

TMT 行业

顺网科技 (300113)

公司调研报告

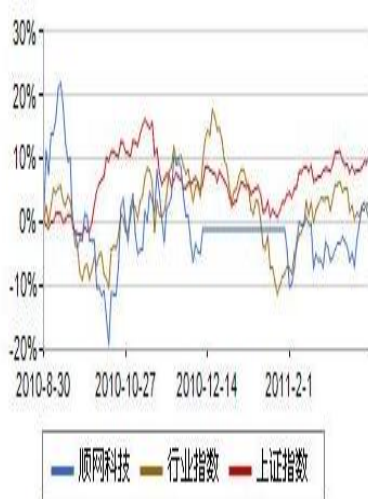
评级：增持 维持

收盘价 (元) 70.46

网维综合娱乐平台航母已然起航

市场数据

52 周内高	88.87
52 周内低	54.95
总市值(百万元)	4227.60
流通市值(百万元)	1056.90
总股本(百万股)	60.00
A 股(百万股)	60.00
一已流通(百万股)	15.00
一限售股(百万股)	45.00
B 股(百万股)	0.00
H 股(百万股)	0.00



投资要点:

- 公司收购新浩艺，网吧市场结束“双寡头”格局。公司在去年底完成对新浩艺的收购，结束网吧娱乐平台市场的双寡头垄断格局，使得公司的市场占有率从约 45% 上升到 80% 以上，覆盖终端数超过 1000 万台，囊括网民数量超过 1.3 亿。
- 公司今年将上马 PC 保鲜盒业务，预计未来 2~3 年将给公司带来实质性受益。公司将以 PC 保鲜盒为切入点，进军个人和家庭用户市场，将网维大师的成功经验从网吧推广至更大客户群体和市场，并将考虑在两大平台基础上衍生推出移动互联网业务，进一步增强客户黏性。
- 公司将进一步扩大网游联运和星媒体推广业务。公司在实现对网吧平台市场的垄断后，议价能力将会大幅提升，在网游联运和星媒体推广方面将会进一步加大力度，对公司业绩将会有实质性贡献。
- 风险提示：1、网吧本身的发展受到政策的制约；2、PC 保鲜盒业务的开展低于预期；3、公司对新浩艺的整合未能达到溢价效应，在网游联运和星媒体业务的开展方面低于预期。
- 盈利预测及估值分析。随着对新浩艺收购的完成，公司将在 2011 年迎来高速扩张时期，在网游联运和新媒体推广市场将会获的快速增长，预计公司 2011~2012 年 EPS 将分别达到 1.38 和 2.42。给予公司“增持”评级。

相关研究

《顺网科技发行定价报告》
2010.08.06

TMT 行业研究小组
证书编号 S0120209080060

联系人
李明选
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
<http://www.tebon.com.cn>

重要财务指标

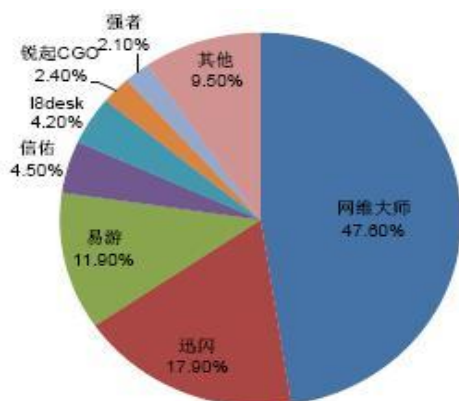
单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	35.36	83.72	140.00	252.00	441.00
收入增幅 (%)	692.00%	136.80%	67.22%	80.00%	75.00%
净利润	18.13	31.35	45.92	82.83	145.12
净利增幅 (%)	681.96%	72.97%	46.46%	80.38%	75.19%
毛利率 (%)	92.93%	92.42%	92.96%	92.96%	92.96%
ROE (%)	59.83%	58.58%	48.31%	48.74%	48.18%
摊薄 EPS (元)	0.302	0.523	0.765	1.381	2.419

1. 公司收购新浩艺，终结“双寡头”时代

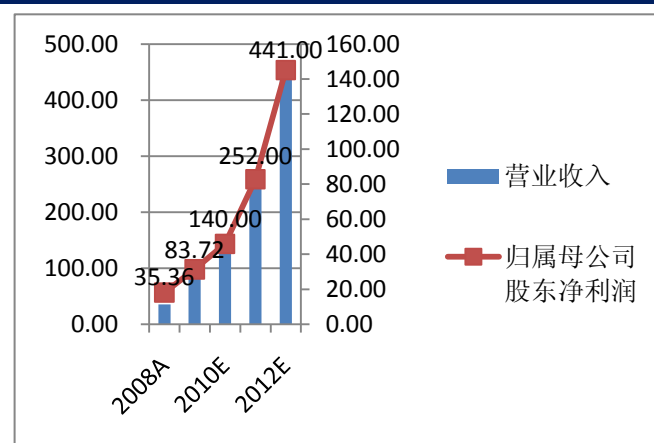
新浩艺是国内最大的网吧技术服务提供商，拥有十一年网吧服务经验和相关技术积累，产品涵盖 Pubwin 计费系统、信佑和迅闪有盘无盘游戏更新系统、影音新视界电影系统等全线网吧产品。并且获得著名风险投资商 IDG、红杉资本和百度上千万美元的投资，资金实力雄厚，关联公司众多。在网维市场上，新浩艺是公司最大敌手，麾下迅闪及信佑两款产品分别占全国市场的 24.24% 和 8.11%。

图 1：网吧局域网维护市场份额图



资料来源：公司招股说明书

图 2：公司营业收入和净利润增长情况



资料来源：德邦证券研究所

今年年初，公司宣布拟以现金加股权的方式（合计约 4.8 亿元）收购上海新浩艺软件有限公司、上海凌克翡尔广告有限公司、上海派博软件有限公司、上海信御计算机科技有限公司以及上海翊广信息技术有限公司等五个公司 100% 股权，拉开了创业板上市公司收购大幕。一俟收购完成，公司将终结网维领域的“双寡头”格局。

市场普遍认为，该项收购将诞生网维领域的航母级公司。鉴于网维用户的高黏性特征，预计公司在未来的 3~5 年内将充分享受垄断带来的溢价效应。

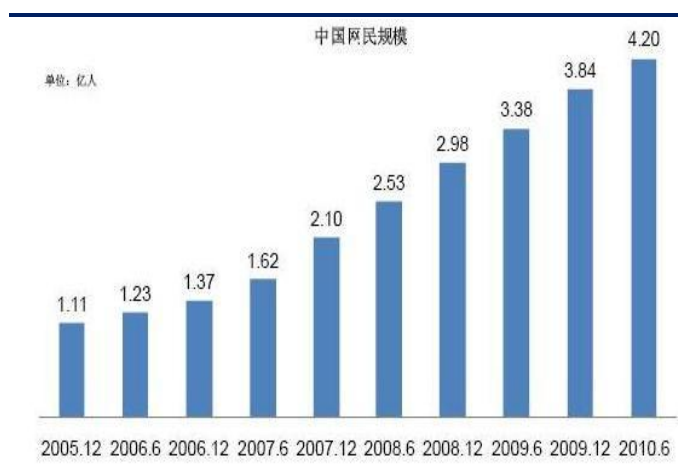
2. 以 PC 保鲜盒为切入点，突入个人家庭用户市场

在公司上市之初，即有对 PC 保鲜盒的募投规划。公司的最初考虑是公司的主营业务过于集中在网吧领域，不利于公司长远健康的发展，面对快速增长的个人和家庭用户，有必要开发能满足其需求的综合娱乐平台软件。

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。同网吧终端一样，个人终端同样面临着安全维护管理与内容管理相结合的互联网娱乐需求。借助网维大师产品的成熟技术，利用现有庞大的网吧终端用户，把部分网吧终端用户转换成为公司的个人互联网终端用户，实现产品和服务的自然延伸和拓展，在此基础上公司将继续利用既有的代理商推广模式和其他市场推广手段拓展新客户。

按照公司的既定计划，PC 保鲜盒最早可能 6 月份就能正式与客户见面，最晚可能在 9 月份推出，主要针对上网习惯相对固定的初级客户。

图 3：中国网民数量增长情况



资料来源：CNNIC

图 4：网民上网行为统计

排名	应用	使用率	类别
1	网络音乐	82.5%	网络娱乐类
2	网络新闻	78.5%	信息获取类
3	搜索引擎	76.3%	信息获取类
4	即时通信	72.4%	交流沟通类
5	网络游戏	70.5%	网络娱乐类
6	网络视频	63.2%	网络娱乐类
7	电子邮件	56.5%	交流沟通类
8	博客应用	55.1%	交流沟通类
9	社交网站	50.1%	交流沟通类
10	网络文学	44.8%	网络娱乐类
11	网络购物	33.8%	商务交易类
12	论坛/BBS	31.5%	交流沟通类
13	网上支付	30.5%	商务交易类
14	网上银行	29.1%	商务交易类
15	网络炒股	15.0%	商务交易类
16	旅行预订	8.6%	商务交易类

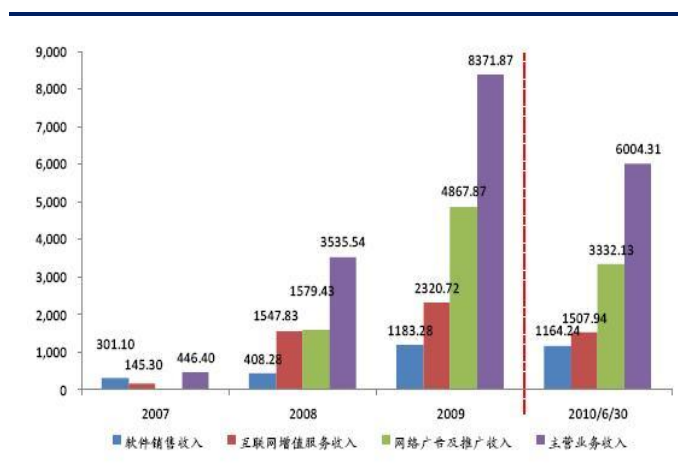
资料来源：CNNIC

3. 以收购为契机，大力推进网游联运和星传媒业务

网吧作为网游的最大消费市场，对各大游戏厂商的重要性不言而喻。公司在完成对新浩艺的收购后，已经牢牢掌握了网游的传播渠道，议价能力的提升也是不言而喻的。

在目前200多家网游厂商的市场环境下，仅仅几十家主要媒体平台显然是不够的，资源的稀缺性可见一斑。

图 5：公司主营业务占比情况



资料来源：公司年报

图 6：中国网络游戏行业规模增长情况



资料来源：艾瑞咨询

公司去年以网游联运和星媒体业务为代表的互联网增值业务占比大约22%，增长了约30%。今年公司将趁着收购新浩艺的东风，进一步拓展上述两项业务，在稳定百度、腾讯、盛大、完美时空的基础上，不断发掘巨人、网易等新客户的价值，逐步提升ARPU值。随着越来越多的网络游戏公司，选择用效果型媒体与玩家互动，作为效果型媒体代表的顺网科技及其主打产品之一的星传媒产品将会有更大的市场空间。

总而言之，今年对公司发展是关键性一年，公司超常规、跨越式发展的可能性很大。

图 7：星传媒的主要广告形式

星传媒的主要广告形式



资料来源：公司网站

图表 02 公司盈利预测 （单位：百万元）

报表预测					
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	35.36	83.72	140.00	252.00	441.00
减：营业成本	2.50	6.35	9.86	17.75	31.06
营业税金及附加	2.16	5.35	8.95	16.11	28.20
营业费用	5.60	18.15	35.00	60.48	105.84
管理费用	5.61	20.02	35.00	65.52	114.66
财务费用	-0.54	-0.08	-1.29	-2.53	-4.61
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	52.48	94.66	165.85
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	52.48	94.66	165.85
减：所得税	2.63	3.96	6.56	11.83	20.73
净利润	18.13	31.35	45.92	82.83	145.12
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	45.92	82.83	145.12
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	24.50	36.78	78.14	146.56	262.99
应收和预付款项	6.24	12.20	16.38	35.06	54.95
存货	0.00	0.00	N/A	N/A	N/A
其他流动资产	0.11	0.39	N/A	N/A	N/A
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	N/A	N/A	N/A
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	N/A	N/A	N/A
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	N/A	N/A	N/A
负债合计	3.70	11.85	N/A	N/A	N/A
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	49.02	123.93	255.16
归属母公司股东权益	30.29	53.52	95.05	169.95	301.19
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	95.05	169.95	301.19
负债和股东权益合计	34.00	65.37	390.72	697.60	1226.66

现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	19.61	36.81	44.46	73.82	125.70
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	-3.10	-5.40	-9.28
现金流量净额	25.35	15.74	41.36	68.43	116.42

资料来源:德邦研究所

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。