

2018年05月16日

证券研究报告·公司专题报告

盛天网络(300494) 传媒

当前价: 16.79元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

“吃鸡”提升网吧热度，探索流量多元化变现

投资要点

- **事件:** 2018年5月初, 1) 公司拟出资1亿元成立盛游互动网络科技, 进军游戏发行、开发及游戏服务领域; 2) 公司拟向全资子公司盛天金服追加投资3000万元; 3) 公司全资子公司盛天金服拟与永泰小贷原股东签订股权转让协议, 以自有资金6500万元受让永泰小贷13%的股权, 完善公司互联网金融业务板块。
- **“吃鸡”类端游带动网吧流量上升。** 根据 Steamspy 的数据, 截至 2018 年 4 月 10 日, steam 上《绝地求生大逃杀》在中国的销量已超 1300 万份, 考虑到《绝地求生大逃杀》国内下载需收 98 元人民币的费用, 预计国服版的用户基数或将更多。CNNIC 数据显示, 截至 2017 年 12 月, 我国网民在网吧通过电脑接入互联网的比例为 19.3%, 较 2016 年提升了 3 个百分点, 19.3% 的比例相当于 2012-2013 年的水平。环境改善+绝地求生火爆, 2017 年网吧流量迎来春天, 随着国服《绝地求生》的上线, 预计将进一步拉动网吧流量。
- **网吧市场的回暖推动公司广告业务、互联网增值业务的增长。** 公司的网络广告和互联网增值业务都基于网吧场景的“易乐游”平台, 目前公司的“易乐游”平台已为约 5 万家网吧提供了产品与解决方案, 市占率约 39.5%, 稳居市场第二。2017 年, 公司网络广告及技术服务实现营收 1.9 亿元, 互联网增值服务的营收从 2013 年的 0.3 亿元快速增长到 2017 年的 1.4 亿元, 4 年 CAGR 达 46.4%。预计随着网吧渠道宣传推广价值的提升, 公司主营业务的增速将得到直接拉动。
- **实施“Game+”战略, 延伸公司游戏业务链。** 1) 在移动游戏和 H5 游戏领域, 公司与同桌游戏、《荒野大作战》等移动手机游戏产品进行合作; 2) 在品牌联动、游戏服务领域, 公司与斗鱼合作, 参展国际武汉斗鱼直播节, 与滴滴跨界合作, 辐射线下 40 万+用户; 3) 游戏联运: 基于易乐玩平台的页游、手游、H5 小游戏聚合平台, 拥有 2000 万用户量; 4) 成立盛游互动网络科技, 开拓游戏发行、开发及游戏服务业务; 5) 入股永泰小贷, 完善互联网金融业务板块。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 9667/10872/11423 万元, EPS 分别为 0.40/0.45/0.48 元, 考虑到网吧市场回暖, 网吧场景的广告推广价值有望水涨船高, 以及实施“Game+”战略有望给公司带来更多的利润增长点, 持续看好公司。
- **风险提示:** 绝地求生国服延迟上线风险; 网吧市场流量下滑风险; 新业务开展进度不及预期风险; 互联网、网吧、游戏行业政策变动风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	388.37	457.21	524.26	579.49
增长率	12.86%	17.73%	14.66%	10.53%
归属母公司净利润(百万元)	85.89	96.67	108.72	114.23
增长率	-21.74%	12.55%	12.47%	5.07%
每股收益 EPS(元)	0.36	0.40	0.45	0.48
净资产收益率 ROE	8.96%	9.31%	9.64%	9.36%
PE	47	42	37	35
PB	4.20	3.88	3.57	3.30

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.40
流通 A 股(亿股)	0.86
52 周内股价区间(元)	12.99-25.65
总市值(亿元)	40.30
总资产(亿元)	10.36
每股净资产(元)	4.08

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 国内领先的场景化互联网用户运营平台.....	1
2 “吃鸡”类端游带动网吧流量上升，放大网吧推广价值.....	4
2.1 网吧行业转型升级，向线下多元化娱乐综合体迈进.....	4
2.2 公司赛事运营能力逐步提升，广告客户稳定.....	9
3 实施“Game+”战略，延伸公司业务链.....	13
4 盈利预测.....	16
5 风险提示.....	17

图目录

图 1: 公司股权结构以及公司架构(截止 2018 一季报)	1
图 2: 公司历史沿革图	2
图 3: 公司主营业务收入结构(亿元)	2
图 4: 公司营收地域分布情况: 2017 年华北地区占比 48%	2
图 5: 公司 2013 年以来营业收入和归母净利润情况	3
图 6: 公司 2012 年以来销售毛利率、净利率变化情况	3
图 7: 公司主要是基于易乐游的网吧渠道, 向游戏厂商等客户提供广告宣传、互联网增值、游戏联运服务	4
图 8: 网吧转型网咖, 环境、服务、消费者体验均大幅提升	5
图 9: 2016 年网吧单终端配置的价格情况: 中高端为主	5
图 10: 2016 年网吧带宽情况: 63%采用百兆以上带宽	5
图 11: 2016 上半年用户到网吧的主要目的中以玩游戏居多	6
图 12: 2016 上半年用户选择网吧上网的原因	6
图 13: 《绝地求生大逃杀》端游	6
图 14: 《绝地求生大逃杀》在 steam 上销量已超 3300 万份	6
图 15: 春节期间网吧主流端游启动量/在线时长排行	7
图 16: 71%的用户为了玩《绝地求生》升级了电脑	7
图 17: 国服《绝地求生》预约人数已破 1200 万	7
图 18: 《绝地求生》手游在中国的下载量始终在游戏榜 TOP2	7
图 19: 网民使用电脑接入互联网的场所情况: 2017 年从网吧接入互联网的占比由 16.3%提升到 19.3%	8
图 20: 中国电竞用户规模高速增长	8
图 21: 2015-2019 年端游电竞市场规模	8
图 22: 中国网络广告总体规模将保持高速增长	9
图 23: 中国搜索广告市场规模将稳步增长	9
图 24: 2011-2016 年, 公司易乐游产品的市占率及排名情况	9
图 25: 公司主要产品易乐游乾坤版客户端	9
图 26: “易乐游”平台为网吧提供基础的游戏更新服务	10
图 27: 公司为安装了战吧电竞平台的网吧提供更丰富的赛事	10
图 28: 基于易乐游平台产生收入的业务情况	11
图 29: 基于易乐游的收入中互联网增值业务增速最快(亿元)	11
图 30: 公司网络广告业务的业务流程及提供的广告服务情况	12
图 31: 同桌游戏在王牌对王牌中植入	13
图 32: 同桌游戏在 IOS 社交类游戏中近 90 天排名一直是 TOP30	13
图 33: 盛天网络参展武汉斗鱼直播节	14
图 34: 盛天网络跨界联手滴滴快车	14
图 35: 2014 年以来, 游戏联运业务收入及占总收入的比例	15
图 36: 基于易乐玩平台的游戏联运业务	15
图 37: 58 游戏主要提供游戏资讯、游戏礼包、游戏攻略等	15
图 38: 戴翠尔娱乐旗下艺人宣传图	15

表 目 录

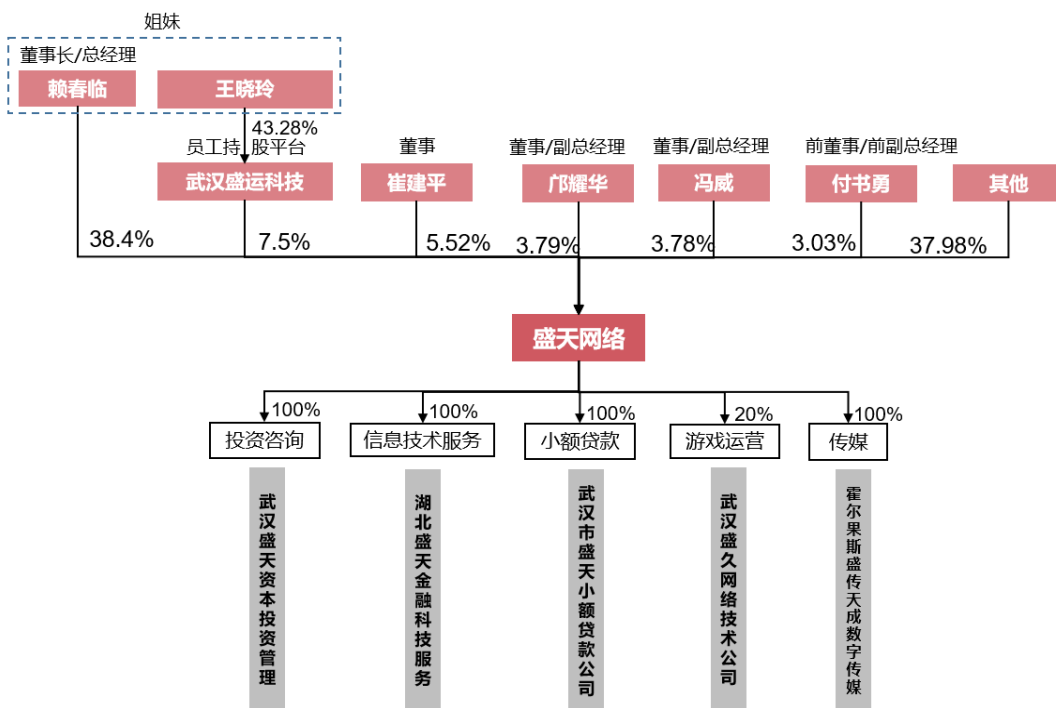
表 1: 2018 年以来, 战吧电竞平台为网吧提供的部分赛事情况	10
表 2: 基于易乐游平台的主要客户情况: 公司与百度、网易、腾讯、巨人等优质公司保持长期合作	12
表 3: 分业务收入及毛利率预测	16
附表: 财务预测与估值	18

1 国内领先的场景化互联网用户运营平台

2006 年公司成立，2015 年 12 月在深交所创业板挂牌上市。公司的主要产品“易乐游网娱平台”为网吧、商圈、电竞馆等公众互联网上网服务场所提供网络管理、系统管理、游戏自动更新等产品及服务，每天有超过 2500 万网民通过公司旗下的平台与软件产品接入互联网，使用在线视频、网络游戏、电子商务等各类网络内容与服务。根据《2016 年中国互联网上网服务行业发展报告》的数据，公司“易乐游”产品在全国网吧市占率排名第二，公司的广告、增值服务等主营业务都基于网吧场景。2015 年 12 月 31 日，公司正式挂牌登陆深交所 A 股市场。

公司股权结构：截止 2018 年一季报，公司董事长、总经理赖春临女士直接持有公司股份 9216 万股，占总股本比例 38.4%，其胞姐王晓玲间接持有公司 3.246% 的股份，赖春临女士为公司实际控制人。除了公司员工持股平台武汉盛运科技之外，其余持股超过 3% 以上的股东均是公司董事、高管或前董事和前高管。

图 1：公司股权结构以及公司架构（截止 2018 一季报）



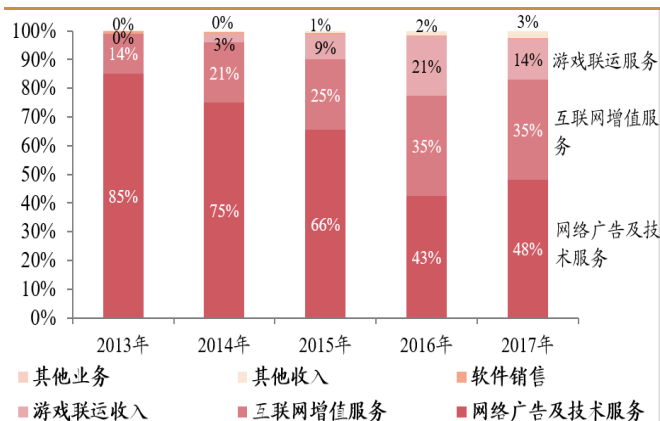
数据来源：公司公告，西南证券整理

不断扩展公司业务产品矩阵和服务内容，寻找多元化变现方式。2006 年，盛天网络成立，推出易乐游网吧管理平台。2013 年，公司大力拓展市场，进一步巩固了公司在上网服务行业的领先地位。2015 年，公司在深交所挂牌上市，成为湖北省互联网第一股。2014 年到 2018 年期间，公司不断扩展产品矩阵和服务内容，新增了游戏联运、连乐无线、战吧电竞、游戏发行、互联网金融等多项业务，寻求更多流量变现方式。

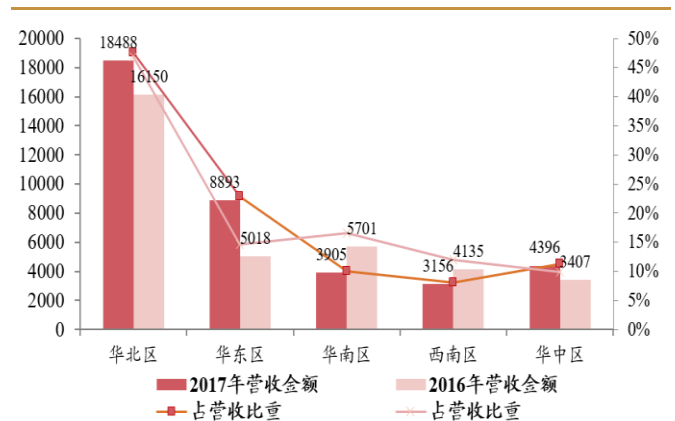
图 2：公司历史沿革图


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：网络广告及技术服务为主要收入来源，互联网增值服务营收增速明显。网络广告仍是公司主要营收来源，2017 年公司加强了非游戏类广告客户的拓展，同时利用大数据分析提升广告效果，全年实现广告收入 1.9 亿元，同比上升 27.8%，占总营收的比例为 48%。2017 年，公司加强在手游和 H5 游戏领域业务的拓展，2017 年游戏运营实现收入 5543 万，虽比去年同期下降 22%，但移动游戏接入数量和质量有了较大幅度的提升，公司的游戏业务结构逐步优化。与此同时，公司业务主要分布在华北区和华东区，2017 年公司在华北区的营收实现 1.8 亿元，占总营收的 47.6%，较 2016 年提升了 0.7 个百分点，在华东区的营收实现 8893 万元，占总营收的 22.9%，较 2016 年提升了 8.3 个百分点，增速明显。

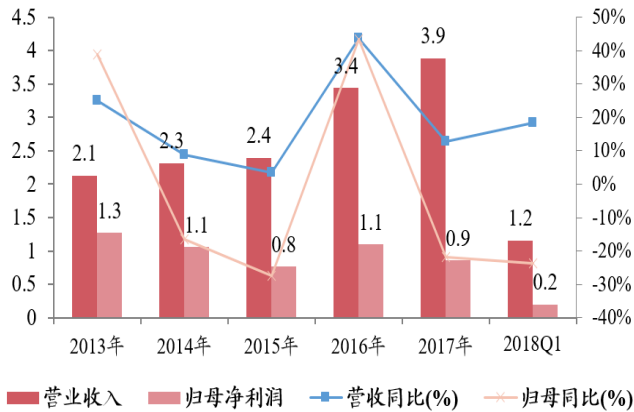
图 3：公司主营业务收入结构（亿元）


数据来源：wind，西南证券整理

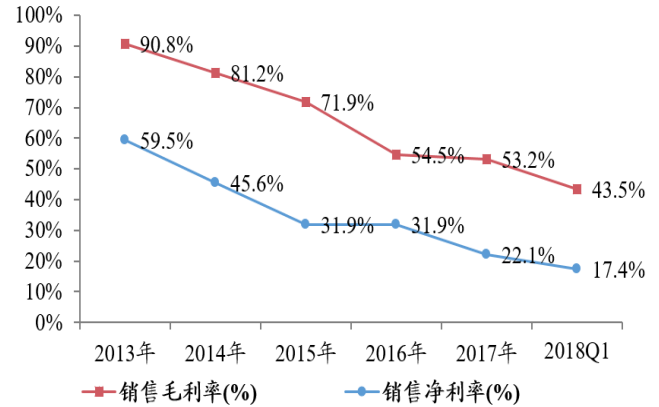
图 4：公司营收地域分布情况：2017 年华北地区占比 48%


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：公司营收稳步增长，网吧市场的变化以及毛利率较低的游戏联运业务的快速增长使得毛利率承压。2013 至 2017 年，公司营收稳定增长，由于毛利率的走低，2013 年以来公司归母净利润水平略有下降，公司毛利率下降主要是因为：1) 为了维持易乐游网娱平台的顺畅运行，提高服务质量，公司近几年加大了人力资源、带宽和服务器的投入，对毛利率产生影响；2) 游戏联运收入需要支付联运分成，因此毛利率低于原有业务，在游戏联运收入占比上升同时，公司的综合毛利率受到影响。

图 5: 公司 2013 年以来营业收入和归母净利润情况


数据来源: wind, 西南证券整理

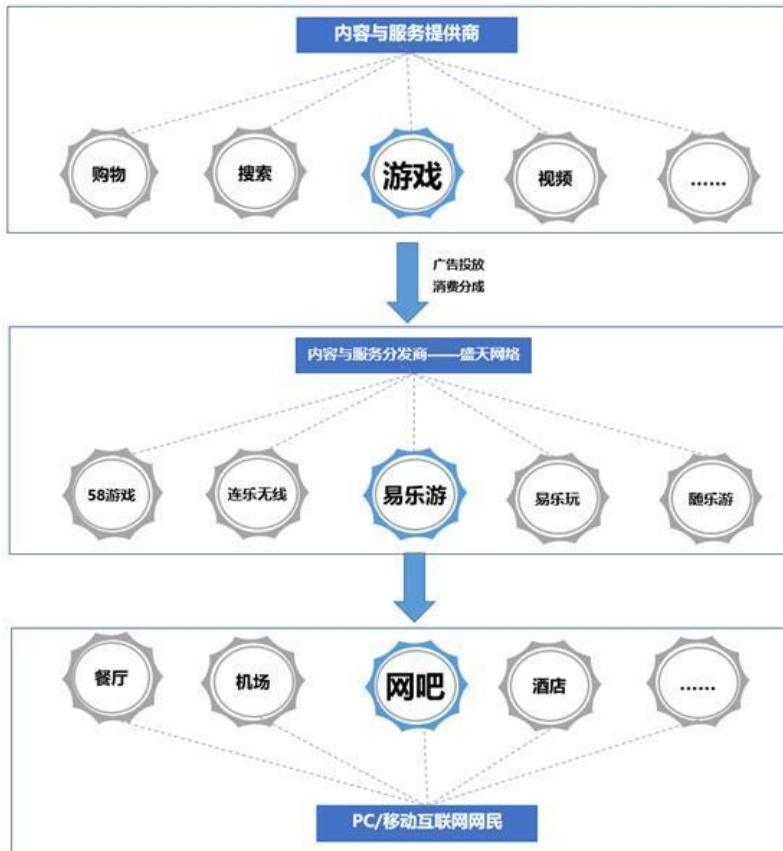
图 6: 公司 2012 年以来销售毛利率、净利率变化情况


数据来源: wind, 西南证券整理

以网吧服务为基础, 提供基于网吧场景的推广服务:

- **网络广告及技术服务:** 公司基于网吧渠道“易乐游”、游戏运营平台“易乐玩”等产品平台的资源, 向游戏厂商等客户提供广告宣传、客户端安装、吸引新用户等推广服务。公司直销广告客户包括网易、腾讯、三七玩等。
- **互联网增值服务:** 收入主要来自于搜索引擎厂商和电子商务服务提供商的流量分成。例如: 客户提供搜索引擎代码, 使用者在百度的搜索引擎框内输入关键字可以调出客户提供的搜索结果页面; 在公司易乐游网娱平台软件中捆绑客户搜索产品、优先推荐并提示网民安装客户搜索产品、在公司易乐游网娱平台软件界面中加载客户搜索引擎服务、嵌入搜索功能等。
- **游戏联运服务:** 主要是跟网页游戏厂商、运营商进行合作运营, 公司利用自身的用户、渠道资源优势通过易乐玩平台为合作方带来用户流量, 根据用户充值收入进行收益分成, 公司的主要义务是游戏推广、用户注册、用户收费。

图7：公司主要是基于易乐游的网吧渠道，向游戏厂商等客户提供广告宣传、互联网增值、游戏联运服务



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 “吃鸡”类端游带动网吧流量上升，放大网吧推广价值

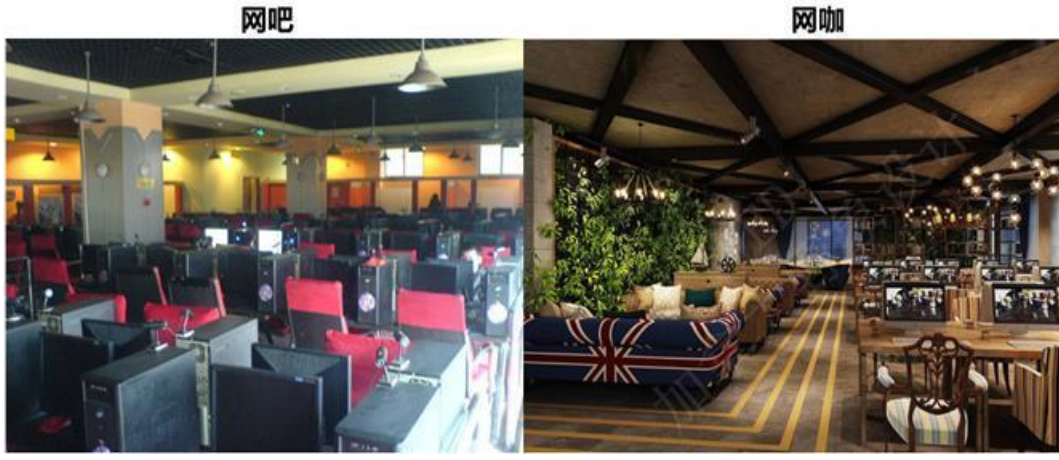
2.1 网吧行业转型升级，向线下多元化娱乐综合体迈进

网吧目前已经转变为可以更畅快玩游戏的场所，而不是单纯提供上网服务。因此，家中拥有电脑与到网吧上网之间并不是二选一而是二者可以共存的关系。随着网吧进一步向环境、氛围更好、配置更高的网咖转型，以及“吃鸡”类国服端游的上线，预计网吧的流量也将得到提高。

2.1.1 网咖环境、内容、配置均改善，客户用户粘性提升

网吧转型网咖，设计、环境、服务均提升。网吧与网咖的区别主要在于：1) 设计方面：网吧主要是大通间设计加包厢，网咖则是以消费场景、电脑配置来划分区域，包括休闲区、对战区、情侣区、榻榻米区等；2) 从选址方面来看：网吧选址主要靠近年轻小区或近学校的区域，网咖则多在入住率较高的社区或购物中心；3) 从服务方面来看，网吧提供基础的上网服务，并会售卖饮料、香烟、泡面等刚需，网咖除了网吧提供的基础服务之外，还会提供点歌、精致的饮品甜点、周边文化产品、按摩椅区、社交等服务。4) 从营销活动来看，网吧的营销主要是主要本店充值送优惠，网咖除了充值送优惠之外，常有电竞赛事活动（伴随奖励）等。转型后的网吧不仅是提供上网服务的场所，还是多元化的娱乐综合体。

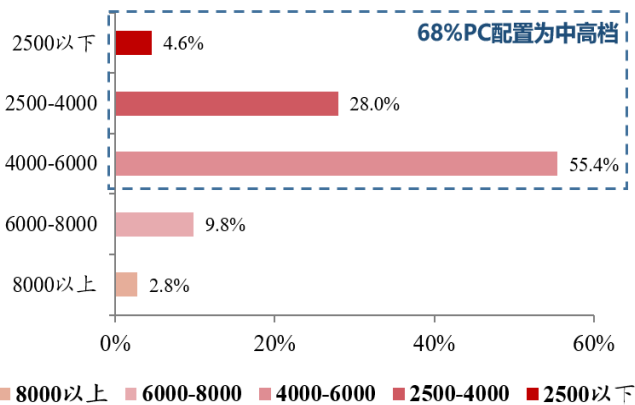
图 8：网吧转型网咖，环境、服务、消费者体验均大幅提升



数据来源：西南证券整理

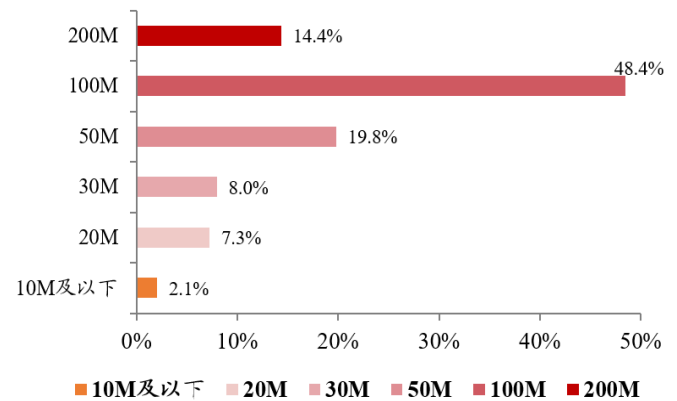
网吧的配置以中高档居多，更新换代快，远高于全国平均水平。工业和信息化部数据显示，截至 2017 年 11 月，全国 20M 以上宽带用户总数占宽带用户总数的比重达 91.2%。具体到网吧场景来看，2016 年的网吧业主调研数据显示，百兆以上宽带占比已达 62.8%，20M 以上宽带占比达 97.9%，远高于全国平均水平。PC 终端配置的价格方面，2016 网吧业主调研数据显示，68% 的 PC 终端配置价格在 4000 元及以上，属于中高档配置。比家中电脑更快的网速+更好的硬件，给家中有电脑的消费者提供差异化体验。

图 9：2016 年网吧单终端配置的价格情况：中高端为主



数据来源：2016 网吧业主调研，西南证券整理

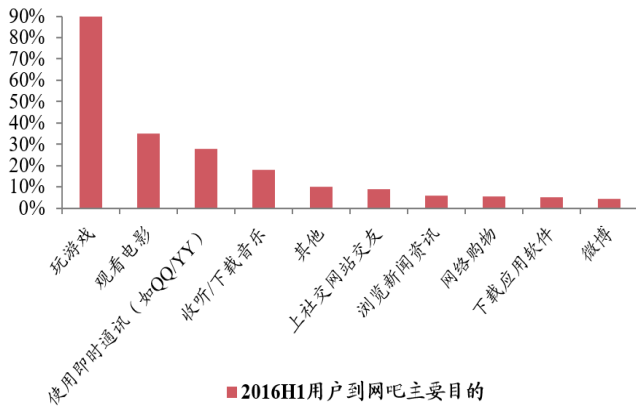
图 10：2016 年网吧带宽情况：63%采用百兆以上带宽



数据来源：2016 网吧业主调研，西南证券整理

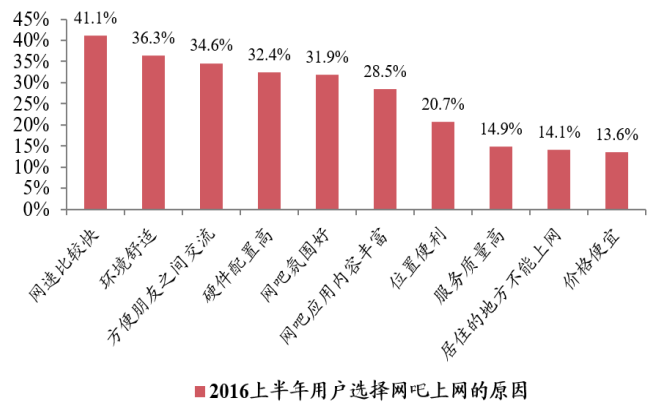
不满足于在家中玩游戏，游戏体验更畅快、社交成为大部分用户选择网吧上网的原因。2016 网吧业主调研的数据显示，以 2016 上半年的数据来看，90% 的用户到网吧的主要目的是玩游戏，类似于上社交网站、浏览新闻资讯、网购、下载应用软件等基本上网需求的占比比较低。与此同时，用户选择在网吧上网的原因中大部分都与游戏体验的消费升级——不满足于在家中玩游戏相关：网速更快、环境更舒适、配置更高、朋友之间可以面对面交流、氛围更好等。而由于居住地不能上网、价格便宜才选择去网吧上网的占比均在 15% 以下。因此，在居住地是否有上网设备对于用户是否去网吧上网的影响有限。

图 11: 2016 上半年用户到网吧的主要目的中以玩游戏居多



数据来源: 2016 网吧业主调研, 西南证券整理

图 12: 2016 上半年用户选择网吧上网的原因



数据来源: 2016 网吧业主调研, 西南证券整理

2.1.2 “吃鸡”类端游持续火爆，网吧流量大幅提升

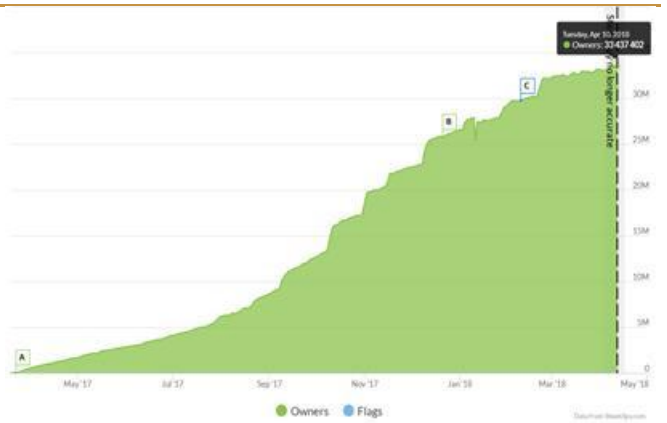
2017 年 3 月份以来,《绝地求生大逃杀》端游热度迅速上升,截至 2018 年 4 月 10 日,该游戏在 steam 上销量已超 3300 万份,其中中国区销量占比约 40%达到 1320 万份左右。根据 Steamspy 的数据,截至 2018 年 4 月 10 日,《绝地求生大逃杀》的全球销量已超 3300 万份,成为目前是 steam 上全球总销量仅次于《Dota2》、总销量排名第二的游戏。具体到国内来看,截至 2018 年 4 月 10 日,《绝地求生大逃杀》在国内的销量已超 1300 万份,考虑到 Dota2 下载免费,而《绝地求生大逃杀》国内下载需收 98 元人民币的费用,《绝地求生大逃杀》的用户购买力及对游戏的喜爱程度或更高,也有能力支付到环境更好的网吧玩游戏。

图 13:《绝地求生大逃杀》端游



数据来源: steamspy, 西南证券整理

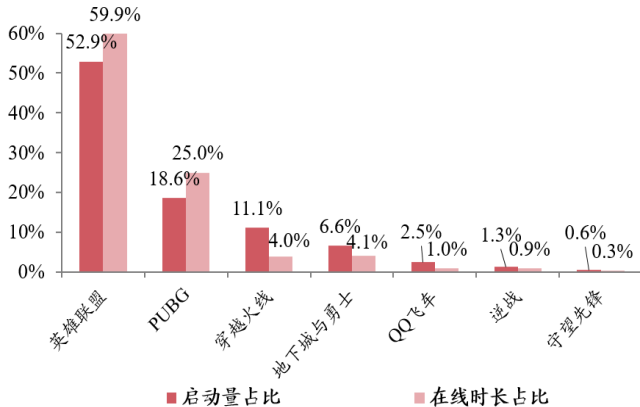
图 14:《绝地求生大逃杀》在 steam 上销量已超 3300 万份



数据来源: steamspy, 西南证券整理

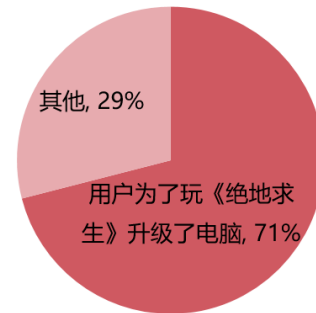
2018 年春节期间《绝地求生》端游在网吧启动量中排名第二。艾瑞网数据显示,在 2018 年春节期间,PUBG(《绝地求生》)在网吧的启动量占比为 18.6%,超越《穿越火线》11.1%的启动量,PUBG 的在线时长占比为 25%,超越穿越火线的 4.0%,在启动量和在线时长方面均居第二名。除了网吧的环境、氛围之外,更好的配置、更流畅的体验也是用户选择去网吧玩《绝地求生》的原因。艾瑞咨询数据也显示,71%的用户为了玩《绝地求生》升级了电脑。对电脑配置更高的要求或将激发更多《绝地求生》的爱好者重新回归网吧。

图 15: 春节期间网吧主流端游启动量/在线时长排行



数据来源: 艾瑞网, 西南证券整理

图 16: 71%的用户为了玩《绝地求生》升级了电脑



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

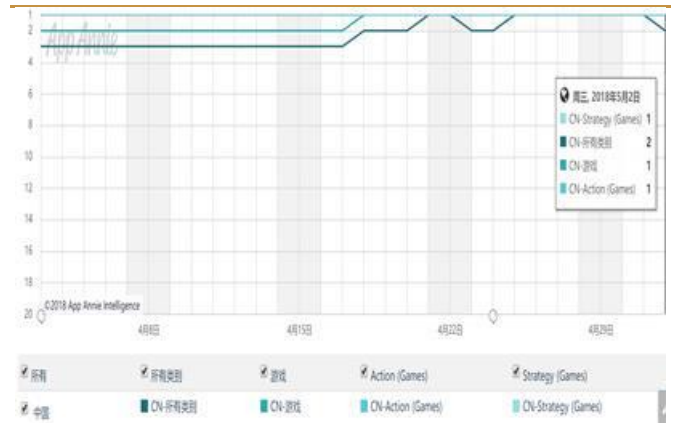
国服《绝地求生》用户基数或更大, 网吧预计仍将继续受益。由于 steam 上的《绝地求生大逃杀》门槛较高: 98 元人民币的价格、部分地方需要英文、后期仍需继续购买国际版加速器, 部分有玩“吃鸡”游戏需求的用户被高门槛所限制。反观国内, 国服《绝地求生》的用户主要来自老兵回归 (之前在 steam《绝地求生》中创建游戏的玩家可登记老兵身份, 享受回归服务) 和新用户。根据国服《绝地求生》官网的数据, 截至 2018 年 5 月 14 日, 国服内测的预约人数已达 1220 万人, 内测预约人数已经接近 steam 上中国玩家的总数量。与此同时, 根据 App Annie 的数据, 在 2018 年 4 月 3 日到 5 月 2 日期间, 《绝地求生: 刺激战场》手游在中国的下载量排名始终处于游戏榜的前 2 名。基于手游对于“吃鸡”类游戏人群的培养, 以及国服预约人数破 1200 万, 预计国服《绝地求生》端游的国内用户基数或更多, 网吧预计将受益于国服《绝地求生》的火爆。

图 17: 国服《绝地求生》预约人数已破 1200 万



数据来源: 国服《绝地求生》官网, 西南证券整理

图 18: 《绝地求生》手游在中国的下载量始终在游戏榜 TOP2

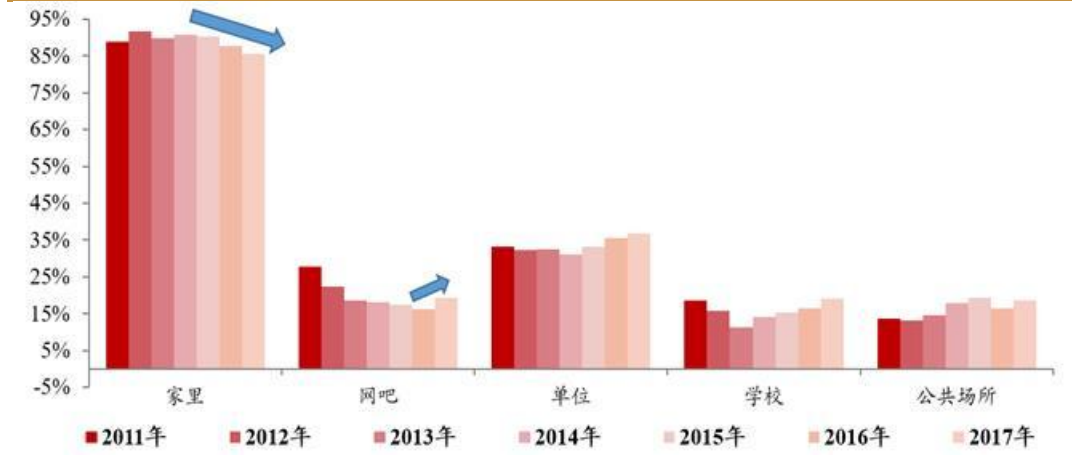


数据来源: App Annie, 西南证券整理 (2018/4/3-2018/5/2)

环境改善+绝地求生火爆, 2017 年网吧流量迎来春天, 随着国服《绝地求生》的上线, 预计“吃鸡类”端游的受众将更多, 进一步拉动网吧流量。受益于网吧转型为网咖带来环境、服务的改善, 以及端游绝地求生从 2017 年中开始火爆, 2017 年网吧流量明显改善。CNNIC 数据显示, 截至 2017 年 12 月, 我国网民在网吧通过电脑接入互联网的比例为 19.3%, 较 2016 年提升了 3 个百分点, 19.3% 的比例相当于 2012-2013 年的水平。与此同时, 截至 2017 年 12 月, 我国网民在家里通过电脑接入互联网的比例为 85.6%, 较 2016 年下降了 2.1 个百分点, 说明即使家里有上网的设施, 由于带宽、配置、环境等原因, 部分消费者仍愿意到网

吧进行消费。国服《绝地求生》上线后，预计将带来更大的用户基数，或将为网吧带来更多的人流量。

图 19: 网民使用电脑接入互联网的场所情况: 2017 年从网吧接入互联网的占比由 16.3% 提升到 19.3%

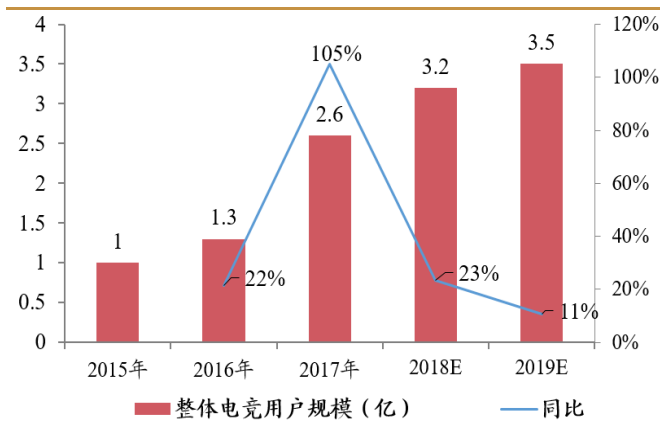


数据来源: CNNIC, 西南证券整理

2.1.3 电竞用户数将达 3.5 亿，互联网搜索引擎广告市场高速增长

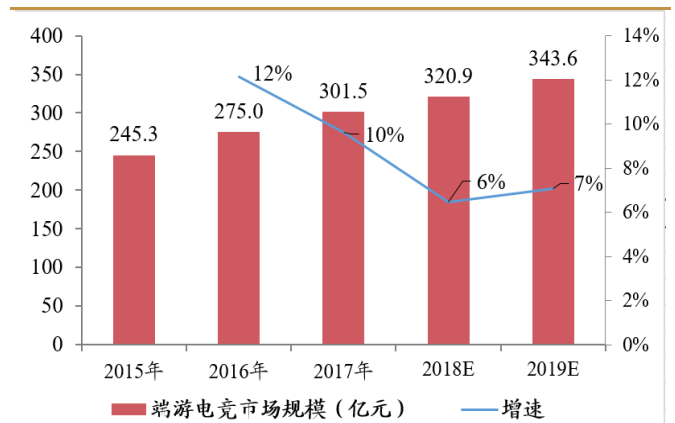
电竞用户规模到 2019 年将达到 3.5 亿，2017 年同比增长了 105%。艾瑞咨询数据显示，中国整体电竞用户规模由 2015 年的 1 亿增长到 2017 年的 2.6 亿，2 年 CAGR 为 61.2%，预计到 2019 年中国电竞用户规模将达 3.5 亿，增长主要来自于之前没有电竞游戏经历的新用户。具体到端游电竞上来看，艾瑞咨询数据显示，2017 年端游电竞游戏市场规模超过 300 亿元，2017-2018 年，端游电竞市场规模增速稳定在 6%-7% 左右。

图 20: 中国电竞用户规模高速增长



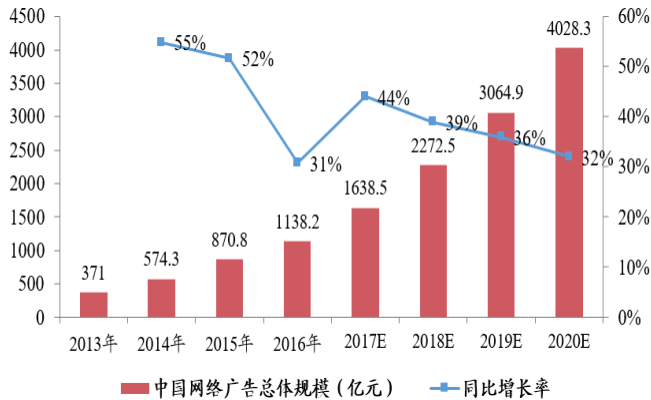
数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 21: 2015-2019 年端游电竞市场规模

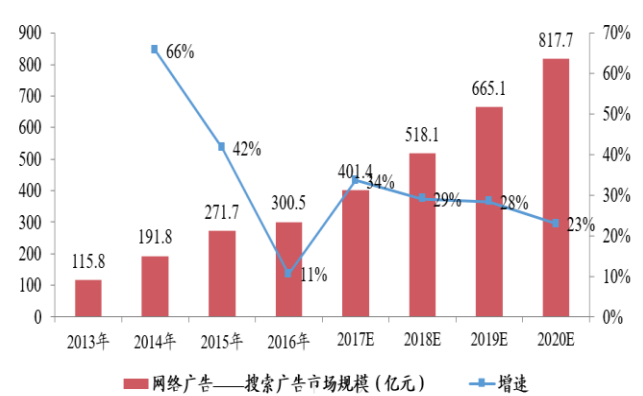


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

到 2020 年，网络广告总体规模将保持 32% 以上的高增速增长，其中搜索广告市场规模将保持 23% 以上增速增长。艾瑞咨询数据显示，公司所处的网络广告行业在 2020 年之前的增速将保持在 32% 以上，其中 2018-2020 年的市场规模增速将分别达 39%、36%、32%。细分到中国搜索广告行业来看，根据艾瑞咨询的数据，中国搜索广告市场规模将在 2020 年达到 818 亿元，2018-2020 年的增速将分别为 29%、28%、23%，保持高速增长。

图 22：中国网络广告总体规模将保持高速增长


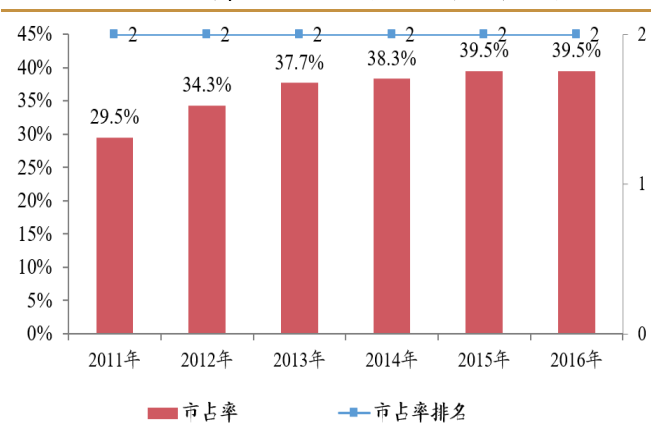
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 23：中国搜索广告市场规模将稳步增长


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.2 公司赛事运营能力逐步提升，广告客户稳定

公司的主要产品“易乐游”已为约5万家网吧提供了产品与解决方案，是最为成熟领先的网娱平台之一，目前市占率市场第二。公司提供的产品及服务大多基于网吧场景，因此，提供管理网络娱乐内容、自动更新游戏等服务的易乐游产品是公司业务的根基。根据过去几年的网吧行业年度报告，公司的易乐游网娱平台市占率在行业中排名稳定在第二名，从2011年至2015年市占率分别为29.5%、34.3%、37.7%、38.3%和39.5%，公司市占率趋于稳定状态。公司公告显示，每天有超过2500万网民通过公司旗下的平台与软件产品接入互联网。截至2015年12月，公司已为约5万家网吧提供了产品与解决方案。公司产品覆盖的网吧更多、市占率更高，为其他业务的发展提供了保障。

图 24：2011-2016年，公司易乐游产品的市占率及排名情况


数据来源：盛天智库监测、中娱智库，西南证券整理

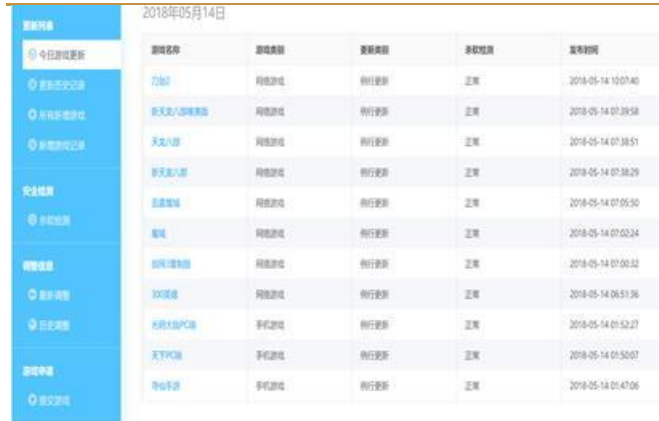
图 25：公司主要产品易乐游乾坤版客户端


数据来源：易乐游官网，西南证券整理

网吧业主选择“易乐游”平台的原因：在游戏更新等基础服务扎实的同时，能提供更丰富的游戏赛事，助力网吧提升用户的黏性。每个网吧都需要类似于“易乐游”的管理平台为网吧做游戏的自动更新升级、网吧电脑的安全检测、用户游戏的存档、提供网吧与网吧间的电竞赛事活动等基础服务。除了基础服务之外，2016年7月，盛天网络发布全新独立电竞品牌“战吧电竞”，打造线上的电竞赛事活动平台，根据战吧官网的数据，目前战吧已经覆

盖了全国约 3 万家网吧，每周末都会举办英雄联盟的电竞锦标赛。2018 年以来，已经举办战吧电竞赛事共 18 场，投入的奖金总额为 4.7 万元，提升了参赛网吧用户活跃度。

图 26：“易乐游”平台为网吧提供基础的游戏更新服务



游戏名称	游戏类别	更新类别	更新性质	更新时间
英雄联盟	网络游戏	例行更新	正常	2018-05-14 10:07:40
DOTA2	网络游戏	例行更新	正常	2018-05-14 07:39:58
反恐精英	网络游戏	例行更新	正常	2018-05-14 07:38:51
DOTA2	网络游戏	例行更新	正常	2018-05-14 07:38:29
DOTA2	网络游戏	例行更新	正常	2018-05-14 07:05:50
DOTA2	网络游戏	例行更新	正常	2018-05-14 07:02:24
DOTA2	网络游戏	例行更新	正常	2018-05-14 07:00:52
DOTA2	网络游戏	例行更新	正常	2018-05-14 06:51:36
DOTA2	网络游戏	例行更新	正常	2018-05-14 01:52:27
DOTA2	网络游戏	例行更新	正常	2018-05-14 01:50:07
DOTA2	网络游戏	例行更新	正常	2018-05-14 01:47:06

数据来源：易乐游官网，西南证券整理

图 27：公司为安装了战吧电竞平台的网吧提供更丰富的赛事



赛事	奖金	时间	赛区	状态
周末锦标赛：挑战KDA	125000战点	05-04 08:00 - 05-06 23:59	所有网吧	查看详情
欢度五一，劳动大狂欢！	226000战点	04-29 08:00 - 05-01 23:59	所有网吧	查看详情
周末锦标赛：决胜之路	125000战点	04-06 08:00 - 04-08 23:59	所有网吧	查看详情
周末锦标赛：峡谷大战	125000战点	03-30 08:00 - 04-01 23:59	所有网吧	查看详情

数据来源：战吧官网，西南证券整理

表 1：2018 年以来，战吧电竞平台为网吧提供的部分赛事情况

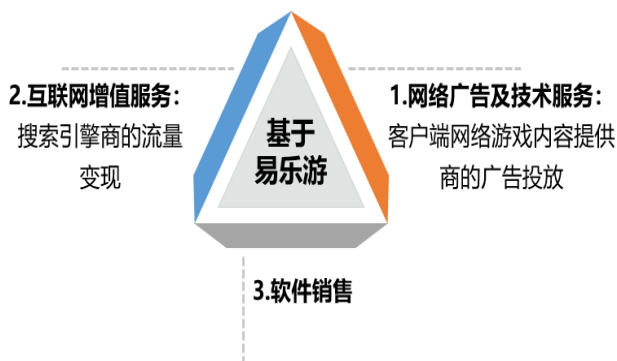
类型	赛事	相关游戏	折算成人民币的奖金(元)	时间	赛区
战吧电竞 赛事	周末锦标赛：挑战 KDA	英雄联盟	1250	20180105-20180107	全国约 30000 家已 安装战吧电 竞平台网吧
	周末锦标赛：胜利的荣耀	英雄联盟	1600	20180112-20180114	
	周末锦标赛：全民推塔	英雄联盟	1600	20180119-20180121	
	周末锦标赛：勇夺人头	英雄联盟	1600	20180126-20180128	
	安博电竞撒钱杯周五锦标赛-胜者为王	英雄联盟	3406	20180202	
	安博电竞撒钱杯周六锦标赛-全民推塔	英雄联盟	3406	20180203	
	安博电竞撒钱杯周日锦标赛-KDA 竞技场	英雄联盟	3406	20180204	
	周末锦标赛：勇夺人头	英雄联盟	1600	20180209-20180211	
	周末锦标赛：胜利的召唤	英雄联盟	1250	20180224-20180225	
	周末锦标赛：KDA 争夺战	英雄联盟	1250	20180302-20180304	
	周末锦标赛：杀人终结者	英雄联盟	1250	20180309-20180311	
	周末锦标赛：胜者为王	英雄联盟	1250	20180316-20180318	
	周末锦标赛：KDA 试炼	英雄联盟	1250	20180323-20180325	
	2018 火竞杯-荒野行动全国网吧线上锦标赛	荒野行动 PC 端	16600	20180325-20180331	
	周末锦标赛：峡谷大战	英雄联盟	1250	20180330-20180401	
	周末锦标赛：决胜之路	英雄联盟	1250	20180406-20180408	
	欢度五一，劳动大狂欢！	英雄联盟	2260	20180429-20180501	
	周末锦标赛：挑战 KDA	英雄联盟	1250	20180504-20180506	
战吧合作 赛事	城邦对战-艾欧尼亚	英雄联盟	6300	20180416-20180419	全国约 30000 家已 安装战吧电 竞平台网吧
	城邦对战-诺克萨斯	英雄联盟	6300	20180423-20180426	
	城邦对战-诺克萨斯	英雄联盟	3150	20180423-20180426	
	城邦对战-艾欧尼亚	英雄联盟	3150	20180423-20180426	

类型	赛事	相关游戏	折算成人民币的奖金 (元)	时间	赛区
	U 赢电竞锦标赛-挑战 KDA	英雄联盟	3600	20180507-20180509	
	U 赢电竞锦标赛: 胜者为王	英雄联盟	3600	20180511-20180513	
	U 赢电竞锦标赛: 疯狂杀敌	英雄联盟	3600	20180514-20180516	

数据来源: 战吧官网, 西南证券整理 (战吧合作赛事为不完全统计)

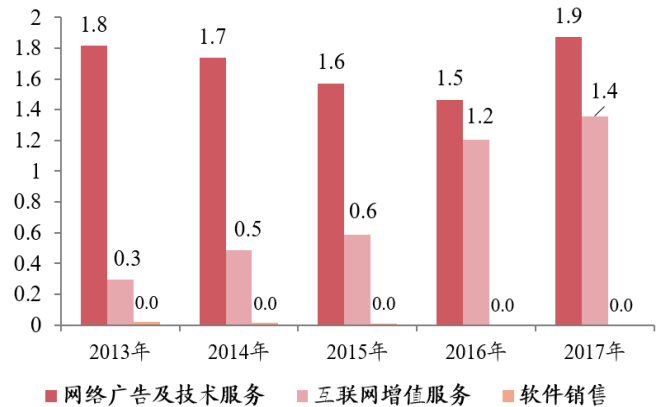
基于易乐游平台产生的营收主要包括网络广告及技术服务、互联网增值服务、软件销售收入, 其中网络广告收入是最主要的收入, 互联网增值服务营收增长最快。2013-2017 年, 基于易乐游平台产生的营收中, 由游戏厂商提供的广告投放产生的收入占比最高, 在搜索引擎内为广告主提供捆绑搜索产品等的互联网增值服务的占比稳步提升。2017 年, 网络广告及技术服务实现营收 1.9 亿元, 占整体基于易乐游平台产生收入的一半以上; 互联网增值服务的营收从 2013 年的 0.3 亿元快速增长到 2017 年的 1.4 亿元, 4 年 CAGR 达 46.4%。

图 28: 基于易乐游平台产生收入的业务情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

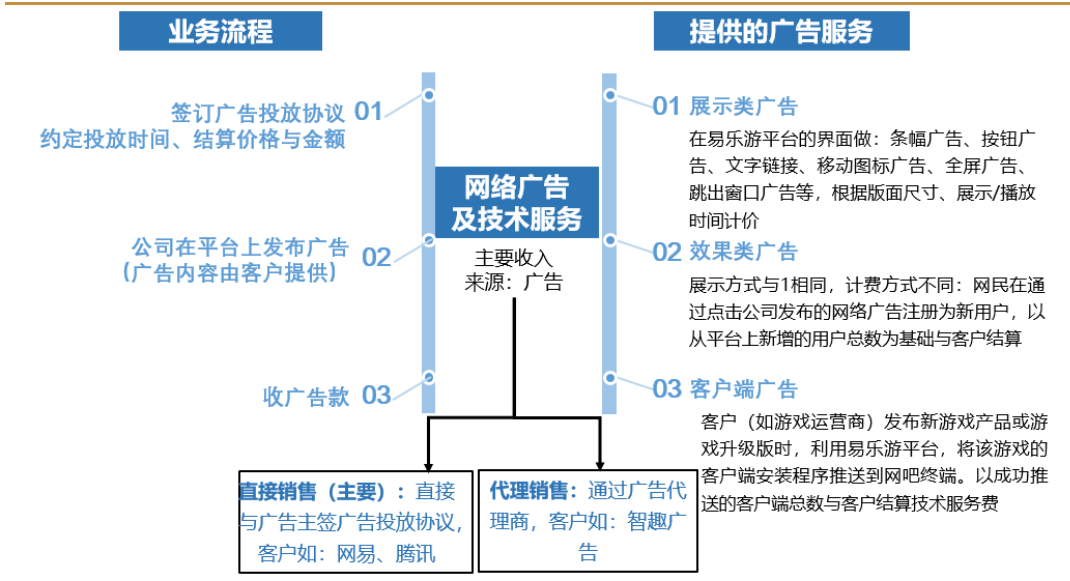
图 29: 基于易乐游的收入中互联网增值业务增速最快 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

广告主选择易乐游平台的原因: 5 万家网吧的覆盖+日均 2500 万用户的接入流量, 公司的网络广告、互联网增值业务覆盖面更广。公司官网数据显示, 公司拥有 5 万家网吧的覆盖数量, 日均 2500 万玩家使用公司平台, 自 2011 年以来一直是网娱平台市占率排名第二的平台, 且网吧是与游戏关联度最高的场景之一, 预计公司的展示类、效果类、客户端广告以及互联网增值服务能为广告主提供更好的宣传效应。

- 公司的网络广告业务收入主要来自于直接销售, 公司直接与游戏厂商签订广告投放协议, 将游戏厂商提供的广告内容在覆盖网吧的易乐游平台上投放, 并按协议约定结算收入。预计在“吃鸡”类端游的带动下, 网吧流量的上升或将直接拉动公司网吧渠道广告价值的提升。
- 互联网增值业务主要采取直销模式, 收入主要来自搜索引擎厂商和淘宝的电子商务服务提供商的流量分成。在搜索引擎的推广方面, 公司采取包括: 在公司易乐游网娱平台软件中捆绑客户搜索产品、优先推荐并提示网民安装客户搜索产品、在公司易乐游网娱平台软件界面中加载客户搜索引擎服务、嵌入搜索功能等。在淘宝网的电子商务推广方面, 采取包括在公司易乐游网娱平台软件中捆绑淘宝网产品、优先推荐并提示网民使用淘宝网产品、在公司易乐游网娱平台软件界面中加载淘宝网服务、增加桌面图标促进用户使用淘宝网服务等多种方式为淘宝网提供流量入口, 最后按照约定的分成比例结算。

图 30：公司网络广告业务的业务流程及提供的广告服务情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司与基于易乐游平台的推广客户保持长期稳定的合作关系，且客户质量优质。2012年至2015年1-6月期间，基于易乐游平台产生的销售额排名前五的主要客户中，百度、腾讯、网易、巨人、盛大网络等多次上榜，且销售金额逐年提升，公司与主要客户保持良好的合作关系。网吧场所是与游戏联系最紧密的场所之一，预计在网吧流量增多的同时，网吧渠道的推广价值也将提升。

表 2：基于易乐游平台的主要客户情况：公司与百度、网易、腾讯、巨人等优质公司保持长期合作

年度	排名	客户名称	销售内容	销售金额 (万元)	占当期营收比例
2015年1-6月	1	百度	网络广告及技术服务、互联网增值服务	1926.2	18.9%
	2	网易	网络广告及技术服务、互联网增值服务	1705.9	16.8%
	3	腾讯	网络广告及技术服务、互联网增值服务	1169.9	11.5%
	4	巨人	网络广告及技术服务、互联网增值服务	475.7	4.7%
	5	三七玩	游戏联运	388.9	3.8%
2014年	1	百度	网络广告及技术服务、互联网增值服务	4867.6	21.0%
	2	网易	网络广告及技术服务、互联网增值服务	2494.4	10.8%
	3	腾讯	网络广告及技术服务、互联网增值服务	2588.1	11.2%
	4	完美	网络广告及技术服务、互联网增值服务	1634.3	7.1%
	5	巨人	网络广告及技术服务、互联网增值服务	1198.8	5.2%
2013年	1	腾讯	网络广告及技术服务、互联网增值服务	2715.4	12.7%
	2	百度	网络广告及技术服务、互联网增值服务	2340.1	11.0%
	3	网易	网络广告及技术服务	1793.6	8.4%
	4	盛大网络	网络广告及技术服务	1634.2	7.7%
	5	巨人	网络广告及技术服务	1104.0	5.2%
2012年	1	腾讯	互联网增值服务、网络广告及技术服务	2481.4	14.6%
	2	百度网讯科技	互联网增值服务、网络广告及技术服务	1386.2	8.1%

年度	排名	客户名称	销售内容	销售金额（万元）	占当期营收比例
	3	网易	网络广告及技术服务	1334.6	7.8%
	4	盛大网络	网络广告及技术服务	1112.1	6.5%
	5	北京千乘致远文化传播	网络广告及技术服务	851.0	5.0%

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 实施“Game+”战略，延伸公司业务链

“Game+”战略围绕游戏服务产业，做生态运营及产业上下游的联动共赢。公司董事长在 2017 年年会中对“Game+”战略进行了阐释：在游戏服务产业进行多维度业务布局，通过并购、投资、自主开发来整合游戏、电竞、社交、交易、陪玩等服务和内容，强化自身体系内生态运营及产业上下游的联动共赢，实现游戏服务产业融合。目前，公司已在基于 H5 小游戏、轻度手游及游戏服务等新兴领域进行投资、并购和自主开发，在游戏服务产业的布局已初见雏形。

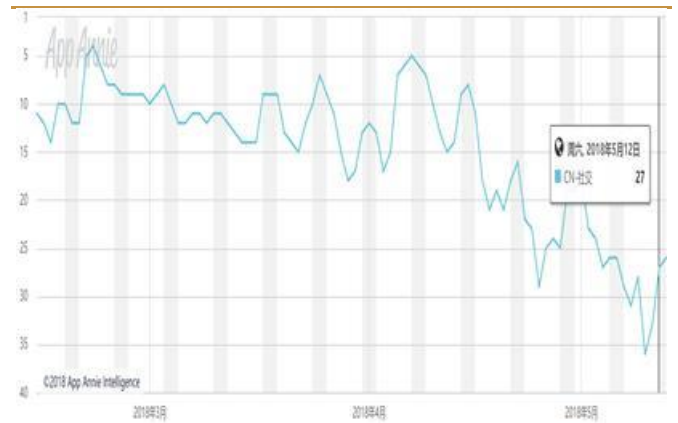
在移动游戏和 H5 游戏领域，与同桌游戏、《荒野大作战》等移动手机游戏产品进行合作。公司官网数据显示，自 2015 年上市以来，盛天网络逐步将游戏业务的重心转移到移动游戏和 H5 游戏领域，积极投资优质的游戏研发公司并培育属于盛天网络自有的游戏 IP。基于投资并购，盛天网络快速地完成了公司在移动手机游戏和 H5 社交小游戏的业务布局。旗下合作产品包括同桌游戏、《荒野大作战》等多款热门移动手机游戏产品。七麦数据显示，截至 2018 年 5 月 13 日，同桌游戏在安卓系统的总下载量已经超过 1.2 亿次，最近 1 年在 IOS 系统的下载量预估为 862 万次，且成为热门综艺《王牌对王牌第三季》的独家明星互动小游戏，预计后续热度仍将维持。

图 31：同桌游戏在王牌对王牌中植入



数据来源：腾讯视频，西南证券整理

图 32：同桌游戏在 IOS 社交类游戏中近 90 天排名一直是 TOP30



数据来源：APP Annie，西南证券整理

在品牌联动、游戏服务领域，与斗鱼合作，参展国际武汉斗鱼直播节，与滴滴跨界合作，辐射线下 40 万+用户。2018 年 4 月 29 日至 5 月 1 日，首届国际武汉斗鱼直播节暨斗鱼嘉年华在武汉开幕，吸引了超过 1000 名主播、200 余家厂商、52.18 万现场观众、2.3 亿人次的线上观看，在此次斗鱼直播节上，盛天网络联手斗鱼，打造了手游区、PC 区、舞台区、吧台区、合影区等多主题展区。

为保证玩家在斗鱼直播节期间的出行，盛天网络跨界联手滴滴快车，推出 10 万份五一出行专享 88 元大礼包，连乐无线（盛天网络旗下 WIFI 产品）用户可免费领取滴滴快车出行礼包，享受五一出行专属特权。此外，盛天网络还在旗下游戏主题音乐酒吧 Fun 肆玩吧为滴滴快车用户提供专属打车福利。官网数据显示，本次与滴滴快车的跨界合作，辐射了线下 40 万+用户，线上影响超过千万人次，与此同时，未来公司还将与滴滴展开大数据、O2O、场景化等更深入的合作。在品牌联动、多场景运营方面，公司进一步拓展了合作行业和合作方式。

图 33：盛天网络参展武汉斗鱼直播节



数据来源：盛天网络官网，西南证券整理

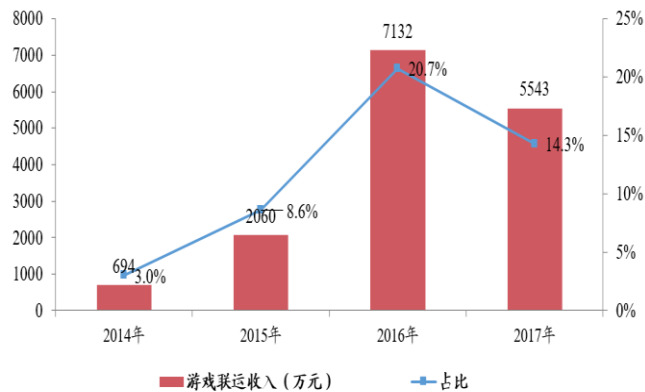
图 34：盛天网络跨界联手滴滴快车



数据来源：ITBEAR 科技资讯，西南证券整理

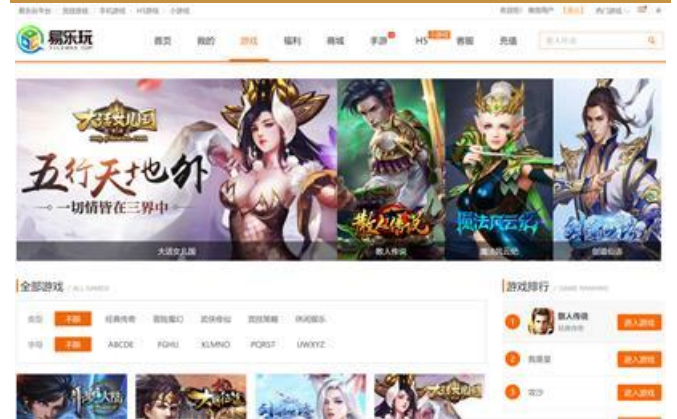
游戏联运：基于易乐玩平台的页游、手游、H5 小游戏聚合平台，拥有 2000 万用户量。游戏联运是公司于 2014 年为了应对游戏市场的变化而针对网页游戏推出的新的业务，主要是跟网页游戏厂商、运营商进行合作运营，公司利用自身的用户、渠道资源优势通过易乐玩平台为合作方带来用户流量，根据用户充值收入进行收益分成，到 2017 年，合作的厂商已经覆盖手游和 H5 小游戏。合作期间，合作对方提供游戏产品、服务器设备及技术支持，公司负责游戏推广、用户注册、用户收费。公司官网数据显示，目前易乐玩平台用户量已达 2000 万。2014 上线当年即实现游戏联运收入 694.5 万元，占总营收的 3%，到 2017 年，游戏联运业务实现收入 5543 万元，占总营收的比例已提升到 14.3%。公司公告显示，2017 年，公司加强在手游和 H5 游戏领域业务的拓展，和多家游戏厂商进行深度合作，积极引入高质量精品游戏。2017 年游戏运营收入虽比去年同期下降 22%，但移动游戏接入数量和质量有了较大幅度的提升，公司的游戏业务结构逐步优化。

图 35：2014 年以来，游戏联运业务收入及占总收入的比例



数据来源：wind，西南证券整理

图 36：基于易乐玩平台的游戏联运业务



数据来源：易乐玩官网，西南证券整理

媒体业务：58 游戏与戴翠尔娱乐，为用户提供更多的衍生增值业务。公司媒体业务主要包括影音汇聚、原创内容、玩家社区等，主要的平台包括 58 游戏和戴翠尔娱乐。58 游戏网是盛天网络基于自身的在线游戏合作伙伴资源而打造的游戏综合门户，涵盖游戏赛事、游戏活动、游戏礼包、游戏资讯等内容，其中 58 游戏特权系统已经成为了游戏厂商与游戏玩家之间的沟通的另一种渠道。戴翠尔娱乐是盛天网络旗下的 PGC 内容品牌，拥有视频制作团体，游戏圈演艺资源，与主流视频平台、省级电视台合作，依托盛天网络矩阵资源为内容需求方提供策划、制作、出品、发行等综合服务。现有签约艺人 30 名，10 档原创内容栏目，2015 年相关栏目播放量 4030 万次。

图 37：58 游戏主要提供游戏资讯、游戏礼包、游戏攻略等



数据来源：58 游戏官网，西南证券整理

图 38：戴翠尔娱乐旗下艺人宣传图



数据来源：公司官网，西南证券整理

开拓游戏发行、开发及游戏服务业务。公司公告显示，2018 年 5 月 4 日，公司出资 1 亿元设立了全资子公司——盛游互动网络科技，该公司定位于游戏发行、开发及游戏服务业务，为公司继续拓展游戏产业链，培育新的业务增长点。

完善互联网金融业务板块，创造更多盈利点。公司公告显示，2018 年 5 月 4 日，公司拟向盛天金服追加投资 3000 万元，进一步增加公司全资子公司盛天金服的资金实力。与此同时，盛天金服拟与湖北省注册资本最大的国有控股小额贷款公司之一的永泰小贷原股东签订股权转让协议，盛天金服拟以自有资金 6500 万元受让原股东持有的永泰小贷 13% 的股

权。交易完成后，盛天金服将持有永泰小贷 13% 的股权，进一步完善公司互联网金融业务板块，为公司未来互联网金融业务的发展奠定基础。

我们认为，公司对于互联网金融业务的布局，或能将公司已有的游戏开发商等的客户资源盘活，为客户提供从资金（盛天金服）、发行（盛游互动网络科技）到产品推广宣传（易乐游平台、易乐玩平台）的全方位服务，创造更多的盈利点。

4 盈利预测

公司的主要业务是网络广告、互联网增值服务、游戏联运服务等，其中网络广告及技术服务和互联网增值服务都是基于公司“易乐游”平台。

假设 1：网络广告及技术服务、互联网增持服务：环境改善+绝地求生火爆，2017 年网吧流量迎来春天，随着国服《绝地求生》的上线，预计“吃鸡类”端游的受众将更多，进一步拉动网吧流量，受益于网吧流量的转好，预计公司网络广告及技术服务、互联网增持服务也将受益，维持 2017 年的高增速。

假设 2：游戏联运业务：公司 2014 年开始开展游戏联运业务，考虑到公司在 2017 年优化了游戏联运业务中接入游戏的数量和质量，预计在移动游戏接入数量和质量方面有较大幅度的提升，公司游戏联运业务实力有望增强，预计公司该项业务的增速在 2018 年之后扭负为正，进入稳定发展的通道。

假设 3：毛利率：1) 为了维持易乐游网娱平台的顺畅运行，提高服务质量，公司近几年加大了人力资源、带宽和服务器的投入，后续这几个类别的投入或将增加，预计对毛利率产生影响；2) 游戏联运收入需要支付联运分成，因此毛利率低于原有业务，在游戏联运收入占比上升同时，公司的综合毛利率或将受影响。因此，预计公司 2018-2020 年综合毛利率分别为 52.5%、52.0%、51.5%。

表 3：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
网络广告及技术服务	收入	187.1	224.5	258.1	284.0
	增速	27.8%	20%	15%	10%
互联网增值服务	收入	135.6	156.0	179.4	197.3
	增速	12.6%	15%	15%	10%
游戏联运服务	收入	55.4	66.5	76.5	88.0
	增速	-22.3%	20%	15%	15%
软件销售	收入	0.3	0.3	0.3	0.3
	增速	9.0%	0%	0%	0%
其他收入	收入	9.9	9.9	9.9	9.9
	增速	72.3%	0%	0%	0%
合计	收入	388.37	457.2	524.3	579.5
	增速	12.9%	17.7%	14.7%	10.5%
	毛利率	53.2%	52.5%	52.0%	51.5%

数据来源：wind，西南证券

考虑到网吧市场回暖,网吧场景的广告推广价值有望水涨船高,以及实施“Game+”战略有望给公司带来更多的利润增长点,我们预计盛天网络 2018-2020 年归母净利润分别为 9667/10872/11423 万元, EPS 分别为 0.40/0.45/0.48 元,持续看好公司。

5 风险提示

绝地求生国服延迟上线风险

虽然目前腾讯代理的国服《绝地求生》端游版预约人数已超 1200 万,最新进度是该端游正积极配合主管部门,对游戏进行优化调整,但仍有游戏延迟上线,延缓网吧市场回暖的风险。

网吧市场流量下滑风险

虽然 CNNIC 数据显示,截至 2017 年 12 月,我国网民在网吧通过电脑接入互联网的比例为 19.3%,较 2016 年提升了 3 个百分点,但也不能排除网吧行业增速低于预期从而拖累公司广告和互联网增值业务增速下滑的可能。

新业务开展进度不及预期风险

目前公司正积极实施“Game+”战略,布局互联网金融业务板块,且公司的“Game+”战略在游戏服务产业的布局已初见雏形,但也不能排除新业务开展进度不及预期的风险。

互联网、网吧、游戏行业政策变动风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	388.37	457.21	524.26	579.49	净利润	85.89	96.67	108.72	114.23
营业成本	181.69	217.18	251.65	281.05	折旧与摊销	5.46	3.23	3.23	3.23
营业税金及附加	1.94	2.27	2.61	2.88	财务费用	-7.46	0.03	0.03	0.04
销售费用	59.26	64.13	73.12	82.24	资产减值损失	2.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	63.73	78.23	87.93	97.50	经营营运资本变动	-34.39	11.09	-13.84	-9.68
财务费用	-7.46	0.03	0.03	0.04		5.74	-6.00	-6.00	-6.00
资产减值损失	2.02	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	57.26	105.02	92.15	101.82
投资收益	5.34	6.00	6.00	6.00	资本支出	2.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-14.83	6.08	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-12.61	6.08	6.00	6.00
营业利润	94.64	101.38	114.92	121.78	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.40	5.59	5.39	4.63	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	95.04	106.97	120.31	126.40	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	9.15	10.30	11.58	12.17	支付股利	-33.12	-17.18	-19.33	-21.74
净利润	85.89	96.67	108.72	114.23	其他	0.00	0.67	-0.03	-0.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-33.12	-16.51	-19.37	-21.78
归属母公司股东净利润	85.89	96.67	108.72	114.23	现金流量净额	11.53	94.59	78.78	86.03
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	775.67	870.26	949.04	1035.07	成长能力				
应收和预付款项	83.94	86.05	98.89	111.93	销售收入增长率	12.86%	17.73%	14.66%	10.53%
存货	0.46	0.56	0.64	0.72	营业利润增长率	-5.78%	7.12%	13.36%	5.97%
其他流动资产	45.27	53.20	61.00	67.43	净利润增长率	-21.74%	12.55%	12.47%	5.07%
长期股权投资	0.58	0.58	0.58	0.58	EBITDA 增长率	-7.15%	12.95%	12.95%	5.81%
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	48.40	45.48	42.57	39.65	毛利率	53.22%	52.50%	52.00%	51.50%
无形资产和开发支出	1.55	1.25	0.95	0.65	三费率	29.75%	31.14%	30.73%	31.02%
其他非流动资产	56.10	56.09	56.07	56.05	净利率	22.12%	21.14%	20.74%	19.71%
资产总计	1011.97	1113.46	1209.74	1312.09	ROE	8.96%	9.31%	9.64%	9.36%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.49%	8.68%	8.99%	8.71%
应付和预收款项	32.87	50.19	53.22	59.79	ROIC	53.64%	56.86%	62.67%	61.01%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.85%	22.89%	22.54%	21.58%
其他负债	20.37	25.05	28.91	32.21	营运能力				
负债合计	53.24	75.24	82.13	91.99	总资产周转率	0.39	0.43	0.45	0.46
股本	240.00	240.00	240.00	240.00	固定资产周转率	7.82	9.74	11.91	14.10
资本公积	336.88	336.88	336.88	336.88	应收账款周转率	6.17	5.55	5.86	5.68
留存收益	381.85	461.35	550.73	643.22	存货周转率	350.94	425.62	419.58	412.42
归属母公司股东权益	958.73	1038.22	1127.61	1220.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.11%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	958.73	1038.22	1127.61	1220.10	资产负债率	5.26%	6.76%	6.79%	7.01%
负债和股东权益合计	1011.97	1113.46	1209.74	1312.09	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	17.00	13.55	13.63	13.31
					速动比率	17.00	13.54	13.62	13.30
					股利支付率	38.56%	17.77%	17.78%	19.04%
					每股指标				
					每股收益	0.36	0.40	0.45	0.48
					每股净资产	3.99	4.33	4.70	5.08
					每股经营现金	0.24	0.44	0.38	0.42
					每股股利	0.14	0.07	0.08	0.09
业绩和估值指标									
EBITDA	92.64	104.64	118.18	125.05					
PE	46.91	41.68	37.06	35.28					
PB	4.20	3.88	3.57	3.30					
PS	10.38	8.81	7.69	6.95					
EV/EBITDA	34.52	29.66	25.59	23.50					
股息率	0.82%	0.43%	0.48%	0.54%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 楼

邮编：200120

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn