

专业的互联网娱乐平台运营商

投资要点

- 公司是国内互联网娱乐平台领先企业。公司主要从事互联网娱乐平台的设计、开发、推广和基于此平台上的网络广告推广及互联网增值服务，以及游戏联合运营业务，是国内领先的网络内容与服务聚合平台运营商之一。公司针对网吧渠道设计推出的“易乐游网娱平台”产品，在网络娱乐内容高效管理、网络游戏自动更新、系统与数据安全、操作系统管理等方面都确立了自己的行业地位，目前公司已为约50000家网吧提供了优秀的产品与解决方案。2011-2014年，营业收入年均复合增长率为30.9%，归母净利润年均复合增长率为24.9%。
- 互联网行业应用多元化是公司发展的内在驱动力。1) 网络游戏市场：PC浏览器端游戏进入市场稳定期，市场规模占比出现缓慢增长趋势，这将对公司针对网页游戏开发的游戏联运平台—易乐玩带来创收保障。2) 网络广告市场：公司的网络广告及技术服务收入主要来自游戏厂商的广告投放，随着网络游戏市场规模的快速发展，各游戏厂商的推广预算会相应提高，而公司亦将从行业增长趋势中受益。3) 搜索引擎市场：公司的互联网增值服务收入主要来自互联网搜索引擎企业的搜索流量变现收入，搜索引擎市场规模的扩大，尤其是百度搜索市场份额的进一步扩大将对公司互联网增值服务收入提供创收保障。
- 娱乐平台市场竞争格局趋于稳定，募投项目有利于提升公司的核心竞争力。顺网科技、盛天网络、上海新浩艺这三家公司在竞争排名中的地位占据绝对优势，网吧娱乐平台产品未来的竞争格局发展不会有太大的变化。公司互联网娱乐平台产品在网吧市场占有率市场排名第二（占37.7%），第一位是顺网科技（占比45.1%）；在无盘市场中占有率为35.3%，位居行业第一位。公司本次拟公开发行3000万股，募集资金拟主要投资于易乐游网娱平台升级项目、商用WIFI系统项目、移动内容分发平台项目、用户中心建设项目和创新研究院项目。
- 盈利预测与估值分析：我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.77元、0.90元、1.07元。参照可比公司顺网科技的估值水平，考虑到公司的成长性，我们给予公司2015年90-100倍市盈率，对应合理询价区间为69.3元-77.0元。
- 风险提示：国内网吧市场小幅萎缩的风险；资产、业务规模扩张引致的管理风险；募投项目建设进度或低于预期的风险。

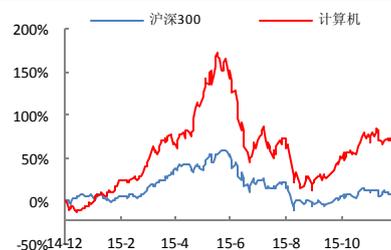
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	231.71	220.93	246.55	290.06
增长率	8.72%	-4.65%	11.60%	17.65%
归属母公司净利润(百万元)	105.62	92.98	107.80	128.94
增长率	-16.65%	-11.96%	15.94%	19.61%
每股收益EPS(元)	0.88	0.77	0.90	1.07
净资产收益率ROE	37.75%	11.46%	12.16%	13.20%
PE	0	0	0	0
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：田明华
执业证号：S1250515060001
电话：0755-23890127
邮箱：tmhua@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	9000
本次发行(万股)	3000
发行后总股本(万股)	-
2014年每股收益(摊薄后)(元)	1.17
2014年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.16

主要指标(2014年)

每股净资产(元)	3.11
毛利率(%)	81.2
流动比率(倍)	8.52
速动比率(倍)	8.49
应收账款周转率(次)	4.97
资产负债率(合并报表)(%)	9.42
净资产收益率(加权平均)(%)	40.51

相关研究

目 录

1 公司概况：专业的互联网娱乐平台运营商.....	1
2 互联网行业应用多元化，驱动公司内生增长.....	3
2.1 互联网应用日趋丰富.....	3
2.2 娱乐平台市场格局趋于稳定.....	5
3 公司竞争优势显著.....	7
4 募投项目分析.....	10
5 盈利预测与投资建议.....	11
6 风险提示.....	12

图 目 录

图 1: 公司主营业务及产品	1
图 2: 公司营业收入及增速	2
图 3: 公司净利润及增速	2
图 4: 2014 年公司收入构成	2
图 5: 公司毛利率和净利率	2
图 6: 2011-2014 年研发费用及占营业收入比例	3
图 7: 公司发行前股权结构	3
图 8: 2005-2014 年中国网民规模和互联网普及率	4
图 9: 2011-2018 年中国网络经济市场规模及预测	4
图 10: 2011-2018 年中国网络游戏市场规模及预测	4
图 11: 2011-2018 年中国网络游戏市场规模结构	4
图 12: 2012-2018 年中国网络广告市场规模及预测	5
图 13: 2012-2018 年中国搜索引擎市场规模及预测	5
图 14: 互联网娱乐平台行业产业链	6
图 15: 2013 年上网服务场所游戏更新软件状况	6
图 16: 顺网科技主营业务收入结构	7
图 17: 顺网科技与盛天网络营收增长率对比	7
图 18: 顺网科技与盛天网络毛利率对比	7
图 19: 顺网科技与盛天网络净利率对比	7
图 20: 2014 年公司主要客户销售金额（百万元）	9
图 21: 2014 年公司主要客户销售金额占比	9

表 目 录

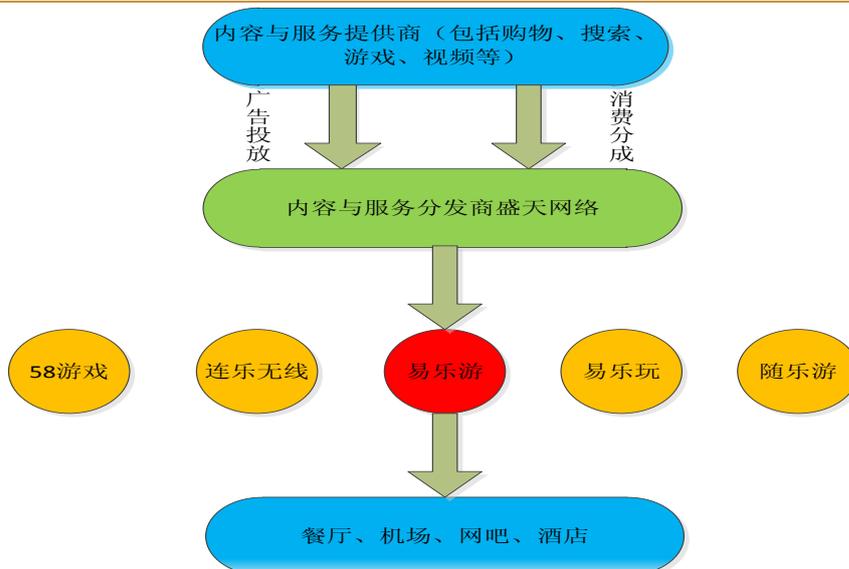
表 1: 公司核心技术	8
表 2: 募投项目概况	10
表 3: 分产品收入及毛利率	12
附表: 财务预测与估值	13

1 公司概况：专业的互联网娱乐平台运营商

公司主要从事互联网娱乐平台的设计、开发、推广和基于此平台上的网络广告推广及互联网增值服务，以及游戏联合运营业务。公司一直坚持技术和产品创新，不断深化互联网娱乐平台定位，丰富产品体系，深挖互联网娱乐产业链的机会，在研发运营已有产品的同时，另已开发出连乐无线、易乐玩、随乐游等产品，产品已上线并仍在不断改善。

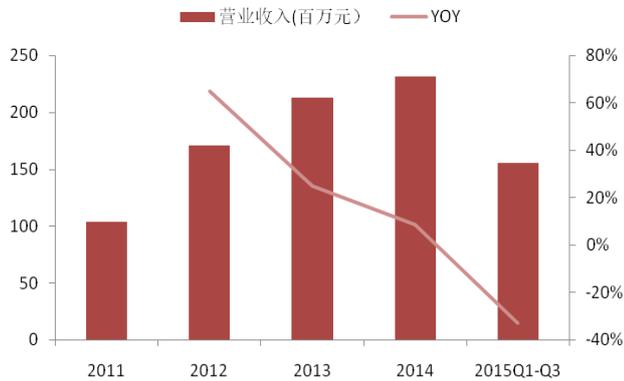
公司针对网吧渠道设计推出的“易乐游网娱平台”产品，在网络娱乐内容高效管理、网络游戏自动更新、系统与数据安全、操作系统管理等方面都确立了自己的行业地位。目前公司依靠精心甄选、统一培训，覆盖完善的渠道商网络，已为约 50000 家网吧提供了优秀的产品与解决方案。通过遍布全国的网吧计算机终端，抢占互联网入口，为互联网网民提供经过精心筛选编辑的互联网内容与服务。同时，借助于公司庞大的终端覆盖，为游戏运营商、搜索引擎商、网络零售商等众多网络客户提供了广告发布、业务推广等服务，实现互惠互利的双赢格局。

图 1：公司主营业务及产品

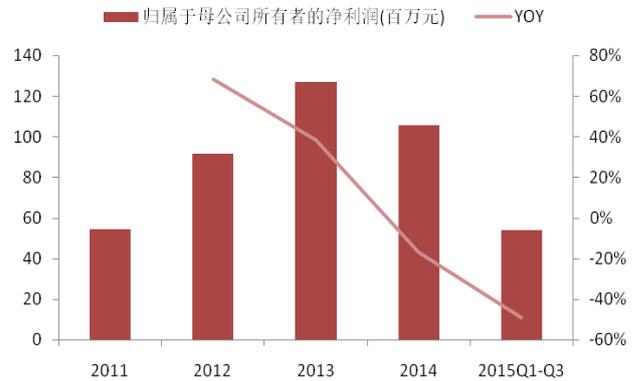


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司经营业绩：2011-2014 年，盛天网络营业收入分别为 1.0、1.7、2.1、2.3 亿元，年均复合增长率为 30.9%；归母净利润分别为 0.5、0.9、1.3、1.1 亿元，年均复合增长率为 24.9%；2015 年前三季度实现营业收入 1.6 亿元，归母净利润 0.5 亿元。

图 2: 公司营业收入及增速


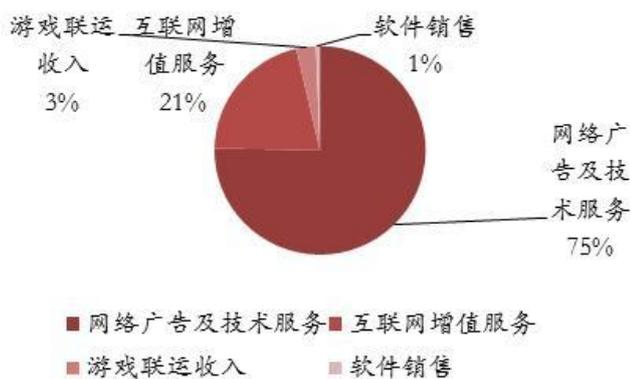
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 3: 公司净利润及增速


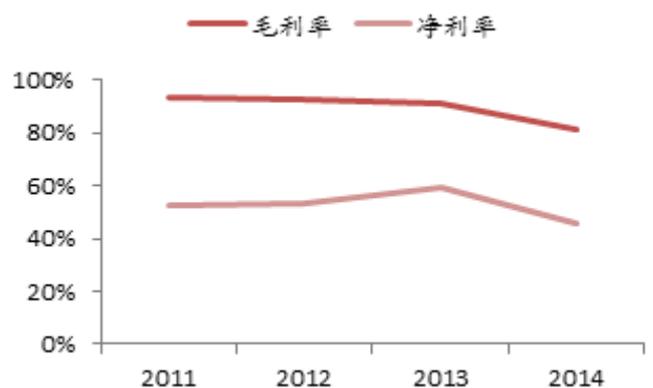
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司主要经营模式包括: 软件销售模式, 互联网广告及技术服务模式, 互联网增值服务模式, 游戏联合运营模式以及采购模式。公司主营业务收入划分为网络广告及技术服务收入、互联网增值服务收入、软件销售收入、游戏联运收入和其他收入, 其中: 网络广告及技术服务是公司收入的主要来源, 2014 年占主营业务收入的比重约为 75%, 其次为互联网增值服务, 占主营业务收入比重为 21%, 游戏联运业务是公司 2014 年起开展的新业务, 占营业收入比为 3%, 软件销售收入和其他收入分别占主营业务收入的比重为 0.6%和 0.4%。

公司 2011-2013 年综合毛利率维持在 90%以上, 这跟公司业务以及所处行业特性相关, 能够作为营业成本核算的只有少量与业务运营直接相关的支出, 其他大量的研发支出在管理费用中核算, 表现为公司毛利率较高。2014 年公司综合毛利率下降到 81.2%, 主要是因为当期互联网增值服务业务成本升高, 以及新增的游戏联运业务毛利率相对于原有业务的毛利率略低而导致的。2011-2014 年, 公司净利率较为稳定, 分别为 52.5%、53.6%、59.5%、45.6%。

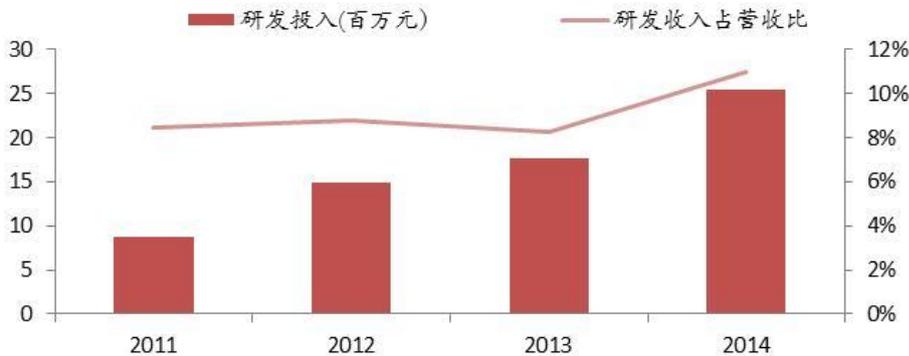
图 4: 2014 年公司收入构成


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 公司毛利率和净利率


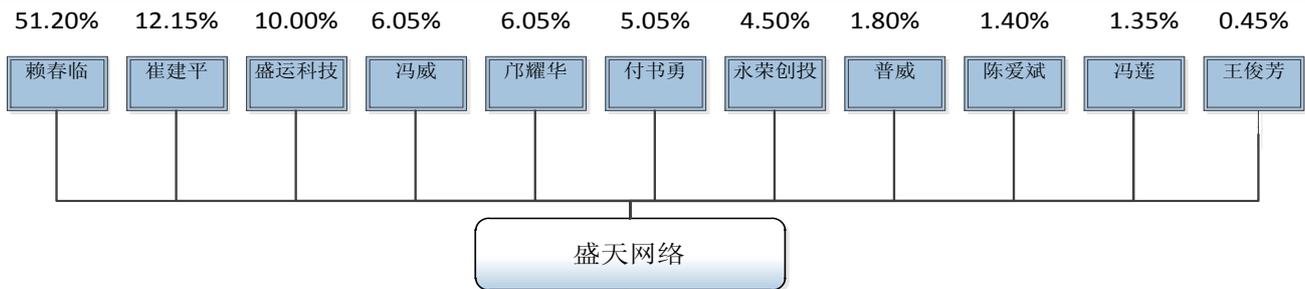
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

作为一家技术驱动型企业, 公司一直重视互联网技术的发展动态, 重视产品的新技术研发、投入, 以保持公司在激烈的市场竞争中处于技术领先水平, 维持公司的市场竞争优势。

图 6: 2011-2014 年研发费用及占营业收入比例


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司控股股东及实际控制人为赖春临, 本次股票发行前, 持有公司 51.20% 股份, 2011 年 11 月至今任公司董事长兼总经理。

图 7: 公司发行前股权结构


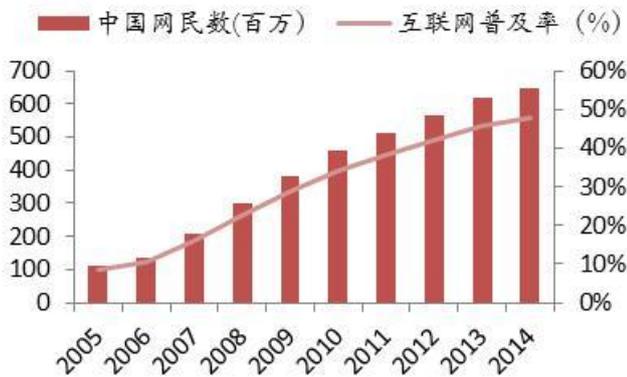
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2 互联网行业应用多元化, 驱动公司内生增长

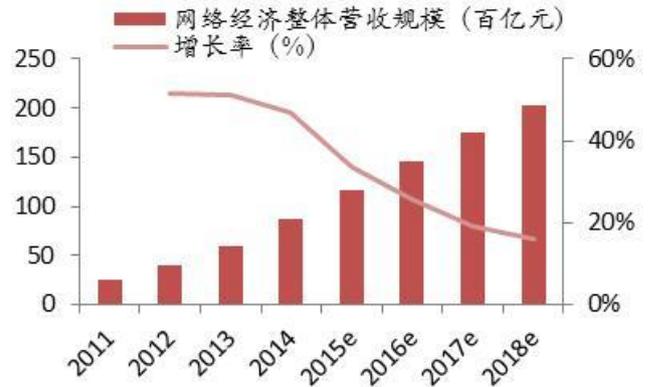
2.1 互联网应用日趋丰富

我国互联网行业规模整体呈现增长形势, 行业应用方式日趋丰富。根据中国互联网络信息中心 (CNNIC) 2015 年 1 月发布的《第 35 次中国互联网络发展状况统计报告》显示, 截至 2014 年 12 月, 我国网民规模达到 6.5 亿, 全年共计新增网民 3117 万人, 互联网普及率为 47.9%, 较 2013 年底提升了 2.1 个百分点。我国互联网应用已呈现多元化局面, 各种形式的网络应用产品亦不断涌现。网络应用呈现出游戏、音乐、视频、购物、网上支付等多样化的发展形势。

互联网行业整体的发展趋势是公司未来经营发展的基础。根据艾瑞咨询 2015 年发布的统计数据, 2014 年度中国网络经济整体规模达 8706.2 亿元, 其中, PC 网络经济营收规模为 6377.3 亿元, 营收贡献率为 74.4%, 移动网络经济营收规模为 2228.9 亿元, 营收贡献率为 25.6%, 移动互联网对整体网络经济的营收贡献率进一步提升。未来几年, 网络经济将继续保持平稳较快增长, 互联网的快速普及、网络应用的丰富助推了我国互联网行业的快速发展。

图 8: 2005-2014 年中国网民规模和互联网普及率


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

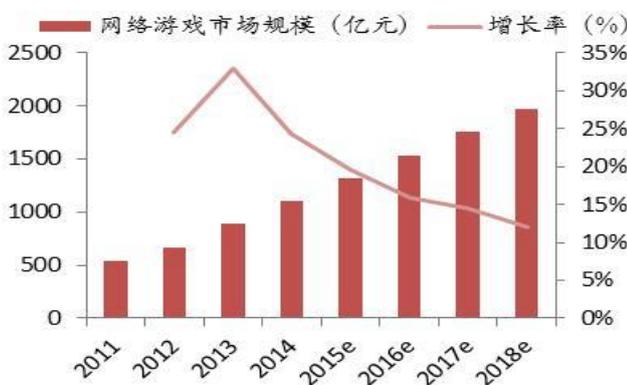
图 9: 2011-2018 年中国网络经济市场规模及预测


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

网络游戏市场

公司的广告和技术服务收入主要来自网络游戏厂商, 该行业未来的增长速度和发展趋势对公司业绩进一步增长至关重要。近年来, 随着我国网络游戏经营环境的不断改善, 网游新品层出不穷, 竞争秩序日趋公平, 经营状况显著好转。随着 PC 和移动端游戏外部条件的提升, 比如网络优化和硬件设备普及率提高, 将有更多的用户参与到网络游戏中; 同时随着人均 GDP 的增长, 用户在网络游戏上的花费也进一步提高, 未来整体网络游戏行业仍然会维持一定增速。根据艾瑞咨询发布的统计数据, 2014 年中国网络游戏行业市场规模首次突破千亿元大关, 达到 1108.1 亿元, 同比增长率为 24.3%。

根据艾瑞咨询统计数据, 从细分市场份额来看, PC 客户端游戏市场依旧是网络游戏产业的核心力量, 目前已经进入市场成熟期, 市场规模占比出现逐年下降趋势; PC 浏览器端游戏进入市场稳定期, 市场规模占比出现缓慢增长趋势, 这将对公司针对网页游戏开发的游戏联运平台-易乐玩带来创收保障; 而移动端游戏进入快速市场快速发展期, 市场规模占比出现快速增长趋势。随着国内游戏载体软硬件设备的不断优化以及移动网络运行速度的提高, 未来移动端游戏的市场份额占比或将逐年扩大, 这将对公司针对移动游戏领域开发的新产品-随乐游-带来一定的商业和发展机遇。

图 10: 2011-2018 年中国网络游戏市场规模及预测


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 11: 2011-2018 年中国网络游戏市场规模结构


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

➤ 网络广告市场

根据艾瑞咨询发布的统计数据, 2014年中国网络广告市场规模达到 1540 亿元, 同比增长 40%, 增速较去年小幅下降。网络广告市场中各个网络媒体细分领域表现各异, 一些传统领域呈现出成熟态势下的增速放缓, 一些领域在新的广告技术与广告形式共同驱动下, 迸发出强劲的增长势头。

2013 年网络游戏广告投放金额达到 16.7 亿元, 投放天次达到 61 万次, 广告主数量达到 416 个。随着网络游戏行业的持续增长, 网络游戏广告投放金额将保持增长。公司的网络广告及技术服务收入主要来自游戏厂商的广告投放, 随着网络游戏市场规模的快速发展, 各游戏厂商的推广预算会相应提高, 而公司亦将从行业增长趋势中受益。

➤ 搜索引擎市场

公司的互联网增值服务收入主要来自互联网搜索引擎企业的搜索流量变现收入。2014 年中国搜索引擎市场规模为 599.6 亿元, 同比增长 51.9%, 较去年有较大幅度回升。未来中国搜索引擎市场仍将以较快的幅度增长, 到 2018 年市场规模预计将达到 1676.4 亿元。2014 年全年中国搜索引擎企业收入市场结构中, 百度占比 81.8%, 整体而言, 与 2013 年相比, 2014 年搜搜退出市场竞争, 此外除谷歌份额有所收缩之外, 百度、搜狗、360 搜索的份额均呈上升态势。

2014 年度, 盛天网络向百度提供互联网增值服务、网络广告及技术服务获得的收入占营收总量的 21.0%, 搜索引擎市场规模的扩大, 尤其是百度搜索市场份额的进一步扩大将对公司互联网增值服务收入提供创收保障。

图 12: 2012-2018 年中国网络广告市场规模及预测



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 13: 2012-2018 年中国搜索引擎市场规模及预测



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

2.2 娱乐平台市场格局趋于稳定

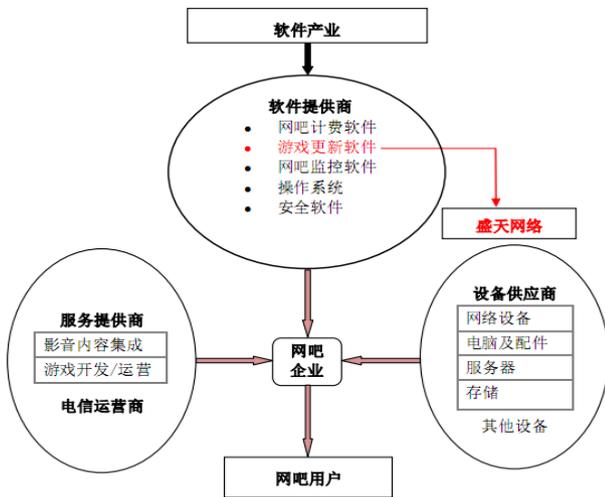
互联网娱乐平台是指能够将海量互联网娱乐内容汇聚一起, 进行组织、管理、分发且能及时更新的推向通过网吧、酒店等公众场所上网的计算机终端, 使网民能够安全、便捷地享受到各种娱乐内容的个性化平台产品。目前网吧行业是互联网娱乐平台应用最多的领域, 随着我国经济的发展和国民消费能力的提高, 对娱乐内容需求的群体和领域要求亦会越来越

越广，比如酒店、咖啡馆等各类公众上网场所在向消费者提供 WiFi 接入口的同时，消费者对网络内容与服务汇聚一站式入口的需求也会逐渐增大。

互联网娱乐平台行业的客户主要是各类互联网娱乐内容提供者，包括网络游戏、网络音乐、网络视频等运营商，同时本行业企业还需要采购相关硬件和软件设备支撑平台的建设和运营，以及通过基础电信运营商和互联网服务提供商 (ISP) 提供网络接入服务；互联网娱乐平台的用户主要包括网吧、酒店等互联网应用渠道以及作为最终用户群体的互联网网民。

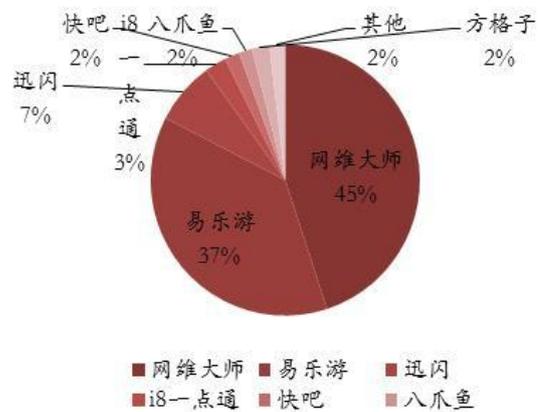
目前从产品竞争格局来看已趋于稳定，新的竞争对手想要重构目前的竞争格局比较困难，尤其是杭州顺网科技、湖北盛天网络、上海新浩艺 (已于 2013 年 12 月被顺网科技收购) 这三家公司在竞争排名中的地位占据绝对优势，网吧娱乐平台产品未来的竞争格局发展不会有太大的变化 (注：网维大师和迅闪分别为顺网科技和新浩艺的网吧游戏更新软件)。

图 14: 互联网娱乐平台行业产业链



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

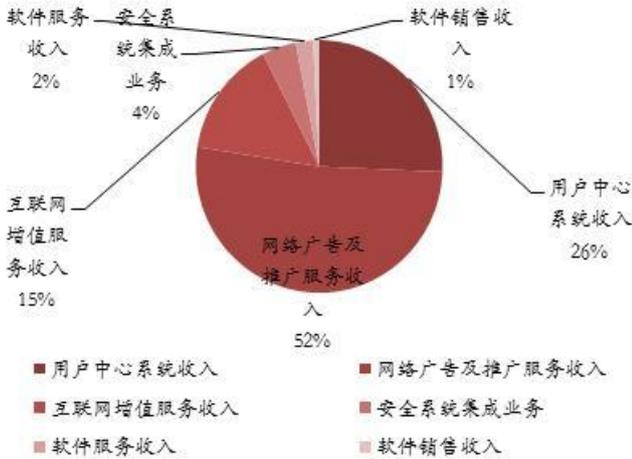
图 15: 2013 年上网服务场所游戏更新软件状况



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

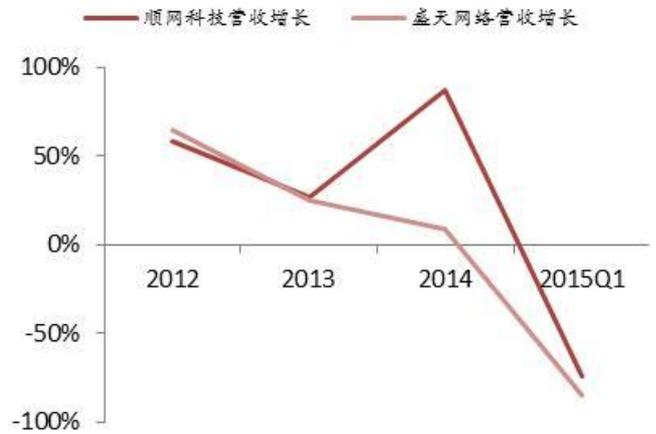
我们将盛天网络与顺网科技从以下几个方面进行对比：1) 从主营结构来看，盛天网络与顺网科技的第一大主营业务收入都为网络广告及推广服务收入，占比分别为 75% 和 52%，互联网增值业务分别占比为 21% 和 15% 也极为相近，不同的是顺网科技的收入结构中还有占比较大的是用户中心系统收入，占到 26%。2) 从财务数据来看，盛天网络 2013 年之后的营收增速略低于顺网科技，毛利率方面公司近几年均高于顺网科技，净利率方面同样也是公司在近几年的表现较好。3) 从业务拓展来看，盛天网络主打互联网娱乐平台，主推产品为“易乐游”，近几年公司逐渐从网吧服务向多元化的互联网业务发展，包括网络广告，网络游戏，搜索引擎等互联网增值服务；顺网科技的成长模式同样是以互联网娱乐平台起家，以“网维大师”牢牢占据网吧市场，同时陆续推出星传媒、顺网游戏、云海桌面等产品完成互联网的多元化经营。

图 16: 顺网科技主营业务收入结构



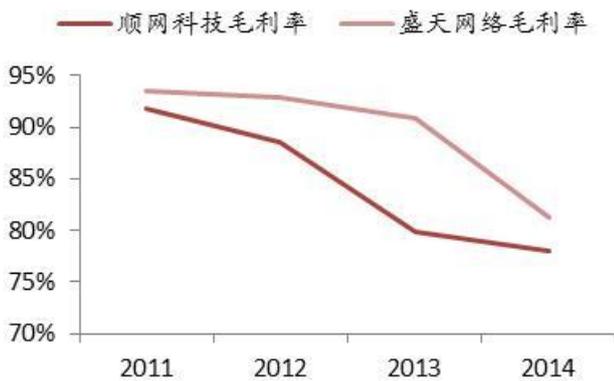
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 顺网科技与盛天网络营收增长率对比



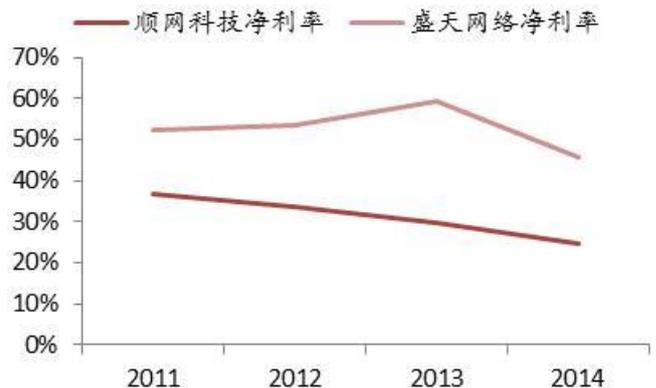
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 顺网科技与盛天网络毛利率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 顺网科技与盛天网络净利率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 公司竞争优势显著

➤ 技术实力雄厚

公司拥有一系列具有自主知识产权的数字内容传输、分发与汇聚相关的关键技术, 公司通过各种互联网入口, 为互联网网民提供经过精心筛选编辑的互联网内容与服务。目前公司的平台与软件产品正逐步打破场所限制, 覆盖越来越广泛的互联网网民。

公司坚持自主研发, 并已申请多项专利及拥有多项软件著作权。本公司的技术优势体现在磁盘还原保护核心、磁盘缓存管理核心、EYOONET 数据分发引擎、通用虚拟盘服务端核心、通用虚拟盘客户端核心、VirtualSCSI 虚拟硬盘核心、UDPX 数据传输协议等具体技术上。

表 1: 公司核心技术

核心技术名称	功能特点	技术来源	对应专利或著作权
磁盘还原保护核心	可对指定硬盘分区进行还原保护,保护数据不被非法或意外修改, 并支持保护状态下的选择性穿透更新	原始创新	专利: 一种直接更新硬盘数据的方法 著作权: 贝壳磁盘保护系统、易游网娱平台整合版软件、易乐游网娱平台
磁盘缓存管理核心	利用系统物理内存或辅助闪存介质,对磁盘 I/O 访问进行缓存,可有效增强磁盘服务的性能	原始创新	著作权: CacheX 缓存管理系统、易游网娱平台整合版软件、易乐游网娱平台
EYOONET 数据分发引擎	可将数据快速同步分发到各个终端节点	原始创新	著作权: EYOONET 数据分发系统、易游网娱平台整合版软件、易乐游网娱平台、EYOONET 数据分发系统
设备预配置	可在系统启动时自动侦测客户机系统板卡和周边设备,自动安装和配置相应的设备驱动程序	原始创新	著作权: 易游网娱平台整合版软件、易乐游网娱平台、无盘工作站 PNP 管理系统
网络过滤核心	在核心防火墙级别上抵御 ARP 欺骗和流量攻击,可监控网络流量,支持 IP 地址与端口屏蔽	原始创新	著作权: 易游安全中心内网安全管理系统、易游网娱平台整合版软件、易乐游网娱平台
驱动过滤核心	识别和拦截恶意驱动程序的加载运行,与硬盘还原保护程序结合后能提高系统的安全性	原始创新	著作权: 易游安全中心内网安全管理系统、易游网娱平台整合版软件、易乐游网娱平台
通用文件系统解析引擎	可解析和读写任意介质上的常规文件系统	原始创新	著作权: 易乐游网娱平台、无盘工作站 PNP 管理系统
硬件监控核心	检测并报告系统的硬件配置信息,并可实时监控硬件的运行状态	原始创新	著作权: 易乐游网娱平台
通用虚拟盘服务端核心	支持多种虚拟盘源介质,可绑定多种传输层协议,支持多客户大吞吐量并发访问,完善的热备和负载均衡能力	原始创新	著作权: VdiskX 网络虚拟存储系统、易游网娱平台整合版软件、易乐游网娱平台、VdiskX 网络虚拟存储系统、易乐游用户磁盘系统
通用虚拟盘客户端核心	支持多种虚拟盘源介质,内建完善的读写缓存管理,可绑定多种传输层协议,并支持热备和负载均衡	原始创新	著作权: VdiskX 网络虚拟存储系统、易游网娱平台整合版软件、易乐游网娱平台、VdiskX 网络虚拟存储系统、易乐游用户磁盘系统
VirtualSCSI 虚拟硬盘核心	虚拟化仿真符合 SCSI 规范的物理硬盘	原始创新	著作权: 易游网娱平台整合版软件、易乐游网娱平台
MGTP 数据传输协议	基于 UDP 的多路汇聚传输协议,可靠的连接与传输控制,可同时利用多个网卡通道进行并发传输,特别适合局域网环境下的大吞吐量高速传输需求	原始创新	著作权: 易乐游网娱平台、VdiskX 网络虚拟存储系统
UDPX 数据传输协议	基于 UDP 的单端口多路回话传输协议,可靠的连接与传输控制,链路自适应,具备良好的 NAT/防火墙创投能力	原始创新	著作权: EYOONET 数据分发系统、EYOONET 数据分发系统
TCPX 数据传输协议	基于 TCP 的多路会话传输协议,可靠的连接与传输控制,并具备面向消息的传输特性	原始创新	著作权: EYOONET 数据分发系统

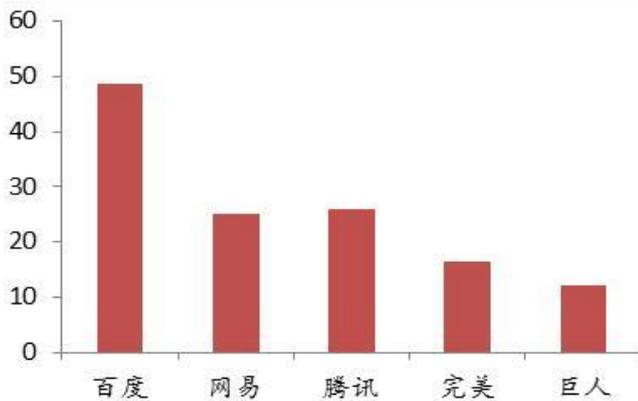
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

➤ 市场及品牌优势

公司主要从事互联网娱乐平台的设计、开发、推广和基于此平台上的网络广告推广及互联网增值服务，以及游戏联合运营业务，是国内领先的网络内容与服务聚合平台运营商之一。目前网吧市场中使用的互联网娱乐平台产品有杭州顺网科技的网维大师、盛天网络的易乐游网娱平台、上海新浩艺的迅闪以及其它企业的同类产品。公司在网吧娱乐平台市场份额居于前列，根据《2013年互联网上网服务行业年度报告》，公司互联网娱乐平台产品（报告中所述的游戏更新软件）在网吧市场占有率市场排名第二位（占37.7%），第一位是顺网科技（占45.1%）。在无盘市场中占有率为35.3%，位居行业第一位。

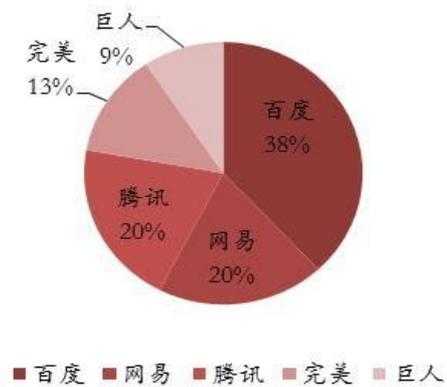
布局规模网吧，整体优势明显。在用户构成层面上，使用易乐游的用户多为具有一定规模的网吧，这些网吧借助易乐游的良好性能，大幅度降低了网络及硬件上的高新技术应用门槛。国内的诸多一线游戏运营商如腾讯、盛大网络、网易、完美等均与公司建立了密切的合作关系，并长期利用公司先进的数字内容分发和活动运营能力对其旗下产品进行推广。随着公司市场的不断拓展，易乐游已成为国内重要的互联网内容传播平台之一。

图 20：2014 年公司主要客户销售金额（百万元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 21：2014 年公司主要客户销售金额占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

专业的渠道建设，稳定的渠道团队。公司经过多年的积累，在网吧行业树立起了良好的品牌形象。在渠道服务方面，公司提供专人专员跟踪服务。公司根据客户需求提供现场的技术支持、技术培训、实地网吧协助安装等工作；对渠道客户提出的疑难问题进行测试并给予回复；通过对渠道客户技术人员的定期回访，帮助渠道解决技术问题；定期回访样板网吧，以保证其整体效果。设立专门的渠道销售部门，对合作伙伴的经营策略、业务拓展、人员管理等方面提供支持和指导，帮助合作伙伴成长壮大。

➤ 产品及服务优势

以用户出发构建产品体系，提升网吧服务黏性。公司从用户角度出发，通过为网吧玩家提供有别于竞争对手的服务体验，增强他们对易乐游平台的认同和依赖。公司利用客户的优势资源，推出了 58Game 网站，向网吧、网吧玩家提供各类游戏活动、网游赛事组织、玩家论坛等功能；公司推出了 58 页游平台，为网吧玩家提供优秀页游作品的聚合平台；公司还推出了解决玩家在线消费需求的新型购物导航平台 58gou。易乐游网娱平台产品及人才优势多种延伸网站的运营丰富了公司的产品体系，提升了网吧客户的消费黏性。

完善的服务体系。公司拥有专业化的技术团队和全面的服务通道，除了遍布全国的本地化现场技术服务网络，还为渠道和客户提供 7*16 小时的免费在线售后技术支持，及时、高效、热情、周到的服务满足渠道和网吧用户需求，实时反馈，做到有求必应、有问必答，为用户提供快速、高效的服务体验。

4 募投项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 3000 万股 A 股股票，占发行后总股本的 25%，募集资金约 4.76 亿元，本次募集资金拟主要投资于易乐游网娱平台升级项目、商用 WIFI 系统项目、移动内容分发平台项目、用户中心建设项目和创新研究院项目。

公司现有主营产品易乐游的市场占有率由 2011 年的 29.5% 提升到 2013 年的 37.7%，公司承诺将通过不断的优化产品升级、不断进行技术创新以及加大渠道市场开拓能力，增强易乐游产品的核心竞争力，稳固现有业务发展规模，努力进一步拓宽市场份额，提升公司业绩，尽早填补被摊薄的即期回报。

表 2: 募投项目概况

序号	项目名称	实施主体	项目总投资（万元）	募投资金投入总额（万元）	建设期（年）
1	易乐游网娱平台升级项目	盛天网络	13490	13490	3
2	商用 WIFI 系统项目	盛天网络	14452	14452	4
3	移动内容分发平台项目	盛天网络	5447	5447	3
4	用户中心建设项目	盛天网络	5320	5320	3
5	创新研究院项目	盛天网络	3902	3902	2
6	其他与主营业务相关的营运资金项目	盛天网络	5000	5000	-
合计			47611	47611	-

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司本次募集资金投资项目是公司在对互联网行业发展趋势、以及网络娱乐需求的前景分析后，结合现有核心技术与经营模式的情况具体制定的，是公司现有业务的提升和扩充。通过对易乐游网娱平台的升级，更好的满足网吧行业在操作系统管理、内容与服务管理以及安全管理方面的需求；在移动互联网使用率不断提升且基于移动互联流量入口的广告价值也不断提升的情况下，通过对商用 WIFI 系统项目的建设，拓宽公司盈利点；在移动互联网高速发展、用户对移动应用内容需求日益增长的背景下，通过对移动内容分发平台的建设，丰富广大网民的娱乐生活的同时，推动公司进一步发展。通过对用户中心项目的建设，可加强客户的个性化服务，优化现有产品，维持用户的高黏着性。通过对创新研究院的建设，可应对随着公司研发人员的增加而对一个相对完整、集中的研发办公和试验环境的需求，且有利于吸引更多的人才，提高企业自主研发、自主创新和综合决策能力，进一步提升公司的整体实力。

5 盈利预测与投资建议

假设 1: 网络广告及技术服务收入预测: 自 2013 年底公司主要竞争对手顺网科技收购新浩艺后, 持续对公司的广告收入造成影响。2015 年, 受部分客户广告投放减少的影响, 公司网络广告及技术服务收入较上年同期下降, 公司未来将继续通过加强市场推广与合作, 并适时采取并购手段提升能力等措施来应对这一不利因素, 我们预计 15-17 年公司该项业务的收入增长率为-10%、10%、15%。

假设 2: 互联网增值服务收入预测: 公司互联网增值业务收入部分来自合作伙伴的互联网流量, 与其合作是双向选择关系。2014 年度公司为了提高互联网增值服务价值, 支付给具有互联网推广渠道资源的合作方的网络推广服务费较多, 互联网增值服务收入在 2014 年实现较大的增幅, 2015 年 1 季度, 部分上游客户贡献给公司的流量有所减少, 导致公司一季度互联网增值业务收入同比下降 40.5%。该部分收入在 4 月份开始恢复到去年同期水平, 该部分收入未来仍可能有较大波动。我们预计 15-17 年公司该项业务收入增长率分别为 10%、15%、25%。

假设 3: 游戏联运收入预测: 公司的游戏联运收入是 2014 年新增加的收入类别, 是基于公司新开发的易乐玩平台所产生, 2014 年游戏联运收入占当年度营业收入的 3%, 公司 2015 年 1 季度游戏联运收入同比增加了 305.9%, 绝对额增加了 244.4 万元。该部分收入较 2014 年 4 季度环比增长 108.5%。虽然增长较快, 该新业务规模性地提升公司业绩尚需要时日。我们预计 15-17 年该项业务收入增长率分别为 25%、20%、20%。

假设 4: 软件销售收入预测: 软件销售业务自 2013 年起收入增长率持续下降, 2014 年占营业收入比例为 1%, 收入增长率为-28.1%, 我们预计该项业务 15-17 年收入增长率分别为-10%、5%、5%。

假设 5: 其他收入预测: 其他收入包括网吧服务收入和智能路由器设备销售收入, 2014 年仅占营业收入的 0.44%。公司目前的设备销售主要是为了能快速获取用户, 提高用户覆盖率, 暂不会作为盈利来源, 我们预计该项业务 15-17 年增长率为 15%、15%、15%。

假设 6: 毛利率预测: 公司 2012-2014 年软件收入、广告及技术服务收入和互联网增值服务收入合并计算的毛利率分别为 92.9%、90.8%及 82.4%。2014 年毛利率较前两年下降较多主要是因为: 1) 2014 年度公司为了提高互联网增值服务价值, 支付给具有互联网推广渠道资源的合作方的网络推广服务费较多, 该部分费用直接与收入相关, 计入主营业务成本, 因此整体上拉低了毛利率。2) 2014 年新增的游戏联运业务因需要向合作方支付分成, 毛利率为 56.4%, 低于原有业务毛利率, 因此总体上公司综合毛利率下降。

网络广告及技术服务的毛利率近几年比较稳定, 我们假设 15-17 年毛利率分别为 88%、89%、90%; 互联网增值服务 14 年毛利率下降较多, 我们预计 15 年会有提升, 15-17 年毛利率分别为 69%、70%、71%; 游戏联运收入 15-17 年毛利率均为 55%; 软件销售 15-17 年毛利率均为 90%; 其他收入 15-17 年毛利率分别为-10%、5%、5%。

表 3: 分产品收入及毛利率

单位: 百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
网络广告及技术服务	收入	173.76	156.38	172.02	197.83
	增速	-4.26%	-10.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	-	88.00%	89.00%	90.00%
互联网增值服务	收入	48.54	53.40	61.40	76.76
	增速	64.35%	10.00%	15.00%	25.00%
	毛利率	-	69.00%	70.00%	71.00%
游戏联运收入	收入	6.94	8.68	10.42	12.50
	增速	-	25.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	56.43%	55.00%	55.00%	55.00%
软件销售	收入	1.44	1.29	1.36	1.42
	增速	-28.05%	-10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-	90.00%	90.00%	90.00%
其他收入	收入	1.02	1.18	1.35	1.56
	增速	845.29%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	-14.10%	-10.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	231.71	220.93	246.55	290.06
	增速	8.72%	-4.65%	11.60%	17.65%
	毛利率	81.20%	81.60%	82.38%	83.01%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 2.2 亿元、2.5 亿元和 2.9 亿元, 归属于母公司净利润分别为 0.9 亿元、1.1 亿元和 1.3 亿元, EPS 分别为 0.77 元、0.90 元、1.07 元。参照可比公司顺网科技的估值水平, 考虑到公司的成长性, 我们给予公司 2015 年 90-100 倍市盈率, 对应合理询价区间为 69.3 元-77.0 元。

6 风险提示

国内网吧市场小幅萎缩的风险; 资产、业务规模扩张引致的管理风险; 募投项目建设进度或低于预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	231.71	220.93	246.55	290.06	净利润	105.62	92.98	107.80	128.94
营业成本	43.56	40.65	43.45	49.29	折旧与摊销	5.24	6.39	7.85	8.47
营业税金及附加	3.33	2.21	3.70	4.35	财务费用	-2.84	-2.12	-3.46	-3.82
销售费用	27.76	37.56	36.98	43.51	资产减值损失	1.83	0.25	3.00	4.00
管理费用	41.16	39.77	44.38	52.21	经营营运资本变动	-17.29	12.04	6.35	-6.09
财务费用	-2.84	-2.12	-3.46	-3.82	其他	4.22	-0.93	-3.86	-2.86
资产减值损失	1.83	0.25	3.00	4.00	经营活动现金流净额	96.78	108.62	117.68	128.65
投资收益	0.00	0.05	0.00	0.00	资本支出	1.60	-70.00	-30.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-10.28	0.19	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8.68	-69.81	-30.00	-10.00
营业利润	116.90	102.66	118.50	140.52	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.81	3.00	4.00	6.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	118.71	105.66	122.50	146.52	股权融资	45.00	476.11	0.00	0.00
所得税	13.09	12.68	14.70	17.58	支付股利	-45.00	-37.51	-33.02	-38.28
净利润	105.62	92.98	107.80	128.94	其他	-44.18	2.12	3.46	3.82
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-44.18	440.72	-29.56	-34.47
归属母公司股东净利润	105.62	92.98	107.80	128.94	现金流量净额	43.92	479.52	58.12	84.18
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	183.51	663.03	721.15	805.33	成长能力				
应收和预付款项	56.17	49.06	44.13	51.92	销售收入增长率	8.72%	-4.65%	11.60%	17.65%
存货	0.87	0.81	0.87	0.99	营业利润增长率	-16.60%	-12.18%	15.43%	18.58%
其他流动资产	6.57	6.14	6.85	8.06	净利润增长率	-16.65%	-11.96%	15.94%	19.61%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-16.00%	-10.36%	14.92%	18.14%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	55.79	119.55	141.86	143.54	毛利率	81.20%	81.60%	82.38%	83.01%
无形资产和开发支出	1.12	0.98	0.84	0.71	三费率	28.52%	34.04%	31.60%	31.68%
其他非流动资产	4.87	4.85	4.84	4.82	净利率	45.58%	42.09%	43.72%	44.45%
资产总计	308.91	844.43	920.53	1015.36	ROE	37.75%	11.46%	12.16%	13.20%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	34.19%	11.01%	11.71%	12.70%
应付和预收款项	18.26	22.92	23.55	26.29	ROIC	95.25%	63.12%	57.72%	63.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	51.49%	48.40%	49.84%	50.05%
其他负债	10.84	10.12	10.81	12.25	营运能力				
负债合计	29.10	33.04	34.37	38.54	总资产周转率	0.84	0.38	0.28	0.30
股本	90.00	120.00	120.00	120.00	固定资产周转率	4.09	3.53	3.37	3.99
资本公积	10.98	457.09	457.09	457.09	应收账款周转率	4.31	3.74	4.72	5.41
留存收益	178.82	234.30	309.08	399.74	存货周转率	96.70	48.17	51.67	53.15
归属母公司股东权益	279.80	811.39	886.17	976.82	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	97.91%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	279.80	811.39	886.17	976.82	资产负债率	9.42%	3.91%	3.73%	3.80%
负债和股东权益合计	308.91	844.43	920.53	1015.36	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.52	21.83	22.56	22.54
					速动比率	8.49	21.81	22.54	22.52
					股利支付率	42.61%	40.34%	30.63%	29.69%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	119.29	106.94	122.89	145.18	每股收益	0.88	0.77	0.90	1.07
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.33	6.76	7.38	8.14
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.81	0.91	0.98	1.07
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.38	0.31	0.28	0.32
EV/EBITDA	-1.58	-6.24	-5.91	-5.58					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn