

2019年08月28日

盛天网络 (300494.SZ)

现金收购天戏互娱，多点布局云服务产业链

■网吧行业已进入存量市场，云网吧生态提升运营效率。2017年开始，随着网民红利空间触顶、游戏市场结构的变化、行业监管政策趋严等多重因素，整体行业规模停止扩张，上网服务场所总量由最高点 15.2 万家缩减至 13.8 万家。为应对行业变化，2018 年开始公司陆续在全国 11 个省部署云机房，并逐步接入网吧运营系统；2019 年 6 月 12 日，公司公告正式取得 CDN、IDC、VPN、ISP 四项经营许可证，奠定云网吧生态服务基础。目前，公司依托网吧、Game+游戏平台 and “盛天云”，在渠道、内容、技术三要素上均已完成前期积累，通过云网吧生态建设有望实现产业链打通，明显提升网吧运营效率。

■天戏互娱拥有多项经典 IP，外延式深入游戏产业上游。2019 年 7 月 12 日，公司发布公告，以现金 4.2 亿元收购天戏互娱 70% 股权。天戏互娱聚焦精品 IP 运营，先后运营日本光荣特库摩公司旗下多项殿堂级 IP 产品，目前拥有 IP 包括《真·三国无双 6》、《大航海时代 4》、《生死格斗 5》、《三国志 11》、《三国志 13》、《末日之蚀》等。通过该次并购，公司将天戏互娱精品游戏运营业务与原有的游戏联运服务进行整合，实现外延式产业链拓展，打造新的业绩增长点；同时进行技术与业务资源整合，发挥协同效应。

■盛天云布局多元云服务应用场景，内生式同步探索 B 端及 C 端产品。盛天云诞生于 2014 年，目前 B 端产品有易乐游云服（云机房）、易企维（云桌面）和易启云（云办公）；C 端产品有比特球云盘（云存储）、爱游云（云游戏平台）和火箭加速器（云加速）。B 端产品方面，公司已经在全国合作建设了超过 50 个云机房，云机房将作为边缘计算节点为后续其他云计算业务的拓展提供支持。C 端产品方面，比特球云盘支持磁力链接和云下载，高速下载获好评，用户数已超过 30 万，有望快速实现盈利；爱游云提供云游戏服务，火箭加速器提供游戏加速服务，目前均已在移动端上线，所支持游戏品类和数量不断优化中。

■电竞赛事服务沉淀核心用户，增加网吧场景粘性。公司旗下战吧电竞平台与网吧场景紧密结合，降低了电竞赛事的参与门槛，提高用户参与积极性。2018 年以来，战吧电竞组织合作和自营赛事共 29 场，并与腾讯联合发布首届英雄联盟全国网吧联赛（LNL），作为独家网吧平台合作伙伴，深度参与了“中国电子竞技娱乐大赛（CEST）”。

公司动态分析

证券研究报告

行业应用软件

投资评级 **增持-A**

首次评级

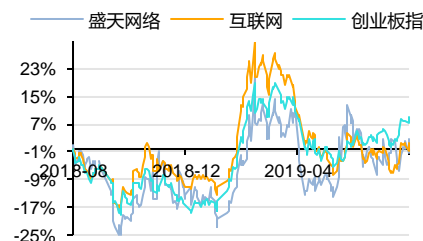
6 个月目标价：**14.25 元**

股价 (2019-08-27) **11.71 元**

交易数据

总市值 (百万元)	2,810.40
流通市值 (百万元)	1,732.11
总股本 (百万股)	240.00
流通股本 (百万股)	147.92
12 个月价格区间	8.61/13.85 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.44	2.46	-6.76
绝对收益	5.69	11.59	4.1

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

相关报告

■**投资建议：**考虑完成收购天戏互娱，我们预计公司 2019、2020、2021 年净利润分别为 0.68 亿元、1.36 亿元、1.87 亿元，对应 EPS 0.28 元、0.57 元、0.78 元。参考同类可比公司，同时考虑到云服务业务的发展前景，我们给予 2020 年 25 倍目标 PE，对应目标价 14.25 元，给予“增持-A”评级。

■**风险提示：**游戏行业监管趋严，网吧用户数量持续下滑风险，收购天戏互娱后业务协同整合不达预期风险，云服务业务拓展不达预期风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	388.4	496.8	518.1	665.8	799.0
净利润	85.9	53.4	67.7	136.4	187.3
每股收益(元)	0.36	0.22	0.28	0.57	0.78
每股净资产(元)	3.99	4.12	4.29	4.70	5.23

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	32.7	52.6	41.5	20.6	15.0
市净率(倍)	2.9	2.8	2.7	2.5	2.2
净利润率	22.1%	10.8%	13.1%	20.5%	23.4%
净资产收益率	9.0%	5.4%	6.6%	12.1%	14.9%
股息收益率	0.8%	0.6%	0.7%	1.5%	2.1%
ROIC	83.3%	37.8%	13.7%	80.8%	64.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 植根“易乐游”网娱平台，展开多维变现	4
1.1. 历史沿革：网吧场景龙头，用户沉淀深厚.....	4
1.2. 财务概况：收入结构优化，利润率持续承压.....	5
2. 4.2 亿现金收购天戏互娱，深入拓展移动游戏业务	7
2.1. 天戏互娱：与日本光荣特库摩深度合作，聚焦精品 IP 运营.....	7
2.2. 通过并购实现外延式发展，积极进行技术与业务资源整合.....	8
3. 积极布局云计算产业链条，发展云机房、云游戏业务	9
3.1. 结合用户+内容+技术三要素，打造云网吧新生态.....	9
3.1.1. 场景需求不断升级，网吧行业探索变革.....	9
3.1.2. 投身 SaaS 层云计算，拓展应用场景.....	10
3.2. 拥抱电竞产业，沉淀核心用户.....	10
3.3. B 端 C 端多点发力，积极布局云服务产业链.....	12
3.3.1. B 端：云机房提速降成本，云办公优化办公流程.....	12
3.3.2. C 端：比特球下载不限速，爱游云及加速器提升游戏体验.....	12
4. 投资建议	14

图表目录

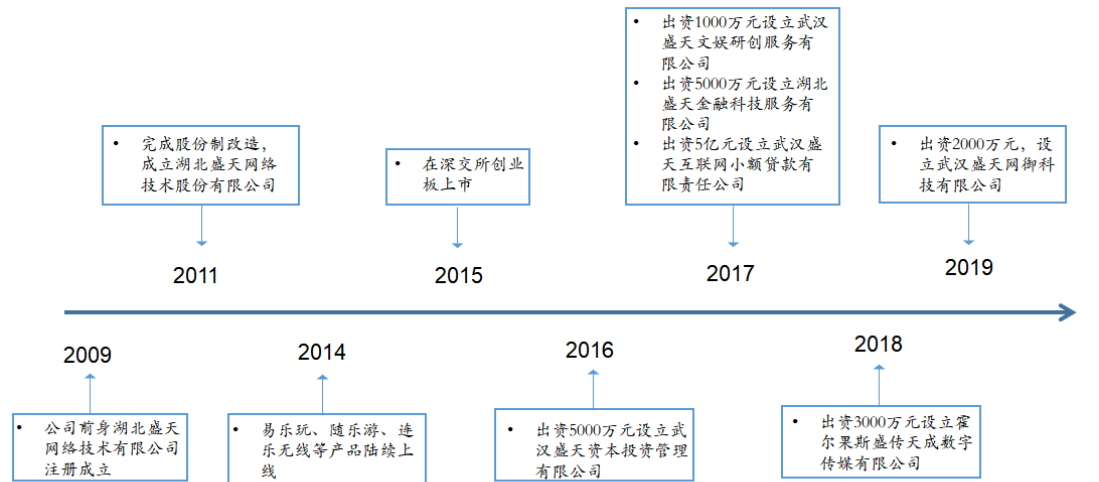
图 1：公司历史沿革.....	4
图 2：公司主营业务概览.....	5
图 3：公司主要股东及子公司.....	5
图 4：2015-2018 营业总收入及同比增速.....	6
图 5：2015-2018 归母净利润及同比增速.....	6
图 6：2018 年公司收入构成.....	6
图 7：2018 年公司成本构成.....	6
图 8：2015-2018 毛利率及净利率.....	7
图 9：2016-2018 年期间各项费用率.....	7
图 10：2016-2018 年资产负债率.....	7
图 11：2016-2018 年流动资产比率.....	7
图 12：2018 年中国互联网上网服务行业收入.....	9
图 13：2018 年中国互联网上网服务行业场所数量.....	9
图 14：2018 年中国上网场所用户上网行为.....	10
图 15：2018 年中国上网场所用户每周上网频率.....	10
图 16：部分战吧合作赛事.....	11
图 17：比特球云盘界面.....	13
图 18：爱游云 APP 界面.....	13
图 19：火箭加速器 APP 界面.....	13
表 1：天戏互娱发展历程.....	8
表 2：天戏互娱财务概况（单位：万元）.....	8
表 3：部分战吧电竞赛事.....	11
表 4：盛天云产品布局.....	12
表 5：比特球云盘功能一览.....	12

1. 植根“易乐游”网娱平台，展开多维变现

1.1. 历史沿革：网吧场景龙头，用户沉淀深厚

公司于2006年成立，2015年12月31日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、系统管理与数字娱乐内容管理产品及服务。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

公司以“易乐游网娱平台”为核心，集电子竞技产品、媒体内容产品、移动互联产品等为一体，向广大互联网用户提供游戏、社交、购物、音频视频等各类网络内容与服务，最终实现网吧流量变现。公司通过“易乐游”与超过5万家网吧建立了长期稳定的合作关系，根据《2016年中国互联网上网服务行业发展报告》，公司互联网娱乐平台产品在网吧市场占有率达39.5%，市场排名第二。

2014年以来，公司不断拓宽产品矩阵和服务内容，新增了游戏联运、连乐无线、站吧电竞、游戏发行、互联网金融等多项业务。目前公司主要业务为：

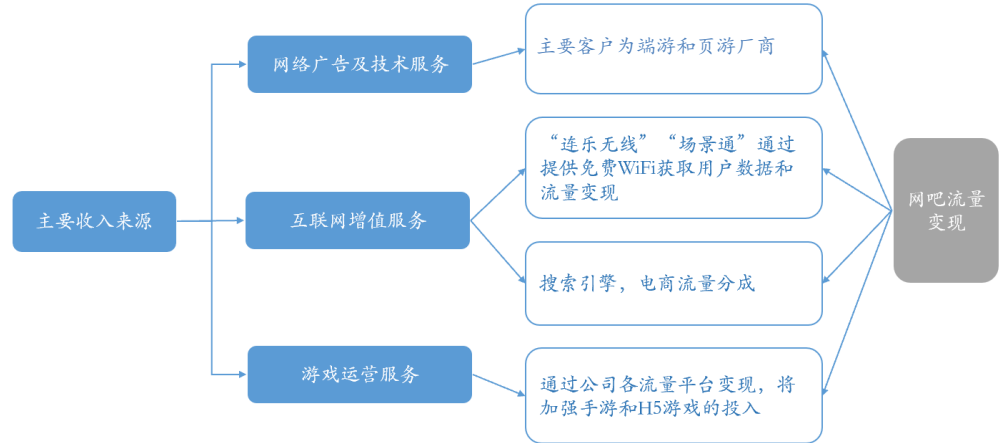
网络广告及技术服务：以直销为主，向互联网内容与服务提供商（如游戏厂商）提供广告宣传、客户端安装及吸引新用户等推广服务，通常包括品牌展示类广告、效果类广告、客户端安装服务三类；

互联网增值服务：以直销为主，为互联网用户提供一系列衍生增值服务，例如搜索服务、电商推广、新闻资讯等。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。主要的客户包括百度、腾讯、网易、巨人、盛大网络等；

游戏运营服务：主要与网页游戏厂商、运营商进行合作运营，利用自身用户、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；

其他业务：主要包括互联网金融、软件销售等。

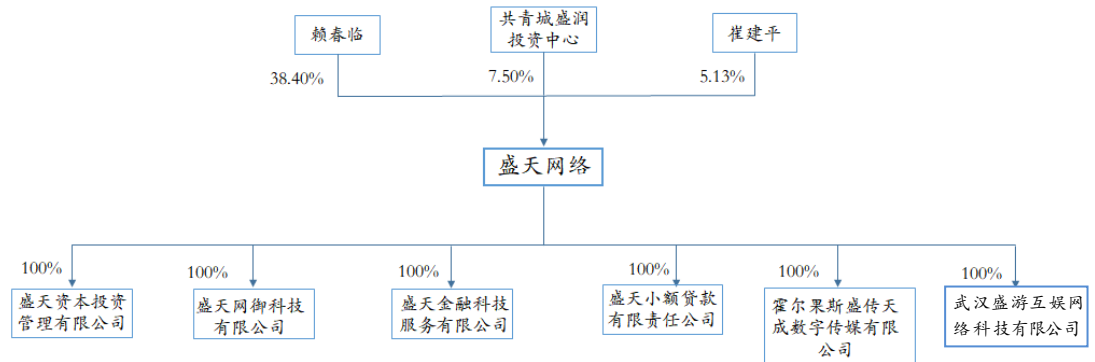
图 2：公司主营业务概览



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

截至 2019 年 3 月 31 日，公司第一大股东为赖春临，持有公司股份 38.4%，为公司实际控制人。目前，公司全资控股子公司共 6 家，分别为武汉盛天资本投资管理有限公司、盛天网御科技有限公司、湖北盛天金融科技服务有限公司、武汉市盛天小额贷款有限责任公司、霍尔果斯盛传天成数字传媒有限公司、武汉盛游互娱网络科技有限公司。其中，湖北盛天金融科技服务有限公司和武汉市盛天小额贷款有限责任公司主要负责公司的互联网金融新业务。

图 3：公司主要股东及子公司



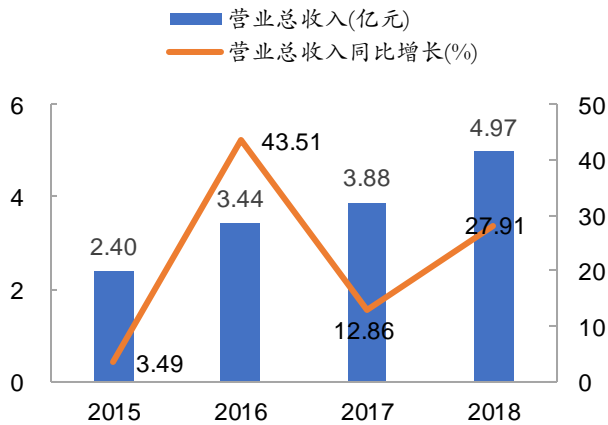
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 财务概况：收入结构优化，利润率持续承压

2015-2018 年，公司分别实现营业收入 2.40 亿元、3.44 亿元、3.88 亿元、4.97 亿元，同比增长 3.49%、43.51%、12.86%、27.91%。1) 16 年开始，公司大力发展游戏运营业务，旗下游戏运营平台“易乐玩”接入游戏近百款，当年“易乐玩”平台新增注册用户数量 260 万，新增付费用户同比增加 237.5%，全年实现游戏运营收入 7132.01 万，同比增长 246.14%。2) 17 年公司加强了非游戏类广告客户的拓展，利用大数据分析提升广告效果，实现广告收入 1.87 亿元，同比上升 28%，占营收总额的 48%。互联网增值服务业务继续增长，公司尝试多业务合作模式，提升投放效率和效果，同时“连乐无线”、“场景通”的商业化探索顺利开展，商业 WiFi 的盈利能力较去年获得了较大提升，2017 年增值服务收入 1.36 亿元，同比上升 13%，占营收总额的 35%。3) 18 年公司持续拓展手游和 H5 游戏联运业务，与多家知名游戏厂商进行深度合作，引入高质量精品游戏，提升服务水平，移动游戏接入数量和质量持续提升。18 年游戏联运业务实现收入 1.1 亿元，占营收总额的 22%，同增 100%。

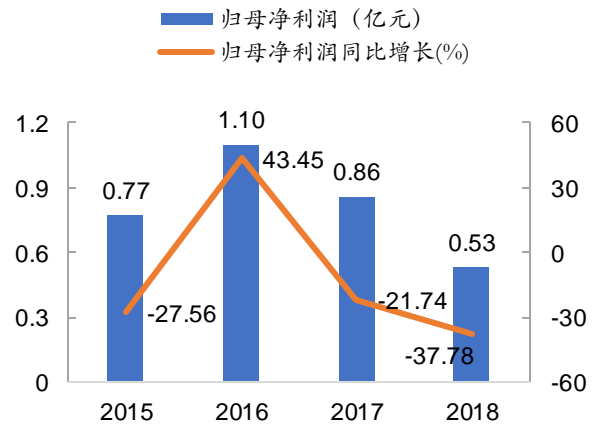
2015-2018年，公司分别实现归母净利润0.77亿元、1.10亿元、0.86亿元、0.53亿元，同比增长-27.56%、43.45%、-21.74%、-37.78%；2015-2018年公司综合毛利率分别为71.92%、54.52%、53.22%、36.43%，净利率分别为31.91%、31.89%、22.12%、10.80%。整体来看，在网红红利空间触顶的大形势下，网吧市场和网络游戏市场的变化给公司经营带来压力，市场竞争加剧。具体来看，利润率下滑这主要系：1) 公司近几年加大了人力资源、带宽和服务器的投入以维持易乐游网娱的顺畅运行，提高服务质量；2) 游戏联运收入增长较快，但由于其毛利率低于其他原有业务，致使公司的整体毛利率下行；3) 公司加大市场推广力度，带来网络推广成本的增加。

图 4：2015-2018 营业总收入及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

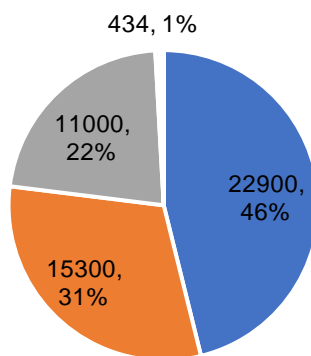
图 5：2015-2018 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：2018 年公司收入构成

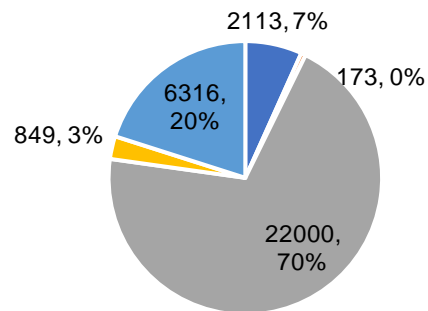
- 网络广告及技术服务收入 (万元)
- 互联网增值服务收入 (万元)
- 游戏运营收入 (万元)
- 其他收入 (万元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：2018 年公司成本构成

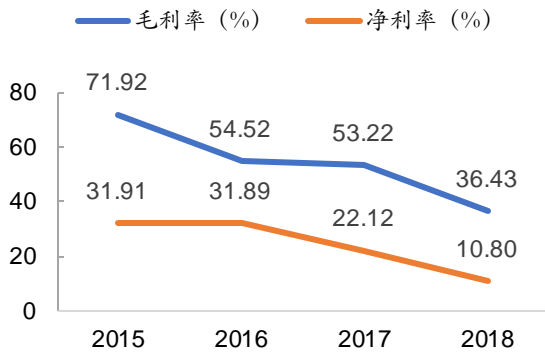
- 网络运营成本 (万元)
- 折旧支出 (万元)
- 网络推广服务费 (万元)
- 人员成本 (万元)
- 其他成本 (万元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

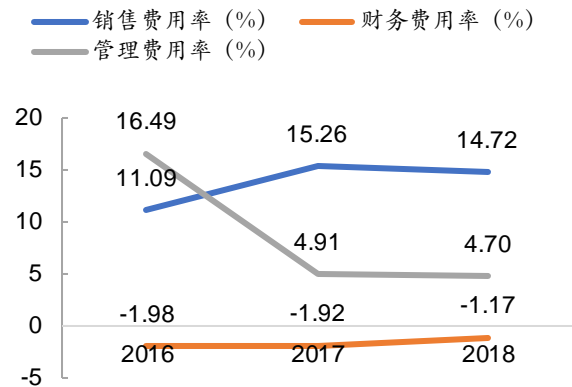
费用率整体把控较好，管理费用大幅缩减。2016-2018年公司销售费用率分别为11.09%、15.26%、14.72%，财务费用率分别为-1.98%、-1.92%、-1.17%，管理费用率分别为16.49%、4.91%、4.70%。公司销售费用率增加的原因是公司为了探索和实现网络广告业务和增值服务的继续增长，增加了渠道推广费用的投入；管理费用呈现波动下降趋势；财务费用一直稳定在-2%至-1%左右。

图 8: 2015-2018 毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

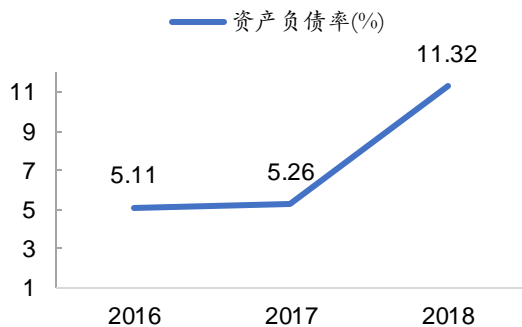
图 9: 2016-2018 年期间各项费用率



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

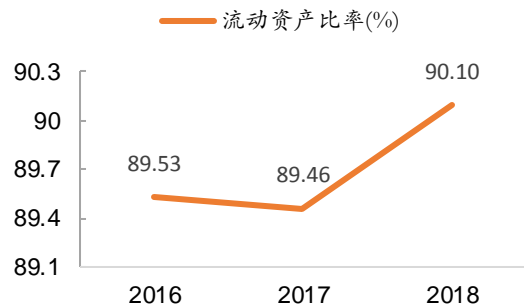
资产负债率有所上升, 整体仍处于较低水平。公司 2018 年资产负债率的上升主要原因是增加了一笔 3780 万元的短期借款, 同时渠道推广的应付款项增加所致。从流动资产比率来看, 公司的流动资产占总资产的比例维持在 90% 附近, 属于相对较高的水平, 同时流动资产主要以货币资金为主。

图 10: 2016-2018 年资产负债率



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 11: 2016-2018 年流动资产比率



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.4.2 亿现金收购天戏互娱, 深入拓展移动游戏业务

2019 年 7 月 12 日, 公司公告以现金支付方式收购上海天戏互娱网络技术有限公司 70% 股权, 交易对价为 4.2 亿元。天戏互娱承诺: 1) 2019-2022 年度扣非净利润分别不低于 6000 万元、6480 万元、7776 万元和 8100 万元; 2) 2019-2022 年度累计扣非净利润不低于 3.08 亿元。如果天戏互娱在业绩承诺期内实现扣非净利润超过当期承诺扣非净利润的 110%, 公司将对天戏互娱管理团队按超额部分进行业绩奖励。

2.1. 天戏互娱: 与日本光荣特库摩深度合作, 聚焦精品 IP 运营

天戏互娱 (新三板股票代码: 836576) 成立于 2006 年, 与光荣特库摩公司 (Koei Tecmo Games Co., Ltd.) 等日本知名游戏公司保持长期稳定合作关系, 能够获取其 IP 在全球市场的独家授权, 先后运营《真·三国无双 OL》、《大航海时代 OL》、《百万人的三国志 特别版》、《信长之野望 OL》等殿堂级 IP 产品, 10 年间先后运营端游、页游十余款。2013 年, 天戏互娱转型移动游戏领域, 围绕“精品 IP”与行业内产业链上伙伴展开深度合作, 将 IP 运营深入化, 目前旗下已拥有经典 IP《真·三国无双 6》、《大航海时代 4》、《生死格斗 5》、《三国志 11》、《三国志 13》、《末日之蚀》等。

表 1：天戏互娱发展历程

日期	事件
2006 年 10 月	天戏网络正式成立（原名天希网络）。
2007 年 5 月	签约日本光荣特库摩出品的动作竞技网游《真·三国无双 OL》。
2008 年 5 月	《真·三国无双 OL》上线，周杰伦担任代言人，获得十大最受欢迎游戏。
2009 年 6 月	韩国 CJI 所制作的《伊苏战记 OL》上线，获十大最受期待游戏。
2010 年 6 月	韩国 Entwell 制作的《光之冒险 OL》上线，演员张翰出任代言。
2011 年 10 月	FPS 大作《狼队 OL》上线，取得了“2011 年度十佳射击网游”称号。
2012 年 11 月	日本光荣经典作品《大航海时代 OL》上线。
2013 年	页游《百万人的三国志》上线。
2013 年	MMORPG 网络游戏《信长之野望 OL》上线。
2014 年	成立“天戏互动”品牌，开启手游时代启动精品 IP 策略，签约《真·三国无双 爆发》和《冰火魔厨》。
2014 年	网络作家“唐家三少”首款同名魔幻手游《冰火魔厨》上线。
2015 年	签约《真·三国无双》、《大航海时代》精品 IP，自主研发《真·三国无双 霸》《大航海时代》手游以及页游，打造精品 IP 游戏，开启精细 IP 全球化运营时代。
2016 年	天戏互娱成功登陆新三板，股票代码 836576。
2017 年	首款精品 IP 定制产品《三国志 2017》上线，取得国内上线 28 天流水破亿的好成绩，同年 11 月港澳台版本上线，当月流水破 500 万美金。
2018 年	深推研运一体化，加力布局海外市场。3 月，自研精品 IP 手游《生死格斗 5 无限》全平台上线，同时开启海外发行计划。5 月，《三国志 2017》韩国版本上线，8 月登陆日本市场。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

截至 2019 年 3 月 31 日，天戏互娱总资产为 2.72 亿元，净资产 1.19 亿元。依托于《三国志 2017》在港澳台、日本、韩国等海外市场的优异表现，2018 年天戏互娱实现营收 2.18 亿元，净利润 1609 万元。根据《资产评估报告》的评估结果，截止 2018 年 12 月 31 日，天戏互娱股东全部权益的评估值为 6 亿元。

表 2：天戏互娱财务概况（单位：万元）

项目	截至 2019 年 3 月 31 日	截至 2018 年 12 月 31 日
资产总额	27,195.66	24,743.08
负债总额	15,250.77	14,073.23
净资产	11,944.89	10,669.86
项目	2019 年一季度	2018 年度
营业收入	9,891.96	21,779.71
利润总额	1,261.66	1,537.13
净利润	1,275.27	1,609.03

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 通过并购实现外延式发展，积极进行技术与业务资源整合

通过并购实现外延式发展，打造新的业绩增长点。本次交易完成后，公司将吸收天戏互娱丰富的游戏 IP 资源及游戏运作经验，形成更完整的游戏产业生态链。天戏互娱的业务围绕 IP 正版授权游戏的运作开展，是 IP 版权方、游戏开发商、游戏运营商的组局者。在 IP 改编移动网络游戏上线运营后，天戏互娱往往作为联合运营授权方的角色，从被授权的联合运营平台获得用户每月充值流水的收益分成。公司现有的游戏业务模式主要是经游戏开发商或运营商授权进行联合运营，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，根据用户充值流水获得收益分成。通过此次外延式收购，公司将精品 IP 改编手游的渠道端、运营端、乃至部分 IP 端或研发端的授权和流水分成收益纳入上市公司整体收益中，创造新的业绩增长点。

积极进行技术与业务资源整合，发挥协同效应。一方面，公司将天戏互娱精品游戏运营业务

与原有的游戏联运服务进行整合，实现公司游戏运营业务的进一步延伸；另一方面，公司现有的庞大用户群体与海量数据，可以通过旗下互联网娱乐平台产品、媒体内容产品、视听娱乐内容分发平台的大数据精准推荐等方式触达天戏互娱游戏受众，放大公司存量用户价值。

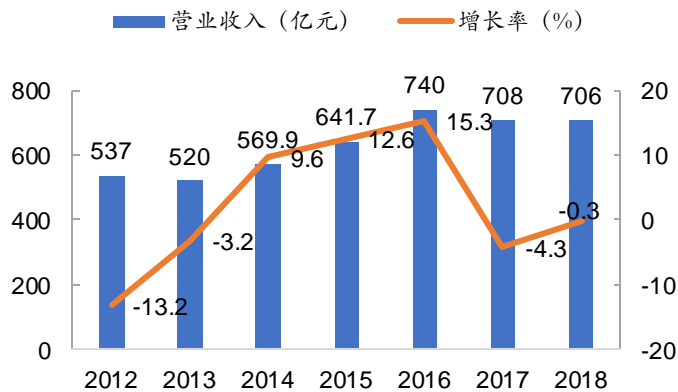
3. 积极布局云计算产业链条，发展云机房、云游戏业务

3.1. 结合用户+内容+技术三要素，打造云网吧新生态

3.1.1. 场景需求不断升级，网吧行业探索变革

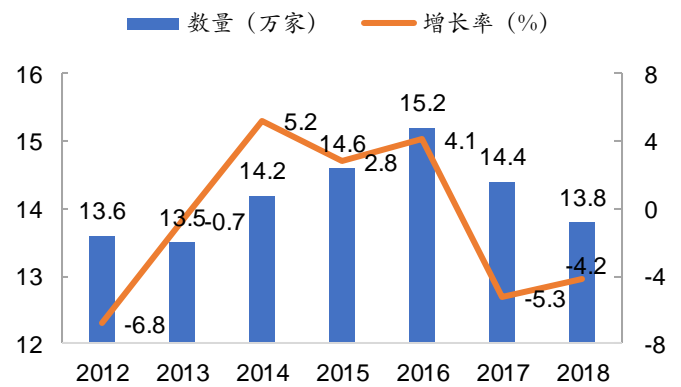
截至2018年12月，我国上网服务场所实现总营收706亿元，较2017年同比微幅下降0.3%，营收的下滑主要源于头部客户端游戏热度下滑，网络游戏增速整体放缓。纵观近年来我国上网服务场所营业收入变化趋势，总体经历了从增长到平稳两个阶段。2013至2016年，网吧服务行业蓬勃发展，增长率不断提高，随着网民红利空间触顶、游戏市场结构的变化、行业监管政策趋严，2017年开始进入稳定；网吧总量持续缩减，市场优胜劣汰明显。

图 12：2018 年中国互联网上网服务行业收入



资料来源：中娱智库,安信证券研究中心

图 13：2018 年中国互联网上网服务行业场所数量

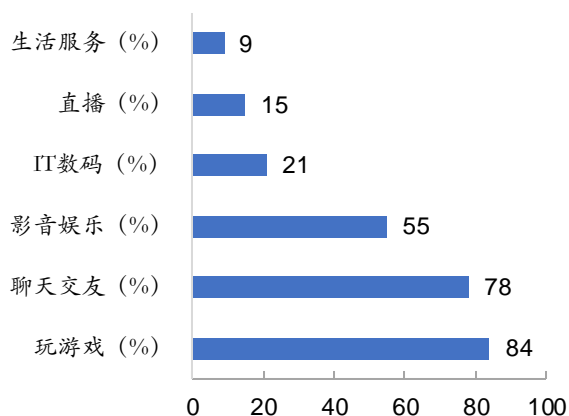


资料来源：中娱智库,安信证券研究中心

用户粘性提升空间较大，碎片化趋势明显。18年每周单次上网用户占比为62.2%，近2成用户每周上网次数在两次以上；6成用户单次上网时长在4小时之内，单次上网时长在1个小时到3个小时之间的用户较有所增多，但是4小时以上的长时间上网用户较17年有所减少。

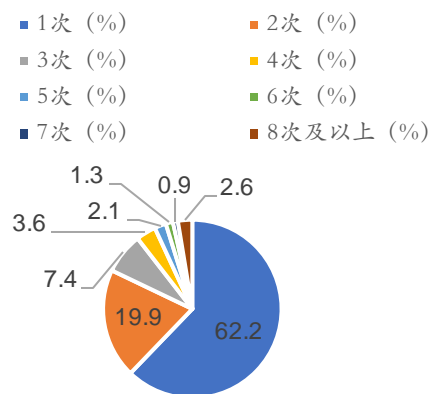
玩游戏仍然是首要用户需求，同时IT数码及直播活动的用户出现较大增长，分别上升至21%和15%。网吧场所网速快、配置好，视频画面清晰、播放流畅，逐渐成为人们观看直播、进行直播的场所之一。根据中娱智库数据显示，有近半数的网吧网民平均每周观看直播在1次以上，每次观看直播时长在1小时以上的达到70%。

图 14：2018 年中国上网场所用户上网行为



资料来源：中国互联网上网服务行业协会，中娱智库，安信证券研究中心

图 15：2018 年中国上网场所用户每周上网频率



资料来源：中国互联网上网服务行业协会，中娱智库，安信证券研究中心

整体来看，网吧行业经过数十年发展，已经进入存量市场阶段，互联网服务经营场所也正在积极转型，传统网吧正在向多元化服务的网咖、电竞馆、手游馆等方向转型。二者的主要差异体现在：

- 1) 空间布局上，网吧以大通间为主，而网咖则通过休闲区、对战区等区域的划分来实现多功能服务；
- 2) 选址上，网吧多以社区和学校周边为布局重点，而网咖则以购物中心等场所为布局重点；
- 3) 服务内容上，网咖除了上网服务和基础餐饮外，还提供社交娱乐、影音互动、电竞直播、衍生品销售等附加服务。

3.1.2. 投身 SaaS 层云计算，拓展应用场景

2018 年公司推出了“盛天云”产品，包括云机房、私人云、办公云等一系列业务场景延伸。目前公司已经在全国 11 个省部署了云机房，并首先尝试接入网吧运营，促进网吧场景升级。云机房方案是基于公司已有的数据分发等专利技术，重新构建的可实现 WEB 化运营和管理的一套综合性云机房解决方案。它一方面可以提升网吧网速，同时减少硬件、带宽投入及维护成本，另一方面通过集中管理统一调配，可以为场所运营带来更多的稳定性支持，并为网吧提供丰富的数字娱乐内容。

2019 年 6 月 12 日，公司公告正式取得第一类增值电信业务经营许可证，包括 CDN、IDC、VPN（国内互联网虚拟专用网业务）、ISP（互联网接入服务业务）四项经营许可。此次取得的新业务经营许可证是公司开展云服务业务的基础，将有利于公司云系列产品的开发和推广，促进公司云业务的发展。目前公司正在开发可以根据各场景需求，提供丰富的数字娱乐内容，以及高效可控的内容管理服务的云平台系统。

渠道+内容+技术，打造云网吧生态。 1) 渠道端，网吧是互联网产业的重要渠道之一，公司深耕网吧场景多年，在全国范围内实现了完整的渠道覆盖。2) 内容端，公司的 Game+ 游戏平台，集发行、社区、服务于一体。包括多端的游戏运营平台“易乐玩”、游戏资讯门户“58 游戏”、“开眼社”，游戏衍生服务包括“火箭加速器”“乐速无线路由”“随身网吧”等产品，总注册用户超过 2500 万。3) 技术端，公司的“盛天云”已取得数项专利技术，其提供的 SaaS 层云计算服务云机房已在网吧端率先启用，后续可持续拓展至私人云、办公云等一些应用场景。

3.2. 拥抱电竞产业，沉淀核心用户

近年来公司积极拓展电竞相关服务，一方面为 C 端用户提供电子竞技赛事、社交、资讯等相

关服务，一方面为 B 端游戏厂商及第三方赛事主办方提供赛事执行及传播整合服务。主要产品包括：全国高端电竞网吧联盟“战吧”、电竞赛事活动平台“战吧电竞平台”、腾讯独家英雄联盟网吧赛事“LNL”。

战吧电竞平台是公司为电子竞技用户提供游戏增强类服务的产品，包含游戏赛事、战队、特权、活动、社交等功能。根据战吧官网数据，战吧电竞平台目前已经在约 30000 家网吧安装。战吧与网吧场景紧密结合，一方面为网吧和合作商提供赛事解决方案；另一方面，它支持网吧与电竞相关的日常运营需求，通过投入一定额度的奖金，提升参赛网吧的用户活跃度，助力网吧电竞运营和转型升级。战吧电竞平台组织的赛事分为战吧电竞赛事和战吧合作赛事两类，根据战吧电竞官网数据，2018 年以来，战吧电竞共组织 29 场赛事。

2018 年，公司作为独家网吧平台合作伙伴，深度参与了 2018 年中国电子竞技娱乐大赛（简称 CEST）。2017 年，公司参与承办了 2017 年中国青年电子竞技大赛（简称 CYEC）春季赛及第一届的总决赛；与巨人网络（002558）、阿里体育合作，成功举办了“球宝俱乐部”活动；与腾讯合作，成功举办了英雄联盟 S7 第二赛场活动；与完美世界（002624）合作，成功举办了 CSGO 全国唯一网吧赛事活动；与网易合作，成功举办了终结者 2 全国唯一网吧赛事活动。

表 3：部分战吧电竞赛事

赛事	游戏	奖金（元）	时间
周末锦标赛：挑战 KDA	英雄联盟	1250	2018.1
周末锦标赛：胜利的荣耀	英雄联盟	1600	2018.1
周末锦标赛：全民推塔	英雄联盟	1600	2018.1
周末锦标赛：勇夺人头	英雄联盟	1600	2018.1
安博电竞撒钱杯周五锦标赛-胜者为王	英雄联盟	3406	2018.2
安博电竞撒钱杯周六锦标赛-全民推塔	英雄联盟	3406	2018.2
安博电竞撒钱杯周日锦标赛-KDA 竞技场	英雄联盟	3406	2018.2
2018 火竞杯-荒野行动全国网吧线上锦标赛	荒野行动	16600	2018.3
周末锦标赛：峡谷大战	英雄联盟	1250	2018.4
周末锦标赛：决胜之路	英雄联盟	1250	2018.4
周末锦标赛：挑战 KDA	英雄联盟	1250	2018.4
欢度五一，劳动大狂欢！	英雄联盟	2260	2018.5

资料来源：战吧官网，安信证券研究中心

图 16：部分战吧合作赛事

战吧电竞赛事			战吧合作赛事		
赛事	奖金	时间	赛区	状态	
 泳池狂欢大作战	630000战豆	08-31 08:00 — 09-28 23:59	所有网吧	查看详情	
 无限乱斗	630000宝石	07-11 08:00 — 07-15 23:59	所有网吧	查看详情	
 电竞锦标赛-胜利的召唤	360000战豆	07-10 08:00 — 07-11 23:59	所有网吧	查看详情	
 冲出黎明	630000宝石	07-02 08:00 — 07-08 23:59	所有网吧	查看详情	

资料来源：战吧官网

3.3. B 端 C 端多点发力，积极布局云服务产业链

盛天云（开发代号：太极）诞生于 2014 年，为公司自研的云计算平台，提供了安全、弹性、可靠的计算和数据处理能力。相比定位为通用型平台的阿里云，盛天云更专注于游戏服务领域。目前，公司正在积极布局游戏服务产业链条，发力云机房、云游戏业务，同时整合社交、交易、加速器、游戏路由器等服务和内容，扩展场景与游戏产业融合新空间。

表 4：盛天云产品布局

	产品属性	产品名称
B 端	云机房	易乐游云服
	云桌面	易企维
	云办公	易启云
C 端	云存储	比特球云盘
	云游戏	爱游云
	云加速	火箭加速器

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.3.1. B 端：云机房提速降成本，云办公优化办公流程

易乐游云服：云机房与传统机房相比，能够降低成本，具有管理维护优势，安全性更好，并且更加适用于教学等场景。通过将网吧内网的服务器架设到云机房中，由云机房的服务器直接提供启动支持，各地网吧可以改变一吧一机房的现状，在获得速度提升的同时，有效减少网吧的硬件、带宽投入及维护成本。另一方面，通过机房集中管理，统一调配，也为网吧的运营带来更多的稳定性支持，而机房提供的海量内容资源，将使网吧硬盘空间不足这一窘境成为历史。目前，公司已经在全国自建/合作建设了超过 50 个云机房，随着云机房的不断铺开，它也将作为边缘计算节点为后续其他云计算业务的拓展提供支持。

易企维和易启云：在办公场景中，公司拥有易企维（云桌面）和易启云（云办公）两个产品。易企维依托先进的桌面虚拟化架构技术，旨在为企业、政府、教育等行业提供完善的桌面虚拟化解决方案，满足简化部署、保障数据安全、统一管理需求。易启云是整合行政、公文、邮件收发、资料共享、资源管理等一系列办公自动化功能的云办公产品，可以帮助企业优化流程，减少软硬件投入和维护成本。易启云通过基于超融合 HCI 的企业私有化云部架构，在办公室部署零维护的云办公终端，覆盖企业日常办公全场景。易启云预计年内正式发布。

3.3.2. C 端：比特球下载不限速，爱游云及加速器提升游戏体验

比特球云盘：比特球云盘于 2018 年 8 月份正式上线，其前身为盛天云盘，它起源于网吧场景，最开始是为了满足网吧用户对游戏存储、游戏配置存档等需求而诞生的。比特球云盘定位为个人私有云盘服务，不支持跨用户分享文件，从而避免了版权问题和色情有害信息传播的法律风险。比特球云盘支持云端离线下载和磁力链接、支持大文件上传，优点是下载速度快、不限速，用户下载速度取决于自身带宽；会员可享受云下载、高速传输、视频和文档预览等服务。比特球云盘的收费标准为：标准会员 38 元/月，198 元/月；超级会员 56 元/月，298 元/月。

表 5：比特球云盘功能一览

功能特权	非会员	标准会员	超级会员
云下载	×	✓	✓
视频预览	×	✓	✓
倍速播放	×	✓	✓
字幕加载	×	✓	✓
文档预览	×	✓	✓

传输速度	普通传输	高速传输	极速传输
回收站保留	15 天	30 天	60 天
大文件上传	6G	64G	128G
超大空间	注册送 20G	最高享 3T 会员空间 (年V)	最高享 6T 会员空间 (年V)
积分加速	×	✓	✓
尊贵身份标识	×	✓	✓

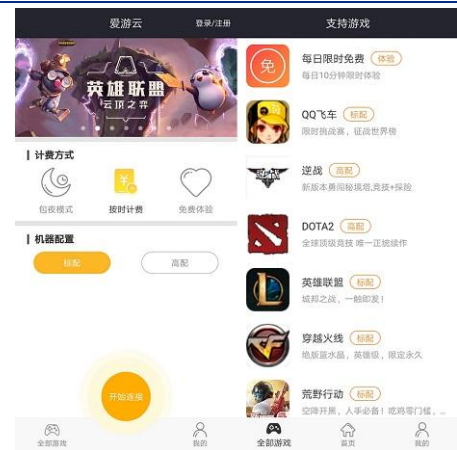
资料来源：比特球云盘官网，安信证券研究中心

图 17：比特球云盘界面



资料来源：比特云 app

图 18：爱游云 APP 界面



资料来源：爱游云 app

爱游云：爱游云是一个多端云游戏平台，可在电脑、手机和电视等设备使用，目前其安卓版 APP 已上线。爱游云在相较于原有的易乐游平台，在很大程度上减少了延时、提升了画质，极大提升了用户体验。爱游云主要的盈利模式为与运营商合作，通过运营商打包，在家庭宽带用户中增加云游戏服务，盛天获取收费分成。目前爱游云游戏平台已上线游戏包括 QQ 飞车、逆战、DOTA2、英雄联盟、穿越火线、荒野行动等，随着后续内容和功能的导入，爱游云平台的游戏种类和数量还将不断增加。

火箭加速器：是一款针对网络游戏加速的产品，能够有效解决玩家在游戏中遇到的各种延时、丢包、卡顿、掉线、登陆等问题。目前支持游戏包括《APEX 英雄》、《堡垒之夜》、《绝地求生》、《DOTA2》、《反恐精英 CSGO》等。

图 19：火箭加速器 APP 界面



资料来源：火箭加速器 app

4. 投资建议

投资建议：考虑完成收购天戏互娱，我们预计公司 2019、2020、2021 年净利润分别为 0.68 亿元、1.36 亿元、1.87 亿元，对应 EPS 0.28 元、0.57 元、0.78 元。参考同类可比公司，同时考虑到云服务业务的发展前景，我们给予 2020 年 25 倍目标 PE，对应目标价 14.25 元，给予“增持-A”评级。

风险提示：游戏行业监管趋严，网吧用户数量持续下滑风险，收购天戏互娱后业务协同整合不达预期风险，云服务业务拓展不达预期风险。

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034