

**投资评级 优于大市 维持**

# 营收增长稳健，不断完善元宇宙算力基础设施+应用层生态建设

**股票数据**

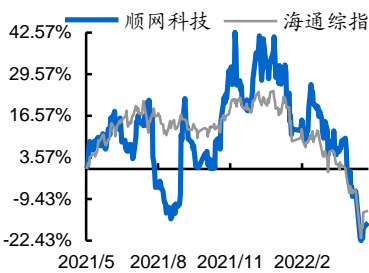
05月06日收盘价(元)	10.19
52周股价波动(元)	9.29-19.36
总股本/流通A股(百万股)	694/484
总市值/流通市值(百万元)	7075/4930

**相关研究**

《21Q3 归母净利环比高增长，云业务未来可期》2021.11.08

《持续推进研发和产品化，云业务稳步发展》2021.08.30

《产品矩阵持续拓宽，云业务投入成效显著》2021.04.26

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-24.1	-29.5	-26.0
相对涨幅 (%)	-15.7	-16.4	-11.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@htsec.com

证书:S0850518080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxg11774@htsec.com

证书:S0850519070002

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@htsec.com

证书:S0850517080001

联系人:康百川

Tel:(021)23212208

Email:kbc13683@htsec.com

联系人:崔冰睿

Tel:(021)23219774

Email:cbr14043@htsec.com

**投资要点:**

- 2021 年营收增长稳健、结构改善，商誉减值+股权激励影响业绩同比下滑。** 2021 年，公司实现营业收入 11.42 亿元，同比增长 9.37%；归母净利润 0.61 亿元，同比减少 32.70%；扣非归母净利润 0.23 亿元，同比减少 71.50%。营收方面，公司收入结构日益完善。2021 年，公司来自于公共上网场所以外的其他场景的用户产品收入占总营收比过半，收入增速超过公共上网场所收入增速 35%。我们分析，公司净利下滑主要原因为：1) 公司吉胜科技、星云网络计提 0.53 亿元商誉减值损失；2) 公司支付股权激励费用 0.27 亿元。
- 22Q1 营收结构改变影响下，毛利率承压。** 2022 年第一季度，公司实现营业收入 2.69 亿元，同比增长 9.74%；归母净利润 0.31 亿元，同比减少 9.78%；期间毛利率为 55.81%，同比下滑 14.17pct。我们分析，公司毛利率下滑及净利润承压主要受毛利率较低的业务线收入占比大幅增加所致。
- 持续推进技术研发，逐渐向云计算架构演进。** 2021 年，公司研发费用达 2.21 亿元，同比增长 15.45%。截至 2021 年，公司顺网云已应用于云游戏、个人云电脑等多个场景，服务超 80 万 PC 终端。此外，公司已经在分布式算力管理、算力网络等领域取得关键进展，获得 60 余项技术专利，在算力领域取得领先地位。我们认为，公司将基于底层技术和边缘云计算 IaaS 层的优势，持续扩容边缘云计算网络，打造顺网边缘云业务生态，有助于公司发力元宇宙及东数西算业务相关算力基础设施建设。
- ChinaJoy 平台价值提升，元宇宙应用层生态不断完善。** 2021 年，第十九届 ChinaJoy 顺利召开，吸引展商共计 500 余家。同期线上展会实现全平台整体曝光超 5 亿，触达数亿 Z 世代用户，进一步提升了 China Joy 整体平台价值。此外，公司计划推出 MetaJoy 元宇宙线上嘉年华、ChinaJoy 数字藏品、ChinaJoy 虚拟偶像等，策划 Metaldol 元宇宙虚拟偶像活动，发布 Metaverse Convention (元宇宙展会) 品牌，上线瞬元平台并发售国漫 IP 数字藏品，我们认为多方布局合力之下，公司元宇宙应用层建设得以不断完善。
- 盈利预测与估值分析。** 我们预测公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.18、0.21 和 0.26 元。参考同行业公司，并考虑公司研发技术溢价，1) 我们给予公司 2022 年 60-65 倍动态 PE，对应合理价值区间为 11-11.39 元/股；2) 我们给予公司 2022 年 5.6-6.1 倍的动态 PS，对应合理价值区间为 11.17-12.17 元/股。综上，我们给予公司 2022 年合理价值区间为 11.17-11.39 元/股，维持优于大市评级。

- 风险提示。** 网吧用户流失，游戏业务下滑加速，云业务发展进程低于预期。

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1044	1142	1385	1740	2191
(+/-)YoY(%)	-33.6%	9.4%	21.3%	25.7%	25.9%
净利润(百万元)	91	61	122	145	183
(+/-)YoY(%)	6.6%	-32.7%	98.9%	19.4%	25.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.13	0.09	0.18	0.21	0.26
毛利率(%)	61.7%	60.4%	57.7%	58.4%	58.7%
净资产收益率(%)	3.7%	2.5%	4.8%	5.4%	6.3%

资料来源：公司年报 (2020A-2021A)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**表 1 可比公司盈利预测及估值表 (PE 估值法)**

简称	代码	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
网宿科技	300017.SZ	4.84	0.08	0.10	0.13	58	50	37
吉比特	603444.SH	321.94	23.08	27.10	30.93	14	12	10
用友网络	600588.SH	18.32	0.26	0.34	0.44	69	53	42
平均						<b>47</b>	<b>38</b>	<b>30</b>

注: 对应 2022 年 05 月 06 日收盘价  
 资料来源: wind, 海通证券研究所

**表 2 可比公司盈利预测及估值表 (PS 估值法)**

简称	代码	股价 (元/股)	每股销售额 (元/股)			PS (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
网宿科技	300017.SZ	4.84	1.99	2.10	2.19	2.4	2.3	2.2
吉比特	603444.SH	321.94	73.29	85.07	96.62	4.4	3.8	3.3
用友网络	600588.SH	18.32	3.18	3.92	4.83	5.8	4.7	3.8
平均						<b>4.2</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>

注: 对应为 2022 年 05 月 06 日收盘价  
 资料来源: wind 一致预期, 海通证券研究所

**表 3 公司各分项收入、成本预测 (亿元)**

	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	<b>11.42</b>	<b>13.85</b>	<b>17.40</b>	<b>21.91</b>	<b>毛利</b>	<b>6.90</b>	<b>7.99</b>	<b>10.16</b>	<b>12.86</b>
网络广告及增值业务	6.22	8.09	10.51	13.67	网络广告及增值业务	2.99	3.64	4.95	6.57
游戏业务	3.94	4.33	5.20	6.24	游戏业务	3.13	3.44	4.13	4.96
展会业务	1.15	1.32	1.59	1.90	展会业务	0.69	0.82	1.00	1.26
其他	0.11	0.10	0.10	0.09	其他	0.09	0.09	0.08	0.08
<b>成本</b>	<b>4.52</b>	<b>5.85</b>	<b>7.24</b>	<b>9.04</b>	<b>毛利率 (%)</b>	<b>60.4</b>	<b>57.72</b>	<b>58.40</b>	<b>58.71</b>
网络广告及增值业务	3.23	4.44	5.56	7.10	网络广告及增值业务	48.1	45.07	47.07	48.07
游戏业务	0.81	0.89	1.07	1.28	游戏业务	79.4	79.44	79.44	79.44
展会业务	0.46	0.50	0.59	0.65	展会业务	60.0	62.00	63.00	66.00
其他	0.02	0.02	0.02	0.02	其他	81.8	81.82	81.82	81.82

资料来源: 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1142</b>	<b>1385</b>	<b>1740</b>	<b>2191</b>
每股收益	0.09	0.18	0.21	0.26	营业成本	452	585	724	904
每股净资产	3.51	3.68	3.89	4.16	毛利率%	60.4%	57.7%	58.4%	58.7%
每股经营现金流	0.39	0.41	0.42	0.56	营业税金及附加	5	7	8	10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	118	152	193	240
P/E	115.65	58.14	48.69	38.69	营业费用率%	10.3%	11.0%	11.1%	10.9%
P/B	2.90	2.77	2.62	2.45	管理费用	244	259	341	429
P/S	6.20	5.11	4.07	3.23	管理费用率%	21.4%	18.7%	19.6%	19.6%
EV/EBITDA	58.02	34.77	27.60	20.23	EBIT	118	145	174	222
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-26	-41	-49	-58
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-2.3%	-2.9%	-2.8%	-2.6%
毛利率	60.4%	57.7%	58.4%	58.7%	资产减值损失	-54	0	0	-1
净利润率	5.4%	8.8%	8.4%	8.3%	投资收益	7	7	0	8
净资产收益率	2.5%	4.8%	5.4%	6.3%	<b>营业利润</b>	<b>117</b>	<b>228</b>	<b>271</b>	<b>343</b>
资产回报率	2.1%	3.7%	4.0%	4.5%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	3.3%	3.8%	4.3%	5.0%	<b>利润总额</b>	<b>117</b>	<b>228</b>	<b>271</b>	<b>343</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	174	160	193	245
营业收入增长率	9.4%	21.3%	25.7%	25.9%	所得税	35	64	77	98
EBIT 增长率	-20.5%	22.8%	20.2%	27.9%	有效所得税率%	29.7%	27.9%	28.5%	28.5%
净利润增长率	-32.7%	98.9%	19.4%	25.8%	少数股东损益	21	43	48	62
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>61</b>	<b>122</b>	<b>145</b>	<b>183</b>
资产负债率	16.7%	20.2%	21.7%	23.8%					
流动比率	3.46	3.03	2.96	2.84	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	3.22	2.83	2.79	2.69	货币资金	1294	1560	1822	2190
现金比率	2.89	2.52	2.48	2.39	应收账款及应收票据	89	118	144	182
<b>经营效率指标</b>					存货	8	17	19	23
应收账款周转天数	28.49	31.20	30.26	30.28	其它流动资产	157	180	193	207
存货周转天数	6.12	10.78	9.43	9.33	流动资产合计	1547	1875	2178	2601
总资产周转率	0.38	0.42	0.48	0.54	长期股权投资	40	40	40	40
固定资产周转率	16.71	18.73	22.55	28.09	固定资产	68	74	77	78
					在建工程	5	8	11	14
					无形资产	16	17	17	16
					非流动资产合计	1435	1445	1451	1454
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2983</b>	<b>3320</b>	<b>3629</b>	<b>4055</b>
净利润	61	122	145	183	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	21	43	48	62	应付票据及应付账款	59	81	94	120
非现金支出	109	16	19	23	预收账款	0	22	14	20
非经营收益	-29	-4	2	-6	其它流动负债	388	517	627	775
营运资金变动	111	111	76	125	流动负债合计	447	619	735	916
<b>经营活动现金流</b>	<b>273</b>	<b>287</b>	<b>290</b>	<b>387</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-44	-25	-25	-26	其它长期负债	51	51	51	51
投资	353	0	0	0	非流动负债合计	51	51	51	51
其他	15	7	0	8	<b>负债总计</b>	<b>498</b>	<b>670</b>	<b>786</b>	<b>967</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>323</b>	<b>-19</b>	<b>-25</b>	<b>-18</b>	实收资本	694	694	694	694
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2436	2557	2703	2886
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	49	92	140	203
其他	-130	-2	-2	-2	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2983</b>	<b>3320</b>	<b>3629</b>	<b>4055</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-130</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>467</b>	<b>266</b>	<b>263</b>	<b>367</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 06 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

毛云聪 互联网及传媒  
陈星光 互联网及传媒  
孙小雯 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 蓝色光标,芒果超媒,中文在线,顺网科技,光线传媒,掌阅科技,完美世界,华策影视,世纪华通,中南传媒,欢瑞世纪,智度股份,视觉中国,值得买,风语筑,电魂网络,捷成股份,皖新传媒,天下秀,三人行,乐享集团,分众传媒,浙数文化,腾讯控股,中信出版,华立科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维,百奥家庭互动

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。