

顺网科技（300113） 互联网娱乐

—互联网娱乐平台行业的领导者

2010年8月11日

投资要点:

- ◆ **国内最大的互联网娱乐平台服务商** 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5,000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。
- ◆ **受益于互联网快速发展，互联网娱乐服务快速崛起** 公司所处行业是基于互联网的快速发展而产生的网络娱乐服务及其广告增值服务行业，行业的快速发展受益于近几年互联网的快速发展以及互联网娱乐形式的多样化发展。互联网时代的到来，引领了网络应用服务的快速崛起，在各种各样的互联网应用服务中，互联网娱乐服务占据了半壁江山，互联网平台应用而生，并随着用户数量及粘性的提高，互联网娱乐平台增值服务多样化，互联网平台作为新兴行业正在迅速成长壮大。
- ◆ **站稳网吧娱乐平台，布局与无线互联网娱乐领域** 2009年年底，公司网维大师产品已覆盖全国8万余家网吧，市场占有率47.6%，领先第二名29.7个百分点，公司在网吧互联网娱乐平台的龙头地位已奠定。随着3G牌照的不断发放，无线互联网业务正在不断兴起，作为互联网娱乐业务的领导者，公司进入无线互联网娱乐业务将成为必然趋势。
- ◆ **募投项目分析** 公司此次募投项目围绕互联网娱乐主业，项目以国内规模最大的网民首选互联网娱乐平台运营商为发展目标，分别投入网维大师升级优化项目，PC保鲜盒项目以及用户中心系统三个项目，募投项目是主要业务的延伸、拓展及加强。
- ◆ **申购建议** 我们预计公司2010/2011/2012年每股收益将分别达到0.80/1.23/1.68元。可比上市公司中，2010/2011/2012年均值动态均值分别为62/43/30倍，司2010年合理估值水平分别为45—50倍，对应的合理价格为36—40元。建议申购区间32—36元。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	84	128	212	307
营业收入增长率	137%	53%	65%	45%
净利润（百万元）	31	48	74	101
净利润增长率	73%	52%	54%	37%
EPS（元）	0.70	0.80	1.23	1.68
ROE	58.6%	7.4%	10.6%	12.9%

基础数据

流通股(百万股)	15
总股本(百万股)	60
所有者权益(百万元)	75
净资产收益率	65.7%
每股净资产(元)	1.66
资产负债率	19.65%

股东信息

大股东名称	华勇
持股比例	45.2%

联系方式

研究员:	邹翠利
执业证书编号:	S0020109061421
电话:	021-51097188-1922
电邮:	zoucuili@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国安徽省合肥市寿春路179号(230001)

目 录

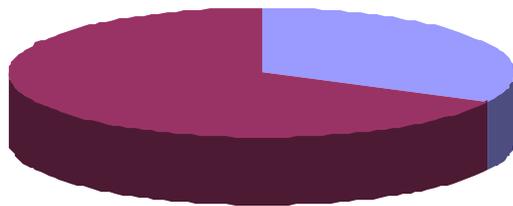
第 1 部分 公司概况	3
1.1 互联网广告已成为公司的主要收入来源	3
1.2 公司的控股关系.....	3
第 2 部分 行业发展分析.....	4
2.1 互联网技术迅速发展	4
2.2 互联网娱乐呈爆发式增长	5
2.2 互联网娱乐平台价值不断提升.....	7
第 3 部分 公司投资亮点及募投项目分析	8
3.1 主营业务快速发展期+盈利能力高+财务稳健	8
3.2 站稳有线互联网业务，布局个人 PC 业务与无线互联网业务	9
3.3 募集资金投向项目分析.....	10
第 4 部分 估值与投资建议	11
4.1 盈利预测	11
4.1 估值比较与投资建议	11
图 1 2007 年公司各主营业务收入占比	3
图 1 2010 年中期公司各主营业务收入占比	3
图 3 公司的股权结构	4
图 4 中国网民的规模（单位：亿人）	5
图 5 中国互联网行业规模（单位：亿元）	6
图 6 中国网吧总数（单位：万家）	7
图 7 互联网娱乐平台价值链分析	7
图 8 公司近几年收入与利润情况	8
图 9 公司近几年毛利率水平维持高位	9
图 10 公司近三年三项费用情况（单位：百万）	9
图 11 互联网娱乐平台网吧覆盖率情况	10
表 1 公司发行前后控股关系	3
表 2 国内网民主要的网络应用服务	5
表 3 网络娱乐应用增长情况	6
表 4 募投集金投项情况	10
表 5 公司分业务收入与增长情况	11
表 6 相关可比上市公司估值水平	11
表 7 财务估值报表	12

第 1 部分 公司概况

1.1 互联网广告已成为公司的主要收入来源

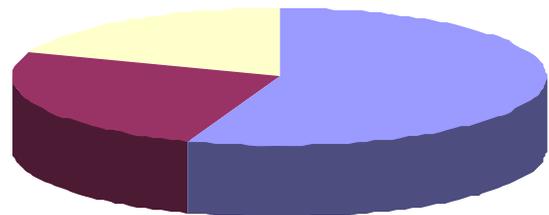
公司主要从事互联网娱乐平台的设计、推广、网络广告推广及互联网增值服务相关业务。公司针对网吧渠道设计推出的互联网娱乐平台产品“网维大师”，凭借业内领先的穿透还原和三层更新技术为网吧在系统维护和娱乐内容更新管理方面提供了卓越的解决方案，积累了 8 万余家网吧和 5,000 多万网民用户资源，成为目前国内网吧渠道内最为强大及成熟的互联网娱乐平台。

图 1 2007 年公司各主营业务收入占比



■ 互联网增值服务收入 ■ 软件销售收入

图 2 2010 年中期各主营业务收入占比



■ 网络广告及推广服务收入 ■ 互联网增值服务收入
■ 软件销售收入

资料来源:公司定期报告、国元证券投资研究中心

2007 年, 公司的主营业务主要是互联网增值服务收入与软件销售收入, 随着互联网娱乐发展迅速以及市场对公司互联网娱乐平台规模效应和价值的认可。到 2010 年, 网络广告及推广服务已成为公司主营业务收入的主要来源, 占公司主营业务收入 50% 以上。

1.2 公司的控股关系

公司前身杭州顺网信息技术有限公司成立于 2005 年 7 月 11 日。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%。

表 1 公司发行前后控股关系

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量(万股)	持股比例(%)	持股数量(万股)	持股比例(%)
华勇	2,712.15	60.27	2,712.15	45.20
寿建明	856.35	19.03	856.35	14.27
深圳盛凯	440.55	9.79	440.55	7.34
许冬	198.45	4.41	198.45	3.31
程琛	198.45	4.41	198.45	3.31
顺德科技	94.05	2.09	94.05	1.57
其他流通股股东	-	-	1,500.00	25.00
合计	4,500.00	100.00	6,000.00	100.00

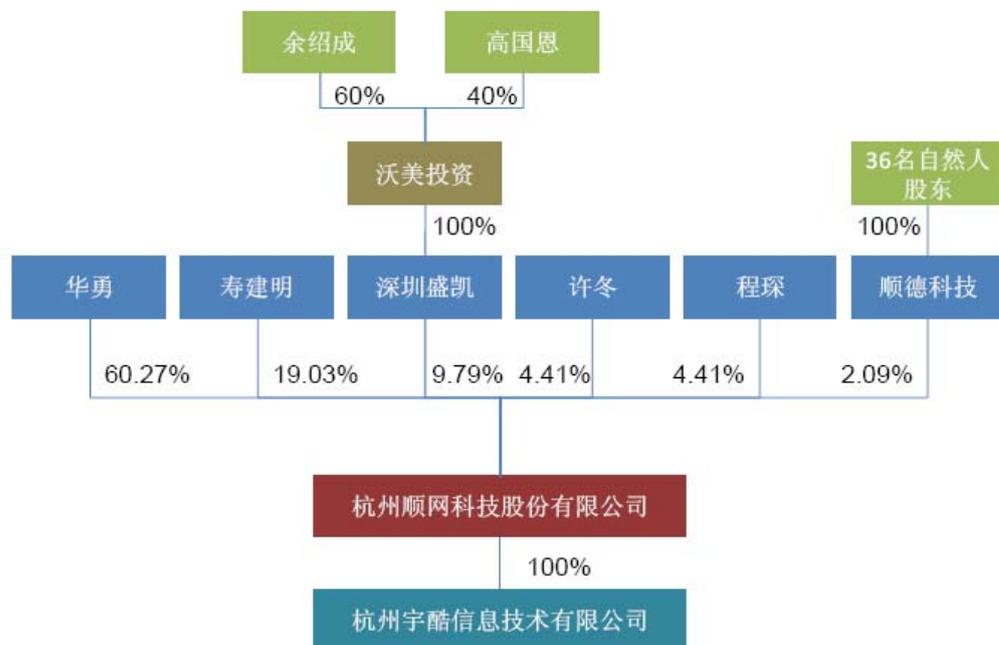
资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究中心

公司控股股东和实际控制人为华勇。本次发行前, 华勇先生持有公司 60.27% 的股权。发行后, 华勇先生持有公司股权 45.2%, 仍为公司的实际控制人。

公司共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, 子、分公司。宇酷信息将根据其业务定位, 从事无线娱乐相关软件的开发、销售。成都分公司主要负责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。

图 3 公司的股权结构



资料来源:公司招股说明书、国元证券研究中心

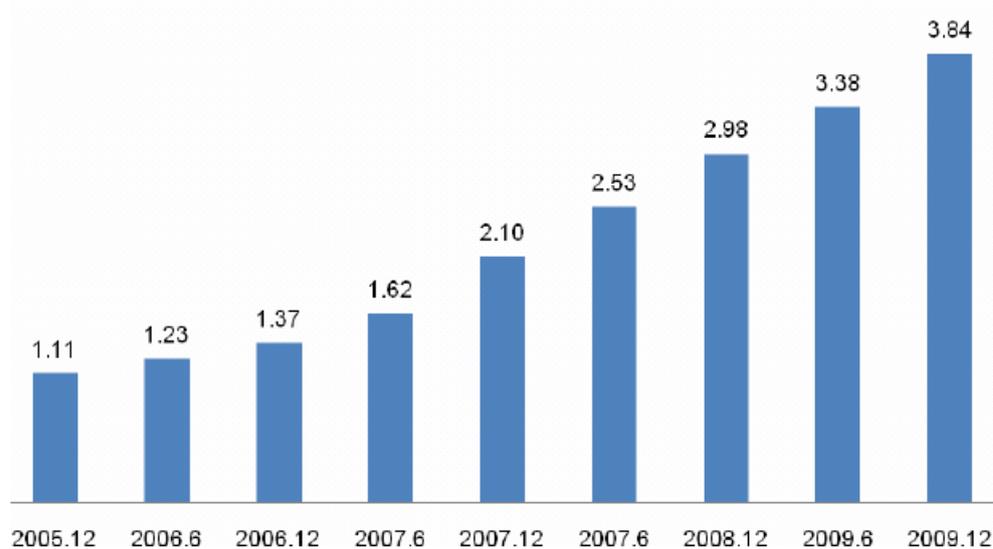
第 2 部分 行业发展分析

公司所处的行业属于互联网娱乐行业，是基于互联网的快速发展而产生的网络娱乐服务及其广告增值服务行业，行业的快速发展受益于近几年互联网的快速发展以及互联网娱乐形式的多样化发展。互联网时代的到来，引领了网络应用服务的快速崛起，在各种各样的互联网应用服务中，互联网娱乐服务占据了半壁江山，互联网平台应用而生，并随着用户数量及粘性的提高，互联网娱乐平台增值服务多样化，互联网平台作为新兴行业正在迅速成长壮大。

2.1 互联网技术迅速发展

互联网自 20 世纪 60 年代诞生以来以几何级增速覆盖全球，目前已被全世界 240 多个国家和地区的 10 多亿的用户使用。CNNIC 最新数据显示，截至 2009 年底，中国网民规模已达到 3.84 亿，较 2008 年底增长 28.9%，网络普及率达 28.9%，超过全球平均水平 25.6%。继 2008 年中国网民规模超过美国成为全球第一之后，中国的互联网普及再次实现飞跃，赶超全球平均水平。预计中国经济在今后的几年仍将保持较高的增长率，居民的收入水平及消费水平将日趋改善，越来越多的居民开始使用互联网。因此，我国互联网行业仍然拥有广阔的用户市场和发展空间。

图 4 中国网民的规模（单位：亿人）



资料来源:公司招股说明书、国元证券研究中心

随着互联网的普及以及技术的进步，各种形式的网络应用产品不断涌现，互联网应用的领域不断拓宽。互联网应用由早期的信息浏览发展到网络娱乐、信息获取、交流沟通、商务交易等多元化应用。

表 2 国内网民主要的网络应用服务

排名	应用	使用率	类别
1	网络音乐	83.5%	网络娱乐类
2	网络新闻	80.1%	信息获取类
3	搜索引擎	73.3%	信息获取类
4	即时通信	70.9%	交流沟通类
5	网络游戏	68.9%	网络娱乐类
6	网络视频	62.6%	网络娱乐类
7	博客应用	57.7%	交流沟通类
8	电子邮件	56.8%	交流沟通类
9	社交网站	45.8%	交流沟通类
10	网络文学	42.3%	网络娱乐类
11	论坛/BBS	30.5%	交流沟通类
12	网络购物	28.1%	商务交易类
13	网上银行	24.5%	商务交易类
14	网上支付	24.5%	商务交易类
15	网络炒股	14.8%	商务交易类
16	旅行预订	7.9%	商务交易类

资料来源:公司招股说明书 国元证券研究中心

从以上的统计数据可以看出，网络音乐、网络视频和网络游戏三项网络娱乐应用的使用率均达到 60%以上。网络娱乐已成为中国互联网用户的主要应用之一。

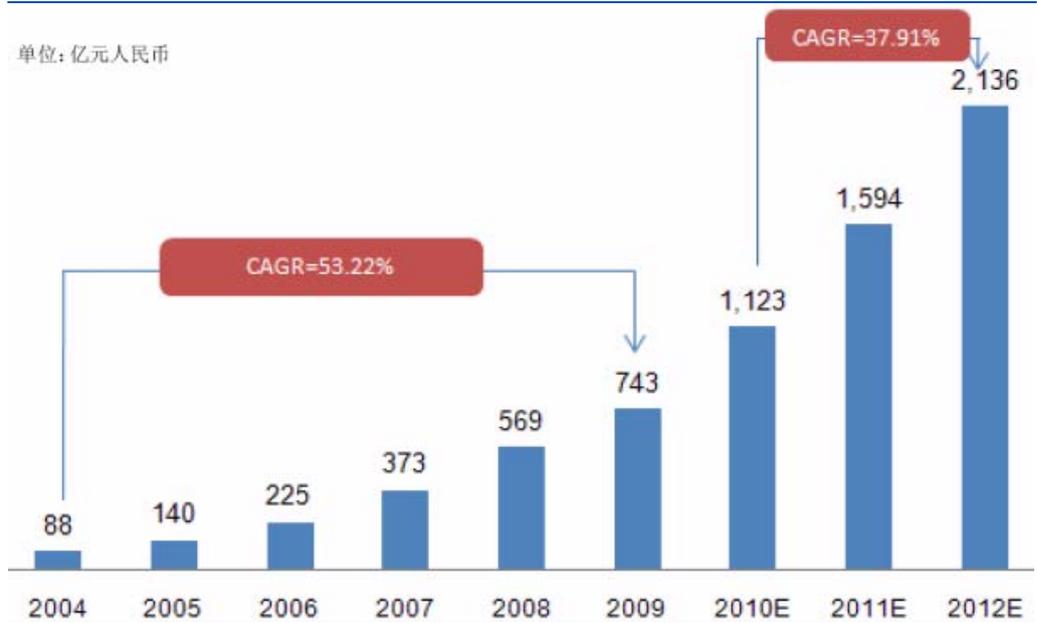
互联网的快速普及和网络应用的丰富推动了中国互联网行业的高速发展。根据艾瑞咨询统计,2009 年中国互联网行业市场规模达 743 亿元人民币,预计 2012 年达到 2,136 亿元人民币,2010 年至 2012 年年均增长率达 37.91%。

2.2 互联网娱乐呈爆发式增长

网络娱乐作为主要的互联网应用，在整个互联网行业中占据重要地位。特别是网络游戏，经过近 10 年的发展，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，2009 年中国网络游戏市场规模为 271 亿元人民币，占中国互联网产业规模的 36.5%。预计到 2012 年中国网络游戏市场规模将达到 495 亿元，2010 年至 2012 年年均增长率高达 21.02%。

图 5 中国互联网行业规模（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书、国元证券研究中心

与现实生活中的娱乐相比，包括网络游戏在内的互联网娱乐具有低成本的显著优势，经济周期对网络娱乐业影响不大。

表 3 网络娱乐应用增长情况

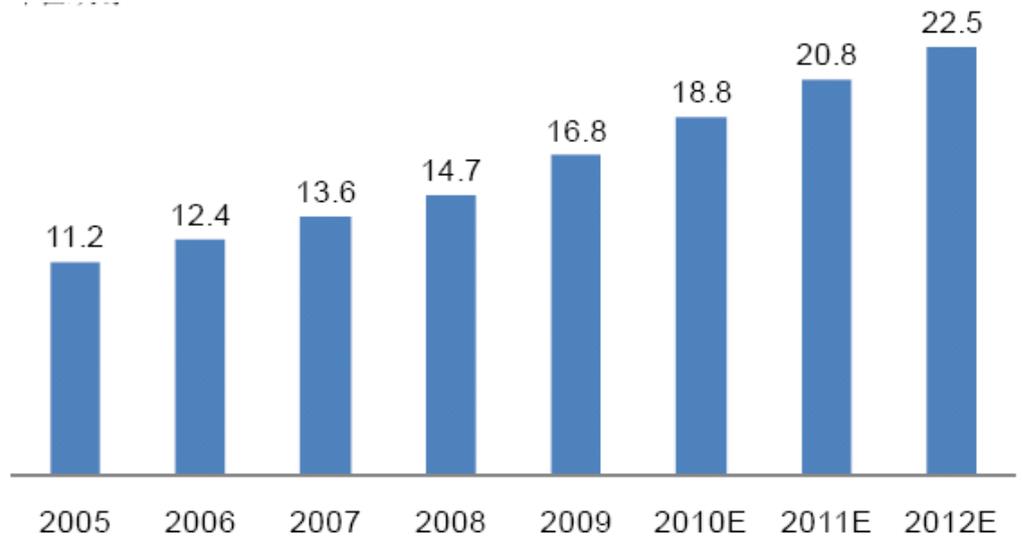
网络娱乐应用	2008年底		2009年底		变化	
	使用率 (%)	网民规模 (万人)	使用率 (%)	网民规模 (万人)	增长量 (万人)	增长率 (%)
网络游戏	62.8%	18,700	68.9%	26,454	7,754	41.5%
网络音乐	83.7%	24,900	83.5%	32,074	7,174	28.8%
网络视频	67.7%	20,200	62.6%	24,044	3,844	19.0%

资料来源：公司招股说明书、国元证券研究中心

随着互联网娱乐的迅速发展，娱乐内容日渐丰富，更新频繁。互联网用户往往需要通过多种不同渠道获取娱乐内容，不仅费时费力且难以及时对内容进行更新，因此亟需一个能够对多种形式的娱乐内容进行分类汇总并及时更新的渠道，以方便用户迅速便捷地一站式地接触使用包括网络游戏、影视及音乐等在内的互联网娱乐内容。在这种情况下，互联网娱乐平台应运而生。

网吧作为国内网民最主要的上网渠道之一，近年来发展迅速。根据 CNNIC2010 年 1 月公布的中国互联网络发展状况统计报告，中国网民在网吧上网的比例达 35.1%，是仅次于家庭网民上网的第二大场所。据易观国际统计，截至 2009 年底，中国网吧总数达 16.8 万家，终端数超过 1,200 万台，汇聚国内近 1.5 亿的常规网民。

图 6 中国网吧总数（单位：万家）



资料来源:公司招股说明书、国元证券研究中心

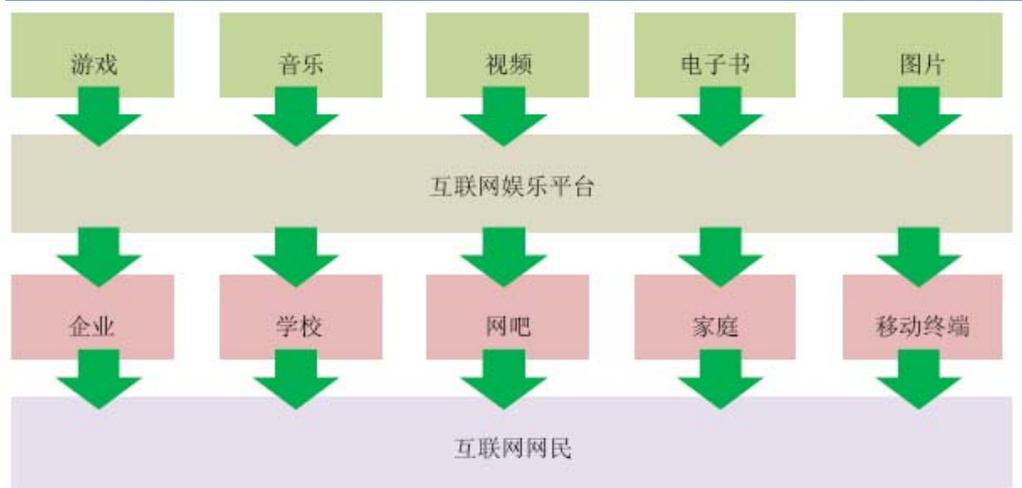
在互联网应用及娱乐内容快速发展的同时，通过网络进行传播的病毒和木马日益泛滥，成为影响网吧正常运营的关键因素。为了能正常营业，避免网民在使用互联网应用及娱乐过程中客户端遭受木马和病毒等的破坏性入侵，需要通过防火墙及还原保护等手段对系统进行安全防护。传统还原方式主要依赖网吧技术人员，以手动方式通过克隆盘技术对网吧内客户端系统进行还原处理，费时费力、效率低下，无法适应日益扩大的网吧规模。

公司经过自主开发推出拥有自主知识产权的网维大师平台，通过业内领先的“穿透还原”及“三层更新”技术，将系统安全防护及娱乐内容更新管理有机结合在一起，不仅解决了网吧安全管理和系统维护的技术难点，同时提升了网吧内互联网娱乐用户的体验和满意度。

2.2 互联网娱乐平台价值不断提升

互联网娱乐平台是指通过网吧、酒店等公共上网场所的计算机终端、个人家庭电脑或移动终端，对海量互联网娱乐内容进行组织、管理、分发、更新，为网民提供安全、便捷、个性化互联网娱乐服务的平台产品。

图 7 互联网娱乐平台价值链分析



资料来源:公司招股说明书、国元证券研究中心

互联网娱乐平台行业的上游主要是互联网娱乐内容供应商，下游主要包括网吧、家庭及移动终端等在内的互联网上网渠道以及网民这一互联网娱乐平台的最终用户。

互联网娱乐平台作为衔接上游内容供应商及下游用户的桥梁和门户，对双方都具有重要的价值和意义。对于内容供应商而言，互联网娱乐平台提供了一个能够对内容进行有效组织管理和更新的平台，使得内容能够以有效方式呈现在最终用户面前。同时，互联网娱乐平台庞大的用户基础也是内容供应商迅速获取用户资源的最有效渠道之一。

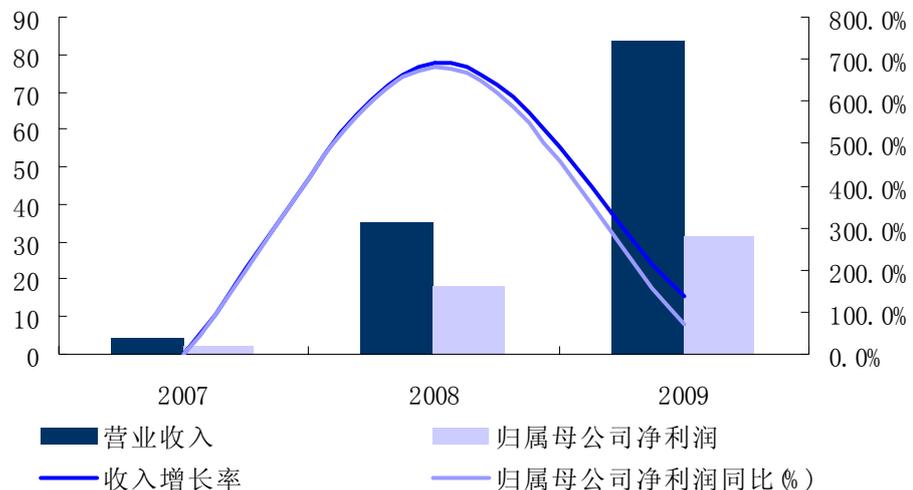
第3部分 公司投资亮点及募投项目分析

3.1 主营业务快速发展期+盈利能力高+财务稳健

公司近几年收入与利润处于快速增长期，近两年收入与净利润增长率超过 10%，公司业务的高速发展主要得益于用户数的快速上升及用户价值的提升，公司所处的行业与其他行业不同，客户数量的增长呈现羊群效应，因此公司的搜索引擎业务价格，随着公司客数数量的上升呈上涨趋势。

现阶段，公司为了拓宽客户群体，给予中间代理商优厚的利润，网维大师官方报价 1200/年，公司卖给代理商只有 400 元/年左右。未来随着公司客数数量的丰富，公司议价能力将不断提高，未来用户价值提升空间依然较大。

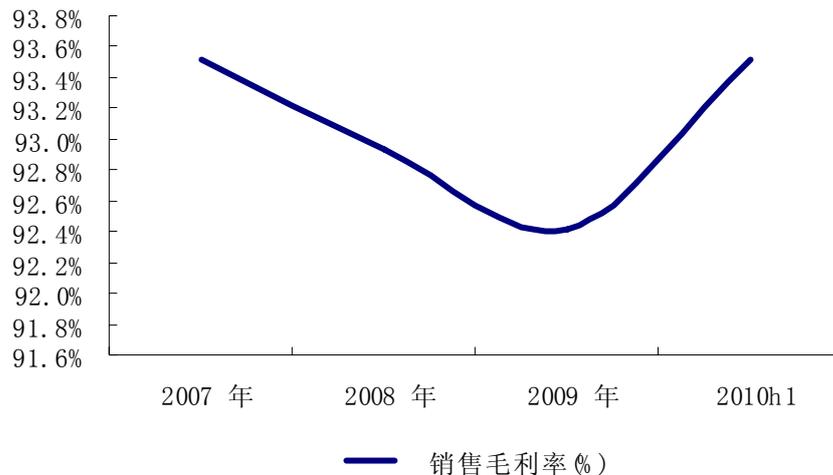
图 8 公司近几年收入与利润情况



资料来源:WIND、国元证券研究中心

公司所处的互联网行业具有高毛利的行业属性，公司近三年来毛利率水平一直维持在天 92%以上的高水平，目前互联网信息服务行业内已上市主要企业 2007 年、2008 年和 2009 年的平均毛利率分别达到 81.05%、77.35%和 80.91%。公司的毛利率高于行业平均水平。

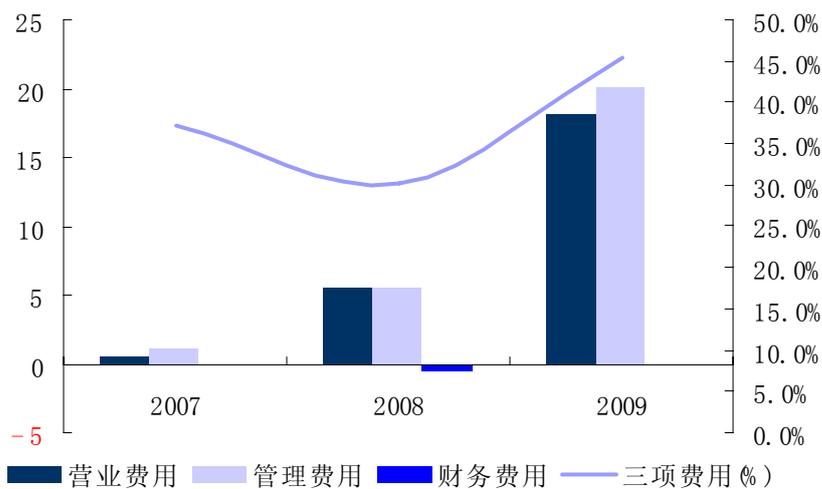
图9 公司近几年毛利率水平维持高位



资料来源:WIND、国元证券研究中心

公司三项费用相对稳健，公司近三年销售费用率呈稳步上升的态势，销售费用占比的逐年升高主要是由于公司为进一步扩展市场，发展增值业务，加大销售环节力度，增加销售费用的支出所致。较高的销售费用率，为公司后续业务发展奠定了良好的基础。

图10 公司近三年三项费用情况（单位：百万）



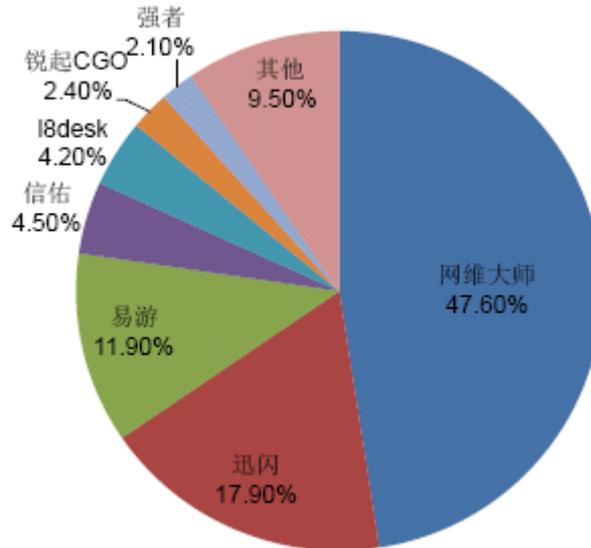
资料来源:WIND、国元证券研究中心

3.2 站稳有线互联网业务，布局个人 PC 业务与无线互联网业务

公司成立之初，以销售网维大师软件为盈利方式，通过服务创新，公司率先以免费向网吧提供网维大师产品，通过产品性能来吸引网吧客户，风时针对网吧的特点，提供包括内容更新在内的增值付费服务，将基于软件产品的付费增值服务作为新的利润来源，从而迅速取得行业领先地位，实现盈利增长。

2006 年以前，国内网吧的互联网娱乐平台厂商主要是上海新浩艺和武汉盛天，2006 年公司推出网维大师后，公司互联网娱乐平台在网吧的覆盖率快速上升，2007 年年底，公司实现两万家网吧的覆盖率，超过竞争对手成为业内市场份额最高的企业，截至 2009 年年底，公司网维持大师产品已覆盖全国 8 万余家网吧，市场占有率达 47.6%，领先第二名 29.7 个百分点，牢固树立了领先的市场地位，竞争对手已遥不可及。公司在互联网娱乐平台的龙头地位已奠定。

图 11 互联网娱乐平台网吧覆盖率情况



资料来源:公司招股说明书、国元证券研究中心

随着 3G 牌照的不断发放, 无线互联网业务正在不断兴起, 作为互联网娱乐业务的领导者, 公司进入无线互联网娱乐业务将成为必然趋势, 公司目前也已在积极探索无线互联网娱乐项目; 同时, 随着中国经济的快速发展, 网吧市场增长将逐步放缓, 因此, 个人 PC 业务也是值得去尝试的新业务。个人 PC 保鲜盒业务也是此次募投项目之一, 公司在站网吧市场的同时, 积极布局新的新业务, 开拓新市场, 公司未来的发展潜力依然较大。

3.3 募集资金投向项目分析

公司此次募投项目围绕互联网娱乐主业, 项目以国内规模最大的网民首选互联网娱乐平台运营商为发展目标, 分别投入网维大师升级优化项目, PC 保鲜盒项目以及用户中心系统三个项目, 募投项目是主要业务的延伸、拓展及加强。

表 4 募投集金投项情况

序号	项目名称	募集资金投资	第一年		第二年		第三年	
			投资额	比例 (%)	投资额	比例 (%)	投资额	比例 (%)
1	网维大师升级优化项目	8,031	3,595	44.76	2,414	30.06	2,022	25.18
2	PC 保鲜盒项目	5,507	2,438	44.27	1,541	27.98	1,528	27.75
3	用户中心系统项目	7,071	2,729	38.59	2,532	35.81	1,810	25.60
合计		20,609	8,762	42.52	6,487	31.48	5,360	26.00

资料来源:公司招股说明书 国元证券研究中心

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。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, 将有利于公司进一步巩固其在网吧互联网娱乐平台市场的优势地位。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。随着个人电脑及宽带的普及, 个人终端将逐渐发展成为互联网娱乐的中心。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对网维大师所面对的网吧终端用户以及 PC 保鲜盒

所面对的个人终端用户的整合，使用户无论通过何种终端进入公司的互联网娱乐平台，都能通过统一的帐号享受到个性化的互联网娱乐体验。

第 4 部分 估值与投资建议

4.1 盈利预测

通过上述对公司的分析，我们对公司未来三年经营情况进行简单的预测，我们预测假设依据如下表所述，

表 5 公司分业务收入与增长情况

(单位: 万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
软件销售收入	408.30	1183.30	1774.95	2751.17	4401.88
同比增长	35.60%	189.80%	50.00%	55.00%	60.00%
网络广告及推广收入	1579.40	4867.90	7788.64	10514.66	12617.60
同比增长		208.20%	60.00%	35.00%	20.00%
互联网增值服务收入	1547.80	2320.70	3248.98	3898.78	4678.53
同比增长	965.20%	49.90%	40.00%	20.00%	20.00%
联运营业收入				4000	8000
PC 保鲜盒收入					1000
总收入	3535.50	8371.90	12812.57	21164.61	30698.00
毛利率	93%	92%	90%	89%	88%

资料来源: 国元证券研究中心

根据我们的假设，我们预计公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 0.80/1.23/1.68 元。

4.1 估值比较与投资建议

公司的主营业务属于新业态，交叉行业，我们选取了上市公司中与公司主营业务相对相似的上市公司。

表 6 相关可比上市公司估值水平

证券代码	证券简称	2010E	2011E	2012E
002095.SZ	生意宝	64	43	33
300033.SZ	同花顺	50	35	23
300059.SZ	东方财富	74	53	37
002315.SZ	焦点科技	59	40	27
	算术平均	62	43	30

资料来源: 国元证券研究中心

可比上市公司中，2010/2011/2012 年均值动态均值分别为 62/43/30 倍，在可比上市公司中，同花顺与东方财富与公司同属于创业板，且主营业务具备较大的相似度，因此，我们认为，公司 2010 年合理估值水平分别为 45—50 倍，对应的合理价格为 36—40 元。建议申购区间 32—36 元。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn