游戏环境打下了基础。

3.2.2 顺网云电脑: 算力上云

2019 年 6 月,公司发布了顺网云电脑产品,顺网云电脑是顺网雲产品的升级和拓展。顺网云借助小型终端"顺网云盒"设备,可以辅助用户按需向云端调取算力,并能作为传输中继输出超高清显示画面。

顺网云电脑是顺网雲在网吧场景下的产品升级。顺网雲从简单的为网吧提供云端的软件管理系统(包括存储和机房租赁服务),开始向网吧全面上云转变。伴随网吧走向轻量化,主机将被"顺网云盒"所替代,换句话说就是从"数据上云"进入"算力上云"阶段。目前顺网云电脑支持绝大部分游戏的运行,能够做到把电脑的存储和运营完全放在云端,网吧用户端可避免下载、安装和更新等复杂的步骤。

<u>顺网云电脑是顺网雲产品的扩展。</u>同样是借助"顺网云盒"的小型便捷,让玩家接入网络变得更加自由, 受到场景和硬件的限制减小。同时,游戏厂商也不在需要针对不同终端形态进行游戏适配,所以顺网云电脑打

开的是类网吧新场景的云电脑应用。另一方面,算力上云还一并解决了跨行业对云计算算力的需求,多重领域的 to B 解决方案让顺网云电脑有了更大的生存空间。

根据公司发布会信息,顺网云电脑在提供云游戏服务方面主要具有三大优势: 1) 电竞级体验: 公司积极 开展与运营商、Intel、AMD等硬件厂商的合作,通过顺网云盒的输出可达到 1080P 144Hz、2K 60Hz 的画质,随着显示技术的提升未来有望支持更高画质; 2) 边缘计算: 公司重要节点已覆盖超过 50 座城市,100+边缘节点,提供低延迟的游戏体验,目前公司提供的解决方案可以提供低至 0.5 毫秒的响应延迟; 3) 内容多: 顺网云电脑可实现免下载、免安装、免更新和即点击玩,将游戏带向云游戏技术领域。

图表56: 顺网云电脑三大优势







资料来源: 顺网云电脑产品发布会, 中信建投证券研究发展部

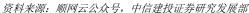
"顺网云盒"是顺网云 PC 应用落地的重要硬件产品,类似于家用电视的机顶盒,玩家通过它实现了调取云端资源,由于云盒轻小便捷,将在未来的网吧硬件替代和多场景落地中扮演重要的角色。当前看,云电脑产品很适合 to B 端网吧环境的硬件替代,同时为网吧节省了大量的硬件购买成本,面向玩家在使用中与传统电脑并无差别。顺网云盒可根据电竞需要和普通需要分为两类,前者负责解决针对游戏所需的低延迟、高品质显示等需求,后者则以满足普通用户对 PC 基本功能的需求应答,性能要求相对较低。从价格上看,单个顺网云盒的售价为千元左右,相对于网吧传统的高配置电脑而言具有充分的价格优势,未来成本优势随量产扩张有望继续降低,最终具备进入其他各类场景中的能力。基于顺网云盒的多场景应用包括:

1) 网吧场景:以顺网云盒取代传统主机,做到轻量化的同时,借助云算力资源进一步提升游戏性能。目前顺网云盒已经在部分网吧进行了测试运行。如下左图为网吧传统主机设备在进入到《英雄联盟》游戏中可达到的游戏画质 FPS 为 144(即画面每秒传输帧数为 144 次),延迟为 34ms,为玩家可接受的延迟范围。下右图为网吧测算使用了顺网云电脑产品时的游戏参数情况,FPS 达到 215,超过普通网吧设备,并已达到高配电脑的水准,网络延迟同样为 34ms,和网吧其他设备无差别。

图表57: 网吧传统设备可达到游戏参数

图表58: 使用了顺网云电脑的网吧设备可达到游戏参数







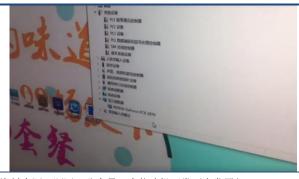
资料来源: 顺网云公众号, 中信建投证券研究发展部

顺网云电脑产品非常适合在网吧环境中使用,由于网吧环境下大多数用户进行的是对设备性能有较高要求的游戏,这对显卡等硬件要求极高,顺网云电脑可以为玩家提供 Nvidia Geforce RTX2070 及以上的显卡配置,



已超过现有网吧绝大多数显卡,这也为游戏过程中呈现更加优质的画面渲染提供了保证。另外,在网吧的设备配置中,将硕大的主机置换为轻小的云盒,运维成本大大降低的同时,也为玩家腾出了更大的体验空间。

图表59: 顺网云电脑显卡配置



资料来源: 顺网云公众号, 中信建投证券研究发展部

图表60: 顺网云盒摆设



资料来源: 顺网云公众号, 中信建投证券研究发展部

2)家庭场景:家庭环境中具有多屏共存的复杂生态,电视大屏、PC 屏、iPad、手机等诸多显示终端相互割裂。在脱离了主机束缚之后,借助顺网云盒的便捷,家庭场景被一台或多台云设备全面覆盖,可以带来随时随地上网的体验。同时,将客厅的电视大屏作为 PC 化的显示终端,为家庭娱乐提供了充足的便利,用户可以在客厅观影、上网甚至直接连接控制设备进行游戏。在进入到卧室内,同样可以在 PC 端进行游戏体验。

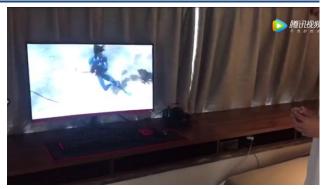
在客厅的演示中,电脑大屏+顺网云电脑轻松实现设备外延,可体验诸如《极品飞车》等高品质游戏。从形式上看,顺网云电脑在家庭客厅场景下更像是替代了主机游戏设备,如 PS、Xbox 等。在卧室中,没有主机的 PC 端更加简约,例如高清电影《阿凡达》和高品质游戏《逆水寒》均可流畅进行。

图表61: 家庭客厅场景下顺网云电脑的应用



资料来源: 顺网云公众号, 中信建投证券研究发展部

图表62: 家庭卧室场景下顺网云电脑的应用



资料来源: 顺网云公众号, 中信建投证券研究发展部

3) 企业场景:云盒设备简单,极大的为企业节省了前期采购成本,同时具有安全可靠性高、部署便利等优势。企业场景中更多的是面向 to B 客户,各行业根据自身的差异对电脑有着不同的性能要求,如视频制作等领域需要大量的图形渲染,对显卡要求较高,在以计算机应用为主的公司对 CPU 处理能力要求相对较高,等等。顺网云电脑通过自主调配资源进行场景适应。在企业合作案例中,顺网科技提供的云电脑产品为 B 端游戏公司提供算力支持,满足了设计师在工作中对电脑高性能的要求,同时稳定性和反应速度上都有较好的保障。

图表63: 顺网云盒应用于企业场景



资料来源: 顺网云公众号, 中信建投证券研究发展部

2019 年 ChinaJoy 展会上,顺网科技作为会展的主办方同时也是云游戏产品的重要展示方公开展示了其联合英特尔推出的云电脑产品,并携云游戏解决方案出场。在现场展区,顺网科技展示了云电脑/云游戏的四大落地场景,包括办公场景、家庭场景、机场场景和休闲吧场景:

- 1) 办公室场景, 玩家可以不用传统主机就实现性能超群的云电脑体验;
- 2) 家庭场景,加上游戏手柄,玩家可以通过普通电视就体验到《火影忍者》、《鬼泣 5》、《尘埃 4》、《古墓丽影》等 PC 游戏大作;
- 3) 机场场景,现场展示了"迷你单人网咖",玩家可以在云电脑上通过顺网云游即刻体验《梦三国》、《龙 之谷》等 3000 多款精品游戏;
 - 4)休闲吧场景,玩家可以使用普通的商务笔记本就体验 3A 游戏大作。

图表64: 顺网云游的"办公室场景"展示



图表65: 顺网云游的"休闲吧场景"展示



资料来源: 2019ChinaJoy, 中信建投证券研究发展部

资料来源: 2019ChinaJoy,中信建投证券研究发展部

图表66: 顺网云游的"家庭场景"展示



资料来源: 2019ChinaJoy, 中信建投证券研究发展部

图表67: 顺网云游的"机场场景"展示



资料来源: 2019ChinaJoy, 中信建投证券研究发展部

3.3 顺网云电脑可替代网吧市场空间测算

正是借助了公司顺网雲产品在云计算和边缘计算技术领域的创新应用,公司在切入云游戏市场中具备优势机会。可以说,网吧场景正是顺网雲在云游戏领域的第一块试验田。但早期顺网雲产品和云游戏产品存在本质的差别:顺网雲为的是服务于网吧管理,提供存储和部分算力资源的租赁,而并没有实质性的将游戏上云,网吧依旧选择自购电脑及本地运行游戏。我们以普通网吧开业第一年的运营相关费用为例进行市场空间测算,测算内容只包括可被云电脑产品替代的部分,人工费、房屋租赁费、装修费、大厅电费等不在考察范围。

现阶段,网吧多采用无盘本地服务器进行机房建设,由于设备大部分运算仍旧停留在电脑主机,对服务器算力要求不高,配置一台普通小型服务器即可,金额在 1.5-2 万,辅以 3-4 台交换设备,单价为 1000-1200 元;一家中型网吧终端设备约为 80 台主机,平均主机单价为 4000-5000 元;此外,机房需配一台空调用于环境维持,单价可计为 1.2 万元,以一小时 2 度电计,工业电电费为 1-1.2 元/度,一天约需 50 元电费。总计下来,网吧首年投入规模在 36.8-45.5 万元左右,不计折旧后残值,年化投入为 13.6-16.6 万元。

<u>若采用顺网云电脑服务,</u>估算购买顺网云盒单价为 1000 元/台。购买云服务方面,我们以腾讯云为参照,选取用于大型游戏服务器的计算型 C2、镜像类型为 Windows 操作系统,系统盘选择更加稳定的 50G SSD 云 硬盘,数据盘选择 500GB 普通云硬盘,带宽为 100M,全年费用约为 12 万元,相较传统的网吧建设投入省去了超过 1 万元。我们保守预计顺网云电脑由于自身对网吧运营管理环节带来的便利存在一定溢价,云电脑费用或将完全覆盖传统网吧建设的年均投入金额。



图表68: 顺网云电脑可替代市场空间测算(普通网吧相关运营成本测算)

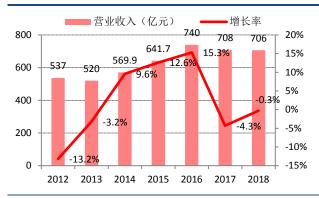
| 硬件设备数量 | | 金额 (元) | 首年总投入 (元) | 折旧年限 | 年化投入(元) |
|--------|-------|---------------|-----------------|------|-----------------|
| 无盘服务器 | 1 台 | 15,000-20,000 | 15,000-20,000 | 2年 | 7,500-10,000 |
| 交换机 | 3-4 台 | 1,000-1,200 | 3,000-4,800 | 2年 | 1,500-2,400 |
| 电脑主机 | 80 台 | 4,000-5,000 | 320,000-400,000 | 3年 | 106,667-133,333 |
| 机房空调 | 1 台 | 12,000 | 12,000 | 5年 | 2,400 |
| 机房空调电费 | 1 台 | 50 元/天 | 18,250 | - | 18,250 |
| 总计 | | | 368,250-455,050 | | 136,317-166,383 |

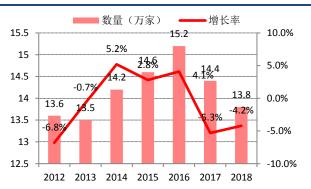
资料来源:中信建投证券研究发展部

根据《2018 中国互联网上网服务行业发展报告》,近年,由于网吧市场优胜劣汰,连锁品牌网吧市占率不断提升,带来行业淘汰出清。同时受到互联网快速普及等影响,固定场所下的上网市场发展承压。2016 年以来,网吧行业规模开始出现缓慢下降,2018 年全市场规模为 706 亿,同比下滑 0.3%,规模保持相对稳定。从实际经营场所数量上看,同样在 2016 年出现转折,且下滑速度明显,可见网吧行业开始走向精品高端化。2018 年全国实际经营网吧数量为 13.8 万家,同比下滑 4.2%。

图表69: 2018 年全国互联网上网服务行业规模

图表70: 2018 年实际经营的互联网上网服务场所数量





资料来源: 《2018 中国互联网上网服务行业发展报告》,中信建投证券研究发展部

资料来源:《2018 中国互联网上网服务行业发展报告》,中信建投证券研究发展部

测算全国未来顺网云电脑可替代市场空间:一家普通的网吧年化投入为 13.6-16.6 万元,全国网吧总数为 13.8 万,可替代市场规模范围为 187.68-229.08 亿元。



4. 盈利预测

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.28 亿/5.08 亿/7.07 亿元, 同比增长 33.1%/18.7%/39.2%, 对应 EPS 分别为 0.62 元/0.73 元/1.02 元。当前市值对应 19-21 年市盈率分别为 30.4x/25.6x/18.4x。维持"买入"评级。

- 1、营业收入:公司主营业务主要包括网络广告及增值服务、游戏业务、展会业务、安全系统集成业务。目 前,公司正处于云业务转型期,相关新产品及业务落地难以在短期内实现业绩兑现,但中长期数据上云、算力 上云以及云游戏领域的探索将为公司打开更高成长空间。预测公司营业收入 2019/20/21 年分别同比增长 6.1%/9.3%/22.3%至 21.06 亿/23.02 亿/28.15 亿元。
- 1) 网络广告与增值业务: 主要包括网吧服务和互联网广告业务, 2019 年上半年受端游市场热度及广告行 业下滑影响,公司网络广告及增值业务营业收入同比下滑 40.59%至 3.26 亿元。随着公司顺网雲及云电脑业务 的拓展,针对网吧的轻量化改造和云端数据统筹有望进一步提升公司对 B 端网吧客户的粘性以及平台互联网广 告业务的推广效果和变现效率。预测公司网络广告与增值业务营业收入 2019/20/21 年分别同比增长 2.0%/10.0%/40.0%至 9.47 亿/10.41 亿/14.58 亿元。
- 2) 游戏业务: 2019 年上半年游戏业务营业收入同比下滑 11.88%至 3.60 亿元。预计未来国内页游市场规 模将持续下滑,受此影响公司旗下页游平台顺网游戏或面临较大增长压力。浮云网络旗下 91Y 游戏平台主要以 棋牌类等休闲竞技类游戏为主,预计表现相对稳健。中长期看好 5G 潮流下探索云游戏业务带来的新空间。预 测公司游戏业务营业收入 2019/20/21 年分别同比增长 12.0%/10.0%/8.0%至 8.17 亿/8.99 亿/9.71 亿元。
- 3) 展会业务: 2019 年 2 月,公司完成对汉威恒信剩余 49%股权的收购,汉威恒信成为公司全资子公司。 旗下 ChinaJoy 展会已成为全球数字娱乐领域最具知名度与影响力的年度盛会之一,2019 年观展人次达 36.47 万人,再创历史新高。随着 ChinaJoy 品牌影响力及业务协同效应的进一步提升,我们预计公司展会业务将保持 稳健增长态势。预测公司展会业务营业收入2019/20/21年分别同比增长8.0%/8.0%/8.0%至1.88亿/2.03亿/2.20 亿元。
- 4) 安全系统集成业务:预计未来运营相对平稳,预测公司安全系统集成业务营业收入 2019/20/21 年分别 同比增长 0.0%/3.0%/5.0%至 1.39 亿/1.43 亿/1.50 亿元。
- **2、营业成本:**公司营业成本主要包括员工薪酬支出、带宽及服务器租赁托管支出、办公楼字租金支出、折 旧及装修摊销支出,以及网络广告及增值服务业务、游戏业务、展会业务、安全系统集成业务的成本。预测公 司营业成本 2019/20/21 年分别同比增长 15.57%/11.97%/17.32%至 8.22 亿/9.20 亿/10.80 亿元。
- 3、期间费用率: 新产品及业务落地预计将带来研发及销售推广支出的增加。预测 2019/2020/2021 年公司 销售费用率分别为 13.0%/14.0%/14.5%,管理费用率分别为 10.0%/9.0%/8.0%,研发费用率分别为 12.0%/11.5%/11.0%。
 - **4、所得税:**假设 2019/2020/2021 年有效所得税率均为 10%。
- **5、盈利预测:** 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.28 亿/5.08 亿/7.07 亿元,同比增长 33.1%/18.7%/39.2%, 对应 EPS 分别为 0.62 元/0.73 元/1.02 元。当前市值对应 19-21 年市盈率分别为 30.4x/25.6x/18.4x。维持"买入"评级。



5. 风险分析

云游戏行业发展不达预期;公司转型带来运营难度;涉足云游戏领域后大量的早期资本投入可能会对公司 营收和利润规模带来压力;网吧行业市场竞争加剧;云游戏行业市场竞争加剧。

6. 附录: 财务预测表

公司财务预测

| Ala II de S | 2017 | 2018 | 20100 | 134 17 134 | 00000 | 194 17 194 | 20215 | |
|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|------------------|
| | | 2010 | 2019E | 增长率 | 2020E | 增长率 | 2021E | 增长率 |
| 营业收入 | 1, 815. 8 | 1, 984. 9 | 2, 105. 6 | 6.1% | 2, 302. 0 | 9.3% | 2, 814. 6 | 22.3% |
| 减:营业成本 | 544. 4 | 711.1 | 821.8 | 15.6% | 920.2 | 12.0% | 1,079.6 | 17.3% |
| 营业税金及附加 | 18. 3 | 18.0 | 22. 4 | 24.2% | 22.9 | 2.2% | 27.8 | 21.6% |
| 营业费用 | 261.6 | 249.4 | 273.7 | 9.7% | 322.3 | 17.7% | 408. 1 | 26.6% |
| 管理费用 | 360.5 | 220.6 | 210.6 | -4.5% | 207. 2 | -1.6% | 225. 2 | 8.7% |
| 财务费用 | -19.6 | -30.5 | -51. 2 | 67.7% | -64.4 | 25.7% | -78. 7 | 22.3% |
| 研发费用 | | 229. 2 | 256. 7 | 12.0% | 286. 2 | 11.5% | 317.7 | 11.0% |
| 资产减值损失 | 5. 1 | 158.5 | 80. 0 | -49.5% | 15.0 | -81.3% | 10. 0 | -33.3% |
| 加: 公允价值变动收益 | _ | - | - | | - | | _ | |
| 投资收益 | 17. 1 | 33.9 | 31. 2 | -8.0% | 27. 4 | -12.2% | 30.8 | 12.5% |
| 营业利润 | 674.9 | 469.4 | 532.8 | 13.5% | 630.0 | 18.2% | 865.8 | 37.4% |
| 营业外收入 | 11. 1 | 12.8 | 16. 6 | 29.7% | 13. 5 | -18.6% | 14. 3 | 5.9% |
| 营业外支出 | 1.4 | 1.8 | 2. 4 | 39.2% | 1. 9 | -23. 7% | 2.0 | 8.4% |
| 利润总额 | 684.6 | 480.4 | 546.9 | 13.9% | 641.6 | 17.3% | 878.0 | 36.8% |
| 减: 所得税 | 70. 2 | 49.6 | 54. 7 | 10.2% | 64. 2 | 17.3% | 87. 8 | 36.8% |
| 净利润 | 614.4 | 430.7 | 492. 2 | 14.3% | 577.4 | 17.3% | 790. 2 | 36.8% |
| 少数股东损益 | 102. 1 | 109.1 | 64. 0 | -41.3% | 69. 3 | 8.3% | 83. 0 | 19. 7% |
| 归属母公司净利润 | 512.3 | 321.6 | 428. 2 | 33.1% | 508. 1 | 18.7% | 707. 2 | 39. 2% |
| EBITDA | 665.7 | 683. 2 | 750. 0 | 9.8% | 863.5 | 15. 1% | 1, 116. 5 | 29. 3% |
| EPS (摊薄) | 0.74 | 0.46 | 0.62 | 33. 1% | 0.73 | 18.7% | 1.02 | 39. 2% |
| 资产负债表(单位:百万元) | | | | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 增长率 | 2020E | 增长率 | 2021E | 增长率 |
| 流动资产 | 2,070.5 | 2, 223. 4 | 3, 492. 3 | 57.1% | 3, 252. 0 | -6.9% | 4, 973. 7 | 52.9% |
| 货币资金 | 1, 738. 1 | 1, 632. 5 | 2, 914. 5 | 78.5% | 2, 799. 9 | -3.9% | 4, 187. 8 | 49.6% |
| 应收账款 | 275.5 | 180. 2 | 344.8 | 91.3% | 233.7 | -32.2% | 451.4 | 93. 1% |
| 应收票据 | _ | - | _ | | _ | | _ | |
| 预付账款 | 4.3 | 7.7 | 5. 1 | -33.0% | 8.8 | 70.3% | 8. 4 | -4.4% |
| 存货 | 34. 9 | 21.9 | 86. 3 | 294.4% | 29. 5 | -65.9% | 91. 9 | 211.9% |
| 其他 | 17. 6 | 381.1 | 141.6 | -62.8% | 180. 1 | 27. 2% | 234. 3 | 30.1% |
| 非流动资产 | 1, 910. 0 | 1,662.4 | 1,633.5 | -1.7% | 1,645.2 | 0.7% | 1, 591. 6 | -3.3% |
| 长期股权投资 | 10.8 | 11.8 | 11.8 | 0.0% | 11.8 | 0.0% | 11.8 | 0.0% |
| 固定资产 | 68. 5 | 65. 7 | 50. 7 | -22.9% | 35. 7 | -29. 7% | 20. 6 | -42.2% |
| 无形资产 | 27. 3 | 22.3 | 15. 6 | -29.9% | 9. 0 | -42.6% | 2. 3 | -74. 3% |
| 其他 | 1, 803. 4 | 1, 562. 6 | 1, 555. 4 | -0.5% | 1, 588. 8 | 2.1% | 1, 556. 8 | -2.0% |
| 资产总计 | 3, 980. 5 | 3, 885. 8 | 5, 125. 8 | 31.9% | 4, 897. 2 | -4.5% | 6, 565. 3 | 34.1% |
| 流动负债 | 750. 0 | 770.9 | 1, 448. 8 | 87.9% | 676.3 | -53. 3% | 1, 651. 3 | 144. 2% |
| 短期借款 | _ | _ | _ | | _ | | _ | |
| 应付账款 | 164.8 | 127.5 | 234. 0 | 83.5% | 181.1 | -22.6% | 287. 5 | 58. 8% |
| 其他 | 585. 2 | 643. 4 | 1, 214. 8 | 88.8% | 495. 2 | -59. 2% | 1, 363. 8 | 175. 4% |
| 非流动负债 | 37. 2 | 16. 4 | 26. 7 | 62. 9% | 26. 8 | 0.3% | 23. 3 | -13. 0% |
| 长期借款 | - | _ | | 02.070 | = - | 0.0% | | 10.0% |
| 其他 | 37. 2 | 16. 4 | 26. 7 | 62. 9% | 26.8 | 0.3% | 23. 3 | -13.0% |
| 负债合计 | 787. 3 | 787. 3 | 1, 475. 5 | 87. 4% | 703. 1 | -52.4% | 1, 674. 6 | 138. 2% |
| 外以日刊 | | | | | | | | |
| 小数股东权益 | 195 5 | 152.8 | 213 h | 34 8% | 78 I 8 | 31 49% | 3n / 4 | |
| 少数股东权益 归属母公司股东权益 | 195. 5 3, 193. 2 | 152. 8 3, 098. 5 | 213. 6 3, 650. 3 | 39. 8% 17. 8% | 281. 8 4, 194. 1 | 31. 9% 14. 9% | 362. 9 4, 890. 7 | 28. 8% 16. 6% |



| 现金流量表(单位:百万元) | | | | | | | | |
|---------------|---------|--------|-----------|----------|--------|---------|-----------|----------|
| | 2017 | 2018 | 2019E | 增长率 | 2020E | 增长率 | 2021E | 增长率 |
| 经营活动现金流 | 675. 9 | 633.3 | 1, 213. 9 | 91.7% | -147.2 | -112.1% | 1, 330. 4 | -1004.0% |
| 净利润 | 614.4 | 430.7 | 428.2 | -0.6% | 508.1 | 18.7% | 707. 2 | 39. 2% |
| 折旧摊销 | 30.0 | 28.5 | 21.7 | -23.9% | 21.7 | 0.0% | 21.7 | 0.0% |
| 财务费用 | _ | = | -51.2 | | -64.4 | 25.7% | -78.7 | 22.3% |
| 投资损失 | -17.1 | -33.9 | -31.2 | -8.0% | -27.4 | -12.2% | -30.8 | 12.5% |
| 营运资金变动 | 64. 5 | -117.7 | 782.3 | -764.8% | -654.5 | -183.7% | 628.0 | -195.9% |
| 其它 | -15.9 | 325.7 | 64.0 | -80.3% | 69.3 | 8.3% | 83.0 | 19.7% |
| 投资活动现金流 | 38. 4 | -447.5 | 29. 2 | -106.5% | -10.1 | -134.7% | 56. 5 | -658.0% |
| 可供出售金融资产 | -227. 1 | 116.5 | -2.0 | -101.7% | -37.5 | 1768.5% | 25. 7 | -168.5% |
| 长期股权投资 | 240. 1 | 119.7 | = | -100.0% | = | | - | |
| 其他 | 25. 4 | -683.8 | 31. 2 | -104.6% | 27.4 | -12.2% | 30.8 | 12.5% |
| 筹资活动现金流 | -153.0 | -297.1 | 38. 9 | -113.1% | 42.7 | 9.6% | 1.1 | -97.5% |
| 短期借款 | - | - | - | | - | | - | |
| 长期借款 | _ | = | = | | = | | - | |
| 其他 | -153.0 | -297.1 | 38. 9 | -113.1% | 42.7 | 9.6% | 1.1 | -97.5% |
| 现金净增加额 | 561.3 | -111.3 | 1, 282. 0 | -1251.8% | -114.6 | -108.9% | 1, 387. 9 | -1311.1% |

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

财务指标

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|--------|---------|-------|---------|--------|
| 业绩表现 | | | | | |
| 营业收入增长率 | 6.7% | 9.3% | 6.1% | 9.3% | 22.3% |
| 净利润增长率 | -1.7% | -37. 2% | 33.1% | 18.7% | 39. 2% |
| EBITDA 增长率 | -3.7% | 2.6% | 9.8% | 15.1% | 29.3% |
| EBIT 增长率 | -4.0% | 2.8% | 10.2% | 15.6% | 30.0% |
| 营业利润率 | -1.1% | -30.4% | 13.5% | 18. 2% | 37.4% |
| EBITDA Margin (%) | 36. 7% | 34.4% | 35.6% | 37.5% | 39.7% |
| ROE | 17.1% | 10.9% | 12.5% | 13.0% | 15.6% |
| ROIC | 63.6% | 52.4% | 49.1% | 320. 2% | 90.4% |
| ROIC — WACC | 6. 1 | 5. 0 | 4. 7 | 30. 5 | 8.6 |
| 价值评估 | | | | | |
| Р / Е | 25. 4 | 40.5 | 30. 4 | 25.6 | 18. 4 |
| EV / 收入 | 5. 9 | 5.5 | 4.6 | 4.3 | 3. 1 |
| EV / EBITDA | 16. 2 | 16.0 | 13.0 | 11.5 | 7. 7 |
| EV / EBIT | 16.8 | 16.6 | 13. 4 | 11.8 | 7.9 |
| EV / NOPLAT | 18.3 | 27.9 | 22. 5 | 19. 4 | 12. 2 |
| EV / IC | 14.3 | 12.4 | 61. 3 | 12.6 | 69. 2 |
| Р / В | 4.3 | 4.4 | 3.8 | 3.3 | 2.9 |
| Dividend Yield (%) | 1.1% | 0.0% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 每股指标 | | | | | |
| EPS | 0.74 | 0.46 | 0.62 | 0.73 | 1.02 |
| BVPS | 4.32 | 4.24 | 4.95 | 5.64 | 6. 52 |
| PE | 25. 4 | 40.5 | 30. 4 | 25. 6 | 18.4 |
| PB | 4.3 | 4.4 | 3.8 | 3.3 | 2.9 |
| PS | 7. 2 | 6.6 | 6. 2 | 5. 7 | 4.6 |
| 流动性 | | | | | |
| 净负债 / 权益 | 24.7% | 25. 4% | 40.4% | 16.8% | 34.2% |
| 总负债 / 总资产 | 19.8% | 20.3% | 28.8% | 14.4% | 25. 5% |



| 流动比率 | 2. 76 | 2.88 | 2. 41 | 4.81 | 3.01 |
|------|-------|------|-------|-------|------|
| 速动比率 | 2.71 | 2.86 | 2.35 | 4. 76 | 2.96 |

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部



分析师介绍

杨艾莉:中国人民大学传播学硕士,曾任职于百度、新浪,担任商业分析师、战略分析师。2015年起,分别任职于中银国际证券、广发证券,担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。

崔碧玮: 北京师范大学金融学本科,美国哥伦比亚大学国际金融硕士(MPA),曾任中金公司研究部互联网传媒行业研究助理,2018年4月加入中信建投证券研发部TMT传媒互联网团队,专注于游戏、影视院线、动漫行业领域。

报告贡献人

刘京昭 18801173793 liujingzhao@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn 任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn 黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn 杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn 杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn 杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn 李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn 黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn 王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn 诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李社瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn 黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn 戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn 沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn 翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn 李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn 范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn 李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn 薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

 深广销售组

 张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

 XU SHUFENG 0755-23953843

 xushufeng@csc.com.cn

 程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

 曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

 廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

 陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入:未来6个月内相对超出市场表现15%以上;

增持: 未来6个月内相对超出市场表现5-15%:

中性: 未来6个月内相对市场表现在-5-5%之间;

减持: 未来6个月内相对弱于市场表现5-15%:

卖出: 未来6个月内相对弱于市场表现15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用,本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料,但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更,且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测,可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保,没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险,据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下,本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告,须同时注明出处为中信建投证券研究发展部,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格,且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师,以勤勉尽责的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险,入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京 上海 深圳

东城区朝内大街2号凯恒中心B 浦东新区浦东南路 528 号上海证券大 福田区益田路 6003 号荣超商务中心

座 12 层(邮编: 100010) 厦北塔 22 楼 2201 室(邮编: 200120) B 座 22 层(邮编: 518035) 电话: (8610) 8513-0588 电话: (8621) 6882-1612 电话: (0755) 8252-1369

传真: (8610) 6560-8446 传真: (8621) 6882-1622 传真: (0755) 2395-3859