

顺网科技 (300113.SZ) “电竞、CJ、算力云、AI”四位一体，开启成长新篇章

2024年09月20日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

方光照（分析师）

田鹏（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

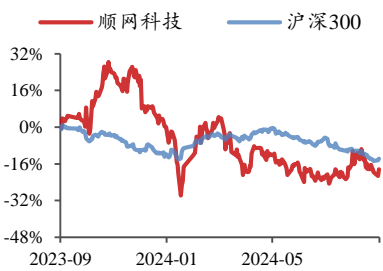
tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790523090001

日期	2024/9/20
当前股价(元)	10.39
一年最高最低(元)	17.12/8.78
总市值(亿元)	72.14
流通市值(亿元)	54.95
总股本(亿股)	6.94
流通股本(亿股)	5.29
近3个月换手率(%)	172.59

股价走势图



数据来源：聚源

● 电竞、CJ、算力云、AI 多元驱动成长，首次覆盖，给予“买入”评级

公司以网吧管理系统起家，成为上网服务行业龙头公司，并持续拓展互联网及泛娱乐业态，形成电竞、ChinaJoy、算力云、AI 四大业务布局。依托网吧场景优势，夯实电竞及 ChinaJoy 娱乐展会业务基本盘，并立足边缘算力，聚焦 AI 智算服务，拓展“算力云+AI”广阔市场，或打造第二成长曲线。我们预测公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 2.26/3.00/3.71 亿元，对应 EPS 分别为 0.33/0.43/0.53 元，当前股价对应 PE 分别为 32.0/24.0/19.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 上网服务行业回暖，电竞奥运会或带动电竞场景需求及电竞消费提升

截至 2023Q4，全国上网服务场所主体总量 7.7 万家，环比增长 0.67%，终端保有量 543.4 万台，环比增长 0.65%，实现自 2020 年来环比数据首次转正。公司作为网吧服务龙头或更加受益行业回暖，此外，首届电竞奥运会将于 2025 年在沙特举办，公司亦有望受益于电竞奥运会带来的对电竞场景的需求及电竞消费提升。

● 2024ChinaJoy 观众人次创新高，CJ 音乐节或进一步打开商业化空间

2024ChinaJoy 汇聚了全球 31 个国家和地区的 600 余家知名企业参展，总体观众参观人次达 36.7 万，创历史新高。此外，首届 ChinaJoy 音乐节将于 2024 年在杭州举办，展会业态拓展及多元化变现有望进一步打开商业化空间。

● 打造智算服务生态，“算力云+AI”有望构成公司第二成长曲线

公司以边缘算力、AI 算力为算力池支撑底座，以算力塔作为算力调度平台，通过算力市场进行交易和支付，构建了完善的智算服务生态。截至 2023 年，公司边缘机房超 300 个，服务终端超 50 万个，依托顺网云全国边缘节点，搭建算力池覆盖算力需求最强的网吧，而后于算力需求平峰、低谷期覆盖家庭及移动用户，最大化降低投入成本，未来公司有望依托大量的网吧、电竞酒店场景资源，持续拓展算力云服务增量市场。此外，公司灵悉 AI 引擎打造专属 AI 解决方案，有望依托多元泛娱乐场景与算力优势，拓展 C 端变现空间。

● 风险提示：算力云业务进度不及预期；游戏流水下滑；线下业务经营不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,124	1,433	1,737	2,042	2,351
YOY(%)	-1.6	27.5	21.2	17.5	15.2
归母净利润(百万元)	-406	170	226	300	371
YOY(%)	-763.5	141.8	33.1	33.0	23.6
毛利率(%)	49.4	49.2	51.8	52.8	53.1
净利率(%)	-36.1	11.8	13.0	14.7	15.8
ROE(%)	-19.8	9.2	11.3	13.1	13.7
EPS(摊薄/元)	-0.58	0.24	0.33	0.43	0.53
P/E(倍)	-17.8	42.6	32.0	24.0	19.4
P/B(倍)	3.8	3.6	3.3	3.0	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、网吧服务行业龙头，聚焦电竞、CJ、算力云、AI 四大业务	4
1.1、公司以网吧管理系统起家，持续拓展互联网及泛娱乐布局	4
1.2、财务分析：营业收入重回增长趋势，广告及增值业务、展会业务收入占比提升，费用率控制良好	5
2、电竞产业发展正处朝阳期，电竞服务业务变现空间大	7
3、ChinaJoy 或持续受益于线下互动娱乐行业高景气度	8
4、算力云+AI，有望打造公司第二成长曲线	10
4.1、依托网吧业务优势，全面布局算力业务	10
4.2、自研灵悉引擎赋能 AI 应用广阔市场	13
5、盈利预测与投资建议	15
5.1、关键假设	15
5.1.1、营业收入及毛利率	15
5.1.2、费用率	16
5.2、盈利预测	16
5.3、估值	16
5.3.1、PE&PEG 估值法	16
5.4、投资建议及评价	17
6、风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 公司从网吧管理系统起家，随行业发展不断拓展业务边界	4
图 2： 公司深耕电竞服务领域，业务涵盖电竞产业链上中下游	5
图 3： 公司股权结构集中	5
图 4： 公司营业收入 2023 年开始重回增长趋势	6
图 5： 公司 2023 年实现扭亏为盈	6
图 6： 网络广告及增值业务为公司营业收入第一大来源	6
图 7： 公司 2021 年以来费用率保持下降趋势	6
图 8： 2023 年公司实现扭亏为盈	6
图 9： 公司提供面向电竞场景的全场景赋能解决方案	7
图 10： 首届电竞奥运会将于 2025 年在沙特举办	8
图 11： ChinaJoy 包含 To C、To B 展会及各类相关会议	8
图 12： 2024 ChinaJoy 参展人数创历史新高	9
图 13： 2024 ChinaJoy 现场火热	9
图 14： 2024 ChinaJoy 现场火热	9
图 15： ChinaJoy 音乐节将于 9 月在杭州举办	10
图 16： 公司构建了基于边缘算力和 AI 算力的智算服务生态	11
图 17： 顺网云全国边缘机房已超过 300 个	11
图 18： 公司布局算力网络及平台	12
图 19： 中国算力总规模保持快速增长	13
图 20： 中国算力网络市场规模保持快速增长	13
图 21： 灵悉引擎智能体赋能 AI 应用	14

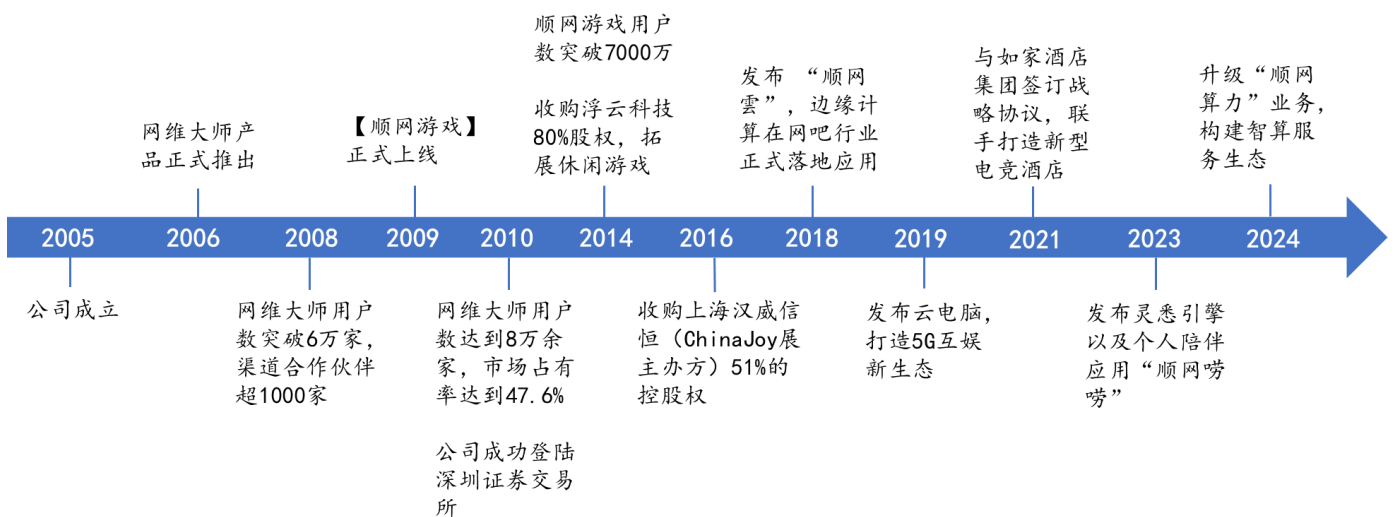
图 22: 头部 AI 陪伴产品 Character.AI 用户持续增长.....	14
图 23: 顺网唠唠提供个性化智能体	15
表 1: 公司估值具备吸引力	17

1、网吧服务行业龙头，聚焦电竞、CJ、算力云、AI 四大业务

1.1、公司以网吧管理系统起家，持续拓展互联网及泛娱乐布局

公司创立于 2005 年，2010 年在深交所创业板上市。作为影响力显著的科技产业集团，公司业务聚焦在电竞、CJ、算力、AI 等领域。公司早期以网吧管理系统起家，2006 年推出网维大师产品，2007 年与百度签署战略合作协议，开始发展互联网增值业务。2009 年公司推出“顺网游戏”，开始提供个性化的互联网娱乐服务。2009 年公司网维大师用户数达到 8 万余家，市场占有率达到 47.6%。2016 年公司收购全球数字互动娱乐展会服务的领先者—ChinaJoy（简称“CJ”）展会主办方上海汉威信恒 51% 的控股权，进一步推进互联网泛娱乐布局。2018 年公司发布战略级云计算产品“顺网云”，边缘计算在网吧行业正式落地应用。2021 年公司与如家酒店集团签订战略合作协议，布局新型电竞酒店。2023 年公司发布“灵犀引擎”，帮助各行业打造专属 AI 解决方案。2024 年升级“顺网算力”业务，全面布局算力业务，探索 AI 应用广阔市场。

图1：公司从网吧管理系统起家，随行业发展不断拓展业务边界



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司已形成“电竞、CJ、算力云、AI”四大业务架构。公司深耕电竞服务领域，为产业链上游游戏厂商、中游电竞服务商、下游电竞服务场所从业者提供端到端的科技解决方案，业务涵盖营销数智化服务，电竞服务数智化解决方案以及面向消费者的电竞娱乐服务等。公司算力云业务聚焦于边缘计算，结合公司沉淀的网络调度技术、串流技术等专业能力，与包含运营商、软硬件厂商在内的生态合作伙伴一起面向客户推出有竞争力的解决方案。

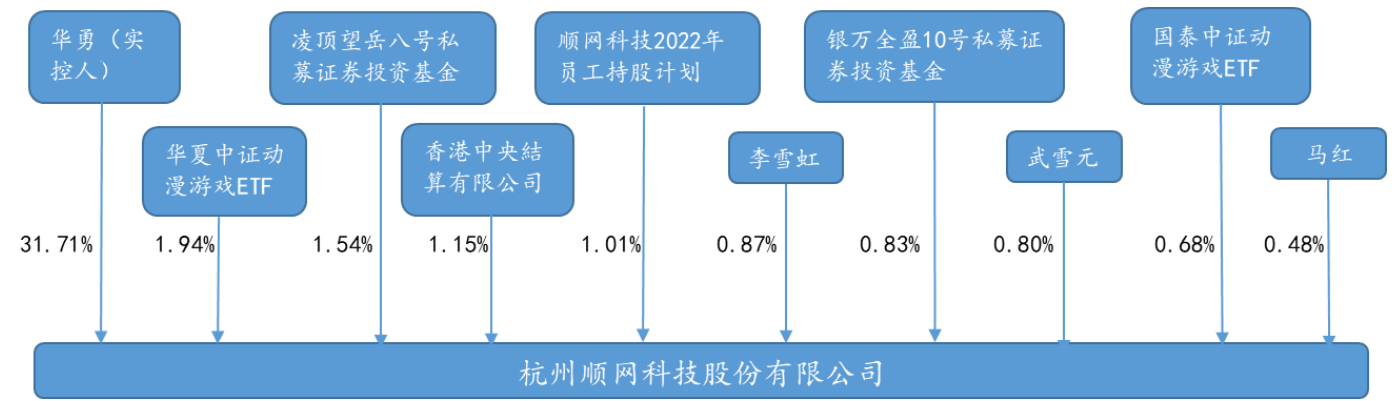
图2：公司深耕电竞服务领域，业务涵盖电竞产业链上中下游



资料来源：公司公告

公司股权结构较为集中。截至 2024H1，公司第一大股东及实际控制人为董事长华勇，所持股份占公司总股本 31.71%。前十大股东合计股权占比为 41.01%，公司股权结构较集中。

图3：公司股权结构集中

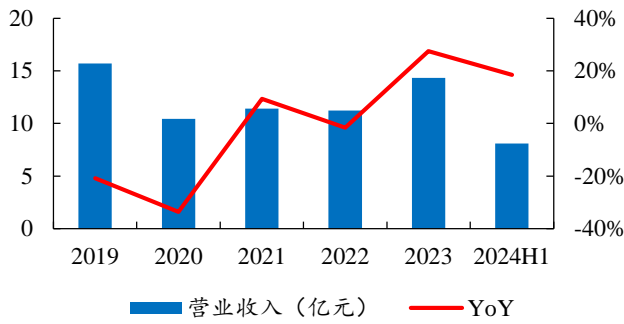


资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024H1）

1.2、 财务分析：营业收入重回增长趋势，广告及增值业务、展会业务收入占比提升，费用率控制良好

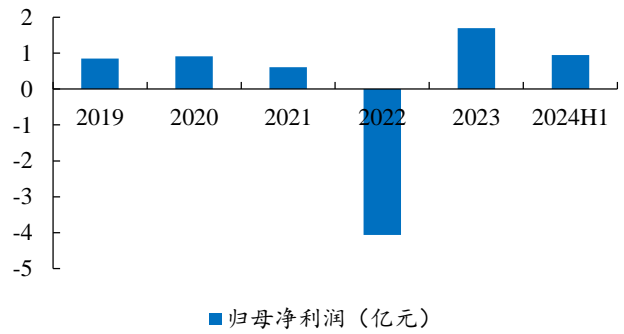
2023 年以来业绩重回增长趋势。疫情后，公司收入重回增长趋势，2023 年实现营业收入 14.33 亿元，同比增长 27.52%。2022 年受商誉减值影响，公司归母净利润为亏损 4.06 亿元，2023 年成功扭亏为盈，2024H1 实现归母净利润 0.95 亿元，同比增长 54.10%，业绩持续修复。

图4：公司营业收入 2023 年开始重回增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

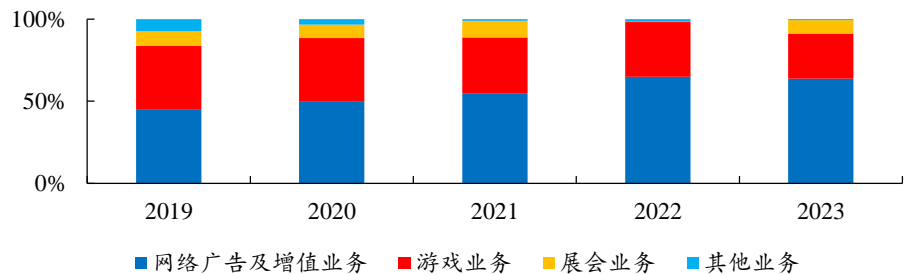
图5：公司 2023 年实现扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司业务按收入结构划分为网络广告及增值、游戏、展会及其他，其中展会收入 2023 年占比提升明显。2019-2022 年公司网络广告及增值业务收入占比持续提升，2023 年网络广告及增值业务收入达 9.13 亿元，同比增长 25%，收入占比达 64%。公司游戏业务收入占比相对平稳。2023 年线下展会的恢复推动展会业务占比提升，随着 ChinaJoy 2024 表现亮眼以及展会业务形式拓展，展会业务收入占比或继续提升。

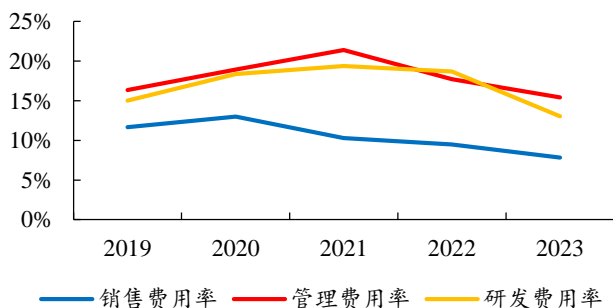
图6：网络广告及增值业务为公司营业收入第一大来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

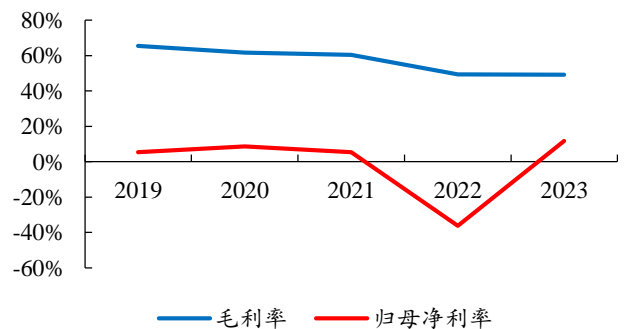
费用率控制良好，随毛利率下降放缓，净利率或持续提升。2021 年以来公司费用率保持下降趋势，2023 年销售费用率为 7.85%，管理费用率为 15.44%，研发费用率为 13.04%。随着 2023 年以来公司展会业务的恢复，毛利率有望逐步修复，或带动净利率提升。

图7：公司 2021 年以来费用率保持下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023 年公司实现扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、电竞产业发展正处朝阳期，电竞服务业务变现空间大

上网服务行业逐渐回暖，公司作为龙头公司或持续受益。据中国互联网上网服务行业协会数据，截至 2023 年四季度，全国上网服务场所主体总量 7.7 万家，环比增长 0.67%，终端保有量 543.4 万台，环比增长 0.65%，实现了自 2020 年以来环比数据首次正增长，2023 年行业营收规模有望突破 500 亿元，单 PC 终端的平均收入已超过 2019 年水平。我们认为随着线下娱乐消费持续复苏以及新游戏和电竞赛事的带动，上网服务行业回暖趋势或延续，公司作为龙头公司有望持续受益。

公司深耕电竞领域，提供全场景赋能解决方案。通过网维大师、PUBWIN/万象、X 经营管家、磐石、电竞云电脑等全系列产品与解决方案，公司帮助电竞酒店和网吧实现业务、计费、经营、安全和算力上云的全面赋能。对于电竞酒店而言，顺网电竞云电脑为电竞酒店提供了关键的技术支持，解决了经营者在电竞硬件、网络和电竞环境方面的常见问题，使他们能够专注于提升住宿服务、丰富增值体验及优化客户运营。

图9：公司提供面向电竞场景的全场景赋能解决方案



资料来源：公司官微

公司有望持续受益于电竞奥运会所带来的电竞场景需求及电竞消费提升。国际奥委会 2024 年 7 月 12 日宣布，将与沙特阿拉伯国家奥林匹克委员会合作，于 2025 年在沙特举办首届奥林匹克电子竞技运动会。电竞奥运会的筹备与举办，或促使中国电竞产业加速规范化进程，激发中国电竞市场的活力。一方面，赛事本身有望带来庞大的观赛人群和流量，公司或受益于用户对网吧、电竞酒店等电竞场景需求的提升；另一方面，电竞奥运会的国际影响力或吸引更多非传统电竞用户的关注，进一步拓宽电竞市场的受众基础，促进电竞文化的普及，打开电竞产业消费市场空间。

图10：首届电竞奥运会将于 2025 年在沙特举办


资料来源：北京新闻

3、ChinaJoy 或持续受益于线下互动娱乐行业高景气度

ChinaJoy 为领先的互动娱乐品牌。公司展会业务以全资子公司上海汉威主办的中国国际数码互动娱乐展览会（ChinaJoy）为核心。经过二十余年的持续发展，ChinaJoy 已成为当今业界最具知名度与影响力的全球三大游戏展会之一，为数字娱乐产业国际间交流、合作与投资搭建了优秀的数字展示平台，通过线上线下融合联动的创新模式，为全球数字娱乐及科技互联网企业提供精准触达 Z 世代人群的品牌推广、产品体验等场景营销服务。

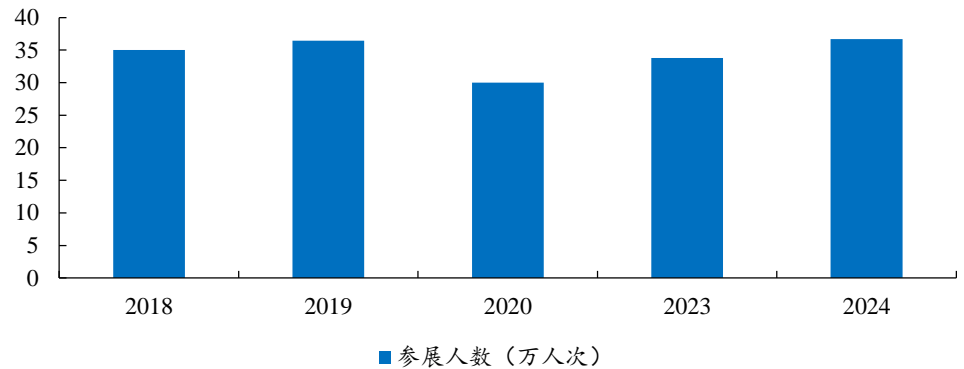
图11：ChinaJoy 包含 To C、To B 展会及各类相关会议


资料来源：ChinaJoy 官网

2024ChinaJoy 参展人数创历史新高，验证多元互动娱乐行业高景气度。2024年7月26日-29日，第二十一届ChinaJoy展会在上海成功举办。此次展会汇集法国、美国、加拿大、德国、英国、日本等全球31个国家和地区的700余家知名企业参展，整体展出面积13万平方米，海外（外资）企业超300家，占比43%。其中BTOC参展企业超300家，展区面积超过11万平方米；BTOB展区参展企业超400家，展区面积超过2万平方米。展商涵盖游戏、动漫、视频、直播、卡牌、电竞、消费电子、文娱出海、二次元周边等多方面，观众总参观人次达36.7万，创历史新高，多元文

化娱乐行业维持高景气度。

图12：2024 ChinaJoy 参展人数创历史新高



数据来源：ChinaJoy 官微等、开源证券研究所

图13：2024 ChinaJoy 现场火热



资料来源：ChinaJoy 官微

图14：2024 ChinaJoy 厂商展台前人气旺盛



资料来源：ChinaJoy 官微

打造 ChinaJoy 音乐节，或进一步打开线下文娱变现空间。在 2023 年 ChinaJoy 期间公司还宣布了打造“ChinaJoy 音乐节”品牌计划。“ChinaJoy 音乐节”将以音乐狂欢节的形式，旨在为 Z 世代年轻群体打造一个富有活力和创意的音乐盛事，将“游戏、动漫、科技”与“音乐”完美契合，构建未来娱乐新场景，探索互动娱乐新模式，有望进一步打开展会等线下文娱业务变现空间。根据公司官微，首届 ChinaJoy 音乐节将于 2024 年开启。

图15：公司将打造 ChinaJoy 音乐节


资料来源：公司官微

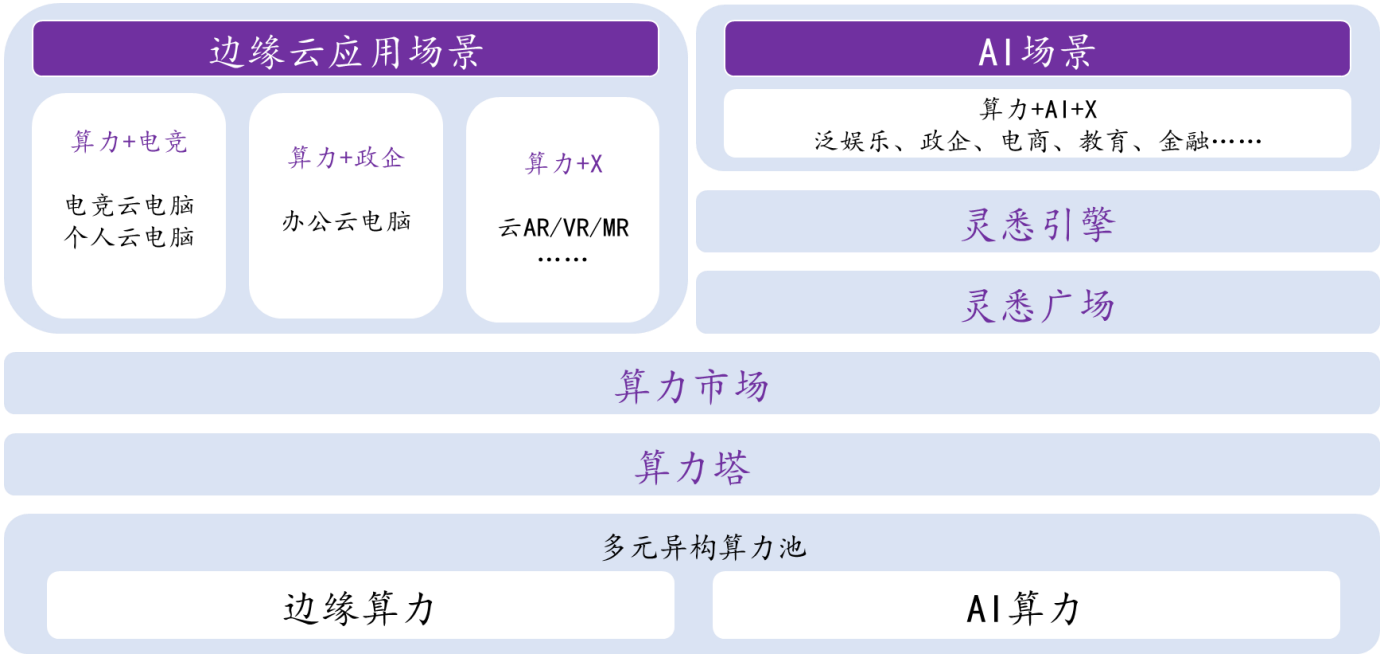
4、算力云+AI，有望打造公司第二成长曲线

4.1、依托网吧业务优势，全面布局算力业务

算力云与智算中心构成顺网算力业务。在 2024 年顺网科技战略升级及产品升级发布会上，聚焦行业垂直算力服务的“顺网云”业务正式升级为“顺网算力”业务，顺网算力业务由边缘算力业务和 AI 算力业务构成，有效整合异构算力池，并创新研发了集智能算力管理、敏捷云边端协同和统一边缘节点管理于一体的算力调度平台，满足云电竞、AI 模型训练与部署、校企场景和图形设计、科学计算在内的多种算力需求。未来随着大模型终端化适配，在生成式 AI 领域的算力应用也将实现更多场景延展。在“顺网算力”业务架构下，边缘算力业务将构建分布式的消费级 GPU 集群，服务于渲染、游戏、AR、MR 等场景；而 AI 算力业务则将专注于数据中心级 GPU 集群，服务于多类型 AI 应用场景。

顺网算力塔是一个分布式 GPU 算力管理平台，旨在解决行业算力“不好管、闲置多”两大痛点，实现算力的统一管理，提高闲时算力利用率，还能将闲时算力向 AI 应用领域提供服务，兼容 AI 推理。顺网算力市场是一个聚焦 AI 及相关领域的算力服务平台，整合各方资源和多种 GPU 类型的算力，提供开箱即用的高性价比算力服务。依托于顺网算力塔智能调度融合各方算力，实现多层次算力类型的交付，超低延迟、分时定价策略，满足各种类型项目灵活交付。同时针对 AI 及相关领域业务提供稳定运行环境及框架，开箱即用，无需担心环境部署及优化问题。公司以**边缘算力和 AI 算力为算力池支撑底座，以算力塔作为算力调度平台，通过算力市场进行交易和支付，构建了完善的智算服务生态。**

图16: 公司构建了基于边缘算力和 AI 算力的智算服务生态



资料来源：公司官微、开源证券研究所

公司在算力领域具备领先优势，云计算、边缘计算服务网络逐步完善。作为顺网算力业务的前身，顺网云为面向网吧和电竞垂直行业的云服务，自 2017 年开始在全国城市投入机房建设，就近为当地的网咖、电竞酒店等公共上网场所提供云服务，当地网咖、电竞酒店等公共上网场所只要一条接入顺网云节点的专线就可替代之前的自建服务器机房。截至 2023 年，顺网云已经覆盖全国一至五线城市，边缘机房超 300 个，为超过 50 万终端提供服务，服务上亿用户。随着电竞产业的崛起，顺网云进一步拓展了算力上云，能够为 100KM 辐射半径内用户提供高品质娱乐体验。基于顺网云机房的能力，顺网云电脑产品还能覆盖智慧教学、智慧家庭、企业办公等更多场景。

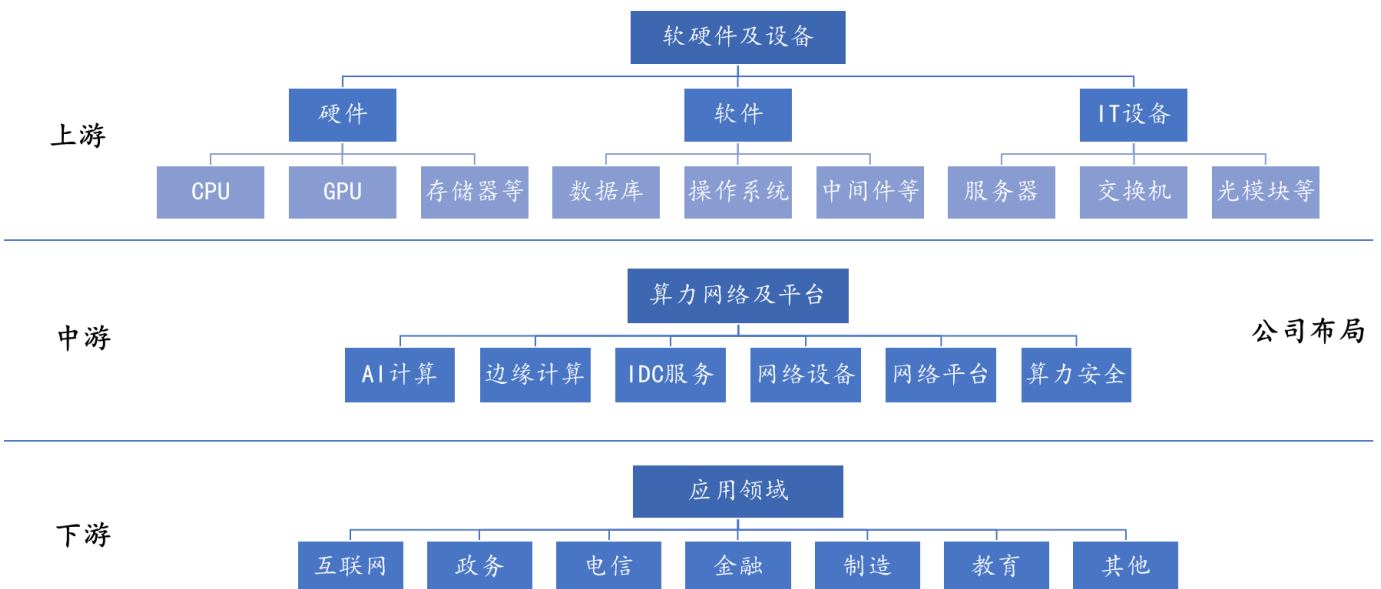
图17: 顺网云全国边缘机房已超过 300 个



资料来源：公司官网

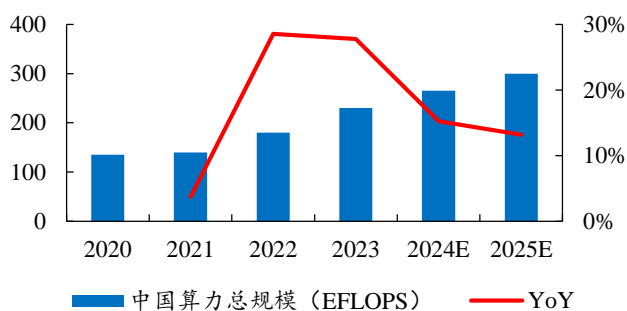
布局算力网络平台，依托网吧基础，边缘云有望持续扩容。当前算力网络产业链上游为硬件及设备，中游为算力网络及平台，下游应用于互联网、政府、服务业、电信业、金融业、制造业、教育等领域。公司算力业务处于产业链中游，作为国内领先的网吧娱乐平台服务商，公司在网吧行业积累深厚，截至 2023 年，公司核心产品覆盖全国电竞服务行业 70%以上市场、触及全国 96%以上城市，与各地 2000 余家合作伙伴始终保持着良好合作关系。我们认为，搭建算力节点投入成本较高，而公司依托顺网云在全国布局的边缘节点，搭建算力池，覆盖算力需求最强的网吧，而后于算力需求平峰、低谷期覆盖家庭及移动用户，最大化降低投入成本，未来有望依托大量的网吧资源，以及电竞酒店等新场景，持续扩容边缘算力云，拓展算力云服务增量市场空间。

图18：公司布局算力网络及平台

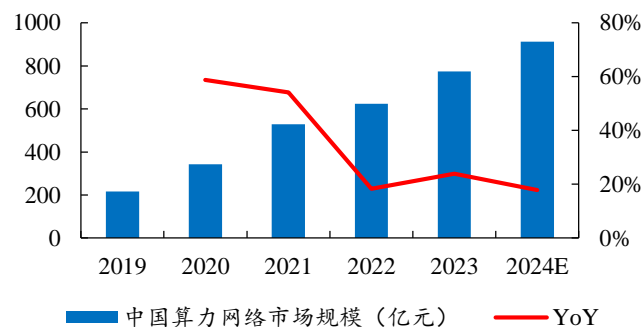


资料来源：开源证券研究所

国内算力市场规模快速增长，为公司算力云业务发展提供广阔成长空间。根据中商产业研究院数据，2023 年全国算力总规模达到 230EFLOPS，同比增长 27.8%，《算力基础设施高质量发展行动计划》提出，到 2025 年，算力规模将达到 300EFLOPS。根据中商产业研究院数据，2023 年国内算力网络市场规模约 774.29 亿元，预计 2024 年中国算力网络市场规模将达到 912.35 亿元，同比增速达 18%，公司算力云业务所处市场空间广阔。

图19：预计中国算力总规模保持快速增长


数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

图20：预计中国算力网络市场规模保持快速增长


数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

边缘算力或更方便满足 AI 应用需求，有望受益于 AI 应用需求的提升。在 AI 大模型快速发展的背景下，以高性能、大带宽、低时延为特色的顺网算力业务覆盖边缘 AI 推理计算任务，为 AI 应用落地打通最后一公里。与公有云服务商和互联网公司的 CDN 节点机房不同，同样是遍布全国城市的中小机房，公司算力机房配备了大量带有消费级 GPU 的服务器，这些消费级 GPU 单卡就可以承载 70-100 亿规模的推理大模型，当地用户无需升级自己的 PC 和手机设备就可以直接使用 AI 应用，更加灵活易用，有望持续受益于 AI 应用需求增长带来的算力需求提升。

4.2、自研灵悉引擎赋能 AI 应用广阔市场

在 AI 应用落地层面，公司探索出一条新的道路，即涵盖“**算力层、基座模型层、模型池层、智能体层、应用层**”的“**AI 应用五层范式**”。基于五层范式，公司研发了自己的智能体引擎—灵悉引擎，2024 年 2 月 18 日，作为灵悉引擎的底层算法，顺网灵悉文本生成算法通过国家网信办深度合成服务算法备案。灵悉引擎具备四个核心系统：智识中枢、感知与反馈、执行体系和陪伴设定。智识中枢致力于提供更强的决策规划能力和更低的使用门槛；感知与反馈板块关注于智能体的环境感知和用户交互，增强形象和声音等多模态交互的体验；执行体系通过任务补全、链接和执行来实现复杂功能；陪伴设定则提供了个性化和快速生成的能力，允许用户根据自己的需要创建定制化的智能体，实现个性化陪伴。灵悉引擎通过这些组成部分，实现了在从大模型到应用的过程中有效地连接算力、模型与应用，帮助从业者用好算力与模型。

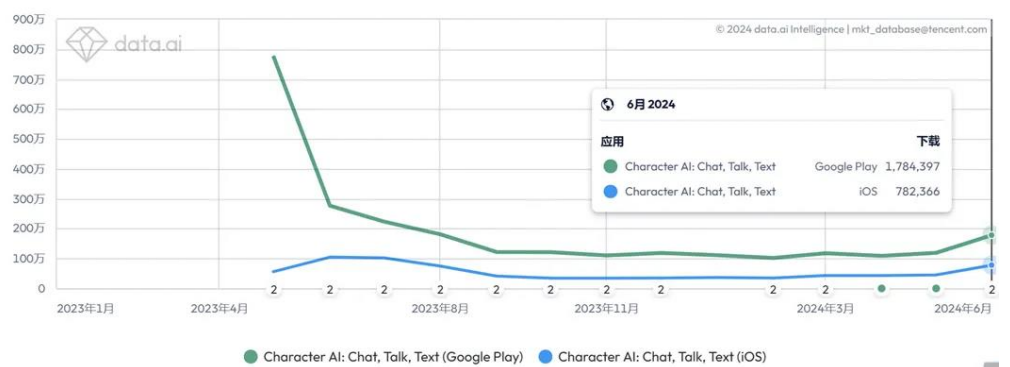
图21: 灵悉引擎智能体赋能 AI 应用



资料来源：公司官微

AI 陪伴市场空间广阔，有望诞生“杀手级”AI 应用。目前主流的 AI 应用方向主要分为 ChatGPT、Claude 这类生产力工具以及 Character.AI、星野等类情感陪伴的虚拟社交。Character.AI 这类陪伴类的 AI 更能够给到用户实时的反馈与稳定的情绪，于是上线后迅速得到了大量用户的支持，截至 2024 年 6 月 Character.AI 移动端累计下载量 3432 万，网页端 6 月单月访问量达 3.1 亿。在需求、技术和产品三重助推下，AI 陪伴产品在未来有望实现稳健而高速的发展，长期来看，用户花在 AI 陪伴产品上的时间预计会处于 Roblox 等游戏类产品和社交类产品之间。据 LitGate 数据，预计到 2030 年，AI 陪伴产品每年会占据用户 7000-9000 亿小时，商业化水平也有望从当下的每小时 0.03 美元增长到 2030 年的 0.16 美元，总市场规模大约在 1120 亿-1440 亿美元。

图22: 头部 AI 陪伴产品 Character.AI 用户持续增长



资料来源：LitGate

基于全场景娱乐布局与算力优势，推出“顺网唠唠”，挖掘 C 端广阔市场。2023 年 7 月 ChinaJoy AIGC 大会上，公司率先提出“智能陪伴”概念，此后发布灵悉引擎，以灵悉引擎为基础，打造了首款智能应用“顺网唠唠”，面向个人用户提供“捏、修、聊、乐”智能陪伴服务。凭借引擎的强大能力，在唠唠上用户可通过自然语言构建个性化智能体，并进一步开启与 AI 陪伴智能体交互的全新方式。公司推出 AI

陪伴应用，一方面，基于全场景泛娱乐布局与多年运营经验，可以更加精准的把握用户需求，打造相应的核心体验与功能；另一方面，借助在网吧、电竞酒店、云电脑等线上线下渠道，AI 陪伴应用推广也更具优势。此外，随着用户量增长，AI 应用对算力的需求也会显著增长，公司或可凭借自身算力云布局，基于更低的算力成本支撑 AI 陪伴业务发展。

图23：顺网唠唠提供个性化智能体



资料来源：ChinaJoy 官微

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

5.1.1、营业收入及毛利率

网络广告及增值业务：公司在网吧等上网服务场所的市占率领先，基于边缘云优势及算力业务布局，或进一步夯实在上网服务场所的竞争优势，受益于年轻人对于线下文娱社交需求的提升，及电竞奥运会对电竞需求的拉动，或驱动网络广告及增值业务收入持续增长及毛利率提升。

游戏业务：公司在运营游戏产品表现稳定，受益于电竞娱乐需求的增长，游戏业务收入有望保持增长。

展会业务：2024 ChinaJoy 参展人数创历史新高，并将打造 ChinaJoy 音乐节，进一步打开展会业务变现空间，预计展会业务收入将持续增长。

表1：预计公司营业收入保持持续增长

单位：(亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11.24	14.33	17.37	20.42	23.51
YOY	-2%	28%	21%	18%	15%
网络广告及增值业务	7.30	9.13	11.50	14.26	17.11
YOY	17%	25%	26%	24%	20%
游戏业务	3.74	3.95	4.15	4.27	4.36
YOY	-5%	6%	5%	3%	2%
展会业务	0.03	1.16	1.64	1.80	1.97
YOY	-97%	3490%	41%	10%	9%
其他业务	0.17	0.09	0.09	0.08	0.08
YOY	60%	-46%	-5%	-5%	-3%
综合毛利率	49.39%	49.20%	51.81%	52.76%	53.10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1.2、费用率

销售费用率：随算力业务及 ChinaJoy 业务拓展带来营销需求提升，假设 2024-2026 年销售费用率先升后降，分别为 8.7%、8.3%、8.0%。

管理费用率：考虑到公司已具备规模效应，经营管理稳健，假设 2024-2026 年管理费用率稳中略降，分别为 15.2%、15.1%、15.0%。

研发费用率：公司算力、AI 等业务或持续进行研发投入，随后续收入逐步体现，假设 2024-2026 年研发费用率先升后降，分别为 13.2%、12.8%、12.5%。

5.2、盈利预测

结合上述假设分析，我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 17.37、20.42、23.51 亿元，同比分别增长 21.2%、17.5%、15.2%；归属于母公司股东的净利润分别为 2.26、3.00、3.71 亿元，同比分别增长 33.1%、33.0%、23.6%，对应当前股本的 EPS 分别为 0.33、0.43、0.53 元。

5.3、估值

综合考虑公司的业务属性、收入规模、盈利能力、成长性等，我们选取可比公司，采用相对估值法中的 PE 和 PEG 估值法对公司进行估值。基于电竞服务业务选取的可比公司包括昆仑万维、盛天网络，基于展会业务选取的可比公司包括米奥会展、兰生股份，基于算力云业务选取的可比公司包括海光信息、网宿科技。

5.3.1、PE&PEG 估值法

采用 2024 年 9 月 19 日收盘价，按照 Wind 一致预期，选取的可比公司 2026 年预测 PE 平均值为 37.3 倍，按照我们的盈利预测，公司对应的 2026 年预测 PE 为 19.4 倍，低于可比公司 2026 年预测 PE 的平均值。公司对应的 2026 年预测 PEG 为 0.7 倍，低于可比公司 2026 年预测 PEG 的平均值（1.5）。

表2：公司预测 PE 及 PEG 低于可比公司平均值

代码	公司名称	收盘价（元）	当前市值（亿）	基期归母净利润（2023A, 亿）	预测归母净利润（2026E, 亿）	2023-2026 年净利润 CAGR	PE (2026E)	PEG (2026E)
300418.SZ	昆仑万维	27.24	335.46	12.58	8.98	-10.61%	37.3	-
300494.SZ	盛天网络	8.83	43.31	1.69	3.22	24.02%	13.4	0.6
688041.SH	海光信息	75.92	1764.64	12.63	33.70	38.70%	52.4	1.4
300017.SZ	网宿科技	6.71	163.79	6.13	8.58	11.85%	19.1	1.6
300795.SZ	米奥会展	13.26	30.42	1.88	3.87	27.21%	7.9	0.3
600826.SH	兰生股份	5.66	41.63	2.75	3.53	8.65%	11.8	1.4
平均值							37.3	1.5
300113.SZ	顺网科技	10.39	72.14	1.7	3.71	29.71%	19.4	0.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（昆仑万维、盛天网络、网宿科技、兰生股份盈利预测采用 Wind 一致预期，海光信息、米奥会展、顺网科技盈利预测采用开源证券研究所数据）

5.4、投资建议及评价

公司作为上网服务行业龙头公司，已形成“电竞、ChinaJoy、算力云、AI”四位一体业务布局，电竞服务业务或持续受益于网吧行业复苏、电竞酒店等新场景及电竞奥运会带来的新需求；ChinaJoy 作为领先的互动娱乐品牌，或持续受益于线下多元娱乐行业高景气度，并推动举办音乐节、推动多元娱乐商业化，有望持续为公司贡献可观业绩。此外，公司在边缘云及算力领域具备独特优势，未来有望依托大量的网吧资源，以及电竞酒店等新场景，持续推进算力云建设和边缘算力云服务，拓展增量空间，同时基于算力云布局，推动 AI 陪伴等 C 端 AI 应用落地及商业化，“算力云+AI”有望构成公司第二成长曲线。我们看好公司成长前景，预测公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 2.26/3.00/3.71 亿元，对应 EPS 分别为 0.33/0.43/0.53 元，当前股价对应 PE 分别为 32.0/24.0/19.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

6、风险提示

(1) **算力云业务开拓进度不及预期风险**：算力云业务受市场算力需求及公司人员、资金投入等影响，或存在开拓进度不及预期的风险；

(2) **游戏流水下滑风险**：若游戏市场竞争加剧或受产品周期影响，公司游戏流水存在下滑风险；

(3) **电竞服务、展会等线下业务经营不及预期**：若线下电竞赛事、展会、音乐节等市场需求不及预期或受不可抗力影响，公司电竞服务、CJ 等线下业务经营或不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1402	1515	1808	2015	2483
现金	1235	1380	1548	1838	2191
应收票据及应收账款	70	89	190	121	212
其他应收款	13	7	17	11	21
预付账款	12	6	16	10	20
存货	5	4	7	6	9
其他流动资产	66	30	30	30	30
非流动资产	895	932	945	950	959
长期投资	44	76	105	134	162
固定资产	113	166	161	154	146
无形资产	11	5	3	1	1
其他非流动资产	727	686	676	662	650
资产总计	2296	2447	2753	2965	3442
流动负债	331	337	439	366	492
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	61	60	130	66	153
其他流动负债	270	278	309	299	338
非流动负债	27	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	18	18	18	18
负债合计	358	356	457	384	510
少数股东权益	45	73	107	145	176
股本	694	694	694	694	694
资本公积	281	302	302	302	302
留存收益	1298	1422	1577	1796	2100
归属母公司股东权益	1893	2018	2188	2436	2756
负债和股东权益	2296	2447	2753	2965	3442

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	80	294	243	339	406
净利润	-383	193	260	338	402
折旧摊销	42	39	35	39	40
财务费用	-36	-31	-31	-41	-45
投资损失	-3	-3	-0	-3	-2
营运资金变动	-67	21	-20	9	9
其他经营现金流	527	75	-1	-2	2
投资活动现金流	-16	-41	-44	-38	-47
资本支出	90	77	19	15	21
长期投资	53	26	-29	-29	-29
其他投资现金流	21	9	4	7	2
筹资活动现金流	-123	-109	-31	-11	-6
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-30	21	0	0	0
其他筹资现金流	-94	-130	-31	-11	-6
现金净增加额	-58	143	168	291	352

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1124	1433	1737	2042	2351
营业成本	569	728	837	964	1103
营业税金及附加	4	5	7	8	9
营业费用	107	113	151	169	188
管理费用	199	221	264	308	353
研发费用	210	187	229	261	294
财务费用	-36	-31	-31	-41	-45
资产减值损失	-460	-3	0	0	0
其他收益	20	14	21	17	18
公允价值变动收益	1	0	6	7	3
投资净收益	3	3	0	3	2
资产处置收益	-7	-3	-2	-3	-4
营业利润	-372	217	302	394	468
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	0	1	4	2	2
利润总额	-372	216	299	393	467
所得税	11	24	39	55	65
净利润	-383	193	260	338	402
少数股东损益	22	23	34	38	31
归属母公司净利润	-406	170	226	300	371
EBITDA	-367	214	291	382	448
EPS(元)	-0.58	0.24	0.33	0.43	0.53

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-1.6	27.5	21.2	17.5	15.2
营业利润(%)	-417.3	158.3	39.1	30.5	18.9
归属于母公司净利润(%)	-763.5	141.8	33.1	33.0	23.6
获利能力					
毛利率(%)	49.4	49.2	51.8	52.8	53.1
净利率(%)	-36.1	11.8	13.0	14.7	15.8
ROE(%)	-19.8	9.2	11.3	13.1	13.7
ROIC(%)	-22.1	7.7	10.2	12.1	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	15.6	14.5	16.6	13.0	14.8
净负债比率(%)	-63.0	-65.6	-67.4	-71.2	-74.7
流动比率	4.2	4.5	4.1	5.5	5.0
速动比率	4.0	4.4	4.0	5.4	5.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	14.1	18.1	12.4	13.1	14.1
应付账款周转率	9.5	12.0	8.8	9.8	10.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.58	0.24	0.33	0.43	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.42	0.35	0.49	0.58
每股净资产(最新摊薄)	2.73	2.91	3.15	3.51	3.97
估值比率					
P/E	-17.8	42.6	32.0	24.0	19.4
P/B	3.8	3.6	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA	-16.4	27.6	19.8	14.4	11.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn