

网吧龙头再起航，云化服务强化平台价值 买入（首次）

2019 年 09 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 王建会

执业证号：S0600519070001
021-60199793

wangjianhui@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,985	2,199	2,482	2,737
同比（%）	9.3%	10.8%	12.9%	10.3%
归母净利润（百万元）	322	544	631	704
同比（%）	-37.2%	69.2%	15.9%	11.7%
每股收益（元/股）	0.46	0.78	0.91	1.01
P/E（倍）	41.66	24.62	21.25	19.03

投资要点

■ **广告行业不景气致业绩短期承压，后续有望逐季改善：**公司成立于 2005 年 7 月，公司主推网吧管理软件，旗下有知名产品网维大师等。2019H1 营业收入实现 7.28 亿元，同比下降 27.56%，分业务来看，广告业务同比下降 40.59%，主要受整体广告行业低迷影响，游戏业务板块同比下降 11.88%，主要受“吃鸡”热度下降的影响，如 CD-key、加速器业务等有所下滑，H2 我们预计随着 ChinaJoy 的业绩并入以及广告行业和增值业务的改善，整体业绩有望回暖。

■ **以“云”为战略中心，“顺网云”项目持续推进：**公司持续推进“顺网云”建设，基于边缘节点持续为用户提供了优质稳定的云产品及云服务。在网吧场景中，顺网云提供存储上云服务，大大降低了 IDC 运维的成本，为客户提供更好的性能和实时性体验，在边缘节点建设方面，截止目前顺网的云平台在全国 19 个省的 55 个城市建立起了百余个云计算 POP 节点机房，目前已接入网吧 1900 余个，近 17 万终端。

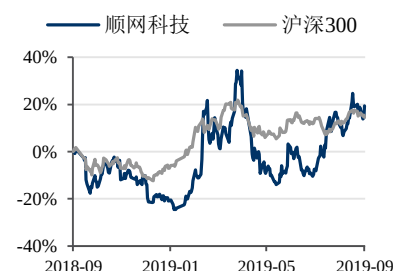
■ **推出顺网云电脑及云游戏解决方案，深耕 5G 互动娱乐：**公司在边缘云计算云产品“顺网云”的基础上发布了顺网云电脑及云游戏解决方案。顺网云电脑是基于顺网云算力平台的云服务产品，用户借助本地瘦终端“顺网云盒”可按需向云端算力池调取算力，在本地显示设备上获得与高性能电脑相同的使用体验；顺网云游戏解决方案则使用户不再受限于终端设备性能、平台等因素，无需下载、安装、更新等动作即可畅玩全网海量游戏，在顺网云环境下，顺网可为用户提供电竞级的云游戏服务。

■ **云服务模式有望 TO C 端拓展，打开新的空间：**顺网云电脑可以广泛应用于公共上网、教育、医疗、政府、企业社区等各个场景。公共上网场景中，顺网云电脑能够在保持客户机性能不变的基础上，帮助网吧经营实现从重资产到轻资产的转型，降低成本费用；家庭场景中，玩家可通过顺网云盒连接家中的各式屏幕设备，借助云端算力使其成为高性能设备，满足家庭娱乐需求；企业场景中，顺网云电脑通过顺网云盒替代企业常用的高性能主机，在帮助企业节省硬件成本的同时，其便利性、高效性和稳定性能够满足日常工作的绝大多数需求，提高工作效率。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 21.99 亿元、24.82 亿元、27.37 亿元，归母净利润分别为 5.44 亿元、6.31 亿元、7.04 亿元，EPS 分别为 0.78 元、0.91 元、1.01 元，对应当前股价 PE 分别为 25、21、19X，公司新业务逐步落地，“顺网云”有望重塑公司平台价值，看好公司发展前景，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**1、网吧用户流失的风险；2、技术和创新的风险；3、核心人才和团队流失的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.30
一年最低/最高价	11.64/22.67
市净率(倍)	5.06
流通 A 股市值(百万元)	9220.56

基础数据

每股净资产(元)	3.82
资产负债率(%)	21.03
总股本(百万股)	694.29
流通 A 股(百万股)	477.75

相关研究

内容目录

1. 公司介绍	5
2. 核心业务：网吧行业产品市占率第一，持续向泛文娱生态扩展	8
2.1. 网吧行业：网吧向精品化转型，硬件配置更新加快，游戏仍是用户最大需求产品	8
2.2. 网吧管理软件业务	12
2.3. 广告业务：受行业影响业绩下滑，覆盖垂直行业亿级流量规模优势仍在	14
2.4. 游戏+展会：构建线上线下泛娱乐平台	15
2.4.1. 游戏业务	15
2.4.2. 展会业务	18
2.5. 云安全业务	20
3. “存储上云”到“算力上云”，顺网云业务带来更多业绩可能性	20
3.1. 顺网云帮助网吧业务上云，降低网吧成本	20
3.2. 云电脑：从单一存储到操作系统完整解决方案	22
3.3. 边缘计算能力带来更多想象空间	25
3.4. 布局泛娱乐平台，发展 C 端业务	26
4. 盈利预测及评级	28
5. 风险提示	29

图表目录

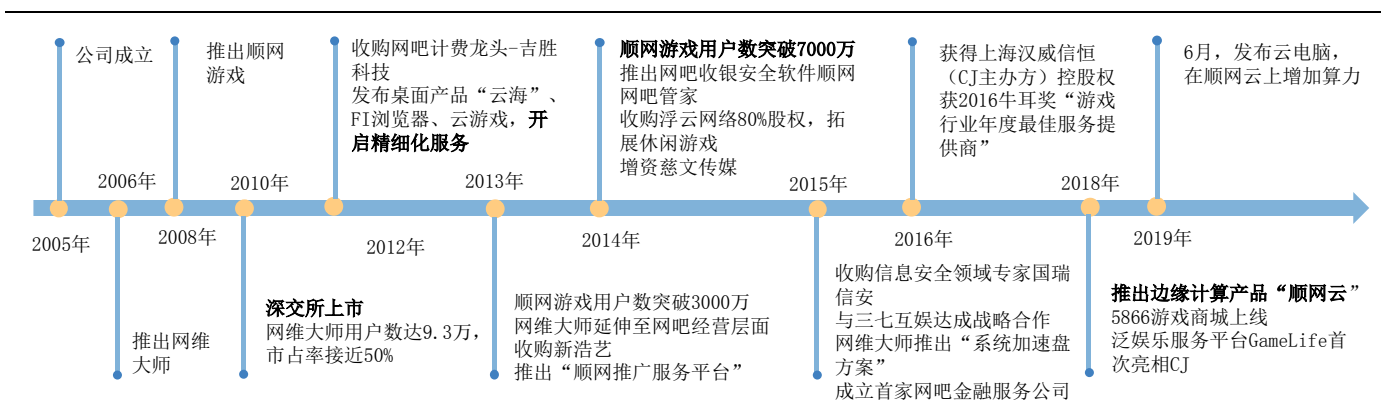
图 1: 公司发展历程	5
图 2: 2014-2019H1 营业收入 (亿元)	6
图 3: 2014-2019H1 归母净利润 (亿元)	6
图 4: 2014-2019H1 公司期间费用率情况	8
图 5: 互联网上网场所营业收入 (亿元)	8
图 6: 互联网上网场所数量 (万家)	8
图 7: 网吧日均单网吧终端累计时长	9
图 8: 网吧日均单时长上网费	9
图 9: 2018 年网吧经营模式情况	9
图 10: 2018 年全国上网服务营业场所终端数量 (万台)	9
图 11: 网吧经营内容	10
图 12: 网吧用户上网行为调研结果 (2018 年)	10
图 13: 不同游戏的用户受众比例 (2019H1)	10
图 14: 网吧用户近一个月参加赛事情况 (2019H1)	11
图 15: 网吧用户观看直播内容占比 (2019H1)	11
图 16: 网吧在各级城市的占比	11
图 17: 网吧周边环境占比	11
图 18: 网吧终端内存容量	12
图 19: 网吧显示屏配置	12
图 20: 网吧娱乐管理平台市占率	14
图 21: 网吧计费软件市占率	14
图 22: 上网服务实名登记软件市占率	14
图 23: 网吧营销管理软件市占率	14
图 24: 2016-2019H1 网络广告及增值业务情况 (百万元)	15
图 25: 2016-2019H1 网络广告及增值业务占收入比重	15
图 25: 2014-2019H1 游戏收入 (亿元)	15
图 26: 游戏业务毛利率	15
图 27: 顺网游戏首页	16
图 28: 顺网游戏平台热门端游	16
图 29: 页游互通游戏收入占比	16
图 30: 91Y 游戏平台活跃用户数、付费用户数及付费率	17
图 31: 91Y 游戏平台 ARPU 值 (元)	17
图 32: 91Y 游戏平台充值流水 (百万元)	17
图 33: Gamelife 游戏平台商城	18
图 34: Gamelife 游戏评论	18
图 35: ChinaJoy 参展人数 (万人)	19
图 36: ChinaJoy 主机游戏展区	19
图 37: ChinaJoy 高通展区	19
图 38: 2014-2018 年公司安全业务收入	20
图 39: 华为云桌面逻辑架构图	22
图 40: 手机端华为云电脑 APP 截图 (游戏版桌面)	23
图 41: 顺网云电脑工作原理	23

图 42: 顺网云服务可向网吧提供“多快好省”的服务	24
图 43: 云电脑运用场景	25
图 44: 截至 2019 年 9 月顺网云边缘数据节点建设情况	25
图 45: 云游戏的机场场景	26
图 46: 云游戏的客厅场景	26
图 47: 边缘计算和 5G 带来公司业务增量逻辑图	27
表 1: 前十大股东持股情况	5
表 2: 子公司商誉情况	7
表 3: 顺网主要网吧管理软件	12
表 4: 顺网云产品功能介绍	21
表 5: 未来三年广告及增值业务收入预测 (百万元)	28
表 6: 未来三年游戏业务收入预测 (百万元)	28
表 7: 未来三年安全系统集成业务收入预测 (百万元)	28
表 8: 未来三年公司展会业务收入预测 (百万元)	29
表 9: 可比公司相对估值表 (股价为 2019/09/25 收盘价)	29

1. 公司介绍

顺网科技成立于 2005 年 7 月，成立之初公司主推网吧管理软件，旗下有知名产品网维大师等，用户群体不断扩大，2010 年公司顺利实现上市，2012-2016 年为公司全产业链布局阶段，通过并购扩大市场、进军新领域，2012 年公司收购成都吉胜、2013 年收购上海新浩艺，2014 年入股浮云网络和慈文传媒，2015 年并购国瑞信安，2016-2018 年致力于泛娱乐平台的打造，2016 年收购 China Joy 的主办方汉威信恒，融合泛娱乐用户群体，2018 年后公司推出基于边缘计算的新产品“顺网云”平台，引领网吧第三次技术革命，同时在 5G 的助力下公司有可能实现网吧领域云游戏的落地。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构上，第一大股东为董事长兼公司实际控制人华勇，持股 40.36%，股权结构稳定。截至 2019H1，公司股权结构信息如下：

表 1：前十大股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例(%)	持股数量(股)
华勇	个人	40.36	280,191,727
兴业国际信托有限公司-兴业信托 顺网科技 1 号员			
工持股集合资金信托计划	信托计划	3.97	27,565,625
新疆盛凯股权投资有限公司	投资公司	2.04	14,141,700
杭州顺网科技股份有限公司回购专用证券账户	其它	2.12	14,705,234
袁伟华	个人	1.13	7,867,564
中国工商银行股份有限公司-易方达创业板交易型			
开放式指数证券投资基金	证券投资基金	1.20	8,337,449

中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产

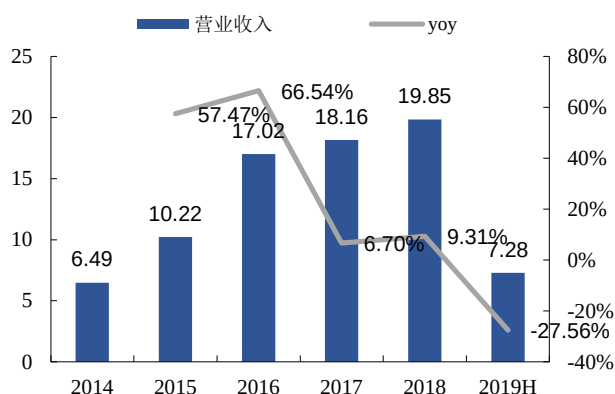
品	保险产品	1.09	7,556,900
中国农业银行股份有限公司-宝盈科技 30 灵活配置	证券投资基金		
混合型证券投资基金	金	1.08	7,500,000
香港中央结算有限公司(陆股通)		0.89	6,146,427
程琛	个人	0.85	5,873,540
合计		54.73	379,886,166

数据来源: wind, 东吴证券研究所

业务层面, 公司当前主要业务收入分为五大部分——网络广告及增值业务, 游戏业务, 安全系统集成业务, 展会业务, 其他业务, 2018 年营收占比分别为 46.77%, 36.76%, 6.98%, 8.78%, 0.71%。公司基于其传统业务基础, 不断拓展新产品与新业务; 公司传统软件“网维大师”保持高市场份额, 当前市占率接近 70%, 万象系列产品与 Puwin 系列产品也发展良好; 2018 年公司推出基于边缘计算技术的云产品“顺网云”, 降低网吧运维成本, 引领网吧行业新发展; 游戏业务上, 公司拥有顺网游戏、91Y 游戏、Gamelife 游戏平台, 并致力于将 Gamelife 发展成包括游戏、影视、直播的一站式游戏娱乐综合平台, 借助大数据分析为不同用户提供千人千面的娱乐内容和广告; 展会业务上, 公司借助子公司汉威信恒连续打造 China Joy 线下盛会, 提供多元化一站式泛娱乐服务; 网络安全上, 公司成立安全事业部, 推出云安全检测、云盾防御等产品。

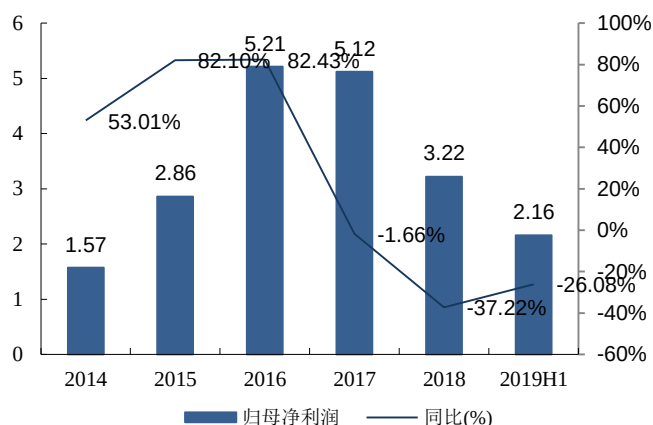
2018 年, 公司实现营业收入 19.85 亿元, 同比增长 9.31%; 2019H1 营业收入实现 7.28 亿元, 同比下降 27.56%, 收入下降主要由于广告业务同比下降 40.59%, 受游戏热度影响 (CD-key、加速器业务), 导致游戏业务板块同比下降 11.88%, 2018 年实现归母净利润 3.22 亿元, 较去年下降 37.22%, 主要原因是由于子公司国瑞信安的商誉减值问题。

图 2: 2014-2019H1 营业收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 2014-2019H1 归母净利润 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2018 年财报显示，子公司国瑞信安利润未达预期，计提约 1.2 亿商誉减值，此外公司还计提了中讯锐尔 74 万商誉减值。目前公司商誉总账面价值 10.99 亿元，主要集中在汉威信恒及国瑞信安两个子公司，分别占比约为 51.53%，25.60%。

表 2：子公司商誉情况

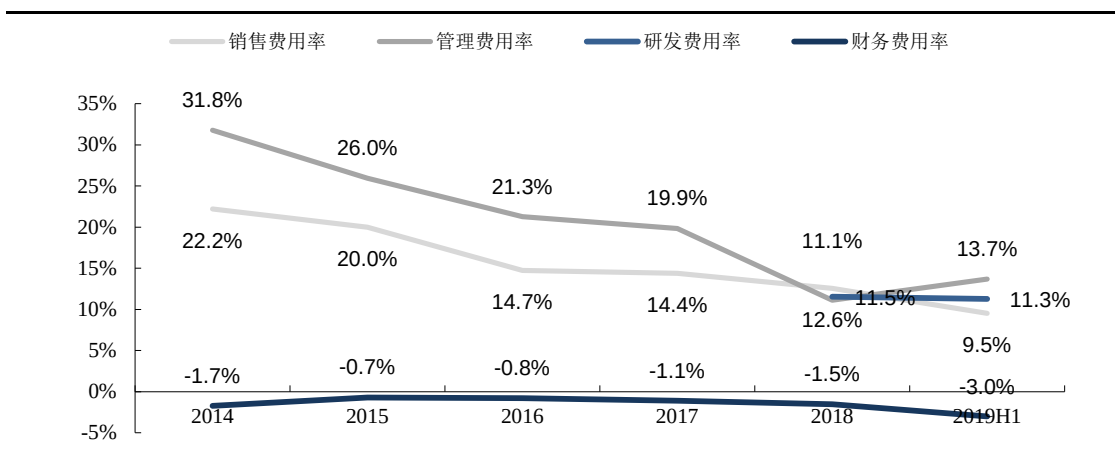
账面值类				本 期	
型	实际披露项目名	期初余额	本期增加	减少	期末余额
账面原值	成都吉胜科技有限责任公司				
	公司	76,234,631.73			76,234,631.73
账面原值	上海新浩艺软件有限公				
	司	66,903,232.17			66,903,232.17
账面原值	上海凌克翡尔广告有限				
	公司	24,161,793.25			24,161,793.25
账面原值	上海派博软件有限公司	2,467,666.68			2,467,666.68
账面原值	杭州浮云网络科技有限				
	公司	80,876,373.34			80,876,373.34
账面原值	江苏国瑞信安科技有限				
	公司	281,423,672.07			281,423,672.07
账面原值	上海中讯锐尔软件科技				
	有限公司	741,631.33			741,631.33
账面原值	上海汉威信恒展览有限				
	公司	566,479,860.94			566,479,860.94
账面原值	合计	1,099,288,861.51			1,099,288,861.51
减值准备	江苏国瑞信安科技有限				
	公司		120,000,000.00		120,000,000.00
减值准备	上海中讯锐尔软件科技				
	有限公司		741,631.33		741,631.33
减值准备	合计		120,741,631.33		120,741,631.33

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

销售费用率小幅下降，自 2018 年开始管理和研发费用率之和有所上升。2018 年管理费用率和研发费用率之和为 22.7%，较上年增加 2.8%，2019H1 两者之和为 25%，上涨趋势仍在，主要因公司自 2018 年开始推广网吧上云新业务所致。2018 年、2019H1 销售费用率分别为 12.6%、9.5%，呈下降趋势，说明公司网吧上云新业务并无销售压力。

(注：2018 年之前研发费用包含在管理费用之中)

图 4：2014-2019H1 公司期间费用率情况



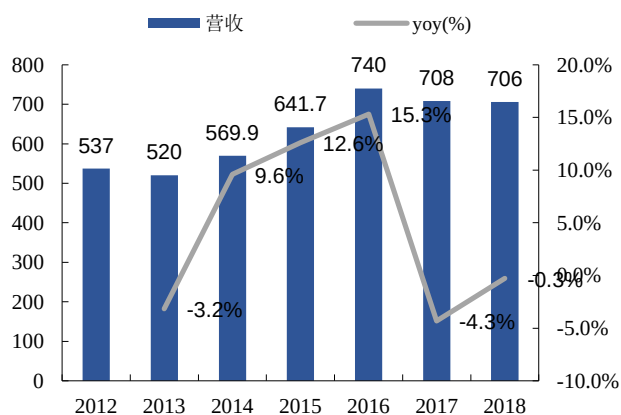
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 核心业务：网吧行业产品市占率第一，持续向泛文娱生态扩展

2.1. 网吧行业：网吧向精品化转型，硬件配置更新加快，游戏仍是用户最大需求产品

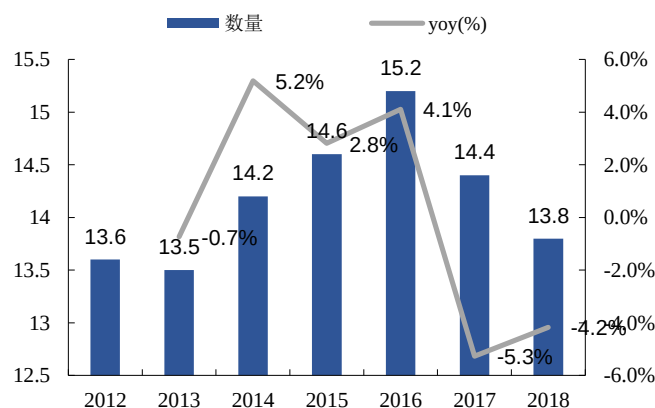
网吧行业继续出清，预期数量将维持稳定。根据《2018 中国互联上网服务行业发展报告》，2018 年，我国互联上网场所总营收达到 706 亿元，同比下滑 0.3%，用户规模约为 1.18 亿，全国开机次数达到 57.2 亿次。尽管网吧行业总体营收仍有下降，但下降幅度明显小于 2017 年的 4.3%，而从网吧数目来看，2018 年网吧数目降至 13.8 万家，同比下降为 4.2%，也低于 2017 年的降幅 5.3%，因此，我们预计尽管网吧行业在过去三年呈现下降趋势，但目前已经趋于平缓，预计未来网吧数目及总体营收将保持平稳状态。

图 5：互联网上网场所营业收入（亿元）



数据来源：《2018 中国互联上网服务行业发展报告》，东吴证券研究所

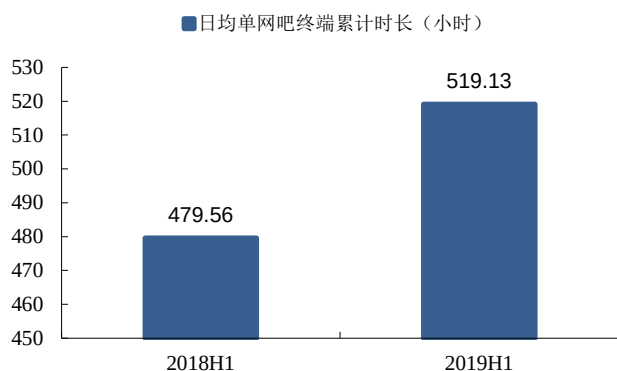
图 6：互联网上网场所数量（万家）



数据来源：《2018 中国互联上网服务行业发展报告》，东吴证券研究所

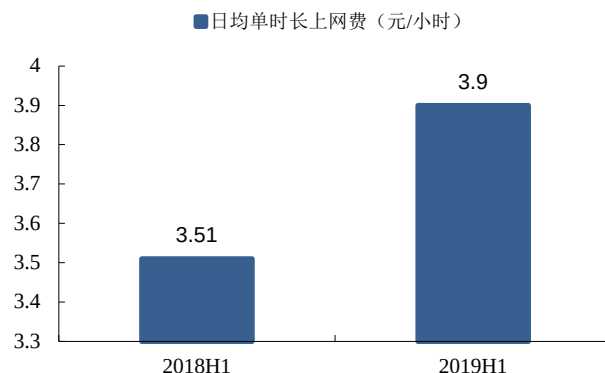
根据顺网科技大数据报告,2019 上半年网吧的日均单小时上网费用和日均单网吧终端累计上网时长同比均有所提高,说明网吧的营收状况有所提升。

图 7: 网吧日均单网吧终端累计时长



数据来源:《顺网科技大数据报告》, 东吴证券研究所

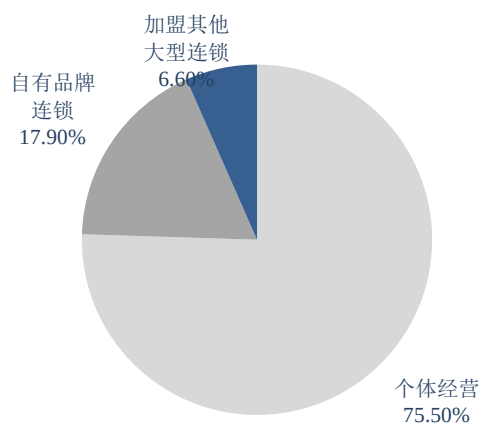
图 8: 网吧日均单时长上网费



数据来源:《顺网科技大数据报告》, 东吴证券研究所

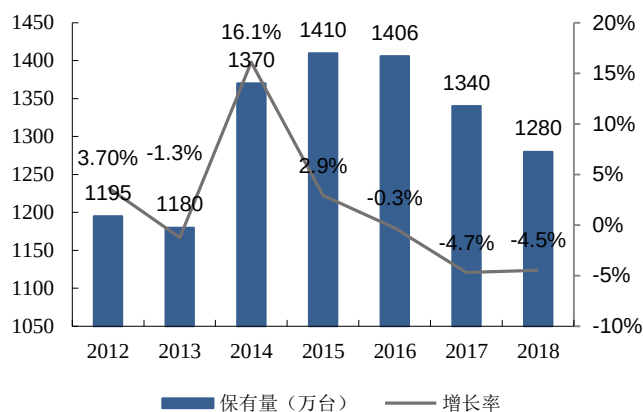
网吧持续转型升级, 经营业态更为丰富。上网服务行业已经开拓出转型升级的 3.0 版本, 集电竞、餐饮、社交、休闲、公共服务、电商等功能于一身, “手游咖”、电子竞技场馆、电竞酒店、自助网咖等模式的兴起加速了行业经营模式的多样化。在经营模式上, 网吧朝着精品化连锁化发展, 大型网吧占比下降, 中型网吧占比上升, 连锁上网服务场所继续扩大规模, 2018 年连锁网吧占比达 24.5%。

图 9: 2018 年网吧经营模式情况



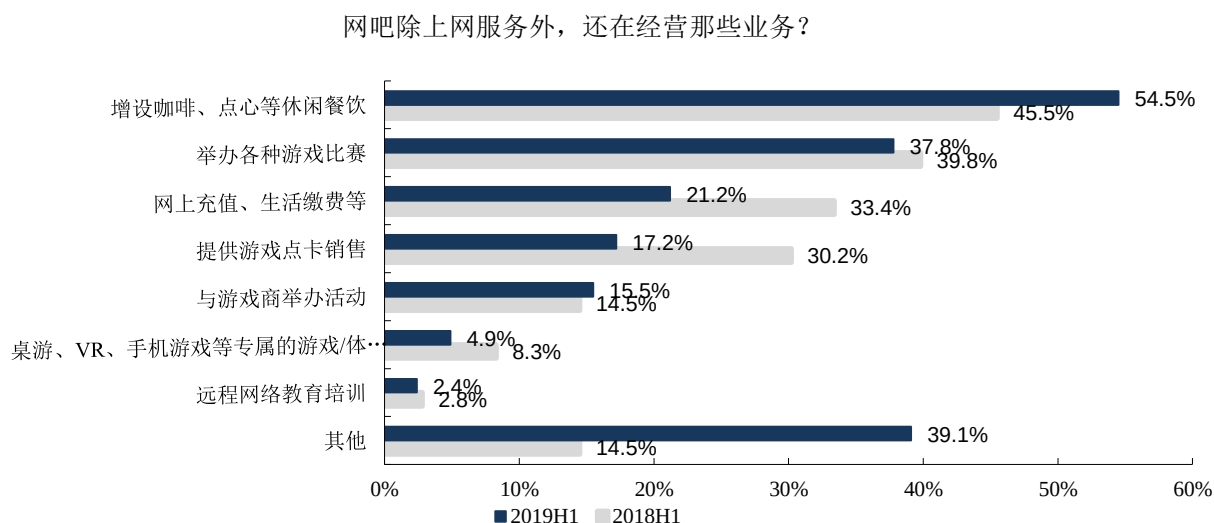
数据来源:《2018 中国互联网上网服务行业发展报告》, 东吴证券研究所

图 10: 2018 年全国上网服务营业场所终端数量 (万台)



数据来源:《2018 中国互联网上网服务行业发展报告》, 东吴证券研究所

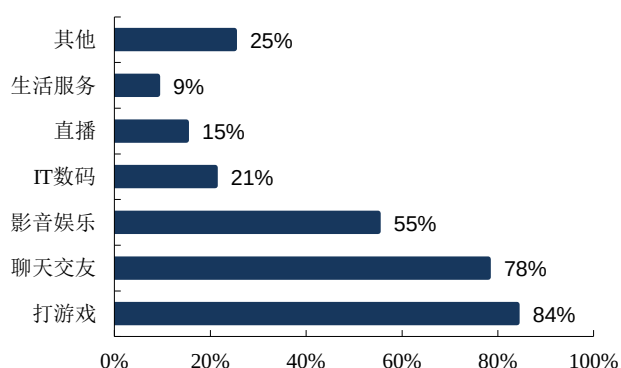
图 11：网吧经营内容



数据来源：顺网大数据报告，东吴证券研究所

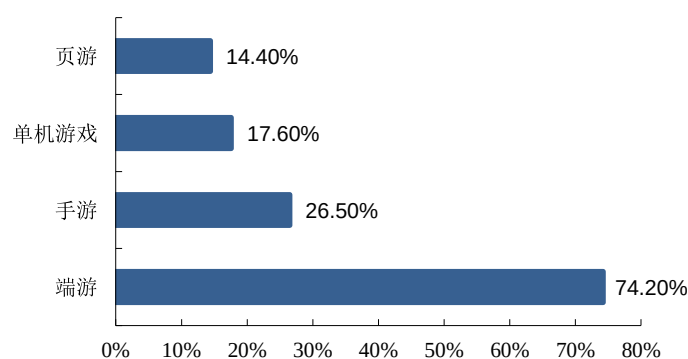
从网吧用户行为看，玩游戏、娱乐影音等仍是主要目的，84%的调研用户进入网吧的首选是打游戏。由于网吧网络状况较好，硬件配置较高，因此对网络要求高的项目成为用户的首选，比如游戏、直播等，同时网吧本身也会针对游戏等行为做定制调整，比如使用的网吧管理软件自带游戏平台，拥有海量游戏内容和直播平台入口。整体来看端游仍是网吧用户首选的游戏类型，其次是手游。

图 12：网吧用户上网行为调研结果（2018 年）



数据来源：2018 中国互联网上网服务行业发展报告，东吴证券研究所

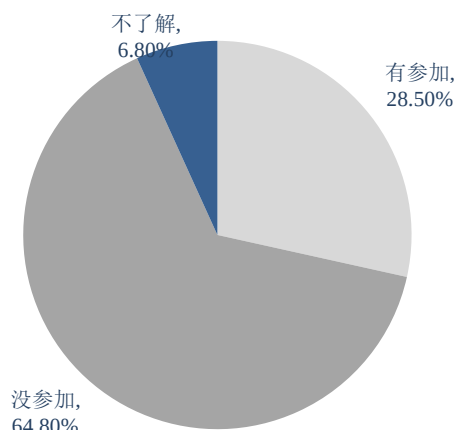
图 13：不同游戏的用户受众比例（2019H1）



数据来源：顺网大数据报告，东吴证券研究所

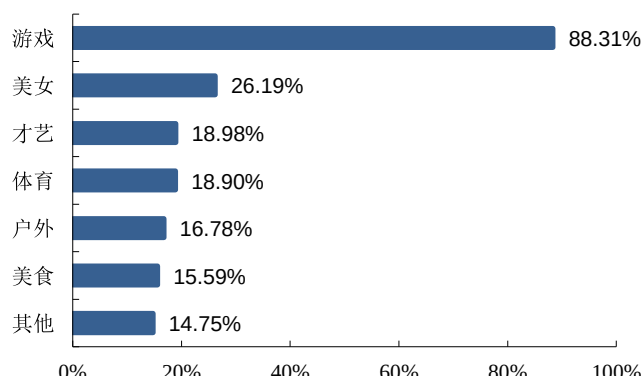
游戏玩家是网吧用户主要构成部分。近三成的网吧用户近一个月参加过电竞赛事，并且游戏是网吧用户观看的主要直播内容。

图 14：网吧用户近一个月参加赛事情况（2019H1）



数据来源：顺网大数据报告，东吴证券研究所

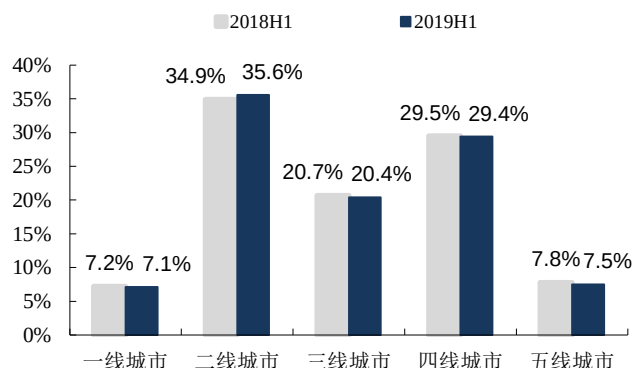
图 15：网吧用户观看直播内容占比（2019H1）



数据来源：顺网大数据报告，东吴证券研究所

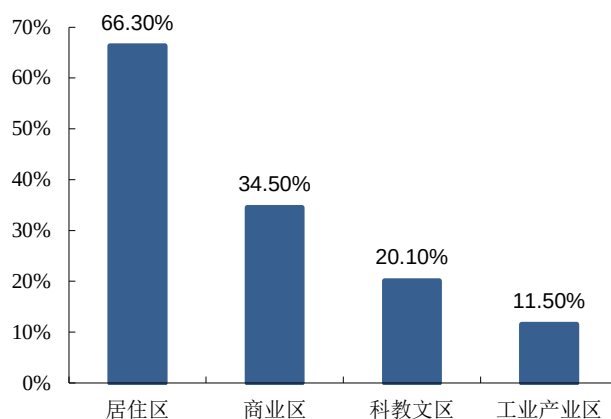
网吧不断丰富自身经营内容，从单纯的公共上网场所变成了集电竞、餐饮等形式于一体的休闲场所，高端化转变是趋势。从地理位置上看，网吧在二线城市中的占比不断提升，同时在住宅区和商业区的比例高于科教文区。

图 16：网吧在各级城市的占比



数据来源：顺网大数据报告，东吴证券研究所

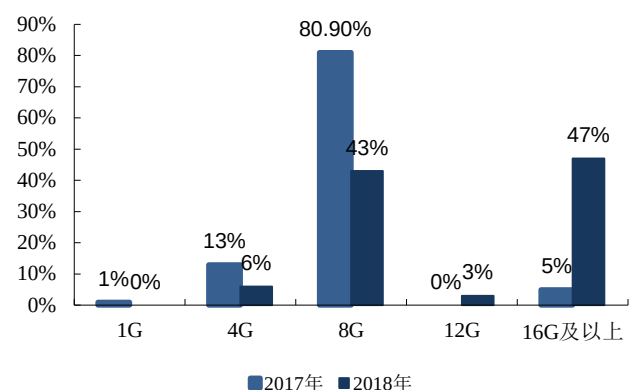
图 17：网吧周边环境占比



数据来源：顺网大数据报告，东吴证券研究所

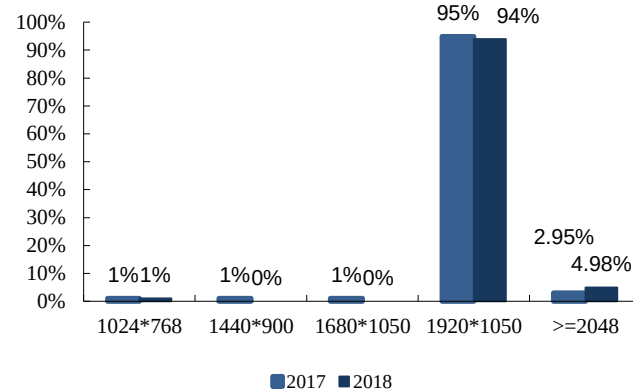
网吧硬件配置不断升级，因行业精品化趋势和游戏配置要求的提高，终端朝着大内存、大屏幕、高性能、高配置发展。内存方面，受大逃杀类射击游戏盛行的影响，16GB 以上内存的终端一年之内提升至 47%，显示器方面朝着超高清迈进，2018 年终端显示器以 1920×1080 分辨率为主，2048 分辨率显示屏占比从 2.95% 上升至 4.89%，CPU 方面，单核、双核、三核基本已经被市场淘汰，四核 CPU 成为市场的绝对主流，六核、八核 CPU 比重也不断上升。

图 18: 网吧终端内存容量



数据来源: 2018 中国互联上网服务行业发展报告, 东吴证券研究所

图 19: 网吧显示屏配置



数据来源: 2018 中国互联上网服务行业发展报告, 东吴证券研究所

2.2. 网吧管理软件业务

顺网扎根于网吧行业, 通过网吧计费软件、安全软件的整合和平台的一体化, 为网吧安全收银、经营管理和安全监管打造了一套完整的解决方案, 主要包括网维大师、系统虚拟盘、游戏虚拟盘等网吧管理软件, Pubwin、万象网管 OL 等网吧计费软件, 网喵、网吧游戏广场、网吧超市等网吧经营三大类别, 实现了对网吧内系统的高效的还原保护和技术管理, 并通过三层更新, 轻松完成网吧系统管理、娱乐内容的添加、管理和更新等工作。

表 3: 顺网主要网吧管理软件

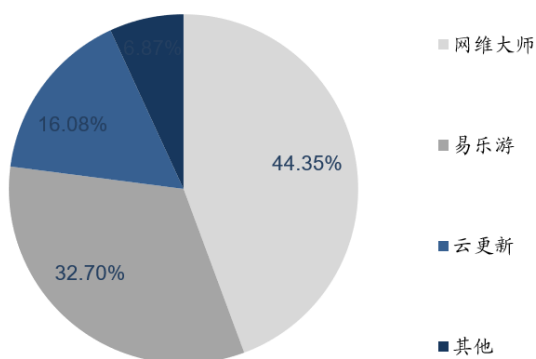
软件	软件介绍
网维大师	国内领先的网吧管理平台软件, 稳定、安全、海量、快速, 网吧通过安装网维大师, 可以免费实现对网吧内系统高效的还原保护和技术管理, 并通过三层更新, 轻松完成网吧系统管理、娱乐内容的添加、管理和更新等工作。
系统虚拟盘	网维大师为网吧提供的适用于无盘网吧的操作系统解决方案, 独有的“网卡 PNP 云”专利技术, 首创硬件级别智能负载均衡、中文一键施工模式, 颠覆了传统无盘软件的使用方式、维护模式, 从而使网吧使用更简单, 维护更便捷, 运行更稳定。
游戏虚拟盘	游戏虚拟盘是网维大师为网吧打造的游戏虚拟化服务软件, 与传统的“网络虚拟盘”相比, 具备游戏内容存储、数据的传输等基础功能外, 首创大内存缓存方案引领整个行业同类软件的发展方向。
网吧一体化解决方案	“网吧一体化解决方案”, 切实针对网吧和渠道商的迫切需求, 实现“硬件功能软件化, 软件功能平台化”, 服务器和交换机两个产品, 优化了网吧局域网速度和进入游戏速度两个指标。让网吧经营管理更简单, 让网维渠道商服务, 体系更完善。
信佑	全新的三层更新, 以减少更新量为关键点, 使游戏的更新量最少, 同时简化了 Linux 无盘的安装与维

	护，图形化的操作界面，比 Win 无盘更加简单、省时。指尖上的网吧全面支持 IOS、安卓终端，通过移动终端即时了解网吧状态。轻量级客户端菜单界面全新设计，尊享视觉盛宴。操作简单易用，全程零秒响应。
迅闪	全新的三层更新，突破了一般通过提升下载速度来加快游戏更新的方法，以减少更新量为关键点，使游戏的更新量最少，让网吧带宽消耗最低，大大加快游戏的更新速度，提高网吧资源的更新效率，是有史以来资源更新量最少的三层。客户端界面全新设计，尊享视觉盛宴。操作简单易用，全程零秒响应。去掉天气、dock 等小功能，运用游戏预加载引擎，热门游戏“零”等待。
Pubwin OL	PubwinOL 为网吧提供基于云服务的网吧经营管理方案，对营业数据进行实时云存储，杜绝营业数据被篡改，保障网吧账目安全。同时还提供基于移动互联网的网吧、网民个性化服务。支持电子支付，其界面更潮、运行更流畅、账目更清晰、操作更简便、体验更佳，让收银工作变得更加得心应手，为网吧经营者提供安全科学的管理。
万象网管 OL	万象网管软件彻底让网吧业主从纷繁的管理工作中解脱出来，是真正满足大中小型网吧运营管理需要的软件。庞大的用户群，简单直观的操作界面，使您无需再对技术服务人员进行培训，即可迅速上手操作，为您节约大量时间和成本。万象网管 OL 版，不仅解决了帐目安全性的问题，并对网吧上座率提升，用户上机时长增加，加强会员粘性，网吧额外增值收益方面提供了全方位的网吧营销解决方案。
网喵 APP	网喵是一款基于万象网管、pubwinOL 的手机订座、充值 APP。提供网吧网费充值、网吧订座、团购、签到等功能。网民上网的必备工具，网吧营销的强有力平台，网吧交友开黑的神器。
万象-网吧游戏广场	网吧游戏广场是为了帮助网吧组织活动、办赛，提升网吧活跃度和人气而研发的网吧办赛工具。游戏广场通过获取玩家英雄联盟游戏数据，对不同的游戏数据进行排名玩法。网吧通过开通活动和设置奖励来刺激玩家参与，增加玩家在网吧游戏体验，提升网吧游戏竞技气氛；便捷的操作和智能的播报提示系统，让网吧做活动更加容易；游戏广场，最受顾客热捧的网吧活动，增加网吧用户的上机时长，让网吧营业额翻番。
万象-网吧超市	万象网吧超市是通过大量网吧实地调研和用户建议的基础之上，开发而成的进销存管理系统。通过进销存数据云存储，最大程度保障网吧账目和库存数据安全；在万象客户端打通了网民的购买入口，通过客户端下单大大降低网吧人力成本；与万象后台账目进行整合，告别多个账本手工计算的时代。万象网吧超市使用简便，易上手，账目清晰，安全可靠，力求做好用的网吧进销存管理系统。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

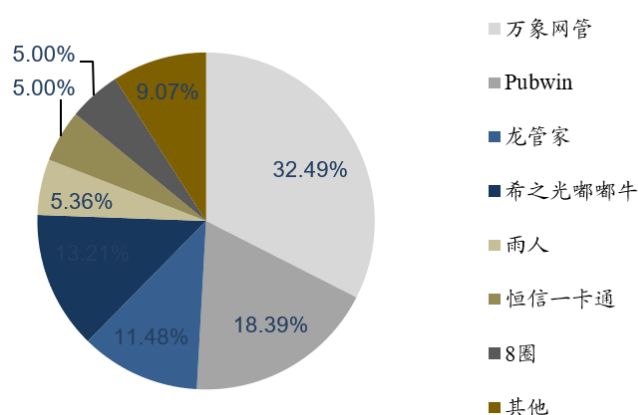
在各类网吧相关软件上，公司均保持着高市占率，体现了公司在网吧场景的龙头地位。在网吧娱乐管理平台中，网维大师市占率达 44.35%，网吧计费软件中，万象网管与子公司新浩艺旗下 Pubwin 市占率分别达到 32.49%与 18.39%；上网服务市场实名登记软件中，Pubwin 市占率达到 30.67%；网吧营销管理软件中，顺网网吧管家市占率约为 23.7%。

图 20：网吧娱乐管理平台市占率



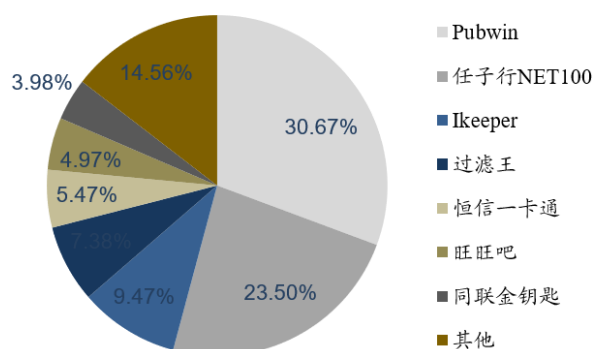
数据来源：2018 中国互联网上网服务行业发展报告，东吴证券研究所

图 21：网吧计费软件市占率



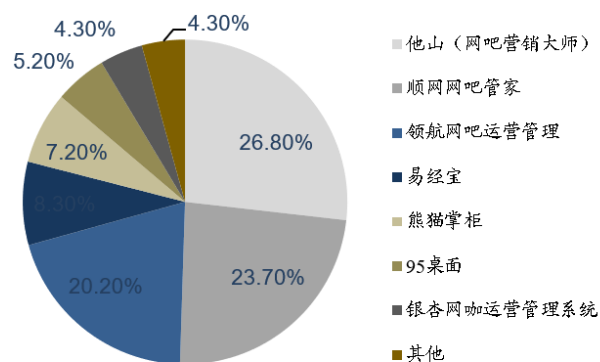
数据来源：2018 中国互联网上网服务行业发展报告，东吴证券研究所

图 22：上网服务实名登记软件市占率



数据来源：2018 中国互联网上网服务行业发展报告，东吴证券研究所

图 23：网吧营销管理软件市占率



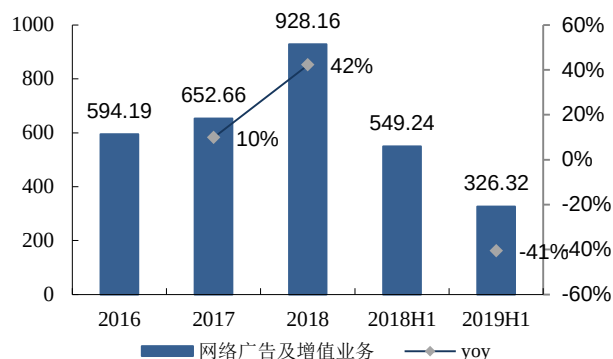
数据来源：2018 中国互联网上网服务行业发展报告，东吴证券研究所

2.3. 广告业务：受行业影响业绩下滑，覆盖垂直行业亿级流量规模优势仍在

广告业务是顺网科技最主要的变现渠道，公司以产品平台为载体，通过庞大的用户流量为游戏、视频、电商等厂商提供精准的个性化广告展示服务，借助网吧管理与计费软件，公司进行多种形式广告的分发推广，包括 TVC 待机视频、POP 登录弹出、Pubwin 退弹、桌面图标、消息弹出、首页推荐等二十余种广告服务类型。2018 年公司的网络广告及增值服务收入 9.28 亿元，同比增长 42.21%，占总营收比重的 46.77%，2019H1 收入 3.26 亿元，同比下降 40.59%，广告收入同比下降主要受广告主预算下降和游戏买量下降的影响，但公司作为网吧垂直行业的主要参与者，根据前面的行业分析，面向的用

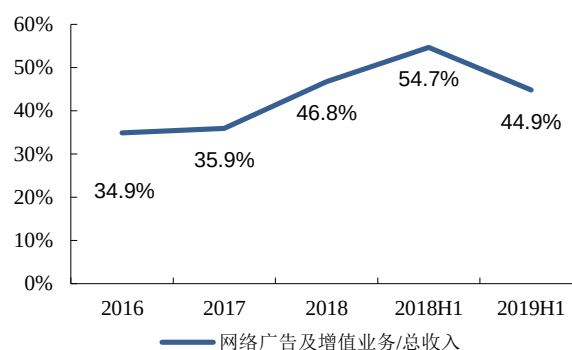
户为深度游戏人群，并且平台拥有广泛的流量（垂直群体亿级流量规模），在游戏买量领域的地位仍在，预期未来广告业务稳中有升。同时若公司顺网云和云电脑业务持续推进，网吧数据由平台统一管理，公司将可运用大数据分析、用户画像等技术实现广告精准推送，从“千人一面”广告发放模式变为“千人千面”精准发放模式，完成由流量平台向广告平台的转变，广告业务将发生质的变化。

图 24: 2016-2019H1 网络广告及增值业务情况(百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 25: 2016-2019H1 网络广告及增值业务占收入比重



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.4. 游戏+展会：构建线上线下泛娱乐平台

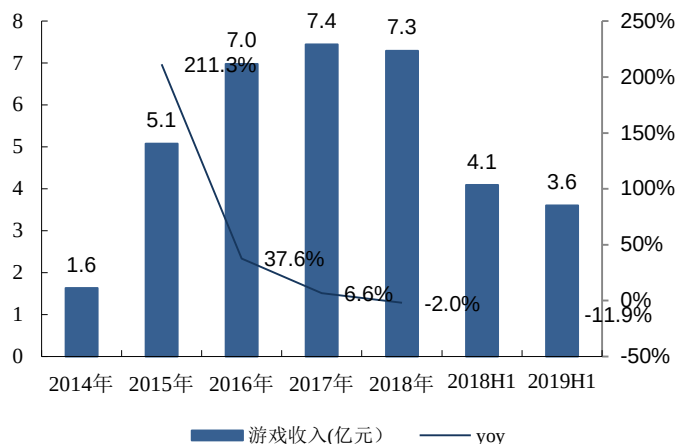
游戏与展会业务共同构成公司泛娱乐布局，在内容服务的提供上引入集影音游展为一体的多重丰富活动，进一步丰富娱乐内容，提升用户体验，从线上线下两个方面构建泛娱乐综合性平台。

2.4.1. 游戏业务

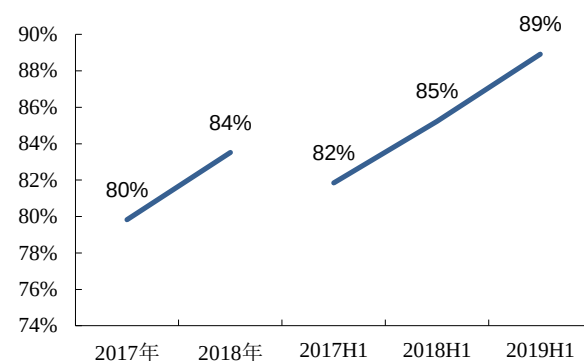
线上泛娱乐平台主要由公司的游戏业务，即顺网游戏、91Y、Gamelife 三个游戏平台构成。2018 年游戏业务收入 7.3 亿，同比下降 2%，2019H1 游戏业务收入 3.6 亿，同比下降 11.9%，主要受页游市场下滑的影响。

图 26: 2014-2019H1 游戏收入 (亿元)

图 27: 游戏业务毛利率



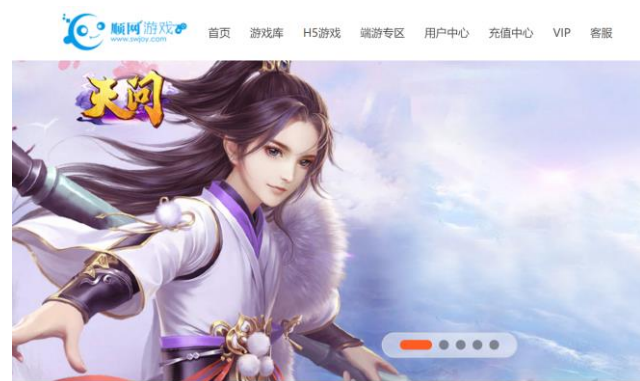
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

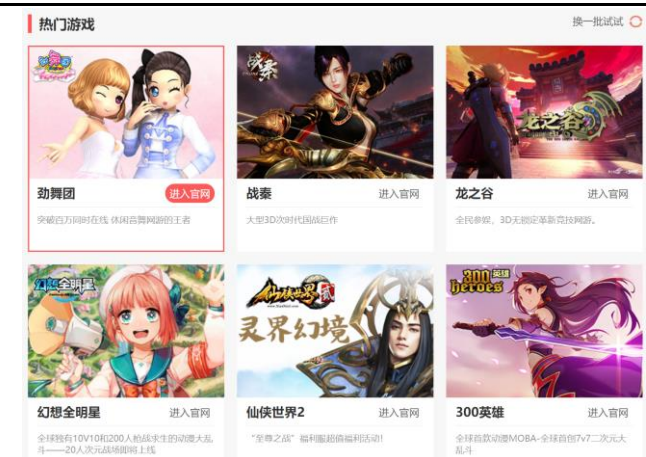
顺网游戏成立于 2009 年 9 月，是顺网旗下网络游戏联合运营平台，主营页游，内容包括绝色唐门、妖神、大闹天宫等网页游戏，主要借助网维大师进行游戏平台的推广。根据 9k9k 数据，2019 年 5 月到 8 月，顺网游戏平均每日开服游戏个数在 23 个左右，并且呈现一定的下降趋势，8 月开服数目极不稳定，主要受游戏向手游转移、整体页游市场下滑影响。目前顺网游戏平台也在开拓端游、H5 游戏方向。

图 28：顺网游戏首页



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 29：顺网游戏平台上热门端游



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 30：页游互通游戏收入占比

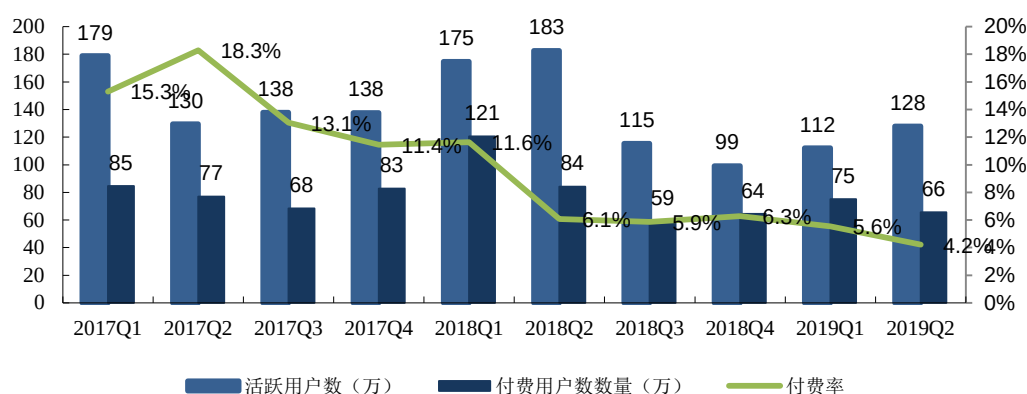
页游互通游戏收入占比



数据来源：顺网大数据报告，东吴证券研究所

91Y 是顺网子公司浮云网络旗下游戏中心，为用户提供电玩、竞技、棋牌等类别的休闲游戏，同时支持 PC 端与移动端，为目前公司重要收入来源，2019 年二季度 91Y 平台运营游戏总数为 21 款，平台月活跃用户数量 128 万，付费用户数量 66 万，ARPU 值 205.7 元，总流水 1.35 亿元，虽付费用户数有所下降，但 ARPU 值上升明显。2019H1 平台总流水 3.22 亿元，2019Q1 游戏流水相比去年有所下滑，Q2 同比重新上升，且 ARPU 值一直呈上升趋势，表明 91Y 游戏平台运营效率一直在提升。

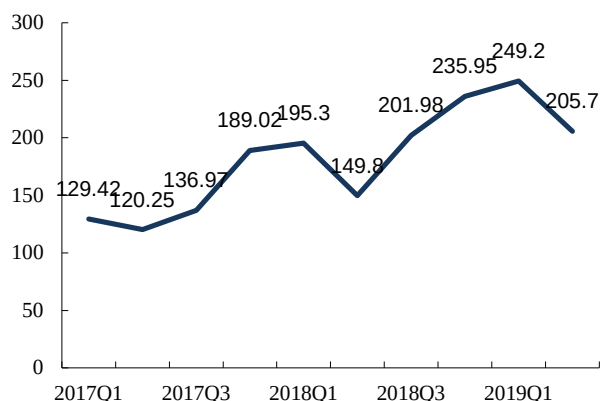
图 31：91Y 游戏平台活跃用户数、付费用户数及付费率



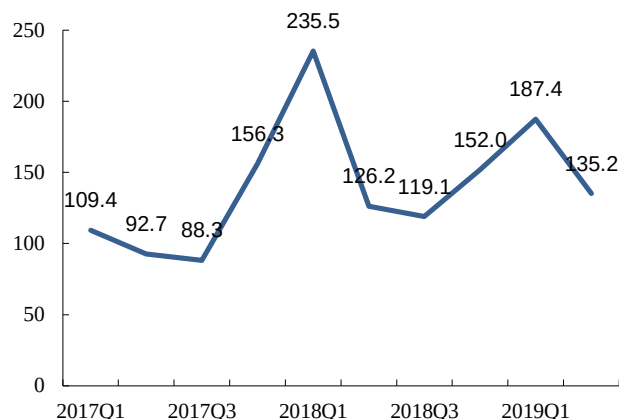
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 32：91Y 游戏平台 ARPU 值 (元)

图 33：91Y 游戏平台充值流水 (百万元)



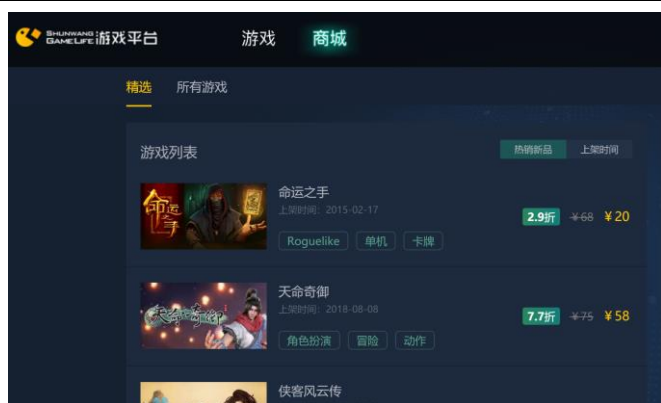
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Gamelife 是顺网 2018 年推出的一站式泛娱乐综合性平台，平台上包括游戏视频、直播、资讯、电商、漫画、在线社交等多重服务，并通过大数据分析为用户精准提供个性化游戏推荐，强化平台属性。Gamelife 致力于实现“让游戏更懂你”的主题，其大数据基础平台的先进数据分析以及用户画像能够精准挖掘用户需求，进行需求导向的精细化运营，保证了千人千面的智能游戏推荐服务。根据公司战略，预计未来 Gamelife 有可能发展成公司云游戏平台，并通过 5G 的渠道助力，完成公司平台化的战略转变。

图 34：Gamelife 游戏平台商城



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 35：Gamelife 游戏评论

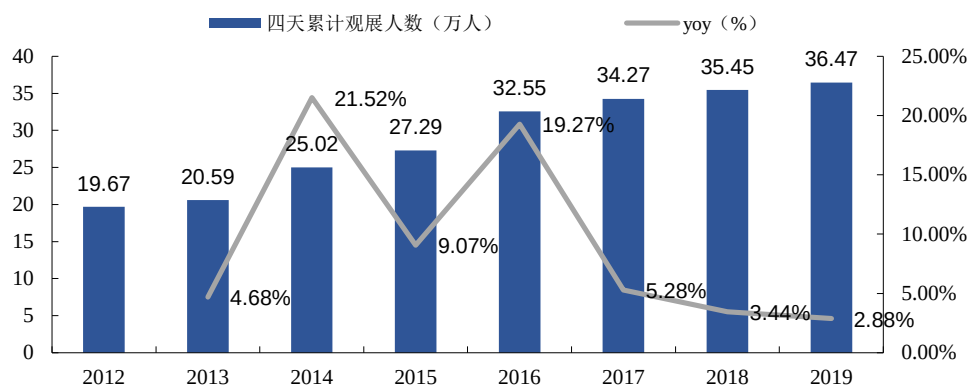


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.4.2. 展会业务

公司拥有中国第一全球第二的游戏行业全球展会 ChinaJoy，2019 年第十七届 ChinaJoy 四天累计观展人数达 36.47 万人次，较去年增长 10182 人次，同比增长 2.88%，8 月 3 日单日观展人数高达 13.48 万人次，创造单日入场人次最高纪录。在 2016 年公司收购 ChinaJoy 主办方上海汉威信恒，目前已完成业绩对赌。

图 36: ChinaJoy 参展人数 (万人)



数据来源：新闻晨报、北京青年报、凤凰游戏等，东吴证券研究所

ChinaJoy 泛指中国国际数码互动娱乐展览会，是 ChinaJoy 品牌最重要的部分，目前已经举办十七届展会，与美国 E3、德国科隆并称为世界前三大数字娱乐展会，作为一年一度的 ACG 盛会，每年吸引几十万参观人次，是国内游戏厂商、二次元爱好者的“朝圣地”，展览内容包括娱乐软硬件产品、英特尔高通等主题馆、游戏试玩体验、游戏周边展示及发售、电竞互动等等一系列泛娱乐内容。

图 37: ChinaJoy 主机游戏展区



数据来源：太平洋游戏网，东吴证券研究所

图 38: ChinaJoy 高通展区



数据来源：太平洋游戏网，东吴证券研究所

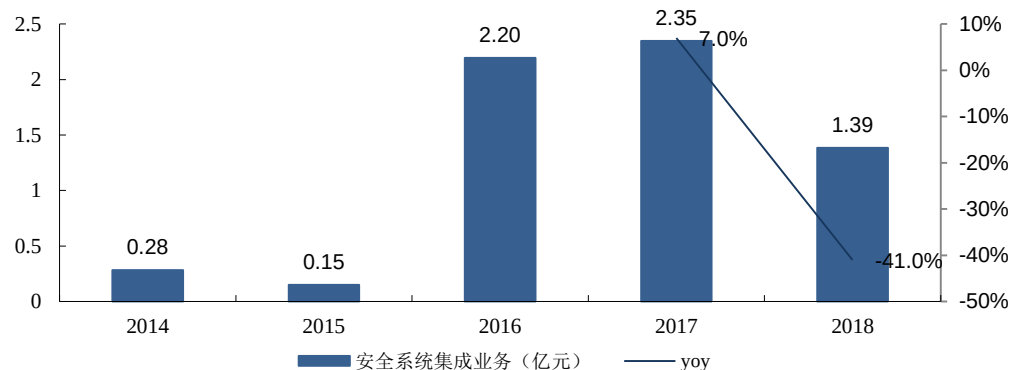
ChinaJoy 是泛娱乐服务领域布局的重要一环。一方面，ChinaJoy 可作为公司产品的重要宣传平台，比如 2019 年公司展出的云游戏落地场景吸引了众多行业内和游戏核心玩家的目光，另一方面，公司将打造 ChinaJoy Connect 用以补充 ChinaJoy，包括 cosplay、电竞、二次元演唱会、CJ 会员、社区、潮玩店等等，将进一步满足二次元用户的深度需求，增强用户粘性，丰富泛娱乐内容。

2.5. 云安全业务

公司新成立安全事业部，业务定位政府安全工作，重整销售渠道。2019 年公司将顺网科技和子公司国瑞信安的安全业务整合，形成新的安全事业部产品体系，将原来分散在 30 个省市自治区的销售渠道进行整合，建立统一的销售团队，在各地推广安全业务，在上半年新签合同 1 亿多元。产品定位为向政府部门提供信息安全，上半年参与全国各地十余个省市公安网安部门组织的护网行动二十多次，协助各地网络安全管理部门保护了当地重要信息系统、关键信息基础设施、重要网络节点的安全。

公司云安全解决方案包括云盾防御、云安全检测、防护等产品与服务。并引入了 Trustlook Inc 的云安全技术，增加了流量和移动类产品，结合国瑞信安网络安全态势感知及通报预警平台领先的网络安全技术，通过优势互补，有效完善公司“瑞云”安全大数据中心，并且引入 AI 智能建模技术，提前判断网络入侵趋势，适时改变策略实现拦截，由“被动防御”转变为“主动防护”。同时研发中心按照公安部对管综平台的最新要求推出了管综平台 2.0 版，力争成为新的行业产品标杆。在物联网领域结合行业需求，研发电力系统安全检查平台并中标签约。

图 39：2014-2018 年公司安全业务收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. “存储上云”到“算力上云”，顺网云业务带来更多业绩可能性

3.1. 顺网云帮助网吧业务上云，降低网吧成本

公司 2018 年 7 月公司推出基于边缘计算的“顺网云”产品，主要解决网吧前期投

入大、软硬件维护繁琐、硬件更迭频繁、宽带申请受制于成本等行业需求，现阶段可为网吧提供海量云存储空间和高网速服务，降低网吧成本。顺网云在网吧周围建设节点服务器，40-50 公里以内的网吧可以通过万兆光纤接入顺网云服务平台机房节点，类似私有云服务。

- 在存储方面，公司提供 10T 以上海量存储空间，节省网吧本地存储成本；
- 在网络方面，公司与运营商直接签订带宽使用协议，选择合适的运营商保证带宽质量（比如北方地区和联通签约），同时网吧可以直接调用云服务器上统一管理的游戏，在局域网内直接调用可以显著提高游戏加载的速度，降低延迟，类似边缘计算模式；
- 在运营维护方面，顺网云为每个网吧提供客户机系统、游戏资源与更新、外网带宽接入服务，网吧管理者可以在顺网云上统一管理经营场所所有终端，同时不再有频繁添加游戏和更新游戏的问题，提供更高可靠性的系统服务，提高经营效率。

表 4：顺网云产品功能介绍

顺网云产品功能	介绍
投入少	用户接入顺网云平台，将省去机房的场地租赁与装修投资，省去机房设备、空调的电费支出，省去服务器、路由器等设备投资。同时也能有效避免因服务器故障、游戏更新不及时等问题导致的网吧停业风险。
网速快	用户通过万兆光纤接入到云服务平台机房节点，网速更快。同时，顺网云集成内容加速服务，迅雷下载速度可达 50M+，观看 4K 视频无需缓冲。
高性能服务器、海量内容	顺网云高性能服务器，单台服务器可为 4000 终端提供稳定高效的服务。同时，为网吧提供了 10T 以上的海量存储空间，网吧不再有频繁添加游戏的需求，网吧端游戏也无需更新，顾客想玩什么就有什么。
云端统一管理	用户接入顺网云，无需再建本地机房，直接使用顺网云就可以统一管理经营场所的所有终端。
顺网云电脑，节省大笔硬件投入	顺网云面向网吧行业提供云电脑服务，网吧不再需要在硬件上耗费大量资金进行购置/迭代、无须耗费人力对硬件日常运维。主机将以云端的资源通过云电脑进入网吧为用户提供高性能云服务。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

公司在 2015 年左右开始布局顺网云业务，于 2018 年实现商用，在边缘节点建设方面，顺网的云平台目前已在 19 个省 55 个城市建立起了百余个云计算 POP 节点机

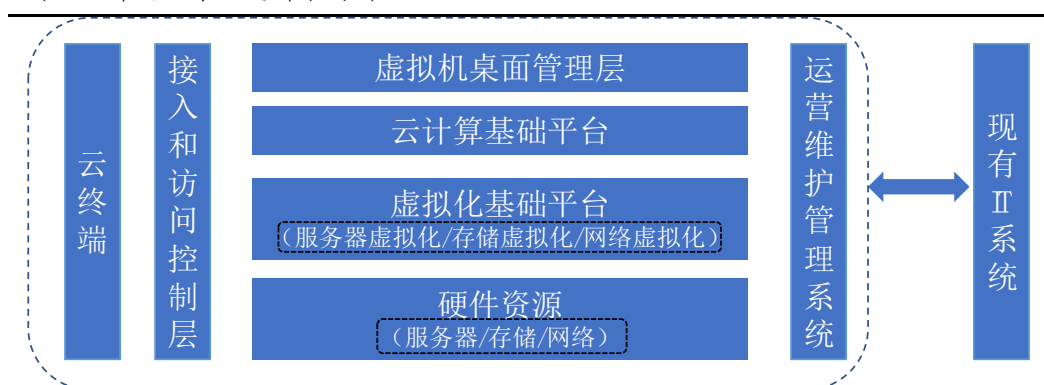
房，覆盖全国一至五线城市，目前顺网云已接入约 1900 个网吧，近 17 万终端。

3.2. 云电脑：从单一存储到操作系统完整解决方案

公司云电脑业务本质是桌面云服务，根据 IBM 对桌面云的定义，桌面云可以通过瘦终端或者其他任何与其相连的设备来访问跨平台的应用程序或者整个客户桌面，与传统 PC 相比，桌面云服务将大的主机换成了类似于电视机机顶盒一样的小盒子，显示器、鼠标、键盘等外设都可插在上面，用户可以通过外设做到和本地操作系统一样效果的交互操作。

目前在中国桌面云市场中，华为桌面云占有率第一，根据公司官网的介绍，华为桌面云解决方案的逻辑划分如下图所示，硬件资源包括服务器、存储设备、交换设备、机柜、安全设备、配电设备等，虚拟化基础平台可以通过虚拟桌面对资源的需求把桌面云中各种物理资源虚拟化成多种虚拟资源，云计算基础平台负责对用户虚拟桌面资源的管理和硬件资源的调度，虚拟桌面管理层负责对虚拟桌面使用者的权限进行认证，保证虚拟桌面的使用安全，并对系统中所有虚拟桌面的会话进行管理，接入和访问控制层包括接入网关、防火墙、负载均衡器等设备，负责对终端的接入访问进行有效控制，运营维护管理系统负责对桌面云的开户销户业务和桌面云系统各种资源的操作维护功能，云终端为用于访问虚拟桌面的特定的终端设备，包括瘦客户端、软终端、移动终端等，现有 IT 系统指已部署在现有网络中，且与桌面云有集成需求的企业 IT 系统，包括 AD(Active Directory)、DHCP(Dynamic Host Configuration Protocol)、DNS(Domain Name Server) 等。

图 40：华为云桌面逻辑架构图



数据来源：华为云桌面官网，东吴证券研究所

桌面云有非常重要的业务价值。桌面云可以对终端桌面进行集中管理，比如统一进行操作系统的安装配置和升级修复等，节省管理维护成本。桌面云系统的安全性高于本地系统，由于数据和运算在云端服务器进行，客户端仅显示系统的影像，因此可以防止在终端被窃取数据。同时桌面云可以降低设备的 TCO（总拥有成本）成本，TCO 包括

硬件成本即设备的初期购买成本、硬件升级更新成本和软性成本即后期的管理、维护、能量消耗成本等，桌面云可以显著的降低软性成本。

图 41：手机端华为云电脑 APP 截图（游戏版桌面）

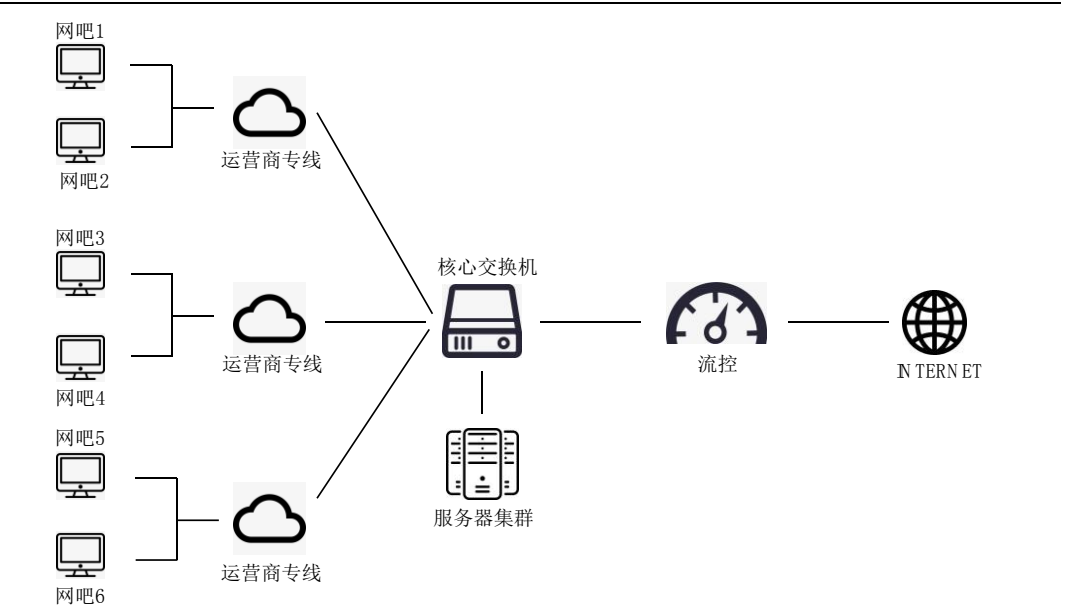


数据来源：华为云电脑 APP，东吴证券研究所

顺网科技的云电脑产品为硬件+解决方案模式，公司自建服务器提供云端算力和存储，并为网吧提供行业定制的操作系统，并内嵌泛娱乐平台。

云电脑工作原理为：形成操作系统的计算、存储等功能在云端（顺网云）服务器上完成，将形成的数据压缩并通过高带宽低延迟的网络通信到终端设备顺网云盒中，云盒将数据解析后在显示屏上输出，最终显示屏上为完整的 PC 操作系统，同样用户在显示屏上的操作通过相反的过程以“数据+操作流”的形式传输到云端，进行计算和存储。为保证终端流畅工作，整个过程需要大带宽和低延迟的网络支持。

图 42：顺网云电脑工作原理



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司云电脑解决方案拥有低带宽传输、高并发支持、低延时的特点。(1) 自研的视频编解码技术保证低带宽传输，可将每一帧图像极限压缩后再发送到客户端解码输出，在图像相似度评测结果达到 99%，(2) 资源调度系统的服务器集群设置负载均衡，支持服务器高并发工作，(3) 采用硬件编解码，将编解码耗时降到极低，依托于顺网云强大的网络基础架构，可确保网络的延迟基本控制在 RTT=2ms 以内。

云 PC 将算力上云，更进一步解放了网吧的成本约束，提高运维效率。在成本方面，将整个操作系统上云后，仅需顺网云盒搭配外设作为本地瘦终端，网吧的开设成本进一步降低，同时网吧管理者自由选择需要的算力和存储空间，按需付费，省掉了设备更新换代的成本。在运营方面，管理者可以在管理后台统一规划所有终端的配置，而且不需考虑设备硬件设施的不同。

图 43：顺网云服务可向网吧提供“多快好省”的服务

资源多	速度快	稳定好	成本省
- 提供10T以上海量SSD存储空间 - 平台提供海量资源，不需频繁添加、更新资源	- 万M光纤接入，稳定低延迟 - 迅雷下载速度高达100MB+ - 观看4k视频无需缓冲	- 高品质光纤 - 稳定架构 4000+终端	- 引入前成本：硬件+电费+网费+维修费+机房维护费 - 引入之后：顺网云系统费用

数据来源：顺网云公众号，东吴证券研究所

除网吧场景外，云 PC 还拥有多种使用场景。公司云电脑系统可以运用在包括企业、社区、教育、公共上网、酒店、机场、办事大厅等多个场景，这些场景拥有的特点是公共场所、人流较广、轻度使用、有固定功能、对设备的轻便性要求较高，云电脑可以较好的满足这些要求。比如家庭场景中，玩家可通过顺网云盒连接电视机，借助云端算力使其成为高性能设备，可以不使用游戏主机在电视机上玩 3A 游戏。

图 44：云电脑运用场景



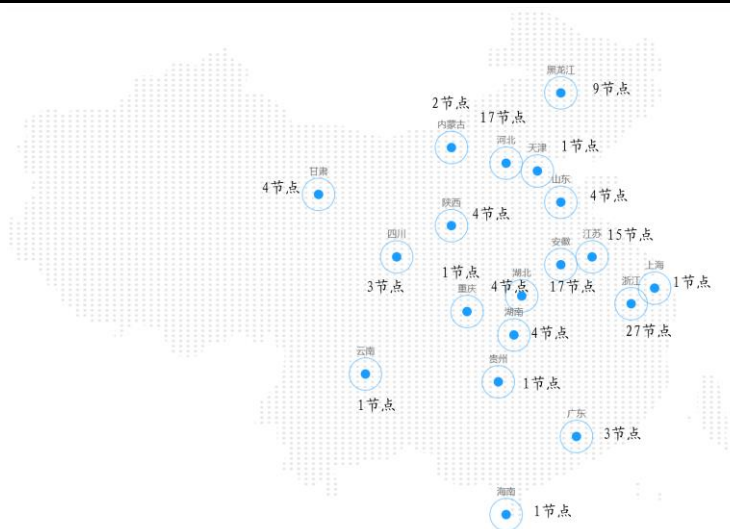
数据来源：“顺网云”公众号，东吴证券研究所

3.3. 边缘计算能力带来更多想象空间

边缘计算介绍：边缘计算方案解决的是中心云的访问响应瓶颈，随着各行各业计算需求的增大，但中心云计算的传输效率不高，并受限于网络环境，因此不能把所有的计算过程都由中心云完成，边缘计算把终端设备利用起来，在终端或接近终端的服务器把计算过程完成，只将重要数据上传至中心云，这种赋予终端计算能力的方式称为边缘计算。边缘计算可以大幅度的提高终端连接服务器的速度，降低延迟，也是 5G 降低延迟的主要方式。

公司在全国各地广泛布局的服务器节点，可为各行业提供边缘计算算力。目前公司共有 106 个节点，覆盖 58 个城市，19 个省，其中自建节点 20 个，剩余为渠道商建设，公司已统一节点建设标准，规模化推广仍在继续。由于公司拥有网吧场景的自有用户群，边缘节点首先满足网吧用户的计算存储需求，在每个节点建设时都提前进行需求调研，保证节点通过网吧业务的收入可以覆盖建设成本，精耕细作，逐步推进。

图 45：截至 2019 年 9 月顺网云边缘数据节点建设情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司的边缘节点在助力云游戏的落地方面值得期待。首先，公司拥有成熟的游戏落地场景网吧场景，同时网吧是游戏群体的主要聚集地之一，云游戏的推广也是网吧业务在技术推动下顺理成章的升级，其次，公司目前拥有泛娱乐定位的自有平台 Gamelife，目前在游戏产业链中扮演渠道的角色，并拥有用户群壁垒，最后，在云游戏发展初期，需要边缘计算辅助落地，公司作为提供边缘节点的基础设施服务商将率先获利。

5G 将助推云游戏在传统网吧之外的推广。5G 在低延迟、高带宽、支持高并发上的优势将推动万物互联时代的来临，高并发是指小面积内可以让高密度的联网设备同时存在且不会影响网速，低延迟的特点则解决了 4G 下游戏延迟的问题，这两个特点将促进云游戏设备在公众场合的普及，为行业带来渠道推广的红利，大幅度的提高游戏、游戏平台和公司云电脑系统铺开终端的数量。

同时公共上网行业的变革也将提高公司系统和边缘计算的需求量。网吧一方面向提供高端服务的网咖转变，比如承接电竞赛事等，另一方面网吧的形式在发生变化，公开上网服务出现在咖啡馆、机场候机室中，和其他种类服务融合形态更多样，意味着公司系统平台和边缘节点的核心需求将提高。

图 46：云游戏的机场场景



数据来源：顺网云公众号，东吴证券研究所

图 47：云游戏的客厅场景



数据来源：顺网云公众号，东吴证券研究所

除游戏外，公司边缘节点剩余算力还可为其他行业提供计算服务。首先，公司的云电脑和边缘计算结合满足云电脑应用场景的计算需求，其次公司服务器的剩余算力还可为提供纯计算服务，比如在其他业务的非高峰阶段帮助特效公司承接视频图像渲染工作等。

3.4. 布局泛娱乐平台，发展 C 端业务

软性平台建设方面，公司围绕网吧核心用户，建设自有内容平台。公司以网吧为基础场景，拥有不同于其他平台的高粘性核心用户，同时公司对网吧行业理解深刻，与其他平台差异化运营，这是公司内容平台的壁垒。公司 18 年推出的 Gamelife 泛娱乐平台已经初步可以看出对文娱生态内容的布局，在平台上引入游戏、视频、直播、漫画等内

容，通过平台生态化增强用户黏性，强化内容平台壁垒，提高整体云服务解决方案的价值。

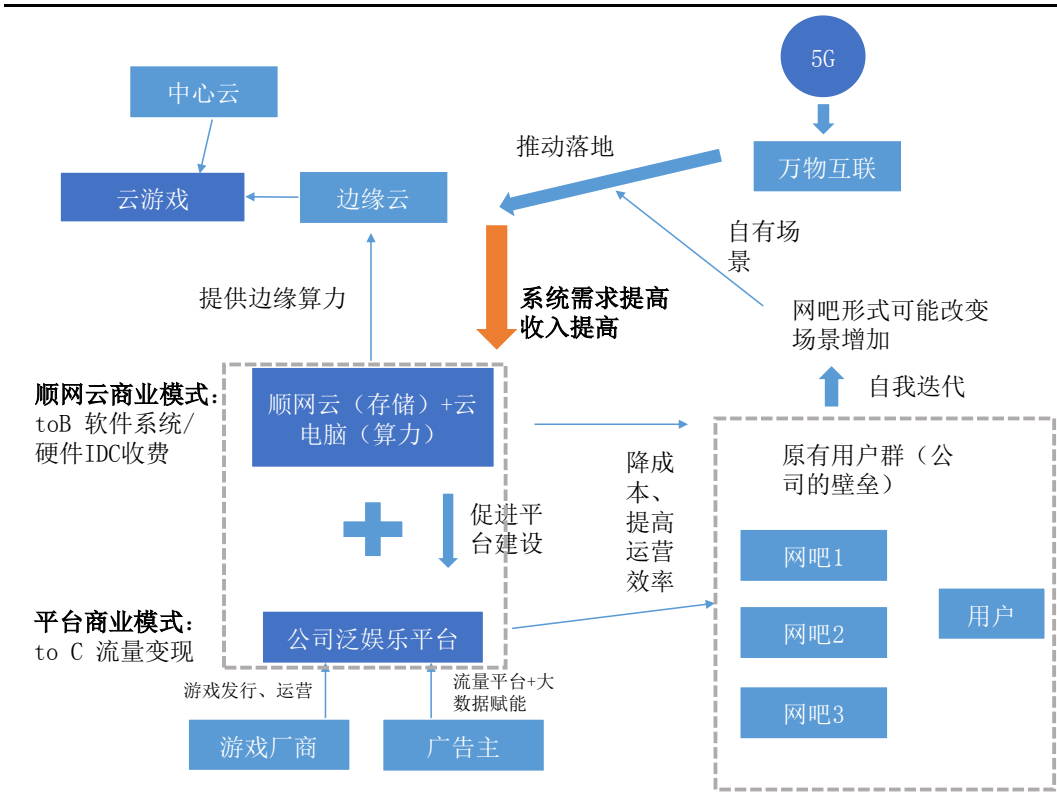
内容平台对公司战略意义明显，代表着公司从 TO B 业务向 TO C 业务的拓展，实现从传统的流量变现业务向服务变现、内容变现业务的商业化模式的重大突破，在内容平台完成正向反馈阶段后，未来将成为新的利润增长点。

具体商业变现上，我们预期未来公司系统终端的使用人数将持续提升（一方面现阶段网吧数量趋于平缓、未来网吧形式变革会带来更多终端增量，另一方面 5G 将推动云游戏落地速度，而公司作为云游戏解决方案提供者，将受益于渠道红利），数据上云之后，内容平台预期会有更多变现方式。

游戏方面，内容平台成熟之后，公司除了游戏渠道角色外可以扮演更多的角色。公司拥有网吧行业的垂直用户群，可以与上游游戏厂商合作进行游戏业务的发行，同时公司可以还承担游戏运营的角色，公司拥有统一维护的服务器和规范的系统，可以大幅度的降低游戏外挂等不规范情况的出现，保证游戏的公平可玩性。

广告方面，首先公司平台流量提高之后，可成为重要的垂直用户广告渠道，另外采用云平台之后，公司可以实现数据的统一管理，通过大数据分析、用户画像等技术，未来可能会升级之前的“千人一面”广告发放模式变为“千人千面”精准发放模式，从而提升广告效率。

图 48：边缘计算和 5G 带来公司业务增量逻辑图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测及评级

综合而言，我们认为顺网科技拥有网吧行业垂直用户群体、稳定的网吧客户群、行业完整云服务解决方案，短期看公司将受益于游戏行业回暖、业务上云带来的数据整合价值，提高其广告变现能力，长期看随着边缘节点布局的扩大，公司有潜力扩展如云游戏、其他云电脑运用场景等蓝海业务。在生态建设方面，公司建设的全娱乐平台有望进一步完善，并且依托用户群体和线上线下联动提高变现渠道和效率，比如从事游戏的发行和运营业务。

收入预测：

广告及增值业务：我们认为随着公司对网吧行业“业务上云”的改造持续推进，公司数据能力将逐步提高，平台化优势有望显现，预计 2019-2021 年广告及增值业务的收入增长率为 15%、20%、15%。

表 5：未来三年广告及增值业务收入预测（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
网络广告及增值业务	928.16	1067.39	1280.87	1473.00
yoy	42.2%	15.0%	20.0%	15.0%

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

游戏业务：我们认为游戏行业回暖、平台运营游戏种类的多样化将带动短期公司游戏业务的提高，预期 2019-2021 年游戏业务的收入增速为 5%、5%、5%。

表 6：未来三年游戏业务收入预测（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
游戏业务	729.62	766.10	804.40	844.62
yoy	-2.0%	5.0%	5.0%	5.0%

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

安全系统集成业务：2019 年公司对安全部门进行业务重整，为全国政府部门提供安全服务，新签订合同 1 亿多元，我们预计 2019-2021 年安全业务收入增速为 15%、10%、5%。

表 7：未来三年安全系统集成业务收入预测（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
安全系统集成业务	138.60	159.39	175.33	184.10
yoy	-41.0%	15.0%	10.0%	5.0%

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

展会业务：5G 将推动泛娱乐行业在产品硬件、内容各方面迎来新的变化，丰富的玩法将吸引更多人群进入 ChinaJoy 等展会，我们预计 2019-2021 年公司展会业务收入增

速为 10%、8%、7%。

表 8：未来三年公司展会业务收入预测（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
展会业务	174.32	191.75	207.09	221.59
yoy	8.9%	10.0%	8.0%	7.0%

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

整体来看，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 21.99 亿元、24.82 亿元、27.37 亿元，归母净利润分别为 5.44 亿元、6.31 亿元、7.04 亿元，EPS 分别为 0.78 元、0.91 元、1.01 元，对应当前股价 PE 分别为 25、21、19X，由于公司目前收入主要来自于游戏和广告，我们选取游戏行业的吉比特、完美世界、盛天网络作为对比公司，同时由于公司未来主要发展顺网云业务，我们选取通信行业网宿科技作为对比公司，公司新业务逐步落地，“顺网云”有望重塑公司平台价值，看好公司发展前景，参考可比公司的估值情况，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司相对估值表（股价为 2019/09/25 收盘价）

可比公司	股价	营业收入（亿元）			EPS（摊薄）			PE			利润增长 率(2019)	PEG (2019)
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
网宿科技	10.60	63.37	69.68	81.90	0.33	0.37	0.37	23.69	28.48	28.90	12.6%	2.26
吉比特	282.80	16.55	20.26	23.56	10.06	12.32	14.32	14.72	22.95	19.74	22.5%	1.02
完美世界	28.57	80.34	85.77	99.28	1.30	1.66	1.91	21.46	17.23	14.92	25.6%	0.67
盛天网络	11.97	4.97	5.93	8.33	0.22	0.23	0.40	44.73	51.08	30.19	5.2%	9.75

数据来源：wind 一致预测，东吴证券研究所整理

5. 风险提示

1、网吧用户流失的风险：

随着科技的进步，新的娱乐形式的出现，网吧作为具有社交属性的场景，固然有存在的必要，但有可能会面临用户流失的风险。

2、技术和创新的风险：

公司一直把创新作为企业长足发展的源动力，加大创新研发投入，不断发掘新的市场增长点，开拓创新业务机会，向全网娱乐用户和移动互联网市场发展。未来，公司将持续加大产品研发创新投入，存在一定的产品、技术创新风险。

3、核心人才和团队流失的风险：

作为轻资产、技术密集型的产业，互联网行业内的竞争，归根到底是高素质人才的竞争。近年来，随着市场竞争的加剧，人员流动大，知识结构更新快的问题愈发突出，针对核心人才的争夺日渐趋于激烈，对公司的人力资源管理提出了更大的挑战。

顺网科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,223	3,248	3,709	4,862	营业收入	1,985	2,199	2,482	2,737
现金	1,633	2,497	3,042	4,042	减:营业成本	711	760	883	991
应收账款	180	286	240	340	营业税金及附加	18	26	27	29
存货	22	39	32	47	营业费用	249	339	354	388
其他流动资产	389	426	396	432	管理费用	221	430	446	469
非流动资产	1,662	1,652	1,641	1,626	财务费用	-31	-39	-51	-72
长期股权投资	12	17	22	26	资产减值损失	159	0	0	0
固定资产	66	61	57	49	加:投资净收益	34	27	30	27
在建工程	0	0	1	1	其他收益	0	0	0	0
无形资产	22	14	5	-2	营业利润	469	710	852	959
其他非流动资产	1,563	1,559	1,556	1,552	加:营业外净收支	11	11	13	11
资产总计	3,886	4,899	5,350	6,488	利润总额	480	721	866	971
流动负债	771	1,135	912	1,258	减:所得税费用	50	71	94	100
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	109	105	141	166
应付账款	128	185	178	229	归属母公司净利润	322	544	631	704
其他流动负债	643	950	734	1,029	EBIT	431	659	783	864
非流动负债	16	16	16	16	EBITDA	460	687	814	900
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	16	16	16	16					
负债合计	787	1,151	928	1,275	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	153	258	399	565	每股收益(元)	0.46	0.78	0.91	1.01
					每股净资产(元)	4.24	5.03	5.79	6.69
归属母公司股东权益	2,946	3,490	4,023	4,647	发行在外股份(百万股)	694	694	694	694
负债和股东权益	3,886	4,899	5,350	6,488	ROIC(%)	13.1%	17.0%	17.3%	16.6%
					ROE(%)	13.9%	17.3%	17.4%	16.7%
					毛利率(%)	64.2%	65.4%	64.4%	63.8%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	16.2%	24.8%	25.4%	25.7%
经营活动现金流	633	816	582	1,003	资产负债率(%)	20.3%	23.5%	17.3%	19.7%
投资活动现金流	-447	9	9	6	收入增长率(%)	9.3%	10.8%	12.9%	10.3%
筹资活动现金流	-297	39	-47	-8	净利润增长率(%)	-37.2%	69.2%	15.9%	11.7%
现金净增加额	-112	865	544	1,001	P/E	41.66	24.62	21.25	19.03
折旧和摊销	29	28	32	36	P/B	4.55	3.84	3.33	2.88
资本开支	16	-16	-15	-18	EV/EBITDA	25.94	16.26	13.23	11.04
营运资本变动	46	205	-140	195					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>