

**宏源证券**
HONGYUAN SECURITIES

证券研究报告/顺网科技(300113)/公司中报简评

2013 年 08 月 23 日

雷厉风行变革, 平台价值凸显

增持 维持

目标价格: 56.00 元

投资要点:

公司发布 2013 年半年报, 报告期内, 实现营业收入 14,242.98 万元, 同比增长 25.56%, 营业利润 4,761.03 万元, 同比增长 27.52%, 归属于母公司股东的净利润 4461.64 万元, 同比增长 28.41%。

报告摘要:

- **主要业务收入平稳, 游戏业务崭露头角。**报告期内, 公司营业收入达到 1.42 亿元, 同比增长 25.56%, 其中游戏联运业务 2457.26 万元, 占比主营业务达到 17.25%, 比去年同期大幅增长 207.61%, 在近两年时间里迅速成为公司的主要业务。
- **全力打造立体化的互联网时代娱乐平台。**公司迅速识别互联网市场变化, 果断基于娱乐用户切入互联网娱乐平台业务。公司的网维大师、万象网管等软件产品依然强势占据市场领导者地位, 在此渠道基础上, 公司全力投入以游戏为先导的娱乐平台建设, 7 个月内, 云海平台终端安装量达到 130 万, 为公司向互联网娱乐平台转型奠定了基础。此外, 公司还投入组建无线业务团队, 力争将现有娱乐平台服务逐渐延伸至手机端。
- **娱乐大数据的先导者, 有利于提高用户转化率。**2013 年 7 月, 公司发布我国首个网吧娱乐大数据报告, 显示了公司对网吧用户娱乐数据的掌控能力。而网吧娱乐则是折射网游行业发展方向的风向标, 从而使得公司具有准确的互联网娱乐动态观察能力, 能有效的提高网吧用户向公司娱乐平台的转化率, 并结合游戏资讯、广告推广、3D 游戏体验等业务打造公司游戏联运平台的综合竞争力。
- **预计 13/14 年 EPS 分别为 1.00/1.45 元, 维持 6-8 个月 56 元目标价, 维持“增持”评级。**

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	172.69	273.80	405.23	620.00	892.80
增长率(%)	22.65	58.55	48.01	53.03	44.00
归母净利润(百万)	63.69	92.14	131.70	191.58	257.13
增长率(%)	40.24	44.67	42.93%	45.47%	34.21%
每股收益	0.48	0.70	1.00	1.45	1.95
市盈率	156.58	108.23	51.59	35.58	26.46

计算机研究组

分析师:

易欢欢(S1180513040001)

电话: 010-88085952

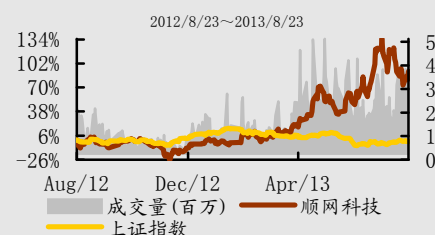
Email: yihuanhuan@hysec.com

赵国栋(S1180513050002)

电话: 010-88085901

Email: zhaoguodong@hysec.com

市场表现



相关研究

目录

一、业绩平稳过渡，互联网转型顺利.....	4
（一）业绩增速平稳	4
（二）费用控制效果良好	4
二、游戏业务成最大亮点，娱乐平台雏形显现.....	5
（一）云海平台增速迅猛，战略布局顺利	5
（二）提升品牌一体化效应，进军游戏资讯	5
（三）游戏业务趋于平台化渠道化	5
1、游戏联运平台收入翻番，页游独代取得新进展	5
2、高投入打造游戏业务核心竞争力	6
3、平台化、立体化为主要方向	6
三、传统业务现金流支撑，短期内仍保持稳定.....	6
（一）吉胜科技扭亏为盈	6
（二）网维大师市场占有率仍领先，战略意义大于收入意义	7
（三）广告、增值服务为主要现金流	7
四、娱乐大数据的先导者，成新业务有力支撑.....	8
（一）初步具备网吧娱乐大数据控制能力	8
（二）基于大数据逐步实现用户转化	8
（三）互联网大发展政策为行业提供了机遇	8
五、风险提示	8

插图

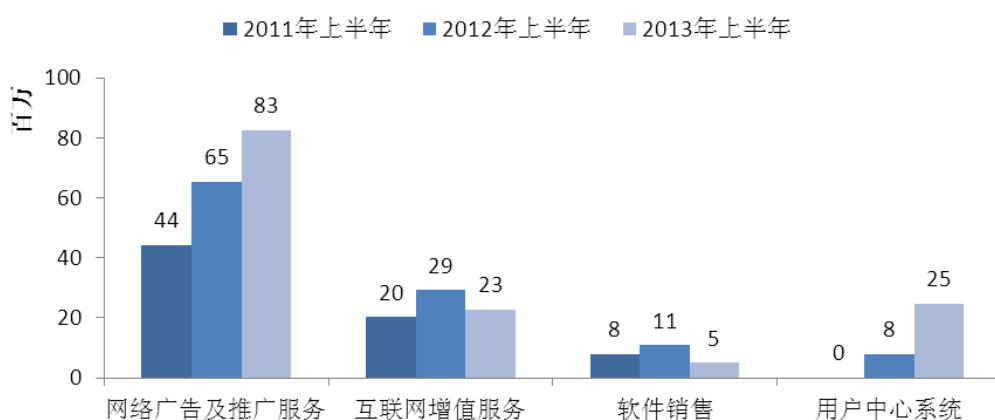
图 1: 公司近年来各个业务模块收入情况.....	4
图 2: 公司近年来上半年销售费用情况.....	4
图 3: 公司近年来上半年管理费用情况.....	4
图 4: 2012 年页游稳增，接近百亿.....	6
图 5: 网吧数量近年来首次负增长.....	7
图 6: 网吧终端数量不减反增.....	7

一、业绩平稳过渡，互联网转型顺利

(一) 业绩增速平稳

收入增长平稳，主要业务相对稳定。报告期内，公司实现营业收入 14242.98 万元，较去年同期增长 25.56%；实现净利润 4461.64 万元，较去年同期增长 28.41%。公司原有的主营业务总体相对稳定，网络广告及推广服务收入达到 8251.3 万元，同比增长 26.21%，占比主营业务收入 58%；互联网增值服务收入达到 2271.2 万元，同比下降 22.21%，占比主营业务收入 16%，主要受到了网吧市场萎缩的影响。

图 1：公司近年来各个业务模块收入情况



资料来源：公司半年报，宏源证券

(二) 费用控制效果良好

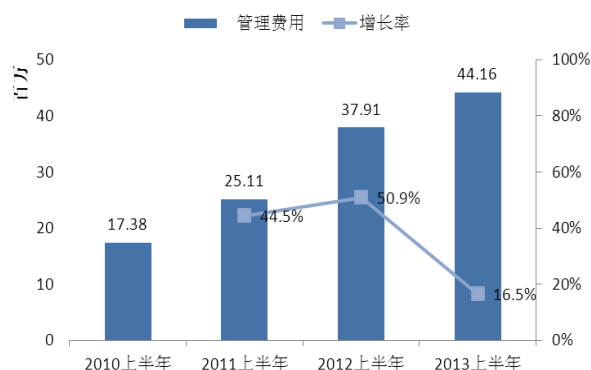
公司销售和推广力度加大，本报告期内，销售费用 2963.63 万元，同比增加 31.27%，主要系公司销售规模扩大，业务部门人员工资、应付返利和广告费相应增加所致。

图 2：公司近年来上半年销售费用情况



资料来源：公司半年报，宏源证券

图 3：公司近年来上半年管理费用情况



资料来源：公司半年报，宏源证券

公司管理费用控制成效显著。本报告期内，公司营业收入增长 25.56%，但管理费用仅增长 16.5%，为近年来增速最低水平，尤其在公司并购吉胜科技之后，管理费用的增速下降显得更为不易。

二、游戏业务成最大亮点，娱乐平台雏形显现

（一）云海平台增速迅猛，战略布局顺利

云海平台增速迅猛。2012 年 12 月，在云海平台发布一个月之后，其终端安装数即超过 30 万，用户口碑良好。本报告期内，云海平台终端数持续增加至 130 万，公司预计今年年底其终端安装数将超过 260 万。

云海平台整合了基于网吧的大部分娱乐资源，成为内容提供商与用户的连接点。云海平台整合了包括视频、音频、游戏等多种娱乐资源，并于相应的内容提供商对接。报告期内，公司联合国内主流视频厂商进行内容聚合，视频聚合页随着云海平台的推广正逐步为网吧和用户所接受，这对于突破网吧管理者的原有利益进行更深入的内容服务奠定了基础。

公司基于云海桌面打通娱乐数据入口，提升用户体验。公司于去年底起即频频推出新产品，包括蝌蚪网游戏联运平台、浏览器、云游戏、3d 游戏服务，打造了应用软件+平台+服务的新平台架构，设立了用户账号中心系统，打通了用户在顺网所有产品之间的用户个人信息共享，从而极大地提升了用户体验，使得网吧用户的中心地位更加突出，由基于场所的娱乐向基于帐号的娱乐转变，实现“一个帐号，多个终端，一个平台，多种服务”。

（二）提升品牌一体化效应，进军游戏资讯

蝌蚪更名顺网，实现品牌一体化。公司将原 www.kedou.com 的蝌蚪游戏更名为顺网游戏，实现了公司产品之间的品牌一体化，强化了公司各个产品之间的品牌价值，有利于公司的产品品牌协同和相互拓展，同时公司还上线了“顺网娱乐在线”提供游戏资讯服务，旨在强化公司的游戏门户价值。

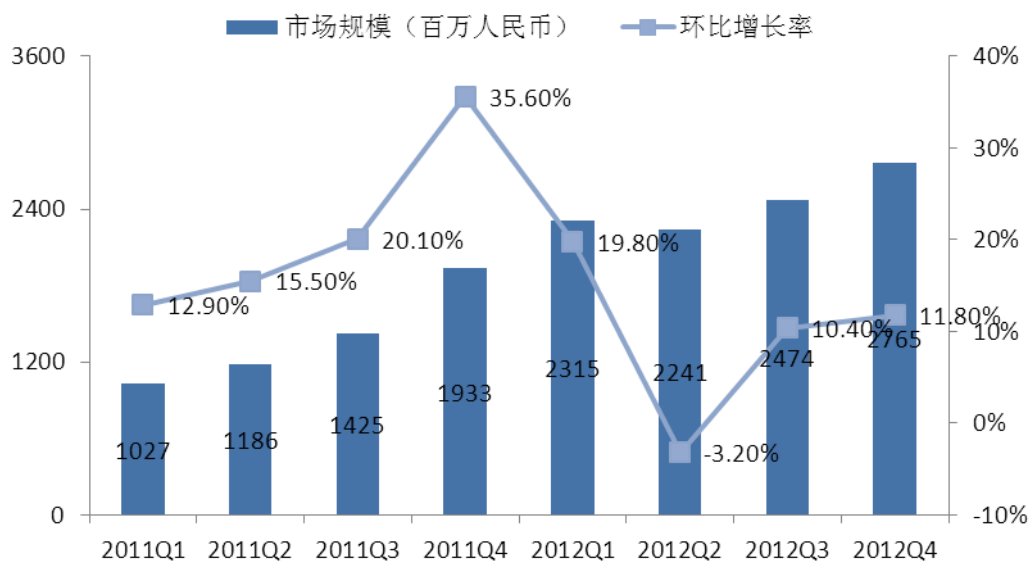
打通产业链，提供游戏资讯服务。报告期内，公司加强了对游戏上下游产业链的渗透，以游戏内容资讯为主组建了相应的编辑团队，主要面向玩家提供包括网络游戏、单机游戏、动漫等资讯内容。

（三）游戏业务趋于平台化渠道化

1、游戏联运平台收入翻番，页游独代取得新进展

公司蝌蚪游戏联运平台在公司的大力投入下翻倍增长。截至报告期末，蝌蚪平台联运游戏数量达到 92 款，而去年年底这一数字还仅为 50 款。目前蝌蚪联运平台注册用户数超过 3000 万，实现营收 2457.26 万，同比增长 207.61%，毛利率 86.32%。

页游独代取得新进展。2012 年国内页游市场规模稳定增长，接近百亿。报告期内，公司还在联合运营的基础上尝试独家代理了两款网页游戏《妖神》和《绝色唐门》，《妖神》是一款以异兽合体、吞噬法宝为特色的网页游戏，而《绝色唐门》则是一款代表着重铸唐门辉煌的次世代 ARPG 页游。公司选择在 chinajoy 展会上亮相两部产品，扩大了该产品的影响力。

图 4: 2012 年页游稳增, 接近百亿

资料来源: 易观国际, 宏源证券

2、高投入打造游戏业务核心竞争力

公司提供的游戏 3D 解决方案大幅提高了用户体验。公司在 chinajoy 展会上推出巨型 3D 裸眼大屏幕成为一大亮点, 这款与美国 DDD 公司的技术合作, 结合公司的云海平台, 直接面向玩家提供优质的 3D 游戏解决方案, 显示了公司由销售软件面对网吧管理者到面向娱乐用户的巨大转变。公司从去年底到今年上半年, 密集开发新产品不断试探并满足消费者需求。

3、平台化、立体化为主要方向

游戏市场持续增长。我国游戏市场今年 1-6 月实际销售收入达到 338.9 亿元, 与去年同期相比增长 36.4%, 几乎两倍于去年同期的水平。其中网络游戏的收入 313 亿元, 移动网络游戏的收入 25.3 亿元, 单机游戏收入 0.6 亿元。网游收入中端游收入最高, 为 232.9 亿元, 而移动网络游戏同比去年增速最快达 119%。

顺应大势, 蓄力移动端游戏建设。公司顺应潮流进入移动互联网领域, 由网吧游戏渠道商向手游、互联网电视云游戏、浏览器和电脑桌面的多终端转型, 目前已经组建无线业务团队, 并正在进行相关产品的研发及测试, 力争将现有娱乐平台服务逐渐延伸至手机端, 并将在未来几个月之内正式推出。从而实现公司游戏战略的立体化布局, 提高公司在游戏新领域的综合竞争力。

公司致力于打造游戏平台。公司并不开发游戏, 而是利用自身在网吧市场占有的客户优势全力打造游戏平台, 深入挖掘客户资源, 为游戏厂商提供推广渠道和运营渠道, 在目前来看, 可以降低公司的游戏运营风险, 并不断的积累经验。这也是腾讯入股顺网的重要原因之一。

三、传统业务现金流支撑, 短期内仍保持稳定

(一) 吉胜科技扭亏为盈

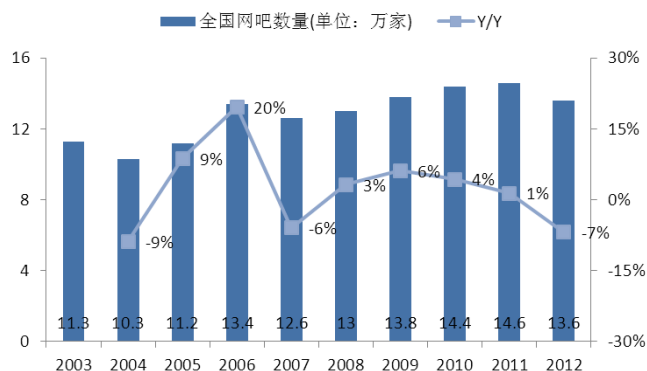
吉胜科技扭亏为盈, 收入大增。公司 2012 年 5 月完成对盛大旗下的成都吉胜科技有限公司的 100% 股权收购, 全年增加收入 1189.36 万元, 并表期限为 8 个月。本报告期内, 成都吉胜实现收入 767.58 万元, 已实现盈利 38.14 万元实现扭亏为盈, 表明公司对吉胜科技整合初步顺利, 未来很可能进行更深入的渠道协同, 从而提升公司软件产品的综合竞争力。

吉胜科技纳入帐号互通, 仍居市场领导者地位。据最新统计, 吉胜科技的“万象网管”以及上海新浩艺的“Pubwin” 仍占据行业前两位。公司目前正在与吉胜科技进行账户互通的工作, 未来网吧消费的虚拟产品将通过顺网进行收费、转账、结算等, 从而实现两个产品在用户层面的体验整合, 大幅提高公司产品的市场地位。

(二) 网维大师市场占有率仍领先, 战略意义大于收入意义

网维大师雄踞网吧市场首位。根据有关报告显示, 通过网吧上网的网民总数在 1.26 亿左右, 同比去年下降 5% 左右, 网吧市场的相对萎缩以及激烈的市场竞争造成了本报告期内网维大师的销售收入的较大下滑, 但网维大师的市场地位没有改变, 其收入下降更多是价格造成。目前, 网维大师目前已覆盖中国 9 万余家网吧、5000 多万网民, 覆盖约 550 万终端, 在国内市场占有率达到近 50%, 列行业第一。

图 5: 网吧数量近年来首次负增长



资料来源: cnnic, 文化部, 宏源证券

图 6: 网吧终端数量不减反增



资料来源: cnnic, 文化部, 宏源证券

网维大师系列产品短期内是公司其他业务顺利开展的基础。公司目前的云海平台产品主要通过原有网吧渠道推广, 此外, 网维大师系列产品 (包括新产品云海桌面) 也是与用户直接接触的接口, 因此网维大师的市场地位对公司继续推广新业务意义重大, 只要公司在网吧市场占有率得到保证, 网维大师的收入并不会大幅影响公司主营业务收入, 目前网维大师的收入仅占主营业务收入的 3.4%。

(三) 广告、增值服务为主要现金流

广告业务仍是目前收入主要来源, 在网吧市场内地位稳固。互联网广告及推广仍为公司主要收入来源, 占主营业务收入的一半以上。基于网维大师平台规模发展出的媒体平台“星传媒”已经成为互联网内容厂商重要的媒体及营销平台, 目前已为国内 95% 以上的网络游戏公司提供营销服务。

受网吧市场规模小幅萎缩影响, 原有主营业务增长放缓。主要原因系网吧行业用户规模小幅萎缩, 导致公司广告及推广及互联网增值业务发展空间受限。另, 公司今年重点发展的游戏联运业务及新的游戏资讯平台均需要原有平台业务为其导入足够流量, 可售卖资

源量减少也导致原有主营业务增长放缓。

四、娱乐大数据的先导者，成新业务有力支撑

（一）初步具备网吧娱乐大数据控制能力

“一个账号，多个终端，多种服务”成控制网吧大数据来源的利器。公司旗下星传媒发布《2013 网吧网游大数据报告》，系国内首个网吧网游大数据报告，该报告基于 2013 年 1 月至 5 月间公司网维大师管理软件所覆盖的全国 9 万家网吧电脑终端数据得出，报告展示了网游行业丰富的真实的结论，全面展示中国网吧行业、网游行业发展状况、市场格局、用户行为等数据及研究成果，反映了公司在娱乐大数据控制上已经具备初步的实力。

（二）基于大数据逐步实现用户转化

公司通过自身软件的账户系统获得用户数据，把握用户行为，从而提升转化率。公司依托网维大师在市场上有力的占有率，所有的游戏的运营数据以及用户的游戏数据都掌握在公司平台上，包括在线时长，用户量，游戏内容等等。通过这些数据其实可以有很好的洞察，并指导游戏厂商更好地去做游戏，更好地在公司的平台上营销，从而提高了公司平台产品与传媒产品、娱乐内容的综合服务能力，在娱乐市场打造核心的市场竞争能力。

（三）互联网大发展政策为行业提供了机遇

有利于互联网发展的政策频出。近年来，工信部发布的《互联网行业“十二五”发展规划》和《关于实施宽带中国 2013 专项行动的意见》，国务院通过的《电子信息产业调整振兴规划》和《文化产业振兴规划》，加大对第三代移动通信产业跨越以及下一代互联网应用、软件及信息服务培育等领域的投资，进一步向农村地区推进，未来农村人群使用互联网数量将得到进一步提升。

互联网渗透率进一步提升，公司市场空间增大。截至 2012 年 12 月底，我国网民中农村人口占比为 27.6%，相比 2011 年略有提升，规模达到 1.56 亿，比上年底增加约 1960 万人。根据最新的 2013 年 CNNIC 报告，截至 2013 年 6 月底，我国网民规模达 5.91 亿，半年共计新增网民 2656 万人，互联网普及率为 44.1%，较 2012 年底提升了 2.0 个百分点。2013 年上半年，中国网民人均每周上网时长达到 21.7 个小时，相比 2012 年下半年增加了 1.2 个小时。从而为公司在网吧市场上尤其是农村市场上有进一步斩获的余地，并借此开展新业务实现顺利转型。

五、风险提示

新产品新业务的转型风险、平台单机游戏内容带来的版权风险

作者简介:

易欢欢: 宏源证券研究所副所长(机构客户部副总经理), 战略新兴产业 首席分析师, 聚焦计算机与互联网行业。

毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011 年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012 年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名。

代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告

个股: 首度挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份, 覆盖东软集团、用友软件

机构销售团队

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。