

**投资评级 优于大市 维持**

## 产品矩阵持续拓宽，云业务投入成效显著

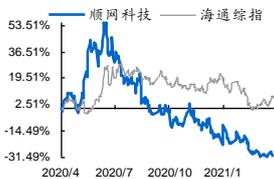
### 股票数据

04月23日收盘价(元)	12.85
52周股价波动(元)	12.62-29.45
总股本/流通A股(百万股)	694/484
总市值/流通市值(百万元)	8922/6216

### 相关研究

《顺网云玩正式发售，多场景应用落地》  
 2020.09.02

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.5	-14.2	-13.9
相对涨幅(%)	-6.0	-6.3	-6.1

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:郝艳辉

Tel:(010)58067906

Email:hyh11052@htsec.com

证书:S0850516070004

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@htsec.com

证书:S0850517080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxcg11774@htsec.com

证书:S0850519070002

### 投资要点:

- 受疫情影响公司2020年收入承压，扣非归母净利润高速增长。**公司2020年实现营收10.44亿元(YOY -33.59%)，实现归母净利润0.91亿元(YOY +6.62%)，实现扣非归母净利润0.81亿元(YOY +90.67%)，均处于此前预告区间；2020年净利率为11.05%，同比增长2.41pct，盈利能力加强。公司20Q4实现营收2.49亿元(YOY -29.64%，QOQ -30.67%)，实现归母净利润-0.26亿元(YOY +90.2%，QOQ -139.7%)，主要系20Q4公司营业成本及相关费用增加、营业外收入大额流出所致。2020年拟每10股派发现金红利0.8元，分红比例达60.28%，以4月23日收盘价计算，股息率0.62%。
- 拓宽网吧行业产品矩阵，延伸业务链条。**受疫情影响，2020年公司网络广告及增值业务实现营业收入5.23亿元，同比下降26.48%；游戏业务实现营业收入4.0亿元，同比下降33.76%。截止20Q4，公司共运营23款游戏，总活跃用户数达192万人。公司坚持以产品创新为内核驱动力，不断拓宽产品矩阵和服务内容，持续专注于自主品牌。针对不同场景用户推出云游戏、云电脑、游戏加速器等产品，延伸业务链条，持续加强用户泛娱乐生态的构建，着力开发高度可靠、体验良好的网维、计费、安全等软件。
- 云业务投入成效显著，ToB+ToC全面推进。**公司在游戏服务和上网服务行业享有良好的品牌声誉，旗下管理软件市场占有率超过70%，居行业第一，2020年新增游戏用户数263万人。ToB网吧上云业务于2020年下半年正式启动2.0存储+算力全面上云模式，公司的云平台边缘算力服务网遍布全国，目前已超越2000线并发能力，并保持增长态势。ToC业务上，公司首款消费级ToC云游戏产品正式发售，可提供3.0GHz-4.7GHz 8核的CPU运算能力以及7.5T-10T的图形运算单精度浮点运算能力，为用户带来了高性价比、高配置、低时延的云游戏体验。顺网云海全面升级，打造泛娱乐服务生态圈，ChinaJoy增设线上展会“ChinaJoy Plus”云展，线上线下深度融合助力公司云业务布局。
- 盈利预测与估值分析。**我们预测公司2021-2023年EPS分别为0.30、0.39和0.47元。参考同行业公司，1)我们给予公司2021年55-60倍动态PE，对应合理价值区间为16.50-18.00元/股；2)我们给予公司2021年8-10倍的动态PS，对应合理价值区间为14.85-18.57元/股。综上，我们给予公司2021年合理价值区间为16.50-18.00元，维持优于大市评级。
- 风险提示。**游戏政策监管趋严，网吧用户流失，游戏相关业务下滑加速，云业务建设及商业化进程低于预期。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1572	1044	1289	1607	2009
(+/-)YoY(%)	-20.8%	-33.6%	23.5%	24.6%	25.0%
净利润(百万元)	85	91	209	270	327
(+/-)YoY(%)	-73.5%	6.6%	130.3%	29.0%	20.9%
全面摊薄EPS(元)	0.12	0.13	0.30	0.39	0.47
毛利率(%)	65.5%	61.7%	62.2%	62.7%	63.2%
净资产收益率(%)	3.3%	3.7%	7.9%	9.3%	10.1%

资料来源：公司年报(2019-2020)，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

**表 1 可比公司盈利预测及估值表**

简称	代码	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
网宿科技	300017.SZ	6.19	0.16	0.16	0.21	69	39	30
吉比特	603444.SH	439.01	15.27	19.90	23.03	27	22	19
用友网络	600588.SH	35.73	0.28	0.34	0.43	118	107	83
平均						118	107	83

注：对应 2021 年 4 月 23 日收盘价。由于盛天网络已无最新盈利预测，将其更改为网宿科技（下同）  
 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)**

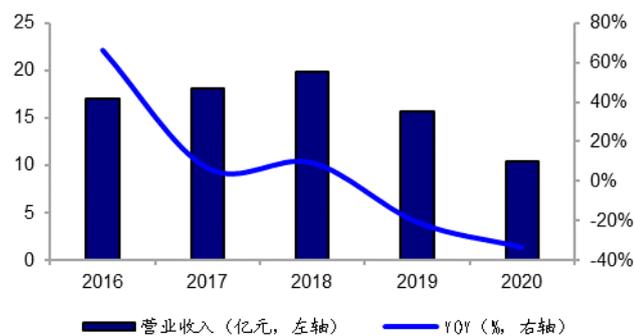
简称	代码	股价 (元/股)	每股销售额 (元/股)			PS (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
网宿科技	300017.SZ	6.19	2.70	2.76	3.08	2.29	2.24	2.01
吉比特	603444.SH	439.01	38.80	53.45	63.33	11.31	8.21	6.93
用友网络	600588.SH	35.73	2.80	3.21	4.08	12.75	11.12	8.76
平均						9	7	6

注：对应为 2021 年 4 月 23 日收盘价  
 资料来源：wind 一致预期，海通证券研究所

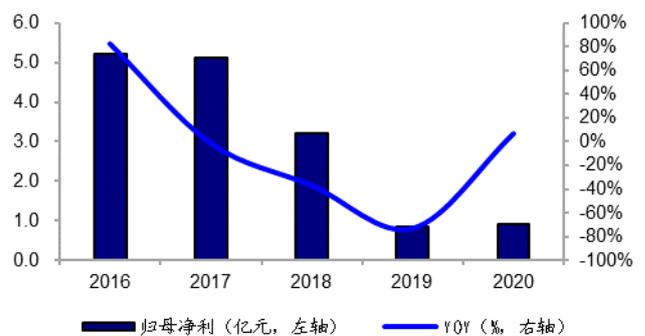
**表 3 公司各业务分项收入预测与假设 (亿元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	19.85	15.72	10.44	12.89	16.07	20.09
网络广告及增值业务	9.28	7.11	5.23	6.80	8.84	11.49
游戏业务	7.30	6.05	4.01	4.81	5.77	6.93
展会业务	1.74	1.43	0.87	0.96	1.15	1.38
安全系统集成业务	1.39	0.96	0.26	0.25	0.23	0.22
其他	0.14	0.17	0.08	0.08	0.07	0.07
<b>成本</b>	7.11	5.43	4.00	4.87	5.99	7.39
<b>毛利</b>	12.74	10.29	6.44	8.02	10.08	12.70
<b>毛利率 (%)</b>	64.2	65.5	61.7	62.2	62.7	63.2

资料来源：公司 2018、2019、2020 年年报，海通证券研究所

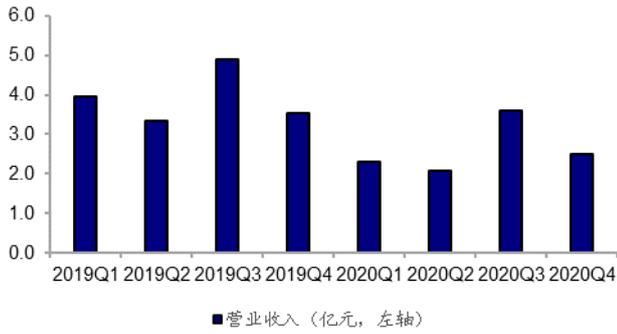
**图 1 2016-2020 年公司营业收入与增长率**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图 2 2016-2020 年公司归母净利润与增长率**


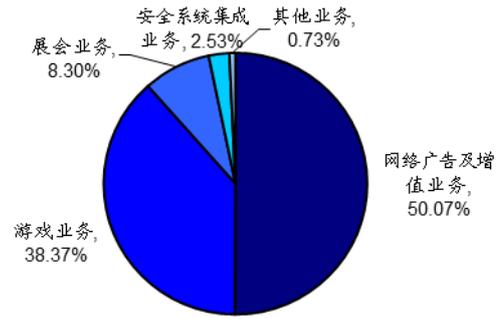
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 2019-2020 分季度营业收入情况 (亿元)



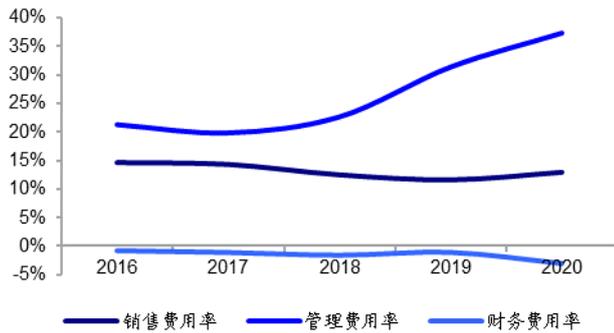
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 2020 年公司主要收入构成 (%)



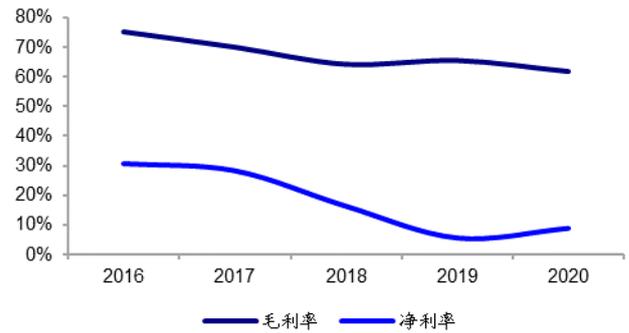
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 2016-2020 年公司三大费用率变化情况 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 2016-2020 年公司毛利率与净利率变化情况 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1044</b>	<b>1289</b>	<b>1607</b>	<b>2009</b>
每股收益	0.13	0.30	0.39	0.47	营业成本	400	487	599	739
每股净资产	3.51	3.82	4.21	4.68	毛利率%	61.7%	62.2%	62.7%	63.2%
每股经营现金流	-0.04	0.49	0.50	0.60	营业税金及附加	5	8	9	12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	136	161	201	253
P/E	98.15	42.63	33.03	27.32	营业费用率%	13.0%	12.5%	12.5%	12.6%
P/B	3.66	3.37	3.06	2.75	管理费用	198	216	280	351
P/S	8.54	6.92	5.55	4.44	管理费用率%	18.9%	16.8%	17.4%	17.5%
EV/EBITDA	73.61	35.00	25.84	20.43	EBIT	114	209	276	334
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-31	-31	-41	-53
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-3.0%	-2.4%	-2.6%	-2.6%
毛利率	61.7%	62.2%	62.7%	63.2%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	8.7%	16.2%	16.8%	16.3%	投资收益	-10	11	9	3
净资产收益率	3.7%	7.9%	9.3%	10.1%	<b>营业利润</b>	<b>170</b>	<b>278</b>	<b>364</b>	<b>439</b>
资产回报率	3.1%	6.3%	7.3%	7.8%	营业外收支	-11	0	0	0
投资回报率	3.2%	5.9%	6.9%	7.5%	<b>利润总额</b>	<b>160</b>	<b>278</b>	<b>364</b>	<b>439</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	150	220	285	340
营业收入增长率	-33.6%	23.5%	24.6%	25.0%	所得税	44	65	90	108
EBIT 增长率	-66.9%	84.2%	32.0%	21.1%	有效所得税率%	27.7%	23.2%	24.7%	24.7%
净利润增长率	6.6%	130.3%	29.0%	20.9%	少数股东损益	25	4	4	4
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>91</b>	<b>209</b>	<b>270</b>	<b>327</b>
资产负债率	13.8%	17.0%	18.5%	19.8%					
流动比率	3.12	2.90	2.97	3.04	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	3.06	2.84	2.91	2.97	货币资金	872	1206	1559	1977
现金比率	2.19	2.17	2.30	2.41	应收账款及应收票据	89	121	150	185
<b>经营效率指标</b>					存货	13	20	25	30
应收账款周转天数	30.94	34.28	34.10	33.63	其它流动资产	267	262	281	301
存货周转天数	12.01	15.31	15.38	14.79	流动资产合计	1241	1610	2015	2493
总资产周转率	0.36	0.39	0.43	0.48	长期股权投资	40	40	40	40
固定资产周转率	21.92	26.04	36.22	51.04	固定资产	48	49	44	39
					在建工程	0	0	1	1
					无形资产	24	25	21	22
					非流动资产合计	1696	1698	1690	1685
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2936</b>	<b>3308</b>	<b>3705</b>	<b>4178</b>
净利润	91	209	270	327	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	25	4	4	4	应付票据及应付账款	42	77	91	108
非现金支出	38	11	9	5	预收账款	0	54	59	65
非经营收益	12	-11	-9	-3	其它流动负债	356	425	529	649
营运资金变动	-195	123	71	83	流动负债合计	397	555	679	821
<b>经营活动现金流</b>	<b>-29</b>	<b>337</b>	<b>344</b>	<b>416</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-59	-14	0	-1	其它长期负债	8	8	8	8
投资	-2	0	0	0	非流动负债合计	8	8	8	8
其他	-341	11	9	3	<b>负债总计</b>	<b>405</b>	<b>563</b>	<b>686</b>	<b>829</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-402</b>	<b>-3</b>	<b>9</b>	<b>2</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	2440	2649	2920	3246
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	91	95	99	103
其他	-310	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2936</b>	<b>3308</b>	<b>3705</b>	<b>4178</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-309</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-741</b>	<b>334</b>	<b>353</b>	<b>418</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 23 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2020), 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  
 郝艳辉 互联网及传媒  
 孙小雯 互联网及传媒  
 陈星光 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：芒果超媒,顺网科技,光线传媒,引力传媒,掌阅科技,平治信息,完美世界,华策影视,世纪华通,中南传媒,值得买,电魂网络,皖新传媒,星辉娱乐,豆神教育,天下秀,分众传媒,游族网络,浙数文化,腾讯控股,中信出版,乐享互动,中文传媒,掌趣科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维,中国电影,吉比特,微盟集团

### 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; <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。	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。
	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。