

顺网科技 (300113)



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

抢占网吧渠道 赢得发展先机

投资要点:

- ❖ **公司产品在网吧细分市场内领跑** 公司当前业务主要围绕针对于网吧市场的“网维大师”产品展开,通过该产品为网吧安全管理、系统维护和娱乐内容更新管理方面提供了解决方案。公司凭借“网维大师”积累了8万多家网吧用户、约120万注册会员、覆盖5000多万网民,在同类产品中市场占有率达到47.6%,超出第二名29.7个百分点,市场领先优势明显。
- ❖ **公司主要看点在于网吧渠道为公司发展带来的客户资源** 从公司愿景来看,其发展目标不仅仅局限于在网吧单一渠道的拓展,进入个人用户市场对于公司吸引力巨大(这也是公司随着互联网技术发展进行业务转型的必然选择);而实现这一目标,公司的主要产品“网维大师”可以说是一块敲门砖,凭借此产品公司得以占领渠道,并计划借势进入互联网个人市场,为打造国内首选的一站式在线娱乐平台迈出重要一步。我们认为现阶段公司的网吧渠道客户资源才是公司的价值所在。
- ❖ **公司今后数年的发展仍主要依赖网维大师及衍生市场** 公司此次募资2.06亿元,投向3个项目;公司除了继续拓展网维大师的衍生客户群,公司将会把61%募资额投入与发展互联网个人用户相关的产品项目,以实现公司业务结构的调整,并借助网吧渠道积累的客户资源,“曲线”进入新的市场领域。
- ❖ **公司近期发展依赖网吧渠道,个人用户市场难贡献利润** 公司网吧渠道建设的高峰期渐已度过,渠道业务增速进入平稳阶段,预计网吧渠道覆盖家数发展增速10年、11年和12年分别为7.2%、10.1%和7.1%,而公司对于网维大师衍生渠道的开发值得期待;另外,我们认为网吧和个人市场分属不同的细分市场,公司网吧渠道的客户资源对于开发个人市场业务帮助有限;公司互联网个人市场业务在短期内形成市场规模并贡献利润有一定的难度。
- ❖ **盈利预测和估值** 假设公司联合运营业务自2011年开始能顺利贡献利润,我们预计公司2010年、2011年和2012年每股收益分别为0.78元、1.20元和1.62元。考虑到主营业务成长性和风险性,并综合可比公司估值和近阶段创业板新股发行表现,我们给予公司2010年45-50倍的市盈率估值,对应的合理股价约为34.9-38.8元。

信息服务行业

2010.8.20

合理价格区间:

34.9-38.8元

发行上市资料

发行股数(万股)	1500
发行前总股本(万股)	4500
发行后总股本(万股)	6000
发行日期	2010/08/16
上市日期	2010/-/-
主承销商	瑞信方正
每股净资产(元)	1.66
净资产收益率(%)	32.85%

乐旻旻

行业研究员

张欣(执业证书 S08200208030013)

电话

021-32229888*3501

邮箱

leminyang@ajzq.com

相关报告

❖ 公司产品在网吧细分市场内领跑

公司当前业务主要围绕针对网吧市场的“网维大师”产品展开，通过该产品为网吧安全管理、系统维护和娱乐内容更新管理方面提供了解决方案。公司凭借“网维大师”积累了 8 万多家网吧用户、约 120 万注册会员、覆盖 5000 多万网民，在同类产品中市场占有率达到 47.6%，超出第二名 29.7 个百分点，市场领先优势明显。

图 1：公司网维大师产品界面



资料来源：招股说明书

❖ 公司主要看点在于网吧渠道为公司发展带来的客户资源

公司致力于打造国内首选的一站式在线娱乐平台，为网民提供全方位、个性化的网上娱乐体验；从公司愿景来看，其发展目标不仅仅局限于在网吧单一渠道的拓展，进入个人用户市场对于公司吸引力巨大（这也是公司随着互联网技术发展进行业务转型的必然选择）；而实现这一目标，公司的主要产品“网维大师”可以说是一块敲门砖，公司至今的发展路径简述为 3 步：

1. **拓展渠道，提高市场占有率** 公司通过“网维大师”这款产品，以及适合业务拓展的代理人销售制度，迅速在网吧渠道内“铺货”，扩大市场份额，截止 2010 年上半年，公司网维大师收费用户数量达到 5.14 万户，获得了同类产品近半数的市场份额；
2. **眼球经济，渠道改变盈利模式** 随着网吧渠道渗透率的提高，公司得以利用“星传媒”等产品通过网吧计算机终端为客户投放互联网广告，同时通过联合运营方式引入互联网增值应用及娱乐服务；网络广告和互联网增值业务已逐步取代软件销售业务成为公司收入的主要来源和增长点；在营业收入高速增长的情况下，这两块业务占比由 2007 年的 32.6% 上升至 2009 年的 85.9%， “渠道为王”再次得到了印证；

3. **利用现有渠道资源，开发新的客户群体** 公司认为网吧渠道所建立起的客户群体有助于在更广泛的用户群体中推广公司的新产品，此次公司计划通过 PC 保鲜盒产品主攻个人互联网市场；在业务发展的初期，公司产品推介重点可能会针对网吧渠道内业已积累的活跃用户资源。

图 2：公司在网吧渠道中市场份额接近 5 成

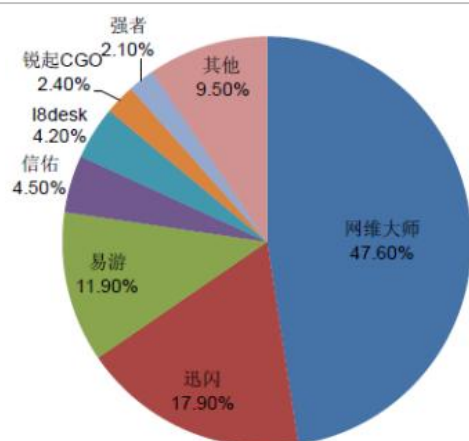
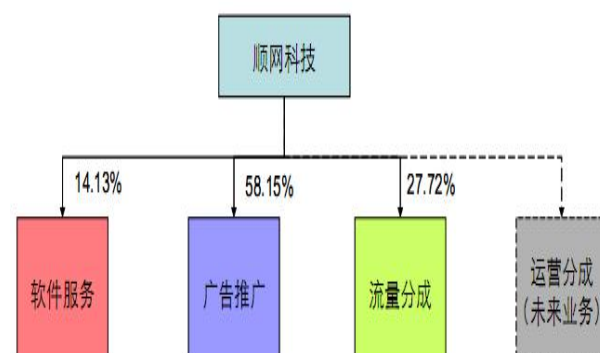


图 3：公司 09 年主营业务收入占比



资料来源：招股说明书

❖ 公司募集资金的用途

公司本次发行股票，计划募资 2.06 亿，投入以下三个项目：

项目	募资总额 (万元)	占总募资额 的比重 (%)	项目内容
网维大师升级优化项目	8031	39%	- 扩大无盘系统市场的市场份额，拓展网维大师的客户群（学校、酒店和公共图书馆等）； - 扩充目前的运营网络带宽，向用户提供高速的内网下载和内容更新，将把现有平均 1MB/S 的速度提升到平均 2MB/S。
PC 保鲜盒项目	5507	27%	- 面向互联网个人用户的新产品，以穿透还原和内容下载技术为基础，可以保证用户客户端在安全和稳定运行的基础上获得最新的互联网应用内容。
用户中心系统项目	7071	34%	- 建立后台个人用户中心系统，使用户无论通过何种终端进入公司的互联网应用平台，都能通过统一的帐号享受到个性化的互联网应用体验。
总计	20609	100%	

从募投项目来看，除了公司继续拓展网维大师的衍生客户群，公司将会把 61%募资金额投入与发展互联网个人用户相关的产品项目，由此看公司的发展侧重点显而易见会倾向于进入互联网个人用户市场的开发，实现公司业务结构的调整，并借助网吧渠道积累的客户资源，“曲线”进入新的市场领域。

图 4：本次募投项目之间关系



资料来源：招股说明书

❖ 公司今后数年的发展仍主要依赖网维大师及衍生市场

网吧渠道发展增速可能进入平稳状态 网吧是国内网民仅次于家庭网民上网的第二大场所。根据 CNNIC2010 年 7 月公布的统计报告，截至 2010 年 6 月底，中国网民在网吧上网的比例达 33.6%；中国网吧具有大众性及娱乐性，网吧行业中期的稳步成长性是有保障的，这也与中国人均消费水平和人口的流动性有着密切的关系，但发展增速可能趋缓。

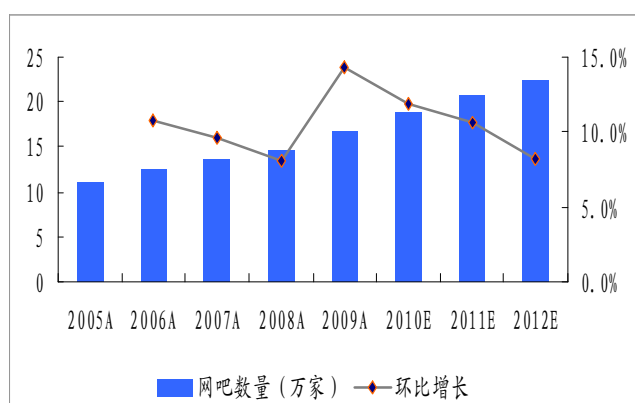
据易观国际的统计，预计 10 年、11 年和 12 年中国网吧家数的环比增长量 11.9%、10.6%和 8.2%，网吧数量的增速稳中有降，其原因可能在于：

- 随着 3G 技术的发展，移动终端的互联网娱乐终端需求对网吧需求形成替代作用；
- 国内中西部地区开发以及城市化进程的加快，流动人口逐步下降，减少对网吧的需求；
- 文化部出台《网络游戏管理暂行办法》及后续相关严控措施，可能造成网络游戏开发和网吧用户的流失；
- 家庭用户上网资费下调已成为大势所趋，将可能分流网吧客户。

公司新增网吧覆盖增速放缓 公司在网吧渠道内有一定的优势，公司渠道覆盖的网民数量约占 2010 年中国网民数量的 12%；但公司网吧渠道的建设高峰可能已基本度过，覆盖网吧数量增速下滑，单季度新增网吧覆盖量增速回落至 1.2%（10 年 2 季度），10 年单季度增加覆盖量约为 1000-2000 家。预计 2010 年公司年网吧渠道（覆盖家数）增速回落至 7.2%，照趋势看来，在公司销售政策不变的前提下，我们估计 2011 年、2012 年公司网吧覆盖家数约为 9.8 万、10.5 万家，环比增速分别为 10.1%、7.1%。

公司募资利用“网维大师”业务建立起的代理人队伍和产品基础，计划切入无盘系统市场和中小局域网市场（学校、酒店和图书馆等）；我们认为公司拓展除网吧渠道外的衍生市场有一定的可操作性，因为：1）进入类网吧管理环境的市场（如：经济型酒店），产品适销性强；2）利用现有销售渠道，渠道搭建成本低；3）衍生渠道可能带来新的广告业务。我们预计衍生市场可为公司 2011 年和 2012 年分别带来约 500 家和 1000 家的用户覆盖量。

图 5：中国网吧的增速



资料来源：招股说明书

图 6：网维大师的销量和价格数据

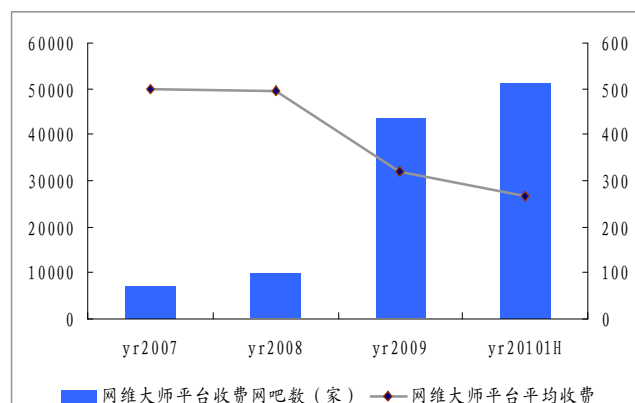
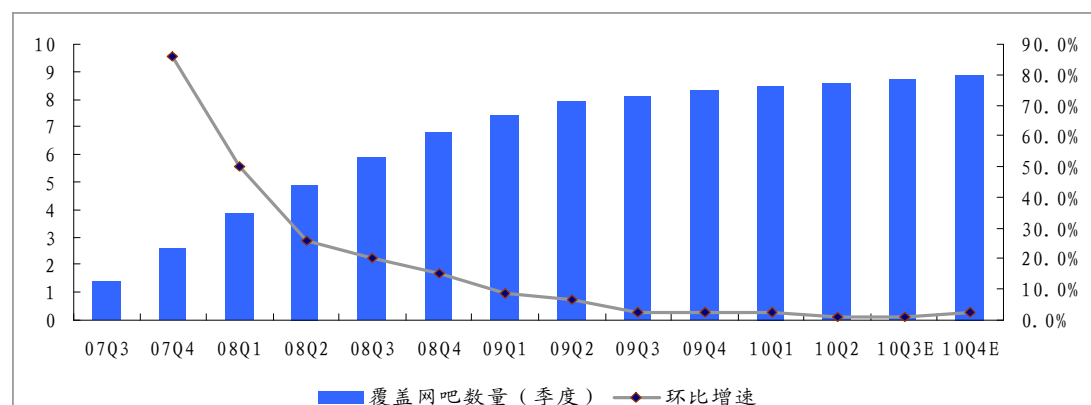


图 7：网维大师产品覆盖数量（季度）和环比增速（%）



资料来源：招股说明书

个人业务近期贡献利润可能性较小 公司计划凭借网吧渠道成功建立起的客户资源，积极进入互联网个人市场，而我们认为利用网吧渠道打开个人用户市场还是有一定的难度，我们的原因在于：

- 网维大师的主要目标客户是网吧经营和管理者，个人用户在使用网吧服务时对于网维大师产品依赖性小；从消费体验上来看，网吧用户处于被动接受的地位，对网维大师的产品忠诚度低；网吧客户和家庭网络用户的消费习惯存在差异，网吧客户和家庭网络客户间的转换几率不高；
- 网维大师和 PC 保鲜盒分属于不同的细分市场，网维大师的销售渠道较难应用于对于个人市场的产品推广，实现交叉销售的可行性不大；
- 个人市场竞争对手众多，新进入者壁垒低（如果细分市场参与者都未建立起渠道的深度）；而现阶段公司在个人领域并未建立起足够的客户基础，这会造成公司新产品的推介成本可观，客户接受产品所需要的时间较长；
- 公司对个人用户产品进行收费的可能性较小，而如果公司在短时间内没有建立起足够的客户基础，希冀个人平台上吸引广告客户，实现收入快速增长的难度比较大。

我们认为公司个人业务短期内对于公司业绩的提升作用不大，且个人业务的开发存在一定的风险和不确定性。

当然，我们也不能排除公司有可能在上市后通过收购兼并其他企业，得到产品和渠道资源，迅速增加在个人市场上的话语权，减少公司在互联网个人市场上的拓展成本。

❖ 盈利预测和估值

我们的假设：

- 1) 公司募投项目如预期投产；
- 2) 联合运营业务 2011 年期如预期贡献利润；
- 3) 公司销售政策在上市后未发生重大变化；
- 4) 公司持续获得高新技术企业认定，税率 15%；
- 5) 公司网吧收费比率 2010、2011 和 2012 年分别为 70%、75%和 80%；
- 6) 公司广告位利用率 2010、2011 和 2012 年分别为 60%、60%和 55%；

表 1: 公司预测收入

(万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
软件销售收入	408.3	1183.3	1482.7	1577.8	1585.8
增长率	35.6%	189.8%	25.3%	6.4%	0.5%
网络广告及推广收入	1579.4	4867.9	6946.5	8738.7	10632.4
增长率	-	208.2%	42.7%	25.8%	21.7%
互联网增值服务收入	1547.8	2320.7	3059.6	4017.2	5166.2
增长率	965.2%	49.9%	31.8%	31.3%	28.6%
联合运营收入	-	-	-	3915.0	7830.0
增长率	-	-	-	-	100.0%
PC 保鲜盒收入	-	-	-	-	0
增长率	-	-	-	-	0

主营业务收入	3535.5	8371.9	11488.8	18248.7	25214.3
增长率	692.0%	136.8%	37.2%	58.8%	38.2%

资料来源: 爱建证券整理

表 2: 公司盈利预测

财务和估值数据摘要					
单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	35.36	83.72	114.86	182.41	252.08
增长率 (%)	692.00%	136.80%	37.20%	58.80%	38.20%
归属母公司股东净利润	18.13	31.35	46.61	72.10	97.34
增长率 (%)	681.96%	72.97%	48.67%	54.67%	35.02%
每股收益 (EPS)	0.302	0.523	0.777	1.202	1.622
每股股利 (DPS)	0.000	0.150	0.074	0.115	0.155
每股经营现金流	0.327	0.613	0.649	1.166	1.379
销售毛利率	92.93%	92.42%	90.14%	88.67%	87.32%
销售净利率	51.27%	37.45%	40.58%	39.52%	38.61%
净资产收益率 (ROE)	59.83%	58.58%	48.72%	44.82%	39.11%

资料来源: 爱建证券整理

估值预测 假设公司联合运营业务自 2011 年开始能顺利贡献利润, 我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.78 元、1.20 元和 1.62 元。

我们挑选 7 家可比上市公司, 其 2010 年市净率估值约为 58.6 倍; 另外, 近期创业板发行市盈率平均也达到 52-53 倍。

表 3: 可比公司估值

可比公司	2009 PE	2010 PE	2011 PE
焦点科技	100.4	59.9	39.9
生意宝	98.8	69.2	46.0
东方财富	106.4	71.3	51.1
同花顺	67.1	48.2	33.6
三五互联	73.0	53.1	39.6
中青宝	74.4	52.4	35.8
网宿科技	83.7	55.9	39.5
平均市盈率	86.3	58.6	40.8

资料来源：爱建证券整理，Wind

考虑到公司在网吧渠道的开拓进入平稳增长阶段，个人业务的开展存在不确定性，综合可比公司估值和近阶段新股发行表现，我们给予公司 2010 年 45-50 倍的市盈率估值，对应的合理股价约为 34.9-38.8 元（公司申购价格为 42.98 元）。

Wind 数据显示，8 月份上市交易的 18 只新股无一破发，且平均首日涨幅高达 73.2%，远高于 7 月和 6 月的首日涨幅；鉴于炒新的情绪再度升温，不排除公司上市当天大幅高开；如果按 8 月平均首日涨幅计算，该股首日股价可以达到 76.6 元，对应 2010 年 98.6 倍市盈率；在此，我们也提醒防范估值回归的风险。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级:

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在 $\pm 5\%$ 以内

回 避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。