

顺网科技 (300113)

网吧产业加速升级，游戏布局扩展 打开变现空间

买入 (维持)

2015年10月13日

市场数据

报告日期	2015-10-13
收盘价(元)	46.00
总股本(百万股)	291.81
流通股本(百万股)	178.72
总市值(百万元)	13423.23
流通市值(百万元)	8221.30
净资产(百万元)	1147.94
总资产(百万元)	1436.62
每股净资产	3.93

主要财务指标

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	649	1005	1430	1880
同比增长(%)	87.1%	54.9%	42.2%	31.5%
净利润(百万元)	157	302	491	674
同比增长(%)	53.0%	92.7%	62.5%	37.3%
毛利率(%)	78.0%	78.3%	77.1%	76.7%
净利润率(%)	24.2%	30.1%	34.4%	35.9%
净资产收益率(%)	15.2%	22.7%	26.9%	27.0%
每股收益(元)	0.54	1.04	1.69	2.32
每股经营现金流(元)	0.94	0.84	1.62	2.20

相关报告

《开服数映射游戏运营业务高速增长，董事长接连增持》
2015-08-26

《战略结盟三七互娱，娱乐平台价值突显》2015-08-17

《20150806 顺网科技点评：中报业绩高速增长，并购国瑞信安扩展信息安全业务》2015-08-06

分析师：

袁煜明

yuanyuming@xyzq.com.cn

S0190515040001

张衡

hengzhang@xyzq.com.cn

S0190515010005

研究助理：

马斯劼

masj@xyzq.com.cn

投资要点

- **互联网娱乐平台布局渐趋完整：**公司在网吧管理软件市场占70%份额，积累了7000万高粘度用户。凭借稳定、优质的流量资源，公司逐步通过导流、广告、游戏完成变现，游戏运营业务已成为主要增长动力。公司对整个互联网娱乐平台的布局正日趋完善，后续盈利模式将不断增多。
- **网吧产业加速升级下市场保持稳定：**市场担忧网吧行业日趋衰落，但我们通过数据搜集与草根调研发现，网吧产业整体规模仍保持稳定。2014年上网服务场所市场规模增长10%至570亿元，用户数基本稳定于1.2亿人。网吧向休闲娱乐服务场所转型，运营规模化、连锁化，高端网咖市场份额迅速提升至16%，连锁网吧占比达28%，正常经营下两年左右能收回成本。网吧用户仍以重度游戏玩家为主，游戏产业链开发为最佳变现方式。
- **游戏产业链布局扩展打开变现空间：**顺网游戏初具规模，开服数提升至国内第四，联运及独代约200款游戏，但付费用户数占比不足5%，有较大提升空间。2014年并入的浮云网络在公司流量孵化作用下快速成长，积累百万付费用户，2015上半年营收1.1亿元，我们通过横向对比业内竞争对手，认为仍有翻倍空间。公司与三七、慈文展开战略合作布局泛娱乐，将在上下游与衍生产业链进一步打开变现空间。
- **盈利预测：**我们预计公司2015-2017年EPS分别为1.04、1.69、2.32元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**管理风险；市场需求变化的风险；并购交易终止的风险。



目 录

1、互联网娱乐平台布局渐趋完整，游戏业务为业绩增长点.....	- 4 -
1.1、十年发展互联网娱乐平台产业链布局渐趋完整.....	- 4 -
1.2、游戏运营业务占比不断提升.....	- 6 -
2、政策带动下网吧产业加速升级.....	- 8 -
2.1、政策带动下网吧产业市场规模回升.....	- 8 -
2.2、网咖精细化经营，转型休闲娱乐服务场所.....	- 10 -
2.3、网吧用户群体趋于稳定，游戏为固有属性.....	- 13 -
3、游戏产业链布局扩展打开变现空间.....	- 14 -
3.1、网络游戏行业持续稳定增长，顺网布局渐趋完整.....	- 14 -
3.2、游戏运营变现空间广阔，流量孵化实力获验证.....	- 16 -
3.2.1、页游业务增长趋稳，付费用户提升空间较大.....	- 16 -
3.2.2、并购浮云展现流量孵化实力.....	- 18 -
3.3、游戏产业链上下游布局打开空间.....	- 20 -
4、盈利预测与估值.....	- 21 -
图 1、顺网科技十年发展历程和产品推出时间.....	- 4 -
图 2、顺网科技业务体系.....	- 5 -
图 3、顺网科技产业链布局.....	- 5 -
图 4、顺网科技营收、净利润及增速.....	- 6 -
图 5、顺网科技利润率.....	- 6 -
图 6、顺网科技各项费用占比.....	- 6 -
图 7、顺网科技各项业务营收占比.....	- 7 -
图 8、网络广告及推广服务营收、增长与毛利率.....	- 7 -
图 9、互联网增值服务营收、增长与毛利率.....	- 7 -
图 10、中国网民规模和互联网普及率.....	- 8 -
图 11、网民使用电脑接入互联网的场所.....	- 8 -
图 12、全国上网服务营业场所数量变化情况.....	- 9 -
图 13、全国上网服务营业场所终端数量.....	- 9 -
图 14、全国上网服务营业场所用户数量.....	- 9 -
图 15、全国上网服务行业总营收.....	- 9 -
图 16、网吧类型占比变化趋势.....	- 10 -
图 17、网吧规模占比变化趋势.....	- 10 -
图 18、岳阳“陌城”网络生活馆.....	- 11 -
图 19、昆明蓝精灵主题网咖.....	- 11 -
图 20、网鱼网咖投资模型.....	- 11 -
图 21、上网服务场所收入构成.....	- 12 -
图 22、网咖初期投资构成.....	- 12 -
图 23、杰拉网咖成本构成.....	- 12 -
图 24、网民到网吧消费的主要目的.....	- 13 -
图 25、网吧设置的服务区.....	- 13 -
图 26、杭州杰拉电竞馆.....	- 13 -
图 27、网咖举办的群众电竞赛事.....	- 13 -
图 28、中国网络游戏市场规模及增速.....	- 14 -
图 29、中国网络游戏市场结构.....	- 14 -
图 30、2009-2013 年中国网页游戏广告投放金额.....	- 15 -

图 31、页游产业链.....	- 15 -
图 32、顺网科技的页游产业链布局.....	- 16 -
图 33、顺网科技游戏运营业务营收、增长与毛利率.....	- 16 -
图 34、中国网页游戏市场规模.....	- 17 -
图 35、中国网页游戏用户数.....	- 17 -
图 36、2015 年网页游戏开服数 TOP10.....	- 17 -
图 37、顺网游戏开服数.....	- 18 -
图 38、顺网游戏联运及独代页游数.....	- 18 -
图 39、网络棋牌游戏市场规模.....	- 18 -
图 40、浮云网络营收及净利润.....	- 19 -
表 1、网吧进化过程.....	- 11 -
表 2、浮云网络业绩承诺.....	- 19 -
表 3、主要棋牌休闲平台数据对比.....	- 19 -
表 4、公司盈利预测结果.....	- 21 -
附表.....	- 22 -

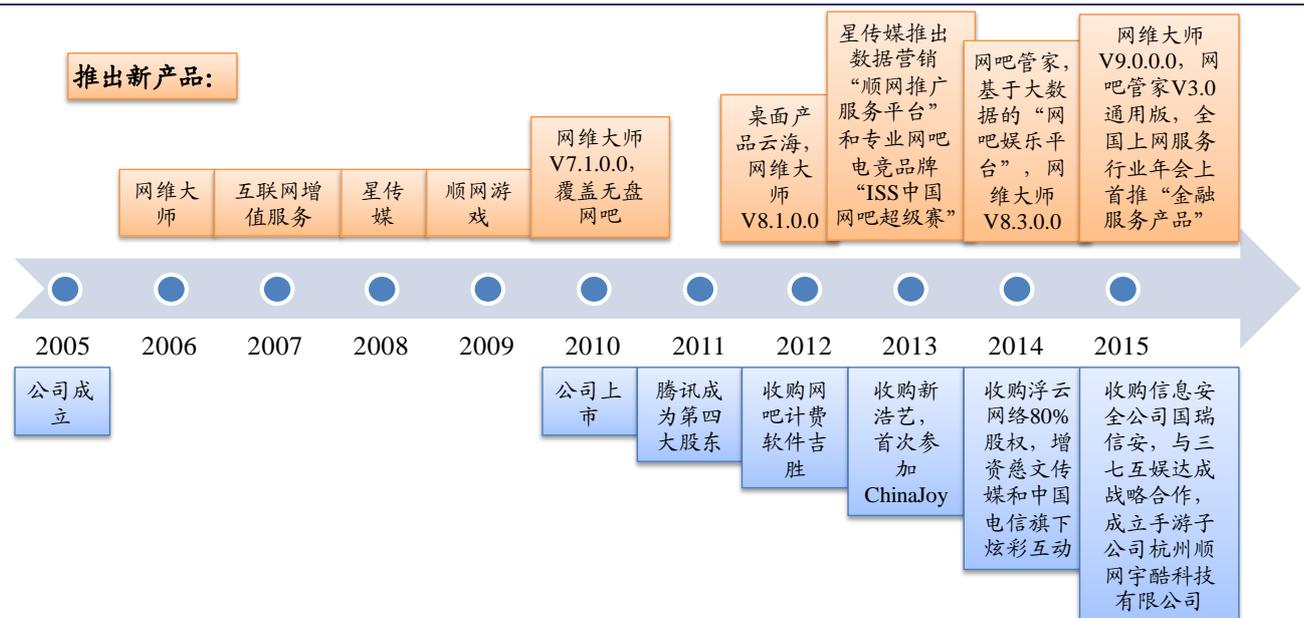
报告正文

1、互联网娱乐平台布局渐趋完整，游戏业务为业绩增长点

1.1、十年发展互联网娱乐平台产业链布局渐趋完整

杭州顺网科技股份有限公司创立于 2005 年 7 月。公司一开始通过核心产品“网维大师”切入网吧管理软件市场，该产品具有业内领先的穿透还原和三层更新技术，为网吧在系统维护和娱乐内容更新管理方面提供了卓越的解决方案。其主要功能包括：穿透还原、安全管理、网吧资产管理、虚拟盘管理、远程集中管理、个人磁盘及游戏存档。至 2010 年公司上市时，网维大师已覆盖 9.3 万家网吧、500 万台终端、5000 万网民，成为行业龙头。上市后，公司积极开展并购整合，2012 年收购网吧计费软件吉胜科技，扩展网吧管理软件产品线。2013 年完成收购新浩艺后，公司市场份额达到 70%，覆盖 10 万家网吧、近 600 万台终端。

图 1、顺网科技十年发展历程和产品推出时间



资料来源：公司官网、兴业证券研究所

公司以网吧管理软件起家，一方面陆续推出星传媒、顺网游戏、云海桌面等产品，不断丰富业务内涵，全方位服务用户，另一方面则最早由互联网增值服务开始，展现了以流量增值服务、广告和游戏运营为首的平台变现实力。

观察公司的产业链布局，其上游有游戏 CP 浮云网络（80% 股权）和慈文传媒（4.5% 股权），下游有针对 PC 端个人用户的云海，和覆盖网吧、商场、酒店等公共区域的顺网无线。而以顺网游戏（原蝌蚪游戏）和浮云的 91y 平台为核心的游戏产业链则布局最为完整——91y 本身作为游戏内容方和运营方，在休闲棋牌领域填补了顺网互动娱乐平台的业务缺口，经过 2015 年上半年的爆发式增长，已经成为营收占比最高的业务之一；顺网游戏平台 2014 年独代、自研游戏增加至近 20 款，

又与慈文传媒、三七互娱建立了战略合作关系，产业链上游控制力增强；终端顺网无线定位休闲娱乐，已积累近 400 万日活跃用户，其中近期并购的软路由团队“爱快”具备核心技术优势，2014 年网吧软路由市场占有率持续上升至 16.5%，暂居第二。网吧无线解决方案中，顺网“连我”与爱快占据前两名，分别有 9.7% 和 8.9% 的市场份额。软硬一体化的无线布局未来很可能成为公司在网吧等公共场所的又一强终端入口。

图 2、顺网科技业务体系



资料来源：公司官网、兴业证券研究所

图 3、顺网科技产业链布局



资料来源：兴业证券研究所

经过十年发展，顺网已具备互联网娱乐平台的必要条件：

- 1) 高粘度用户：网吧用户平均单日在线时间 3 小时，顺网通行证拥有 2000 万日

活跃用户；

- 2) 稳定的流量入口：网吧市场 70% 份额稳定多年，终端数稳定无下降；
- 3) 不断增强对上下游产业链的控制力。

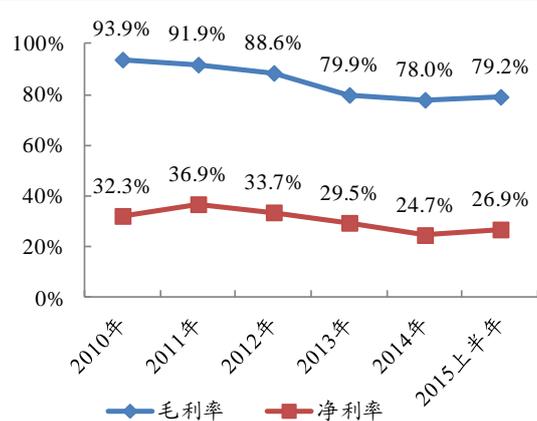
观察公司上市以来的业绩表现，利润率稳定在较高水平，销售、管理等各项费用控制较好，业绩也稳步提升，净利润增速近几年基本维持在 40% 以上。

图 4、顺网科技营收、净利润及增速



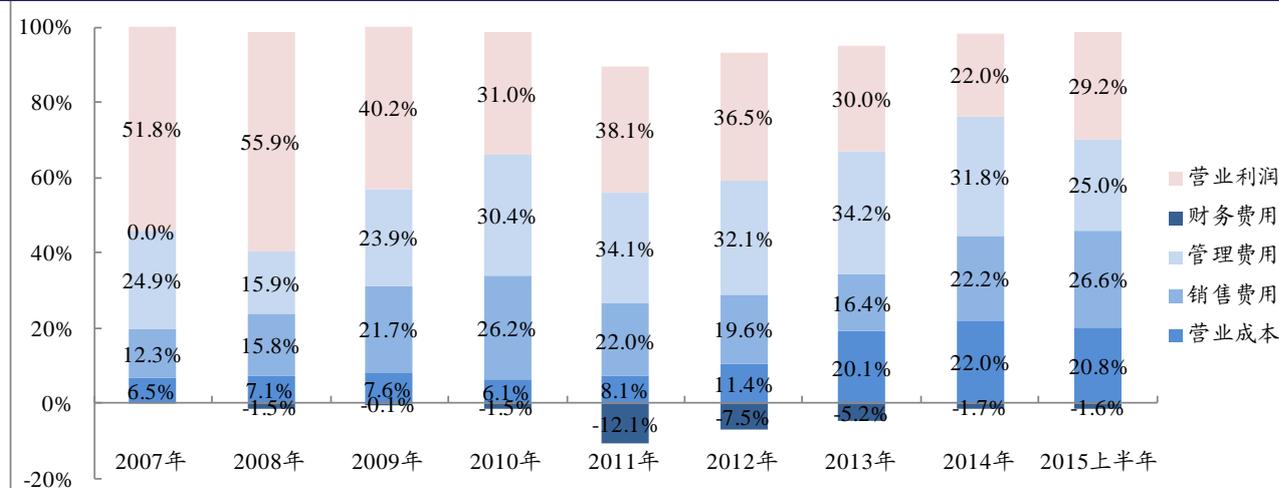
资料来源：公司财报、兴业证券研究所

图 5、顺网科技利润率



资料来源：公司财报、兴业证券研究所

图 6、顺网科技各项费用占比



资料来源：公司财报、兴业证券研究所

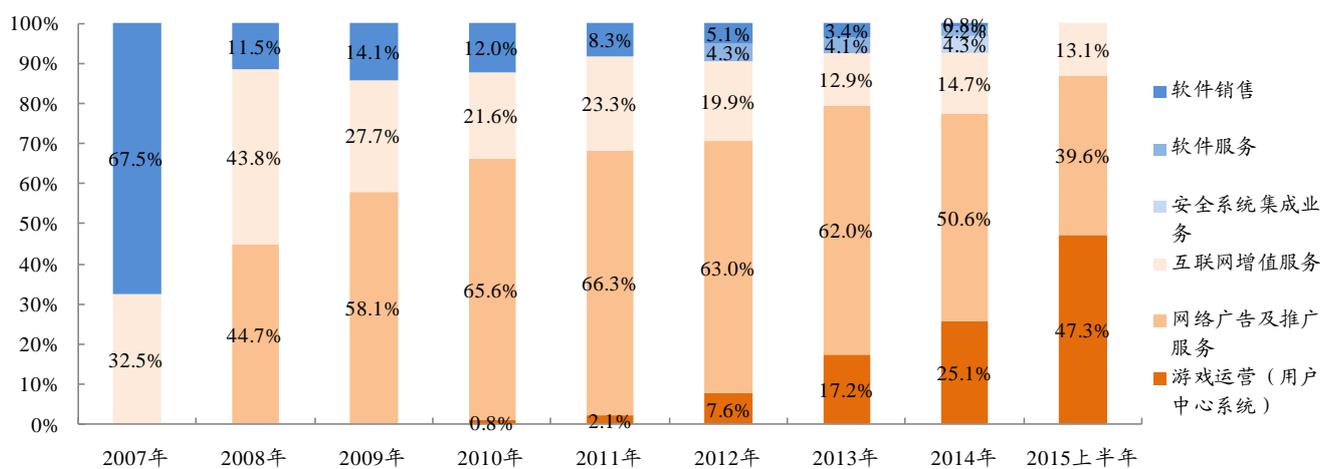
1.2、游戏运营业务占比不断提升

公司从 2009 年开始建设用户中心系统，主要包括蝌蚪通行证和蝌蚪币两部分，www.kedou.com 是一开始互联网娱乐平台用户中心系统面向个人蝌蚪用户的网站。用户可通过蝌蚪通行证打通网吧和个人终端，同步个性化设置和游戏存档等，同时通过这一账号系统也可方便登录平台已对接的娱乐应用，省去多重账号的繁琐。蝌蚪币通过现金、充值卡、第三方支付等方式购买后，可用于虚拟物品及会员服务购买。

蝌蚪网络游戏联运平台在2013年更名为顺网游戏,经过2010年-2014年的发展,2014年平台联运的页游数量已达到180款,独代、自研游戏增至近20款。目前顺网游戏开服数稳居国内页游平台第四位,付费用户40-50万,月ARPU约为200元。

浮云网络成立于2013年,旗下91y平台是独立于顺网游戏的又一游戏入口,主要包含快乐捕鱼等电玩类游戏、及斗地主比赛、血战到底、雀圣等地方特色棋牌竞技类游戏。通过公司初期的网吧用户导入孵化,浮云在2014年及2015上半年均实现了爆发式增长,目前有百万付费用户,月ARPU约80元。

图7、顺网科技各项业务营收占比



资料来源:公司财报、兴业证券研究所

图8、网络广告及推广服务营收、增长与毛利率



资料来源:公司财报、兴业证券研究所

图9、互联网增值服务营收、增长与毛利率



资料来源:公司财报、兴业证券研究所

从图7所示公司近年来的业务比重可以看出,早年的主营业务——网吧软件销售服务——占比明显减少,成为用户维护、服务的一环。现有业务占比最高的主要是游戏运营(顺网游戏页游平台和浮云91y休闲游戏平台两部分)、网络广告及推广服务、互联网增值服务。

其中增值服务将平台用户流量导入门户网站、搜索引擎以及娱乐内容厂商,是公司最早的变现方式,此后数年,广告成为公司主要的收入来源。2010年以后,广告和增值服务的营收增长、毛利率趋于平稳(图8、图9),而随着公司游戏运营

能力的提升和产业链布局的完善，游戏运营业务逐渐成为公司业绩增长的主要动力。尤其是 2014 年四季度以来，浮云 91y 平台的爆发式增长进一步推动游戏运营业务占比提升，至 2015 年 6 月已占到总营收近一半。网吧用户具有重度游戏用户的属性，而顺网游戏页游平台的付费用户占比尚不足 5%，具有极高开发价值和空间。

2、政策带动下网吧产业加速升级

2.1、政策带动下网吧产业市场规模回升

根据 CNNIC《第 36 次中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2015 年 6 月，中国网民规模达 6.68 亿，互联网普及率为 48.8%，整体网民规模增速放缓。不可否认的是，移动互联网用户占比持续提升，网民通过手机、平板等移动终端接入互联网已成常态，这挤压了网吧等上网服务场所的市场空间，单纯提供上网服务的营业场所商业价值在减弱。

图 10、中国网民规模和互联网普及率



资料来源：CNNIC、兴业证券研究所

图 11、网民使用电脑接入互联网的场所



资料来源：CNNIC、兴业证券研究所

然而，我国网民在家里、网吧、学校和公共场所通过电脑接入互联网的比例与 2014 年 12 月基本持平。根据中国互联网上网服务营业场所行业协会发布的《2014 年中国互联网上网服务行业年度发展报告》，截至 2014 年底，我国互联网上网服务营业场所总量为 14.2 万家，保有量较 2013 年增长了 5.2%；上网服务场所终端保有量为 1370 万台，较 2013 年增加 16.1%；行业用户数量达到 1.17 亿人，与 2013 年基本持平；营业总收入约为 569.9 亿元，较 2013 年增长 9.6%。行业整体显现出止跌反弹的趋势。

究其原因主要是政策背景和产业升级两方面的效果。2014 年，文化部、工商总局、公安部、工信部联合印发了《关于加强执法监督，完善管理政策，促进互联网上网服务行业健康有序发展的通知》，同时文化部出台《关于推动互联网上网服务行业转型升级的意见》。主要内容包括：取消各级文化行政部门对上网服务场所的总量控制和布局规划，降低准入门槛；调整准入程序，实行“先照后证”；鼓励上网

服务场所多元化经营，取消各级文化行政部门对连锁企业设立的认定；扩大上网服务场所管理长效机制试点等。

图 12、全国上网服务营业场所数量变化情况



资料来源：中国互联网上网服务营业场所行业协会、兴业证券研究所

图 13、全国上网服务营业场所终端数量



资料来源：中国互联网上网服务营业场所行业协会、兴业证券研究所

图 14、全国上网服务营业场所用户数量



图 15、全国上网服务行业总营收

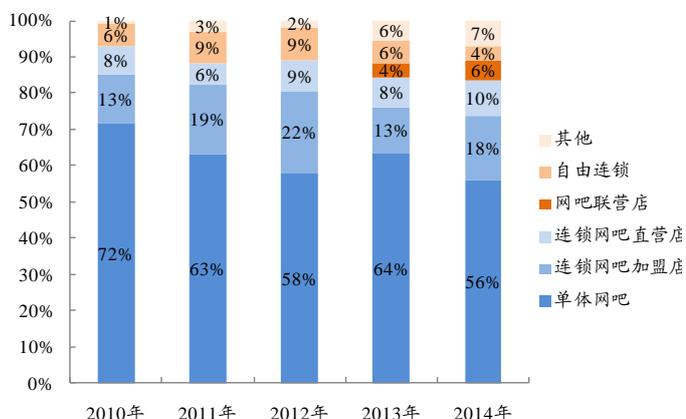


资料来源：中国互联网上网服务营业场所行业协会、兴业证券研究所

在此政策背景下，网吧行业呈现出明显的连锁化、规模化、高端网咖替代趋势。

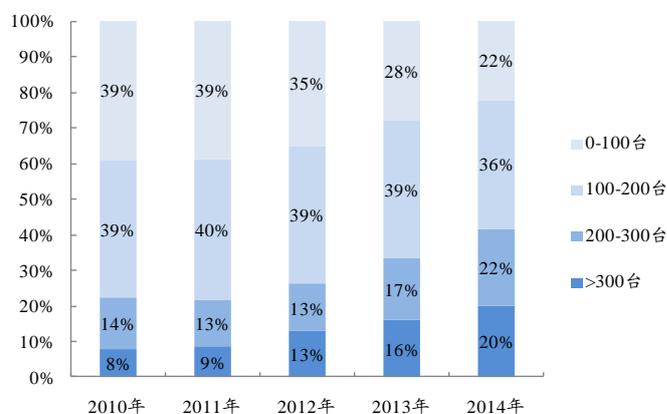
未来的上网服务行业将不止局限于提供一个上网的场所，而是升级为全方位服务用户的新产业。

图 16、网吧类型占比变化趋势



资料来源：天下网盟、兴业证券研究所

图 17、网吧规模占比变化趋势



资料来源：天下网盟、兴业证券研究所

从图 16 中可以看出，网吧连锁化趋势明显，连锁网吧（直营店与加盟店）已占网吧总数量的 28%。单体网吧数量在减少，但仍是占比超过一半的市场主流。较分散的市场格局也为顺网这样的行业平台提供了介入整合的机会。图 17 中，200 台以上的大规模网吧占比有着明显的提升趋势，100-200 台为行业主流规模，小于 100 台的中小型网吧占比逐年减少，行业规模化趋势明显。

此外，高端网吧的主流模式网咖已经逐步占领市场，2014 年全国登记在案的网吧约为 13 万家，其中约有 2 万家升级为网咖模式，网咖在网吧行业中的占比已经上升至 15.8%。

2.2、网咖精细化经营，转型休闲娱乐服务场所

从互联网刚开始兴起的 90 年代到现在，网吧经历了萌芽期、成长期、成熟期、甚至衰退期，而现在正处于由上网服务到多样化娱乐服务的转型期。从 1.0 时代进化而来的网咖 3.0、4.0、5.0 正在迅速迭代，通过“网吧+品牌”、“网吧+主题”打造出新时代的线下娱乐场所。

互联网基础设施极为发达的日本就有着多样化的网吧产业，因服务周到，配有隔间和淋浴等设施，因而常有顾客过夜，甚至一度引发“网吧难民”的社会现象。事实上，类似星巴克、漫咖啡这样的品牌连锁咖啡馆也可以理解为以咖啡文化为主题的移动终端网吧，只是侧重点有所不同。类似的，3.0 版本以上的网咖要想在互联网高度普及的时代发展壮大，只能是因为打造了自身的品牌与文化氛围、提供了高标准的增值服务。目前我们已经能够看到网鱼网咖、杰拉网咖等品牌连锁网咖，以及许多独立高端网咖正致力于提供极致用户体验和独特的休闲娱乐氛围。

表 1、网吧进化过程

网吧版本	特点	单机日收入
1.0	简单装修，粗放管理，仅提供上网服务	10-20 元
2.0	几百元每平米的装修，精细管理，一流硬件，用户体验较好	40 元
3.0	精装修，高质量服务，顶级硬件，具有水吧等服务设施，有明确的品牌定位，用户体验	60 元

资料来源：公开资料、兴业证券研究所

图 18、岳阳“陌城”网络生活馆



资料来源：公开资料、兴业证券研究所

图 19、昆明蓝精灵主题网咖



资料来源：公开资料、兴业证券研究所

其中，连锁网咖因运营标准化、规模化而具有成本优势和品牌效应，近几年快速发展。例如总部位于上海的网鱼网咖，成立于 1997 年，并在 2009 年转型网咖，现有全国 50 多个城市的门店共 200 多家，会员 400 万人以上，据统计每 16 个上海常住居民中就有一个网鱼网咖的用户。从中观察连锁网咖的运营模式，可以知道 3.0 以上的网咖选址多为成熟商圈，参考肯德基、星巴克等店面选址策略；装潢设计、管理培训由总公司负责；硬件设备等可由公司统一采购。

图 20、网鱼网咖投资模型

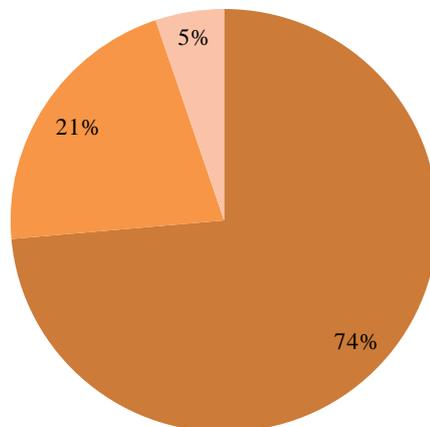


资料来源：网鱼网咖官网、兴业证券研究所

参考各连锁网咖给出的财务模型，加盟连锁网咖通常可在 2-3 年内收回成本。前期投资主要包括设备、装修、加盟费等；每年的运营成本费用主要包括房租、人

力、品牌授权使用费、水电费、食品进货成本、通讯费等；收入则主要由机时费（八成以上上网服务场所的机时费收入占比超过 70%）、食品饮料、点卡构成。

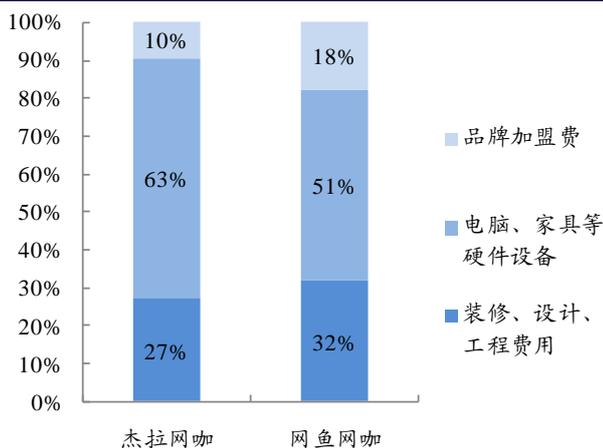
图 21、上网服务场所收入构成



■ 上网费 (机时费) ■ 饮料、食品 ■ 游戏点卡、周边等其他收入

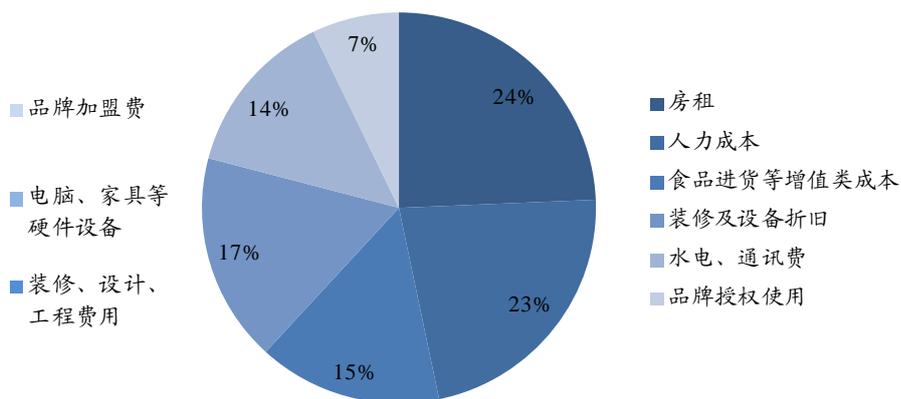
资料来源：中国互联网上网服务营业场所行业协会、兴业证券研究所

图 22、网咖初期投资构成



资料来源：官网公开资料、兴业证券研究所

图 23、杰拉网咖成本构成



资料来源：杰拉网咖官网、兴业证券研究所

对于商业环境成熟的一线城市，网鱼 4.0 模式实施后，若营运规模为 60 台电脑，投资总额下降为 200 万元，平均年投资回报率 30.26%。在平均上座率 50% 的情况下，单机日净利达到 26.66 元，平均净利率也提升至 22.33%。

以杭州杰拉网咖西湖文化广场店为例，规模为 113 台电脑，房租约 70 万元/年，加上设备、餐饮、装修等，投入约 260 万元。会员上机费为 5-12 元，日单机营业额在 60-120 元，节假日能达到 170 元，单日上网和餐饮收入最高营业额分别为 2.8 万元和 4800 元左右。再以北京白夜网咖学院路店为例，规模为 235 台，房租约 130 万元/年，总投入约 600 万元。会员上机费为 4-10 元，日单机营业额约 70 元，节假日能达到 100 元，单日上网和餐饮收入最高营业额分别为 1.8 万元和 4000 元左右，约两年能够收回成本。

2.3、网吧用户群体趋于稳定，游戏为固有属性

网吧用户数量近几年变化较小，2014 年约为 1.2 亿人。网吧这一独特休闲场景沉淀的用户主要为重度游戏用户，据调查超过 90% 的网民来到网吧的目的即是游戏（图 24）。针对这一用户群体，网咖电竞馆成为这两年最流行的模式之一，普通网咖也常开设电竞区，调查结果显示 2014 年有 1/4 的网吧开设了游戏竞技区（图 25）。群众电竞比赛成为潮流趋势，为网咖聚集了大量人气，而有些培养电竞战队的网咖，则借此打响知名度。

图 24、网民到网吧消费的主要目的

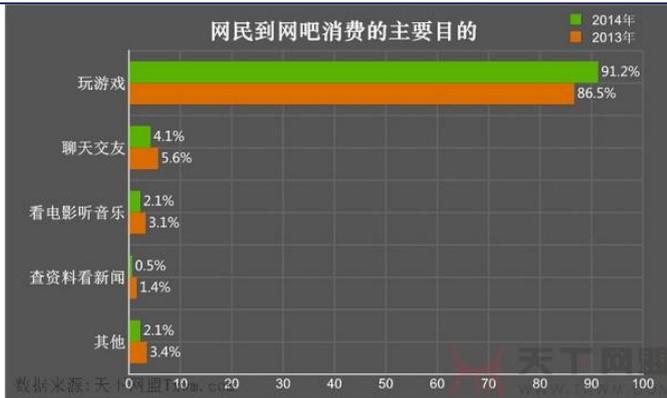
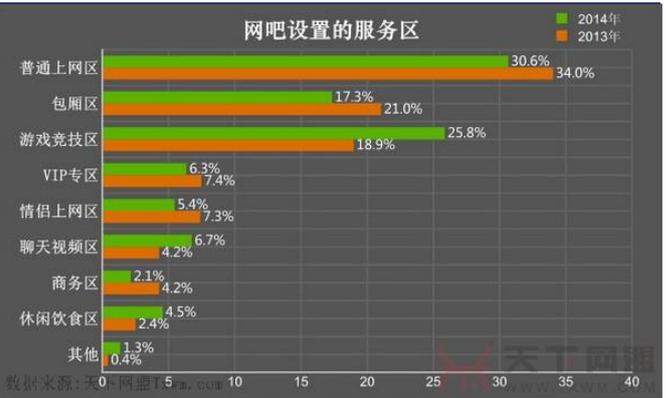


图 25、网吧设置的服务区



资料来源：天下网盟、兴业证券研究所

资料来源：天下网盟、兴业证券研究所

图 26、杭州杰拉电竞馆



资料来源：公开资料、兴业证券研究所

图 27、网咖举办的群众电竞赛事



资料来源：公开资料、兴业证券研究所

随着居民整体收入水平的提高，以及文化消费比重的上升，线下娱乐场所势必成为居民生活不可或缺的一部分。2014 年我国服务业增长 8.3%，比 2013 年提高 0.2 个百分点，服务业增加值占 GDP 比重首次超过了第二产业。新时代的网咖以全方位服务消费者为宗旨，业态将会逐步丰富起来。这其中，互联网娱乐平台的整合、导流作用将助力产业完成转型升级。未来网吧消费者群体的构成将会随着设施及服务的多样化而改变，更广的年龄范围、更多的兴趣点都会被逐步挖掘出来。而当前网吧网民具有重度游戏玩家属性，这使得游戏产业链开发成为了针对这一垂

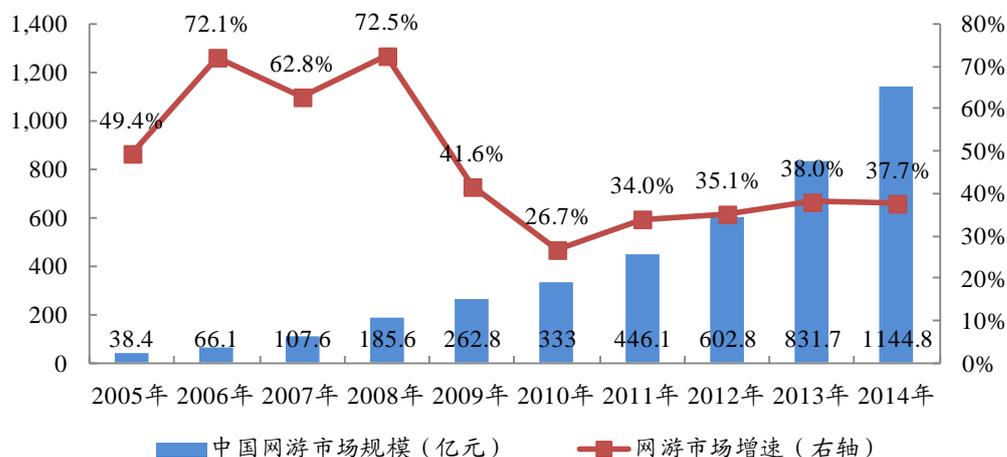
直群体的最佳变现方式。

3、游戏产业链布局扩展打开变现空间

3.1、网络游戏行业持续稳定增长，顺网布局渐趋完整

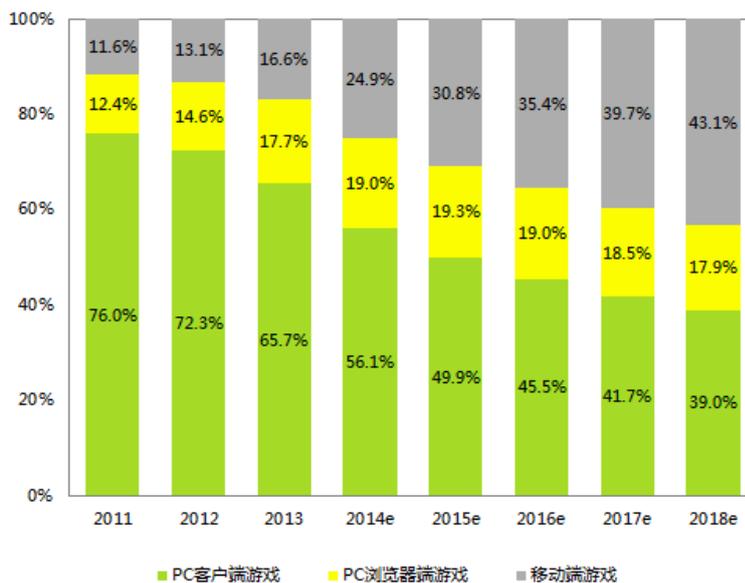
由中国音数协游戏工委（GPC）、CNG 中新游戏研究（伽马数据）和国际数据公司（IDC）共同发布的《2014 年中国游戏产业报告》显示，2014 年中国游戏市场实际销售收入达到 1144.8 亿元，中国游戏市场用户数量约 5.17 亿人，比 2013 年增长了 4.6%。进入千亿市场规模的 2014 年，网游行业整体仍保持了 37.7% 的高增速。

图 28、中国网络游戏市场规模及增速



资料来源：GPC IDC CNG、兴业证券研究所

图 29、中国网络游戏市场结构



资料来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所

从市场结构来看，目前规模最大的端游市场正在被移动端蚕食，移动游戏未来很可能成为市场份额第一的网游品类。页游市场占比则基本稳定在 17-19%，未来几年大概率上将与网游市场同步增长（图 29）。

由于页游行业发展趋稳，市场成熟，因而 2012 年以来，行业广告投放金额加速上升。根据 iAdTracker 的监测数据，至 2013 年，页游广告投放金额已达 12.5 亿元，同比增长 212.5%（图 30）。顺网因拥有网吧流量资源，广告成本上涨的风险很大程度上能够避免，并能凭借流量这一核心资源获得企业间合作。同时，这样的市场环境也要求页游厂商的广告投放不断优化，从而用更少的广告成本换取更多用户和收益。从这一角度考虑，顺网因积累了大量游戏用户数据和多年的广告投放经验，而具备开展精准营销的基础和实力，未来市场空间将进一步扩大。

图 30、2009-2013 年中国网页游戏广告投放金额



资料来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所

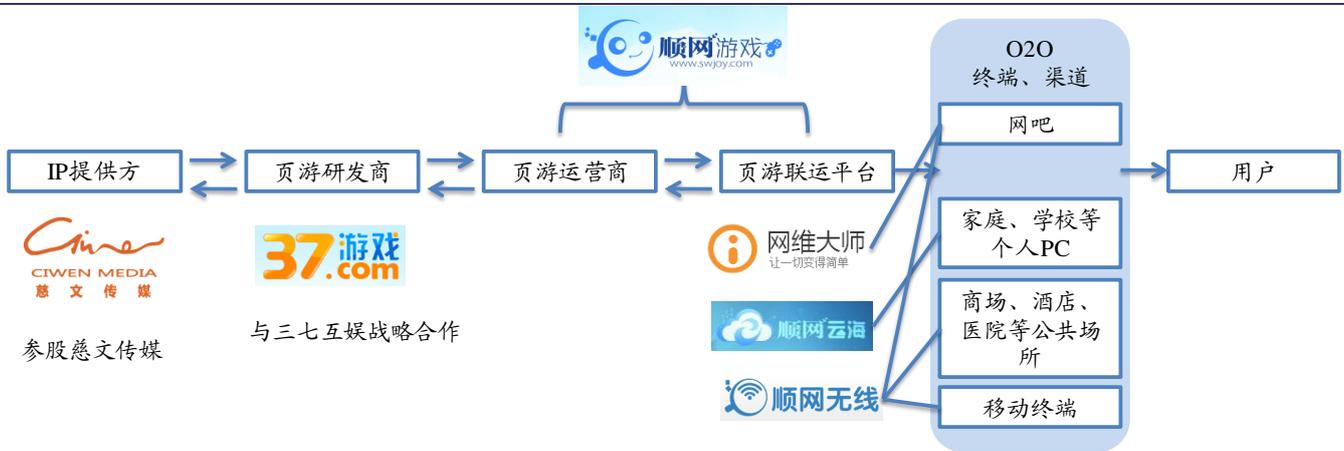
图 31、页游产业链



资料来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所

顺网打造的互联网娱乐平台在网络游戏领域的布局目前以“顺网游戏”页游平台和“91y”棋牌休闲平台为主，并通过网维大师、云海等终端入口触及网民用户。其中，顺网游戏为页游运营平台，作为渠道方可以获得70%左右的收入分成。其运营业务以页游联运为主，近期独代游戏数量也在迅速上升。新并入的浮云网络本身既是研发商也是运营商，91y为自研游戏，无需支付渠道分成。除浮云外，顺网的上游布局还包括与IP提供方慈文传媒、游戏研发商三七互娱的战略合作。顺网的下游终端布局包括对接网吧的网维大师和顺网无线、对接个人PC的顺网云海、对接商场、酒店等公共场所和移动终端的顺网无线。逐步完善的产业链布局将为顺网游戏运营业务未来若干年的持续发展奠定基础，娱乐平台在游戏产业的变现尚处于初级阶段。

图 32、顺网科技的页游产业链布局

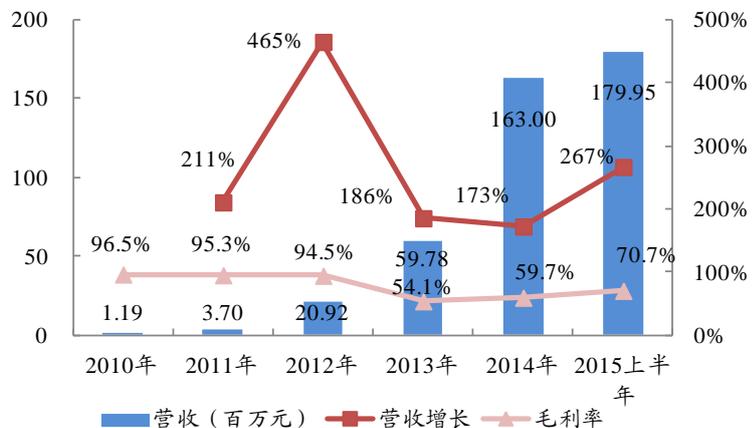


资料来源：兴业证券研究所

3.2、游戏运营变现空间广阔，流量孵化实力获验证

3.2.1、页游业务增长趋稳，付费用户提升空间较大

图 33、顺网科技游戏运营业务营收、增长与毛利率



资料来源：公司财报、兴业证券研究所

游戏运营业务目前占顺网科技营收的 47.3%，2015 上半年营收 1.8 亿元，同比增长 267%，是顺网目前主要的业绩增长驱动力。其中网页游戏业务开始于 2010 年，公司的激进开服策略取得了初步成效，目前页游月流水约 1000-2000 万元，付费用户 40-50 万人，月 ARPU 约 200 元，已成为公司重要的变现方式。

图 33 中，如简单估算，直接扣除浮云营收，则 2014 年页游运营营收增长 91%，2015 上半年同比增长 35%，仍高于页游市场平均增速。

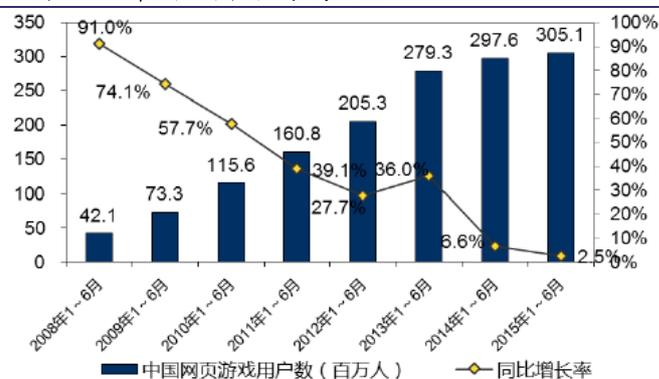
观察网页游戏行业整体发展情况，可知行业进入稳定增长阶段，2014 年市场规模为 222.4 亿元，同比增长 31%。页游用户数截至 2015 年 6 月达到 3 亿人，增速回落至 2.5%，用户群体趋于稳定。

图 34、中国网页游戏市场规模



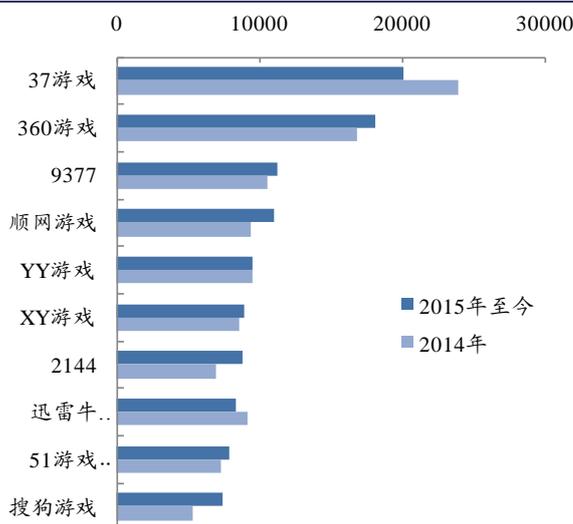
资料来源：易观智库、兴业证券研究所

图 35、中国网页游戏用户数



资料来源：GPC IDC CNG、兴业证券研究所

图 36、2015 年网页游戏开服数 TOP10

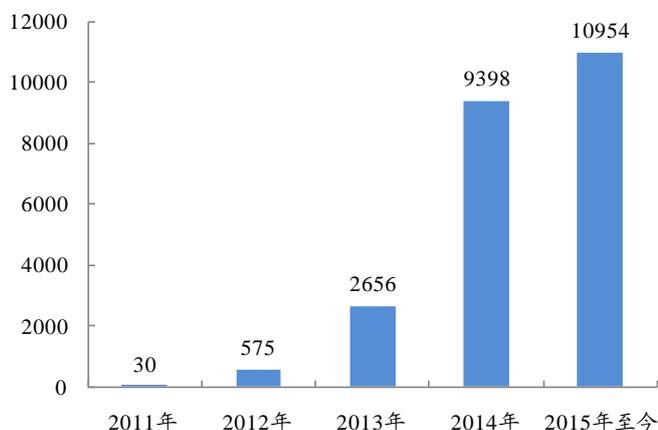


资料来源：9k9k、兴业证券研究所

同时，从开服数观察，页游行业格局仍很分散（图 36）。但随着行业成熟和精品化，大型平台的优势也会越发明显。顺网游戏借助平台导流，在开服数迅速攀升至国内第四名的同时，付费用户近 50 万，目前联运近 200 款页游，独代、自研也有近 20 款（图 38），已经初具规模。然而对比顺网通行证 2000 万的日活跃用户，

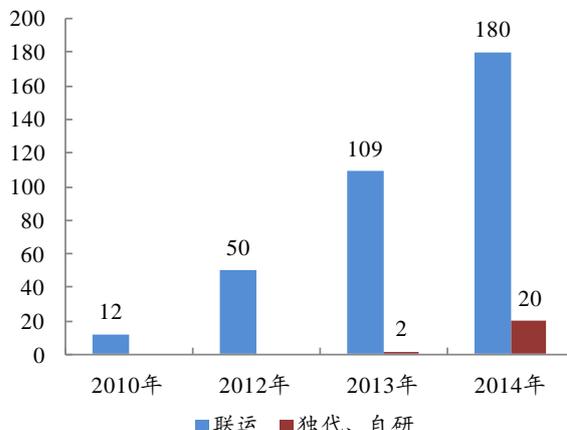
公司的付费用户占比不足 5%，2015 上半年 1.8 亿元的营收规模也只占到页游市场的 1-2%。从公司的发展策略和用户结构来考虑，短期 ARPU 值或将维持在 200 元左右，而提高外网用户数量以及付费渗透率将是更为有效的增长策略。

图 37、顺网游戏开服数



资料来源：9k9k、兴业证券研究所

图 38、顺网游戏联运及独代页游数

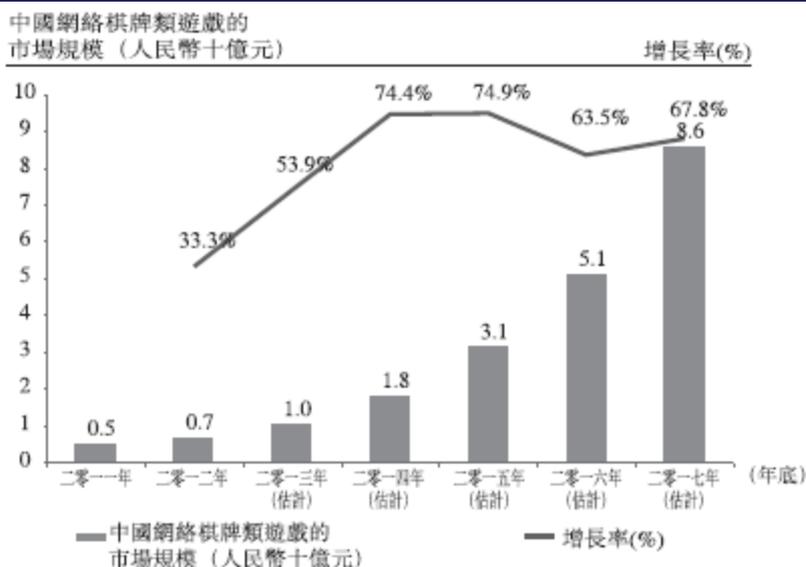


资料来源：公司年报、兴业证券研究所

3.2.2、并购浮云展现流量孵化实力

游戏运营的另一部分业务是 2014 年 9 月并入的浮云网络。浮云成立于 2013 年 7 月，主要从事研发及运营网络休闲游戏及平台业务。

图 39、网络棋牌游戏市场规模



资料来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所

休闲娱乐、棋牌游戏市场空间较大，根据艾瑞报告，2012 年中国整体网络棋牌类游戏市场约为 6.6 亿元，预期于 2017 年增长至 86 亿元，复合年均增长率 67%。整体用户规模可达 4 亿，同时用户留存及收入都较稳定，生命周期长。这样的特点使得浮云将可能长期支撑顺网的游戏运营业务。

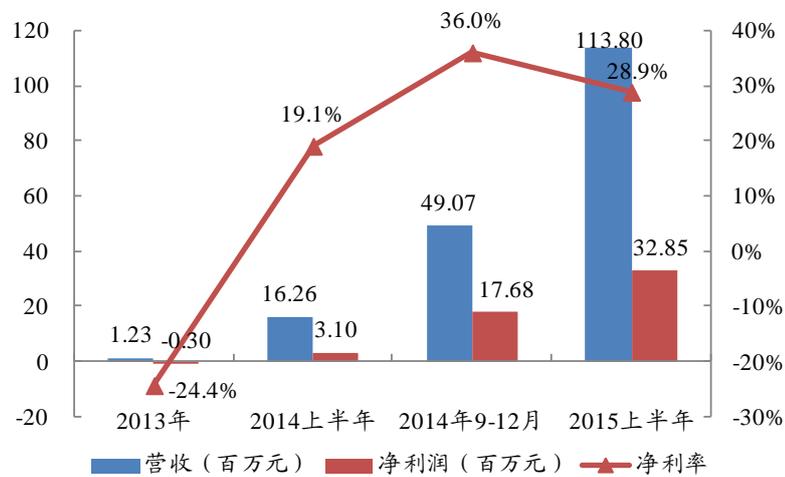
公司前期通过网吧导流为浮云积累初期用户，至今短短两年时间内，积累了百万付费用户，用户中网吧来源占比约 30%，月 ARPU 值 80 元左右。2014 年 9 月公司以现金 9360 万元收购浮云网络 80% 股权后，浮云 2014 年 9-12 月和 2015 年上半年净利润分别达到 1768 万元和 3285 万元，业绩承诺已经提前兑现。

表 2、浮云网络业绩承诺

指标	2014 年业绩目标	2015 年业绩目标
同时在线用户数（以 12 月 31 日前 30 天每日最高同时在线用户数的平均为准，含手机端用户）	不少于 2 万人	不少于 4 万人
税后净利润（以扣除非经常性损益孰低）	不少于 1600 万元	不少于 2400 万元

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

图 40、浮云网络营收及净利润



资料来源：公司财报、兴业证券研究所

从图 40 中可以看到，浮云营收规模已快速增长至半年 1.1 亿元，这充分说明了顺网作为互联网娱乐平台的导流能力。

表 3、主要棋牌休闲平台数据对比

	最高同时在月活跃用户线 (万人)	月付费用户 (人)	月 ARPU (元)	营收与利润规模	成立时间	主要游戏种类	
QQ 游戏	800	2 亿	35% 以上	2014 年手机 QQ 与微信共同的游戏收入约为 38 亿元	2003 年	棋牌麻将、休闲竞技、桌游、策略、养成、模拟经营、角色扮演等	
JJ 比赛	75	日活 140 万		日流水最高达到 82 万元	2007 年	斗地主、麻将、德州扑克等棋牌竞技类	
边锋 (合并茶苑)	40	2000 万 (2011 年)		2015 上半年营收 4.8 亿元，净利润 1.6 亿元	1999 年	棋牌类、休闲类	
博雅互动		1400 万	272 万	140	2015 上半年营收 4.4 亿元，净利润 0.74 亿元	2004 年	棋牌类、休闲类，主要是德州扑克和斗地主
联众世界		2932 万	178 万	69 (PC) + 20 (移动)	2015 上半年游戏收入 3.2 亿元，净利润 0.63 亿元	1998 年	德州扑克为主的棋牌休闲
91y (浮云网络)		200-400 万	100-200 万	80	2015 上半年收入 1.1 亿元，净利润 0.33 亿元	2013 年	快乐捕鱼等电玩类及斗地主、血战到底、雀圣等棋牌竞技类

资料来源：公开资料、兴业证券研究所

表 3 中，对比边锋、联众、博雅等前辈，浮云成立最晚，而营收利润已达同一量级。同时，付费用户数仍有很大上升余地，月活跃用户有望达到千万量级，营收规模有翻倍的空间。

另一方面，棋牌类游戏也有向移动端转移的趋势，博雅 2015 年中报显示，其移动游戏占比已达 59%，同比上升 7 个百分点。故从长远考虑，移动端扩展将是棋牌休闲游戏平台未来的重要增长动力。

3.3、游戏产业链上下游布局打开空间

近期顺网游戏的上游布局主要是建立了与慈文传媒和三七互娱的战略合作。2014 年 8 月，公司公告与慈文传媒签署了战略合作协议，内容主要包括：（1）IP 授权——每 12 个月向顺网科技或顺网的合作方授权不少于 3 个适合游戏的 IP 等；（2）视频内容分发——慈文制作发行的视频内容在顺网的渠道可优先分发等。2015 年 8 月，公司公告与三七互娱签署战略合作协议，内容主要包括：（1）联运优先授权——三七互娱对外开放的联运游戏优先授权顺网；（2）泛娱乐——目前可能产生的合作方式为，顺网由慈文获得 IP 授权，交由三七研发产品，再由顺网运营；（3）流量采购——顺网为三七唯一指定网吧资源投放平台；（4）业务合作——在游戏运营、大数据营销等方面深入合作，提高运营水平；（5）建立分享机制。

游戏作为泛娱乐产业的重要环节，前景广阔。2014 年已经能看到页游市场中的 IP 化热潮，如由《风云》改编的页游《风云无双》，开服 3 个月后即达到了月流水过亿的规模。37 游戏堪称最早进军影视 IP 领域的游戏公司，从 2013 年运营《大闹天宫 OL》开始，37 游戏先后拿下《天将雄师》、《琅琊榜》等影视版权。早在正热播的《琅琊榜》播出之前，其页游流水已突破 4000 万。及早通过结盟 IP 方和经验丰富的研发商来布局泛娱乐产业，可以说是十分必要的。通过在页游产业链上游建立合作关系，介入 IP 提供、页游研发环节，顺网科技的游戏产业链布局也获得了进一步完善，平台地位更加稳固。

顺网的游戏产业链下游 2C 布局主要是通过网维大师、云海和顺网无线来分别对接网吧 PC、个人 PC 和移动端，实现用户的全面覆盖。2B 方面则是与主要连锁网咖、两千多家加盟商维持了较好的关系，这样的渠道资源使得公司在网咖群众电竞、虚拟现实等方面的商业合作成为可能，并将好的运营模式迅速复制到全国。除此之外，B 端还可以进一步推行基于平台的网咖供应链金融服务，以及电竞周边产品分销业务。

4、盈利预测与估值

表 4、公司盈利预测结果

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	649	1005	1430	1880
增长率 %	87.1%	54.9%	42.2%	31.5%
营业利润(百万元)	143	308	507	699
增长率 %	36.8%	116.0%	64.8%	37.8%
净利润(百万元)	157	302	491	674
增长率 %	53.0%	92.7%	62.5%	37.3%
最新摊薄每股收益(元)	0.54	1.04	1.69	2.32
每股净资产(元)	3.54	4.58	6.28	8.60
动态市盈率(倍)	73.32	38.05	23.41	17.05
市净率 (倍)	11.17	8.64	6.31	4.61

数据来源：兴业证券研究所整理

上网服务场所行业转型趋势明显，政策驱动下行业市场规模反弹；公司为具备稳定流量和高粘度游戏用户稀缺资源的互联网平台，流量价值正在逐步兑现；全产业链布局渐趋完整，增强上下游控制力为公司长远发展打下坚实基础。

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.04、1.69、2.32 元，维持“买入”评级。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	647	1079	1677	2468
货币资金	289	544	1029	1685
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	133	264	349	467
其他应收款	10	50	71	83
存货	7	11	16	21
非流动资产	680	657	618	590
可供出售金融资产	108	108	108	108
长期股权投资	221	221	221	221
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	43	34	25	15
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	36	25	15	4
资产总计	1328	1737	2295	3059
流动负债	284	392	452	530
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	37	67	99	130
其他	247	325	352	400
非流动负债	8	3	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他	8	3	3	3
负债合计	292	395	455	534
股本	290	290	290	290
资本公积	378	378	378	378
未分配利润	319	601	1059	1687
少数股东权益	7	10	18	28
股东权益合计	1036	1342	1840	2525
负债及权益合计	1328	1737	2295	3059

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	157	302	491	674
折旧和摊销	26	20	20	20
资产减值准备	18	33	37	40
无形资产摊销	12	10	11	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-0	-3	-6	-9
投资损失	-7	-7	-7	-7
少数股东损益	4	4	7	11
营运资金的变动	90	95	80	87
经营活动产生现金流量	272	243	472	639
投资活动产生现金流量	-633	6	7	7
融资活动产生现金流量	-50	6	7	10
现金净变动	-412	255	485	656
现金的期初余额	701	289	544	1029
现金的期末余额	289	544	1029	1685

利润表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	649	1005	1430	1880
营业成本	143	219	327	438
营业税金及附加	14	15	17	19
销售费用	144	188	225	270
管理费用	206	268	349	453
财务费用	-11	-3	-6	-9
资产减值损失	18	18	18	18
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	7	7	7	7
营业利润	143	308	507	699
营业外收入	23	35	50	65
营业外支出	5	3	3	3
利润总额	160	340	554	761
所得税	-0	34	55	76
净利润	160	306	498	685
少数股东损益	4	4	7	11
归属母公司净利润	157	302	491	674
EPS(元)	0.54	1.04	1.69	2.32

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长性(%)				
营业收入增长率	87.1%	54.9%	42.2%	31.5%
营业利润增长率	36.8%	116.0%	64.8%	37.8%
净利润增长率	53.0%	92.7%	62.5%	37.3%
盈利能力(%)				
毛利率	78.0%	78.3%	77.1%	76.7%
净利率	24.2%	30.1%	34.4%	35.9%
ROE	15.2%	22.7%	26.9%	27.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	22.0%	22.7%	19.8%	17.4%
流动比率	2.28	2.75	3.71	4.66
速动比率	2.26	2.73	3.68	4.62
营运能力(次)				
资产周转率	0.50	0.66	0.71	0.70
应收帐款周转率	3.83	3.85	3.60	3.52
每股资料(元)				
每股收益	0.54	1.04	1.69	2.32
每股经营现金	0.94	0.84	1.62	2.20
每股净资产	3.54	4.58	6.28	8.60
估值比率(倍)				
PE	73.32	38.05	23.41	17.05
PB	11.17	8.64	6.31	4.61

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15%;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhudsd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。