

顺网科技：互联网娱乐平台的后起之秀

2011年是夯实基础的关键之年，发展用户是根本

报告关键点：

- 网吧的市场价值未被正视，2009年，网吧营收大于互联网全行业营收，且该行业三年内不见“天花板”，稳定看每年50%的规模增长；
- 公司在2010年、2011年处在蓄势整理期，随着用户积累和方向的相对确定，2012年或将进入爆发行情；
- 互联网娱乐平台的定位让公司未来机会巨大，同时也会伴有相当的诱惑和风险。

报告摘要：

- **网吧产业：一直未被正视，网吧网民是真正意义上的互联网消费高端人群**
 - 2009年，网吧行业总产值已达886亿元人民币，互联网行业营收为743亿，从这个角度来说，网吧行业营收大于等于互联网行业总营收。
 - 如此优良的市场，占领有多条路线：连锁经营、浏览器、操作系统、人海覆盖、软件平台。结论是软件平台是最有效的占据网吧，发展网民用户的渠道。即，以更新和计费软件为代表的软件平台（例如顺网科技）具有商业模式的独到性和不可替代性。
- **顺网科技：娱乐平台的后起之秀**
 - 公司在更新类软件以统治半壁江山，在行业中具备了相当影响力；
 - 蝌蚪网、互联网增值、星传媒、网维大师几条产品线布局清晰；
 - 公司与万象、新浩艺、盛天相比，具有自身的技术优势和相对紧密的1400名代理商；
- **2011年，夯实基础的关键之年，发展用户是根本**
 - 由于从前网游成本在此领域本身投入不高，加之推成本向该领域的转移，产业在3年碰不上“天花板”；
 - 蝌蚪网、网维大师无盘、PC保鲜盒、游戏联合运营是11年看点；
 - 长期来看，公司在稳固网吧行业市场、扩大份额的同时，可涉猎家庭市场，也可进入移动互联网，同时也兼具经营应用的机遇（游戏、社区、影视）
- **投资建议**
 - 我们预测，2010年-2012年，公司收入增幅为53%、54%、63%；利润增幅为53%、64%、77%，对应EPS为0.80元、1.31元、2.32元。以当前价格测算，对应市盈率为98、60、34倍。
 - 由于，目前价格已经在相当程度反应了公司的内在价值，我们首次给予中性评级，建议目标价在60-70元之间。
- **风险提示**
 - 个人市场的挑战
 - 管理、技术能力的挑战
 - 营销和管理成本提升的可能性

评级：
中性-A

上次评级：

目标价格：
65.00 元

期限：

6个月 上次预测：

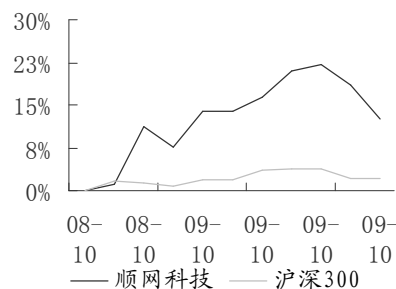
现价： 78.99元

报告日期：
2010-09-11

市场数据

总市值(百万元)	4,739.40
流通市值(百万元)	947.88
总股本(百万股)	60.00
流通股本(百万股)	12.00
12个月最高/最低	60.80/88.87 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.66	6.25	21.99
绝对收益	12.55	12.55	12.55

研究员

侯利
行业分析师

021-68763972

houli@essence.com.cn

证书编号

S1450209070220

王学恒
行业分析师

021-68765357

wangxh2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	35.4	83.7	128.3	197.6	322.9
Growth(%)	692.0%	136.8%	53.3%	54.0%	63.4%
净利润	18.1	31.4	48.0	78.6	139.1
Growth(%)	682.0%	73.0%	53.0%	63.8%	77.0%
毛利率(%)	92.9%	92.4%	93.0%	93.0%	93.0%
净利润率(%)	51.3%	37.4%	37.4%	39.8%	43.1%
每股收益(元)	0.30	0.52	0.80	1.31	2.32
每股净资产(元)	0.50	0.89	12.44	13.75	16.07
市盈率	261.5	151.2	98.8	60.3	34.1
市净率	156.4	88.5	6.4	5.7	4.9
净资产收益率(%)	59.8%	58.6%	6.4%	9.5%	14.4%
ROIC(%)	267.7%	81.6%	62.2%	40.5%	50.0%
EV/EBITDA	-	-	73.0	41.6	23.2
股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

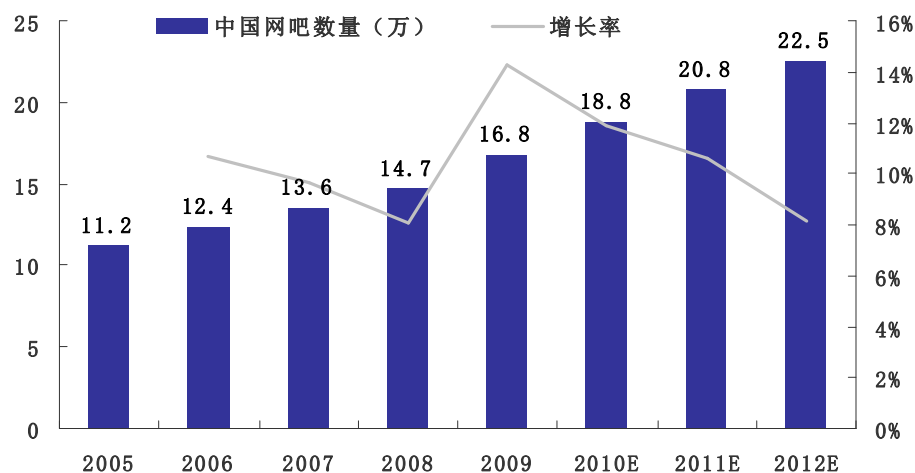
前期研究成果

1. 网吧产业：一直未被正视，网吧网民是真正意义上的互联网消费高端人群

1.1. 网吧：一座未被正视的金矿

2009 年，中国网吧数量达到 16.8 万，较 2008 年同比增长 14.3%。但从未来的发展趋势来看，网吧数量的增长率将逐年下滑。预计 2011、2012 年的增长率约为 11% 与 8%。

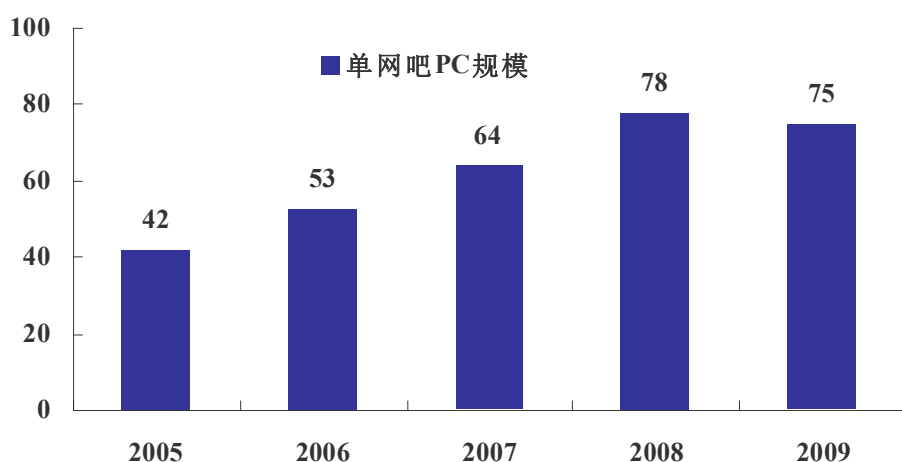
图 1 中国网吧数量



资料来源：易观国际，安信证券研究中心

不容忽视的是，尽管网吧增长不“令人兴奋”，但是单体网吧的规模在快速膨胀。从网民数量/网吧数量可得到，2005 年，平均一个网吧的 PC 数量为 42 台，2009 年则上升至 75 台。

图 2 单体网吧 PC 规模



资料来源：易观国际，安信证券研究中心

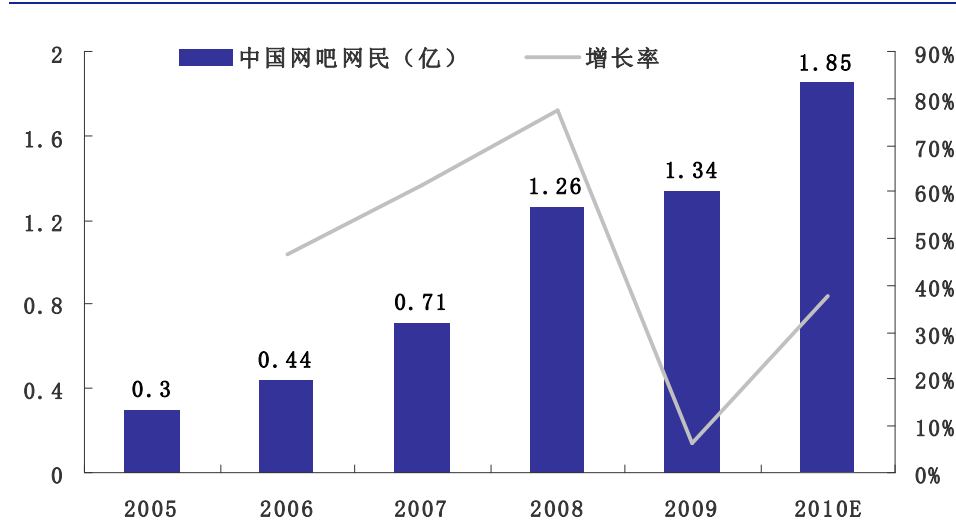
需要指出的是，由于易观颁布的《中国网吧娱乐产业专题研究报告》中，考虑了无照网吧（俗称“黑网吧”）的数量，对比文化部颁布的《2009 年中国网吧市场年度报告》数据显示：2009 年底全国网吧数量为 13.8 万个，以此来看，单体有照网吧的 PC 规模约为 100 台。这个原因较容易理解：由于一个网吧的牌照费用约为 60 万元（转让费用可能更高），因此只有不断扩容 PC 数量，扩大网吧经营规模，才会增加网吧的收入与利润。

截至 2009 年底，中国网吧网民数量为 1.34 亿，较 2008 年的增速（77%）大幅下

滑。原因是 2009 年初，由于经济危机的加剧，大量中小企业的倒闭，致使大量的农民工迁移，这对网吧网民的发展产生了较大的负面影响。此外，CNNIC 报告中提到，移动互联网人群数量在快速增加，对网吧的分流带来了一定的影响。

预计 2010 年，网吧网民数量将增加 38%，达到 1.85 亿人。

图 3 中国网吧网民数量



资料来源：易观国际，安信证券研究中心

传统意义上，网吧由于环境一般，人员年轻且学历不高，给人的印象是低端。但需要指出的是，这群人是真正的互联网消费人口，或我们可称其为互联网消费高端人群。论证过程如下：

1) 据 CNNIC《第 25 次中国互联网络发展状况统计报告》数据显示，2009 年网吧依然是中国网民上网的第二大场所，2009 年，网吧行业总产值已达 886 亿元人民币。886 亿元/1.34 亿人口=660 元，也就是说，平均每人每年要在网吧直接或间接消费 660 元人民币，这是个相当有分量的数字。

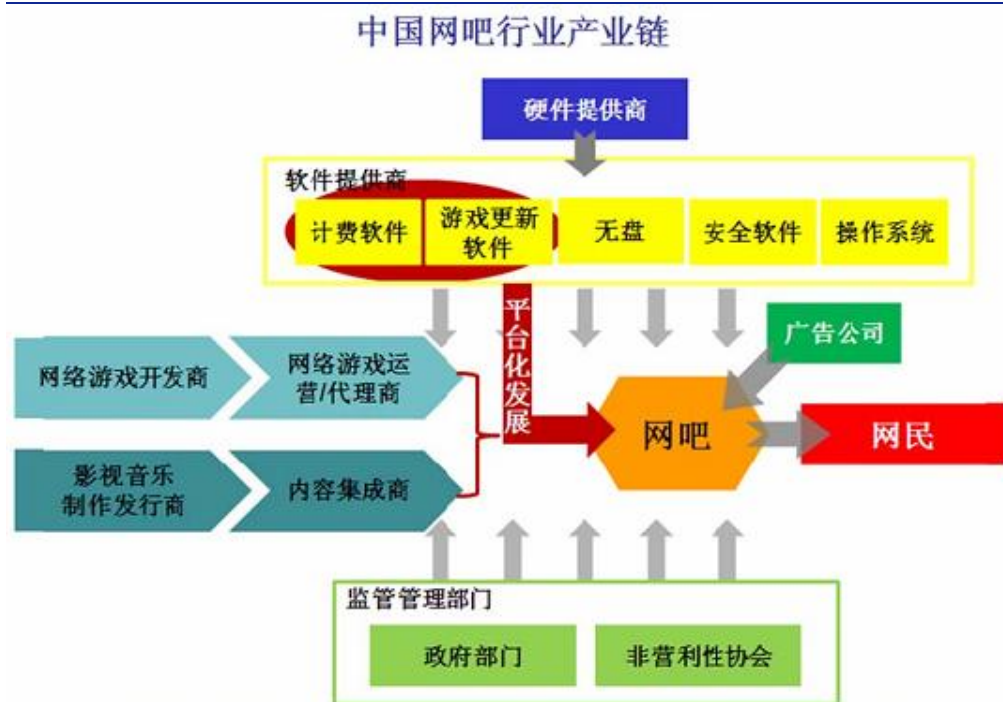
2) 其二，886 亿元是什么概念？据 iresearch 数据，中国互联网发展多年，营收到 2009 年才约为 743 亿，从这个角度来说，网吧行业营收>=互联网行业总营收。

因此，我们必须重新抛弃偏见，重新审视这座“巨大的金矿”。

1.2. 网吧产业链分析

易观的报告中，将网吧产业链细分为七个主体，硬件提供商、软件提供商、游戏/内容/应用服务提供商、监管部门、网吧、广告公司、与网民。

图 4 中国网吧产业链构成



资料来源：易观国际，安信证券研究中心

其中，在软件提供商中，又包含了计费软件、游戏更新软件、无盘软件、安全软件和操作系统。

对于我们理解网吧软件，实际上可以更为简单的划分为两类软件：计费软件与更新软件：

- 1) 计费软件，目前被盛大的万象（吉胜科技）、新浩艺两家瓜分市场；
- 2) 更新软件，顺网科技约占 50% 的市场份额，新浩艺第二，武汉盛天第三。

图 5 中国网吧软件行业典型厂商

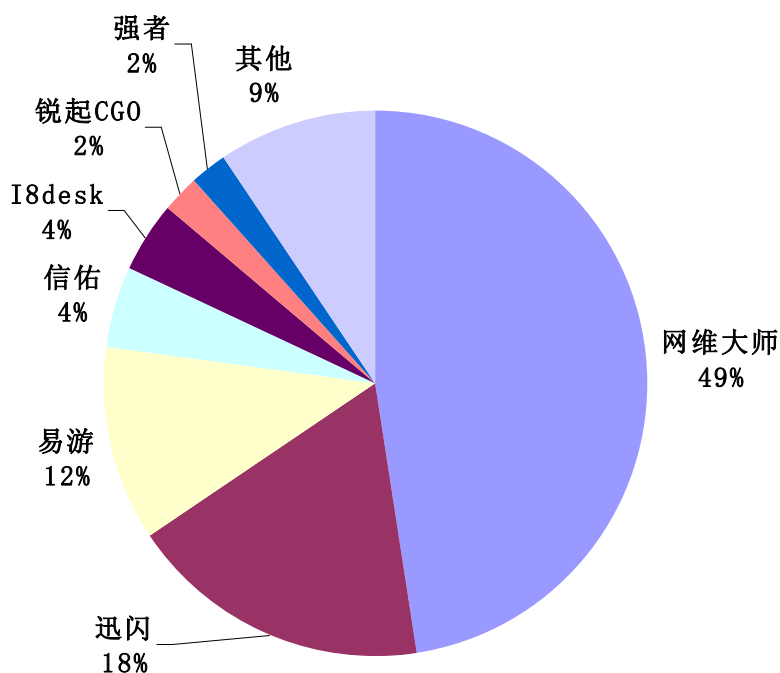


资料来源：易观国际，安信证券研究中心

据易观发布的《中国网吧娱乐产业专题研究报告》显示，截至 2009 年，顺网科技的网维大师占据市场份额的 49%；迅游（上海新浩艺软件）、易游（武汉盛天）的市场份额分别为 18% 和 12%。

其他市场份额被信佑、I8desk 等多家占有。

图 6 2009 年中国网吧游戏更新软件市场份额



资料来源：易观国际，安信证券研究中心

1.3. 占领网吧，软件平台是最有效的渠道。

我们始终不容忽视的问题是，是否存在其他方式去占领网吧：在未来的产业竞争格局中重塑规则，而使得现有的商业逻辑轰然倒塌？

我们采用的排除法：

1) 收购网吧最直接有效，且成功之后可以自主做一切决定。运作的主要方式是融资后逐家谈判，最后全国形成一个或者几个巨大的网吧连锁企业。我们做一测算：每个网吧从牌照到 PC 终端，最保守估计 100 万元一家，这样整合 1 万家网吧就要动用 100 亿元人民币，且 1 万家只占到产业规模的 7%，欲占领 50% 的份额则要耗资 700-800 亿元，因此，动用如此之大的资本去整合市场是件相当复杂、难度的决策；

2) 操作系统。操作系统虽然是较好的互联网入口，但它不会因网吧行业而设立所谓的“围墙”，因此，来自操作系统的竞争可能性几乎没有；

3) 浏览器。浏览器是较好的标的，如 Google 的 chrome，苹果的 Safari，移动互联网上的 UCweb 等。但是浏览器很难占据网吧 PC。理由是，在单机上，浏览器可以通过“云”化、个性化记录使用者的各种习惯。而网吧 PC 每天有 3-5 名使用者，天天换人，PC 不属于某一个人，因此，这种商业模式的“个性化”假设在网吧行业是不成立的。

4) 人海团队。模式是招聘数千人的推广团队，每当有新游戏、应用出现的时候，一个月覆盖全国所有的网吧，逐个推广（因此叫做地面推广）。这种模式被广泛应用于网络游戏公司。但随着人员工资的提高，加之地推时间较久，该模式越来越显得“不经济”，不少网络游戏公司正在大幅削减地推人员数量。

5) 最后，是网吧的两大软件平台，计费软件与更新软件。这两种软件既服务了网吧管理，又方便了网吧网民。计费软件主要完成网民进入网吧之后的计费工作，更新软件主要满足了网民快速搜索、下载娱乐软件的需求，兼有网吧管理功能。

因此，我们的简单结论是，软件平台是最有效的占据网吧，发展网民用户的渠道。换句话说，以更新和计费软件为代表的软件平台具有商业模式的独到性和不可替代性。

2. 顺网科技：娱乐平台的后起之秀

2.1. 公司背景回顾

2.1.1. 股东结构

公司股东结构如下：

图 7 股东结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司的控股股东及实际控制人为华勇，曾在浙江省杭州电信局工作十年，从事新技术开发，曾分别获得国家科委科技进步三等奖，邮电部科技进步一等奖，浙江省科技进步一等奖、三等奖等。2005 年7 月创立杭州顺网信息技术有限公司以来一直为公司法定代表人。

公司拥有一家全资子公司和一家分公司，即杭州宇酷信息技术有限公司及成都分公司：杭州宇酷信息技术有限公司实际从事的主要业务为：互联网娱乐平台个人市场相关产品的设计和推广，无线娱乐相关软件的开发、销售。成都分公司经营范围为：服务：计算机软件的技术开发、咨询、成果转让、计算机系统集成、成年人的非文化教育培训（涉及前置审批项目除外）；批发、零售：通信设备（除专控）、电子元器件、计算机及配件、网络设备。

2.1.2. 商业模式

由于目前积累了 8 万多家网吧和 5000 多万网民用户资源，公司的收入主要来自三个部分。

第一，网维大师的软件销售。网维大师产品由基础功能和付费服务两个部分组成。对于基础功能，网吧客户可以直接从公司网站免费下载并使用。包括三层更新在内的增值服务，则需购买使用增值服务的时间。除少量直销外，公司目前主要通过 1,500 多家遍布全国的代理商销售网维大师付费服务使用时间。公司软件销售收入系销售网维大师一年的使用权。自网维大师授予代理商之日起，开始计算一年的使用期限；自网维大师授予代理商之日起，代理商无权退货；公司只能取得按照与代理商事先约定价格结算的软件销售收益，而代理商从终端网吧处取得的网维大师软件销售收益与公司无关，代理商与终端网吧发生纠纷时，由代理商自行解决，与公司无关。

需要说明的是，公司财务收入的销售费用确认实际上是扣除代理商佣金之后的盈余。软件产生费用的分成比例是：顺网科技 20%，代理商 80%。我们认可该分成比例，代理商有更多的能动性销售，同时也会兼并做好售后服务。

第二，互联网广告收入。利用网维大师平台所形成的媒体传播效应，公司推出星

传媒产品，通过网吧计算机终端向客户提供互联网广告投放及客户端安装服务。广告代理商与公司签订年度广告业务合作的框架协议，约定总的投放金额，投放价格，返利等条款。具体执行时，公司根据最终客户的需要制定详细的广告推广方案及投放排期，并在此基础上计算实际的投放金额，在获得广告代理商及最终客户的认可后进行投放，并向客户提供投放后的效果跟踪报告。公司以广告推广方案及排期表或推广计划表得到客户认可、有关内容已在约定地区和客户终端发布或推广后确认收入，确认金额为经双方确认的排期表或推广计划表中约定的广告或推广金额。公司一般要求新客户先支付 30% 的预付款，对其余款项及老客户一般根据其信用情况给予一至六个月的信用期。网络广告及推广服务提供后，代理商就需要按约定支付服务款；公司只能取得按照与代理商事先约定价格结算的服务款收益，而代理商从广告投放业主处取得的服务款收益与公司无关，代理商与广告投放业主发生纠纷时，由代理商自行解决，与公司无关。

广告收入是顺网科技的主要盈利模式，而且也是未来增长的重要看点之一。

第三，互联网增值收入。由 5000 多万的网民人口带来的流量，将此流量通过联合运营等方式同国内互联网搜索、娱乐及门户等网站展开合作。目前公司互联网增值服务收入主要来自同主流搜索引擎百度合作。

互联网联营收入将会长期存在，但对公司的价值有限。原因有三：

1) 谷歌离开中国后，百度掌握了定价的主动权，提价动力不足；

2) 网吧网民增长是自然的而不是井喷式的；

3) 公司始终寻找能够将流量转化为收入的自营产品，在找到新产品之后，也会影响一部分流量的归属。

2.1.3. 主要产品

1) 网维大师：

游戏更新软件。具有丰富的游戏内容，3000G 以上资源可供下载。对于网吧，不再受病毒的侵扰。核心技术为“还原穿透”技术等。

图 8 网维大师界面



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

2) 星传媒

星传媒是网吧传媒平台，即网络广告入口平台。

图 9 星传媒页面



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

3) 蝌蚪网

蝌蚪网是用户中心，主要功能是个人软件管理、充值等。

图 10 蝌蚪网页面



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

我们可以简单的理解一个场景，当你成为蝌蚪网用户（也就是网维大师的个人注册用户）之后，用户在 A 网吧看了某个电影到 37 分钟，有事离开，下次再来 A 网吧或者到 B 网吧（如果 B 网吧也用网维大师），则登陆之后可以继续观看影片。

当然，更为重要的是，蝌蚪网能够完成计费 and 充值，换句话说，顺网科技好比是淘宝，蝌蚪网则是支付宝。

图 11 蝌蚪网的三大功能

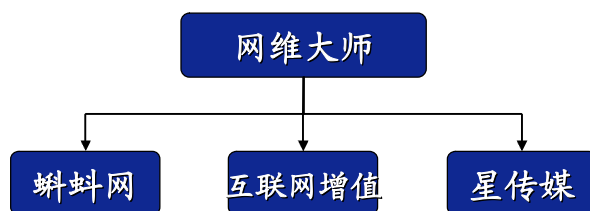


资料来源：公司网站，安信证券研究中心

公司几条产品线关系如下：

- 1) 网维大师聚敛了用户和访问量；
- 2) 互联网增值将流量导出到其他网站，如百度，获取联合运营收益；
- 3) 蝌蚪网将成为支付平台，将流量，通过各种形式的应用转化为自营收入；
- 4) 星传媒是媒体中心，承接来自广告代理商和游戏运营商的广告投放。

图 12 公司产品线的逻辑



资料来源：安信证券研究中心

2.1.4. 竞争地位

公司的主要竞争对手如下：

- 1) **成都吉胜万象**：成立于 2001 年，2003 年 9 月被盛大收购，计费软件排行第一，市场份额约 50%。更新软件 I8 Desk 市占较低。
- 2) **上海新浩艺**：前身为上海浩艺软件技术有限公司，成立于 1998 年 11 月。新浩艺主要专注于网吧软件系统和广告业务的开展，同时依托 Pubwin 和迅闪系统为广告主提供针对网吧用户的广告服务。新浩艺在网吧软件开发历史较长，计费软件市占 50%，更新软件市占约 20%。
- 3) **武汉盛天**：成立于 1998 年，以提供网吧网络游戏更新管理服务为主，同时还包括整合娱乐影音、病毒防护、为广告主提供广告代理等其他服务。其主要产品为易游网娱平台。

同对手相比，公司的优势表现在：

- 1) **在网吧渠道具有领先的市场份额**：易观国际 2010 年 1 月 15 日发布研究报告显示，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。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，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

公司的星传媒产品进行广告宣传，并逐渐开始利用星传媒高效的宣传推广效果取代其过去所广泛使用的地面推广方式。

2) 产品性能独到性：“网维大师”产品具有“穿透还原”和“三层更新”技术。据易观国际和天下网盟等机构对目前市场上主流网吧娱乐平台的评测分析，网维大师产品在安全性、资源数量、更新及时性、稳定性和易用性等关键技术指标方面均处于行业领先地位。

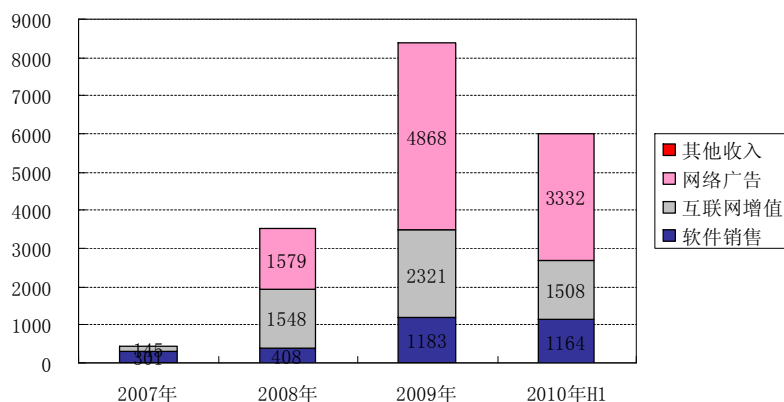
3) 技术人才储备：在系统安全防护关键的底层驱动技术开发方面，公司拥有业内为数不多的技术人员；同其他公司广泛使用开源 BT 作为 P2P 技术基础不同，公司技术人员针对网吧特有的网络环境及下载更新需求，独自开发出差异化文件更新下载 P2P 技术，使数据能够更快更高效地从 IDC 下载更新到网吧服务器，提高公司产品在网吧内容更新方面的效率。

2.1.5. 财务情况回顾

2009 年，公司实现销售收入 8372 万元，较 2008 年增长 136.8%。2010 年上半年，实现收入 6006 万元。

其中，软件销售收入增幅放缓，网络广告、互联网增值在 2010 年都保持了 30% 左右的增幅。

图 13 主营业务收入增长情况（万元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

值得注意的是，尽管软件销售套数持续增加，但软件销售单价下滑明显。2010 年 6 月只有 265 元，约为 2007 年价格的一半。我们判断，未来软件收入将会保持平稳局面，如前所述，原因是这个市场的代理销售模式决定了要保证代理商的利润，才能够保证行业的健康发展。

表 1 软件销售收入变化情况

	2007 年	2008 年	2009 年	2010H1
软件销售（套）	7,049	9,637	43,400	51,385
每套平均销售价格（元）	500	496	319	265
软件收入（万元）	301	408	1183	1362

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

搜索量保持了稳定的发展，并且单价在大幅提高，2009 年至 7.07 元，比 2008 年的 5.78 元增幅为 22%。我们认为，搜索量还会持续增长，但单价基本维持目前水平，除非谷歌再进入中国（这种情况发生的概率也相当的大）。

表 2 互联网增值收入变化情况

	2007 年	2008 年	2009 年
--	--------	--------	--------

搜索量（千次）	311,684	2,676,850	3,169,578
单价（元/千次）	4.66	5.78	7.07
互联网增值收入（万元）	145	1,547	2,241

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

网络广告收入提高，主要是因为客户总量的增加以及资源利用率的上升。

表 3 网络广告收入变化情况

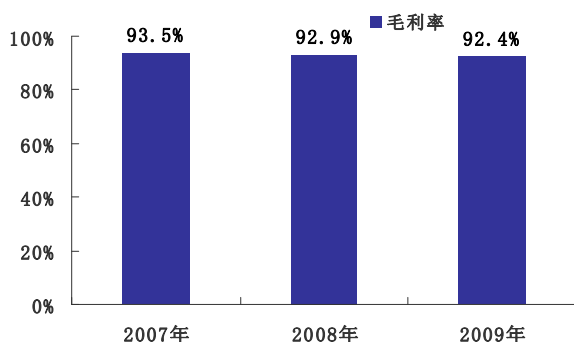
	2008 年	2009 年	2010 年 H1
代理商客户数量	8	18	20
终端广告客户数量	47	55	52
客户数量合计	55	73	72
资源利用率	15%	48%	58%
网络广告收入（万元）	1,579	4,868	3,332

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司三大产品毛利率始终保持在 92% 以上。

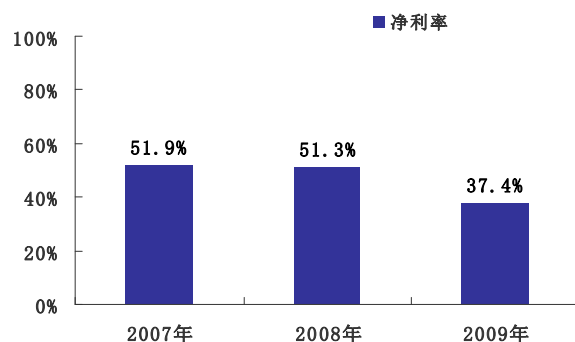
2009 年，净利率大幅下滑至 37.4%，源于公司快速扩张所带来的销售、管理费用的大幅提高。

图 14 主营业务毛利率水平



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 15 主营业务净利率水平



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3. 2011 年，夯实基础的关键之年，发展用户是根本

3.1. 产业成长趋势：3 年无天花板

我们不怀疑该产业的成长能力。出于三个方面的考虑：

- 1) 目前网游公司的广告只投放 8-10% 在网吧，而网吧网民占到游戏群体的 40%，期望未来有 40% 左右的广告投入比重在该领域，也就是目前投入的 3-4 倍；
 - 2) 从前通过地面推广（如金山 1000 人），一个月的时间覆盖全国网吧，现在大部分公司开始减少地面团队（金山 1000 变 100 人），把更多的地推成本投入网吧；
 - 3) 由于软件走向相对垄断的趋势，可以大幅提升广告的单价。
- 在未来三年，我们对该市场的基本判断是每年约为 50% 的增长。

3.2. 公司增长源：四大动力

3.2.1. 网吧/网民的自然增长。

我们认为，尽管 2009 年由于网吧的规范化和经济景气影响了网吧网民的快速增长，但这不会影响网吧、网民的长期、持续、稳定的增长趋势。

网吧在可预见的将来仍将是国内最主要的上网渠道之一，预计中国网吧未来几年将保持 10.2% 的年均复合增长率，到 2012 年国内网吧总数将达到 22.5 万家。公司产品拥有稳定的网吧用户群，公司在此基础上开发的互联网增值服务和网络广告服务具有较大的市场潜力。

3.2.2. 家庭市场的渗透

PC 保鲜盒所面对的个人互联网终端用户的整合，为用户提供包括桌面、输入法、

菜单、游戏存档、个人资料存档等在内的个性化设置。期望能够获得家庭 PC 的规模用户群。

该产品可以理解为家庭市场的“网维大师”。

图 16 PC 保鲜盒界面



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

我们认为，公司涉猎个人市场既有机遇，又有挑战。

机遇有三：

- 1) 顺网科技的“PC 保鲜盒”项目有现实的市场需求，网吧网民回到家，包括个人网民，在娱乐软件下载都在寻求更新快、下载速度快的工具；
- 2) 顺网每天有 2500 万的网吧人口访问，也就是说，具有大量的 P2P 种子资源，较一般竞争对手具有先天的优势，提供更快的下载速度；
- 3) 目前市场上尚未有能够对 PC 机进行深度管理的综合工具（例如 down 机后可一键恢复所有的软件，同时跟踪各类软件是否需要更新等综合类功能）。

挑战有二：

- 1) 迅雷、奇虎的竞争。迅雷下载与奇虎 360 安全系列产品，虽然不能够完全满足 PC 深度管理，但是也有独到之处，如防毒，软件更新，补丁升级等，且市场份额和品牌认知度很高。
- 2) 个人软件市场的逻辑是，一个产品推出来就要非常优秀，再通过口碑传播，用户首次使用觉得不好基本上不会在未来再去下载。从这个意义上讲，这是一个难度很大的市场，存在着相当的不确定性。

但是，个人用户市场一旦成功就是巨大的成功。由该类软件可以扩展的内容有很多，如浏览器，其价值巨大。

3.2.3. “网维大师升级”对网吧无盘市场的延伸。

网维大师升级优化项目的主要收益来自项目投产后由网吧、学校以及酒店等新增用户所带来 ARPU 值收入。公司目标该项目的财务内部收益率为 31.82%，投资回收期约为 5 年，计算期为 10 年。

我们认为，随着公司产品不断稳定，加之全国的营销网络，相信公司会在无盘市场中取得较快的突破。这种突破体现在公司的用户数量会增加。目前，无盘市场容量约为有盘的 1/4。

3.2.4. “用户中心系统项目”丰富后台应用形式。

主要通过为网民提供个性化应用增值服务和付费娱乐内容来实现收入。公司目标该项目的财务内部收益率为 41.17%，投资回收期约为 5 年，计算期为 10 年。

如前所述，公司将在蝌蚪系统上提供支付功能，而游戏联营则为收费提供理由。我们理解，尽管历史上，游戏联营的成功案例不多，如迅雷与畅游。但这取决于合作模式。

若我们将顺网科技当做是联营的推广渠道与收费渠道，而不过份纠结于主运营方和联营方的发展用户如何划分，游戏更新速度是否一致的话，我们还是保持乐观、积极的态度看待这一方向：因为顺网具备独到的支付优势。

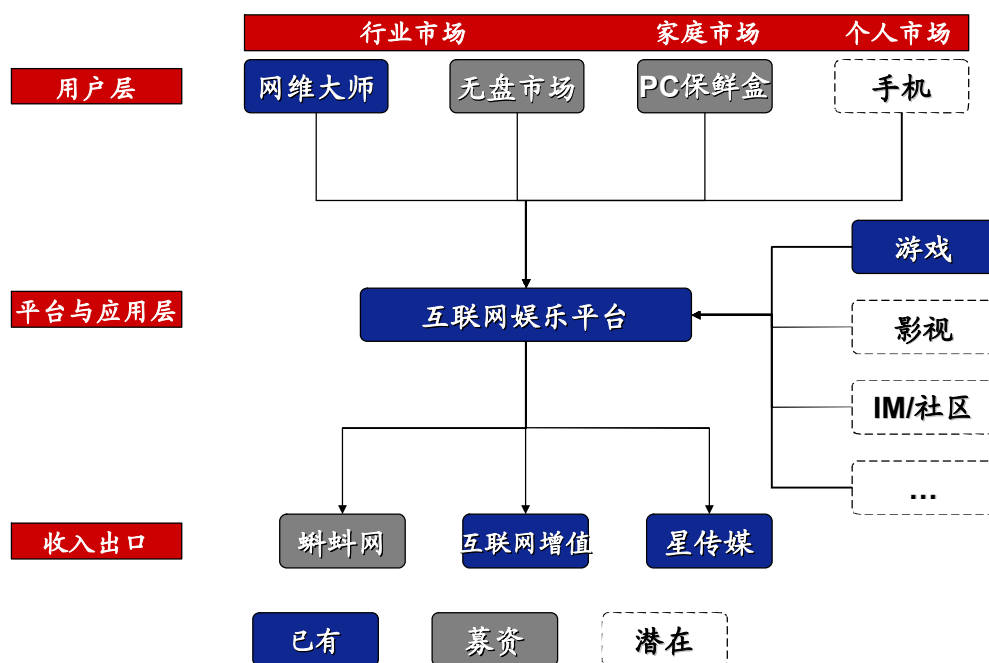
3.3. 公司发展逻辑：广阔的市场，但机遇和陷阱只是一线之隔

公司在招股说明书中只披露了三大项目的投入方向：蝌蚪网（用户中心）、无盘市场、PC 保鲜盒。

以我们对互联网行业的理解，公司未来可能有如下的发展逻辑：

- 1) 定位互联网娱乐平台不动摇；
- 2) 用户层面：通过无盘软件增加在行业市场的份额，PC 保鲜盒涉猎家庭市场，并在时机成熟进入个人市场（移动互联网）；
- 3) 在夯实平台基础功能前提下，谨慎考虑网吧三大应用集（游戏、聊天、看电影）的切入方式；
- 4) 完善收入出口功能群：支付中心、增值出口、广告。

图 17 产业视角下的公司发展逻辑



资料来源：安信证券研究中心

需要指出的是，机遇和陷阱只是一线之隔。主要原因如下

- 1) 用户层面，家庭市场和個人市场的竞争相当激烈，以手机市场为例，有来自腾讯为代表的互联网大鳄，NOKIA、苹果为代表的终端企业，中国移动为代表的电信运营商三足鼎立之争，因此起点的选择非常重要；
- 2) 应用层面，自营/合作，还是开放平台引入第三方应用，是需要慎重思考的。历史上，开心、校内、51 一类的平台走了应用自营或者中间路线，当应用开放时会面临合作伙伴的怀疑。此外，IM/社区、影视、游戏都是大应用，各个领域都有先驱和先烈，匿迹公司的数量不胜枚举。
- 3) 管理层面，视野和能力的双重要求。优秀的互联网企业除了具有全球化的视野，

开放的心态，还要有将商业模式转化为产品和收入的落地能力。顺网科技成立时间尚短（2005 年成立），经历了井喷增长之后，需要有一个平台蓄势期：人才的引入，管理的优化，产品的提升，合作伙伴的稳固，客户的认同等。

这对管理者提出了相当高的要求：看到、把握机遇的同时，制定好公司的稳步发展的战略与轨迹。

因此，综上所述，我们认为，无论选择哪条路，积累平台人气是首要而且毋庸置疑的，未来的方向需要持续观察与探讨。

4. 投资建议

4.1. 可比公司估值

顺网科技在可比互联网公司中，2010 年 PE 接近 100 倍，居互联网 A 股标的之首。

表 4 网络广告收入变化情况

证券代码	证券简称	前收盘价	2009 毛利率%	2009 净利率%	2010PE	2011PE	PB	PS
300033.SZ	同花顺	35.4	90	39	44	32	5	25
002315.SZ	焦点科技	77.68	84	40	59	40	6	40
002095.SZ	生意宝	28.81	88	30	68	48	9	29
300052.SZ	中青宝	23.29	89	52	52	35	3	38
300059.SZ	东方财富	52.19	87	44	71	51	5	44
002148.SZ	北纬通信	38.16	49	22	67	47	7	18
600880.SH	博瑞传播	19.07	51	31	34	29	8	13
300113.SZ	顺网科技	78.99	92	37	98	64	7	57

资料来源：wind，安信证券研究中心

4.2. 投资建议

我们为公司财务估值做以下几个主要假设：

- 1) 广告业务未来能够保持快速发展，约每年 50% 的增长速度；
- 2) 互联网增值处于稳步增长状态，动力来自于流量的增加而非单价的提升；
- 3) 软件销售费用基本保持 2010 年水平；
- 4) 游戏运营明年开始有收入，约为 2000-3000 万元之间；
- 5) 公司因迅速的扩张，人才的引入，适当提升管理、销售成本；
- 6) 2 年内暂时不考虑 PC 保鲜盒收入。

我们预测，2010 年-2012 年，公司收入增幅为 53%、54%、63%；利润增幅为 53%、64%、77%，对应 EPS 为 0.80 元、1.31 元、2.32 元。以当前价格测算，对应市盈率为 98、60、34 倍。

由于，目前价格已经在相当程度反应了公司的内在价值，我们首次给予中性评级，建议目标价在 60-70 元之间。

4.3. 风险提示

4.3.1. 个人市场的挑战

个人市场竞争对手体量大，经验丰富，且最终用户要求较高，不容许有“二次营销”的机会，因此 PC 保鲜盒在推出时就需要具有相对完备的功能，在没有看到产品的完整功能之前，我们尚无法做出判断。

4.3.2. 管理、人才的挑战

高速增长，发展方向的弹性带来的中层管理能力需提升，这需要过程。当然，这与公司未来的发展方向与速度有直接关系。因从产业逻辑来看，公司未来选择较多，

如何切入每一个市场目前尚不能判断，因此该风险目前无法量化。

4.3.3. 销售、管理费用的上升

由于公司处于快速扩张期，在发展市场、引入人才的同时，势必会带来资源上的配置倾斜，体现在销售、管理成本的提高。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-9-11

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	35.4	83.7	128.3	197.6	322.9	成长性					
减: 营业成本	2.5	6.4	9.0	13.8	22.6	营业收入增长率	692.0%	136.8%	53.3%	54.0%	63.4%
营业税费	2.2	5.4	8.2	12.6	20.6	营业利润增长率	755.5%	70.3%	46.1%	74.7%	79.6%
销售费用	5.6	18.1	33.4	47.4	64.6	净利润增长率	682.0%	73.0%	53.0%	63.8%	77.0%
管理费用	5.6	20.0	33.4	47.4	71.0	EBITDA 增长率	723.1%	76.7%	64.9%	76.0%	78.3%
财务费用	-0.5	-0.1	-5.3	-10.3	-11.5	EBIT 增长率	732.9%	74.6%	30.6%	72.4%	88.9%
资产减值损失	0.2	0.3	0.5	0.7	1.2	NOPLAT 增长率	659.4%	77.8%	38.3%	61.5%	85.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	483.1%	81.2%	148.5%	49.9%	46.2%
投资和汇兑收益	-	0.1	-	-	-	净资产增长率	856.2%	76.7%	1294.2%	10.5%	16.9%
营业利润	19.8	33.7	49.2	86.0	154.4	利润率					
加: 营业外净收支	1.0	1.6	4.7	6.5	9.3	毛利率	92.9%	92.4%	93.0%	93.0%	93.0%
利润总额	20.8	35.3	53.9	92.5	163.7	营业利润率	55.9%	40.2%	38.3%	43.5%	47.8%
减: 所得税	2.6	4.0	5.9	13.9	24.6	净利润率	51.3%	37.4%	37.4%	39.8%	43.1%
净利润	18.1	31.4	48.0	78.6	139.1	EBITDA/营业收入	55.4%	41.3%	44.5%	50.8%	55.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	54.4%	40.1%	34.2%	38.3%	44.2%
货币资金	27.3	43.0	666.3	709.2	829.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	19	21	84	131	114
应收帐款	6.1	12.0	21.6	33.3	54.5	流动营业资本周转天数	208	205	221	222	217
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	190	192	1,044	1,305	908
预付帐款	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	应收帐款周转天数	29	35	42	41	40
存货	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	-	-	-
其他流动资产	0.1	0.4	0.6	1.0	1.7	总资产周转天数	210	235	1,188	1,499	1,063
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	229	232	340	393	355
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	59.8%	58.6%	6.4%	9.5%	14.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	48.9%	43.3%	6.2%	9.0%	13.4%
固定资产	3.1	6.5	53.5	89.8	113.8	ROIC	267.7%	81.6%	62.2%	40.5%	50.0%
在建工程	-	1.5	16.3	15.3	15.1	费用率					
无形资产	-	-	0.1	0.2	0.3	销售费用率	15.8%	21.7%	26.0%	24.0%	20.0%
其他非流动资产	0.3	8.8	16.0	21.5	22.0	管理费用率	15.9%	23.9%	26.0%	24.0%	22.0%
资产总额	37.1	72.5	774.6	870.5	1,036.6	财务费用率	-1.5%	-0.1%	-4.1%	-5.2%	-3.6%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	30.2%	45.5%	47.9%	42.8%	38.4%
应付帐款	1.9	7.4	9.2	14.2	23.2	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	18.3%	26.1%	3.7%	5.3%	7.0%
其他流动负债	4.9	10.2	16.6	27.0	41.4	负债权益比	22.4%	35.4%	3.8%	5.5%	7.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	4.96	2.94	24.20	16.26	12.18
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	4.96	2.94	24.20	16.26	12.18
负债总额	6.8	18.9	28.5	45.8	72.7	利息保障倍数	-35.96	-406.46	-8.25	-7.33	-12.38
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	10.0	45.0	60.0	60.0	60.0	DPS(元)	-	0.15	-	-	-
留存收益	20.3	8.5	686.2	764.8	903.9	分红比率	0.0%	28.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	30.3	53.5	746.2	824.8	963.9	股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	18.1	31.4	48.0	78.6	139.1	EPS(元)	0.30	0.52	0.80	1.31	2.32
加: 折旧和摊销	0.3	1.9	13.2	24.8	36.2	BVPS(元)	0.50	0.89	12.44	13.75	16.07
资产减值准备	0.2	0.3	0.5	0.7	1.2	PE(X)	261.5	151.2	98.8	60.3	34.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	156.4	88.5	6.4	5.7	4.9
财务费用	-	-	-	-5.3	-10.3	P/FCF	-347.8	22,083.4	-85.9	-635.4	241.7
投资收益	-	-0.1	-	-	-	P/S	134.1	56.6	36.9	24.0	14.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	73.0	41.6	23.2
营运资金的变动	0.9	4.6	-3.1	-0.9	3.4	CAGR(%)	63.1%	64.3%	65.2%	65.9%	55.4%
经营活动产生现金流量	19.6	36.8	53.3	92.7	168.4	PEG	4.1	2.3	1.5	0.9	0.6
投资活动产生现金流量	-3.3	-14.3	-80.1	-60.1	-60.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	9.0	-6.8	650.0	10.3	11.5	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

王学恒，通信、互联网行业分析师，谢菲尔德大学 MBA，早年曾服务于华为技术有限公司，上海贝尔阿尔卡特，后联合创立了百纳电信咨询、亚华科技，在通信业务咨询、互联网运营领域积累了丰富的产业经验，2010 年 7 月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034