



300113.CH

买入

原评级: 未有评级

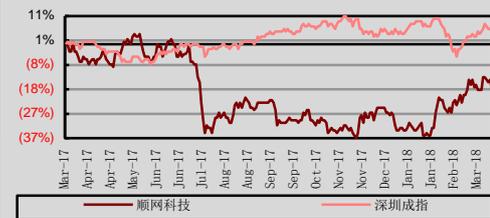
市场价格: 人民币 22.50

板块评级: 增持

本报告要点

- 《绝地求生》带来公司广告业务和平台业务回暖。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	21.8	6.3	11.8	(22.4)
相对深证成指	23.0	0.4	11.3	(26.4)

发行股数(百万)	694
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	10,412
3个月日均交易额(人民币 百万)	595
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
华勇	42

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年3月16日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 互联网传媒

刘昊涯

(8621)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080006

顺网科技

顺应《绝地求生》热潮, 网罗流量爆发红利

顺网科技成立于2005年, 并于2010年在深交所挂牌上市。公司是国内最大的网吧管理系统运营开发商, 目前已经形成了以网吧广告推广、休闲游戏平台为主, 搜索服务、网络安全、展会等业务为辅的泛娱乐业务综合体。2017年下半年以来, 公司顺应爆款端游《绝地求生》热潮, 在网吧流量回升的行业趋势下积极拓展新业务形态, 变更广告投放方式, 业绩有望持续回升。我们给予公司首次“买入”评级, 目标价29元。

支撑评级的要点

- 公司是国内最大的网吧管理系统运营商。近年来, 公司通过外延并购整合, 市场份额持续提升, 2016年公司网吧管理系统市场份额超40%, 支付系统市场份额超60%, 稳居行业第一, 覆盖终端总数超10万台, 累计网吧用户量近一亿人。
- 近年来在网吧转型发展变革下, 网吧流量持续回升。网吧已经从单一的游戏场所演变为电竞娱乐、影视休闲的全方位休闲娱乐空间。会员制的主流发展模式意味着网吧产业在流量整合变现方面还有广阔的发展空间。网吧系统管理平台具有对非连锁网吧进行会员制整合的潜质, 建立新一代网吧泛娱乐综合平台。
- 全民游戏《绝地求生》带来流量爆发红利。2017年以来, 爆款端游《绝地求生》已经引发全民“吃鸡”浪潮。受此影响, 端游市场规模和网吧流量都有显著提升。公司顺应时势, 一方面积极投放热门游戏广告, 另一方面上线新型游戏增值服务, 方便玩家的《绝地求生》体验。在《绝地求生》国服上线后, 公司有望获得广告流量及收入的回升。

评级面临的主要风险

- 行业变革, 爆款游戏面临政策风险。

估值

- 我们预计公司2018-2019年预计实现净利润6.67、7.6亿元, 对应当前市值的市盈率分别为23倍和21倍; 公司作为网吧管理系统行业龙头公司, 看好其未来在网吧用户商业价值挖掘方面的潜能及市场整合能力, 给予公司2018年30倍估值水平, 目标价29元, 首次给予“买入”评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,022	1,702	1,822	2,147	2,390
变动(%)	57	66	7	18	11
净利润(人民币 百万)	286	521	511	667	760
全面摊薄每股收益(人民币)	0.412	0.759	0.737	0.961	1.096
变动(%)	80.8	84.2	(2.9)	30.4	14.0
全面摊薄市盈率(倍)	54.0	29.7	30.5	23.4	20.5
价格/每股现金流量(倍)	22.4	22.5	63.9	15.2	26.9
每股现金流量(人民币)	1.00	1.00	0.35	1.48	0.84
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.5	22.3	21.5	15.3	13.0
每股股息(人民币)	0.250	0.120	0.111	0.144	0.164
股息率(%)	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

报告内容摘要.....	5
一、公司简介.....	7
核心技术成就网吧集成管理领域领军者.....	9
二、网吧行业分析：从单一游戏场所向娱乐综合体的华丽转身	12
2.1 网吧行业的前世今生.....	12
2.2 网吧行业开启泛娱乐新征程.....	13
2.3 搭上电竞顺风车，端游复苏，网吧行业回暖.....	15
三、《绝地求生》为网吧行业注入新活力	17
3.1 《绝地求生》引发全民“吃鸡”浪潮。.....	17
3.2 《绝地求生》拉动网吧行业强势回暖。.....	18
3.3 直播平台带动全民“吃鸡”，提升网吧流量。.....	19
3.4 《绝地求生》国服花落腾讯，国民游戏征程继续。.....	21
3.5“吃鸡”游戏处于上升通道，网吧行业还将持续利好。.....	22
四、围绕网吧终端资源进行泛游戏衍生布局	23
顺应《绝地求生》热潮，开拓全新业务领域.....	24
未来展望：从ToB到ToC，加深用户体验服务	25
五、盈利预测.....	26

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历程.....	7
图表 2. 公司股权结构.....	7
图表 3. 公司 2010-2017 年营业收入及净利润变化.....	8
图表 4. 公司 2010-2017 年上半年毛利率变化.....	8
图表 5. 公司 2010-2016 年期间费用占比变化情况.....	9
图表 6. 公司 2010-2016 年业务结构变化.....	9
图表 7. 公司网维大师界面示意图.....	10
图表 8. 公司三层更新系统示意图.....	10
图表 9. 2016 年互联网上网服务营业场所收银计费软件状况.....	11
图表 10. 公司主要高管简介.....	11
图表 11. 2009-2013 年我国网吧行业市场规模.....	12
图表 12. 2009-2013 年我国网吧行业用户规模.....	12
图表 13. 2013-2016 年我国网吧数量.....	13
图表 14. 2013-2016 年我国网吧行业收入.....	13
图表 15. 我国网吧行业发展历程.....	13
图表 16. 2016 年主要网吧类型.....	14
图表 17. 2016 年网吧经营类型.....	14
图表 18. 2017 年网吧行业发展大事记.....	14
图表 19. 网吧用户上网行为.....	15
图表 20. 2015-2020 年全球电子竞技收入.....	15
图表 21. 2015-2020 年全球电子竞技观众.....	15
图表 22. 电竞用户学历分布.....	16
图表 23. 电竞用户收入分布.....	16
图表 24. 2015-2019 中国端游电竞市场规模.....	16
图表 25. 2008-2017 年端游销售收入.....	16
图表 26. 绝地求生同时在线玩家数量.....	17
图表 27. 绝地求生 2017 年下半年销量.....	17
图表 28. 《绝地求生》百度搜索指数.....	17
图表 29. 绝地求生发展轨迹.....	18
图表 30. 《绝地求生》对网吧上座率的影响.....	18

图表 31. 《绝地求生》对网吧上网时长的影响.....	18
图表 32. 网吧用户职业分布.....	19
图表 33. 网吧指数 TOP20.....	19
图表 34. 2014-2018 年中国游戏直播用户规模.....	20
图表 35. 2017 年 11 月平台直播游戏占比.....	20
图表 36. 斗鱼直播主播 TOP10.....	20
图表 37. 熊猫直播主播 TOP10.....	20
图表 38. 2018 年春节期间全网 APP 日均活跃用户规模增长最快 TOP20	21
图表 39. 2017 腾讯游戏嘉年华.....	21
图表 40. 部分游戏生命周期.....	22
图表 41. 各类互联网营销平台广告成本估计 (CPM).....	22
图表 42. 公司外延业务一览.....	23
图表 43. 浮云网络 2015-2017H1 经营业绩.....	23
图表 44. 91Y 游戏最新季度运营数据.....	23
图表 45. 汉威信恒所举办的部分展会一览.....	24
图表 46. 核心业务假设数据表.....	26
图表 47. 可比公司估值水平 (2018 年 3 月 16 日收盘价).....	26
损益表(人民币 百万).....	27
资产负债表(人民币 百万).....	27
现金流量表(人民币 百万).....	27
主要比率 (%).....	27

报告内容摘要

顺网科技成立于 2005 年 7 月，主营业务为网吧管理集成系统及互联网娱乐平台建设。公司于 2009 年 12 月完成股改，整体变更为杭州顺网科技股份有限公司，并于 2010 年 8 月在深交所挂牌上市（证券代码：300113.SZ，证券简称：顺网科技）。公司目前是国内市场份额最大的网吧管理集成系统公司，充分发挥公司的市场份额优势，开发游戏类平台建设及衍生增值服务，深度挖掘公司平台商业价值。

公司自 2010 年上市以来，营业收入及净利润增长迅速，年复合增长率分别为 44%和 41.3%；2017 年公司实现营业收入 18.11 亿元，同比增长 6.4%，归母公司净利润 5.11 亿元，同比下滑 1.9%；公司毛利率虽然自上市以来逐年有所回落，但始终保持在 75%以上。

业务结构方面，公司自上市以来，通过不间断外延并购整合，已经形成了以网吧广告推广及休闲游戏平台业务为主，网络搜索业务、展会业务、安全业务及其他游戏增值服务为辅的综合性平台集成业务群。

公司旗下网维大师产品是公司针对网吧渠道设计推出的互联网娱乐平台，通过网维大师，网吧可以实现对网络娱乐内容的整合、分发和管理。公司近年来通过并购整合，网吧管理领域市场份额持续扩张。最新数据显示，网维大师市场份额约为 41.8%，稳居第一，覆盖终端总数超 10 万台，累积网吧用户数量近一亿人，市占率优势极为明显。

行业方面，国内网吧行业在经历了 20 多年的发展，在转型升级的道路上不断跨越，从单纯软硬件升级、场所环境改善，到服务内容、经营模式、发展方向等进行全方位转型，从 2014 年开始，网吧数量重回增长，2014、15、16 年分别达到 14.5、14.6、15.2 万家，同比增速分别为 5.2%、2.8%、4.1%。

连锁化运营正在成为网吧行业的发展新趋势。通过整合会员资源，线上媒体可以借助网吧精准优势深耕视频直播等垂直行业，线下网吧可以利用线上媒体资源拓展业务板块，加快用户消费升级。网吧系统管理者可以通过平台优势，整合非连锁网吧，形成统一高效的会员管理系统，促进网吧之间的无缝对接。使得网吧业主经营自主权不受影响的同时，提升网吧管理水平、经营效率和用户体验，从而吸引更多流量。

目前，中国已经成为了世界最重要的电子竞技市场之一。2017 中国电竞用户规模年达到 2.2 亿人，同比增长高达 30.5%，预计 2018 年将达到 2.8 亿人；网吧是端游的重要入口，也是电子竞技的主战场，在电竞火热和端游复苏的带动下，利用得天独厚的硬件设施、线下社交场景和环境优势，不仅帮助玩家提升战绩，而且方便实时实地交流互动。因此吸引大量玩家涌入。

《绝地求生》正在引发全民“吃鸡”热潮。近半年来，《绝地求生》的用户直线上涨，根据 SteamDB 统计，《绝地求生》同时在线玩家数量历史峰值约 325.7 万人。在销量方面，《绝地求生》更是一路狂飙。该游戏自上线日起就牢牢占据 Steam 收入榜 TOP1，2017 年 3 月 23 日上线到 2017 年 7 月 27 日，销量达 560 万套，平均每月销售 120 万套；进入火爆期之后的三个多月内，新增销量 1440 万套，平均每月新增销量 415 万套。

《绝地求生》由于其游戏的开放性和优质的画面感使得其对电脑配置要求非常高，相比于配置一套耗时长、成本高的装备，绝大部分玩家会优先选择方便快捷的网吧。在此背景下，一二线城市的网吧率先升级机器设备，极大提高了网吧上座率和上网时长。据顺网大数据显示，启动绝地求生终端的网吧，上座率高达 74%，平均上网 8.55 小时，而未启动的上座率仅为 53%，平均上网 6.14 小时，差距可见一斑。

目前绝大多数明星主播都开始进行《绝地求生》的游戏直播。据艾瑞咨询的数据显示，超过 79%的用户都会去观看该游戏的直播。而每个主播都拥有自己的拥趸，用户的不同诉求为主播的多样化提供了空间，因而在多样化推广“吃鸡”游戏的同时也吸引大批新观众、新玩家的加入。可以预见，随着直播行业的持续火爆，“吃鸡”游戏也将持续利好，带动网吧行业流量提升。

2017年11月22日，腾讯官方宣布，正式与PUBG公司达成战略合作，获得《绝地求生：大逃杀》在中国的独家代理运营权，“吃鸡”中国区正式花落腾讯。未来腾讯将继续优化游戏、推出国服、打击外挂、开拓游戏的社交功能，同时与主播、直播平台、网吧、校园、媒体、硬件厂商等不同领域的平台加强合作，从而保证用户粘性的同时吸引更多新用户加入。

而《绝地求生》除了能为网吧带来流量增长，也促进网吧广告业务的强势回暖。与目前热门的互联网公司广告业务单价相比，网吧的广告业务CPM值较低，未来还有较大的提价空间。未来随着越来越多高薪用户的加入，网吧会员管理系统的发展成熟，网吧平台对于品牌广告主的吸引力将不断增强，网吧行业的成长空间将愈加广阔。

近年来，顺网科技始终围绕网吧终端资源进行泛游戏衍生布局，先后投资开发了91Y休闲游戏平台、火马电竞、顺网VR、汉威信恒等游戏电竞众多衍生领域。公司对衍生领域的布局是在对PC终端用户的消费娱乐行为进行大数据分析后，针对用户的消费痛点精准布局，是公司把握海量用户数据后商业价值挖掘的集中体现。

2017年下半年以来，公司围绕《绝地求生》游戏火热的市场形势，积极调整公司业务方向。公司与《绝地求生》海外发行平台STEAM已开展深度合作，成为了目前海外版《绝地求生》CDK及相关商品（如游戏内道具、服饰等）在国内的独家经销商，加强公司在《绝地求生》游戏在国内营销推广的参与度；除了《绝地求生》外，公司开始尝试代理其他热门海外PC端游戏，将其引入公司网吧管理集成平台，丰富公司游戏内容库。

目前公司已经推出了自有游戏加速器——“泡泡加速器”，提升玩家目前的《绝地求生》游戏体验。由于公司已经开始着手代理发行其他热门海外端游，因此即使未来《绝地求生》国服开启，公司的“泡泡加速器”依靠公司网吧游戏平台依旧能维持较长的运营生命周期。

盈利预测方面，我们预计公司2018-2019年预计实现净利润6.67、7.6亿元，对应当前市值的市盈率分别为23倍和21倍；公司作为网吧管理系统行业龙头公司，看好其未来在网吧用户商业价值挖掘方面的潜能及市场整合能力，给予公司2018年30倍估值水平，目标价29元，首次给予“买入”评级。

一、公司简介

顺网科技成立于2005年7月，主营业务为网吧管理集成系统及互联网娱乐平台建设。公司于2009年12月完成股改，整体变更为杭州顺网科技股份有限公司，并于2010年8月在深交所挂牌上市（证券代码：300113.CH，证券简称：顺网科技）。公司目前是国内市场份额最大的网吧管理集成系统公司，充分发挥公司的市场份额优势，开发游戏类平台建设及衍生增值服务，深度挖掘公司平台商业价值。

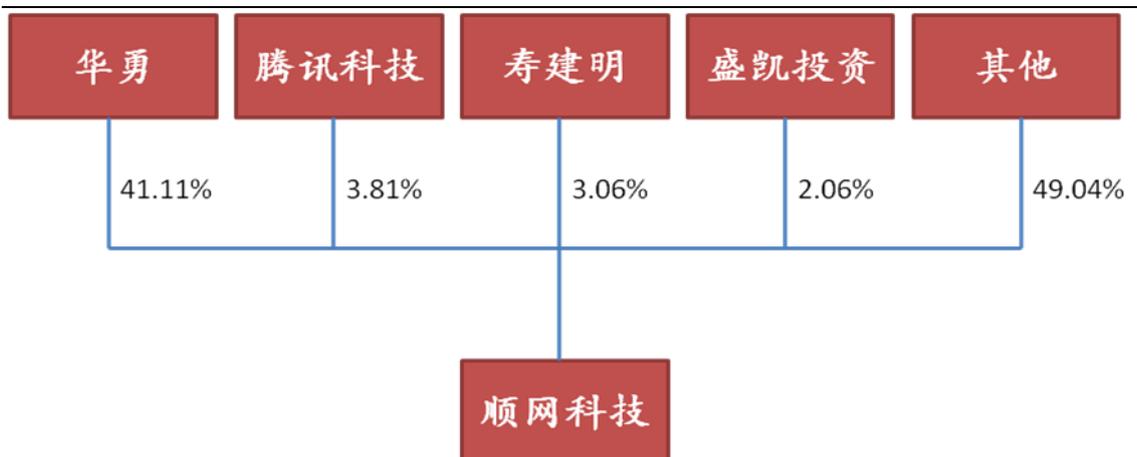
图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司公告，中银证券

股权结构方面，公司实际控制人兼董事长华勇先生持股 2.85 亿股，占公司总股本的 41.11%；腾讯科技、寿建明、盛凯投资分列二到四位，股权占比分别为 3.81%、3.06%和 2.06%。

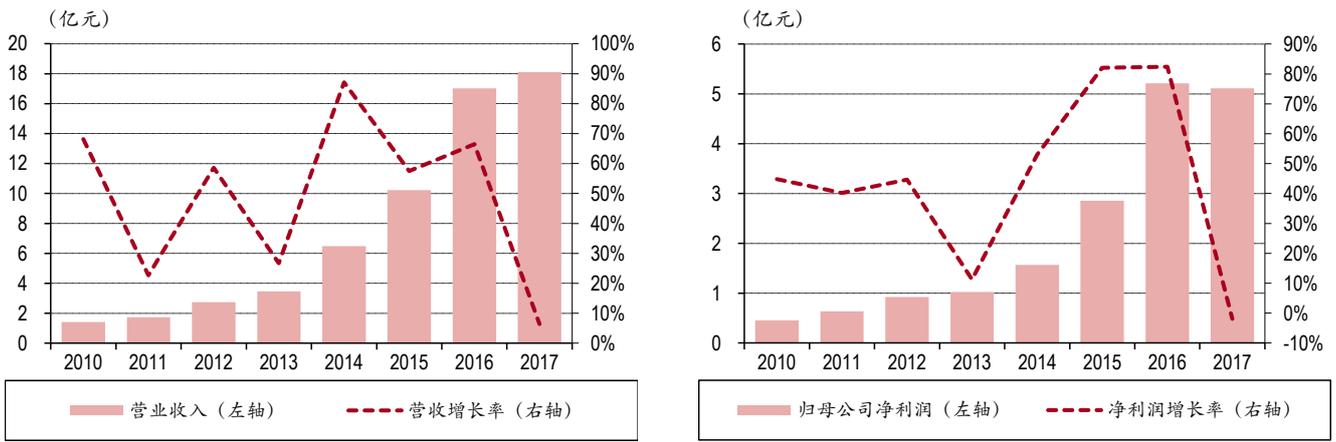
图表 2. 公司股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

财务方面，公司自2010年上市以来，营业收入及净利润增长迅速，年复合增长率分别为44%和41.3%；2017年公司实现营业收入18.11亿元，同比增长6.4%，归母公司净利润5.11亿元，同比下滑1.9%，业绩增速下滑较为明显，主要由于公司根据发展需要调整业务结构，布局新业务，成本投入较高所致。

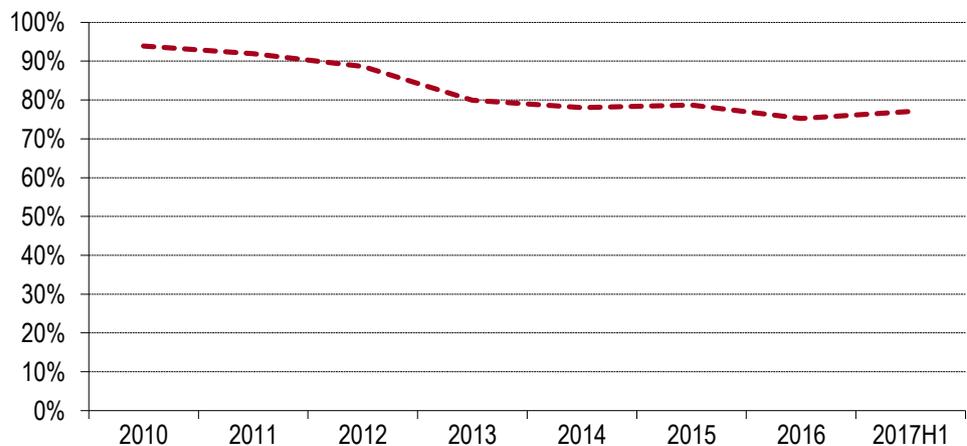
图表 3. 公司 2010-2017 年营业收入及净利润变化



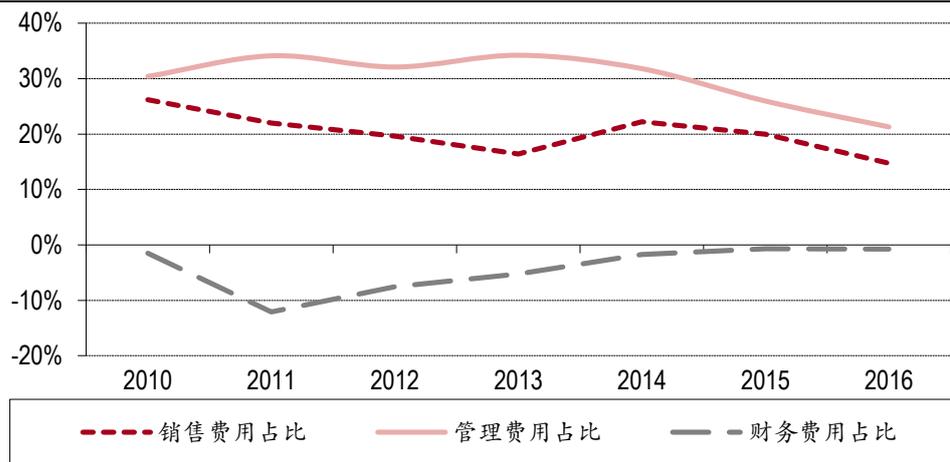
资料来源：公司公告，中银证券

作为科技软件类企业，公司的毛利率虽然自上市以来逐年有所回落，但始终保持在 75% 以上。期间费用方面，公司财务费用始终为负，表明公司账上货币资金始终保持充裕水平，公司管理费用占比较高，表明公司较为重视技术人员的待遇水平及系统研发投入。2016 年公司销售费用与管理费用的合计占比较往年有大幅回落，主要由于 2016 年公司业务收入大幅增长所致，同时说明公司期间费用始终处于稳定的增长幅度，并未有大幅波动情况。

图表 4. 公司 2010-2017 年上半年毛利率变化

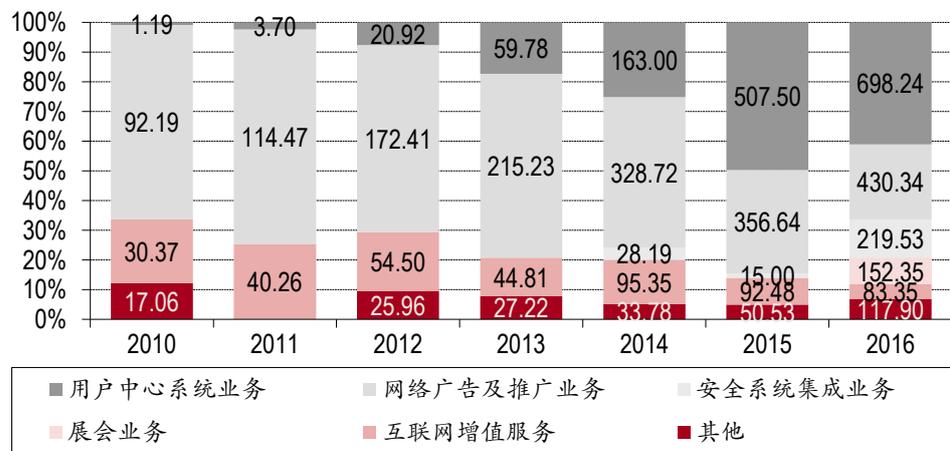


资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 公司 2010-2016 年期间费用占比变化情况


资料来源：公司公告，中银证券

业务结构方面，公司自上市以来，主营业务收入占比发生较大变化。2010-2013 年公司主要收入来源为互联网广告推广收入和搜索服务（互联网增值服务）收入；2014 年，公司收购浮云网络 80% 股权，并入休闲游戏平台业务（91Y 游戏平台等）；2015 年，公司完成国瑞信安 100% 股权收购，并入了安全系统集成业务；2016 年，公司收购汉威信恒 51% 股权，并入展会业务。2015 年开始，游戏平台业务收入显著提升已经超过网络广告业务成为公司第一大主营业务。

图表 6. 公司 2010-2016 年业务结构变化


资料来源：公司公告，中银证券

核心技术成就网吧集成管理领域领军者

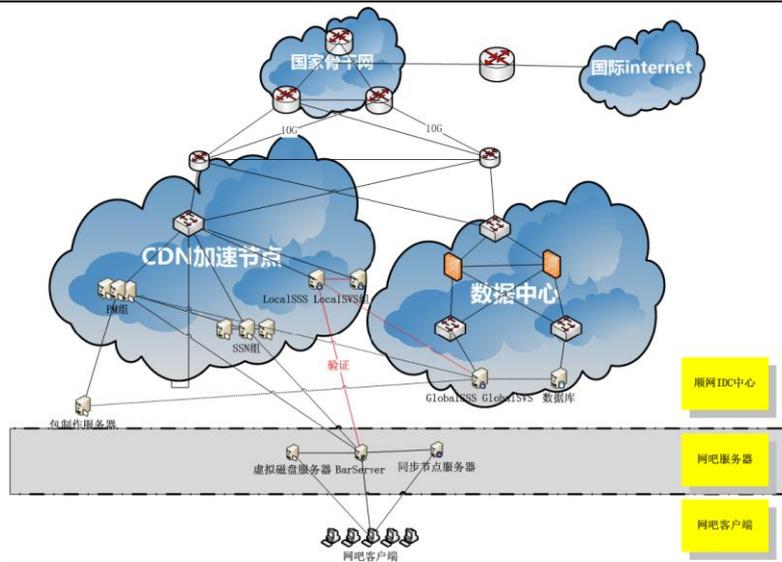
公司旗下网维大师产品是公司针对网吧渠道设计推出的互联网娱乐平台，通过网维大师，网吧可以实现对网络娱乐内容的整合、分发和管理。除了穿透还原、安全管理、虚拟盘管理等核心功能外，公司设计了业内领先的三层更新系统，通过遍布全国的 IDC 中心，将海量的互联网娱乐内容通过 IDC 中心与网吧服务器自动更新到网吧的客户端电脑，免去了网吧对娱乐内容手动更新的麻烦，极大提高了网吧内娱乐平台内容的丰富性和及时性。

图表 7. 公司网维大师界面示意图



资料来源：公司招股说明书，中银证券

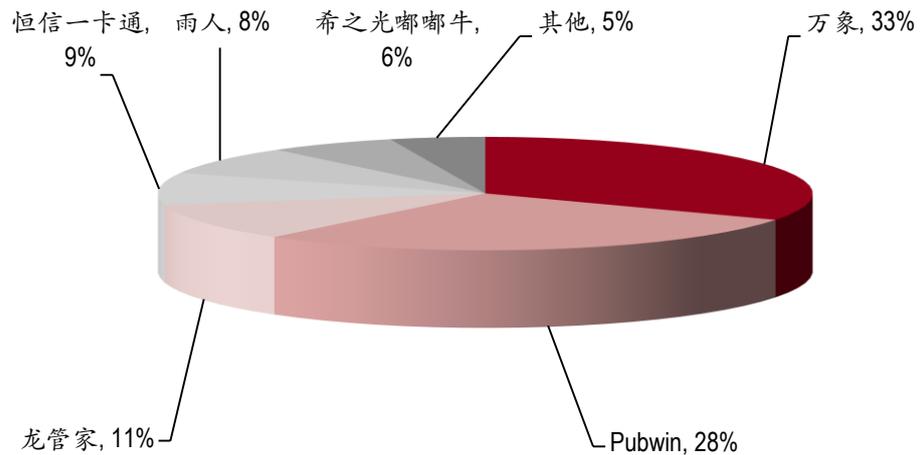
图表 8. 公司三层更新系统示意图



资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司近年来积极并购同业竞争对手，2012-2013 年，公司完成了上海新浩艺及旗下派博软件、凌克翡尔广告 100%股权收购及成都吉胜科技 100%股权收购，网吧管理领域市场份额持续扩张。最新数据显示，网维大师市场份额约为 41.8%，稳居第一，覆盖终端总数超 10 万台，累积网吧用户数量近一亿人；从收银计费软件市场份额看，子公司吉胜科技的万像系列和新浩艺的 Pubwin 系列合计拥有超 60% 的市场份额，市占率优势极为明显。

图表 9. 2016 年互联网上网服务营业场所收银计费软件状况



资料来源：中娱智库监测，中银证券

此外，公司近半高管皆在通信行业从业多年。公司董事长华勇先生曾在杭州电信局工作十年，从事新技术开发，曾分别获得国家科委科技进步三等奖，邮电部科技进步一等奖等诸多专业技术奖项；技术总监吴建华曾担任旗下子公司吉胜科技产品中心总监；公司董事会秘书蔡祝平先生曾担任东方通信股份有限公司董事会秘书、总裁助理等职务；公司副总经理夏敏先生曾担任浙江移动杭州分公司副总经理、党委书记等职务。深厚的技术背景和行业资源使得公司更容易把握互联网市场的变化趋势和发展方向。

图表 10. 公司主要高管简介

高管姓名	职务	简介
华勇	总经理	华勇先生曾在浙江省杭州电信局工作十年,从事新技术开发,曾分别获得国家科委科技进步三等奖,邮电部科技进步一等奖,浙江省科技进步一等奖,三等奖等。
吴建华	副总经理	顺网旗下成都吉胜科技子公司产品中心总监;2015年出任公司副总经理,技术总监。
夏敏	副总经理	2011年4月-2017年2月浙江移动杭州分公司副总经理,党委书记。
蔡祝平	副总经理	曾担任东方通信股份有限公司董事会秘书,总裁助理,董事会办公室主任,战略投资部总经理等职务。

资料来源：公司公告，中银证券

二、网吧行业分析：从单一游戏场所向娱乐综合体的华丽转身

2.1 网吧行业的前世今生

1994年中国接入互联网，网吧行业作为中国互联网经济的衍生体油然而生。此后的二十多年，伴随经济发展、技术进步、政策变化，网吧行业开启了跌宕起伏的历程。回顾网吧行业的发展历史，大致可以分为三个阶段：

顺应国际潮流，成为时代宠儿。1994年中国正式接入互联网，1996年11月2日，中国第一家网吧——北京首体西门的实华开网络咖啡屋开业。作为一种完全新生的事物，政府给予了网吧更多自由发展空间，这一时期网吧如雨后春笋般大量涌现，并开始了大规模的行业内竞争。

强势打压下的曲折发展。2002年发生在北京蓝极速网吧的一次纵火事件，成为影响网吧行业最为深刻的标志性事件之一。当年，《互联网上网服务营业场所管理条例》和文化部网吧连锁经营新规相继出台，政府开始对网吧采取严管重罚的高压态势。但是互联网使用成本的降低和网络游戏的飞速发展很大程度上抵消了政府监管的束缚，网吧行业在不良经营环境下依然向前发展。

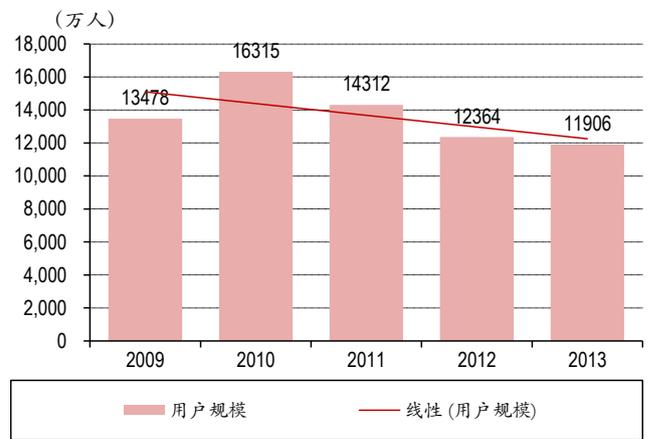
遭遇政策封冻与技术冲击，风雪中艰难前行。2009年以后，政府进一步加强对网吧的管控，限制审批等一系列打压政策实施力度更大，恰逢此时家庭宽带全民普及、移动智能手机兴起增强了网吧的可替代性，致使其处境更加雪上加霜。2012-2013年，网吧数量出现了自2005年以来的首次负增长，2012、2013年分别同比下降6.8%和0.7%。

图表 11. 2009-2013 年我国网吧行业市场规模



资料来源：网吧行业协会，中银证券

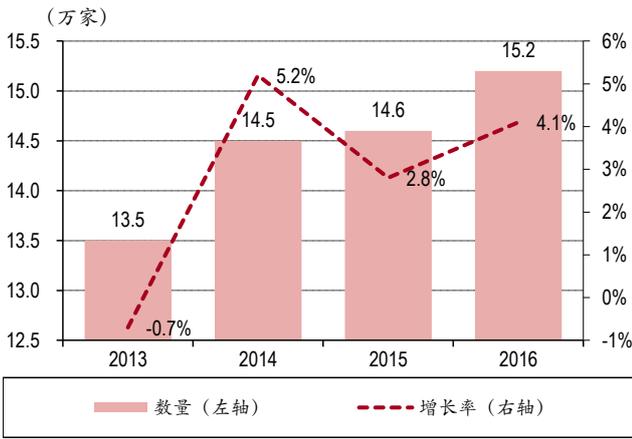
图表 12. 2009-2013 年我国网吧行业用户规模



资料来源：网吧行业协会，中银证券

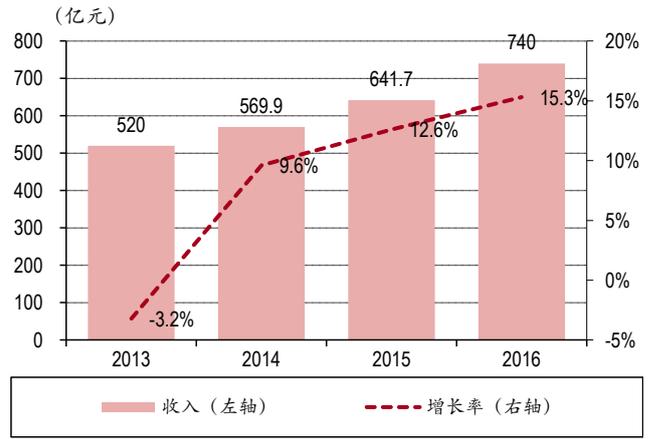
政策开放邂逅业态转型，冬去春来。2014年国家四部委联合印发通知，全面放开网吧审批，取消网吧数量准入，放宽网吧经营范围。网吧行业终于迎来了久违的政策松绑。而网吧行业自身也在转型升级的道路上不断跨越，从单纯软硬件升级、场所环境改善，到服务内容、经营模式、发展方向等进行全方位转型，通过资源共享、融合发展，用户粘性不断增强，行业竞争力不断提升。从2014年开始，网吧数量重回增长，2014、15、16年分别达到14.5、14.6、15.2万家，同比增速分别为5.2%、2.8%、4.1%。网吧行业收入也重回增长，截至2016年12月底，全国互联网上网服务营业场所收入740亿元，较2015年环比增长15.3%。

图表 13. 2013-2016 年我国网吧数量



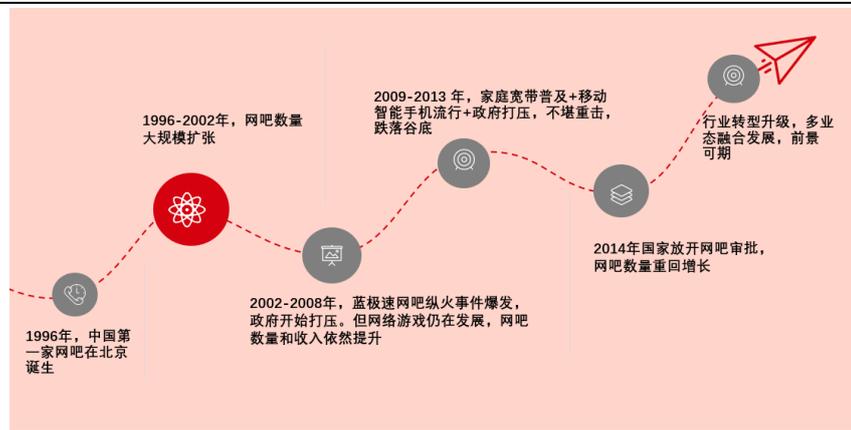
资料来源：网吧行业协会，中银证券

图表 14. 2013-2016 年我国网吧行业收入



资料来源：网吧行业协会，中银证券

图表 15. 我国网吧行业发展历程

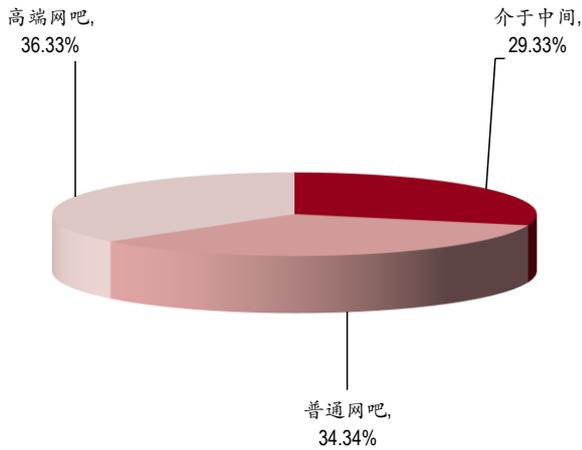


数据来源：百度百科，中银证券

2.2 网吧行业开启泛娱乐新征程

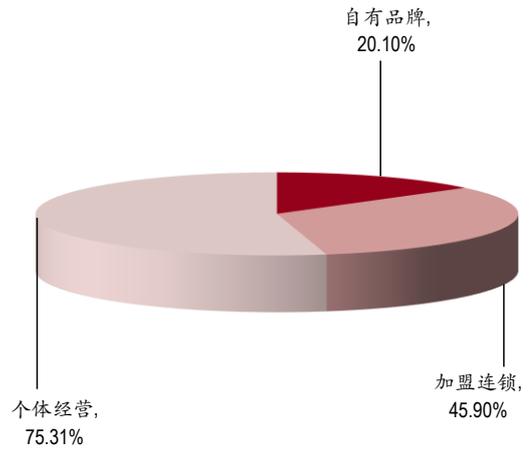
网吧行业长期商业空间有待进一步挖掘。自 2010 年文化部发布《网吧连锁企业认定管理办法》以来，政府一直积极倡导网吧连锁化运营。连锁会员制可以优化资源配置、降低经营费用、形成品牌优势、达成规模收益。毋庸置疑，多元化、连锁化、主题化、品牌化已经成为网吧行业的发展趋势。根据顺网大数据显示，2016 年网吧、网咖、两者转型三类网吧基本各占三分之一，自有品牌的连锁网吧已占 20%+ 的份额。

图表 16. 2016 年主要网吧类型



资料来源：顺网大数据，中银证券

图表 17. 2016 年网吧经营类型



资料来源：顺网大数据，中银证券

网鱼网咖是会员制非常成功的案例。2008年，网鱼首创“一卡通用”的会员卡模式，设置门槛的同时注重保护会员权益，极大提高了会员忠诚度。2017年，网鱼网咖表现强劲。根据中国网吧行业协会的数据，2017年网鱼网咖年服务超3000万人次，会员数量突破1100万，每10秒就有1人成为网鱼会员，签约门店数破1000家，遍布全球四洲六国。在网鱼网咖的品牌护航下，不少个体网咖通过加盟网鱼实现业绩赶超。2017年下半年，仅上海地区就有50多家个体网咖翻牌网鱼，绝大部分翻牌门店迅速实现盈利翻倍，最新翻牌的门店业绩也出现了显著上扬。

顺网大数据显示，用户到网吧除了游戏之外，还存在影音娱乐、新闻媒体等多方诉求，尤其是影音娱乐方面，2016年用户需求占比46%，2017年已经迅速上升到54%。**未来可以进一步整合线上线下资源，合并会员资源，线上媒体可以借助网吧精准优势深耕视频直播等垂直行业，线下网吧可以利用线上媒体资源拓展业务板块，加快用户消费升级。**对于用户来说，两者结合可以更好满足休闲娱乐需求，提升消费体验，增强忠实度。

而且随着生活节奏的加快和工作负担的加重，网吧传统的游戏服务已经不能完全满足网民对娱乐的要求。顺网的调研显示，玩游戏主要目的是和朋友一起玩、交友的玩家占比高达53.98%，单纯喜欢玩游戏的玩家仅占比26.1%。因此，**未来可借助渠道优势，与休闲娱乐产业深度融合，拓展多元生态。**

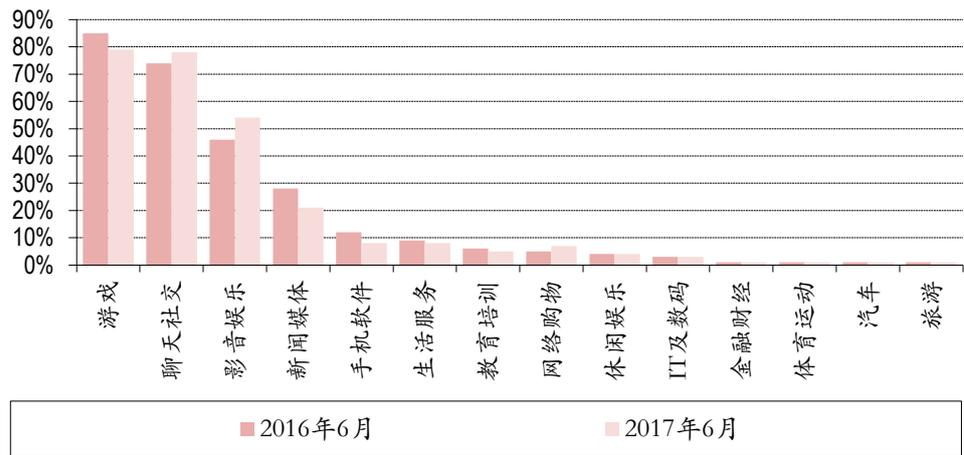
图表 18. 2017 年网吧行业发展大事记



数据来源：百度百科，中银证券

此外，目前网吧管理系统并未统一，在计费计算、登记管理等环节给网吧业主造成困扰，不同的系统使用方式也有所不同，给用户流畅体验造成诸多不便。**未来可进一步深挖网吧管理系统资源，力求创新研发，整合非连锁网吧，形成统一高效的会员管理系统，促进网吧之间的无缝对接。**使得网吧业主经营自主权不受影响的同时，提升网吧管理水平、经营效率和用户体验，从而吸引更多流量。

图表 19. 网吧用户上网行为

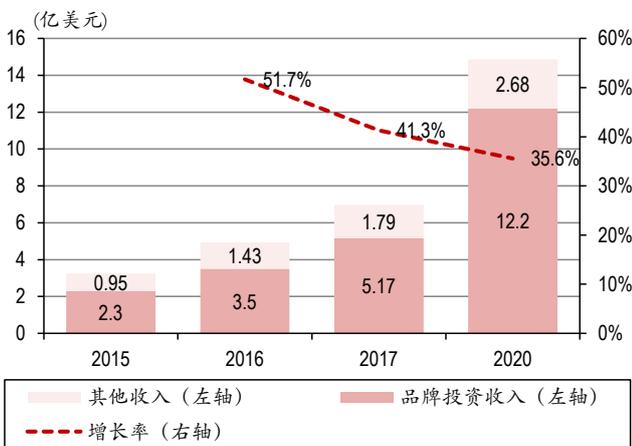


数据来源：顺网大数据，中银证券

2.3 搭上电竞顺风车，端游复苏，网吧行业回暖

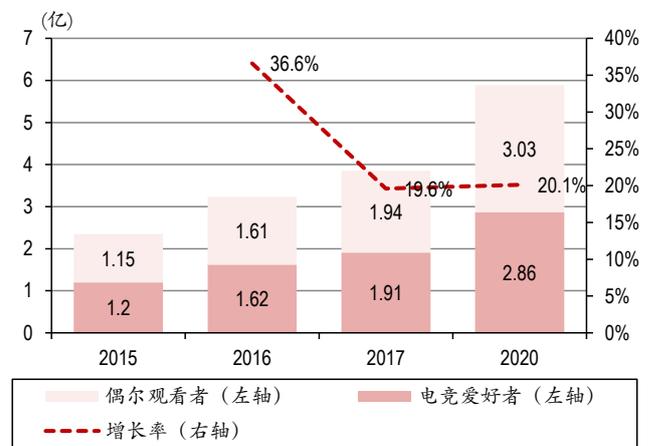
电子竞技作为一个新兴产业，在全球范围内增长强劲。荷兰 Newzoo 公司的数据显示，2017 年全球电竞观看爱好者数量到了 1.91 亿，偶尔观看的电竞观众 1.94 亿，总体同比增长 19.6%。电竞收入规模同样十分惊人。2017 年全球电竞市场收入为 6.96 亿美元，相比 2016 年同比增长 41.3%，预计到 2020 年，全球电子竞技收入有望达到 14.88 亿美元。

图表 20. 2015-2020 年全球电子竞技收入



资料来源：Newzoo，中银证券

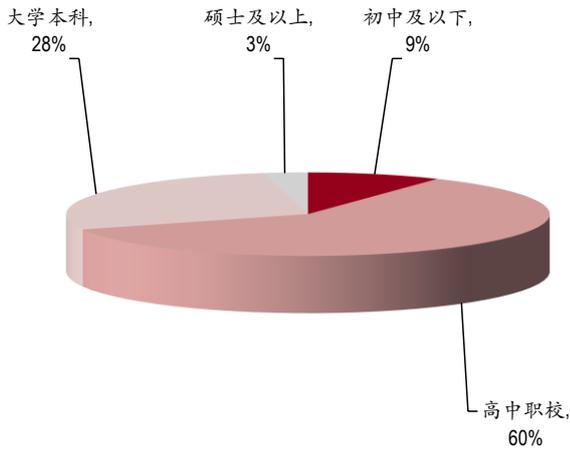
图表 21. 2015-2020 年全球电子竞技观众



资料来源：Newzoo，中银证券

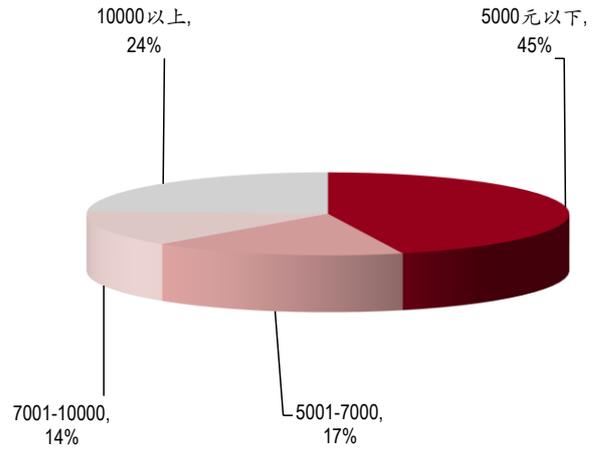
中国是电子竞技产业的最重要的市场之一。根据中国产业信息网数据，国内电竞粉丝规模不断扩张。2017 中国电竞用户规模年达到 2.2 亿人，同比增长高达 30.5%，预计 2018 年将达到 2.8 亿人，电竞在国内受到热捧的程度可见一斑。据企鹅智酷统计，电竞用户中大学本科以上学历的用户占比 31%，1 万元以上高收入家庭占比 24%，这些用户付费意愿强烈，消费潜力巨大。

图表 22. 电竞用户学历分布



资料来源：企鹅智库用户调研，中银证券

图表 23. 电竞用户收入分布

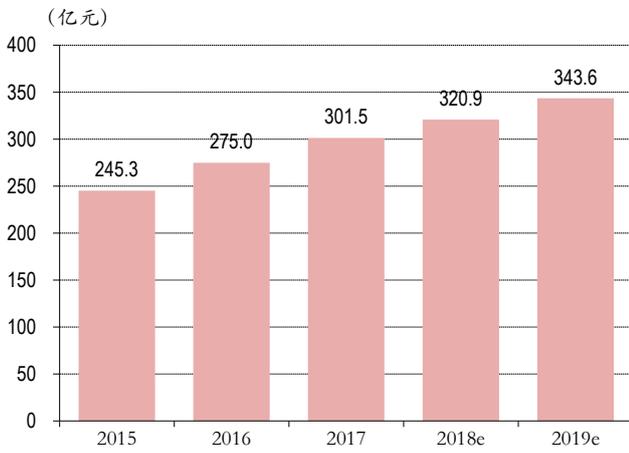


资料来源：企鹅智库用户调研，中银证券

同时，政府在政策层面对电竞产业加大了扶持力度。2003年，国家体育总局宣布电子竞技运动成为我国正式开展的第99个体育竞赛项目。2017年4月，电子竞技首次成为亚运会正式比赛项目，并进入2018年雅加达亚运会和2022年杭州亚运会。电竞市场迎来“黄金五年”的预言得到充分的政策验证。

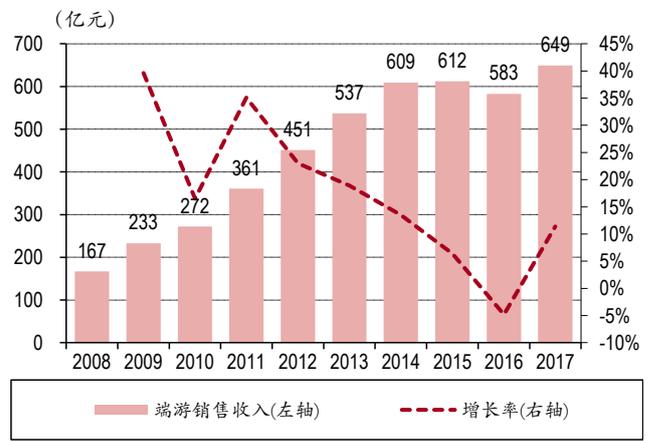
电子竞技的发展为端游市场注入新鲜血液，成为带动其复苏的关键要素。相比于移动端更新速度过快，存活时间过低、观赏性差、操作体验不强等种种弊端，PC端以其独特的优势能为电子竞技提供稳定支撑，更好地满足用户需求，从而受到电子竞技用户的青睐。根据艾瑞咨询的数据，中国电竞端游市场规模持续扩大，预计2019将达到343.6亿元，是2015年的1.4倍。

图表 24. 2015-2019 中国端游电竞市场规模



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 25. 2008-2017 年端游销售收入



资料来源：游戏工委，中银证券

网吧是端游的重要入口，也是电子竞技的主战场。在电竞火热和端游复苏的带动下，网吧行业利用得天独厚的硬件设施、线下社交场景和环境优势，不仅帮助玩家提升战绩，而且方便实时实地交流互动。因此吸引大量玩家涌入。电竞赛事的举办，对网吧行业的回暖更是推波助澜。如2017GEST全国电竞联赛在全国5000家场所和全国超过千所高校同时开始海选，吸引约1万支战队、10万名业余电竞选手报名，而很大部分的选手都选择网吧作为比赛阵地，直接带动网吧流量增长。在电子竞技形势一片大好的形势下，未来其必定能够进一步激活端游生态，带来网吧行业更多流量和业务增长。

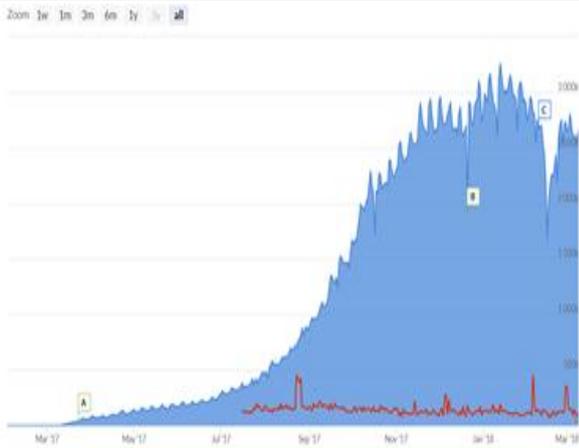
三、《绝地求生》为网吧行业注入新活力

3.1 《绝地求生》引发全民“吃鸡”浪潮。

来源于射击类游戏精简的游戏规则、丰富的道具场景、妙趣横生的细节设计，加上其适合OB观战的特点使《绝地求生》在同类游戏中脱颖而出。近半年来，《绝地求生》的用户直线上涨，根据 SteamDB 统计，《绝地求生》同时在线玩家数量历史峰值约 325.7 万人，近期同时在线玩家数量在 260 万上下波动，远远超过第二名 DOTA2 的峰值。

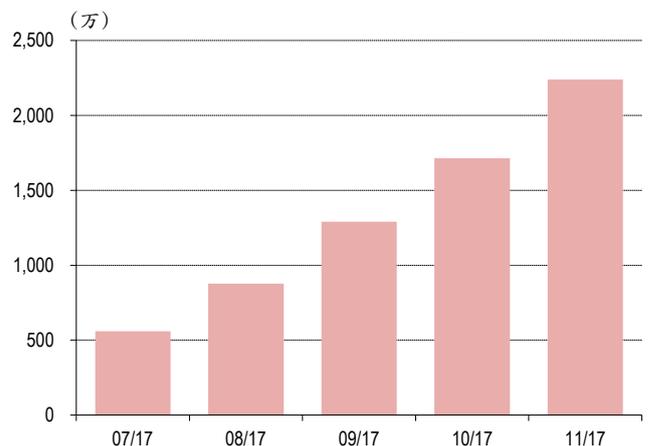
在销量方面，《绝地求生》更是一路狂飙。该游戏自上线日起就牢牢占据 Steam 收入榜 TOP1，2017 年 3 月 23 日上线到 2017 年 7 月 27 日，销量达 560 万套，平均每月销售 120 万套；进入火爆期之后的三个多月内，新增销量 1440 万套，平均每月新增销量 415 万套。而年末随着各大游戏巨头的加入，“吃鸡”产品竞争进入白热化阶段，销量得以继续遥遥领先。而从绝地求生搜索情况来看，2017 年 3 月 PC 端百度搜索指数平均值 1692，此后一路高歌猛进，仅在 2017 年 8 月就已达到 22897，月平均增长率超过 60%。

图表 26. 绝地求生同时在线玩家数量



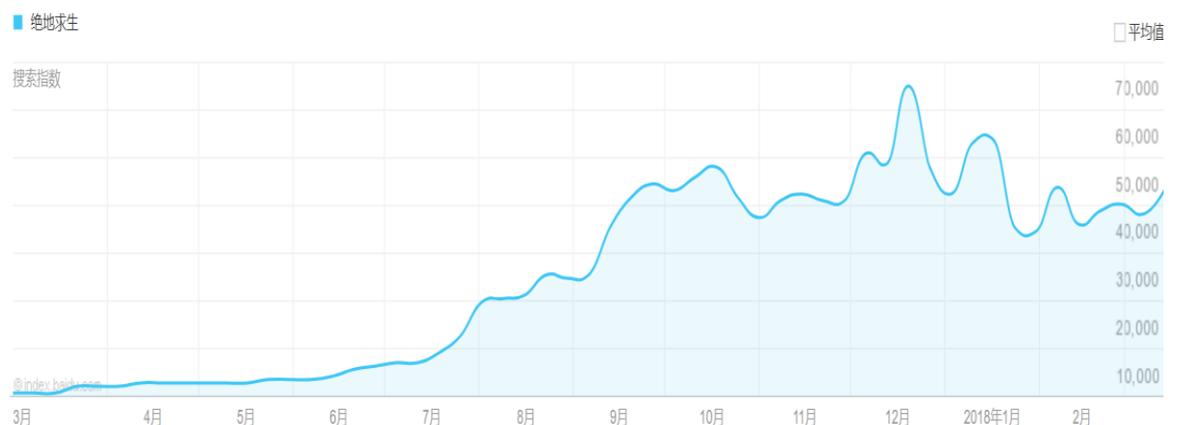
资料来源：SteamDB，中银证券

图表 27. 绝地求生 2017 年下半年销量



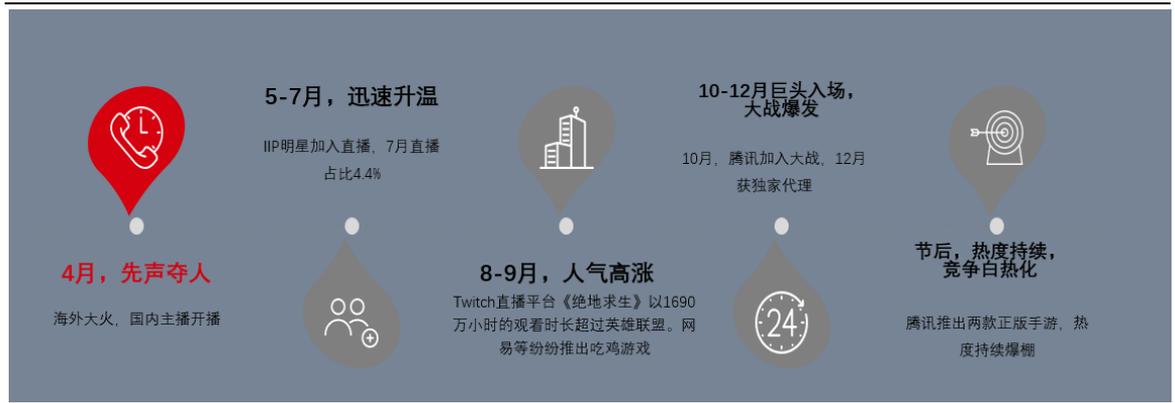
资料来源：Steamspy，中银证券

图表 28. 《绝地求生》百度搜索指数



数据来源：百度指数，中银证券

图表 29. 绝地求生发展轨迹

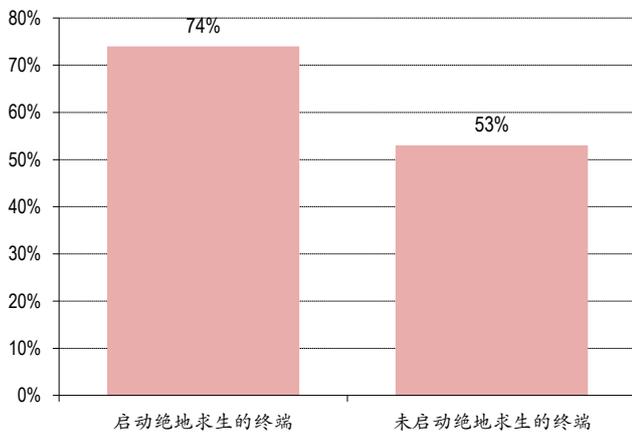


数据来源：百度百科，中银证券

3.2 《绝地求生》拉动网吧行业强势回暖。

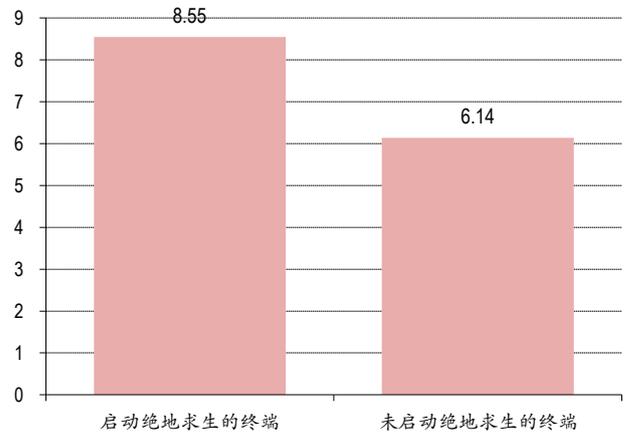
《绝地求生》由于其游戏的开放性和优质的画面感使得其对电脑配置要求非常高，一般普通家用电脑无法流畅运行该游戏。相比于配置一套耗时长、成本高的装备，绝大部分玩家会优先选择方便快捷的网吧。在此背景下，一二线城市的网吧率先升级机器设备，极大提高了网吧上座率和上网时长。据顺网大数据显示，启动绝地求生终端的网吧，上座率高达74%，平均上网8.55小时，而未启动的上座率仅为53%，平均上网6.14小时，差距可见一斑。此外，绝地求生具有典型的随机策略性，绝大多数玩家通过组队实时对战，网吧良好的娱乐竞技氛围方便玩家实地互动交流，获取更强大的代入感和操作的爽快感，因而可以进一步提升用户粘性。

图表 30. 《绝地求生》对网吧上座率的影响



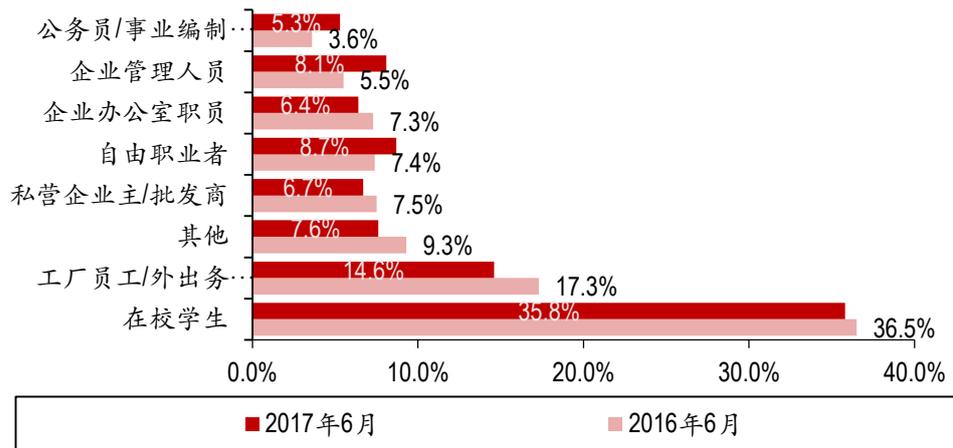
资料来源：顺网大数据，中银证券

图表 31. 《绝地求生》对网吧上网时长的影响



资料来源：顺网大数据，中银证券

自2017年8月以来，绝地求生网吧启动率一路扶摇直上，至2017年12月与英雄联盟持平，而网吧指数排名也已超过英雄联盟，跃居第一，正式打破过往英雄联盟在端游市场一统天下的局面。此外，随着《绝地求生》在网吧启动率的提升，白领等上班族再次回归网吧。根据顺网大数据，2017年上半年虽然学生玩家仍占主力，但是比例有所下降。而企业管理人员占比8.1%，相较于去年同期增长1.3%，白领玩家的大幅加入，为网吧的经营注入新的活力。

图表 32. 网吧用户职业分布


数据来源：顺网大数据，中银证券

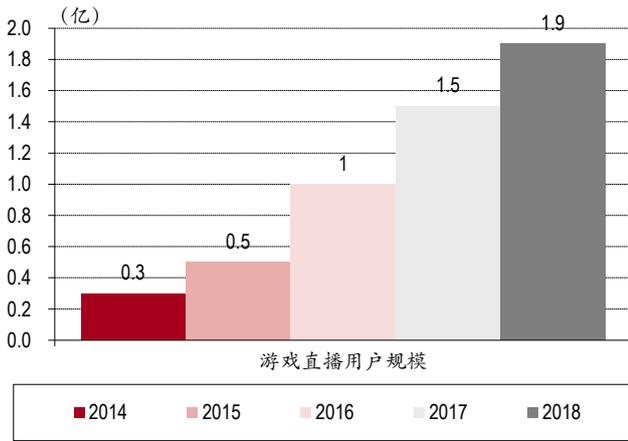
图表 33. 网吧指数 TOP20

排行	名称	类型
1	绝地求生	游戏
2	英雄联盟	游戏
3	穿越火线	游戏
4	QQ飞车	游戏
5	地下城与勇士	游戏
6	STEAM	游戏
7	音乐	音乐
8	游戏	游戏
9	小游戏	游戏
10	泡泡加速器	游戏

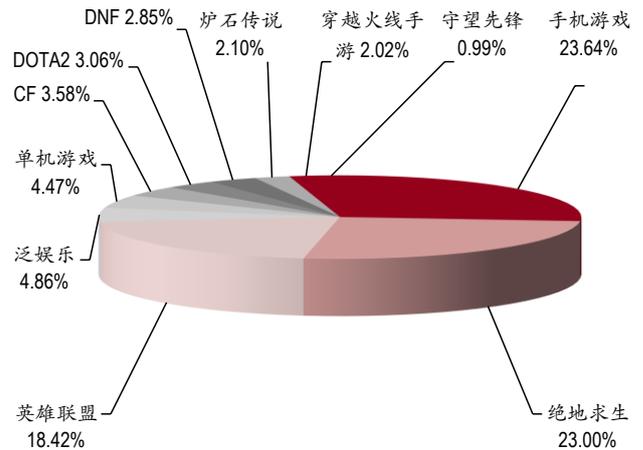
数据来源：顺网网吧指数，中银证券

3.3 直播平台带动全民“吃鸡”，提升网吧流量。

根据艾瑞咨询的数据，2018年中国游戏直播用户规模将达到1.9亿人，是2014年的6.3倍，巨大的流量优势使得直播在端游和网吧行业回暖过程中将起到不可或缺的推动作用。另一方面，绝地求生作为一款开放地图的沙盒游戏，增加了游戏的射击度，也非常符合当下的游戏主播文化，因此《绝地求生》一上线，就受到各大直播平台的竞相关注，几乎各大平台主播都自发参与了该游戏的传播。数据显示，2017年11月平台开播游戏中，绝地求生仅次于手机游戏，占比23%。

图表 34. 2014-2018 年中国游戏直播用户规模


资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 35. 2017 年 11 月平台直播游戏占比


资料来源：游久网络，中银证券

目前绝大多数明星主播都开始进行《绝地求生》的游戏直播。据艾瑞咨询的数据显示，超过 79% 的用户都会去观看该游戏的直播。而每个主播都拥有自己的拥趸，用户的不同诉求为主播的多样化提供了空间，因而在多样化推广“吃鸡”游戏的同时也吸引大批新观众、新玩家的加入。可以预见，随着直播行业的持续火爆，“吃鸡”游戏也将持续利好，带动网吧行业流量提升。

图表 36. 斗鱼直播主播 TOP10

排名	主播	粉丝数 (万)	是否直播《绝地求生》
1	冯提莫	1,438.1	是
2	White55 开	1,346.4	是
3	芜湖大司马	1,162.7	是
4	陈一发儿	1,009.9	是
5	张大仙儿	952.4	是
6	笑笑	645	是
7	东北大鹌鹑	489.1	否
8	蛇哥 colin	474.1	是
9	韦神	468.9	是
10	骚白	465.9	是

数据来源：今日网红，中银证券

图表 37. 熊猫直播主播 TOP10

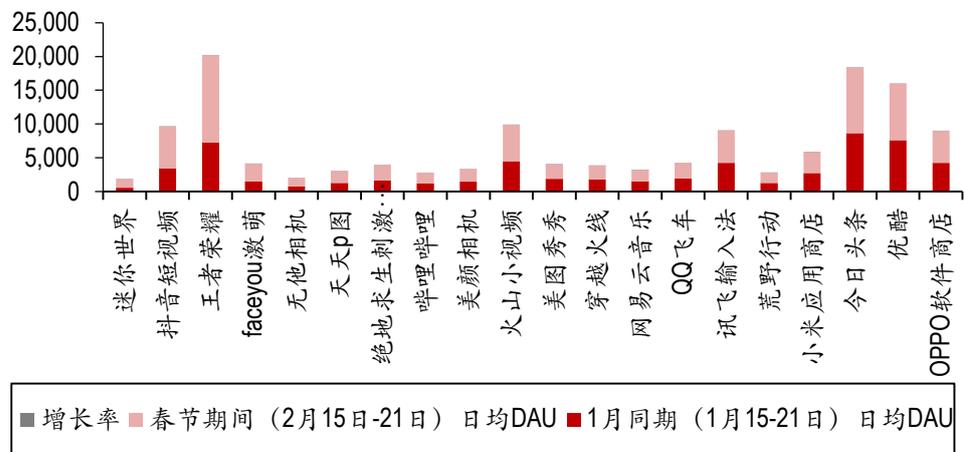
排名	主播	粉丝数 (万)	是否直播《绝地求生》
1	若风	461.3	是
2	周二珂	339.8	是
3	风行云	234.1	是
4	解说 JY	218.8	是
5	一线某某一	209.2	是
6	伍声 2009	196.9	是
7	Y&G 歌哥	184.8	否
8	刘杀鸡	168.4	是
9	蓝战非	161.5	是
10	托马斯 CzH	159.8	是

数据来源：今日网红，中银证券

3.4 《绝地求生》国服花落腾讯，国民游戏征程继续。

2017年11月22日，腾讯官方宣布，正式与PUBG公司达成战略合作，获得《绝地求生：大逃杀》在中国的独家代理运营权。自获得绝地求生中国区授权后，腾讯立即加大研发和线上线下宣传，不惜重金投入一个亿打造“全鸡盛宴”，使得国内“吃鸡”类游戏热度进一步提升。春节前夕腾讯推出的两款手游《绝地求生：刺激战场》和《绝地求生：全军出击》发布后，一路引吭高歌，实现爆发性增长。春节期间《绝地求生：刺激战场》DAU一跃达到2253万，占据全网APP日均活跃用户规模增长TOP20，成为同一时期多款同类手游中DAU最高的产品；《绝地求生：全军出击》也表现不俗，DAU将近1000万，两款“吃鸡”游戏合计占据春节逾3000万的手游市场用户。未来腾讯将继续优化游戏、推出国服、打击外挂、开拓游戏的社交功能，同时与主播、直播平台、网吧、校园、媒体、硬件厂商等不同领域的平台加强合作，从而保证用户粘性的同时吸引更多新用户加入。

图表 38. 2018 年春节期间全网 APP 日均活跃用户规模增长最快 TOP20



数据来源: Questionmobile

图表 39. 2017 腾讯游戏嘉年华



数据来源: TGC 官网, 中银证券

3.5 “吃鸡”游戏处于上升通道，网吧行业还将持续利好。

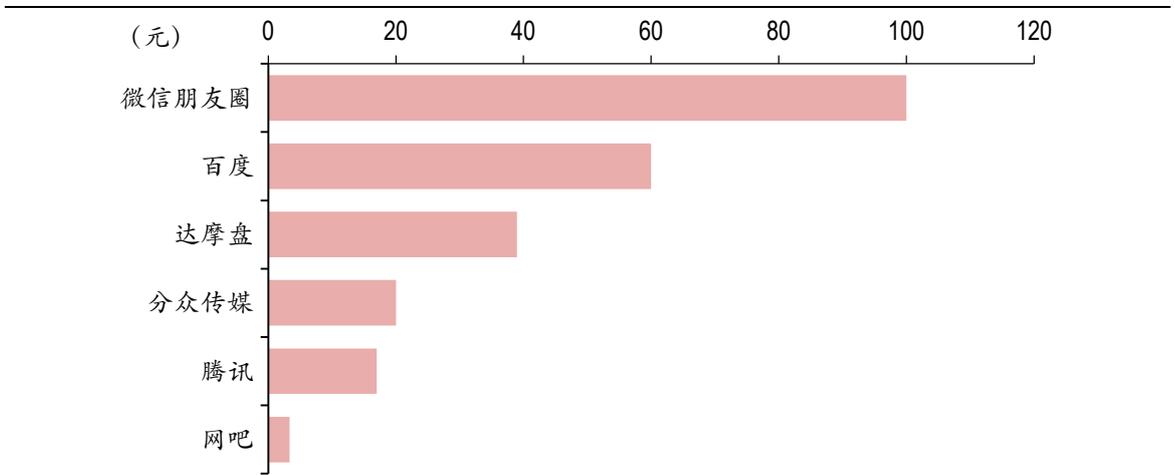
从腾讯和 PUBG 官方的态度可以看出，《绝地求生》的产品内容、版本迭代等都有长线的布局，未来随着绝地求生社交功能的开拓，可以在老的机制中涌现出新的玩法，游戏的自维护性将进一步增强，游戏的长生命周期也将焕发。而《绝地求生》除了能为网吧带来流量增长，也促进网吧广告业务的强势回暖。与目前热门的互联网公司广告业务单价相比，网吧的广告业务 CPM 值较低，未来还有较大的提价空间。此外，网吧用户天然带有互联网服务接受者的属性，且精准优势远超移动手游，可以最大限度地满足广告主提升营销 ROI、转化率等迫切的心理诉求。未来随着越来越多高薪用户的加入，网吧会员管理系统的发展成熟，网吧平台对于品牌广告主的吸引力将不断增强，网吧行业的成长空间将愈加广阔。

图表 40. 部分游戏生命周期

游戏名称	时间	游戏类型
《星际争霸》	1997 年-至今	即时战略
《梦幻西游》	12003 年-至今	角色扮演
《剑侠情缘网络版》	2003 年-至今	角色扮演
《魔兽世界》	2004 年-至今	角色扮演
《征途》	2006 年-至今	角色扮演
《穿越火线》	2007 年-至今	第一人称射击
《梦想世界》	2007 年-至今	角色扮演
《英雄联盟》	2011 年-至今	战术竞技
《DOTA2》	2013 年-至今	战术竞技

数据来源：百度百科，中银证券

图表 41. 各类互联网营销平台广告成本估计 (CPM)



数据来源：中国产业信息网，中银证券

四、围绕网吧终端资源进行泛游戏衍生布局

近年来，顺网科技始终围绕网吧终端资源进行泛游戏衍生布局，先后投资开发了91Y休闲游戏平台、火马电竞、顺网VR、汉威信恒等游戏电竞众多衍生领域。公司对衍生领域的布局是在对PC终端用户的消费娱乐行为进行大数据分析后，针对用户的消费痛点精准布局，是公司把握海量用户数据后商业价值挖掘的集中体现。

图表 42. 公司外延业务一览

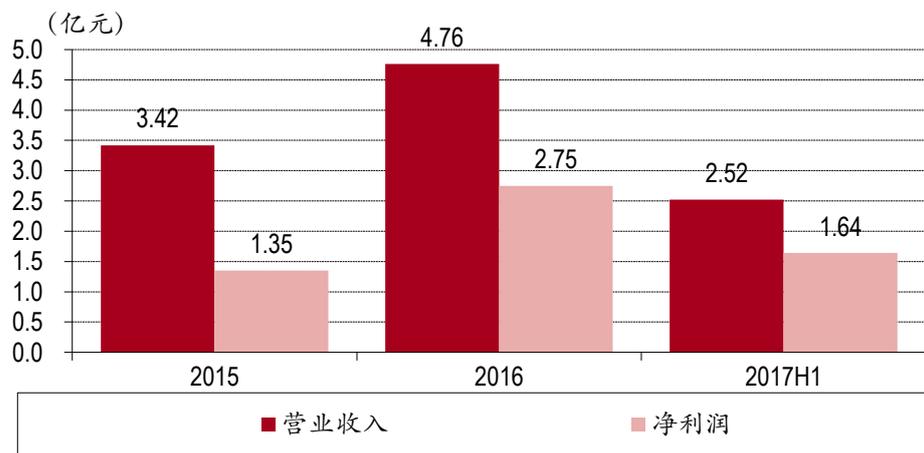


资料来源：百度图片，中银证券

1) 打造91Y游戏，布局休闲棋牌游戏领域。

2014年公司完成浮云网络的80%股权收购，推出91Y休闲游戏平台。公司对休闲游戏领域的布局看重的是休闲游戏广阔的市场空间及对网吧终端用户游戏娱乐间隙闲暇时间的补充。自2015年并表以来，以91Y游戏平台为主的休闲游戏平台收入及净利润迅猛增长，已经取代公司广告推广业务成为公司第一大利润来源。

图表 43. 浮云网络 2015-2017H1 经营业绩



资料来源：公司公告，中银证券

图表 44. 91Y 游戏最新季度运营数据

季度	用户数量(万人)	活跃用户量(万人)	付费用户量(万人)	ARPU 值(元)	充值流水(万元)
2016 年第一季度	360	133	73.3	177.96	8,641
2016 年第二季度	355	116	61.7	83.75	5,170.7
2016 年第三季度	428.3	114.5	67.9	112.29	7,620.6
2016 年第四季度	496.2	147.5	77	116.56	8,974.6
2017 年第一季度	552.04	178.99	84.52	129.42	-
2017 年第二季度	420.87	129.59	77.08	120.25	-

资料来源：公司公告，中银证券

2) 开发火马电竞，打造草根电竞平台

2016年，公司顺应国内电子竞技产业的发展热潮，推出“火马电竞”平台，以“成就草根梦想”为品牌理念，通过推出多项小型电竞赛事，打造多游戏、跨平台、强社交于一体的综合电竞服务平台。用户可以通过参与多种类型的比赛，赢取现金、话费等奖励。“火马电竞”是公司在挖掘潜在用户商业价值的尝试，电子竞技与网吧相辅相成的属性让公司意识到打造基于网吧管理平台的电竞平台有益于提升重度游戏用户对网吧平台系统的黏性。

3) 收购汉威信恒，布局数字娱乐会展业务

公司于2016年完成对上海汉威信恒51%股权收购，汉威信恒承诺2016-2018年实现净利润分别不低于6700万元、8000万元和9300万元。汉威信恒作为国内知名数字娱乐展会服务商，已成功举办了包括世界移动游戏大会及展览会(简称WMGC)、中国国际数码互动娱乐展览会(简称ChinaJoy)、中国国际动漫及衍生品授权展览会(简称CAWAE)等一系列线下活动。其中，ChinaJoy自2004年第一届展览举办开始，经过十五年的发展，已经成为亚太第一、全球第二的游戏行业综合展示盛会。

公司收购汉威信恒一方面是公司对于线下展会类业务的布局，另一方面体现了公司对线下品牌推广的重视。通过投资汉威信恒，公司将获取自身游戏平台及未来游戏发行业务的品牌推广渠道，成熟的渠道和海量的受众群体(ChinaJoy)将成为公司游戏代理发行业务的重要保证。

图表 45. 汉威信恒所举办的部分展会一览



资料来源：百度图片，中银证券

除此之外，于2016年与余杭区人民政府签订了《项目投资框架协议书》，利用自身在互动数码娱乐行业的平台、渠道、资源、技术等方面优势，将牵头建设以会展中心、网游主题园区、网游产业孵化器、电竞比赛中心等为发展方向的特色小镇。

顺应《绝地求生》热潮，开拓全新业务领域

2017年下半年以来，公司围绕《绝地求生》游戏火热的市场形势，积极调整公司业务方向。首先，公司调整原有以页游广告为主的广告推广服务，在四季度上线了以腾讯、网易旗下“吃鸡”类手游为主的射击类游戏广告，《绝地求生》带来的网吧流量回升有望使得公司广告业务收入大幅增长。

公司与《绝地求生》海外发行平台STEAM已开展深度合作，成为了目前海外版《绝地求生》CDK及相关商品(如游戏内道具、服饰等)在国内的独家经销商，加强公司在《绝地求生》游戏在国内营销推广的参与度；除了《绝地求生》外，公司开始尝试代理其他热门海外PC端游戏，将其引入公司网维大师平台，丰富公司游戏内容库。

目前公司已经推出了自有游戏加速器——“泡泡加速器”，提升玩家目前的《绝地求生》游戏体验。公司推出加速器业务占据了“天时地利”，“天时”——由于《绝地求生》国服还未开启，PC端玩家需要游戏加速器才能消除游戏内网络卡顿影响，获得流畅游戏体验。目前市场上已经顺应《绝地求生》热潮出现了如迅游、网易CC、泡泡等多款游戏加速器；“地利”——公司倚靠自身网吧管理平台，已经占据了刚性网游加速器使用场所，在网维大师等平台首页添置“泡泡加速器”应用图标，使得玩家无需下载即能获得游戏加速体验。由于公司已经开始着手代理发行其他热门海外端游，因此即使未来《绝地求生》国服开启，公司的“泡泡加速器”依靠公司网吧游戏平台依旧能维持较长的运营生命周期。

在电竞赛事方面，公司自有火马电竞平台已经上线“吃鸡赛”栏目，通过登录 STEAM 平台及启动火马“吃鸡”赛，玩家每天都能参与小型电竞比赛，并通过官方 QQ 群领取奖励；此外，公司还将通过汉威信恒组织全国性年度电竞大赛。

未来展望：从 To B 到 To C，加深用户体验服务

2018 年，公司确立了“网吧为本、用户为上、数据为王”的战略核心，发布“两翼一体”的新战略，两翼即“网吧为本的企业市场，以及用户为上的个人市场”，一体指的是“数据为王的大数据支撑”。同时公司调整组织价格，设立企业事业部、个人事业部和大数据中心的三大主要部门，在做深网吧及其相关业务的同时，从 to B 向 to C 发展，通过大数据对用户行为的量化分析研究，为用户提供更加精准的互联网娱乐服务。

五、盈利预测

行业方面，由于《绝地求生》持续火热，各大直播平台已经将《绝地求生》列为今年主要推广游戏，且腾讯所代理的国服预计在今年二季度上线，我们有理由相信《绝地求生》在国内的繁荣期将持续2-3年。对公司的影响方面，《绝地求生》国服上线虽然将影响公司加速器业务、CDK道具业务的发展，但网吧流量的提升将使得公司原有广告推广业务收入获得显著增长。

细分业务假设如下：

- 1) 假设《绝地求生》国服 2018 年二季度上线，二季度开始广告业务收入大幅提升，全年广告业务收入提升在 30%-40%之间；
- 2) 91Y 为代表的休闲游戏平台业务在未来保持每年 5%-10%的增长；
- 3) 安全系统业务（国瑞信安）维持现有盈利能力不变；
- 4) 展览业务（汉威信恒）保持业绩承诺的利润增速，维持 15%-20%的增速；
- 5) 互联网增值服务（搜索引擎）保持原有业绩平稳发展；
- 6) 加速器、CDK 销售等业务 2018 年大幅增长，在 2019 年之后保持 20%左右增速；

图表 46. 核心业务假设数据表

	2017E	2018E	2019E
营收增长率 (%)			
网络广告及推广	10.00	40.00	20.00
游戏平台业务 (91Y)	5.00	5.00	5.00
安全系统业务 (国瑞信安)	0.00	0.00	0.00
展览业务 (汉威信恒)	20.00	15.00	15.00
互联网增值业务	0.00	0.00	0.00
游戏增值业务 (加速器等)	-	55.00	20.00
毛利率 (%)			
网络广告及推广	93	93	93
游戏平台业务 (91Y)	81	81	81
安全系统业务 (国瑞信安)	30	30	30
展览业务 (汉威信恒)	70	70	70
互联网增值业务	85	85	85
游戏增值业务 (加速器等)	60	75	75
期间费用占比 (%)			
销售费用率	16.00	15.00	15.00
管理费用率	22.00	22.00	22.00
财务费用率	(1.00)	(1.00)	(1.00)

资料来源：中银证券整理

图表 47. 可比公司估值水平 (2018 年 3 月 16 日收盘价)

代码	证券简称	收盘价	总股本 (亿)	市值 (亿)	TTM	市盈率 PE (倍)			EPS (元/股)		
						2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300133.CH	华策影视	12.79	17.7	226	36	36	29	22	0.36	0.44	0.57
300033.CH	同花顺	51.36	5.38	276	38	38	28	23	1.35	1.85	2.22
300494.CH	盛天网络	15.73	2.40	37.75	44	44	22	16	0.73	0.73	0.97

资料来源：wind 一致盈利预测，中银证券整理

因此，我们预计公司 2018-2019 年预计实现净利润 6.67、7.6 亿元，对应当前市值的市盈率分别为 23 倍和 21 倍；公司作为网吧管理系统行业龙头公司，看好其未来在网吧用户商业价值挖掘方面的潜能及市场整合能力，给予公司 2018 年 30 倍估值水平，目标价 29 元，首次给予“买入”评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,022	1,702	1,822	2,147	2,390
销售成本	(234)	(443)	(469)	(500)	(539)
经营费用	(461)	(610)	(694)	(785)	(874)
息税折旧前利润	327	649	659	862	977
折旧及摊销	(20)	(22)	(19)	(19)	(19)
经营利润(息税前利润)	307	627	641	843	958
净利息收入/(费用)	7	13	13	23	35
其他收益/(损失)	16	64	37	34	34
税前利润	330	704	690	900	1,027
所得税	(20)	(92)	(90)	(117)	(133)
少数股东权益	(25)	(91)	(89)	(117)	(133)
净利润	286	521	511	667	760
核心净利润	286	524	511	667	760
每股收益(人民币)	0.651	0.759	0.737	0.961	1.096
核心每股收益(人民币)	0.652	0.763	0.737	0.961	1.096
每股股息(人民币)	0.250	0.120	0.111	0.144	0.164
收入增长(%)	57	66	7	18	11
息税前利润增长(%)	147	104	2	32	14
息税折旧前利润增长(%)	127	99	2	31	13
每股收益增长(%)	81	(22)	(3)	30	14
核心每股收益增长(%)	81	(22)	(3)	30	14

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	330	704	690	900	1,027
折旧与摊销	20	22	19	19	19
净利息费用	(7)	(13)	(13)	(23)	(35)
运营资本变动	111	65	(335)	337	(310)
税金	6	(1)	(90)	(117)	(133)
其他经营现金流	(18)	(89)	(27)	(89)	13
经营活动产生的现金流	441	688	244	1,027	580
购买固定资产净值	(9)	5	0	0	0
投资减少/增加	(10)	(813)	(13)	(15)	(15)
其他投资现金流	18	235	(342)	0	0
投资活动产生的现金流	(0)	(573)	(355)	(15)	(15)
净增权益	(73)	(82)	(77)	(100)	(114)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	73	82	77	100	114
其他融资现金流	15	314	399	(77)	(79)
融资活动产生的现金流	15	314	399	(77)	(79)
现金变动	456	429	288	935	485
期初现金	289	745	1,174	1,462	2,397
公司自由现金流	441	114	(111)	1,012	565
权益自由现金流	434	101	(124)	989	530

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	750	1,200	1,488	2,423	2,909
应收帐款	190	224	232	305	292
库存	7	55	6	59	11
其他流动资产	5	3	5	3	5
流动资产总计	952	1,482	1,730	2,790	3,218
固定资产	54	72	57	41	26
无形资产	27	32	29	26	22
其他长期资产	282	271	331	381	431
长期资产总计	363	375	417	448	479
总资产	1,909	3,412	4,047	5,139	5,598
应付帐款	63	109	77	120	92
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	328	703	360	726	433
流动负债总计	390	811	436	845	525
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	26	50	50	50
股本	292	687	694	694	694
储备	1,065	1,694	2,666	3,233	3,879
股东权益	1,358	2,381	3,360	3,926	4,573
少数股东权益	35	111	201	318	451
总负债及权益	1,909	3,412	4,047	5,139	5,598
每股帐面价值(人民币)	4.64	3.47	4.84	5.66	6.59
每股有形资产(人民币)	4.55	3.42	4.80	5.62	6.56
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.55)	(1.71)	(2.11)	(3.45)	(4.15)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	32.0	38.1	36.2	40.1	40.9
息税前利润率(%)	30.1	36.8	35.2	39.3	40.1
税前利润率(%)	32.3	41.4	37.9	41.9	43.0
净利率(%)	27.9	30.6	28.1	31.1	31.8
流动性					
流动比率(倍)	2.4	1.8	4.0	3.3	6.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.4	1.8	4.0	3.2	6.1
估值					
市盈率(倍)	23.0	29.7	30.5	23.4	20.5
核心业务市盈率(倍)	23.0	29.5	30.5	23.4	20.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	29.7	38.0	39.4	30.2	26.5
市净率(倍)	4.8	6.5	4.6	4.0	3.4
价格/现金流(倍)	14.9	22.5	63.9	15.2	26.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.5	22.3	21.5	15.3	13.0
周转率					
存货周转天数	11.1	25.9	24.1	23.9	23.9
应收帐款周转天数	59.5	44.4	45.6	45.6	45.6
应付帐款周转天数	17.8	18.4	18.6	16.7	16.2
回报率					
股息支付率(%)	25.6	15.8	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	23.9	27.9	17.8	18.3	17.9
资产收益率(%)	17.9	20.5	14.9	16.0	15.5
已运用资本收益率(%)	5.9	6.7	4.2	4.3	4.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371