

2019 年 Q3 业绩点评：业绩跌幅收窄，“存储上云”到“算力上云”稳步推进 买入（维持）

2019 年 10 月 30 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,985	1,823	2,010	2,410
同比（%）	9.3%	-8.1%	10.2%	19.9%
归母净利润（百万元）	322	463	525	620
同比（%）	-37.2%	44.0%	13.2%	18.2%
每股收益（元/股）	0.46	0.67	0.76	0.89
P/E（倍）	42.55	29.54	26.08	22.07

投资要点

■ 顺网科技 2019 年前 3 季度实现收入 12.19 亿元，同比下滑 20.54%，实现归母净利润 3.49 亿元，同比下滑 20.43%；其中单三季度实现收入 4.91 亿元，同比下滑 7.22%，实现归母净利润 1.33 亿元，同比下滑 9.14%，处于业绩预告区间中位数，业绩符合预期。

■ 业绩跌幅持续收窄，四季度预计利润增速转正。受广告主预算缩减及付费游戏用户数量下滑影响，公司业绩状况虽然持续下滑，但同比跌幅均已收窄。在归母净利润方面，由于公司 2019 年 2 月份收购了 ChinaJoy（2019 年观展人次为 36.47 万）主办方汉威信恒剩余 49%股权，每年 Q3 有较高利润确认，因此在顺网云持续大规模投入的情况下，依然同比跌幅大幅收窄。考虑到 2018 年 Q4 曾计提国瑞信安商誉减值 1.2 亿元，导致当期利润为负，因此我们判断四季度公司利润增速或将修复为正。

■ 顺网云初期投入导致费用率上升影响公司盈利水平。公司前三季度销售和管理费用（含研发费用）率之和达到 34.24%，相对于去年同期增加 4.4 个百分点。公司费用率的上升主要在于公司为加大云机房、云电脑的基础设施、市场开拓和研发投入，致使相关费用同比上升所致。

■ “存储上云”到“算力上云”战略稳步推进。公司拟以自有资金在杭州投资设立一家注册资本为 4,000 万元的全资子公司——杭州雾联科技有限公司，致力于成为 GPU（显卡）云服务商及中国主流的高品质云游戏服务商。雾联旗下核心产品为顺网云 PC，通过建立边缘计算 GPU 算力中心，以最接近用户应用现场的距离，向用户提供以 GPU 为核心算力的共享算力中心。公司云 PC 试点项目或将于明年在成都落地，云业务对整体业绩反转的推动或将在明年显现。

■ 云服务模式有望 TOC 端拓展，打开新的空间。顺网云电脑可以广泛应用于多种场景。公共上网场景，在保持客户机性能不变的基础上，帮助网吧经营实现从重资产到轻资产的转型，降低成本费用；家庭场景中，通过顺网云盒连接家中的各式屏幕设备，借助云端算力使其成为高性能设备，满足家庭娱乐需求；企业场景中，顺网云电脑通过顺网云盒替代企业常用的高性能主机，在帮助企业节省硬件成本的同时，其便利性、高效性和稳定性能够满足日常工作的绝大多数需求，提高工作效率。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 18.23/20.10/24.10 亿元，归母净利润分别为 4.63/5.25/6.20 亿元，对应当前股价 PE 分别为 29.54/26.08/22.07X。公司新业务逐步落地，“顺网云”有望重塑公司平台价值，看好公司发展前景，维持“买入”评级。

■ 风险提示：网吧用户流失的风险；资本投入过高；5G 落地低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.71
一年最低/最高价	11.64/22.67
市净率(倍)	4.97
流通 A 股市值(百万元)	9416.44

基础数据

每股净资产(元)	3.96
资产负债率(%)	18.39
总股本(百万股)	694.29
流通 A 股(百万股)	477.75

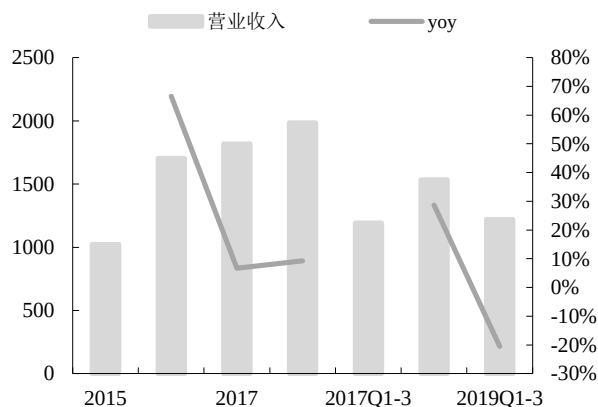
相关研究

1、《顺网科技 (300113)：网吧龙头再起航，云化服务强化平台价值》2019-09-26

1. 业绩跌幅持续收窄，四季度预计利润增速转正

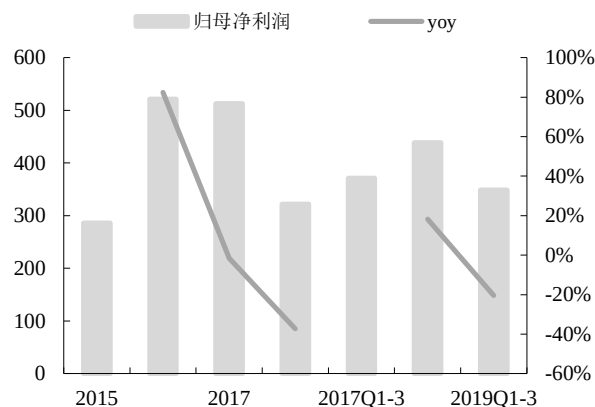
顺网科技 2019 年前 3 季度实现收入 12.19 亿元，同比下滑 20.54%，实现归母净利润 3.49 亿元，同比下滑 20.43%；其中单三季度实现收入 4.91 亿元，同比下滑 7.22%，实现归母净利润 1.33 亿元，同比下滑 9.14%，处于业绩预告区间中位数，业绩符合预期。

图 1：公司营业收入变化情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司归母净利润变化情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司前三季度收入和利润出现明显下滑，主要在于：

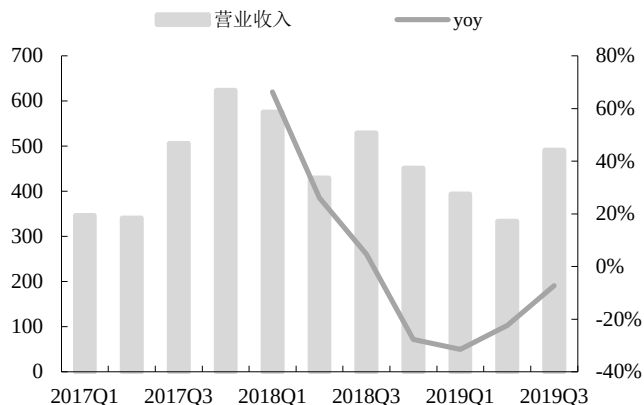
1) 去年上半年 CD-Key 和直播业务大幅增长使得广告收入基数较高，同时今年宏观经济不景气，广告主广告投放缩减，共同导致网络广告及增值业务大幅下滑，今年上半年同比减少 40.59%；

2) 受 91Y 游戏平台付费用户数下滑影响，Q1 和 Q2 付费用户数分别为 75 和 66 万人，同比下滑 38% 和 22%，导致上半年游戏业务收入同比下滑 11.88%。

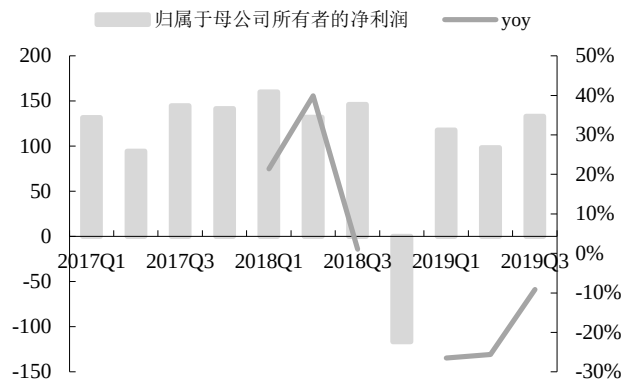
从最近几个季度的收入和利润表现来看，公司业绩状况虽然持续下滑，但同比跌幅均已收窄，尤其在归母净利润方面，由于公司 2019 年 2 月份收购了 ChinaJoy（2019 年观展人次为 36.47 万）主办方汉威信恒剩余 49% 股权，每年 Q3 有较高利润确认，因此在顺网云持续大规模投入的情况下，依然同比跌幅大幅收窄。

图 3：公司季度收入变化情况（百万元）

图 4：公司季度归母净利润变化情况（百万元）

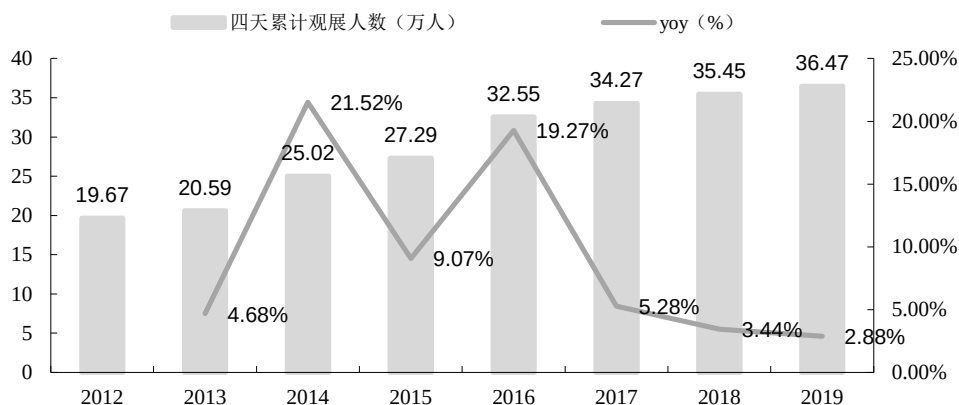


数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5: ChinaJoy 观展人次情况



数据来源：新闻晨报、北京青年报、凤凰游戏等公开资料，东吴证券研究所

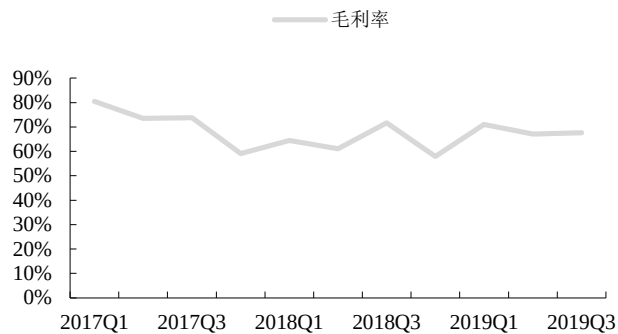
此外，考虑到 2018 年 Q4 曾计提国瑞信安商誉减值 1.2 亿元，导致当期利润为负，因此我们判断四季度公司利润增速或将修复为正。

2. 顺网云初期投入导致费用率上升影响公司盈利水平

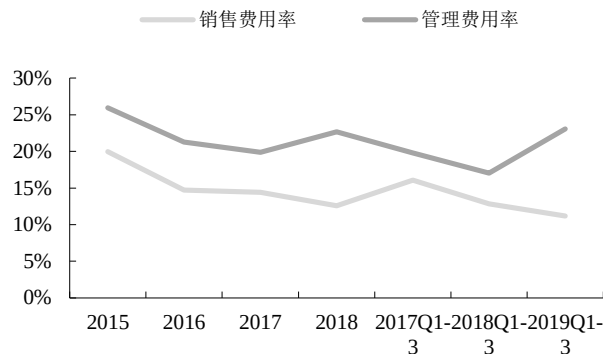
当前公司整体业务毛利率企稳，费用率相对于去年同期明显提升，主要在于公司 18 年下半年开始推出顺网云，前期投入阶段导致研发和推广费用增加所致。

图 6: 公司毛利率变化情况

图 7: 公司费用率变化情况



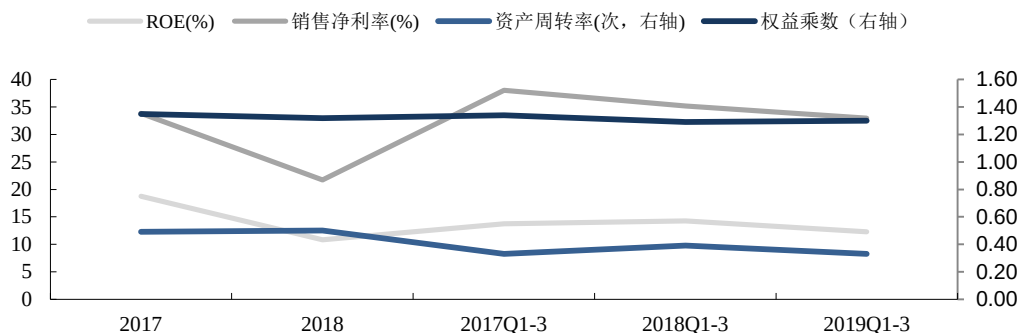
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 ROE 自 2017 年以来略有下滑，剔除 2018 年 4 季度公司计提商誉减值，导致 2018 年全年 ROE 大幅下滑的影响外，公司 ROE 下滑主要是由于销售净利率的下滑，原因在于公司为加大云机房、云电脑的基础设施、市场开拓和研发投入，致使相关费用同比上升所致。

图 8：公司 ROE 变化与杜邦分析



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 成立雾联科技，公司“算力上云”迈出重要一步

公司从 2018 年下半年开始推出全新战略性业务，通过建立边缘计算节点把网吧的硬件资源从网吧内转移到边缘节点，顺网将从以往的网吧管理软件服务商逐渐转型成为网吧边缘计算服务提供商，承接了网吧行业的固定资产投资，为网吧提供软件服务平台、硬件资源租用等整体解决方案，并利用冗余的硬件资源来获益。

顺网将该战略分成“存储上云”和“算力上云”两步走，顺网云首先解决网吧存储资源上云问题，而“顺网云电脑”则是网吧计算资源上云的产品，目前顺网云已经开始商业推广，截止 2019 年上半年，顺网云平台目前已在全国 19 个省 55 个城市建立起了

百余个云计算 POP 节点机房，覆盖全国一至五线城市，顺网云接入约 1900 个网吧，近 17 万终端。云电脑则于 2019 年 6 月份推出，目前还在测试阶段，尚未开始商业推广。用户借助本地终端“顺网云盒”可按需从云端算力池调取算力，在本地显示设备上获得与高性能电脑相同的使用体验。

公司三季报披露，公司拟以自有资金在杭州投资设立一家注册资本为人民币 4,000 万元的全资子公司——杭州雾联科技有限公司，为杭州顺网科技股份有限公司全资控股子公司，致力于成为 GPU（显卡）云服务商及中国主流的高品质云游戏服务商。雾联旗下核心产品为顺网云 PC，通过建立边缘计算 GPU 算力中心，以最接近用户应用现场的距离，向用户提供以 GPU 为核心算力的共享算力中心。公司聚合了云端超大终端管理、海量娱乐内容、遍布全国的市场渠道等核心技术与优势资源，通过提供海量 GPU 算力，满足多场景下用户对高性能 GPU 的需求，同时，公司凭借多年来积累的海量游戏内容优势，旨在实现通过手游云及 PC 主机云等方式实现在各种智能终端随时畅玩任何一款游戏的梦想。

4. 盈利预测及评级

我们认为顺网科技拥有网吧行业垂直用户群体、稳定的网吧客户群、行业完整云服务解决方案，公司将受益于业务上云带来的数据整合价值，提高其广告变现能力，长期看随着边缘节点布局的扩大，公司有潜力扩展如云游戏、其他云电脑运用场景等蓝海业务。在生态建设方面，公司建设的全娱乐平台有望进一步完善，并且依托用户群体和线上线下联动提高变现渠道和效率。

收入预测：

广告及增值业务：我们认为随着公司对网吧行业“业务上云”的改造持续推进，公司数据能力将逐步提高，平台化优势有望显现，预计 2019-2021 年广告及增值业务的收入增长率为 -15%、20%、40%。

表 1：未来三年广告及增值业务收入测算（百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
网络广告及增值业务	928.16	788.94	946.73	1325.42
yoy	42.21%	-15.00%	20.00%	40.00%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

游戏业务：我们预计未来国内页游市场规模依然将持续萎缩，受此影响公司旗下页游平台顺网游戏或将面临较大增长压力。而 91Y 游戏平台主要以棋牌类等休闲游戏为主，表现或将相对稳健。预期 2019-2021 年游戏业务的收入增速为 -5%、0%、0%。

表 2：游戏业务未来三年收入测算（百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
--	------	-------	-------	-------

游戏业务	729.62	693.14	693.14	693.14
yoy	-2.02%	-5.00%	0.00%	0.00%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

安全系统集成业务：2019 年公司对安全部门进行业务重整，为全国政府部门提供安全服务，新签订合同 1 亿多元，我们预计 2019-2021 年安全业务收入增速为 0%、10%、5%。

表 3：安全系统集成业务未来三年收入测算（百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
安全系统集成业务	138.60	138.60	152.46	160.09
yoy	-40.97%	0.00%	10.00%	5.00%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

展会业务：5G 将推动泛娱乐行业在产品硬件、内容各方面迎来新的变化，丰富的玩法将吸引更多人群进入 ChinaJoy 等展会，我们预计 2019-2021 年公司展会业务收入增速为 8%、8%、7%。

表 4：展会业务未来三年收入测算（百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
展会业务	174.32	188.26	203.32	217.56
yoy	8.89%	8.00%	8.00%	7.00%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

综合以上分析，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 18.23/20.10/24.10 亿元，归母净利润分别为 4.63/5.25/6.20 亿元，对应当前股价 PE 分别为 29.54/26.08/22.07X。公司新业务逐步落地，“顺网云”有望重塑公司平台价值，看好公司发展前景，维持“买入”评级。

5. 风险提示

网吧用户流失的风险；云业务资本投入过高；5G 落地低于预期

顺网科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,223	2,932	3,559	4,375	营业收入	1,985	1,823	2,010	2,410
现金	1,633	2,281	2,897	3,613	减:营业成本	711	637	709	859
应收账款	180	206	241	295	营业税金及附加	18	22	22	25
存货	22	29	28	41	营业费用	249	246	271	318
其他流动资产	389	417	393	426	管理费用	221	383	382	458
非流动资产	1,662	1,641	1,656	1,665	财务费用	-31	-40	-51	-67
长期股权投资	12	17	22	26	资产减值损失	159	0	0	0
固定资产	66	52	73	89	加:投资净收益	34	27	30	27
在建工程	0	-0	0	1	其他收益	0	0	0	0
无形资产	22	14	5	-2	营业利润	469	602	707	844
其他非流动资产	1,563	1,559	1,556	1,552	加:营业外净收支	11	11	13	11
资产总计	3,886	4,574	5,215	6,040	利润总额	480	614	720	855
流动负债	771	906	1,002	1,141	减:所得税费用	50	61	78	88
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	109	90	117	146
应付账款	128	134	157	196	归属母公司净利润	322	463	525	620
其他流动负债	643	772	845	945	EBIT	431	555	643	757
非流动负债	16	16	16	16	EBITDA	460	582	675	799
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	16	16	16	16	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	787	922	1,019	1,157	每股收益(元)	0.46	0.67	0.76	0.89
少数股东权益	153	243	360	506	每股净资产(元)	4.24	4.91	5.53	6.30
					发行在外股份(百万股)	694	694	694	694
归属母公司股东权益	2,946	3,409	3,836	4,377	ROIC(%)	13.1%	14.6%	14.9%	15.5%
负债和股东权益	3,886	4,574	5,215	6,040	ROE(%)	13.9%	15.1%	15.3%	15.7%
					毛利率(%)	64.2%	65.1%	64.7%	64.4%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	16.2%	25.4%	26.1%	25.7%
经营活动现金流	633	588	680	752	资产负债率(%)	20.3%	20.2%	19.5%	19.2%
投资活动现金流	-447	20	-17	-24	收入增长率(%)	9.3%	-8.1%	10.2%	19.9%
筹资活动现金流	-297	40	-46	-13	净利润增长率(%)	-37.2%	44.0%	13.2%	18.2%
现金净增加额	-112	648	617	715	P/E	42.55	29.54	26.08	22.07
折旧和摊销	29	27	32	42	P/B	4.65	4.01	3.57	3.13
资本开支	16	-26	10	6	EV/EBITDA	26.56	20.03	16.53	13.25
营运资本变动	46	74	87	37					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>