

有蝉原创研究

顺网科技

业务发展

投资并购

财务状况

不同时期的战略目标反应在业务和并购的落实上

时期	阶段性战略目标	业务实施层面	投资并购举措
2005年 - 2013年 需求切入·跑马圈地	快速占领网吧软件 市场份额	<p>几个执行层面的策略都充分映射了阶段性战略目标。</p> <ul style="list-style-type: none"> ① 技术：重视技术专利，以便营造争夺市场的窗口期。 ② 定价：不赚软件快钱，而是率先推出“基础免费+付费VIP”的模式。放长线钓大鱼——由流量孵化的广告与增值服务，收益倍增。 ③ 销售：愿意让利，采用分销代理模式，只为快速占领市场。 	<ul style="list-style-type: none"> ① 以收购同行业竞争对手为主，也反应了此阶段的战略目标。
2013年 - 2015 巩固根基·谋求转型	打造以游戏为主的 互联网娱乐平台	<ul style="list-style-type: none"> ① 产品：开发面向C端的各类产品 ② 方向：扶植发展以页游为主的游戏运营平台 	<ul style="list-style-type: none"> ① 收购游戏平台
2015年 - 至今 深化发展·生态共赢	互联网娱乐生态	<ul style="list-style-type: none"> ① 服务：与网吧一同举办电竞赛事，从而帮助网吧提升盈利，维持与网吧的共生关系。 ② 方向：从游戏运营平台向上游延伸至游戏研发。 ③ 探索：新一代计算平台VR。 	<ul style="list-style-type: none"> ① 自带流量属性的IP ② 与C端用户更贴近的各类渠道

储备版权资源



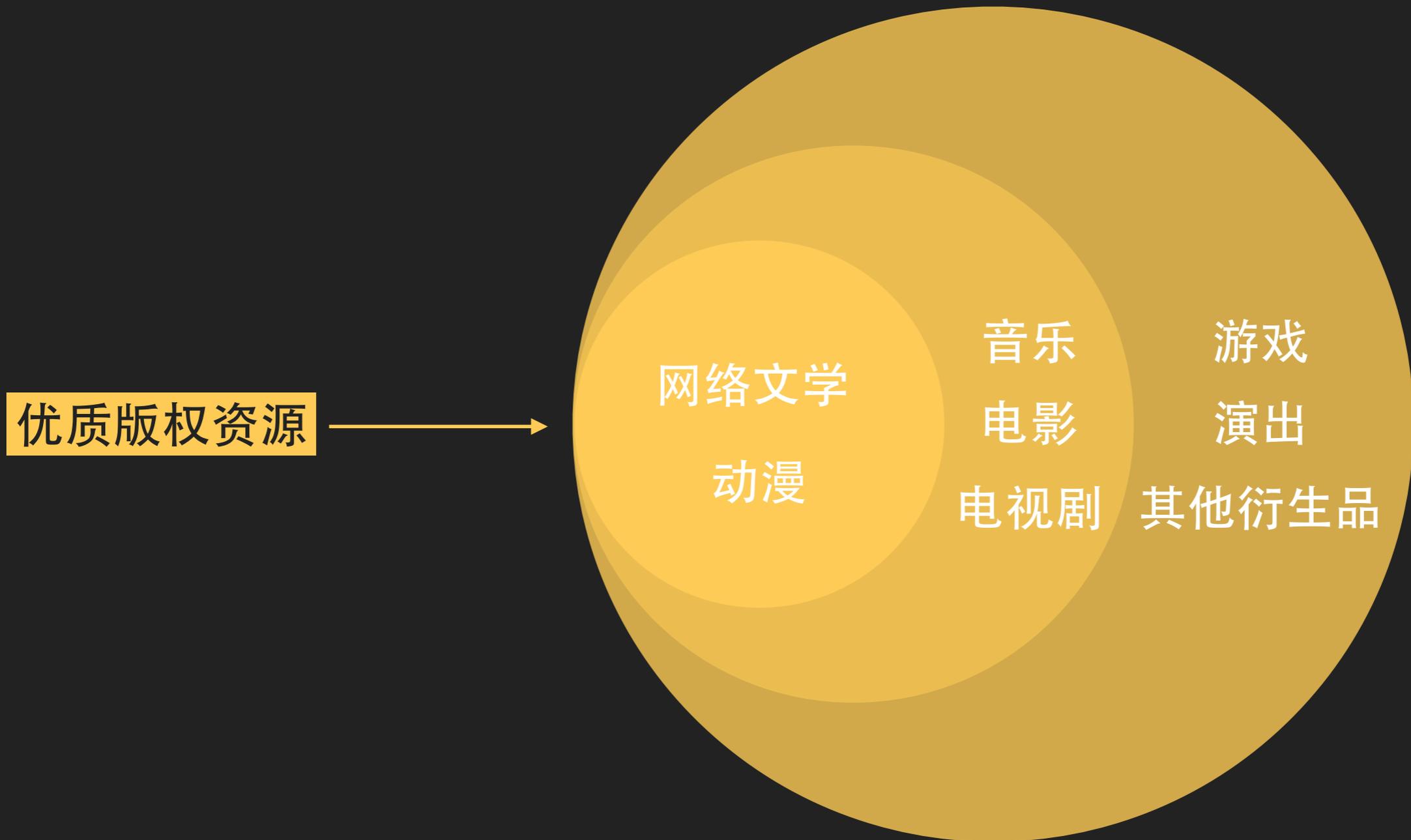
游戏自研独代

电竞运营

VR 娱乐
运营

数字化
营销

- ▶ 传统页游运营业务随着行业增速放缓面临瓶颈
- ▶ 丰富业务结构，提升盈利能力



以优质版权资源为价值链的核心，延伸出多种形态的文化产品

1. 业务扩张进程
2. 业务推出围绕同一垂直人群
3. 成熟业务线
 - ① 网吧管理软件
 - ② 网吧广告与增值服务
 - ③ 游戏运营
4. 新型业务线
 - ④ VR 运营：调研情况
 - ⑤ 电竞

业务扩张进程

① 2012年起，通过横纵向并购，扩大网吧软件行业的市场占有率。

② 立足于2B基础产品线，逐步拓展基于互联网的2C业务。

	网吧管理软件	网络媒体广告	互动娱乐	个人终端工具软件	无线业务	网络信息安全
2006年	网维大师					
2007年						
2008年		星传媒				
2009年			蝌蚪通行证 蝌蚪币			
2010年			蝌蚪游戏(13年更名“顺网游戏”)			
2011年						
2012年	万象网管 *			云海 F1浏览器		
2013年	信佑 * 迅闪 * Pubwin * 派博 *	Pubwin *	顺网娱乐在线		连我	
2014年			浮云科技 * 炫彩互动 * 慈文传媒 *			
2015年						国瑞信安 *
2016年			网鱼网咖 * HTC VIVE合作 火马电竞 汉威*			

* 代表投资并购

软件



平台



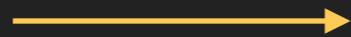
生态

【网游+电竞+VR】高度重合的人群画像

网游

电竞

VR



网络少年，90后

收入水平不高，空闲时间较多

游戏娱乐重度玩家

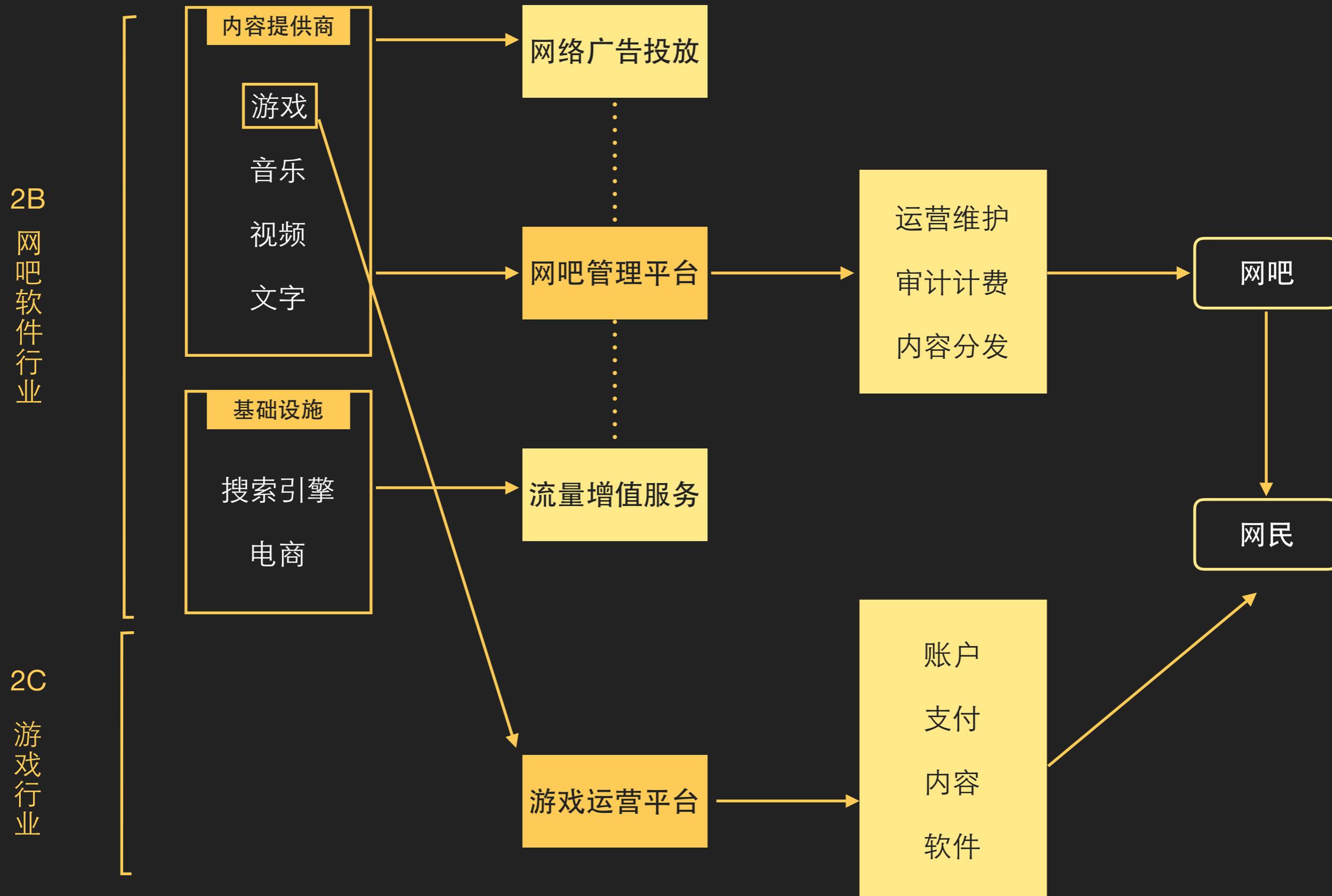
热衷于抱团参与

面向同一人群推出多种产品，交叉销售，提高ARPU

网吧软件 + 广告服务 + 网游运营

成熟业务线

成熟业务线



【业务】网吧软件与服务



客户端

- ① 注册蝌蚪通行证，实现资料个性化管理。之前收藏的游戏、输入法完全保留。

服务端

- ① 旗下的“穿透还原”及“三层更新”技术拥有自主知识产权。
- ② 同时提供系统安全防护和娱乐内容自动更新功能。

【网维大师】客户端产品截图



基础账户免费 + 高级账户收费

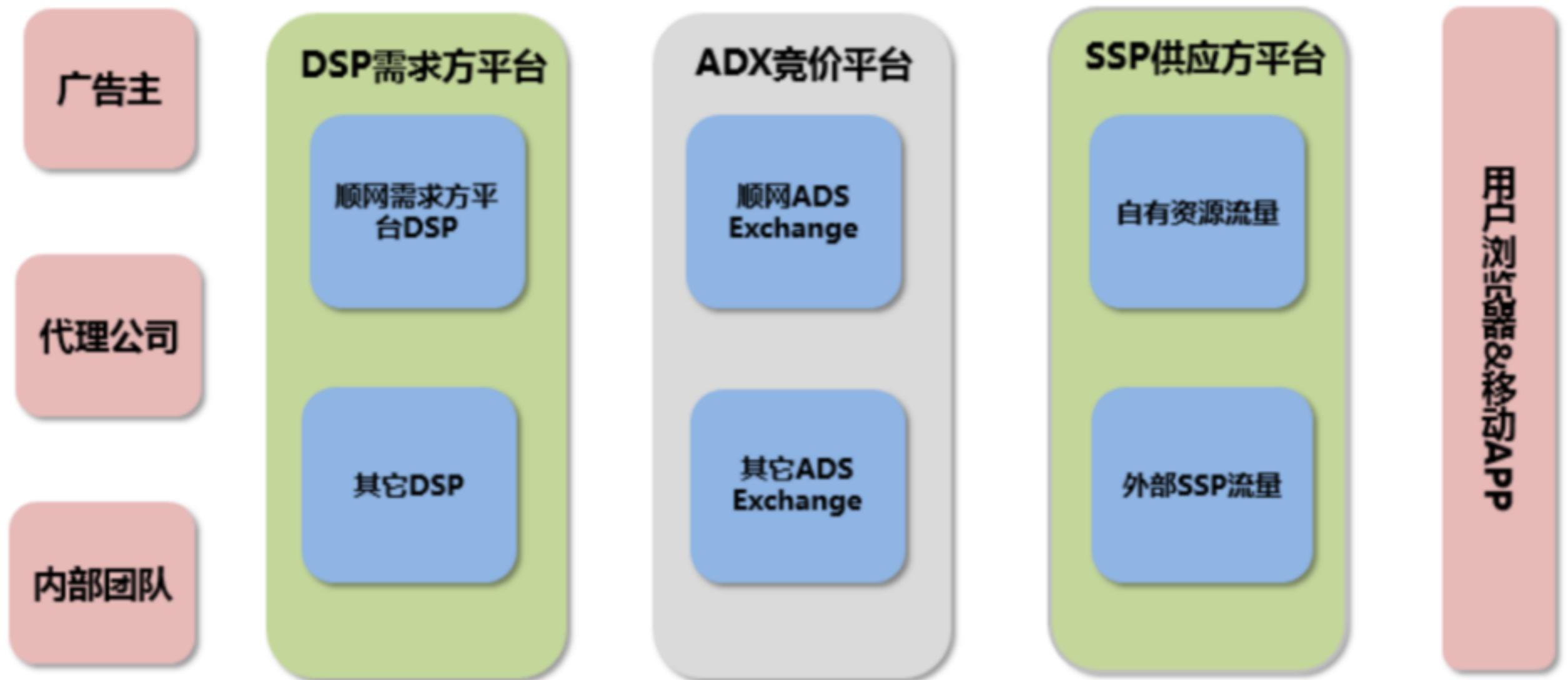
- ① 少量直销，大部分通过加盟商进行销售。
- ② 授予加盟商一年期使用权，授予之日便是收入确认之日，无信用期。
- ③ 将销售风险转移至加盟商，达到分散风险的效果。
- ④ 公司会按照销售效果给予加盟商一定的佣金返利。

依托庞大的下游客户资源，反向为上游内容厂商提供广告投放服务

- ① 以游戏厂商为代表的互联网娱乐内容厂商竞争日益激烈，市场推广需求强烈，市场推广费用节节攀升。
- ② 公司基于已有的平台优势推出该业务，广告投放服务是公司重要的收入来源（详见后面章节“收入构成”）。
- ③ 提供多种形式的媒体资源，并通过后台数据分析为广告主提供更精准的营销服务。

今年，广告运营模式转变：按点击次数付费 → 实时竞价模式

市场格局由原来的百家争鸣演变成少数大厂垄断，竞争趋于缓和，不利于广告业务的发展。
以往追求次数的野蛮增长必须转为提高单位运营效率的深耕细作



【星传媒】多种广告形式

媒体资源介绍

客户端推送

推送服务

广告展示位

软件加载页广告

▶ 升窗广告

退弹广告

火爆推荐

网吧公告皮肤

图标引导位

图标排位

加标反色

默认收藏栏

桌面图标

游戏资讯位

首页伸缩广告

首页顶部横幅

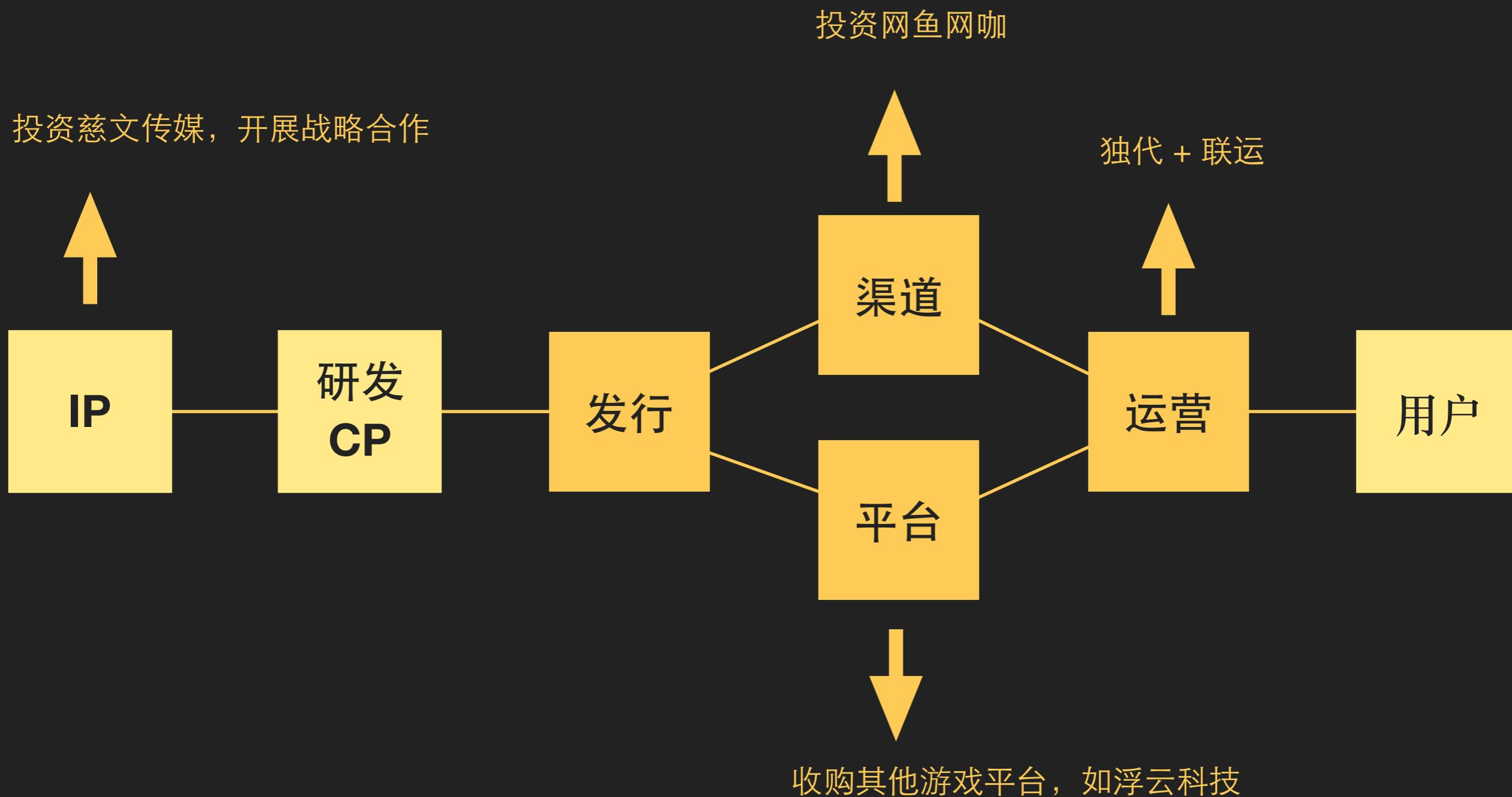
轮播广告



● 升窗广告

屏幕右下方弹窗广告，每小时固定一次，最多三次，每日全轮播PV400万以上，转化率较高，点击可直接启动客户端。

游戏产业链布局



【业务】 游戏运营平台增长迅猛

2015年，顺网游戏位于全国页游TOP5，休闲游戏TOP10

- ① 以网页游戏联运为主的网络游戏业务是公司重要的收入来源
- ② 2015年，公司网络游戏业务收入占公司营业收入总额的 50%左右
- ③ 独代和自研比例上升

描述	2013	2014	2015
独代+自研 (个)	2	20	40
联运游戏 (个)	109	180	100
总开服数 (组)	480	10,782	14,348
注册用户数 (万人)	1,800	5,800	10,800
付费用户数 (万人)	29	80	200
游戏运营收入 (元)	59,782,464.36	162,997,446.13	507,501,386.92

游戏产业细分市场变迁隐忧

手游迅速崛起 端游页游增长停滞

思考：重点业务在页游联运的顺网将如何应对？



描述	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
端游收入 (万元)	167.10	233.20	271.60	366.90	451.20	536.60	608.90	611.60
页游收入 (万元)	4.50	14.00	41.80	55.40	81.10	127.70	202.70	219.60
手游收入 (万元)	1.50	6.40	9.10	17.00	32.40	112.40	274.90	514.60

手游领域子公司：顺网宇酷

手游模拟器
PC试玩·秒装手机



网吧

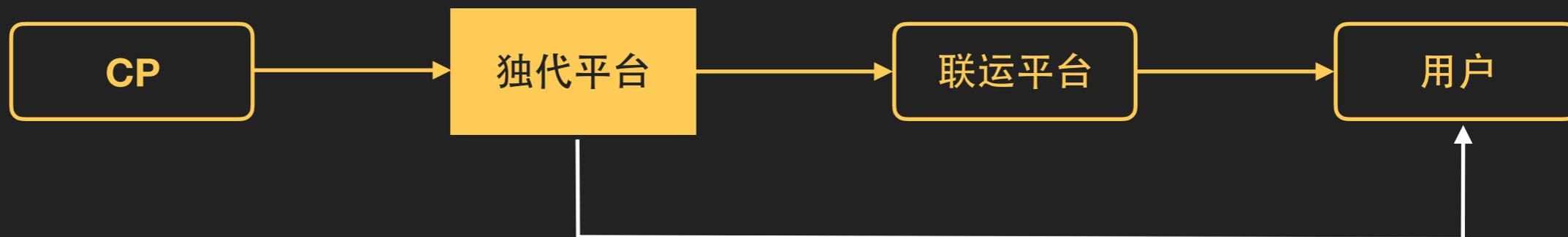



重度游戏用户



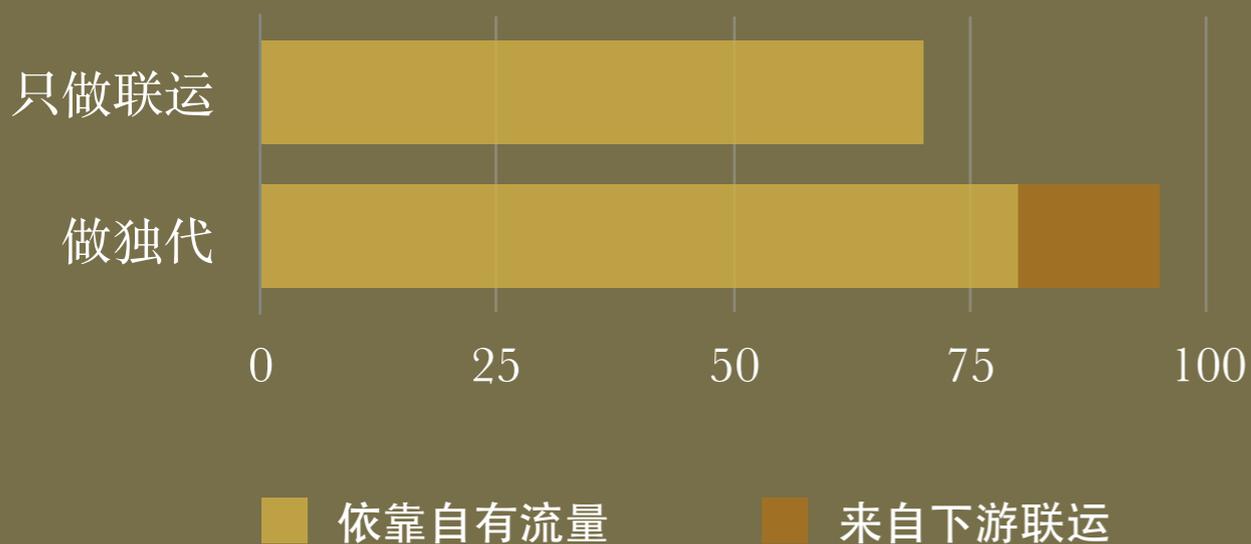
网吧渠道优势 + 手游分发平台 + 手游运营

加大自研与独代：做精品爆品，流量导向自家产品



分成(有联运)	15%	15%	70%
分成(无联运)	20%	80%	无

分成比例



- ① 只做游戏联运，只能获得渠道运营收入的70%
- ② 独代模式拥有更强的议价能力和分发能力
- ③ 独代收益更多的同时，需要承受更大的资金压力和风险

VR + 电竞

新型业务线

【VR运营】未来收入增长点

行业现状：

- ① 发展早期阶段
- ② 硬件性能、体验仍不稳定，价格偏高
- ③ 内容较单一，难以吸引重复消费
- ④ 短期内教育用户的工作由内容分发平台和渠道来进行

公司卡位及未来预判：

- ① 设备厂商绕不开的线下渠道
- ② 收入：体验金 + 设备售卖分成
- ③ 从网游行业获得的启示：随着硬件和软件技术的逐步成熟，上游供应商竞争程度愈加激烈，基于VR的开放平台的流量商业价值越来越明显



调研插播：9月9日网吧VR推进情况

根据公开资料显示，上海网鱼网咖宜山路店为首批顺网VR体验点之一。于是，笔者于9月9日晚前往店内欲试图体验，不料却吃了闭门羹。

- ① VR 体验项目目前已经撤掉。与店员短暂交流，说曾经推行过，以后暂时也不会再推出。
- ② 原因猜测：推出后效果不好，复购率低。

门店实访和电话调研	是否运营VR	备注
上海宜山路店	否	
北京五道口店	是	100块钱90分钟。问了店员“平常玩的人多么，是否要排队”，答不用，言外之意来玩的人不多。
深圳海岸城店	否	店员说VR项目转到星河店了
深圳星河店	否	打电话去问，店员说没有VR相关的项目，只有普通的上网



【火马电竞】电竞运营



① 数据：截止2016.8，日活达到200万

② 收入形式：赛事报名费 + VIP 用户包月服务费 + 厂商冠名费 + 产品广告费

③ 竞争对手：企鹅电竞等

【火马电竞】主打网吧端游电竞赛事运营



网吧版 + 个人PC版

参加赛事 + 组建战队 + 观看直播

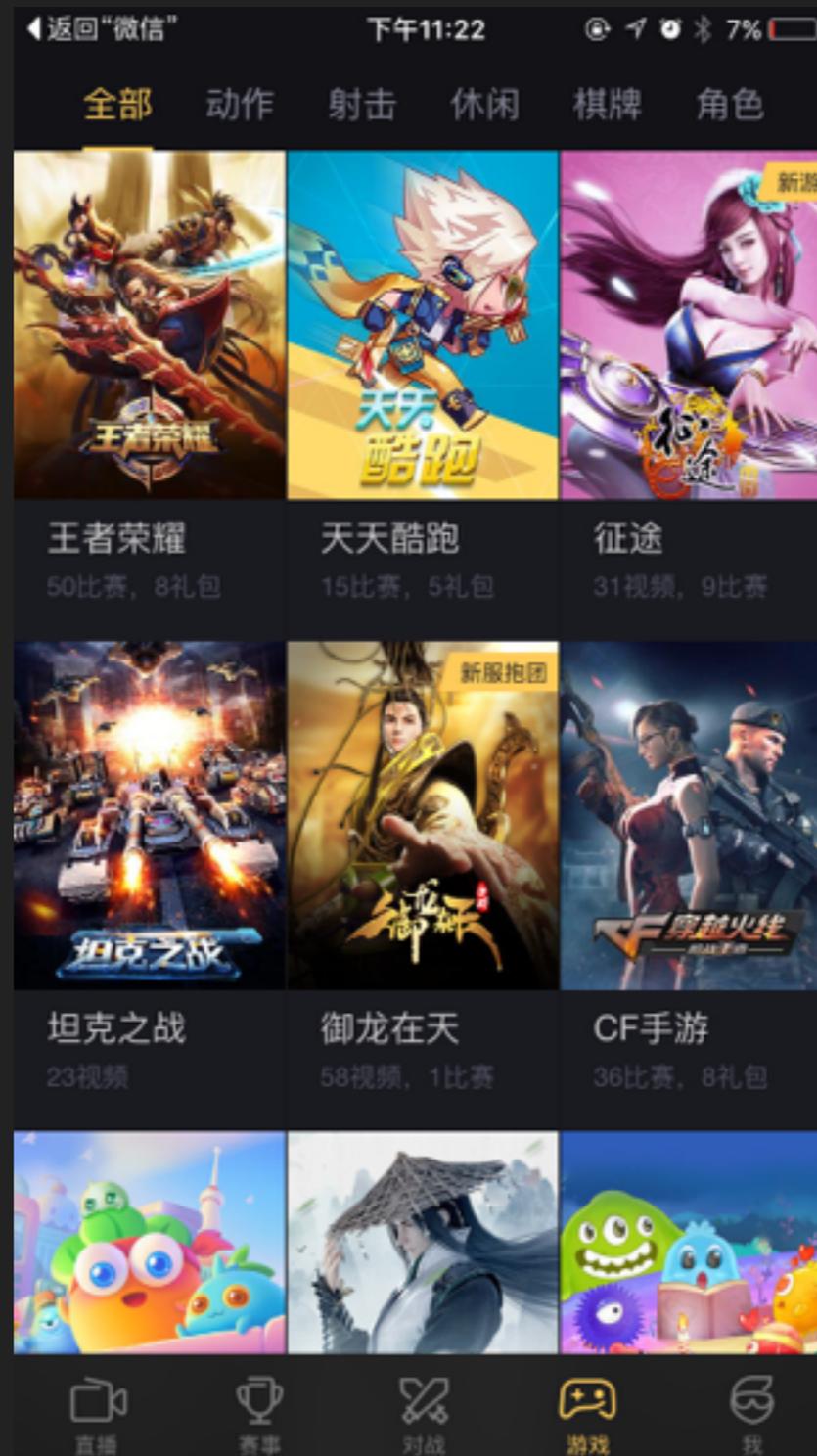
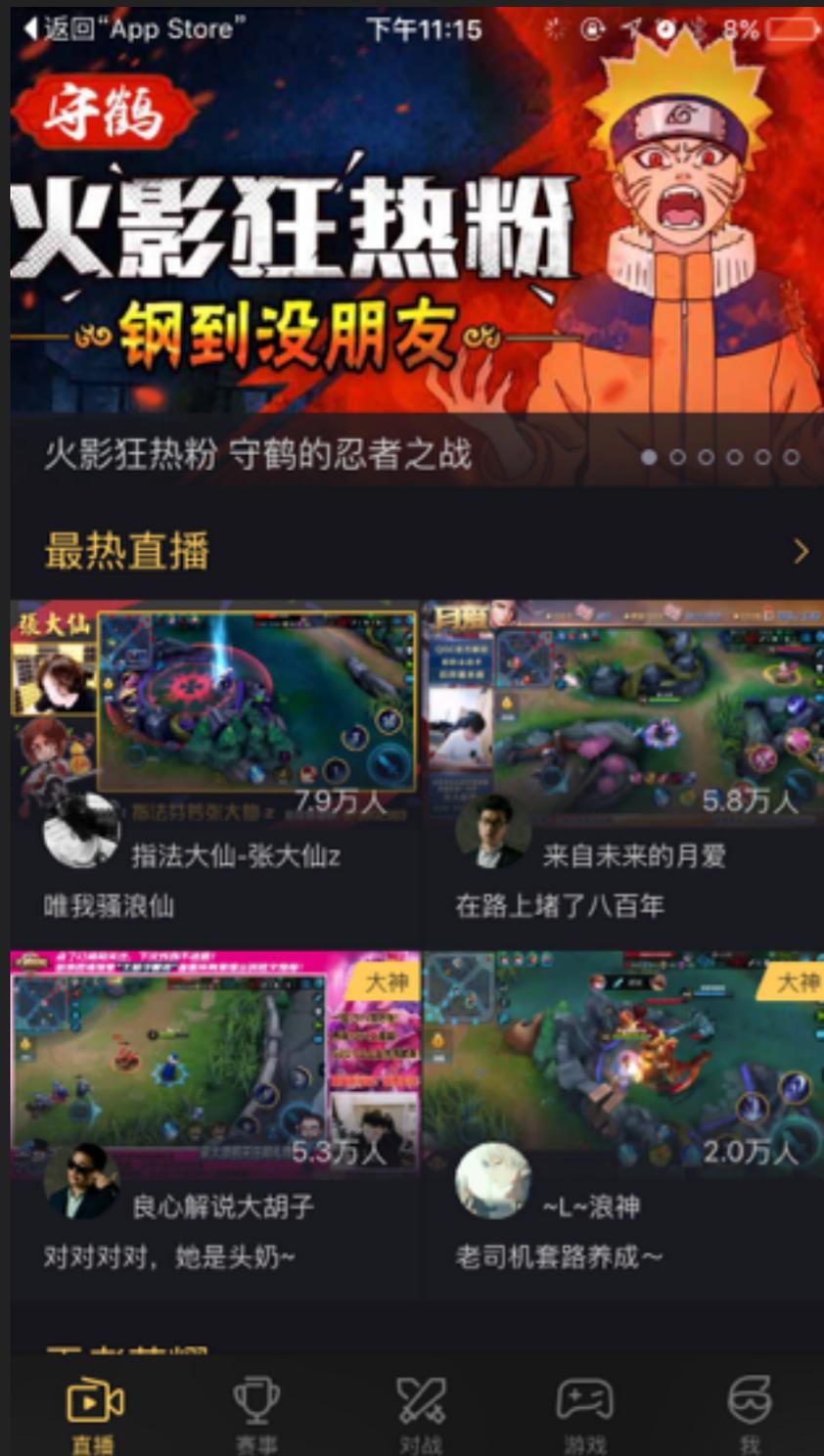
App以浏览赛事信息为主

目前来看主要是为电脑端赛事系统导流



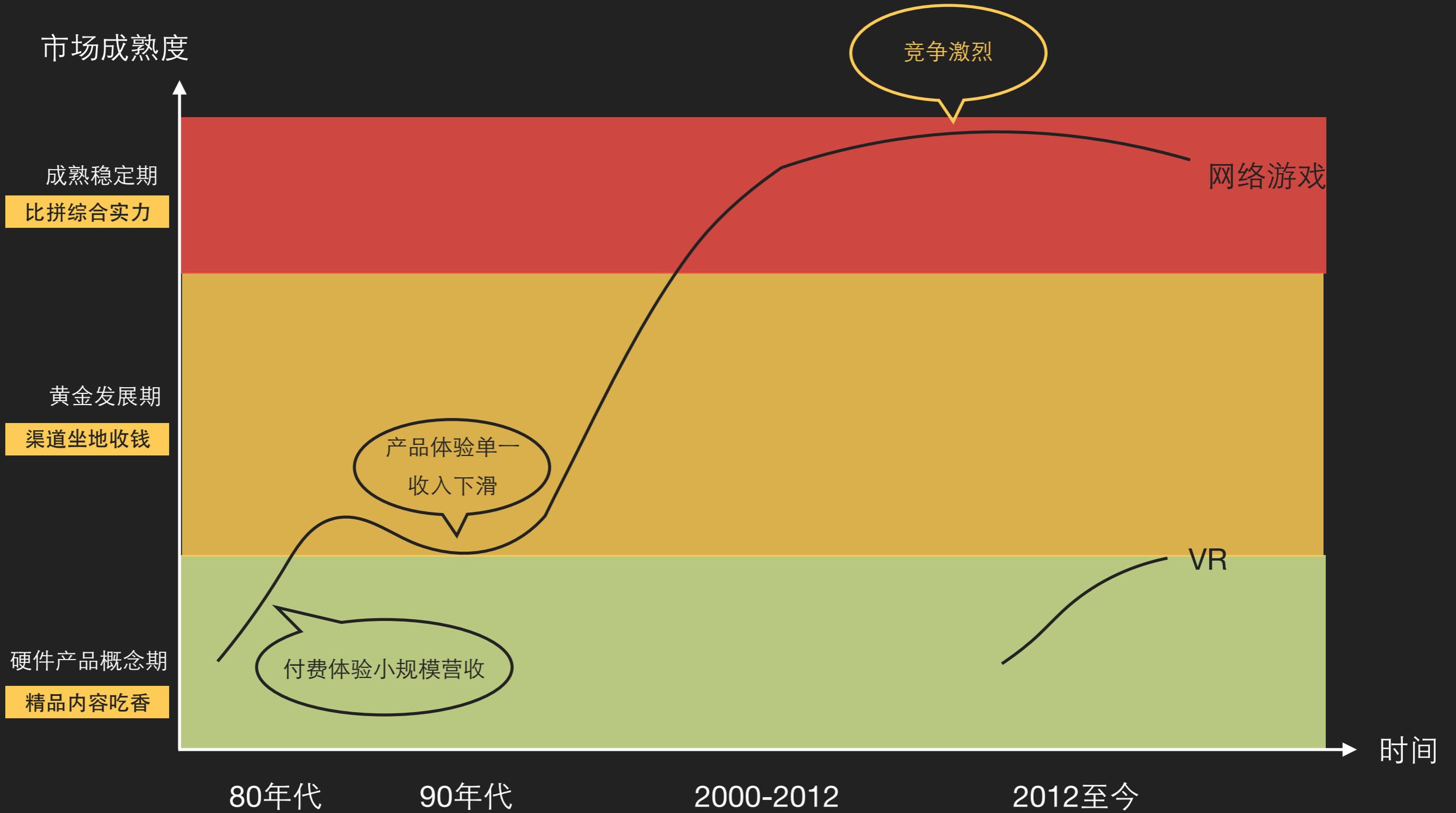
【相关竞品】企鹅电竞：主打移动电竞

手游资源 + 公开赛事 + 好友内部PK + 观看直播



参与门槛低
内容更丰富

【行业】网络游戏、VR行业生命周期



电竞行业17年发展历程

韩国开启了“电视台+电子竞技+KeSPA”模式，韩国电竞发展辉煌

电竞被国家体育总局设为第99个体育项目，中国电视台纷纷引进韩国模式

优酷上市，大力推广游戏频道，且电商越来越成熟，电竞模式成熟“优酷+淘宝+电子竞技”

12家最大的职业电竞俱乐部抱团成立了电竞联盟

Twitch以9.7亿美金被亚马逊收购，资本疯狂涌入电竞行业

萌芽

发展受阻

成长爆发

1999

2003

2004

2008

2010

2011

2014

得益于点对点视频传输技术的发展，2004年之后开始走向“互联网+电子竞技”，但金融危机的爆发让没有变现渠道模式的电竞陷入低谷

广电总局发布禁令，停掉网络游戏类电视节目

1. 投资并购一览

2. 重点案例分析

- ① 新浩艺等三家：扩大市场占有率
- ② 浮云科技：拓展游戏细分品类
- ③ 汉威信恒：完善游戏线下渠道

投资并购一览

目的：（1）扩大网吧渠道软件市场份额，消灭竞争对手（2）拓展细分市场，补充产品结构（3）延伸产业链条，丰富IP版权资源和线下渠道，提高整体营运效率

领域	时间	公司	业务类型	方式	金额
网吧渠道	2012.05	吉胜科技	网吧软件系统	收购100%	8000万元
	2013.10	新浩艺	网吧软件系统	收购100%	13800万元
	2013.10	凌克翡尔广告	网吧广告	收购100%	6800万元
网络游戏	2014.06	炫彩互动	手机游戏	增资22%	22000万元
	2014.08	浮云科技	网络休闲游戏平台	收购80%	9300万元
	2014.08	慈文传媒	影视制作	增资4.5%	10800万元
	2016.06	汉威信恒	游戏展览	收购51%	57500万元
	2016.07	网鱼网咖	连锁网咖	买老股4%	4000万元
网络安全	2013.10	派博软件	网络信息安全	收购100%	2600万元
	2016.01	国瑞信安	网络信息安全	收购100%	37100万元

【收购新浩艺等】收购行业老二，巩固龙头地位

公司简介	针对网吧渠道的互联网娱乐平台以及网吧管理和计费系统的设计、开发和销售
并购时间	2013年10月，从2011年提出预案到最终实施完成历时2年之久
收购价款	两年时间，由原来4.8亿的估值到最后折价近半的2.3亿元，收购新浩艺等三家公司100%股权
整合表现	<p>① 收购完成后，公司在网吧渠道软件行业市占率达70%，牢牢把握流量入口，稳坐龙头地位。</p> <p>② 由此建立起了强大的市场竞争护城河，并为扩展其他新业务打下的坚实基础，其战略意义大于财务意义。</p>

【收购浮云科技】 扩充细分休闲游戏市场，业绩亮眼

公司简介	网络休闲游戏平台的研发和运营。旗下91Y是一个集街机电玩和竞技棋牌结合的游戏平台。														
并购时间	2014年8月														
收购价款	斥资9300万元收购浮云科技80%股权，并购溢价率超过8倍。														
整合表现	<table border="1"> <thead> <tr> <th data-bbox="551 778 1114 866">对赌目标与结果</th> <th data-bbox="1114 778 1566 866">2014</th> <th data-bbox="1566 778 2019 866">2015</th> <th data-bbox="2019 778 2464 866">2016中报</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td data-bbox="551 866 1114 962">税后净利润对赌目标</td> <td data-bbox="1114 866 1566 962">≥1600万元</td> <td data-bbox="1566 866 2019 962">≥2400万元</td> <td data-bbox="2019 866 2464 962">-</td> </tr> <tr> <td data-bbox="551 962 1114 1052">实际净利润</td> <td data-bbox="1114 962 1566 1052">1767万元</td> <td data-bbox="1566 962 2019 1052">1.34亿元</td> <td data-bbox="2019 962 2464 1052">1.41亿元</td> </tr> </tbody> </table>			对赌目标与结果	2014	2015	2016中报	税后净利润对赌目标	≥1600万元	≥2400万元	-	实际净利润	1767万元	1.34亿元	1.41亿元
	对赌目标与结果	2014	2015	2016中报											
	税后净利润对赌目标	≥1600万元	≥2400万元	-											
	实际净利润	1767万元	1.34亿元	1.41亿元											
<p>净利润 (2016年中报)</p>		<p>营收 (2016年中报)</p>													

说明：浮云科技已满两年免税期，2016年起开始以12.50%计缴所得税

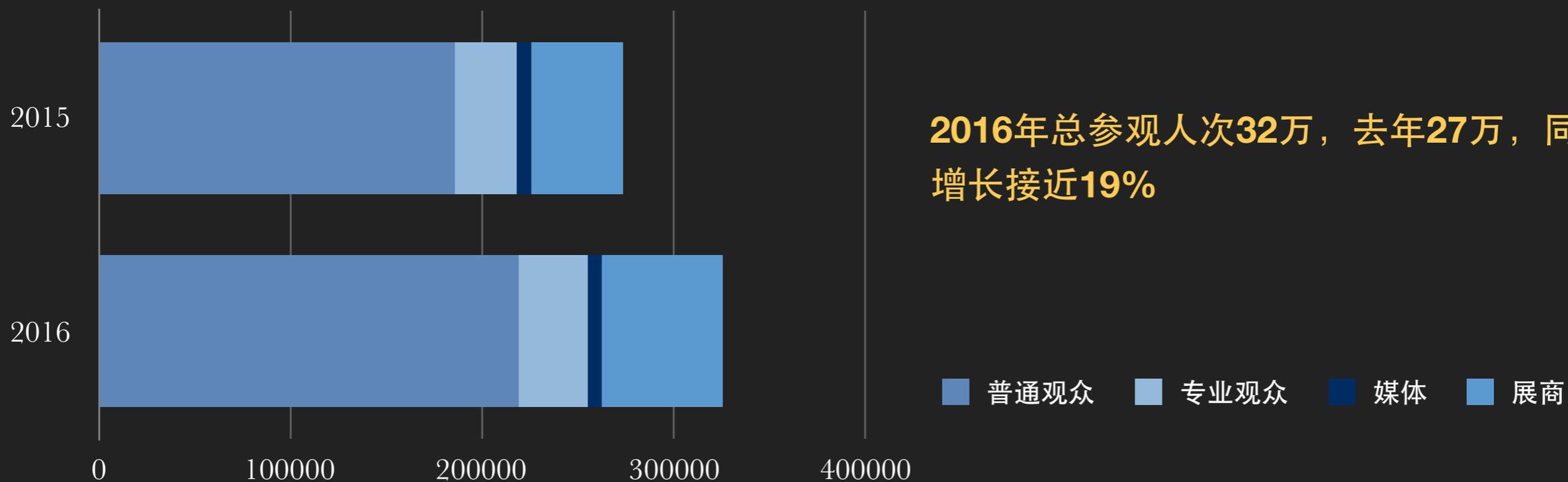
收购汉威信恒：从线下渠道加强对C端用户的掌控力

<p>公司简介</p>	<p>国内知名的会展承办企业，多年成功举办享誉国内外的大型行业会展，包括世界移动游戏大会及展览会(简称 WMGC)、中国国际数码互动娱乐展览会(简称 ChinaJoy)、中国国际动漫及衍生品授权展览会(简称 CAWAE)、中国游戏商务大会(简称 CGBC)、中国游戏开发者大会(简称 CGDC)以及 Cosplay 大赛等一系列线下活动。</p>																											
<p>并购时间</p>	<p>2016年6月</p>																											
<p>收购价款</p>	<p>斥资5.7亿元收购汉威信恒51%股权，获得控股权，并购溢价率达40多倍。</p>																											
<p>整合表现</p>	<table border="1" data-bbox="557 915 2472 1436"> <thead> <tr> <th>对赌目标与结果</th> <th>2016</th> <th>2017</th> <th>2018</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>税后净利润对赌目标</td> <td>>=6700万元</td> <td>>=8000万元</td> <td>>=9300万元</td> </tr> <tr> <td>实际结果</td> <td></td> <td>?</td> <td></td> </tr> <tr> <td>在 2019 年 6 月 15 日前获得 2019 年度举办中国国际数码 互动娱乐展览会的批文</td> <td></td> <td>?</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <table border="1" data-bbox="557 1481 2022 1753"> <thead> <tr> <th>项目</th> <th>2016年1-4月</th> <th>2015</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>营业收入</td> <td>292万元</td> <td>4937万元</td> </tr> <tr> <td>净利润</td> <td>31万元</td> <td>2534万元</td> </tr> </tbody> </table> <p>ChinaJoy、CAWAE等展览均集中在7月份举行，公司收入具有明显的季节性特征。</p>			对赌目标与结果	2016	2017	2018	税后净利润对赌目标	>=6700万元	>=8000万元	>=9300万元	实际结果		?		在 2019 年 6 月 15 日前获得 2019 年度举办中国国际数码 互动娱乐展览会的批文		?		项目	2016年1-4月	2015	营业收入	292万元	4937万元	净利润	31万元	2534万元
对赌目标与结果	2016	2017	2018																									
税后净利润对赌目标	>=6700万元	>=8000万元	>=9300万元																									
实际结果		?																										
在 2019 年 6 月 15 日前获得 2019 年度举办中国国际数码 互动娱乐展览会的批文		?																										
项目	2016年1-4月	2015																										
营业收入	292万元	4937万元																										
净利润	31万元	2534万元																										

CHINAJOY 2016

日期	普通观众 (人)	普通观众票价 (元)	专业观众 (人)	专业观众票价 (元)
7.28	47,749	70	11,886	300
7.29	56,442	70	14,742	300
7.30	78,540	120	7,652	300
7.31	36,239	120	2,132	300
总计	218,970	21,066,850	36,412	10,923,600
门票总收入估算	31,990,450			

主要收入来源：展位费、门票费、赞助费、广告费



1. 盈利能力与质量

- ① 业务盈利能力：毛利率
- ② 资产盈利能力：扣非ROE
- ③ 利润质量

2. 成长能力

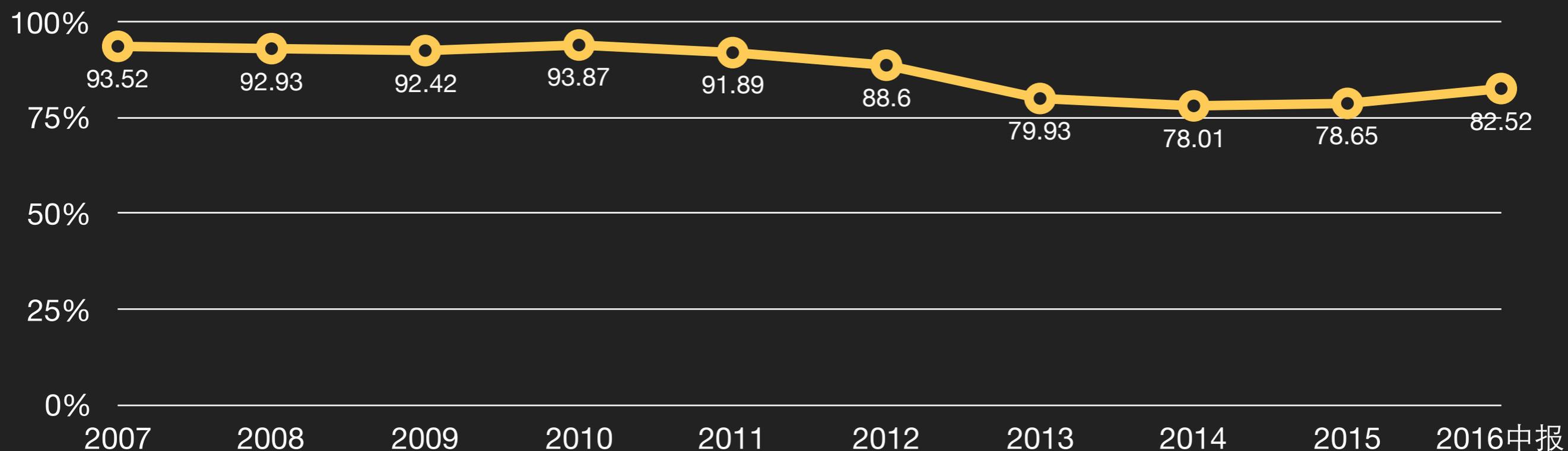
- ④ 营收与利润成长性
- ⑤ 各业务模块营收状况

3. 偿债能力

4. 管控能力

5. 运营能力

毛利率长期保持高位，业务盈利能力强



长期高企

在此期间，公司业务以软件销售和广告服务为主，产品研发成本基本为带宽与服务器租赁所致，故毛利率保持在极高的位置。

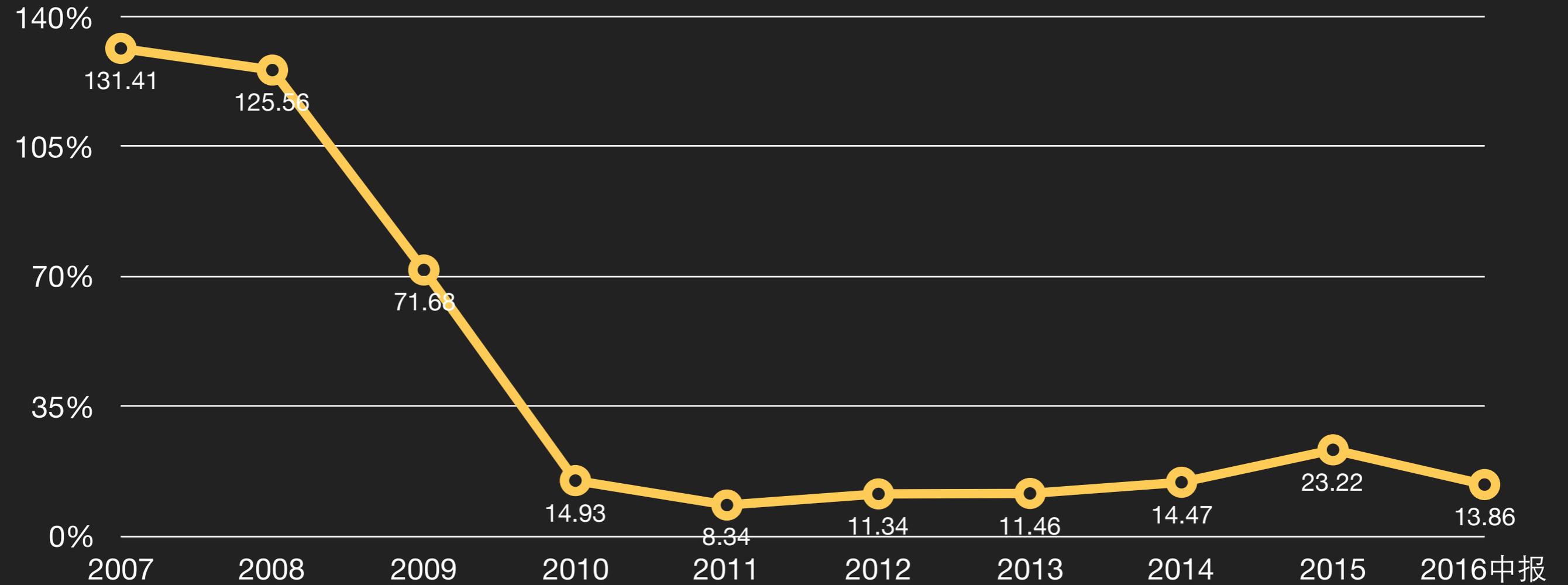
短暂下滑

开拓新业务游戏运营。初期投入高，但未到收入回收周期，导致毛利率下滑。

逐步回升

游戏运营业务趋于成熟，进入收入规模增长阶段，毛利率逐步回升。

扣非净资产收益率ROE近年来逐渐攀升，挣钱能力增强



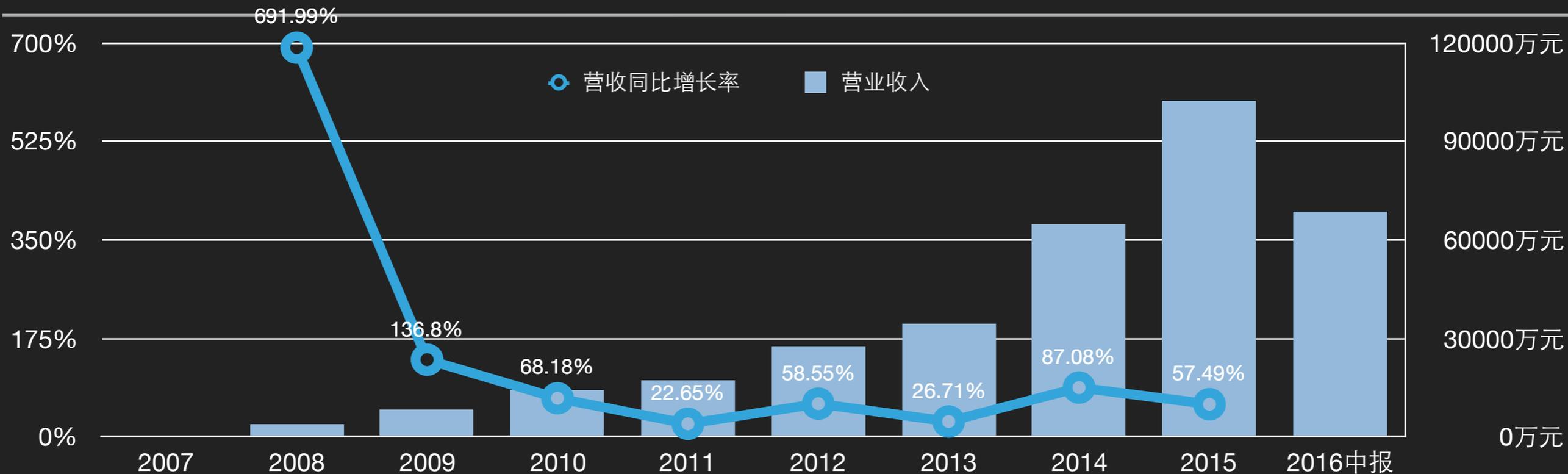
首次公开发行上市，净资产大幅增加，致使净资产收益率骤降

2016年4月，公司发出增发公告。预计待募集资金到位后，由于净资产骤增，公司净资产收益率会下降。

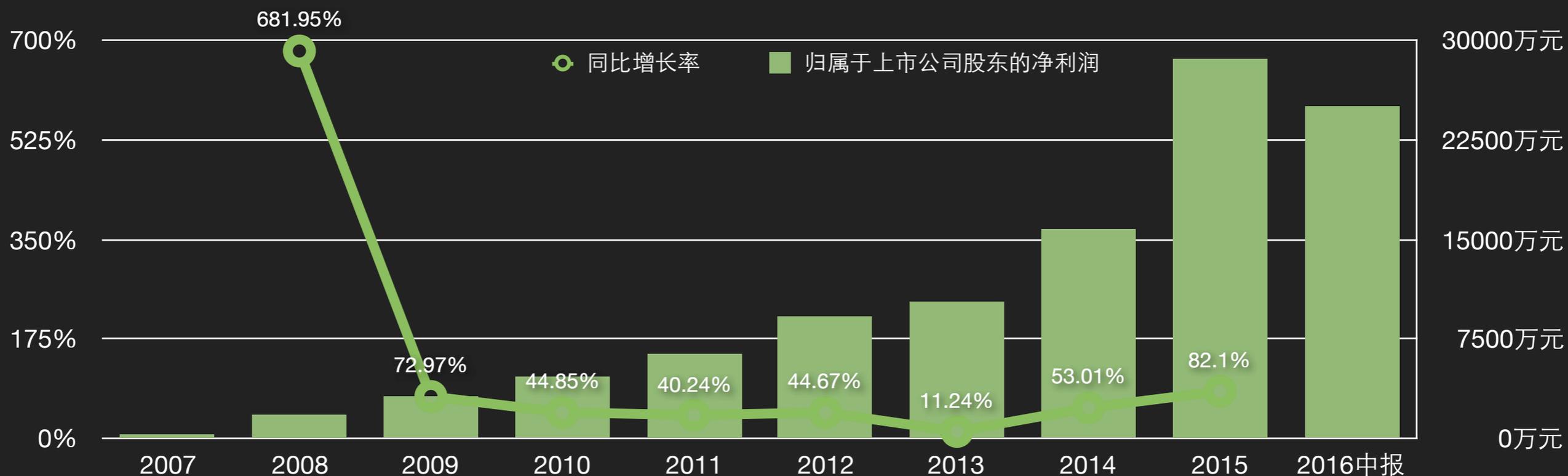
净利润现金含量高，非经常性损益在利润占比小，利润质量高



近两年，营收与净利润均保持较快的增长



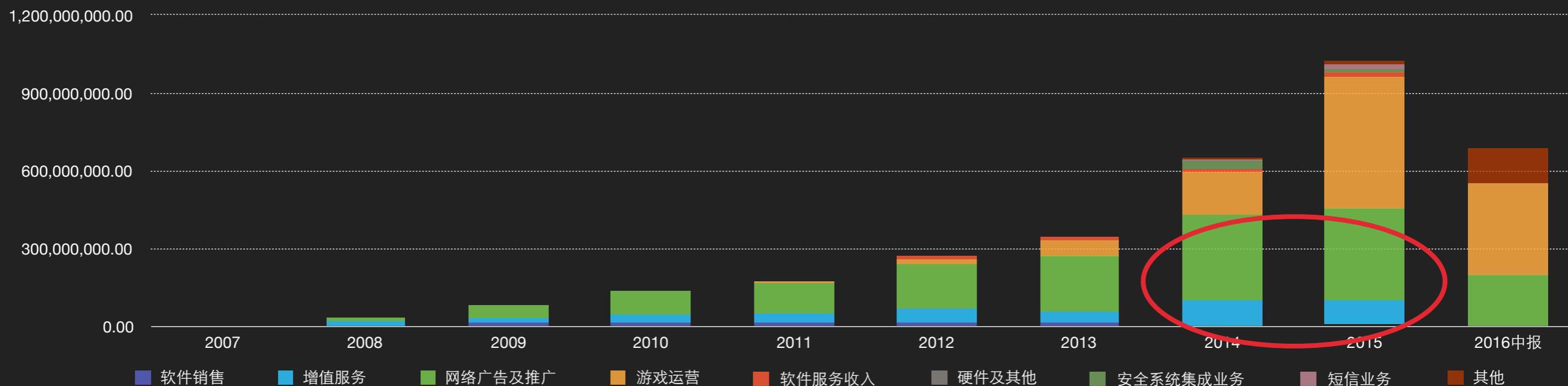
前几年净利润增速不及营收，期间成本费用增长较快。不过，从去年及近两个季度的数据来看，利润增速开始回升。



各业务模块营收状况

(1) 广告与游戏运营是营收来源的两大支柱

(2) 近年来游戏运营营收飞速成长，但广告收入遭遇瓶颈，收入有放缓增长的趋势，增值服务更是出现了下滑



各业务营收 (元)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016中报
软件销售	3,011,043.79	4,082,839.87	11,832,784.01	16,896,502.54	14,257,700.00	14,066,902.99	11,909,201.71	5,009,700.89	5,841,774.82	
增值服务	1,453,041.12	15,478,263.95	23,207,222.42	30,366,190.44	40,257,700.00	54,504,090.78	44,811,745.57	95,353,688.16	92,477,063.25	
网络广告及推广		15,794,292.52	48,678,733.44	92,186,273.20	114,474,000.00	172,413,917.38	215,227,186.46	328,723,787.40	356,637,342.47	196,405,682.38
游戏运营				1,191,981.92	3,701,400.00	20,924,613.49	59,782,464.36	162,997,446.13	507,501,386.92	356,368,011.92
软件服务收入						11,730,342.39	14,175,652.02	14,425,595.85	16,368,011.24	
硬件及其他						163,252.44	1,023,469.20			
安全系统集成业务								28,185,681.68	15,000,906.76	
短信业务								8,565,390.31	13,327,588.75	
其他			2,000.00					5,768,557.41	14,993,233.24	133,188,955.17
总计	4,464,084.91	35,355,396.34	83,720,739.87	140,640,948.10	172,690,800.00	273,803,119.47	346,929,719.32	649,029,847.83	1,022,147,307.45	685,962,649.47

说明:

1. 2012年因为并购了成都吉胜，故新增了软件服务收入及其他软件销售收入

2. 2016年中报内未明确网络广告及推广与游戏运营之外的业务收入情况，处理时把其余部分的营收统一纳入其他

未来收入跟踪指标

网络广告	<ul style="list-style-type: none">① 游戏研发商的竞争热度（可从数量来反应）② 网吧数量、网吧上网人数
游戏运营	<ul style="list-style-type: none">① 自研游戏的下载量、评论② 联运/独代游戏的开服进度
VR	<ul style="list-style-type: none">① VR覆盖网吧体验点数量② 顾客参与频率、复购率
火马电竞	<ul style="list-style-type: none">① ISS电竞比赛覆盖网吧数量② 网吧 + 个人版参赛人数③ 付费转化、订单流水

感谢阅读此份报告

公众号：有蝉说股



声明：如需引用，请完整注明来源“《有蝉原创研究——顺网科技》（有蝉）”