

2017年07月09日

顺网科技 (300113.SZ)

顺网科技：立足网吧流量平台，布局泛娱乐生态圈

■**网吧市场龙头地位稳固，自有流量平台价值空间广阔。**国内网吧市场规模稳定，根据 Wind 行业数据库，2015 年网吧数量约 14.6 万家，网吧用户规模稳定在 1.20 亿人。根据天下网盟数据，公司旗下网维产品市占率达到 57%，网吧计费软件市占率达到 69%，公司网吧软件市场龙头地位稳固，覆盖巨大线上用户流量。凭借自有互联网流量平台，公司广告推广业务及游戏业务发展良好，根据公司公告，2016 年，广告推广业务实现营收 4.3 亿元，同比增长 20.67%，游戏平台开服总数约达 1.85 万组，开服数量排名业内前列。我们认为，公司旗下网吧流量平台仍有较大价值空间，广告推广以及游戏业务将持续稳定发展。

■**拓展游戏运营模式，实现游戏业务持续快速发展。**公司游戏业务主要包括顺网页游平台以及 91Y 游戏中心。公司旗下页游平台开服数稳居行业前五，在联运基础上，公司积极向产业上游延伸，布局独代与自研业务，实现产业链纵向一体化，放大页游平台潜在价值；同时，公司积极推进 91Y 游戏中心移动端产品，扩大推广区域以及通过举办线下比赛以及电竞直播等方式提高用户粘性，实现 91Y 游戏中心持续稳定发展。

■**积极开拓泛娱乐垂直领域，深化泛娱乐平台定位。**公司通过打造顺网游戏、休闲娱乐平台、电竞、Chinajoy 线下展会等产品服务用户，致力于发展成为全网娱乐用户喜爱的娱乐平台。在新兴业务探索方面，公司切入电竞赛事运营，打造“火马电竞”电子竞技运营平台，与游戏业务协同发展；完成收购 Chinajoy 举办方上海汉威，布局泛娱乐线下运营平台。在转型泛娱乐过程中，公司积极布局互联网娱乐上下游，致力于打造多层次、多形态的泛娱乐平台，从而不断提升公司的核心竞争力。

■**投资建议：**预计公司 2017-2019 年净利润分别为 6.52 亿元、7.91 亿元、9.37 亿元，公司股本 6.93 亿股，对应 Eps 分别为 0.94 元、1.14 元、1.35 元。给予公司 2017 年 35X 估值，对应 6 个月目标价 32.90 元，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**页游市场规模下滑过快、泛娱乐布局不及预期等风险。

公司深度分析

证券研究报告

互联网

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**32.90 元**
股价 (2017-07-07) **25.39 元**

交易数据

| | |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元) | 17,651.03 |
| 流通市值 (百万元) | 11,760.74 |
| 总股本 (百万股) | 693.01 |
| 流通股本 (百万股) | 461.75 |
| 12 个月价格区间 | 24.52/40.25 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -7.1 | 3.53 | -12.98 |
| 绝对收益 | -2.99 | -1.88 | -30.94 |

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

| | |
|--|------------|
| 顺网科技：一季报点评：利润接近预告上限，深化线上线下互联网娱乐平台布局/焦娟 | 2017-04-30 |
| 顺网科技：内生+外延构筑线上线下互动娱乐平台/焦娟 | 2017-03-26 |

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 1,022.1 | 1,701.7 | 2,077.8 | 2,503.8 | 2,977.0 |
| 净利润 | 285.6 | 521.0 | 652.1 | 790.8 | 936.8 |
| 每股收益(元) | 0.41 | 0.43 | 0.94 | 1.14 | 1.35 |
| 每股净资产(元) | 2.10 | 3.55 | 4.01 | 5.00 | 6.11 |
| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 市盈率(倍) | 61.6 | 59.3 | 27.0 | 22.3 | 18.8 |
| 市净率(倍) | 12.1 | 7.1 | 6.3 | 5.1 | 4.2 |
| 净利润率 | 27.9% | 30.6% | 31.4% | 31.6% | 31.5% |
| 净资产收益率 | 19.6% | 21.2% | 23.4% | 22.8% | 22.1% |
| 股息收益率 | 0.4% | 0.5% | 0.7% | 0.9% | 1.0% |
| ROIC | 48.7% | 159.6% | 79.0% | 70.1% | 118.9% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 1. 企业经营稳健，持续推进泛娱乐战略 | 5 |
| 1.1. 立足网吧流量平台，深化布局泛娱乐 | 5 |
| 1.2. 股权结构稳健，推出员工持股计划促进公司发展 | 5 |
| 1.3. 营收持续快速增长，费率控制良好 | 6 |
| 1.4. 游戏及广告推广内生强劲，驱动公司高速增长 | 7 |
| 2. 网吧市场供需平稳，公司渠道地位稳定 | 8 |
| 2.1. 网吧用户群体稳定，网吧数量探底回升 | 8 |
| 2.2. 网吧平台服务商龙头地位稳定 | 9 |
| 2.3. 并购安全领域专家国瑞信安，夯实互联网平台基础 | 10 |
| 3. 享受流量红利，页游平台发展潜力较大 | 11 |
| 3.1. 页游市场规模饱和，运营平台与研发商竞争格局相对稳定 | 11 |
| 3.2. 拓展页游产业链上游，独代+自研扩大平台价值 | 13 |
| 3.2.1. 开服数位居行业前列，联运成绩优异 | 13 |
| 3.2.2. 独代业务进展顺利，积累丰富发行经验 | 14 |
| 3.2.3. 发力自研，页游产品精品化、IP化 | 15 |
| 3.3. 借助顺网流量，休闲游戏平台发展迅猛 | 15 |
| 4. 以泛娱乐为核心，打造线上线下融合的互动娱乐生态圈 | 16 |
| 4.1. 布局电竞，打造电子竞技运营平台 | 16 |
| 4.2. 收购上海汉威信恒，布局泛娱乐线下运营平台 | 18 |
| 5. 盈利预测与估值 | 20 |
| 6. 风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程 | 5 |
| 图 2: 公司股权结构 (截止 2017.3.31) | 6 |
| 图 3: 2010-2016 年公司营收及归母净利润 (百万元) | 6 |
| 图 4: 2010-2016 年公司毛利率、销售费用率及管理费用率 | 7 |
| 图 5: 2016 年公司营收构成 (亿元) | 7 |
| 图 6: 2010-2016 年公司游戏及广告业务收入及增速 (亿元) | 8 |
| 图 7: 2010-2016 年公司游戏及广告业务毛利率 | 8 |
| 图 8: 2009 年-2015 年网吧用户规模 (亿人) | 9 |
| 图 9: 2009 年-2015 年网吧数量规模 (万家) | 9 |
| 图 10: 用户到网吧主要目的 | 9 |
| 图 11: 成都吉胜 2014 年-2016 年营收和净利润 (亿元) | 10 |
| 图 12: 新浩艺 2014 年-2016 年营收和净利润 (亿元) | 10 |
| 图 13: 顺网网维软件市场份额 | 10 |
| 图 14: 顺网网吧计费软件市场份额 | 10 |
| 图 15: 国瑞信安发展历程 | 11 |
| 图 16: 2008-2016 中国网页游戏市场规模 (亿元) | 11 |
| 图 17: 2008-2016 中国网页游戏用户规模 (亿人) | 11 |
| 图 18: 2015Q3 国内页游运营平台竞争格局 | 12 |
| 图 19: 2016Q3 国内页游运营平台竞争格局 | 12 |
| 图 20: 2015 年国内页游研发商竞争格局 | 12 |

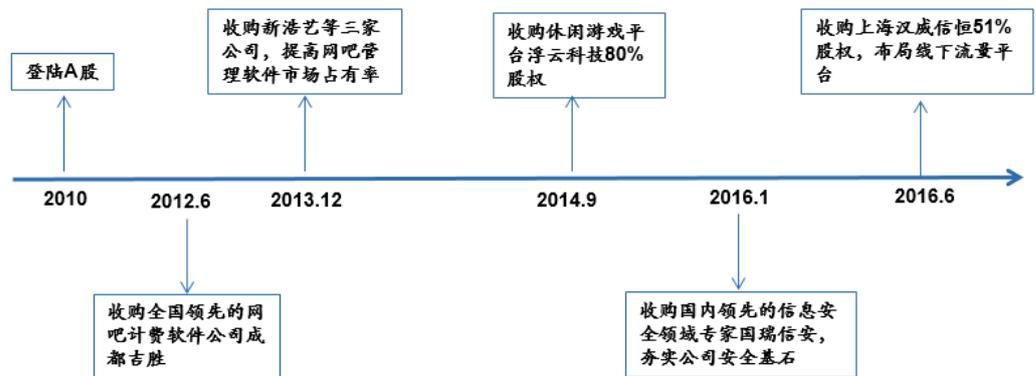
| | |
|---|----|
| 图 21: 2016Q3 国内页游研发商竞争格局 | 12 |
| 图 22: 2010-2016 年中国网页游戏开服数 (不包含腾讯页游) | 13 |
| 图 23: 2016 年页游开服 TOP10 (组) | 13 |
| 图 24: 2013-2016 年顺网游戏运营类型及数量 (款) | 13 |
| 图 25: 2012-2017 年顺网游戏每日开服数量 (组) | 14 |
| 图 26: 2016 年运营平台开服排行榜 (组) | 14 |
| 图 27: 《楚乔传》页游官网界面 | 15 |
| 图 28: 91Y 平台热门游戏 | 16 |
| 图 29: 浮云网络 2014-2016 年营收和净利润 (亿元) | 16 |
| 图 30: 2014-2018e 国内电竞用户规模 (亿人) | 16 |
| 图 31: 国内电竞产业发展历程 | 16 |
| 图 32: 2014-2016 国内中大型电竞赛事举办数量 | 17 |
| 图 33: 国内第三方赛事主办方 | 17 |
| 图 34: 2016 各类型游戏参与电竞赛事次数 | 17 |
| 图 35: 火马电竞旗下赛事 | 17 |
| 图 36: 网鱼网咖 2015 年-2016 年 1-5 月营收和净利润 (亿元) | 18 |
| 图 37: 2013-2016 五大游戏展会观展人数 (万人) | 19 |
| 图 38: 2015-2016 五大游戏展会参展厂商数量 | 19 |
| 图 39: 2016 年 ChinaJoy 参展 VR 外设 | 19 |
| 表 1: 2017 年 5 月《神印王座》开服排名 | 15 |
| 表 2: 2016 国内主要第三方电竞赛事 | 17 |
| 表 3: 汉威信恒旗下主要展会 | 18 |

1. 企业经营稳健，持续推进泛娱乐战略

1.1. 立足网吧流量平台，深化布局泛娱乐

公司成立于 2005 年，是国内领先的网吧平台服务商。凭借网吧管理软件“顺网大师”，公司掌握线下网吧渠道，构建国内领先的网吧管理平台。2012-2013 年公司收购网吧计费软件公司成都吉胜、网吧管理软件公司新浩艺，进一步提高公司在网吧管理软件市场占有率，成为行业龙头。凭借网吧管理软件平台，2012 年公司开始布局游戏业务，建设页游联运平台顺网游戏，收购休闲游戏平台浮云科技。2016 年公司收购国瑞信安夯实网络安全基石，并收购 ChinaJoy 主办方汉威信恒，布局 VR、电竞。公司立足网吧流量平台，通过内生与外延方式，持续向互联网泛娱乐平台转型，致力于成为业内顶尖泛娱乐平台。

图 1：公司发展历程



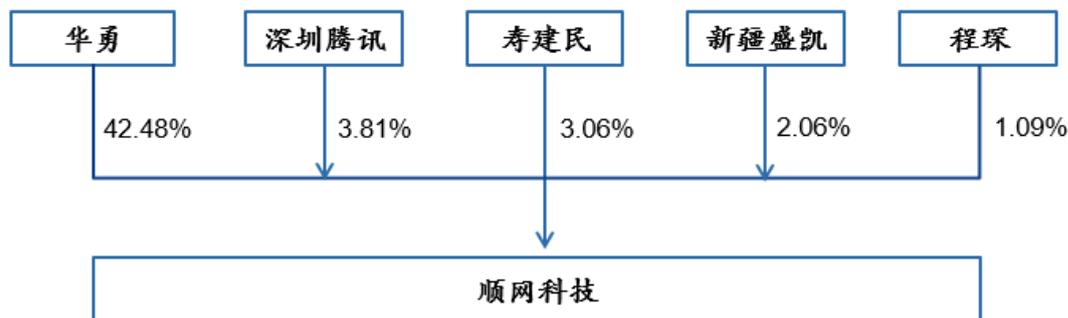
资料来源：公告，安信证券研究中心

1.2. 股权结构稳健，推出员工持股计划促进公司发展

大股东持股比例较高，股权结构稳健。华勇持有公司 42.48% 股权，为公司控股股东及实际控制人；深圳腾讯参股公司 3.81% 股权，为公司战略投资者。

推出员工持股计划，调动管理者和公司员工的积极性，促进公司长期、持续、健康发展。2017 年 6 月，公司股东大会通过《第一期员工持股计划（草案）》，持股计划拟募集资金总额上限为 3.5 亿元，每份份额为 1.00 元，出资参加本员工持股计划的员工约为 475 人。公司交由专业机构设立信托计划管理，按照不超过 1:1 的杠杆比例设立优先级份额、劣后级份额，资金总额上限为 7 亿元，员工持股计划全额认购信托计划的劣后级份额。其中，公司董事、监事、高级管理人员 9 人，合计认购份额约为 7,160 万份，占本员工持股计划总份额的比例为 20.45%，其他员工合计认购份额约为 27,840 万份，占本员工持股计划总份额的比例为 79.55%。

图 2：公司股权结构（截止 2017.3.31）

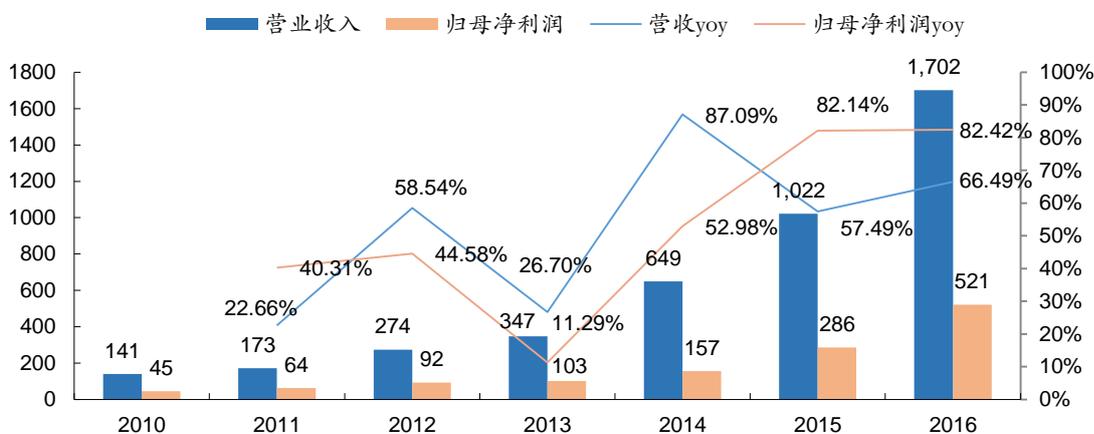


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 营收持续快速增长，费率控制良好

公司上市以来，营业收入及归母净利润持续快速增长。2016 年，公司营业收入达到 17.02 亿元，同比增长 66.49%，归属母公司利润 5.21 亿元，同比增长 82.42%。公司营收大幅增长主要源于广告推广业务与游戏业务快速增长以及国瑞信安与汉威信恒并表。其中，2016 年广告推广业务快速稳定增长，全年营收 4.30 亿元，同比增长 20.67%；游戏业务营收 6.98 亿元，同比增长 37.58%；安全系统集成业务与展会业务分别贡献营收 2.20 亿元、1.52 亿元。

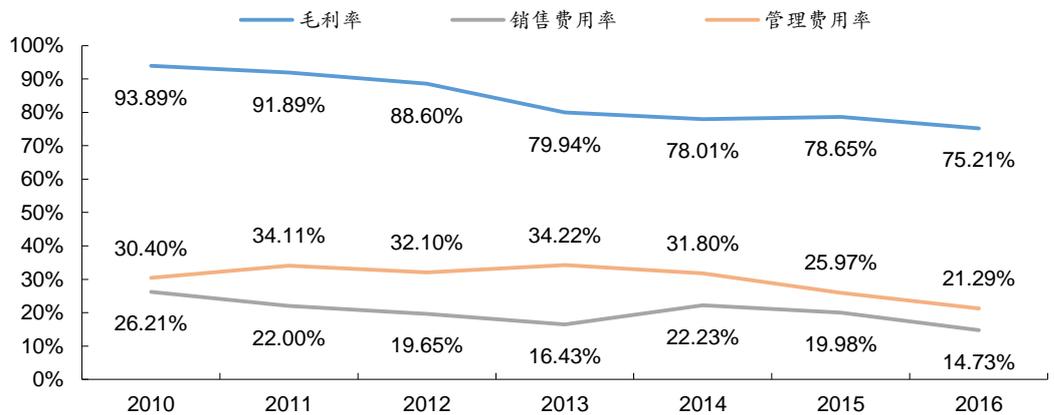
图 3：2010-2016 年公司营收及归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司经营稳健，费用管控良好。自 2013 年，公司游戏业务快速发展，使得公司基本面逐步由网吧管理软件转向游戏。2013-2016 年，公司经营稳健，毛利率稳定，2016 年公司毛利率 75.21%，同比降低 3.44 个百分点，主要源于国瑞信安与汉威信恒并表；公司销售费用率及管理费用率持续降低，体现公司良好的费用控制能力。

图 4：2010-2016 年公司毛利率、销售费用率及管理费用率

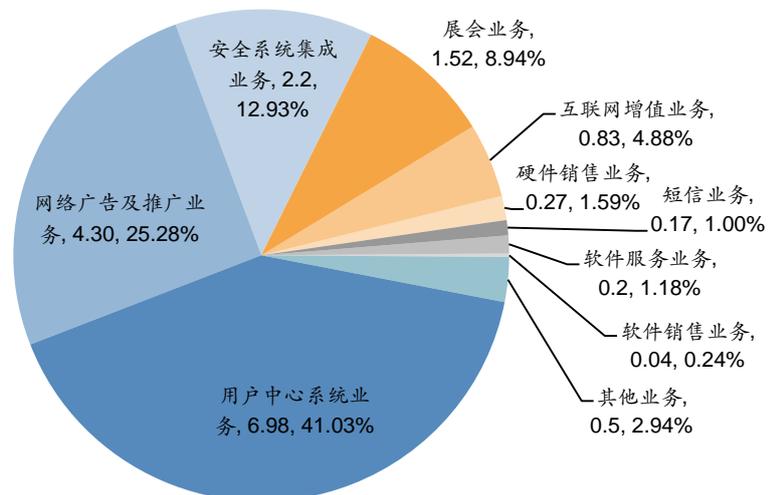


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 游戏及广告推广内生强劲，驱动公司高速增长

公司业务主要包括用户中心系统业务、网络广告及推广业务、安全系统集成业务、展会业务、互联网增值业务以及网吧软件业务等六大部分。其中，用户中心系统业务即公司游戏业务（顺网游戏页游平台和浮云 91y 休闲游戏平台两部分）占比最大；网络广告及推广收入主要来自旗下网维大师、云海平台；安全系统集成业务主要来自国瑞信安；展会业务主要来自汉威信恒；互联网增值业务、网吧软件销售业务等其他收入目前占比较低，主要来自公司旗下网吧软件产品。

图 5：2016 年公司营收构成（亿元）

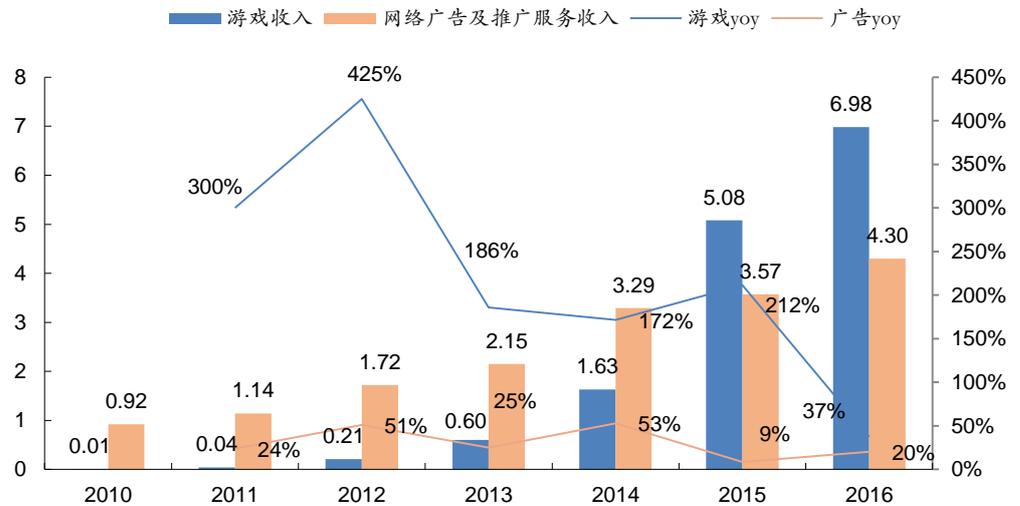


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

广告推广业务稳定增长。2016 年，公司广告及推广收入实现营收 4.30 亿元，同比增长 20.67%，主要源于公司深耕游戏平台，针对端游、页游及部分手游客户的广告策略取得了持续的进展，网维大师、云海平台广告资源利用效率进一步提高。

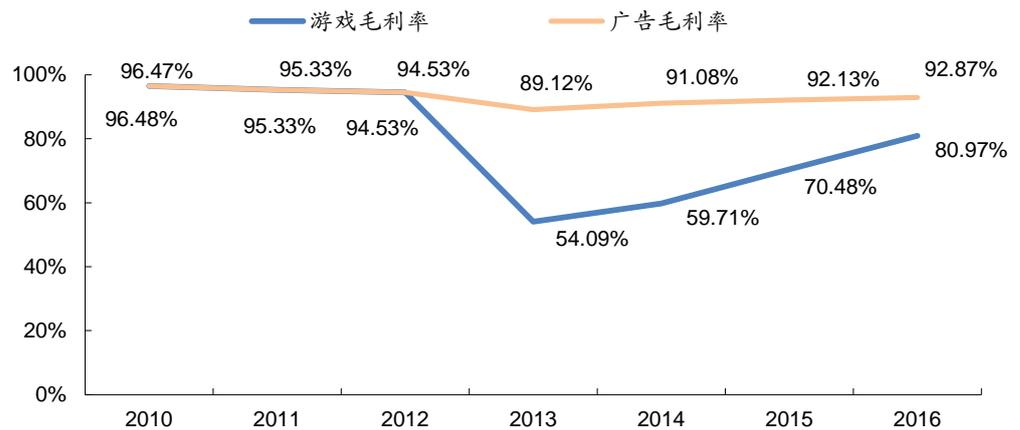
顺网游戏业务持续快速增长。2016 年，公司游戏运营共计实现收入 6.98 亿元，同比增长 37.58%，毛利率 80.97%，同比提升 10.49 个百分点。其中，2016 年浮云科技实现营业收入 4.76 亿元，占比游戏业务 68.19%，同比增长 39.18%；顺网游戏联运平台实现收入约 2.22 亿元，同比增长 33.73%。

图 6：2010-2016 年公司游戏及广告业务收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：2010-2016 年公司游戏及广告业务毛利率



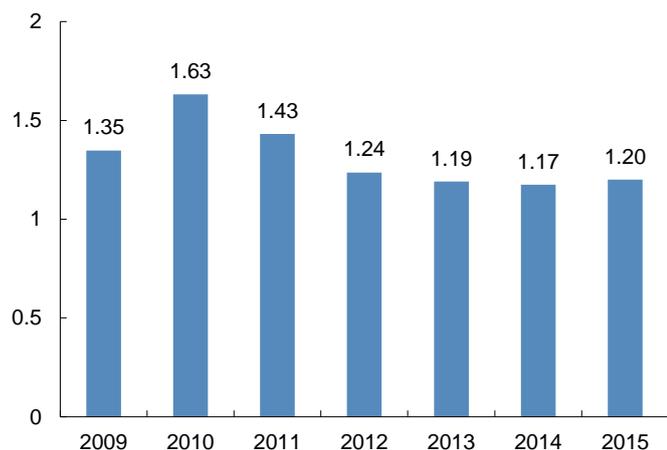
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 网吧市场供需平稳，公司渠道地位稳定

2.1. 网吧用户群体稳定，网吧数量探底回升

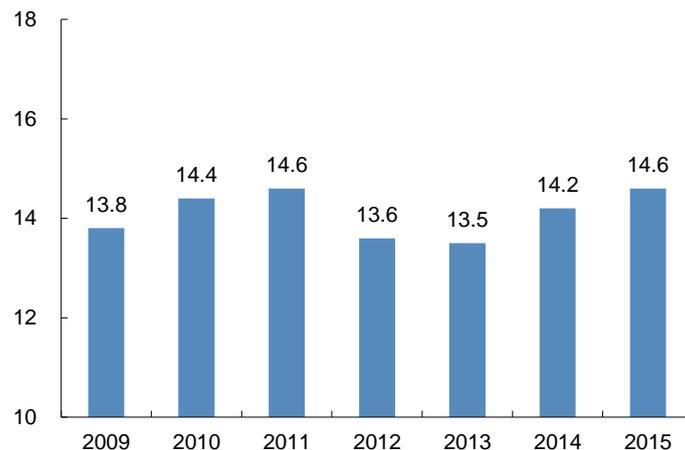
政策回暖驱动网吧行业投资增加。2014 年文化部发布《关于推动互联网上网服务行业转型升级的意见》等文件，提出以“转型升级、提升形象”为目标，完善管理政策，鼓励上网服务场所探索多种业态和经营方式，改善环境，优化服务，提升行业整体形象。根据 Wind 行业数据库，2014 年起，网吧数量开始回升，2015 年网吧数量达到 14.6 万家；从网吧消费用户看，目前国内网吧消费群体稳定，2013-2015 年网吧用户规模稳定在 1.17-1.20 亿人。

图 8：2009 年-2015 年网吧用户规模（亿人）



资料来源：wind，安信证券研究中心

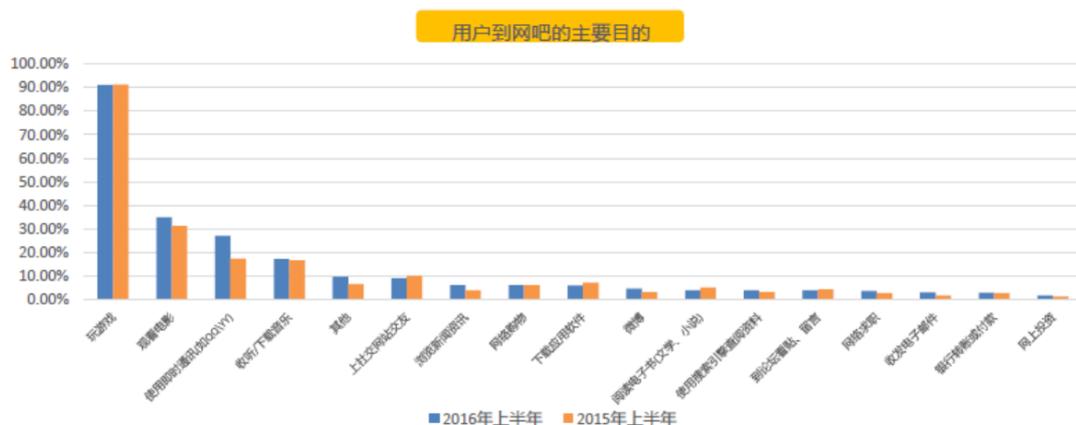
图 9：2009 年-2015 年网吧数量规模（万家）



资料来源：wind，安信证券研究中心

网吧玩游戏属性未变，渠道价值凸显。根据 2016 年网吧调研数据，目前网吧用户以娱乐休闲需求为主，游戏、影视、聊天交友、听音乐是用户到网吧上网的主要目的。其中超过 90% 的用户到网吧上网是为了玩游戏，远远超出看电影（35.04%）、聊天（27.20%）和听音乐（17.47%）。目前网吧保有量稳定，覆盖用户人群过亿，网吧具有较强的游戏渠道价值。

图 10：用户到网吧主要目的

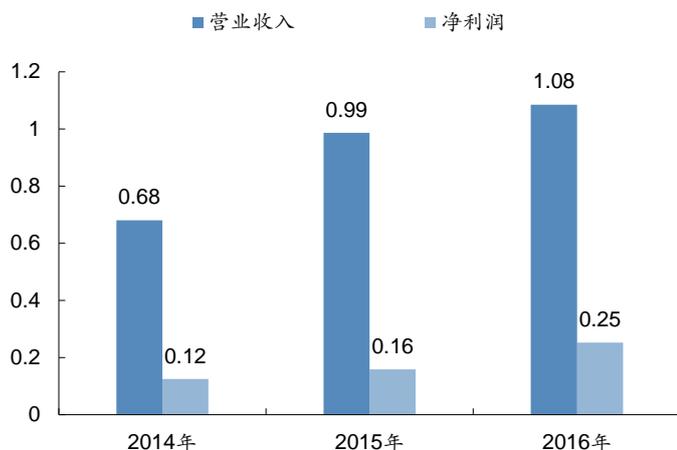


资料来源：2016 网吧用户调研，安信证券研究中心

2.2. 网吧平台服务商龙头地位稳定

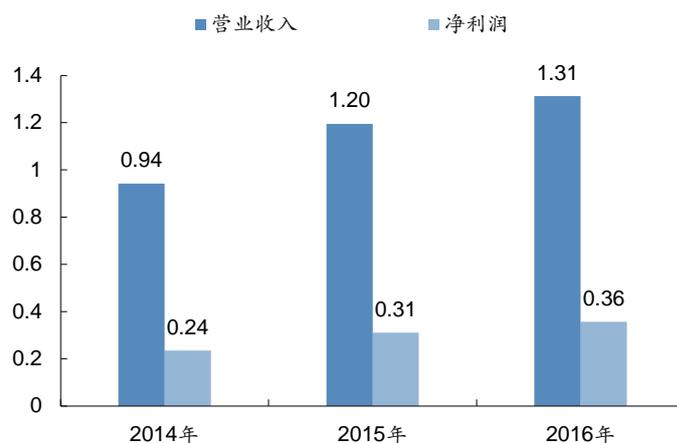
收购成都吉胜与上海新浩艺，迅速扩大网吧覆盖数量，实现网吧平台服务商龙头地位。根据公告，成都吉胜成立于 2001 年，是网吧计费系统软件供应商，其核心的计费管理类产品万象网管，覆盖超过 5 玩家网吧的 400 多万台 PC 以及 8000 万以上的网民。2012 年 5 月，公司收购成都吉胜 100% 股权，提升公司在网吧管理软件市场的占有率。上海新浩艺成立于 1998 年，是国内领先的网吧技术服务提供商，Pubwin 系列网吧计费系统覆盖全国范围，覆盖了 11 万家网吧用户，日均覆盖用户量有 1018 万。2013 年 12 月，公司收购新浩艺 100% 股权，进一步扩大网吧计费系统领域的市场占有率。**根据公司财报，目前成都吉胜与上海新浩艺经营状况良好，营业收入及净利润持续稳定增长。**

图 11：成都吉胜 2014 年-2016 年营收和净利润（亿元）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

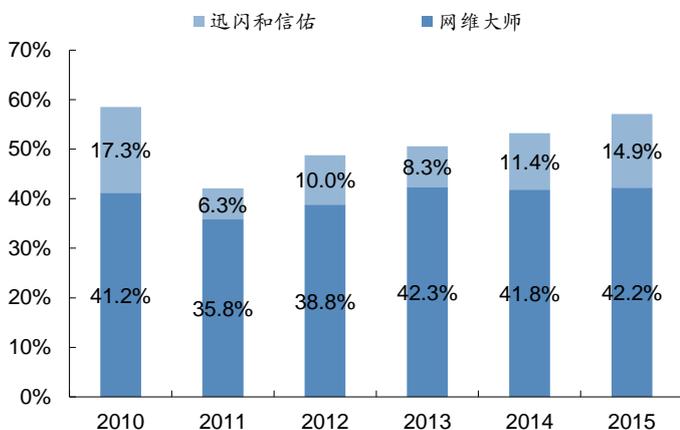
图 12：新浩艺 2014 年-2016 年营收和净利润（亿元）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

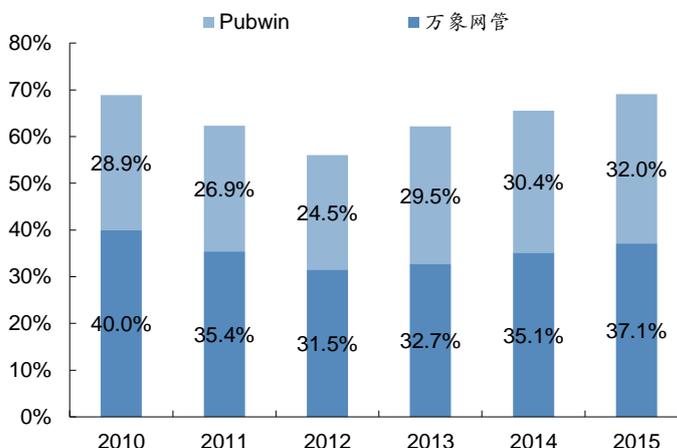
网吧软件市场份额稳而有升，行业龙头地位稳固。根据天下网盟统计，公司在网维软件市场拥有网维大师、迅闪和信佑软件，网维大师市占率达到了 42.2%，迅闪和信佑市占率达到了 14.9%，公司在网维软件市场总占比为 57.1%；在网吧计费软件市场中，公司拥有万象网管和 Pubwin 两款软件，市占率分别为 37.1%与 32.0%，在网吧计费软件市占率总体达到了 69.1%。

图 13：顺网网维软件市场份额



资料来源：天下网盟，安信证券研究中心

图 14：顺网网吧计费软件市场份额



资料来源：天下网盟，安信证券研究中心

2.3. 并购安全领域专家国瑞信安，夯实互联网平台基础

2016 年，公司完成并购国内领先的信息安全领域专家国瑞信安 100% 股权，于 2016 年 1 月 22 日完成工商变更登记。国瑞信安成立于 2005 年，主要从事互联网安全服务，丰富的工程实践经验，获得近十项发明专利技术，自主品牌 Greesec 和 Greinfo 系列产品在多个领域得到应用。国瑞信安承诺 2015 年度、2015 年-2017 扣非归母净利润分别不低于 2,500 万元、9,100 万元。2016 年，国瑞信安实现营收 1.88 亿元，净利润 0.25 亿元。

通过该并购，公司夯实作为互联网平台的基础能力，有效扩大了在安全行业的市场份额，同时为互联网娱乐平台的发展壮大铺垫了有力的安全基石。2016 年，国瑞信安充分利用自身技术优势和公司泛娱乐平台的优势，在云计算、云安全等业务上持续积累，成功完成“科普

云”一期等云计算项目的建设运营。

图 15: 国瑞信安发展历程



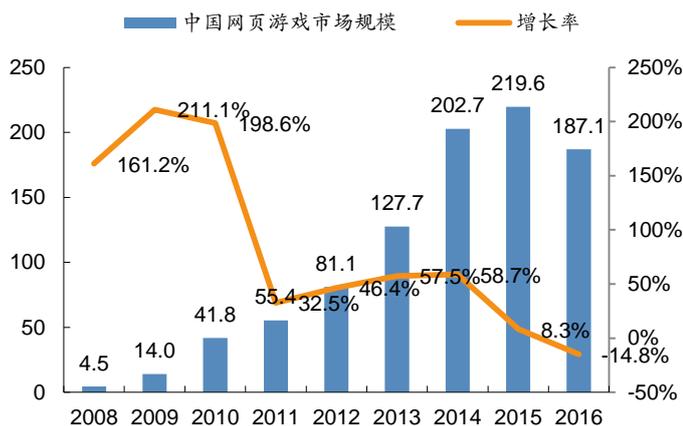
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 享受流量红利, 页游平台发展潜力较大

3.1. 页游市场规模饱和, 运营平台与研发商竞争格局相对稳定

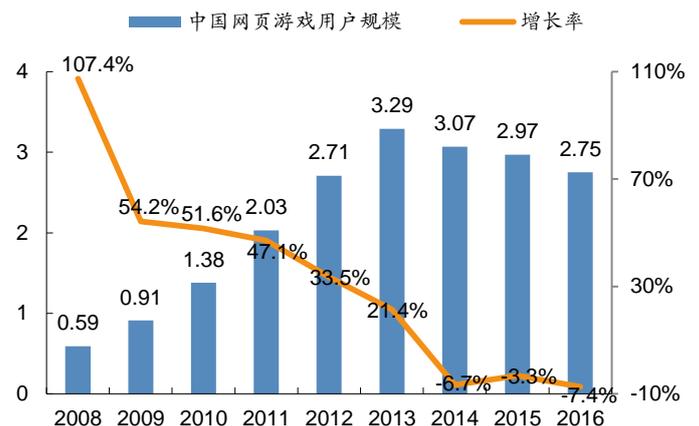
手游行业发展迅猛, 对页游市场冲击显著。2016 年, 网页游戏市场实际销售收入为 187.1 亿元, 同比下降 14.8%, 首次出现负增长; 2016 年国内页游用户数为 2.75 亿, 页游用户规模连续 4 年下滑。另一方面, 2.75 亿的庞大页游用户群体表明页游有较大需求, 页游市场仍具有较大投资机会。

图 16: 2008-2016 中国网页游戏市场规模 (亿元)



资料来源: 游戏工委, 安信证券研究中心

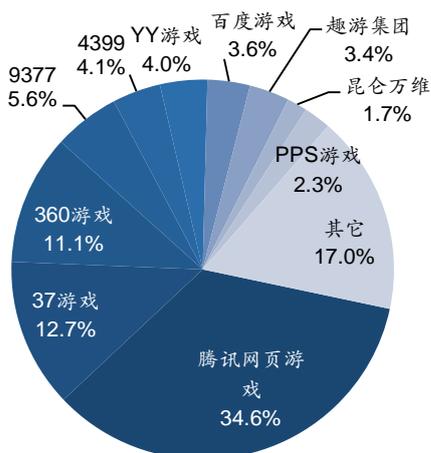
图 17: 2008-2016 中国网页游戏用户规模 (亿人)



资料来源: 游戏工委, 安信证券研究中心

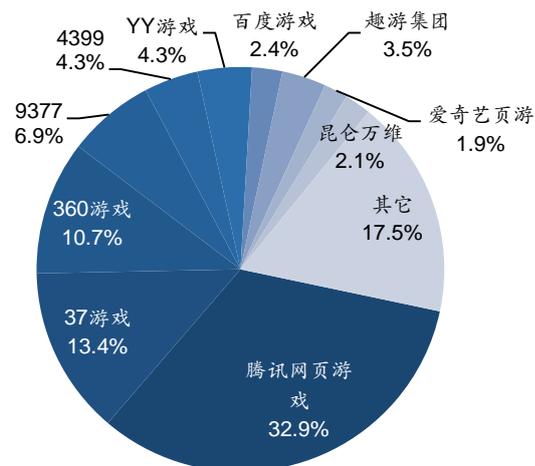
页游运营平台竞争格局稳定, 市场集中度高。根据易观报告, 2015Q3 市场份额前五的页游平台分别为腾讯页游、37 游戏、360 游戏、9377、4399, CR5 为 68.2%; 2016Q3 市场份额前五的页游平台次序没有变化, CR5 为 68.2%, 运营平台竞争格局稳定。公司旗下顺网页游平台由于主要采取页游联运模式, 因此市场份额较低, 随着公司独代和自研产品数量不断提升, 未来公司作为页游运营平台, 其市场份额将会逐步提升。

图 18: 2015Q3 国内页游运营平台竞争格局



资料来源: 易观, 安信证券研究中心

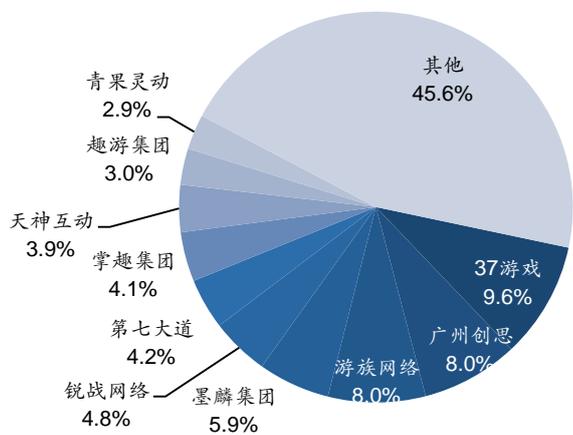
图 19: 2016Q3 国内页游运营平台竞争格局



资料来源: 易观, 安信证券研究中心

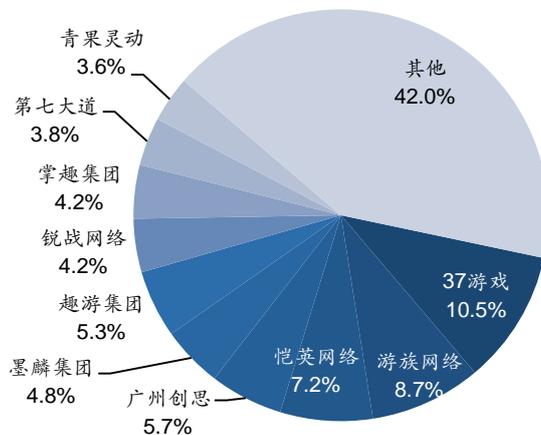
页游研发商竞争格局相对稳定, 市场集中度逐渐提升。国内页游行业成熟发展, 页游研发商竞争格局相对稳定, 根据易观报告, 2015 年市场份额前三的页游研发商分别为 37 游戏、广州创思、游族网络, CR3 为 25.6%; 2016Q3 市场份额前三的页游研发商分别为 37 游戏、游族网络、恺英网络, CR3 为 26.4%, 恺英网络凭借精品化页游《蓝月传奇》等作品冲入行业前三。页游研发商市场集中度不高, 公司目前正逐步自研 IP 精品页游, 未来有望逐步提升其页游研发市场份额。

图 20: 2015 年国内页游研发商竞争格局



资料来源: 易观, 安信证券研究中心

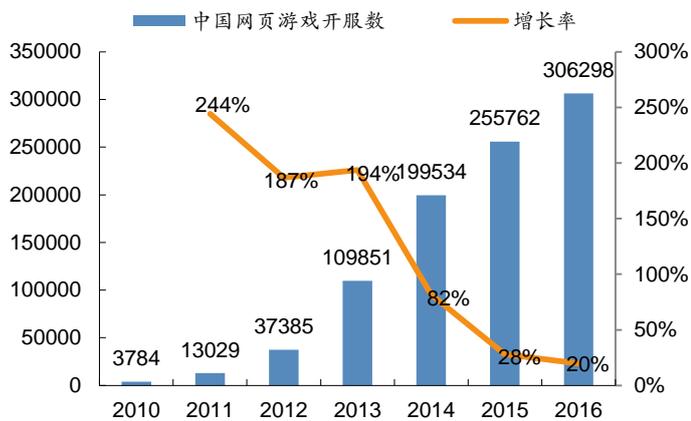
图 21: 2016Q3 国内页游研发商竞争格局



资料来源: 易观, 安信证券研究中心

页游平台“流量经营”模式持续, 页游产品逐步重度化、精品化。国内页游联运模式较为普及, 运营商构建了庞大的互联网流量导入系统, 覆盖大型搜索网站、即时通讯软件、各类门户网站、地方性的网站以及各类专业论坛, 从而覆盖上网用户。页游联运模式以流量经营为导向从而导致页游厂商不注重产品自身品质, 产品同质化、山寨化现象严重。2014-2016 年, 页游市场规模逐步下滑, 页游开服数持续增长, “流量经营”仍是国内页游平台重要运营模式。随着页游行业发展成熟, 页游产品逐渐向重度化、精品化过渡。根据 9k9k 报告, 2016 年开服前十的页游作品有 6 款是 2016 年上线作品, 精品重度页游成为行业趋势。

图 22: 2010-2016 年中国网页游戏开服数 (不包含腾讯页游)



资料来源: 艾瑞咨询, 9K9K, 安信证券研究中心

图 23: 2016 年页游开服 TOP10 (组)

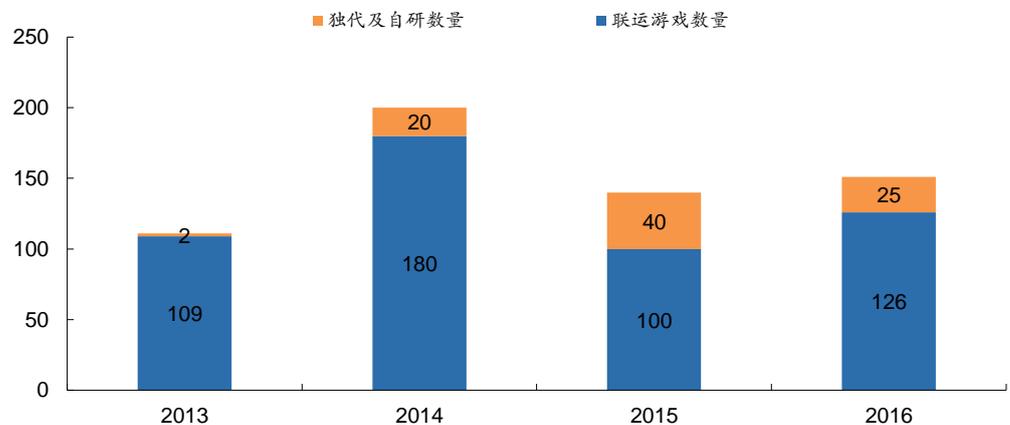
| 游戏名称 | 开服总数 | 研发商 | 上线时间 |
|-------|-------|--------|----------------|
| 传奇霸业 | 18578 | 上海三七互娱 | 2014 年 12 月 |
| 九阴绝学 | 15523 | 智运时空 | 2016 年 1 月 1 日 |
| 蓝月传奇 | 15332 | 浙江盛和 | 2016 年 4 月 |
| 传奇盛世 | 12979 | 无锡七酷 | 2015 年 9 月 |
| 大天使之剑 | 10316 | 上海三七互娱 | 2014 年 6 月 |
| 剑雨江湖 | 8631 | 广州创娱 | 2015 年 12 月 |
| 盗墓笔记 | 8580 | 上海游族 | 2016 年 7 月 |
| 决战武林 | 8508 | 上海三七互娱 | 2016 年 4 月 |
| 武神赵子龙 | 7839 | 上海三七互娱 | 2016 年 4 月 |
| 魔法王座 | 7540 | 青果灵动 | 2016 年 7 月 |

资料来源: 9k9k, 安信证券研究中心

3.2. 拓展页游产业链上游, 独代+自研扩大平台价值

目前页游市场饱和。根据游戏工委数据, 2016 年页游市场规模约 187 亿元, 在存量市场竞争下, 顺网游戏页游平台凭借自有流量具有较强的竞争优势。公司从游戏联运切入页游产业链, 并不断向产业链上游拓展, 布局独代和研发业务。目前顺网游戏开服数位列行业第三 (除腾讯平台外), 平台收入仅占页游市场份额约 1.2%, 随着公司独代和自研产品数量增加, 顺网游戏平台价值将持续提升。

图 24: 2013-2016 年顺网游戏游戏运营类型及数量 (款)



资料来源: 公告, 安信证券研究中心

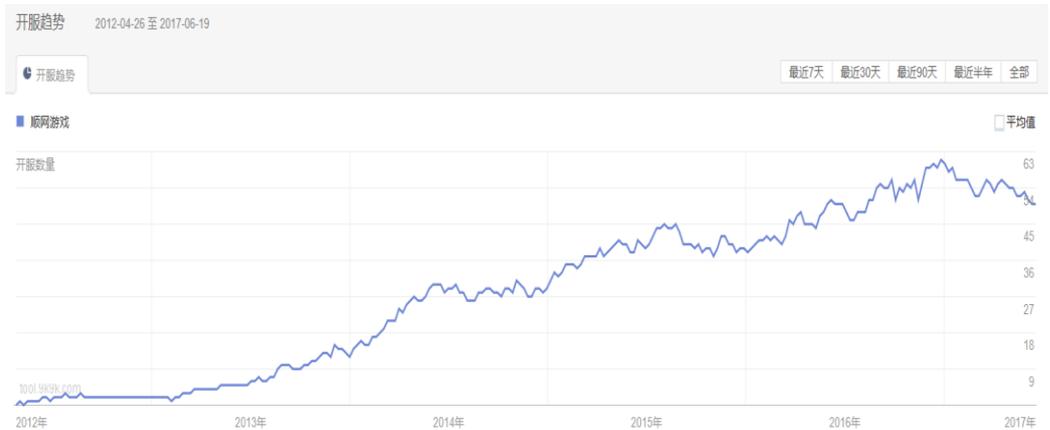
3.2.1. 开服数位居行业前列, 联运成绩优异

2012 年, 公司布局网页游戏联运业务, 凭借自有网吧流量平台, 公司页游联运业务发展迅速。根据公司官网显示, 目前顺网游戏注册用户数突破 9000 万, 是国内最大的网吧娱乐互动平台; 运营精品页游 500 余款, 覆盖了 95% 以上的网页游戏, 包括角色扮演、战争策略、模拟经营、社区养成、休闲竞技及动作角色扮演等类型; 开服数位居行业前三, 仅次于腾讯、37 游戏以及 360 游戏。

联运成绩优异, 彰显精细化运营实力。2014 年, 顺网游戏旗下联合运营《大天使之剑》、《黑暗之光》、《大闹天宫》、《街机三国》等作品实现月流水千万级别, 平台开服数稳居行业前五,

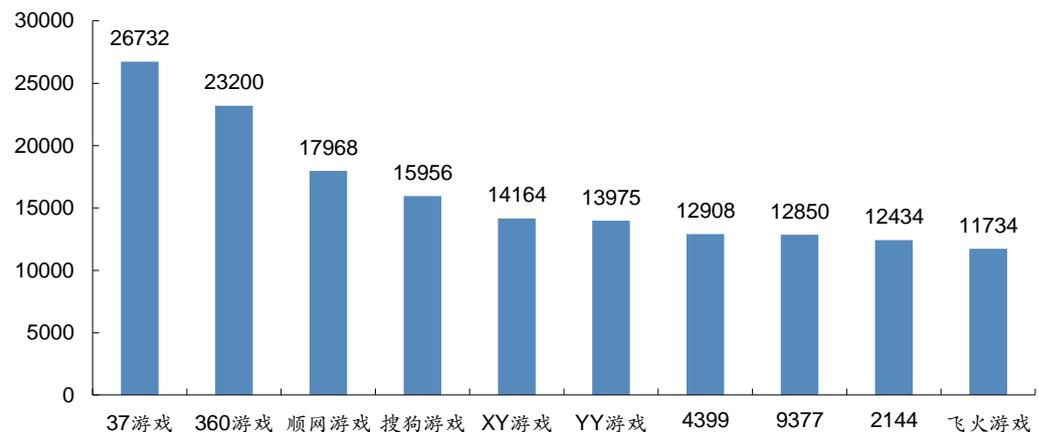
跻身国内一线网页游戏平台。随着页游新游戏数量不断增加，顺网游戏平台规模保持持续上升的势头，根据公告，2016年顺网游戏平台运营游戏如《魔法王座》、《盗墓笔记》、《武神赵子龙》、《决战武林》、《青云志》、《少年群侠传》等顶级IP的页游都取得不错成绩。

图 25：2012-2017 年顺网游戏每日开服数量（组）



资料来源：9k9k，安信证券研究中心

图 26：2016 年运营平台开服排行榜（组）



资料来源：9k9k，安信证券研究中心

3.2.2. 独代业务进展顺利，积累丰富发行经验

积极探索独代业务，积累丰富发行经验。2013年，公司平台独家代理《妖神》与《绝色唐门》两款游戏，截止2014年，《妖神》与《绝色唐门》总计开服数超2万组，并在港澳台以及海外地区成功发行；2015年，公司签下了起点中文网白金作家“唐家三少”的《酒神》以及“我吃西红柿”《九鼎记》的小说改编游戏权；2016年，公司独家代理了知名武侠女作家“步非烟”授权IP的网页游戏《天局》，并且投资同名网络剧，打造影游联动模式；2017年公司独代《神印王座》，根据9k9k显示，2017年5月1日-31日期间，《神印王座》开服数排名第二，合计开服1333组。公司开展页游独代业务，提升公司在页游产品优化、渠道合作以及页游市场敏感度等方面能力，并通过独家代理游戏了解用户需求，积累丰富发行经验，为公司产品自研奠定良好基础。

表 1: 2017 年 5 月《神印王座》开服排名

| 排名 | 游戏 | 5 月 1 日-5 月 31 日开服数 (组) |
|----|------|-------------------------|
| 1 | 蓝月传奇 | 1824 |
| 2 | 神印王座 | 1333 |
| 3 | 传奇霸业 | 1157 |
| 4 | 神仙劫 | 1002 |
| 5 | 传奇盛世 | 860 |

资料来源: 9k9k, 安信证券研究中心

3.2.3. 发力自研，页游产品精品化、IP 化

自研精品 IP 页游，实现研运一体化。2014 年公司开始布局页游产业链上游自研板块；2015 年-2016 年，公司自研页游数量分别为 28 款、22 款。2014 年公司出资 1.08 亿元向慈文传媒增资扩股，公司与慈文传媒在 IP 授权游戏开发及影视剧、动漫和网剧等视频内容分发等领域展开合作为期 3 年的合作。合作期内，慈文传媒每 12 个月向公司指定的合作方授权至少 3 个适合游戏开发的优质 IP，而慈文传媒制作发行的影视剧、网剧和动漫等，优先在顺网科技的渠道分发。2017 年，公司基于慈文传媒授权的影视剧 IP《特工皇妃楚乔传》开发页游作品《楚乔传》。目前该产品已与 2017 年 7 月由顺网游戏独代，在各大页游平台上线，基于影游联动模式和影视剧《特工皇妃楚乔传》的良好口碑与人气，《楚乔传》有望取得良好成绩。

图 27:《楚乔传》页游官网界面



资料来源: 9k9k, 安信证券研究中心

3.3. 借助顺网流量，休闲游戏平台发展迅猛

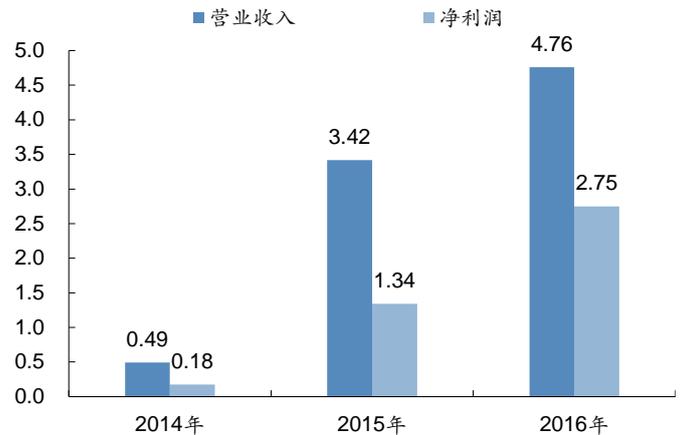
91Y 游戏中心是浮云网络旗下休闲游戏平台，集合街机电玩游戏和竞技棋牌戏，代表产品有欢乐捕鱼、斗地主系列、拼十系列、牛牛系列、德州扑克等，主要盈利模式是游戏内道具购买收费。2014 年 8 月，公司收购浮云网络 80% 股权，基于公司旗下网吧流量平台，大幅拓宽 91Y 游戏的用户群体，对 91Y 游戏中心的发展有显著推进作用。浮云网络 2016 年营收 4.76 亿元，同比增长 39.18%，净利润达到 2.75 亿元，同比增长 105.22%，净利润增速迅猛。未来公司拟通过开发移动端产品，扩大推广区域以及组织线下比赛以及电竞直播，提高用户粘性，实现 91Y 游戏中心持续稳定发展。

图 28: 91Y 平台热门游戏



资料来源: 官网, 安信证券研究中心

图 29: 浮云网络 2014-2016 年营收和净利润 (亿元)



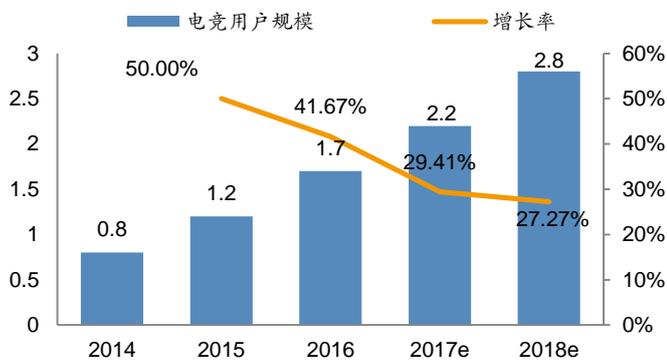
资料来源: 财报, 安信证券研究中心

4. 以泛娱乐为核心, 打造线上线下的互动娱乐生态圈

4.1. 布局电竞, 打造电子竞技运营平台

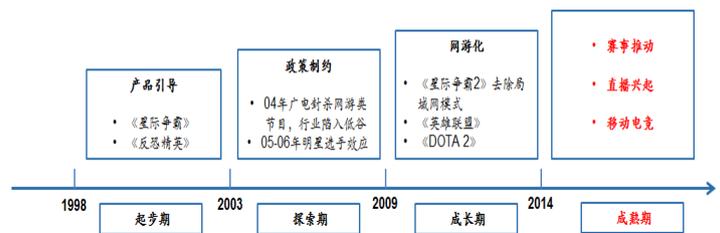
电竞用户基础深厚, 产业进入快速发展期。国内电子竞技用户基础牢固, 2016 年电竞用户整体规模将达到 1.7 亿人, 预计在 2018 年将会达到 2.8 亿人。庞大的用户基数为电竞产业在国内的发展提供了有力支持, 目前电子竞技产业进入了由赛事, 直播以及移动电竞引领的快速发展期。

图 30: 2014-2018e 国内电竞用户规模 (亿人)



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

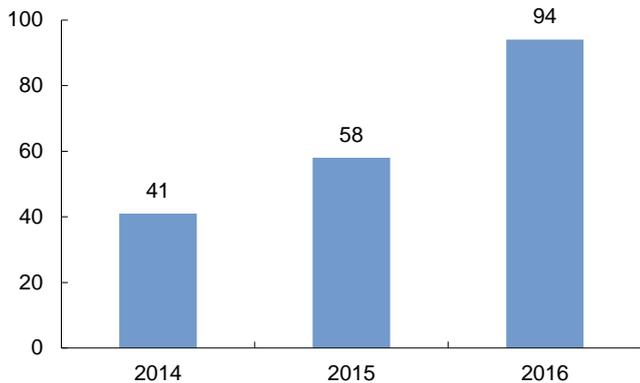
图 31: 国内电竞产业发展历程



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

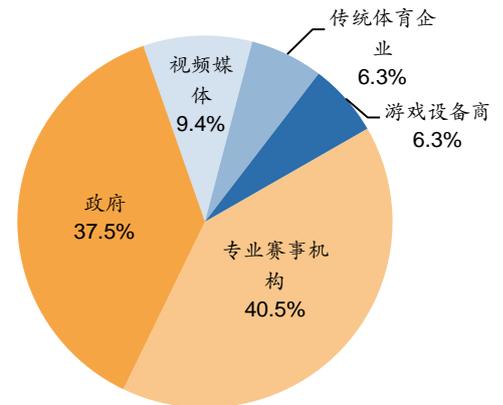
电竞赛事百花齐放, 第三方赛事发展迅猛。根据游戏工委统计, 2016 年国内影响力较大的赛事数量共计 94 个, 赛事数量快速增加。国内第三方赛事主要由专业运营机构或政府主办, 力求打造精品赛事品牌。第三方赛事如 WCA, NEA, WESG, HPL 等在奖金以及规模上, 较第一方赛事具有较大优势。

图 32：2014-2016 国内中大型电竞赛事举办数量



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

图 33：国内第三方赛事主办方



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

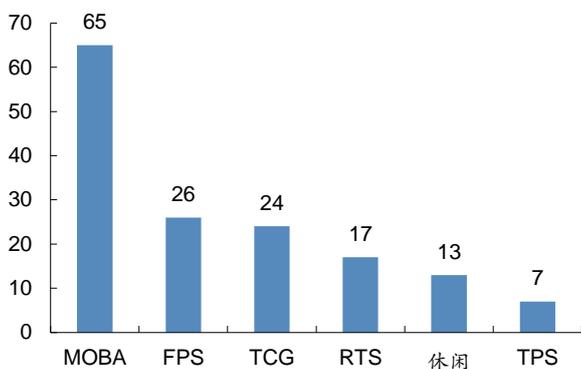
表 2：2016 国内主要第三方电竞赛事

| 赛事名称 | 主办方 | 赛事项目 | 赛事奖金 (万元) |
|-----------------|----------------------|---|-----------|
| WCA 世界电子竞技大赛 | 银川市政府、银川圣地国际游戏投资有限公司 | DOTA2、CS:GO、炉石传说、英雄联盟、星际争霸 2、魔兽争霸 3、英雄之刃等 | 20000 |
| WESG 世界电子竞技运动会 | 阿里体育 | DOTA2、CS:GO、星际争霸 2、炉石传说 | 3600 |
| NEA 北京电子竞技公开赛 | 北京市体育竞赛管理中心 | DOTA2、炉石传说、星际争霸、风暴英雄、FIFA、CS:GO | 1000 |
| HPL 职业联赛 | 英雄互娱 | 全民枪战、巅峰战舰等 | 1000 |
| CMEG 全国移动电子竞技大赛 | 国家体育总局、大唐电信 | 穿越火线、王者荣耀、虚荣等 | 500 |

资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

立足草根玩家群体，打造第三方全民电竞赛事。公司借助自有网吧资源于 2016 年推出火马电竞平台，包含 PC 端和移动端 App。目前平台支持三款 MOBA 类游戏，包括《英雄联盟》、《300 英雄》以及《梦三国 2》。根据公司公告，火马电竞平台上线一个月，已覆盖近 2 万家网吧，日活用户数破百万。截止 2016 年 8 月，火马成功举办 258 项赛事，吸引了 363 万网民参赛，奖金累积约 530 万元。未来火马电竞将引入其他类别赛事如 TPS 游戏等，丰富赛事内容，实现电竞的全民参与化，推动电竞赛事普及化。

图 34：2016 各类型游戏参与电竞赛事次数



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

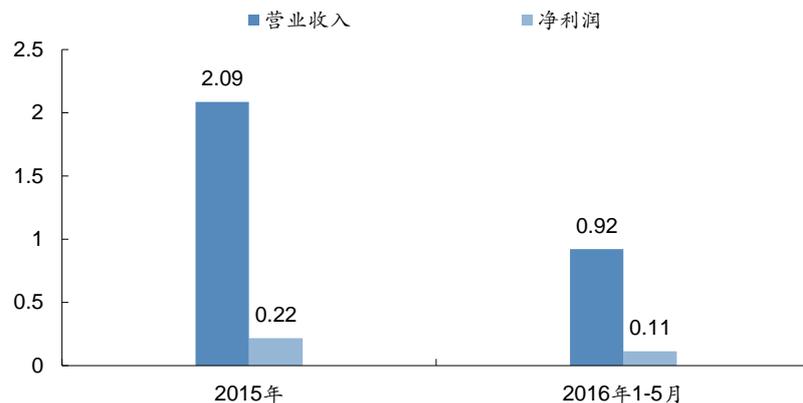
图 35：火马电竞旗下赛事

| 游戏名称 | 赛事主题 | 总奖金 | 比赛时间 | 赛区 |
|------|---------------------|--------|---------------------------|----|
| 英雄联盟 | 英雄联盟 LOL-2017 端午狂欢赛 | ¥5000 | 05.23 12:00 - 05.30 23:00 | 全国 |
| 梦三国2 | 梦三国2 梦三-五月狂欢-in霸官渡 | ¥10000 | 05.18 18:00 - 05.31 12:00 | 全国 |
| 梦三国2 | 梦三国2 梦三-五月狂欢-娱乐无双 | ¥10000 | 05.18 18:00 - 05.31 12:00 | 全国 |
| 梦三国2 | 梦三国2 梦三-周赛53-in霸官渡 | ¥3000 | 05.12 18:00 - 05.15 12:00 | 全国 |

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

投资网鱼网咖，强化公司渠道优势。上海网鱼成立于 1998 年，旗下包括网鱼网咖、风蝶网咖、虎猫电竞、网鱼电竞四大连锁品牌，目前门店数达到 500 多家，超过 600 多万会员，年服务人次超过 2500 万，覆盖全国 100 多个城市，在加拿大、澳大利亚也有业务服务。网鱼网咖将传统网吧转型成为电竞网咖，网鱼网咖在电竞方面有很强的创新力和引导力。根据公司公告，2016 年公司投资网鱼网咖 4% 股权，有利于扩大网吧市场占有率，凭借网鱼网咖渠道优势，实现双方在电竞领域协同发展，提升公司电竞平台竞争力。

图 36：网鱼网咖 2015 年-2016 年 1-5 月营收和净利润（亿元）



资料来源：公告，安信证券研究中心

4.2. 收购上海汉威信恒，布局泛娱乐线下运营平台

上海汉威信恒是国内知名的会展承办企业，旗下举办的展会有中国国际数码互动娱乐展览会（简称 ChinaJoy），世界移动游戏大会及展览会（简称 WMGC）、中国国际动漫及衍生品授权展览会（简称 CAWAE）、中国游戏商务大会（简称 CGBC）、中国游戏开发者大会（简称 CGDC）以及 Cosplay 大赛等。2016 年及以后，上海汉威信恒依靠现有平台开展智能硬件（Esmart）上海展和成都展，并拓展以 CJOY 为主打品牌的各一二线城市泛娱乐嘉年华的大型活动，以及以二次元衍生品交易等多元化业务线。公司主营业务收入主要来自展览展会业务相关的展位费、赞助费、广告费、门票收入等。

2016 年，公司收购汉威信恒 51% 股份，汉威信恒承诺 2016 年度、2017 年度、2018 年度实现净利润分别不低于 6700 万元、8000 万元以及 9300 万元。2016 年，汉威信恒归母净利润为 7560 万元，同比增长 198%，大幅超过业绩承诺。

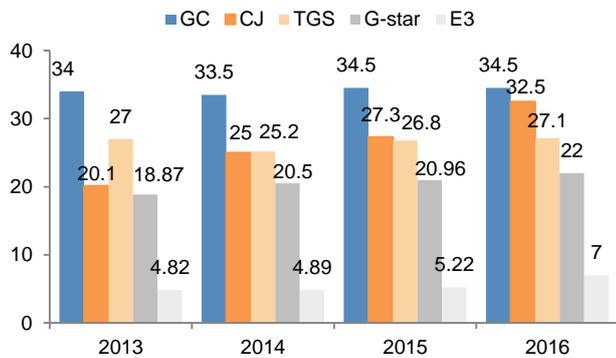
表 3：汉威信恒旗下主要展会

| 展会名称 | 展会介绍 |
|----------------------------|--|
| ChinaJoy 中国国际数码互动娱乐展览会 | 内容包括网游、单机游戏、页游、手游以及数码互动娱乐硬件产品等，并根据游戏玩家和专业观众的参展需求分为“B to C 互动娱乐展示区”和“B to B 综合商务洽谈区”。 |
| WMGC 世界移动游戏大会及展览会 | 专注于移动互联网游戏领域进出口交易、版权合作、新产品推介、联合研发、联合运营、投融资等商务拓展活动。 |
| CAWAE 中国国际动漫及衍生品授权博览会 | 为中外动画、漫画及相关产业提供交流、展示和版权商务合作的平台。 |
| eSmart expo 国际智能娱乐硬件展览会 | 推动 VRIAR 在全球的发展和布局，为相关智能娱乐硬件企业提供绝佳的产品展示舞台。 |
| CGDC 中国游戏开发者大会 | 大会涵盖在线游戏开发、单机外包、手机游戏。涉及 8 大类游戏制作技术环节。旨在促进国内外交流与合作，提升中国本土游戏研发管理水平。 |

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

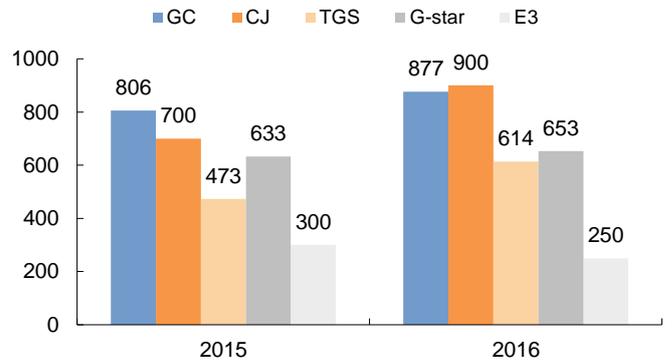
收购上海汉威信恒,公司实现从B端网吧延伸至C端重度娱乐用户。ChinaJoy是亚太第一、全球第二的游戏行业综合展示盛会,2016年ChinaJoy吸引参观人数超过32.5万人次,其已成为重度游戏玩家的盛会,是具有较强影响力的线下活动与泛娱乐平台。公司以此为依托,从公共上网行业原有的B端经营模式,加速延伸到面向全国C端重度娱乐用户的经营模式,使得公司在泛娱乐平台布局迈进一大步。

图 37: 2013-2016 五大游戏展会观展人数 (万人)



资料来源: 官网, 安信证券研究中心

图 38: 2015-2016 五大游戏展会参展厂商数量



资料来源: 官网, 安信证券研究中心

上海汉威信恒旗下展会涵盖端游、页游、手游、数码产品、智能硬件和智能穿戴,并正在逐渐演变成为对现实与未来生活方式的展现与体验平台。2016年,上海汉威信恒旗下ChinaJoy、Esmart、WMGC及CAWAE展会的合计展览面积预计超过12万平方米、参展企业超过700余家、参展产品超过4000余款,现场体验机突破4000台。公司收购上海汉威信恒,助力公司在泛娱乐版权、衍生品、电竞、虚拟现实等方向展开创新和布局,引领公司产品研发与运营的发展方向。

图 39: 2016 年 ChinaJoy 参展 VR 外设



资料来源: 游侠 VR, 安信证券研究中心

协同效应显著,打造线上线下的互动娱乐生态圈。公司具有线上用户流量的优势、线上娱乐平台运营经验、平台产品研发和线上用户运营策划能力,上海汉威信恒在上游游戏厂商、用户品牌影响力和超大型泛娱乐线下活动的组织和策划方面具有突出的优势。收购上海汉威信恒有利于提高公司对手游、虚拟现实、衍生品、二次元等前沿领域的感知与把控力度,成为公司进入新业务的天然入口。未来,上海汉威信恒将进一步推出线下巡回泛娱乐嘉年华CJOY,充分利用公司推广渠道,打造线下泛娱乐新局面;公司也将以此为契机,加强在手

游、虚拟现实、电竞、衍生品等方面的布局，将逐步打造多层次多形态的泛娱乐平台。

5. 盈利预测与估值

预计公司 2017-2019 年净利润分别为 6.52 亿元、7.91 亿元、9.37 亿元，公司股本 6.93 亿股，对应 Eps 分别为 0.94 元、1.14 元、1.35 元。给予公司 2017 年 35X 估值，对应 6 个月目标价 32.90 元，维持“买入-A”评级。

6. 风险提示

页游市场规模下滑过快、泛娱乐布局不及预期等风险。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 1,022.1 | 1,701.7 | 2,077.8 | 2,503.8 | 2,977.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 218.2 | 421.8 | 496.6 | 588.4 | 702.6 | 营业收入增长率 | 57.5% | 66.5% | 22.1% | 20.5% | 18.9% |
| 营业税费 | 16.2 | 21.6 | 18.1 | 31.1 | 33.5 | 营业利润增长率 | 129.2% | 108.9% | 17.2% | 21.0% | 18.8% |
| 销售费用 | 204.2 | 250.7 | 301.3 | 363.0 | 431.7 | 净利润增长率 | 82.1% | 82.4% | 25.2% | 21.3% | 18.5% |
| 管理费用 | 265.4 | 362.3 | 436.3 | 525.8 | 625.2 | EBITDA 增长率 | 124.3% | 103.8% | 21.3% | 20.5% | 18.5% |
| 财务费用 | -7.2 | -13.1 | 20.8 | 25.0 | 29.8 | EBIT 增长率 | 143.3% | 109.4% | 22.6% | 21.0% | 18.8% |
| 资产减值损失 | 11.0 | 18.3 | 5.0 | 3.0 | 5.0 | NOPLAT 增长率 | 128.3% | 93.5% | 25.5% | 21.0% | 18.8% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | -41.0% | 153.5% | 36.2% | -29.9% | 14.4% |
| 投资和汇兑收益 | 12.5 | 42.5 | - | - | - | 净资产增长率 | 43.9% | 72.7% | 16.0% | 26.8% | 23.6% |
| 营业利润 | 326.8 | 682.6 | 799.7 | 967.4 | 1,149.3 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 3.4 | 21.6 | 37.6 | 48.0 | 46.8 | 毛利率 | 78.7% | 75.2% | 76.1% | 76.5% | 76.4% |
| 利润总额 | 330.2 | 704.3 | 837.3 | 1,015.4 | 1,196.1 | 营业利润率 | 32.0% | 40.1% | 38.5% | 38.6% | 38.6% |
| 减:所得税 | 19.5 | 92.1 | 92.1 | 111.7 | 131.6 | 净利润率 | 27.9% | 30.6% | 31.4% | 31.6% | 31.5% |
| 净利润 | 285.6 | 521.0 | 652.1 | 790.8 | 936.8 | EBITDA/营业收入 | 33.2% | 40.6% | 40.3% | 40.4% | 40.2% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 31.3% | 39.3% | 39.5% | 39.6% | 39.6% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 固定资产周转天数 | 15 | 12 | 12 | 8 | 5 |
| 货币资金 | 744.6 | 1,173.8 | 1,378.4 | 2,503.6 | 3,282.5 | 流动营业资本周转天数 | -19 | -73 | -57 | -48 | -53 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 282 | 257 | 303 | 348 | 415 |
| 应收账款 | 190.3 | 223.8 | 507.0 | 261.5 | 633.5 | 应收账款周转天数 | 59 | 44 | 63 | 55 | 54 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 存货周转天数 | 3 | 7 | 9 | 4 | 5 |
| 预付账款 | 4.6 | 2.6 | 7.1 | 5.4 | 8.2 | 总资产周转天数 | 570 | 563 | 625 | 607 | 633 |
| 存货 | 7.4 | 55.5 | 47.0 | 13.7 | 67.6 | 投资资本周转天数 | 173 | 136 | 189 | 154 | 114 |
| 其他流动资产 | 5.4 | 26.1 | 79.6 | 37.0 | 47.6 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 324.3 | 407.5 | 279.9 | 337.3 | 341.6 | ROE | 19.6% | 21.2% | 23.4% | 22.8% | 22.1% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 16.3% | 17.9% | 19.6% | 19.5% | 18.3% |
| 长期股权投资 | 228.7 | 250.9 | 250.9 | 250.9 | 250.9 | ROIC | 48.7% | 159.6% | 79.0% | 70.1% | 118.9% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 40.1 | 72.0 | 60.9 | 49.9 | 38.8 | 销售费用率 | 20.0% | 14.7% | 14.5% | 14.5% | 14.5% |
| 在建工程 | 13.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 管理费用率 | 26.0% | 21.3% | 21.0% | 21.0% | 21.0% |
| 无形资产 | 27.2 | 32.0 | 25.2 | 18.4 | 11.6 | 财务费用率 | -0.7% | -0.8% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 其他非流动资产 | 322.8 | 1,167.6 | 1,167.4 | 1,161.5 | 1,144.7 | 三费/营业收入 | 45.2% | 35.3% | 36.5% | 36.5% | 36.5% |
| 资产总额 | 1,908.9 | 3,412.1 | 3,803.8 | 4,639.3 | 5,827.2 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | - | - | - | - | - | 资产负债率 | 21.9% | 24.5% | 21.5% | 18.4% | 19.7% |
| 应付账款 | 176.5 | 499.5 | 574.0 | 477.7 | 822.5 | 负债权益比 | 28.1% | 32.5% | 27.4% | 22.6% | 24.5% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 2.44 | 1.83 | 2.53 | 3.40 | 3.59 |
| 其他流动负债 | 213.8 | 311.7 | 222.7 | 351.1 | 302.0 | 速动比率 | 2.42 | 1.76 | 2.48 | 3.39 | 3.53 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | -44.56 | -51.00 | 39.49 | 39.64 | 39.61 |
| 其他非流动负债 | 27.9 | 26.5 | 20.7 | 25.0 | 24.1 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 418.2 | 837.7 | 817.4 | 853.8 | 1,148.5 | DPS(元) | 0.11 | 0.12 | 0.19 | 0.23 | 0.25 |
| 少数股东权益 | 35.4 | 111.5 | 204.6 | 317.6 | 445.4 | 分红比率 | 25.6% | 15.8% | 20.0% | 20.5% | 18.8% |
| 股本 | 292.4 | 861.3 | 693.0 | 693.0 | 693.0 | 股息收益率 | 0.4% | 0.5% | 0.7% | 0.9% | 1.0% |
| 留存收益 | 1,065.4 | 1,694.5 | 2,088.7 | 2,775.0 | 3,540.4 | | | | | | |
| 股东权益 | 1,490.7 | 2,574.4 | 2,986.4 | 3,785.6 | 4,678.7 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | EPS(元) | 0.41 | 0.43 | 0.94 | 1.14 | 1.35 |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | BVPS(元) | 2.10 | 3.55 | 4.01 | 5.00 | 6.11 |
| 净利润 | 310.7 | 612.2 | 652.1 | 790.8 | 936.8 | PE(X) | 61.6 | 59.3 | 27.0 | 22.3 | 18.8 |
| 加:折旧和摊销 | 21.1 | 27.3 | 17.8 | 17.8 | 17.8 | PB(X) | 12.1 | 7.1 | 6.3 | 5.1 | 4.2 |
| 资产减值准备 | 11.0 | 18.3 | - | - | - | P/FCF | 32.7 | -450.8 | 55.5 | 15.1 | 21.7 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/S | 17.2 | 10.3 | 8.5 | 7.0 | 5.9 |
| 财务费用 | - | - | 20.8 | 25.0 | 29.8 | EV/EBITDA | 84.2 | 31.3 | 19.2 | 14.9 | 12.0 |
| 投资损失 | -12.5 | -42.5 | - | - | - | CAGR(%) | 42.7% | 20.3% | 66.9% | 42.7% | 20.3% |
| 少数股东损益 | 25.1 | 91.2 | 93.2 | 113.0 | 127.7 | PEG | 1.4 | 2.9 | 0.4 | 0.5 | 0.9 |
| 营运资金的变动 | 337.0 | 146.4 | -359.4 | 366.5 | -126.3 | ROIC/WACC | | | | | |
| 经营活动产生现金流量 | 440.8 | 687.5 | 424.5 | 1,313.1 | 985.8 | REP | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -0.0 | -573.1 | 127.6 | -57.3 | -4.3 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 14.9 | 314.5 | -347.4 | -130.7 | -202.6 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034