

顺网科技 (300113)

证券研究报告

2019年11月05日

单季度下滑收窄，关注云及网络数据安全进展

受经济周期及业务投入，顺网科技业绩有所下滑

19Q1-Q3 实现营收 12.19 亿元，同比下降 20.54%；归母净利润 3.49 亿元，同比下降 20.43%；扣非净利润 3.31 亿元，同比下降 19.85%，其中非经常性损益 0.18 亿元；分季度看，19Q3 实现营收 4.91 亿元，同比下降 7.22%；归母净利润 1.33 亿元，同比下降 9.14%；扣非净利润 1.30 亿元，同比下降 10.76%。业绩出现下滑原因主要是：

①本年度受上游行业景气度和政策调整的影响，与之关联的网络广告、互联网增值服务等业务营业收入和毛利同比下降；②公司加大云机房、云电脑的基础设施、市场开拓和研发投入，致使相关费用同比上升。

面向 5G，挖掘场景价值，顺网云落地裂变，云 PC 打造全新算力价值链

1) 顺网云：截止 19 年中报披露，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，目前顺网云已接入约 1900 个网吧，近 17 万终端。

2) 云 PC：凭借低成本、跨平台、高性能、低时延的产品特点，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，目前正在测试阶段，关注商用进展。公司计划设立杭州雾联科技，致力于成为 GPU（显卡）云服务商及中国主流的高品质云游戏服务商。

顺网具备丰富网络数据安全经验，有望进一步拓展应用场景

顺网在网络安全领域具备丰富经验，如：

1) 多维度安全产品工具：态势感知、管综平台、等保工具箱、网吧管理系统等形成安全产品体系；

2) 19 年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；3) 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。

投资建议

顺网网络广告、互联网增值服务业务出现下滑，以及云处于持续投入期，我们将 19~21 年净利润由“5.5/6.7/7.9 亿”下调至“4.3/5.1/6.2 亿”，对应 19~21 年 PE 31/26/21X，公司在 5G 应用、云游戏、数据安全等方面在 A 股具备稀缺性，新业务积极拓展，我们维持买入评级。

风险提示：公司云服务推进不及预期，浮云所在游戏细分行业可能面临的监管压力，广告主投放意愿降低。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,815.81	1,984.86	1,846.94	2,333.63	2,822.40
增长率(%)	6.70	9.31	(6.95)	26.35	20.94
EBITDA(百万元)	860.63	683.24	483.66	567.70	674.65
净利润(百万元)	512.34	321.65	427.80	513.63	616.01
增长率(%)	(1.66)	(37.22)	33.00	20.06	19.93
EPS(元/股)	0.74	0.46	0.62	0.74	0.89
市盈率(P/E)	25.60	40.78	30.66	25.53	21.29
市净率(P/B)	4.37	4.45	3.85	3.43	3.04
市销率(P/S)	7.22	6.61	7.10	5.62	4.65
EV/EBITDA	12.14	9.90	21.32	16.96	13.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.29 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	694.29
流通 A 股股本(百万股)	477.75
A 股总市值(百万元)	13,392.80
流通 A 股市值(百万元)	9,215.78
每股净资产(元)	3.96
资产负债率(%)	18.39
一年内最高/最低(元)	22.67/11.64

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

宋雨翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080006
songyuxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

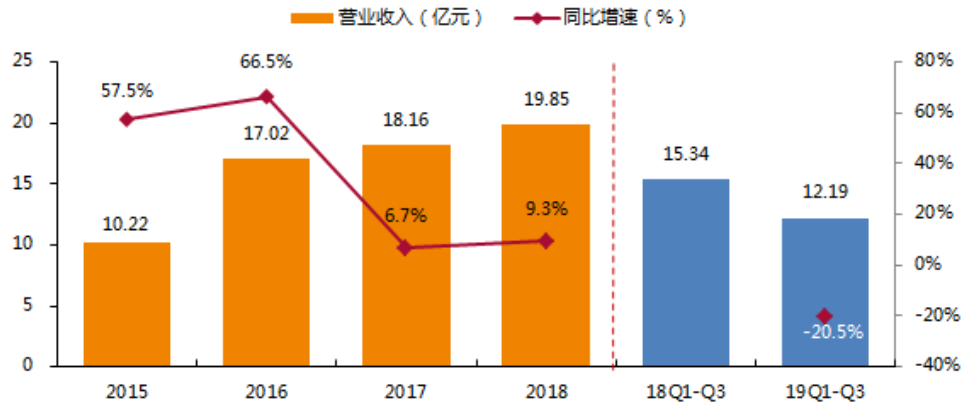
- 1 《顺网科技-半年报点评:下半年增速有望修复，云应用打开全新产业链》 2019-09-04
- 2 《顺网科技-首次覆盖报告:以“云”为翼，5G 时代扩展网吧场景纵深价值》 2019-04-27



财务解读

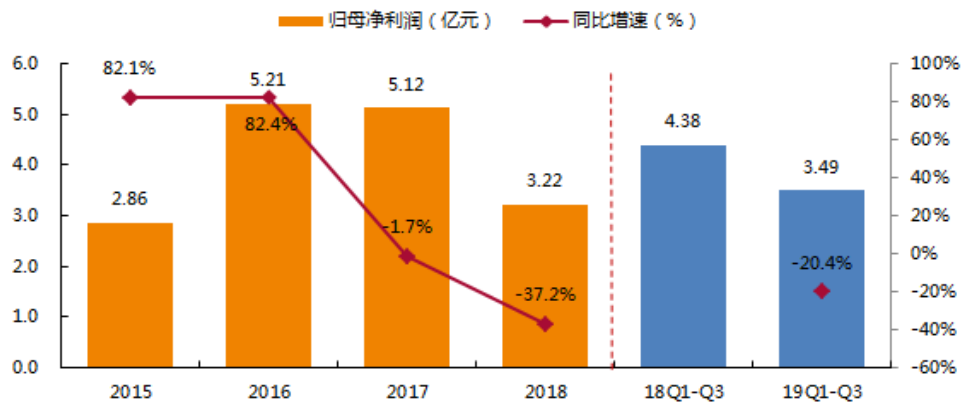
顺网科技披露 19 年三季报，19Q1-Q3 实现营收 12.19 亿元，同比下降 20.54%；归母净利润 3.49 亿元，同比下降 20.43%；扣非净利润 3.31 亿元，同比下降 19.85%，其中非经常性损益 0.18 亿元；19Q1-Q3 经营活动产生的现金流量净额为 2.12 亿元，同比下降 49.94%，主要系本报告期业务量下降经营性现金流相应下降所致。

图 1：顺网科技 2015-2018 年，2018Q1-Q3-2019Q1-Q3 营业收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

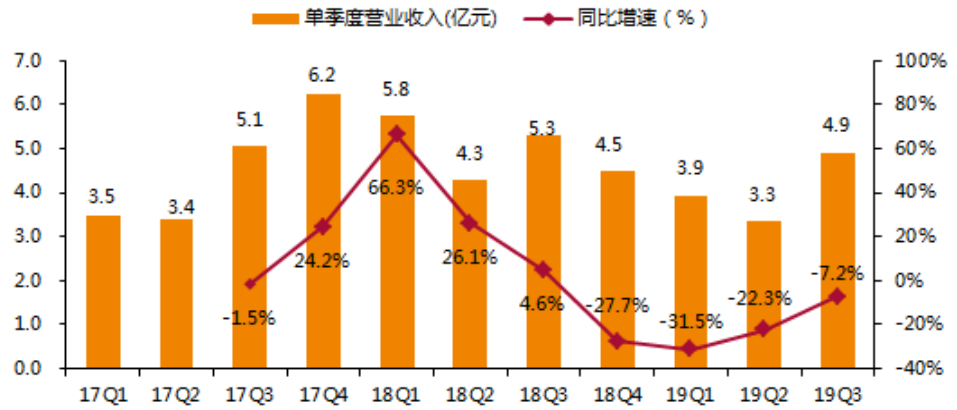
图 2：顺网科技 2015-2018 年，2018Q1-Q3-2019Q1-Q3 归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

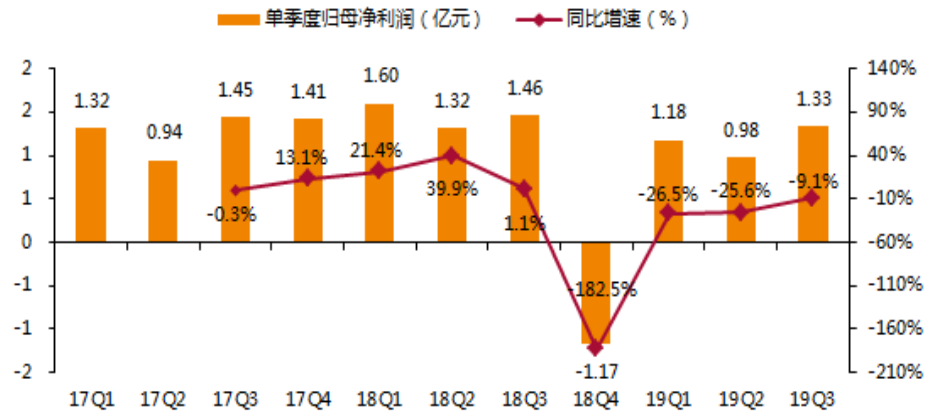
分季度看，19Q3 实现营收 4.91 亿元，同比下降 7.22%；归母净利润 1.33 亿元，同比下降 9.14%；扣非净利润 1.30 亿元，同比下降 10.76%。

图 3：顺网科技 2017Q1-2019Q3 单季度营业收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

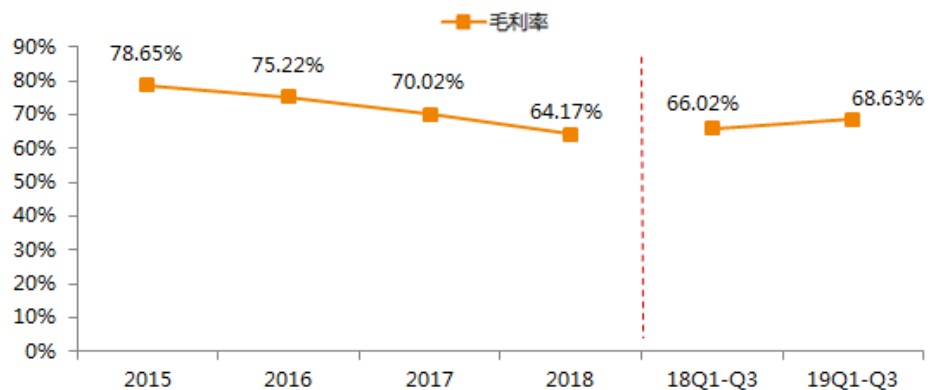
图 4：顺网科技 2017Q1-2019Q3 单季度归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

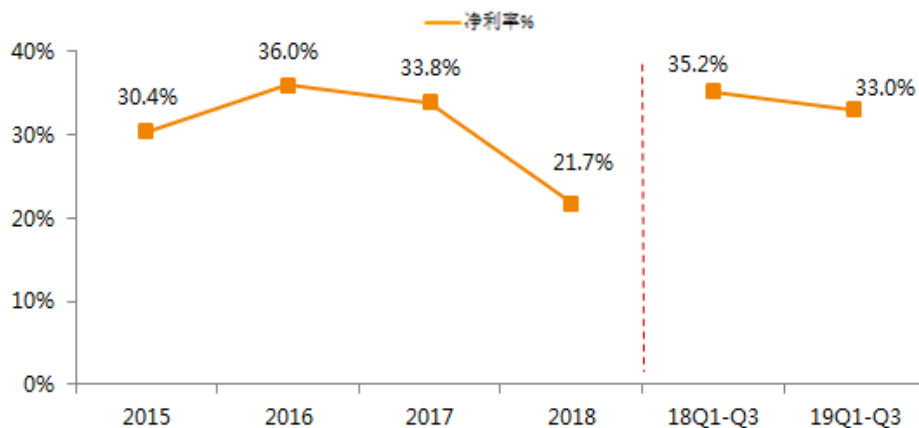
毛利率方面，19Q1-Q3 整体毛利率 68.63%，同比上升 2.61pct。净利率方面，19Q1-Q3 整体净利率 33.0%，同比下降 2.2pct。

图 5：顺网科技 2015-2018，2018Q1-Q3-2019Q1-Q3 毛利率变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

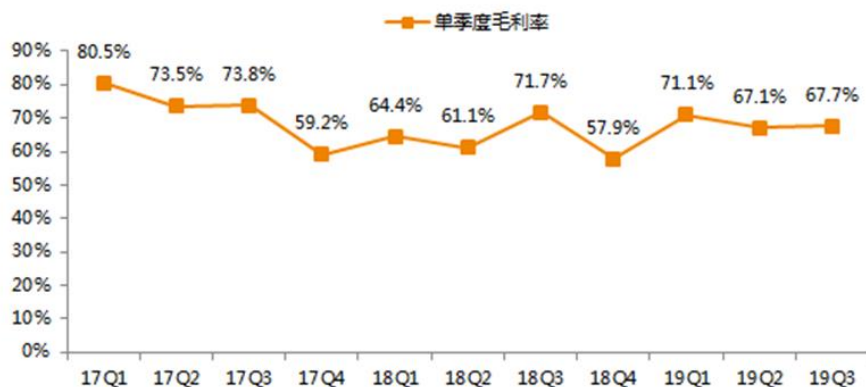
图 6：顺网科技 2015-2018, 2018Q1-Q3-2019Q1-Q3 净利率变化情况



资料来源：wind, 天风证券研究所

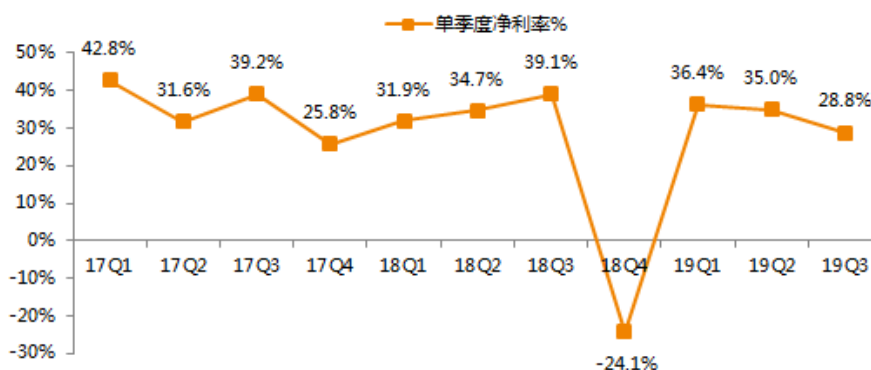
单季度看, 19Q3 毛利率 67.7%, 同比下降 4pct; 19Q3 净利率 28.85%, 同比下降 10.28pct。

图 7：顺网科技 17Q1-19Q3 单季度毛利率变化情况



资料来源：wind, 天风证券研究所

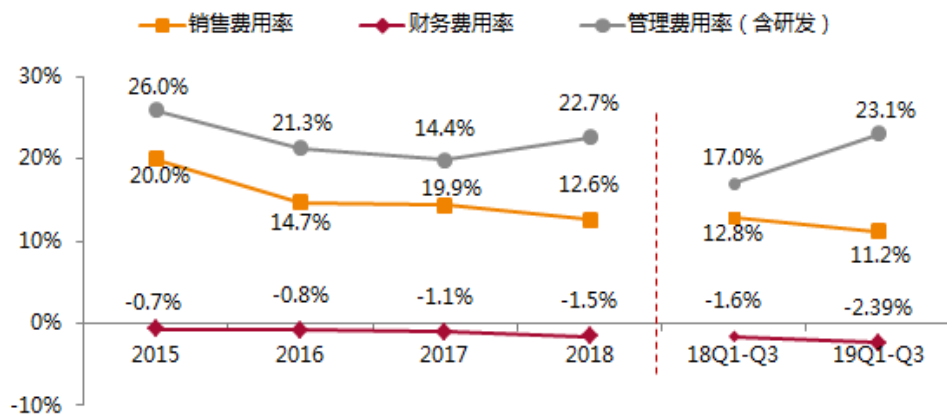
图 8：顺网科技 17Q1-19Q3 单季度净利率变化情况



资料来源：wind, 天风证券研究所

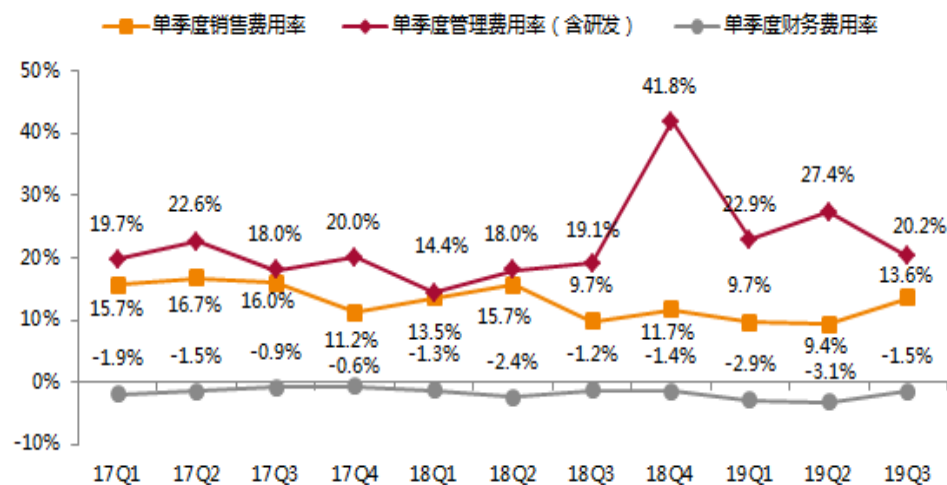
三项费用上，19Q1-Q3 公司销售费用 1.36 亿元，同比下降 30.72%，主要系本报告期业务推广费较上期下降所致，销售费用率 11.2%，同比下降 1.64pct；管理费用（含研发）2.81 亿元，同比增加 7.65%，管理费用率（含研发）23.1%，同比上升 6.04pct，其中研发费用较上年同期上升 11.88%；财务费用-0.29 亿元，同比上升 20.69%，财务费用率-2.4%，同比下降 0.46pct。

图 9：顺网科技 2015-2018，2018Q1-Q3-2019Q1-Q3 三项费用率变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：顺网科技 2017Q1-2019Q3 单季度三项费用率变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,738.14	1,632.51	2,430.36	3,166.30	3,520.78
应收票据及应收账款	240.32	180.21	219.97	168.07	301.24
预付账款	4.34	7.68	3.46	12.24	8.94
存货	34.89	21.89	72.11	58.69	115.48
其他	52.84	381.11	169.46	212.95	270.42
流动资产合计	2,070.53	2,223.39	2,895.35	3,618.24	4,216.85
长期股权投资	10.80	11.80	11.80	11.80	11.80
固定资产	68.49	65.74	85.12	124.57	163.08
在建工程	0.09	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	27.27	22.26	15.61	8.95	2.30
其他	1,803.33	1,562.58	1,553.43	1,549.27	1,542.99
非流动资产合计	1,909.98	1,662.38	1,701.95	1,764.19	1,791.92
资产总计	3,980.52	3,885.77	4,597.30	5,382.44	6,008.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	164.79	127.52	186.54	282.32	296.92
其他	585.24	643.38	773.98	1,001.55	1,070.41
流动负债合计	750.04	770.89	960.52	1,283.87	1,367.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	37.25	16.39	26.70	26.78	23.29
非流动负债合计	37.25	16.39	26.70	26.78	23.29
负债合计	787.28	787.28	987.22	1,310.65	1,390.62
少数股东权益	195.46	152.84	200.37	251.17	304.74
股本	694.04	694.29	694.29	694.29	694.29
资本公积	693.18	695.30	695.30	695.30	695.30
留存收益	2,188.23	2,373.19	2,715.42	3,126.33	3,619.14
其他	(577.66)	(817.12)	(695.30)	(695.30)	(695.30)
股东权益合计	3,193.23	3,098.49	3,610.08	4,071.78	4,618.16
负债和股东权益总	3,980.52	3,885.77	4,597.30	5,382.44	6,008.78

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	614.39	430.74	427.80	513.63	616.01
折旧摊销	29.99	28.51	11.28	13.60	15.99
财务费用	0.00	0.00	(45.76)	(63.04)	(75.32)
投资损失	(17.10)	(33.89)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	64.52	(290.42)	334.98	340.64	(157.88)
其它	(15.88)	498.39	47.53	50.80	53.57
经营活动现金流	675.93	633.34	775.82	855.63	452.37
资本支出	(236.51)	(84.60)	49.69	79.92	53.49
长期投资	(240.06)	1.00	0.00	0.00	0.00
其他	514.93	(363.90)	(109.69)	(159.92)	(103.49)
投资活动现金流	38.37	(447.50)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	134.53	(194.43)	177.59	73.04	85.32
其他	(287.57)	(102.72)	(95.56)	(112.73)	(133.20)
筹资活动现金流	(153.03)	(297.14)	82.03	(39.69)	(47.88)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	561.26	(111.30)	797.85	735.94	354.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,815.81	1,984.86	1,846.94	2,333.63	2,822.40
营业成本	544.44	711.12	713.89	1,039.43	1,334.61
营业税金及附加	18.32	18.01	18.47	23.34	28.22
营业费用	261.57	249.44	221.63	233.36	273.77
管理费用	165.63	220.56	203.16	233.36	254.02
研发费用	194.90	229.20	212.40	245.03	268.13
财务费用	(19.63)	(30.54)	(45.76)	(63.04)	(75.32)
资产减值损失	5.06	158.51	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.10	33.89	0.00	0.00	0.00
其他	(46.45)	(74.73)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
营业利润	674.86	469.39	518.14	617.14	733.98
营业外收入	11.10	12.76	12.00	12.00	12.00
营业外支出	1.40	1.76	2.00	2.00	2.00
利润总额	684.57	480.39	528.14	627.14	743.98
所得税	70.18	49.64	52.81	62.71	74.40
净利润	614.39	430.74	475.33	564.43	669.58
少数股东损益	102.05	109.10	47.53	50.80	53.57
归属于母公司净利润	512.34	321.65	427.80	513.63	616.01
每股收益(元)	0.74	0.46	0.62	0.74	0.89

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	6.70%	9.31%	-6.95%	26.35%	20.94%
营业利润	-1.14%	-30.45%	10.39%	19.11%	18.93%
归属于母公司净利润	-1.66%	-37.22%	33.00%	20.06%	19.93%
获利能力					
毛利率	70.02%	64.17%	61.35%	55.46%	52.71%
净利率	28.22%	16.20%	23.16%	22.01%	21.83%
ROE	17.09%	10.92%	12.55%	13.44%	14.28%
ROIC	63.59%	52.39%	48.20%	82.45%	177.08%
偿债能力					
资产负债率	19.78%	20.26%	21.47%	24.35%	23.14%
净负债率	-54.43%	-52.69%	-67.32%	-77.76%	-76.24%
流动比率	2.76	2.88	3.01	2.82	3.08
速动比率	2.71	2.86	2.94	2.77	3.00
营运能力					
应收账款周转率	8.44	9.44	9.23	12.03	12.03
存货周转率	40.19	69.92	39.30	35.68	32.41
总资产周转率	0.49	0.50	0.44	0.47	0.50
每股指标(元)					
每股收益	0.74	0.46	0.62	0.74	0.89
每股经营现金流	0.97	0.91	1.12	1.23	0.65
每股净资产	4.32	4.24	4.91	5.50	6.21
估值比率					
市盈率	25.60	40.78	30.66	25.53	21.29
市净率	4.37	4.45	3.85	3.43	3.04
EV/EBITDA	12.14	9.90	21.32	16.96	13.84
EV/EBIT	12.47	10.23	21.83	17.38	14.17

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com