

顺网科技 (300113)

覆盖五千万网民的娱乐平台运营商

	魏兴耘	袁煜明
	0755-23976213	021-38674633
	weixy1@gtjas.com	yuanyuming008092@gtjas.com
	S0880200010167	S0880110040003

本报告导读:

公司网维大师产品是针对网吧渠道的互联网娱乐平台,已覆盖国内 48% 的网吧, 5000 多万网民, 以此为基础提供多种增值服务以实现盈利, 近两年业绩保持高速增长。

投资要点:

- 公司的软件产品“网维大师”是针对网吧渠道的互联网娱乐平台, 以覆盖的海量网吧用户为基础提供多种增值服务以实现盈利。
- 09 年底, 网维大师产品已成功应用于 8.3 万家网吧, 覆盖 500 多万台网吧终端、5000 多万网民, 市场占有率达 47.6%。收费用户数量 09 年为 4.3 万, 占覆盖总网吧数比重为 55%。
- 公司 06 年 12 月推出网维大师产品, 07 年实现盈利, 08、09 年主营收入增速分别达 692%、137%。10 年上半年营收已达 09 年的 72%。
- 公司最初营收主要来自网维大师的软件销售。08 年起网络广告及推广服务、互联网增值服务大幅增长, 10 年上半年占比分别达 55%、25%。
- 公司星传媒产品已吸引包括盛大、腾讯、金山、完美时空等国内知名网络游戏厂商进行广告宣传。代理商占据了广告投放额的 78%。广告资源利用率逐年提高, 上半年达 58%。
- 中国网民在网吧上网的比例达 33.6%, 是网民上网的第二大场所, 汇聚国内近 1.5 亿的常规网民。网民在网吧内玩网络游戏的比例达 61%。
- 公司本次共募集资金 2.06 亿元, 拟投入网维大师升级优化、PC 保鲜盒、用户中心系统三个项目。其中 PC 保鲜盒面向个人用户, 为其提供安全管理和娱乐内容更新, 公司预期最终用户数将达到亿人以上。
- 公司主要风险包括 PC 保鲜盒项目开拓、互联网环境整顿与市场竞争。
- 我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 1.33 亿、2.17 亿、3.35 亿; 归属于母公司所有者的净利润分别为 0.48 亿元、0.74 亿、1.02 亿元; 对应 EPS 分别为 0.80 元、1.23 元、1.70 元。
- 目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 56 倍, 我们建议的合理的询价区间为 24.74-28.74 元, 对应 2010 年的 PE 为 31-36 倍, 我们推测市场可能将目标价上抬至 38.31-43.10 元。上市目标价 35.68-41.84 元, 对应 2011 年 PE 为 29-34 倍。

建议询价区间

24.74-28.74

上市首日定价区间

35.68-41.84

2010.08.11

发行上市资料

总股本 (万股)	4,500
发行量 (万股)	1,500
发行日期	2010.08.13
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	瑞信方正
预计上市日期	2010.8

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.66
净资产收益率 (%)	28.2%
资产负债率 (%)	20.0%

主要股东和持股比例

华勇	60.27
寿建明	19.03
深圳盛凯投资有限公司	9.79
程琛	4.41
许冬	4.41
杭州顺德科技信息咨询有限公司	2.09

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	35	84	133	217	335
(+/-)%	692%	137%	58%	64%	54%
经营利润 (EBIT)	19	34	49	77	108
(+/-)%	725%	74%	45%	56%	41%
净利润	18	31	48	74	102
(+/-)%	682%	73%	53%	54%	38%
每股净收益 (元)	0.30	0.52	0.80	1.23	1.70
每股股利 (元)					

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

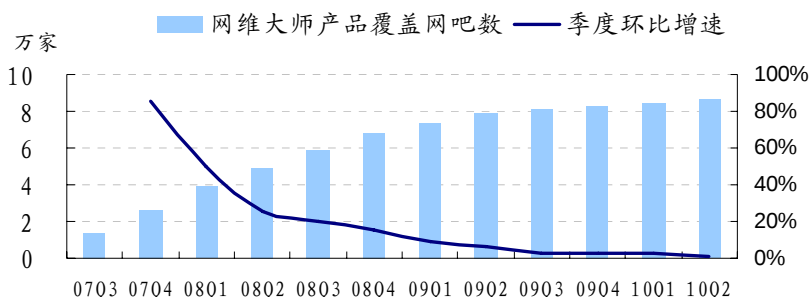
1. 打造覆盖五千万网民的娱乐平台

1.1. 互联网核心平台厂商 占领国内半数网吧

公司的软件产品“网维大师”是针对网吧渠道的互联网娱乐平台，为网吧提供系统维护和娱乐内容更新管理的解决方案，为网吧用户提供统一娱乐平台界面，并以覆盖的海量网吧用户为基础提供多种形式的增值服务以实现盈利。

公司 06 年底推出网维大师产品后，半年内覆盖网吧数即超过一万家，07 年底实现 2.6 万家网吧的覆盖，成为业内市场份额最高的企业。截止 10 年 2 季度末，公司覆盖的网吧数已达 8.6 万家。

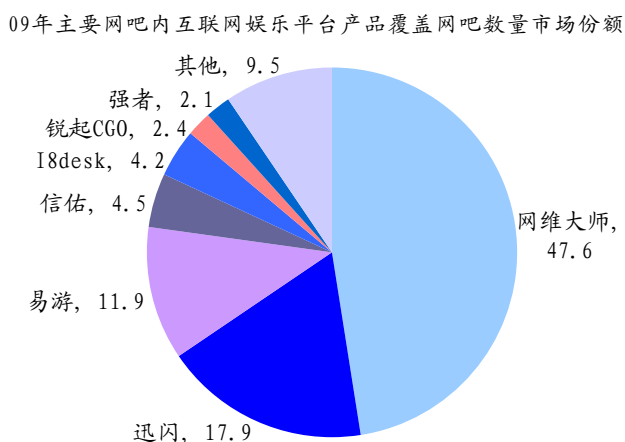
图 1：网维大师覆盖的网吧数增长迅速



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

09 年底，网维大师产品已成功应用于 8.3 万家网吧，覆盖 500 多万台网吧终端、5000 多万网民，市场占有率达 47.6%，领先第 2 名 30 个点，占据了绝对领先的市场地位。目前每天在网吧客户端通过网维大师进行互联网娱乐的用户数达 2500 万人次。

图 2：公司 09 年已占据国内近半数网吧

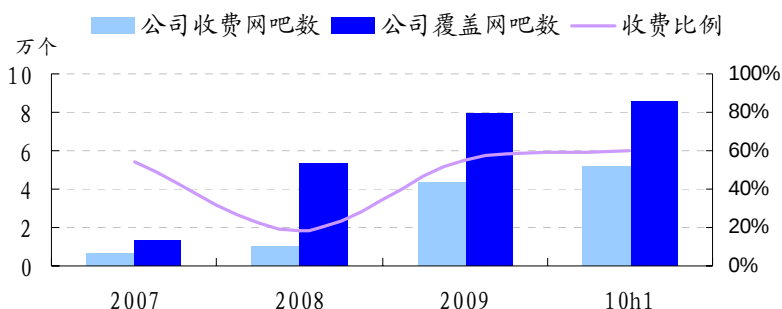


数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

网维大师产品由免费的基础功能和付费服务两个部分组成。包括三层更新在内的增值服务，需客户购买使用增值服务的时间。网维大

师收费用户数量占覆盖总网吧数的比例大致在 50% 左右。09 年为 4.3 万，占比为 55%。

图 3: 公司覆盖网吧中半数收费



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

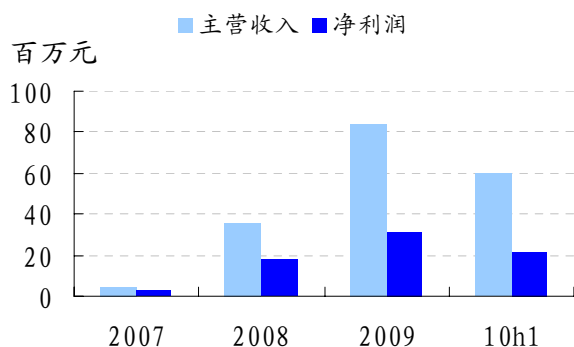
注：此处公司覆盖网吧数以招股意向书中公布的季度覆盖网吧数平均而得

1.2. 网络广告收入已成为利润增长的核心来源

公司前身顺网信息成立于 05 年 7 月，06 年 12 月推出网维大师产品，07 年实现盈利，08、09 年主营收入增速分别达 692%、137%。10 年上半年营收已达 09 年的 72%，再次大幅增长的可能性很大。

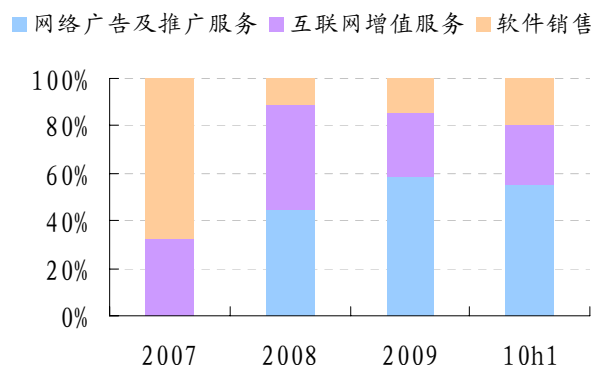
公司最初营收主要来自网维大师产品的软件销售。08 年起网络广告及推广服务、互联网增值服务大幅增长，10 年上半年占比分别达 55%、25%。

图 4: 公司业绩保持高速增长



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

图 5: 07-10 年公司主营收入按产品线构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

公司的星传媒产品为客户提供互联网广告投放及客户端安装服务。相比传统的逐家网吧的地面推广方式，星传媒贴近用户，高效，高性价比，且能将客户希望推广的内容迅速安装到网维大师所覆盖的近 500 万网吧终端上。包括盛大、腾讯、金山、完美时空等在内的国内知名网络游戏厂商均已通过星传媒进行广告宣传，并逐渐开始以其取代地面推广。

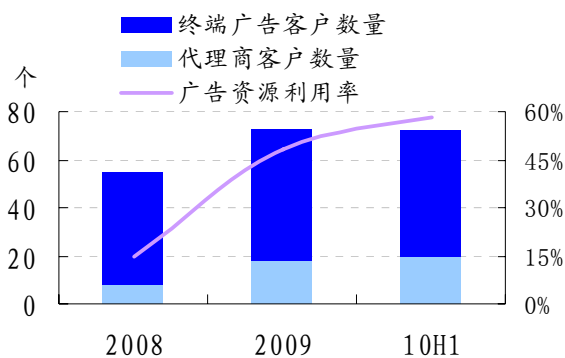
表 1: 09 年公司游戏产品推送业务的前十大客户及合作情况

序号	合作方	游戏产品
1	上海盛大网络发展有限公司	预言、永恒之塔、吞食 2、千年 3、传奇归来
2	北京金山软件有限公司	天元、魔域
3	北京完美时空网络技术有限公司	梦诛
4	竞技世界 (北京) 网络技术有限公 司	JJ 斗地主
5	北京麒麟网信息科技有限公司	成吉思汗
6	中华网游戏集团	指环王
7	上海大承网络技术有限公司	龙
8	网龙网络有限公司	天元、魔域
9	上海暴雨信息科技有限公司	盛世 0L
10	上海第九城市信息技术有限公司	名将三国

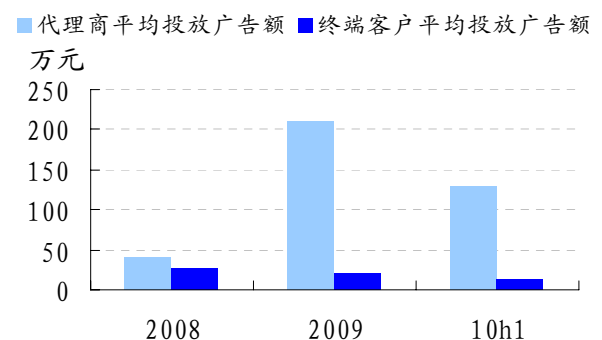
数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

对网络广告与推广, 公司同时采取代理商推广与直接推广两种模式, 代理商模式下只设全国一级代理, 给予 10%-22% 的佣金返利。

上半年代理商客户数为 20 个, 仅占广告客户总数的 28%, 却占据了广告投放额的 78%。代理商的平均广告投放额上半年达 130 万元, 为直销客户的 9 倍。广告资源利用率逐年提高, 上半年达 58%。

图 6: 上半年代理投放广告额占比达 78%


数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

图 7: 代理商平均投放广告额为直销客户 9 倍


数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

1.3. 以 PC 保鲜盒进军个人市场

公司募投项目之一为 PC 保鲜盒, 目标市场是中国 2.6 亿的个人电脑用户, 特别是其中使用互联网娱乐内容的用户。

PC 保鲜盒的功能主要包括: 一是 PC 机安全管理和维护, 为用户解决上网后遭受病毒、木马、后门程序等恶意软件带来的安全问题; 二是娱乐内容下载更新与管理, 解决用户对软件、游戏、网站等内容的查找以及管理的便利性问题。

公司已积累的 8 万多家网吧客户带来的用户资源优势, 以及网维大

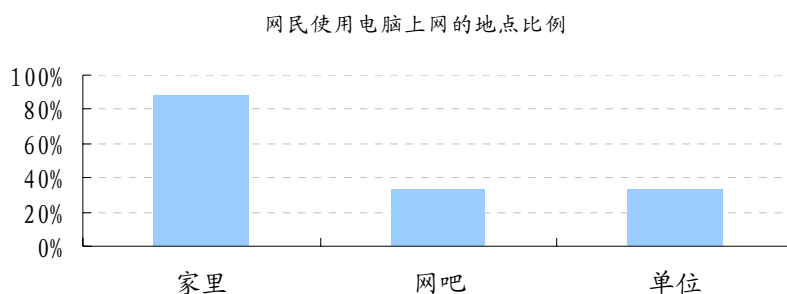
师运作中的运营平台与技术优势，是公司进军个人市场的主要竞争优势。公司预期该项目最终用户数将达到亿人以上。

2. 网吧用户众多 娱乐应用为主

2.1. 网吧汇聚国内近 1.5 亿网民

根据 CNNIC 最新发布的数据，截至 6 月底中国网民在网吧上网的比例达 33.6%，是仅次于家庭网民上网的第二大场所。

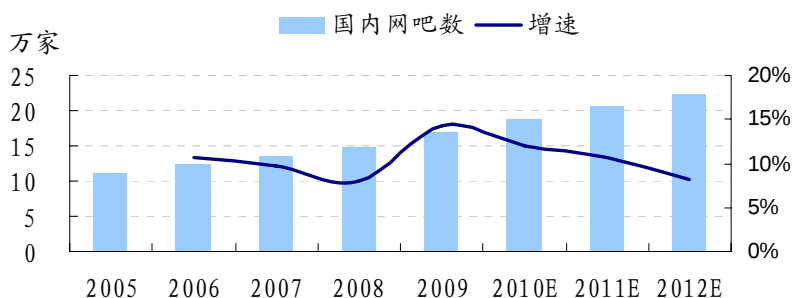
图 8：网吧是国内仅次于家庭的第二大上网场所



数据来源：CNNIC，国泰君安证券

据易观国际统计，截至 09 年底，中国网吧总数达 16.8 万家，终端数超过 1200 万台，汇聚国内近 1.5 亿的常规网民。预计 2012 年网吧数将达 22.5 万家。

图 9：09 年底中国网吧数达 16.8 万家



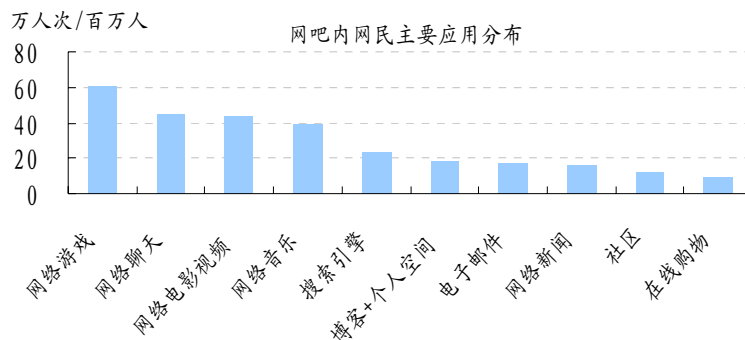
数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

面对日益丰富、更新频繁的互联网娱乐内容以及日益重要的系统安全防护需求，网吧亟需能够对内容进行有效组织、管理、分发和更新并同时对系统进行有效防护的互联网娱乐平台。

2.2. 网络游戏是网吧用户最常见应用

与欧美等国将网吧作为上网渠道补充不同，中国网吧具有大众性及娱乐性的特点。根据易观国际统计，网民在网吧内玩网络游戏、聊天、看视频和听音乐的比例分别占到 61%、45%、44%和 40%。

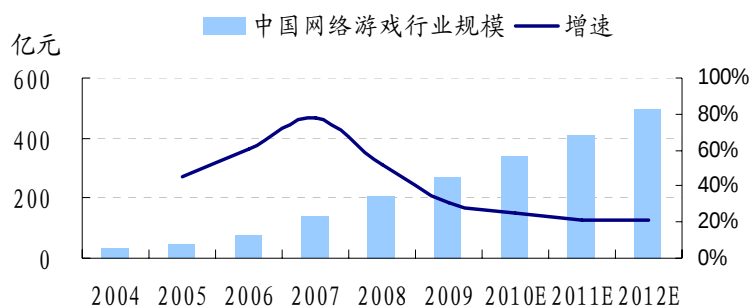
图 10: 网络游戏、聊天、看视频和听音乐是网吧内最主要的应用



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

网络游戏已成为中国互联网最重要的支柱产业之一。据艾瑞咨询分析, 09 年国内市场规模为 271 亿元, 占到互联网产业的 36.5%。预计到 2012 年中国网络游戏市场规模将达到 495 亿元, 复合增速达 21%。

图 11: 中国互联网行业规模 09 年达 495 亿



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

3. 募投项目均为主营业务的延伸、拓展与加强

公司本次共募集资金 2.06 亿元, 拟投入网维大师升级优化、PC 保鲜盒、用户中心系统三个项目, 均为公司主要业务的延伸、拓展及加强。

对网维大师进行优化升级, 使其能够更好地适应新的细分市场、技术发展、用户需求及内部管理等方面的需求; PC 保鲜盒产品是公司基于网维大师向家庭及个人终端市场的自然延伸; 用户中心系统项目通过会员认证、支付、安全管理等中间业务系统实现对网吧终端用户与个人终端用户的整合。

表 2: 募投项目基本情况一览表 (单位: 万元)

序号	项目名称	募集资金投资额
1	网维大师升级优化项目	8031
2	PC 保鲜盒项目	5507

3	用户中心系统项目	7071
	合计	20609

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

4. 风险因素分析

4.1. PC 保鲜盒项目开拓的风险

PC 保鲜盒项目主要面向个人用户，与公司现有业务面向的网吧网民群体之间重合度较低。个人市场的成败很大程度上决定于用户体验，如果公司产品未能足够方便易用，将难以改变用户现有习惯。且个人市场已有多家软件供应商耕耘多年，实力强劲。公司存在项目开拓不顺利的风险。

4.2. 互联网环境整顿的风险

公司网维大师产品目前主要针对网吧渠道，网络游戏厂商是公司网络广告及推广业务的主要客户。近年部分网吧管理不善及接纳未成年人上网，未成年人由于过分沉迷游戏而影响学习及身心健康，引发了一系列社会问题。如果政府对互联网环境进行严厉整顿，可能会对公司的业务发展产生不利影响。

4.3. 市场竞争的风险

随着互联网娱乐平台的快速发展，可能会有越来越多的企业进入到该市场领域同公司展开竞争。将带给公司技术、资金、营销服务等几个层面的竞争压力，如未来公司技术、资金、营销等不能适应市场竞争的要求，公司将面临被竞争对手赶超的风险。

5. 盈利预测与估值定价

5.1. 盈利预测

我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 1.33 亿、2.17 亿、3.35 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.48 亿元、0.74 亿、1.02 亿元；对应 EPS 分别为 0.80 元、1.23 元、1.70 元。

表 3：顺网科技分业务收入预测

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
收入预测 (百万元)						
网络广告及推广服务		16	49	82	103	132
互联网增值服务	1	15	23	32	46	60
软件销售	3	4	12	18	20	21
联合运营					39	78
PC 保鲜盒					10	43
毛利率预测 (%)						
整体毛利率	93.5	92.9	92.4	91.5	91.1	90.7

数据来源: 国泰君安证券

表 4: 顺网科技盈利预测简表 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	4	35	84	133	217	335
营业收入	4	35	84	133	217	335
二、营业总成本	2	16	50	82	138	224
营业成本	0	2	6	11	19	31
营业税金及附加	0	2	5	8	14	21
销售费用	1	6	18	31	52	85
管理费用	1	6	20	33	55	88
财务费用	0	-1	0	-2	-3	-4
资产减值损失	0	0	0	1	1	1
四、营业利润	2	20	34	51	80	111
加: 营业外收支	0	1	2	3	4	4
五、利润总额	2	21	35	54	83	115
减: 所得税	0	3	4	6	9	13
六、净利润	2	18	31	48	74	102
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	2	18	31	48	74	102
股本	60	60	60	60	60	60
全面摊薄每股收益	0.04	0.30	0.52	0.80	1.23	1.70

数据来源: 国泰君安证券

5.2. 估值定价

我们挑选互联网行业 8 家上市公司进行比较。目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 56 倍, 我们建议的合理的询价区间为 24.74-28.74 元, 对应 2010 年的 PE 为 31-36 倍, 我们推测市场可能将目标价上抬至 38.31-43.10 元。上市目标价 35.68-41.84 元, 对应 2011 年 PE 为 29-34 倍。

表 5: 国内可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
002315.SZ	焦点科技	100	59	40
002095.SZ	生意宝	92	64	43
300059.SZ	东方财富	111	74	53
300033.SZ	同花顺	69	50	35
300051.SZ	三五互联	70	51	38
300052.SZ	中青宝	75	44	29
300002.SZ	神州泰岳	74	49	35
300017.SZ	网宿科技	84	56	40
行业平均		84	56	39

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

作者简介:**魏兴耘:**

厦门大学经济学博士，国泰君安证券研究所电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2009年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

袁煜明:

毕业于清华大学自动化系，工学硕士；2009年7月进入国泰君安，从事计算机行业研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		