

新股分析（首次）

顺网科技：细分市场的隐形冠军

询价区间:25.56~28.76 元

首日价格区间: 37.10~42.40 元

报告摘要:

市场数据

申万二级网络服务指数	1943.40
三个月涨跌幅	-8.50%
上证综合指数	2672.53
沪深 300 指数	2918.24

基础数据

发行前总股本(万股)	4500
本次发行股本(万股)	1500
发行后总股本(万股)	6000
社会公众股占比	25%

相对股价表现

公司简介: 杭州顺网科技股份有限公司成立于 2005 年 7 月, 致力于互联网娱乐平台开发和运营, 是目前国内公共网络场所娱乐平台的领军品牌。

公司投资亮点: 互联网娱乐平台是整个互联网娱乐服务产业链中高价值的核心环节, 发展潜力巨大。公司有效凝聚了全国 8.6 万家网吧, 500 万台终端及 5000 万网民, 在全国约 16.8 万家网吧中市场占有率高达 47.6%。

公司主要风险: 由于网游市场属于国家严格监管的领域, 各类资质资格的获取和维护对于公司的良性发展具有重要意义。另外公司还面临版权和核心技术人才流失的风险。

盈利预测及估值分析: 预计公司 2010-2012 年公司的 EPS 分别为 0.71 元/1.21 元/1.59 元。和上市可比公司相比, 给予公司 2010 年 PE40-45 倍, 对应二级市场价格 28.40-31.95 元, 考虑一级市场 10% 的折价, 建议一级市场的询价区间为 25.56-28.76 元。

相关研究

TMT 研究小组:

李明选(联系人)

8621-68761616-8518

limx@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

重要财务指标

单位:(见标注)

主要财务指标	2008A	2009A	2010 E	2011E	2012E
营业收入(千元)	35,355	83,721	124,865	211,735	276,832
收入增幅(%)	692%	137%	49.15%	69.57%	30.74%
净利润(千元)	18,126	31,353	42,640	72,490	95,530
净利增幅(%)	682%	73%	36%	70%	32%
ROE(%)	60%	59%	47%	48%	41%
EPS(元)	0.30	0.52	0.71	1.21	1.59

资料来源: 德邦证券研究所

目 录

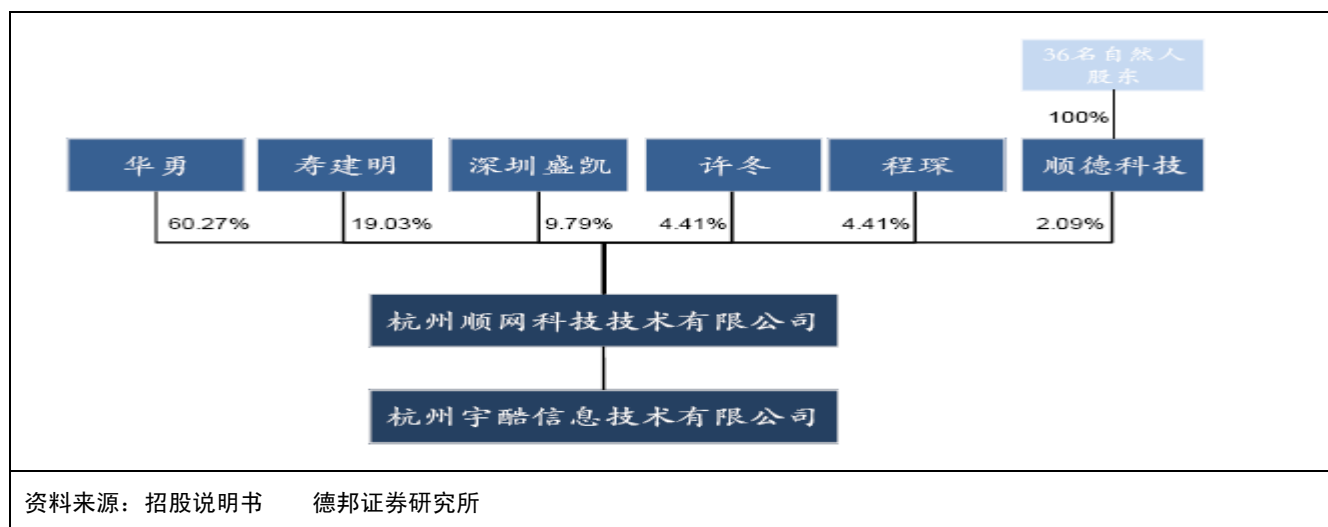
1.公司简介	2
2.公司经营分析	3
2.1 公司行业分析	3
2.2 公司市场竞争状况分析	5
2.3 公司财务状况及盈利能力分析	6
2.4 公司风险分析	7
3.公司盈利预测和估值.....	8
图表 1 公司股权结构图	2
图表 2 中国互联网行业规模增长示意图、互联网普及率及网民增长示意图.....	3
图表 3 互联网娱乐行业各子领域用户增长示意图.....	4
图表 4 网络游戏行业增长示意图、网络视频行业增长示意图.....	4
图表 5 娱乐平台覆盖网吧 PC 数量市场份额图、娱乐平台覆盖网吧数量市场份额图	5
图表 6 公司营业收入分类、公司营业利润率.....	6
图表 7 公司营业收入增长示意图、公司净利润增长示意图.....	7
图表 8 2010-2012 年度公司盈利预测	8
图表 9 可比上市公司 PE.....	9
图表 10 公司财务报表预测	9

1. 公司简介

公司前身为杭州顺网信息技术有限公司，成立于 2005 年 7 月 11 日，主要从事互联网娱乐平台的设计、推广、网络广告推广及互联网增值服务相关业务。公司针对网吧渠道设计推出的互联网娱乐平台产品“网维大师”，凭借业内领先的穿透还原和三层更新技术为网吧在系统维护和娱乐内容更新管理方面提供了卓越的解决方案，积累了 8 万余家网吧和 5000 多万网民用户资源，成为目前国内网吧渠道内最为强大及成熟的互联网娱乐平台。

公司发行前总股本为 4,500 万股，本次拟发行 1,500 万股，本次发行股份占发行后总股本的 25%。公司控股股东和实际控制人为华勇。

图表 1 公司股权结构图



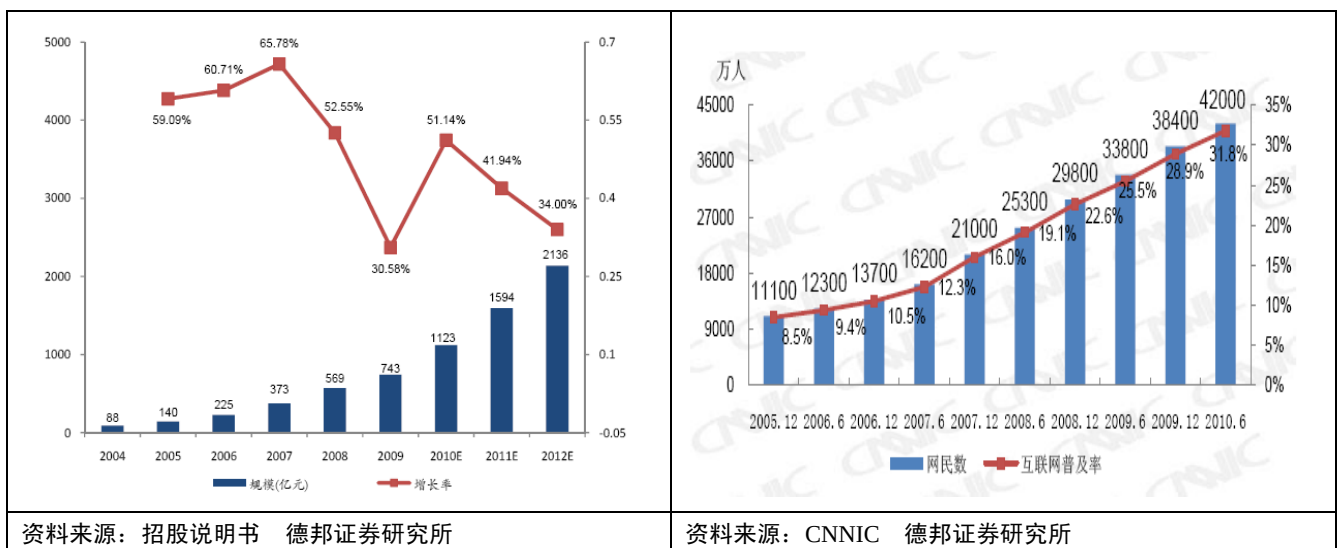
本次发行募集资金拟投入的网维大师升级优化项目、PC 保鲜盒项目、用户中心系统项目均为本公司主要业务的延伸、拓展及加强。网维大师作为公司面向网吧娱乐平台市场的核心产品，是公司建立用户群体，开展互联网增值服务及网络广告和推广服务的基础。PC 保鲜盒产品作为针对家庭及个人终端的互联网娱乐平台产品，是公司基于网维大师向个人市场的自然延伸。用户中心系统项目基于公司现有网维大师产品、规划中的 PC 保鲜盒产品两个项目的用户群体，通过会员认证、支付、安全管理等中间业务系统实现客户服务。

2. 公司经营分析

2.1 公司行业分析

据中国互联网信息中心统计，截至 2010 年 6 月，中国网民规模已达到 4.2 亿，较 2009 年底增加 3600 万人，网络普及率达 31.8%，超过全球平均水平 28.5%。随着网民规模的快速发展，我国互联网行业也一直保持高速发展的态势。根据艾瑞咨询统计，2009 年中国互联网行业市场规模达 743 亿元人民币，预计 2012 年达到 2,136 亿元人民币。

图表 2 中国互联网行业规模增长示意图、互联网普及率及网民增长示意图



随着互联网的普及和人们消费层次的升级，互联网娱乐成为人们不断扩大的消费领域，互联网娱乐产业规模也呈现欣欣向荣的发展态势。据 CNNIC 第 26 次《中国互联网络发展状况统计报告》统计，网络音乐、网络视频和网络游戏这三项网络娱乐应用的使用率均达到 60% 以上，同时，这三项互联网娱乐应用的用户群随着我国网民规模的扩张也呈现快速增长的趋势。

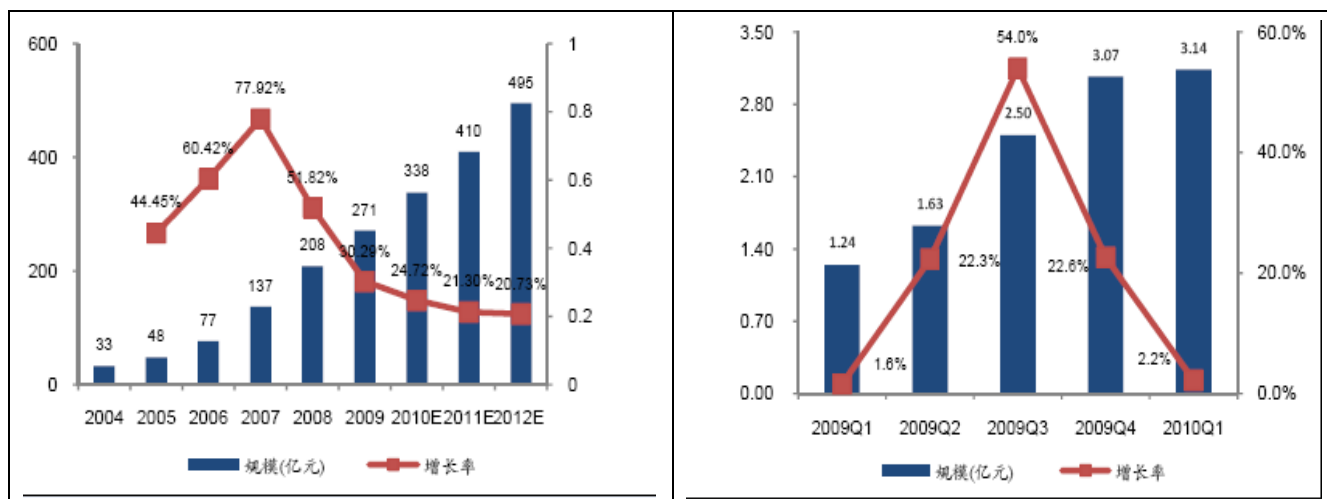
图表 3 互联网娱乐行业各子领域用户增长示意图

网络娱乐应用	2009 年底		2010 年 6 月底		变化	
	使用率 (%)	网民规模 (万人)	使用率 (%)	网民规模 (万人)	增长量 (万人)	增长率 (%)
网络游戏	68.9%	26,454	70.5%	29,610	3,156	11.9%
网络音乐	83.5%	32,064	82.5%	32,064	-	-
网络视频	62.6%	24,044	63.2%	26,544	2,500	10.4%

资料来源：招股说明书 德邦证券研究所

因应网民不断追求更好网上娱乐体验的要求，各大网络公司都呈现了向平台化发展的趋势：如百度、谷歌在提供搜索的同时，还提供地图、翻译等相关服务；腾讯则在 QQ 的基础上发展成为了网上生活娱乐平台；新浪在继续新闻门户基础上，推出了博客、视频等服务。正是在这样的大背景下，顺网科技着力将自己打造成互联网娱乐平台和细分领域的领军品牌，提供开放接口给上游厂商接入，聚拢丰富的内容和服务，更好的提升客户的娱乐体验。

图表 4 网络游戏行业增长示意图、网络视频行业增长示意图

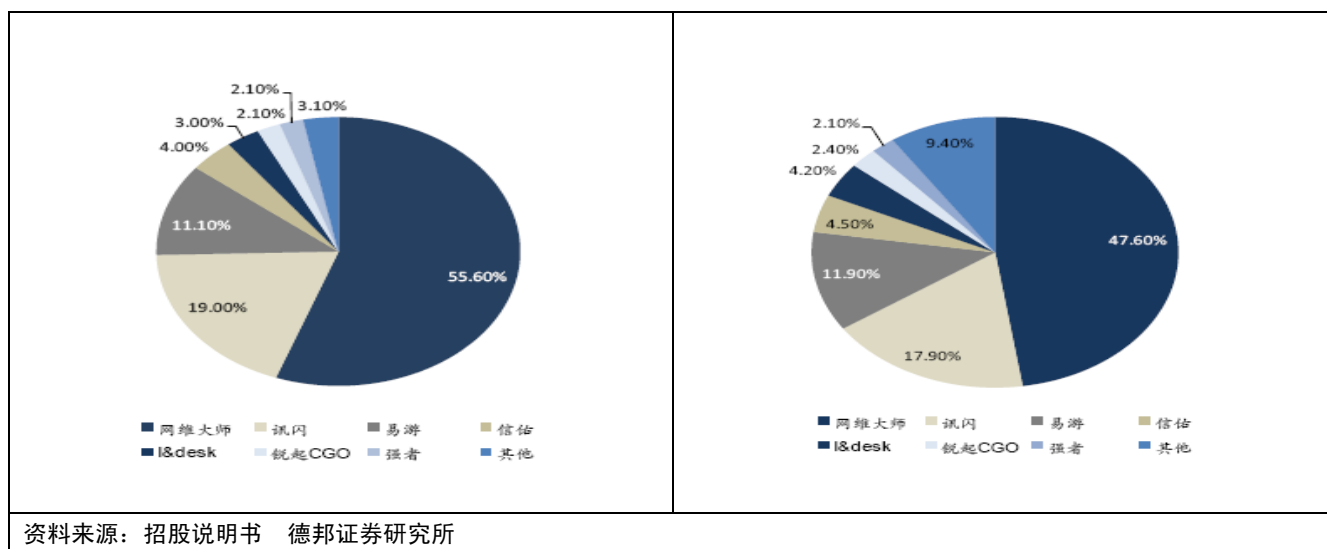


资料来源：招股说明书 德邦证券研究所

2.2 公司市场竞争状况分析

第三方研究机构易观国际 2010 年 1 月 15 日的研究报告显示，公司的网维大师产品在全国约 16.8 万家网吧中的市场占有率高达 47.6%，领先第二名 29.7 个百分点，具有绝对领先的市场优势。网吧客户资源的丰富进一步加强了公司产品的平台优势，使其增值服务和应用的规模效应远大于竞争对手。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 2,500 万人次，其潜在的用户资源价值获得众多上游娱乐内容和服务厂商的广泛认可。公司娱乐平台站式且具个性化的用户体验是获取用户黏度的关键。

图表 5 2009 年娱乐平台覆盖网吧 PC 数量市场份额图、2009 年娱乐平台覆盖网吧数量市场份额图



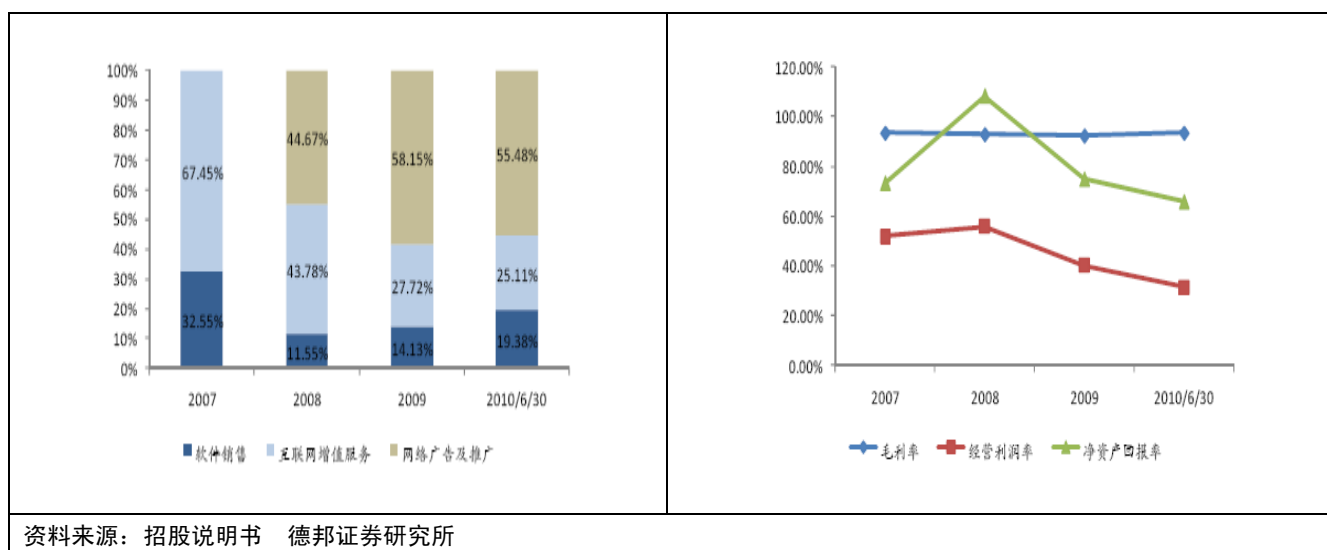
公司主要产品“网维大师”提供的是一个开放的互联网娱乐平台，提供开放接口以聚拢不同厂家、不同类型的娱乐产品和服务，成为上游娱乐服务提供商对接下游终端消费者的平台。通过公司的互联网娱乐平台，可以为终端用户提供简易便捷且具个性化的互联网娱乐体验，为网游、视频、音乐等上游厂家提供一个具有巨大用户群的产品分发使用渠道，同时，还是一个提供广告精准投放及其他互联网娱乐增值服务的平台。

作为高科技网络公司，人才是行业竞争的关键。公司在技术人才储备充足，为自主研发奠定了坚实的基础。在系统安全防护关键的底层驱动技术开发方面，公司拥有业内为数不多的顶尖技术人员，使得公司产品在穿透还原及防火墙保护方面的安全性及稳定性在业内一直处于领先水平。

2.3 公司财务状况及盈利能力分析

公司自成立以来，采取了独特的市场营销模式，使得“网维大师”迅速占领市场，营业收入迅猛增长。2008 年和 2009 年的销售收入分别比前一年同期增长 692.00%和 136.80%，净利润分别比前一年增长 681.96%和 72.97%。随着用户规模日益庞大，公司开始网络广告和推广业务，该业务当年即占到全部业务收入的 44.67%，和互联网增值服务业务合计占到公司 2008 年主营业务收入的 88.45%。2009 年，基于用户资源的网络广告和互联网增值服务业务均受到客户进一步认可，客户数量和投放金额均有较大幅度提升，相关业务收入较 2008 年分别实现 208.2%、49.93%的同比增长率，成为公司业绩增长的核心驱动力。2010 年上半年，主营业务收入已经达到了 2009 年全年的 71%，持续增长势头强劲。

图表 6 公司营业收入分类、公司营业利润率

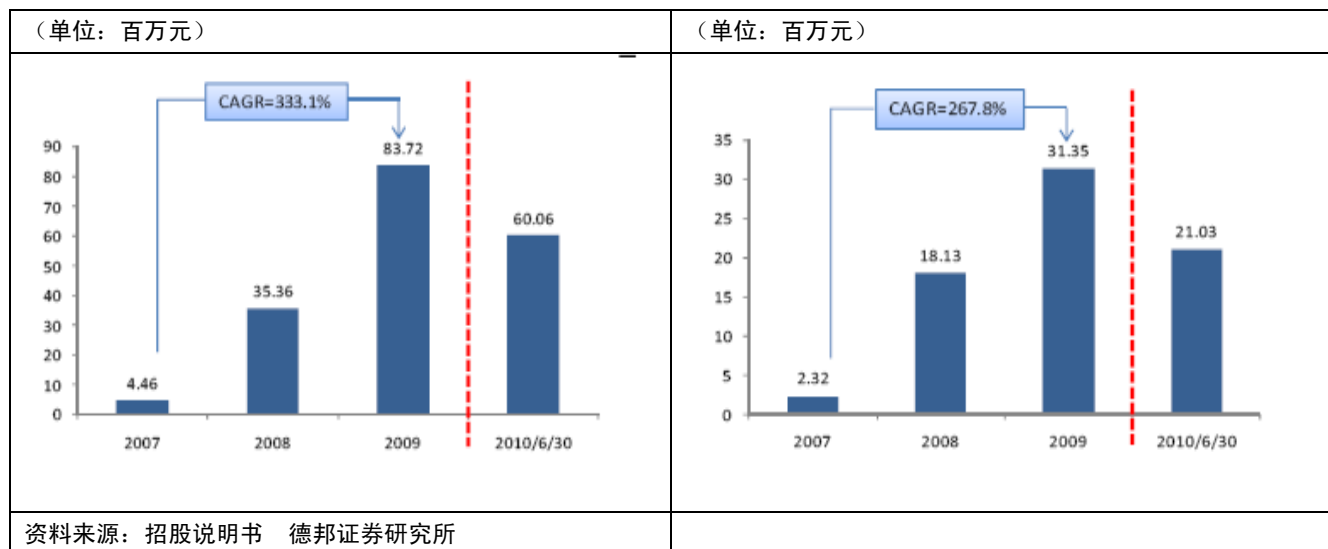


公司居于互联网行业产业价值链中的细分高端部分，毛利率较高主要系公司较强的议价能力，领先的产品性能、广阔的网吧渠道、广泛的市场知名度和美誉度。这些因素使得公司盈利能力优异。尽管由于公司业务扩张导致毛利率小幅下降，但公司整体毛利水平从 2007 年到 2010 年上半年仍维持在 90%以上。过去三年公司净利润率保持在 40%以上，净资产收益率维持在 70%以上。

公司在高速发展的同时，现金流保持健康增长。截至 2010 年 6 月 30 日，公司

没有任何金融负债，账面现金及现金等价物达 5,681.59 万元。稳健的盈利能力及现金流有助于公司更好地抵御竞争，把握市场机会，投入新产品的研发设计，实现公司的长期发展战略。

图表 7 公司营业收入增长示意图、公司净利润增长示意图



2.4 公司风险分析

公司面临主要客户流失风险。主要互联网增值客户谷歌 2010 年 3 月宣布将搜索服务的服务器由中国内地转移至香港。作为公司前五大客户，谷歌的退出可能在短期内对公司业务发展产生一定程度的影响，不过公司已经将原先引导至谷歌的搜索流量切换至其他搜索服务提供商，从而继续获取流量收入分成。

公司面临激烈的同业竞争风险。公司相关产品和服务的市场属于高度竞争市场，尽管公司在国内市场长期保持竞争优势地位，但仍面临来自外部市场的严酷竞争。

公司还面临着核心技术被泄露、赶超以及核心技术人才流失的风险。如果国内外主要互联网公司进入公司业务领域并在技术开发、研发费用等绝对数额方面进行巨大投入，可能产生技术赶超。倘若公司失去技术领先优势，将影响到公司的持续性发展。

3.公司盈利预测和估值

假设一：本次发行顺利，募投项目如期投产

假设二：募投项目发展前景乐观

假设三：公司经营效率和财务政策在可预见范围内不会发生重大变化

假设四：公司毛利率水平相对稳定，无大幅波动

假设五：公司销售费用和管理费用稳步增长

假设六：公司资本结构中无金融性负债

假设七：公司持续获得高新技术企业认定，享受 15%优惠所得税率

经测算，公司 2010-2012 的净利润预测为 0.43、0.72 和 0.96 亿元，EPS 分别为 0.71、1.21 和 1.59 元。

图表 8 2010-2012 年度公司盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
软件销售收入（千元）	4083	11833	16351	17450	18200
增长率	35.60%	189.81%	38.18%	6.72%	4.30%
网络广告收入（千元）	15794	48679	78235	92400	111992
增长率		208.20%	60.72%	18.11%	21.20%
互联网增值收入（千元）	15478	23207	30279	44263	58423
增长率	965.20%	49.90%	30.47%	46.18%	31.99%
联合运营（千元）				27405	58000
增长率					111.64%
PC 保鲜盒（千元）				4958	30217
增长率					509.46%
营业收入合计(千元)	35355	83719	124865	211735	276832
增长率	692.00%	136.80%	49.15%	69.57%	30.74%
净利润（千元）	18126	31351	42640	72490	95530
每股收益(元)	0.30	0.52	0.71	1.21	1.59

资料来源：德邦研究所

上市公司中尚没有和顺网科技商业模式相类似的公司，所以选择 4 家具有代表性的网络科技公司计算相应 PE，可比上市公司 2009 年 PE 均值为 85.53，2010 年预测 PE 均值为 54.91

图表 9 可比上市公司 PE

股票名称	收盘价(元)	EPS(元)			PE		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
同花顺(300033)	37.20	1.48	0.77	1.11	66.90	48.04	33.51
焦点科技(002315)	73.52	1.01	1.30	1.95	94.85	56.55	37.72
中青宝(300052)	23.49	0.55	0.53	0.81	74.25	43.99	29.12
东方财富(300059)	54.47	0.70	0.77	1.07	106.11	71.06	50.93
平均					85.53	54.91	37.82

资料来源:德邦研究所

考虑到顺网科技公司的行业特性，竞争激烈，给予公司 2010PE40-45 倍，对应二级市场价格为 28.40-31.95 元。考虑一级市场 10%的折价，建议一级市场的询价区间为 25.56-28.76 元。

图表 10 公司财务报表预测 (单位:百万元)

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	35.36	83.72	124.87	211.74	276.83
减: 营业成本	2.50	6.35	12.49	21.17	27.68
营业税金及附加	2.16	5.35	7.98	13.54	17.70
营业费用	5.60	18.15	27.06	45.89	60.00
管理费用	5.61	20.02	29.86	50.63	66.20
财务费用	-0.54	-0.08	-1.26	-2.35	-3.93
资产减值损失	0.25	0.34	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	19.78	33.68	48.74	82.85	109.18
加: 其他非经营损益	0.98	1.63	0.00	0.00	0.00
利润总额	20.76	35.32	48.74	82.85	109.18
减: 所得税	2.63	3.96	6.09	10.36	13.65
净利润	18.13	31.35	42.64	72.49	95.53
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

归属母公司股东净利润	18.13	31.35	42.64	72.49	95.53
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	24.50	36.78	75.36	133.13	216.05
应收和预付款项	6.24	12.20	15.45	31.44	29.87
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.11	0.39	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3.13	8.01	7.06	6.11	5.17
无形资产和开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.02	8.00	4.00	0.00	0.00
资产总计	34.00	65.37	101.87	170.68	251.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	3.70	11.85	12.21	18.93	17.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	3.70	11.85	12.21	18.93	17.52
股本	10.00	45.00	45.00	45.00	45.00
资本公积	0.00	1.03	1.03	1.03	1.03
留存收益	20.29	7.49	44.02	106.11	187.93
归属母公司股东权益	30.29	53.52	90.05	152.14	233.96
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	30.29	53.52	90.05	152.14	233.96
负债和股东权益合计	34.00	65.37	102.26	171.06	251.47
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	19.61	36.81	43.43	65.83	92.70
投资性现金净流量	-3.26	-14.31	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	9.00	-6.76	-4.86	-8.06	-9.78
现金流量净额	25.35	15.74	38.58	57.77	82.92

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。