

网咖上云共克时艰, C端布局伺机待发

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年全年实现营业收入15.7亿元,同比下降20.8%;实现归母净利润8525万元,同比下降73.5%。受新冠肺炎疫情影响,2020Q1实现收入2.3亿元,同比减少41.7%;实现归母净利润2471万元,同比减少79.0%。
- **研发费用率持续提升,公司坚定转型新领域。**2019年公司研发投入占营收比从11.5%增长至15.0%,研发费用2.4亿元,同比增长3.1%;2020Q1预付账款增长33.1%,源于公司加大设备采购,重点投入布局新兴业务。公司持续扩大研发投入,增强创新研发能力,孵化新产品和新业务。通过建立云计算及大数据分析、以顺网云为基础的云电脑和云游戏业务、顺网云海平台等,打造新型的互联网生态体系。
- **新技术、新平台优化传统业务流量变现,加码C端服务布局。**2019年公司完成大数据基础平台建设,并获批浙江省大数据领域重点企业研究院。公司深耕的推荐系统、自然语言处理与人脸识别技术赋能传统业务部分投入使用,强化公司在广告投放、用户需求等方面的分析和变现转化能力;公司借助大数据平台和人工智能技术整合资源形成“顺网云海”平台,基于全场景用户画像的建设和人工智能在泛娱乐领域的应用,打通移动端和PC端场景的流量转化,增加用户粘性,实现从传统的流量变现业务向服务、内容变现业务的商业化模式突破。
- **ChinaJoy多元领域融合,成为数字娱乐产业发展风向标。**2019年ChinaJoy整体规模达15个展馆,汇聚800余家世界顶尖数字娱乐企业,吸引36.47万人次现场观众观展,再创展会历史新高。展会从单纯游戏厂商拓展到覆盖5G、云计算、人工智能、芯片、电子支付等,持续为网民提供多元化、一站式的泛娱乐服务。
- **盈利预测与投资建议。**鉴于公司目前在网吧行业形态合作升级、网吧存储业务上云稳步推进,算力上云业务加快落地,C端不断增加流量转化能力的情况下,我们对当前业务龙头地位牢固和面向未来的云服务转型增效,预计2020-2022年EPS分别为0.52、0.60和0.68元,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 顺网云业务推进不足预期的风险、云电脑业务性能不足导致推广受阻的风险、云电脑盈利模式无法落地的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1572.33	1765.71	1992.11	2280.39
增长率	-20.78%	12.30%	12.82%	14.47%
归属母公司净利润(百万元)	85.25	362.91	414.80	473.09
增长率	-73.50%	325.71%	14.30%	14.05%
每股收益EPS(元)	0.12	0.52	0.60	0.68
净资产收益率ROE	5.10%	21.15%	17.38%	16.85%
PE	152	36	31	27
PB	5.08	5.38	4.01	3.58

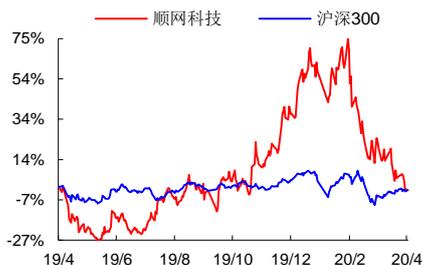
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 朱松
执业证号: S1250519080007
电话: 021-58352031
邮箱: zhuz@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)	6.94
流通A股(亿股)	4.78
52周内股价区间(元)	13.91-33.19
总市值(亿元)	129.83
总资产(亿元)	35.02
每股净资产(元)	3.96

相关研究

1. 顺网科技(300113): 云网咖横空出世, 算力云重铸秩序 (2020-03-11)
2. 顺网科技(300113): 存储算力上云端, 业务场景再扩列 (2019-11-14)
3. 顺网科技(300113): Q3业绩有所企稳, 新设子公司加深壁垒 (2019-10-30)
4. 顺网科技(300113): 公共上网领先者, 引领5G应用新世代 (2019-10-23)

关键假设：

假设 1：广告业务短期受制于经济景气度，将缓慢增长；随着公司持续发力平台流量转化，重视 C 端商业化模式改变，且人工智能的推荐系统已落地信息流业务；我们预计 2020-2022 年增速分别为 2%、10%、20%；

假设 2：疫情刺激宅经济，游戏业务短期景气度较高，我们预计 2020-2022 年增速分别为 30%、15%、10%；

假设 3：疫情短期影响线下展会业务，长期 ChinaJoy 的品牌和顶尖数字娱乐风向标的价值依然存在，我们预计 2020-2022 年增速分别为-5%、20%、15%；

假设 4：安全系统集成业务，中长期将保持稳定，我们预计 2020-2022 年增速分别为 3%、5%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入预测

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
广告业务	收入	711.1	725.3	797.9	957.4
	增速	-23.4%	2.0%	10.0%	20.0%
游戏业务	收入	604.9	786.3	904.3	994.7
	增速	-17.1%	30.0%	15.0%	10.0%
展会业务	收入	143.3	136.2	163.4	187.9
	增速	-17.8%	-5.0%	20.0%	15.0%
安全系统集成业务	收入	96.1	99.3	104.2	114.7
	增速	-30.7%	3.0%	5.0%	10.0%
其他	收入	16.9	18.6	22.3	25.7
	增速	19.4%	10.0%	20.0%	15.0%
合计	收入	1572.3	1765.7	1992.1	2280.4
	增速	-20.8%	12.3%	12.8%	14.5%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1572.33	1765.71	1992.11	2280.39	净利润	135.86	578.36	661.06	753.95
营业成本	543.21	610.02	688.24	787.84	折旧与摊销	27.28	10.50	10.50	10.50
营业税金及附加	9.46	12.43	13.34	15.53	财务费用	-16.75	3.81	2.79	1.03
销售费用	183.56	206.14	232.57	266.23	资产减值损失	-239.12	0.00	0.00	0.00
管理费用	257.05	300.17	325.68	372.81	经营营运资本变动	297.19	66.19	70.20	92.65
财务费用	-16.75	3.81	2.79	1.03	其他	72.61	-30.32	-26.37	-31.35
资产减值损失	-239.12	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	277.07	628.53	718.17	826.77
投资收益	28.51	30.00	28.00	30.00	资本支出	485.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.48	0.32	0.37	0.35	其他	-410.72	30.32	28.37	30.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	74.51	30.32	28.37	30.35
营业利润	156.16	663.46	757.86	867.32	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	20.19	13.14	15.49	14.71	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	176.35	676.60	773.35	882.02	股权融资	-407.84	0.00	0.00	0.00
所得税	40.49	98.24	112.29	128.07	支付股利	0.00	-17.05	-72.58	-82.96
净利润	135.86	578.36	661.06	753.95	其他	0.87	-494.18	478.69	-1.03
少数股东损益	50.61	215.45	246.26	280.86	筹资活动现金流净额	-406.97	-511.23	406.10	-83.99
归属母公司股东净利润	85.25	362.91	414.80	473.09	现金流量净额	-55.38	147.62	1152.65	773.14
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1643.79	1791.42	2944.06	3717.20	成长能力				
应收和预付款项	221.74	236.13	264.17	306.21	销售收入增长率	-20.78%	12.30%	12.82%	14.47%
存货	33.19	37.28	40.06	47.14	营业利润增长率	-66.73%	324.86%	14.23%	14.44%
其他流动资产	60.18	61.38	62.77	64.55	净利润增长率	-68.46%	325.71%	14.30%	14.05%
长期股权投资	48.49	48.49	48.49	48.49	EBITDA 增长率	-64.33%	306.61%	13.78%	13.97%
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	66.26	63.29	60.32	57.36	毛利率	65.45%	65.45%	65.45%	65.45%
无形资产和开发支出	756.96	755.44	753.91	752.39	三费率	26.96%	28.89%	28.16%	28.07%
其他非流动资产	617.67	611.67	605.67	599.67	净利率	8.64%	32.75%	33.18%	33.06%
资产总计	3448.30	3605.09	4779.45	5593.01	ROE	5.10%	21.15%	17.38%	16.85%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.94%	16.04%	13.83%	13.48%
应付和预收款项	448.05	494.98	553.83	638.38	ROIC	13.21%	115.28%	147.08%	194.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.60%	38.38%	38.71%	38.54%
其他负债	336.63	375.55	421.10	479.12	营运能力				
负债合计	784.68	870.53	974.94	1117.49	总资产周转率	0.43	0.50	0.48	0.44
股本	694.29	694.29	694.29	694.29	固定资产周转率	23.88	27.39	32.39	38.96
资本公积	287.46	287.46	287.46	287.46	应收账款周转率	8.94	9.80	10.01	10.10
留存收益	1816.84	2162.70	2504.91	2895.05	存货周转率	19.72	17.31	17.35	17.47
归属母公司股东权益	2557.33	2412.82	3236.52	3626.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.64%	—	—	—
少数股东权益	106.29	321.74	568.00	848.86	资本结构				
股东权益合计	2663.62	2734.56	3804.52	4475.51	资产负债率	22.76%	24.15%	20.40%	19.98%
负债和股东权益合计	3448.30	3605.09	4779.45	5593.01	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.56	2.50	3.47	3.77
					速动比率	2.52	2.46	3.43	3.73
					股利支付率	0.00%	4.70%	17.50%	17.54%
					每股指标				
					每股收益	0.12	0.52	0.60	0.68
					每股净资产	3.68	3.48	4.66	5.22
					每股经营现金	0.40	0.91	1.03	1.19
					每股股利	0.00	0.02	0.10	0.12
业绩和估值指标									
EBITDA	166.69	677.77	771.15	878.84					
PE	152.30	35.78	31.30	27.44					
PB	5.08	5.38	4.01	3.58					
PS	8.26	7.35	6.52	5.69					
EV/EBITDA	64.38	15.62	12.23	9.85					
股息率	0.00%	0.13%	0.56%	0.64%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn