

网吧变革乘风破浪, C端云业务蕴满生机

投资要点

- **业绩总结:** 公司2020年上半年营业收入为4.4亿元,同比下降了40%,归属于母公司股东的净利润为0.5亿元,同比下降了76.1%。
- **受疫情不利影响,收入利润短期承压。** 公司上半年受疫情影响严重,尤其是网吧业务因疫情而大面积关停,主要以网吧为流量导向的游戏推广服务业务也无法顺利开展。二季度业绩随着国内疫情防控逐渐取得成效而企稳回升,2020年Q2实现营业收入2.1亿元,同比下降了38%,归属于母公司股东的净利润为0.3亿元,同比减少了73%。利润端的下滑主要系公司上半年经营业绩受疫情影响严重及新业务拓展投入增加,随着网吧业务恢复,ChinaJoy开展顺利,下半年公司业绩有望得到一定修复。
- **云业务加码ToC布局,未来发展动力强劲。** 公司将存储上云的云服务模式和算力上云的云电脑模式作为基础,在原有顺网云平台基础上实现对PC、移动端、大屏的云游戏覆盖,让用户能够享受到时延更低、画质更清晰的游戏体验。同时,公司也在不断加码云业务ToC端的布局。公司在上半年不仅发布了ToC端的云游戏产品“顺网云玩”的内测,还将原Gamelife平台全面升级为能提供游戏、电商、影视、直播、音乐等一站式游戏娱乐综合服务的顺网云海平台。公司希望基于自身云计算超低时延及独占高算力的服务网络,构建起完整的ToB云算力、ToC云游戏服务体系,为未来云业务的发展添注动力。
- **公司品牌护城河高,服务质量优质。** 公司自成立以来,深耕网吧行业,专注于打造用户体验良好、安全适用的网维、计费、安全等软件,在市场上拥有很强的品牌影响力,获得了众多客户的认可。公司旗下的管理软件市场占有率超过70%,居行业第一。同时,公司也在根据客户的多样化诉求不断优化升级软件产品,以期能够适用于更加丰富的应用场景,未来公司未来的长足发展打下坚实的基础。
- **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,1期顺网云建设逐步落实,C端不断增加流量转化能力的情况下,我们积极看好公司当前牢固的业务龙头地位和未来云服务转型增效,预计2020-2022年EPS分别为0.22、0.31和0.40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	1114.46	1322.50	1515.68
增长率	-20.78%	-29.12%	18.67%	14.61%
归属母公司净利润(百万元)	85.25	151.55	215.50	278.76
增长率	-73.50%	77.78%	42.19%	29.36%
每股收益EPS(元)	0.12	0.22	0.31	0.40
净资产收益率ROE	5.10%	10.07%	10.76%	12.36%
PE	176	99	70	54
PB	5.87	6.82	5.24	4.84

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 张闻宇
执业证号: S1250520080002
电话: 021-58351917
邮箱: zwy@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)	4.84
52周内股价区间(元)	16.65-33.19
总市值(亿元)	147.26
总资产(亿元)	29.96
每股净资产(元)	3.52

相关研究

1. 顺网科技(300113): 网咖上云共克时艰, C端布局伺机待发 (2020-04-28)
2. 顺网科技(300113): 云网咖横空出世, 算力云重铸秩序 (2020-03-11)
3. 顺网科技(300113): 存储算力上云端, 业务场景再扩列 (2019-11-14)
4. 顺网科技(300113): Q3业绩有所企稳, 新设子公司加深壁垒 (2019-10-30)
5. 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，网吧业务从二季度起逐步恢复至正常营业，业绩将在下半年得到一定修复；公司持续发力平台流量转化，重视 C 端商业化模式改变，人工智能的推荐系统已落地信息流业务；截至 2020 年 6 月 29 日，云豹加速器全渠道下载量约 750 万，目前处于用户聚集期，将逐步实现营收扩大；我们预计 2020-2022 年广告业务收入增速分别为-30%、20%、15%；

假设 2：短期内网吧端游终止服务以及云电脑和云游戏初步开展内容生态有限对游戏业务收入有影响，公司深入顺网云节点建设，着力拓展游戏场景，优化游戏体验感，预计 9 月份完成上线《拳皇 14》等 8 款游戏，下半年 B 端、C 端云电脑及云游戏增值收入潜力较大；公司募集资金落实建设 1 期顺网云，项目达产后预计年均收入为 5.8 亿元，所能服务 C 端客户数量超 300 万，网吧云 2.0 的软件服务费将加入下半年顺网云的收入；我们预计 2020-2022 年游戏业务收入增速分别为-40%、20%、15%；

假设 3：疫情短期影响线下展会业务，今年 ChinaJoy 开展顺利，线上变现方式增多，云玩盒子订购发售将贡献下半年利润，长期来看 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 年线下展会业务收入增速分别为-5%、20%、15%；

假设 4：安全系统集成业务与其他业务并非公司主营业务，随着公司在行业里逐渐形成规模效应，未来业务收入将保持稳健增长。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
广告业务	收入	711.1	497.8	597.3	686.9
	增速	-23.4%	-30.0%	20.0%	15.0%
游戏业务	收入	604.9	362.9	435.5	500.8
	增速	-17.1%	-40.0%	20.0%	15.0%
展会业务	收入	143.3	136.2	163.4	187.9
	增速	-17.8%	-5.0%	20.0%	15.0%
安全集成业务	收入	96.1	99.0	103.9	114.3
	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	1114.5	1322.5	1515.7
	增速	-20.8%	-29.1%	18.7%	14.6%

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	1114.46	1322.50	1515.68	净利润	135.86	241.52	343.43	444.26
营业成本	543.21	423.49	489.32	545.64	折旧与摊销	27.28	17.45	17.45	17.45
营业税金及附加	9.46	7.84	8.86	10.32	财务费用	-16.75	-15.81	-18.55	-27.55
销售费用	183.56	167.17	185.15	197.04	资产减值损失	-239.12	88.21	88.21	88.21
管理费用	257.05	189.46	211.60	227.35	经营营运资本变动	297.07	-104.66	59.13	51.95
财务费用	-16.75	-15.81	-18.55	-27.55	其他	72.73	-103.59	-114.64	-119.52
资产减值损失	-239.12	88.21	88.21	88.21	经营活动现金流净额	277.07	123.13	375.03	454.80
投资收益	28.51	15.00	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	15.32	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	15.32	28.37	30.35
营业利润	156.16	269.41	386.28	505.01	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	282.55	401.77	519.72	股权融资	-407.84	0.00	0.00	0.00
所得税	40.49	41.03	58.34	75.46	支付股利	0.00	-17.05	-30.31	-43.10
净利润	135.86	241.52	343.43	444.26	其他	0.87	-474.56	500.03	27.55
少数股东损益	50.61	89.97	127.94	165.49	筹资活动现金流净额	-406.97	-491.61	469.72	-15.55
归属母公司股东净利润	85.25	151.55	215.50	278.76	现金流量净额	-55.38	-353.16	873.12	469.60
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	1290.64	2163.76	2633.36	成长能力				
应收和预付款项	221.74	149.66	175.93	203.90	销售收入增长率	-20.78%	-29.12%	18.67%	14.61%
存货	33.19	25.91	28.01	32.42	营业利润增长率	-66.73%	72.52%	43.38%	30.74%
其他流动资产	60.18	57.36	58.64	59.83	净利润增长率	-68.46%	77.78%	42.19%	29.36%
长期股权投资	48.49	48.49	48.49	48.49	EBITDA 增长率	-64.33%	62.61%	42.10%	28.49%
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	59.75	53.25	46.74	毛利率	65.45%	62.00%	63.00%	64.00%
无形资产和开发支出	756.96	752.02	747.07	742.13	三费率	26.96%	30.58%	28.60%	26.18%
其他非流动资产	617.67	611.67	605.67	599.67	净利率	8.64%	21.67%	25.97%	29.31%
资产总计	3448.30	2995.50	3880.81	4366.53	ROE	5.10%	10.07%	10.76%	12.36%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.94%	8.06%	8.85%	10.17%
应付和预收款项	448.05	330.87	383.24	435.00	ROIC	13.21%	39.84%	57.99%	82.51%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.60%	24.32%	29.13%	32.65%
其他负债	336.63	266.90	305.24	338.05	营运能力				
负债合计	784.68	597.77	688.48	773.05	总资产周转率	0.43	0.35	0.38	0.37
股本	694.29	694.29	694.29	694.29	固定资产周转率	23.88	17.77	23.53	30.50
资本公积	287.46	287.46	287.46	287.46	应收账款周转率	8.94	7.66	10.25	10.10
留存收益	1816.84	1951.34	2136.53	2372.19	存货周转率	19.68	14.29	17.48	17.19
归属母公司股东权益	2557.33	2201.46	2868.13	3103.79	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	196.27	324.20	489.69	资本结构				
股东权益合计	2663.62	2397.73	3192.33	3593.49	资产负债率	22.76%	19.96%	17.74%	17.70%
负债和股东权益合计	3448.30	2995.50	3880.81	4366.53	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.56	2.64	3.63	3.89
					速动比率	2.52	2.59	3.59	3.85
					股利支付率	0.00%	11.25%	14.07%	15.46%
					每股指标				
					每股收益	0.12	0.22	0.31	0.40
					每股净资产	3.68	3.17	4.13	4.47
					每股经营现金	0.40	0.18	0.54	0.66
					每股股利	0.00	0.02	0.04	0.06
业绩和估值指标									
EBITDA	166.69	271.06	385.18	494.92					
PE	176.16	99.09	69.69	53.87					
PB	5.87	6.82	5.24	4.84					
PS	9.55	13.48	11.36	9.91					
EV/EBITDA	76.58	48.40	31.79	23.79					
股息率	0.00%	0.11%	0.20%	0.29%					

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
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn