

计算机

署名人:王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与者: 崔莹

CPA, CFA Charter pending candidate

执业证书编号: S0960110080220

0755-82026717

cuiying@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 84.99元

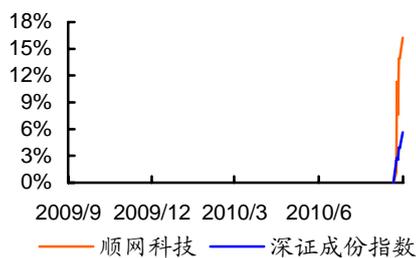
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	11682.70
总股本(百万)	60
流通股本(百万)	12
流通市值(亿)	10
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	0.89
资产负债率	26.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
顺网科技	0.00	0.00	0.00
深证成份指数	6.76	16.91	-5.34



相关报告

顺网科技

300113

中性

网络广告业务前景广阔, 网游联合运营有望成为新蓝海

投资要点:

- 公司是领先的互联网娱乐平台运营商。致力于为网民提供全方位、个性化的网上娱乐体验, 并充分利用公司在互联网娱乐领域的平台优势开发并提供多种形式的增值服务。公司股权激励机制完善, 业绩高速增长, 2007-2009年, 营业收入和归属于母公司股东净利润复合增长率分别为 333%和 268%。
- 网吧行业有继续存在并发展的空间。文化部在《2009年中国网吧市场年度报告》中肯定了网吧为经济和社会发展发挥了积极作用, 网吧互联网娱乐场所的定位契合了我国互联网娱乐属性, 这些是网吧存在的基础。我们认为未来向农村市场拓展和城市流动人口数量保持在较高水平保证了网吧继续发展的空间。
- 公司娱乐平台价值凸显。网吧网民是互联网娱乐领域的消费主力, 其较高的用户价值和公司“网维大师”平台在网吧渠道的市场份额决定了“网维大师”平台是公司持续发展的基础。
- 各项业务分析。“网维大师”平台销售业务是公司扩大平台市场份额的前提; 互联网增值服务业务有望成为公司稳定的收入来源; 网络广告及推广业务空间广阔; 网游联合运营业务如果获得成功, 将会极大的提高公司业绩。
- 募投项目助力公司互联网娱乐平台战略。募投项目同公司互联网娱乐平台战略高度相关, 所有项目均以进一步扩大用户群体和提升用户粘性为目标, 是公司成为国内领先的互联网娱乐平台运营商的重要前提。
- 给予公司中性的投资评级。我们预计公司 2010-2012 年收入分别为 1.21 亿, 2.24 亿和 3.43 亿, 增速分别为 45%、85%和 53%; 归属于母公司股东净利润分别为 0.49 亿, 0.85 亿和 1.22 亿, 增速分别为 56%、74%和 44%; EPS 分别为 0.82 元、1.42 元和 2.04 元。我们看好公司长期的投资前景, 但是短期股价涨幅较大, 暂时给予公司中性的投资评级。建议投资者密切关注公司在网游联合运营领域的进展, 我们认为该领域很可能是公司业绩的爆发点。
- 风险提示: 公司能否在家庭电脑娱乐领域成功复制网吧娱乐领域的业务模式存在较大不确定性。公司业务涉及上游(游戏、影视和音乐等)版权问题, 互联网的开放性使用户可能通过公司的互联网娱乐平台使用未经授权的娱乐内容, 从而给公司带来相应的版权风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	84	121	224	343
同比(%)	137%	45%	85%	53%
归属母公司净利润(百万元)	31	49	85	122
同比(%)	73%	56%	74%	44%
毛利率(%)	92.4%	93.0%	93.0%	93.0%
ROE(%)	58.6%	6.9%	10.6%	13.3%
每股收益(元)	0.52	0.82	1.42	2.04
P/E	153.09	97.98	56.43	39.18
P/B	89.68	6.71	6.00	5.20
EV/EBITDA	142	91	48	32

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司简介：领先的互联网娱乐平台运营商	6
1.1 领先的互联网娱乐平台运营商	6
1.2 从网吧游戏更新软件到互联网娱乐平台	8
1.3 股权结构	8
1.4 业绩高速增长	9
二、网吧、网吧网民和娱乐平台	9
2.1 网吧行业有继续存在并发展的空间	9
2.1.1 网吧对经济和社会发展起到积极作用	9
2.1.2 网吧是国内网民最主要的上网渠道之一	10
2.1.3 网吧行业未来仍有发展空间	12
2.1.4 网吧行业规模预测	14
2.2 网吧网民是互联网娱乐领域的消费主力	14
2.2.1 网吧网民基本特征分析	14
2.2.2 网吧网民消费以娱乐为主	15
2.2.3 网吧网民在互联网娱乐领域 ARPU 值较高	15
2.3 公司娱乐平台价值凸显	16
2.3.1 互联网娱乐平台是公司持续发展的基础	16
2.3.2 “网维大师”是网吧渠道规模最大的娱乐平台	16
2.3.3 用户价值和市场份额决定了公司的平台价值	18
三、各项业务分析	20
3.1 “网维大师”平台销售业务	20
3.2 互联网增值服务业务	21
3.3 网络广告及推广业务	22
3.3.1 网络广告及推广业务简介	22
3.3.2 “网维大师”平台在网游推广中优势明显	23
3.3.3 网络广告及推广业务空间广阔	25
3.4 新蓝海：网游联合运营	25
3.4.1 网游联合运营渐成趋势	25
3.4.2 “网维大师”平台用户资源优势明显	25
3.4.3 蓄势待发，驶向蓝海	26
四、募投项目助力公司互联网娱乐平台战略	26
五、盈利预测与投资建议	28
5.1 盈利预测的关键假设	28
5.2 结论和投资建议	29
六、风险提示	29
6.1 募投项目风险	29
6.2 版权风险	30

图目录

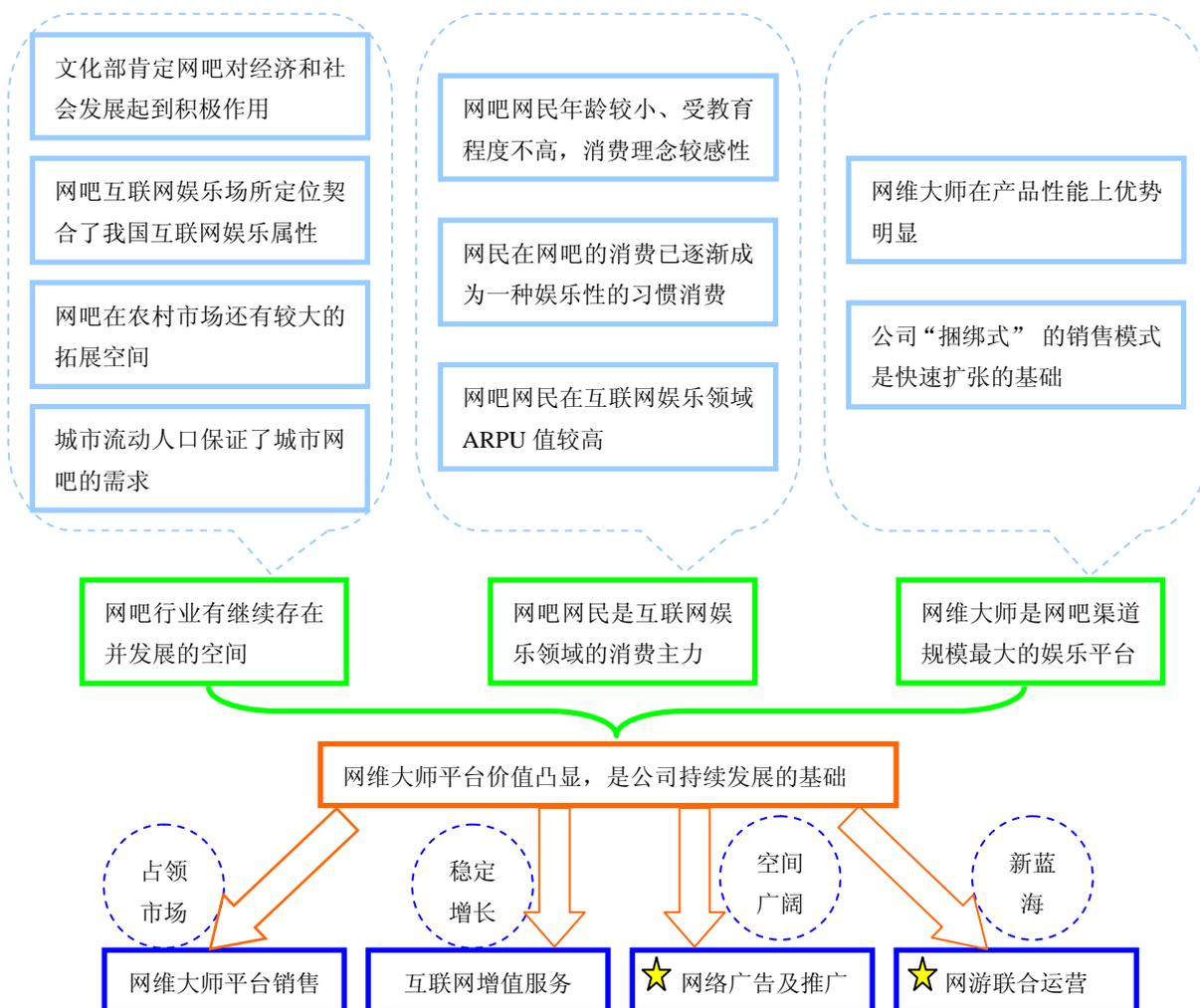
图 1: 投资逻辑图	5
图 2: 2007-2009 年分业务收入金额 (单位: 万元)	6
图 3: 2007-2009 年收入结构	6
图 4: “网维大师” 服务器端界面	7
图 5: “网维大师” 客户端界面	7
图 6: 从游戏更新软件到互联网娱乐平台	8
图 7: 发行前股权结构图	9
图 8: 2007-2010 年 1H 公司收入增长情况	9
图 9: 2007-2010 年 1H 公司利润增长情况	9
图 10: 2009 年互联网行业构成	10
图 11: 2009.12-2010.06 网络游戏用户对比	11
图 12: 2009.12-2010.06 网络视频用户对比	11
图 13: 大型网络游戏用户游戏地点	12
图 14: 网民使用电脑上网场所比例统计	12
图 15: 网吧网民数量变化情况	12
图 16: 网民城乡比例对比	13
图 17: 网吧数量预测	14
图 18: 网吧网民数量预测	14
图 19: 网吧网民年龄分布	14
图 20: 网吧网民职业分布	14
图 21: 网吧网民学历分布	15
图 22: 网吧网民月收入分布	15
图 23: “网维大师” 售价对比 (单位: 元/年)	18
图 24: 2009 年娱乐平台覆盖网吧数量市场份额	18
图 25: 2009 年娱乐平台覆盖网吧 PC 数量市场份额	18
图 26: 娱乐平台改变网吧广告推广方式	19
图 27: 中国互联网娱乐服务行业规模预测	20
图 28: 2007-2010 年 1H 收费网吧数 (单位: 个)	20
图 29: 2007-2010 年 1H 平均售价 (单位: 元/个)	20
图 30: 公司来源于谷歌收入及占比 (单位: 万元)	21
图 31: 搜索引擎整体市场规模 (单位: 亿元)	21
图 32: C2C 电子商务成交金额 (单位: 亿元)	21
图 33: 2007-2010 年 1H 搜索流量 (单位: 千次)	22
图 34: 2007-2010 年 1H 搜索单价 (单位: 元/千次)	22
图 35: 软件加载页广告	22
图 36: 桌面壁纸广告	22
图 37: banner 条广告	23
图 38: TIPS 广告	23
图 39: 公司广告服务示意图	24
图 40: 产品投放成本比较 (单位: 元/千人)	24
图 41: 募投项目示意图	27

表目录

表 1: 2009.12-2010.6 各类网络应用使用率及排名变化	10
表 2: 近年来网吧行业鼓励、引导类政策一览	13
表 3: 网络服务使用情况统计	15
表 4: 网吧娱乐平台产品性能比较	17
表 5: 主要竞争对手情况	18
表 6: 公司网络广告及推广业务明细	23
表 7: 网游联合运营中运营商代表	25
表 8: 公司募投项目情况 (单位: 万元)	27
表 9: 募投与公司现有业务关系	27
表 10: 盈利预测表	28

本文的投资逻辑图

图 1: 投资逻辑图



资料来源：中投证券研究所

一、公司简介：领先的互联网娱乐平台运营商

1.1 领先的互联网娱乐平台运营商

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，对于游戏、视频、音乐等互联网娱乐产品及服务进行组织、管理、分发和更新的平台级软件产品。

公司是国内领先的互联网娱乐平台运营商，致力于为网民提供全方位、个性化的网上娱乐体验，并充分利用公司在互联网娱乐领域的平台优势开发并提供多种形式的增值服务。

公司收入主要包括软件销售（即网维大师付费服务使用时间的销售）、互联网增值服务（主要是搜索流量分成）和网络广告及推广服务（主要是网络游戏推广）三部分。

近年来，公司各项业务收入稳步提高。从收入结构看，随着公司互联网娱乐平台软件“网维大师”市场份额的提高，平台价值不断凸显，互联网增值服务和网络广告及推广服务的占比也不断增加。

图 2：2007-2009 年分业务收入金额（单位：万元）

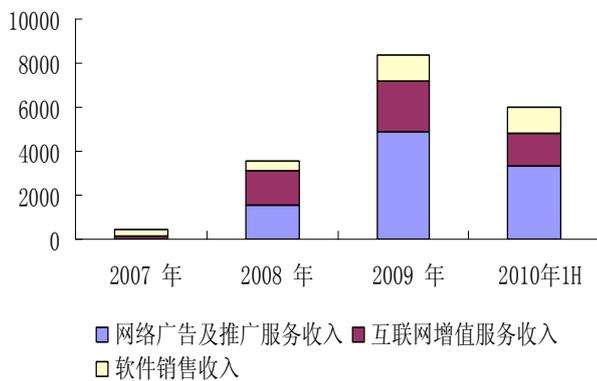
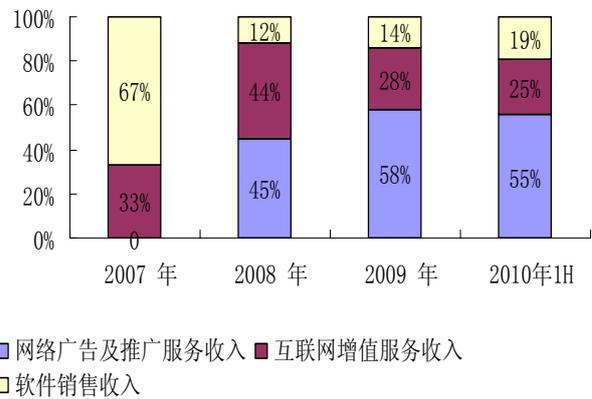
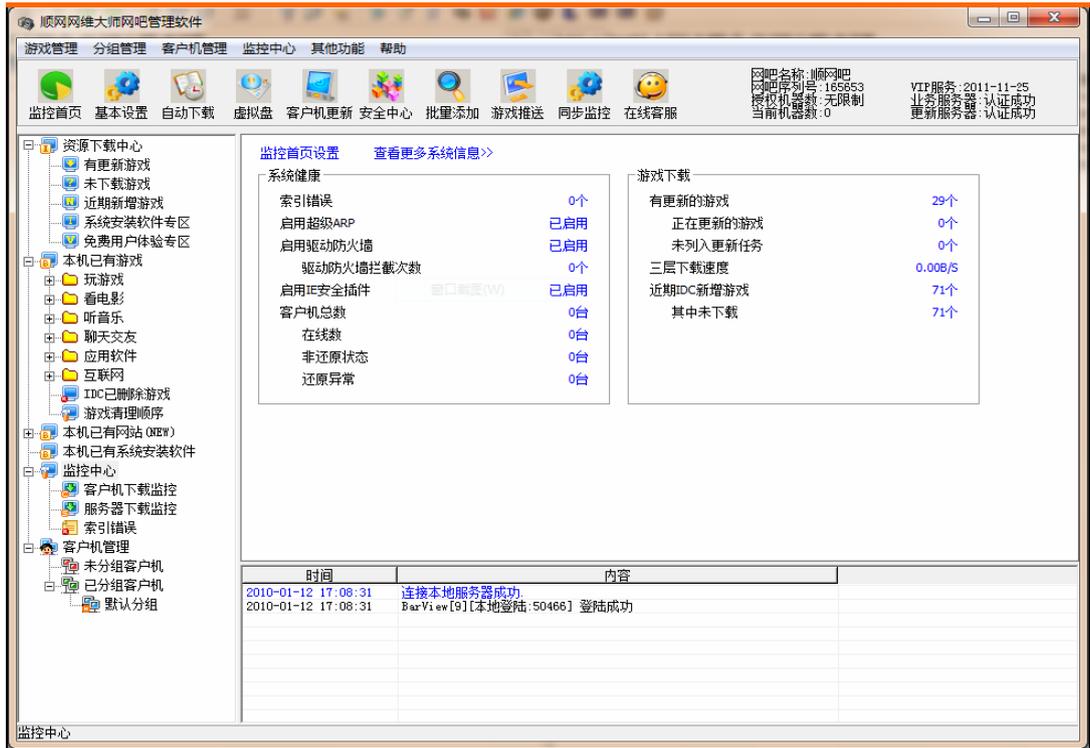


图 3：2007-2009 年收入结构



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所

图 4：“网维大师”服务器端界面



资料来源：公司网站，中投证券研究所

图 5：“网维大师”客户端界面



资料来源：公司网站，中投证券研究所

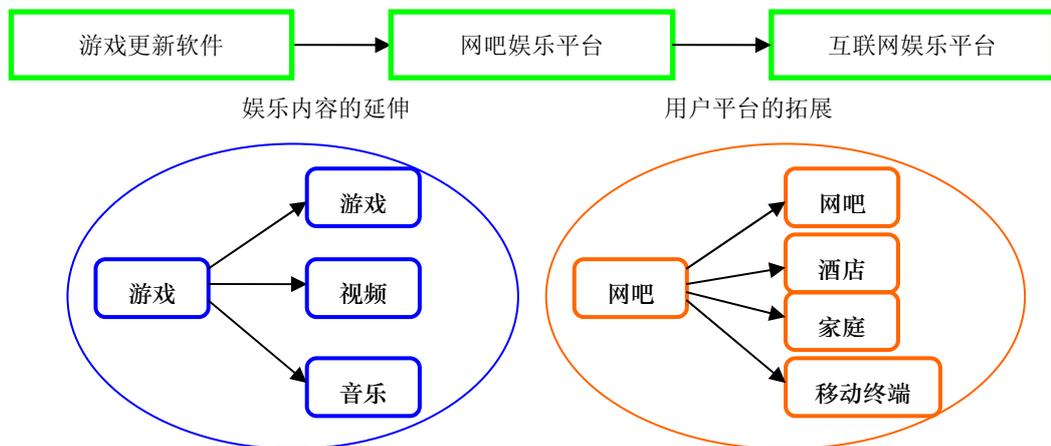
1.2 从网吧游戏更新软件到互联网娱乐平台

公司以网吧游戏更新软件为切入点进入网吧渠道，凭借产品的技术优势和“为合作伙伴争取更多利益”的销售策略，迅速扩大市场份额，仅用1年多时间就全面超越了同类企业5年的发展，成为了行业第一。

同时，在经营模式方面，公司将“以产品为导向”的行业模式转向了“以服务为导向”，逐步增加软件功能，将游戏更新软件“网维大师”打造成组织、管理、分发和更新各种互联网娱乐内容的平台，以服务网民在游戏、视频、音乐等方面的娱乐需求。

公司已计划将互联网娱乐平台从目前的网吧渠道拓展到酒店、学校、会所等公共互联网应用场所以及家庭个人互联网市场，并通过用户中心系统的建设，整合各种渠道的终端用户，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。

图 6: 从游戏更新软件到互联网娱乐平台

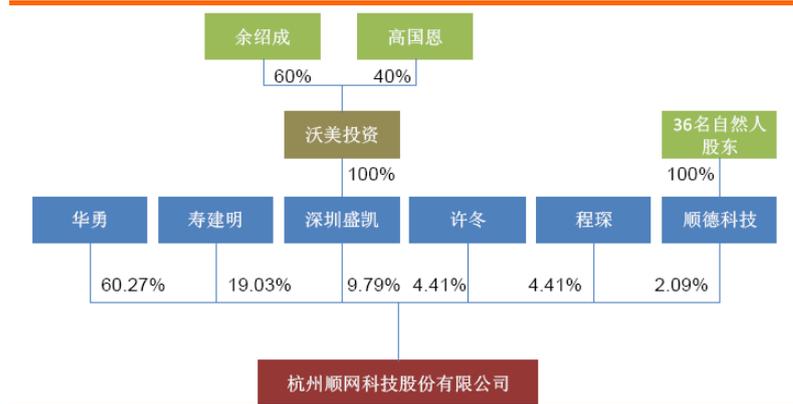


资料来源：中投证券研究所

1.3 股权结构

董事长华勇是公司实际控制人，持有公司发行前股本的 60.27%，曾在杭州电信局工作多年，拥有超过 10 年的企业运营与管理经验；总经理寿建明持有公司发行前股本的 19.03%，99 年开始经营连锁网吧，拥有超过 10 年的行业研究经验；副总经理许冬和研发中心经理程琛为公司核心技术人员，分别持有公司发行前股本的 4.41%。顺德科技是公司的股权激励平台，其 36 名股东均为公司重要管理人员或关键员工。

图 7: 发行前股权结构图



资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

1.4 业绩高速增长

近年来, 公司业绩保持高速增长, 2007-2009 年, 公司营业收入和归属于母公司股东的净利润复合增长率分别为 333%和 268%。

图 8: 2007-2010 年 1H 公司收入增长情况

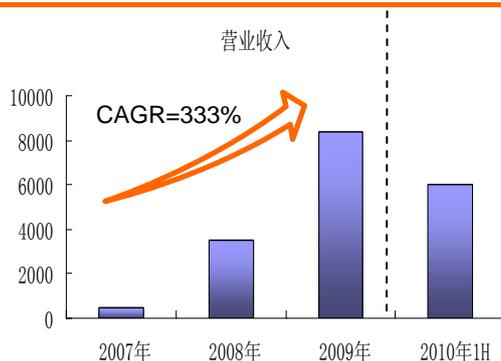
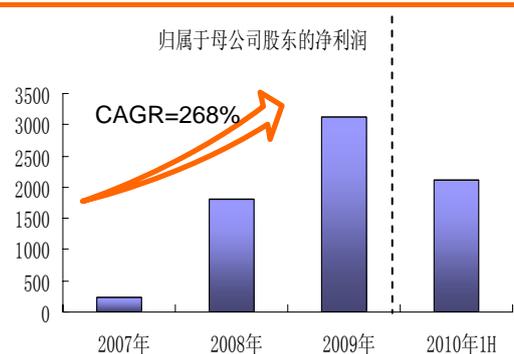


图 9: 2007-2010 年 1H 公司利润增长情况



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所 (单位: 万元)

二、网吧、网吧网民和娱乐平台

2.1 网吧行业有继续存在并发展的空间

2.1.1 网吧对经济和社会发展起到积极作用

文化部在《2009年中国网吧市场年度报告》中肯定了网吧为经济和社会发展发挥了积极作用: 首先, 网吧为社会公众提供了便捷的新闻浏览、查阅资料、游戏娱乐、沟通交流等互联网应用服务; 其次, 网吧行业在吸纳就业人员、缓解就业压力方面发挥重要的作用; 再次, 网吧已成为广大低收入者进行文化娱

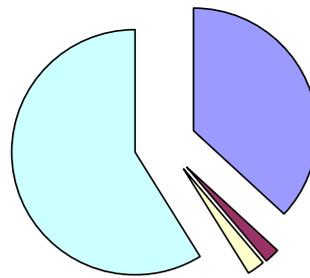
乐的最主要的场所；最后，网吧的发展也带动了电信服务、计算机软硬件、游戏、影音、文学和信息服务等信息与通信技术产业的共同发展。

2.1.2 网吧是国内网民最主要的上网渠道之一

我国互联网最大的特点就是娱乐属性占据重要地位：

从市场规模看，以网络游戏为代表的网络娱乐在互联网行业中占据重要地位。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，其中网络游戏、数字音乐和网络视频占比分别为37%、2%和2%。

图 10: 2009 年互联网行业构成



■ 网络游戏 ■ 网络视频 □ 数字音乐 □ 其他

资料来源：艾瑞咨询，中投证券研究所

从使用率看：网络娱乐应用继续发展，截止到2010年6月，网络音乐以82.5%的使用率高居各类应用榜首，网络游戏、网络视频也分别拥有70.5%、63.2%的使用率，且这一局面已维持较长时间。

表 1: 2009.12-2010.6 各类网络应用使用率及排名变化

类型	应用	2009.12 使用率	2010.06 使用率	2009.12 排名	2010.06 排名	排名变化
网络娱乐	网络音乐	83.50%	82.50%	1	1	→
信息获取	网络新闻	80.10%	78.50%	2	2	→
信息获取	搜索引擎	73.30%	76.30%	3	3	→
交流沟通	即时通信	70.90%	72.40%	4	4	→
网络娱乐	网络游戏	68.90%	70.50%	5	5	→
网络娱乐	网络视频	62.60%	63.20%	6	6	→
交流沟通	电子邮件	56.80%	56.50%	8	7	↑
交流沟通	博客应用	57.70%	55.10%	7	8	↓
交流沟通	社交网站	45.80%	50.10%	9	9	→
网络娱乐	网络文学	42.30%	44.80%	10	10	→

商务交易	网络购物	28.10%	33.80%	12	11	↑
交流沟通	论坛/BBS	30.50%	31.50%	11	12	↓
商务交易	网上支付	24.50%	30.50%	13	13	→
商务交易	网上银行	24.50%	29.10%	14	14	→
商务交易	网络炒股	14.80%	15.00%	15	15	→
商务交易	旅行预订	7.90%	8.60%	16	16	→

资料来源：CNNIC，中投证券研究所

从用户规模看：截止到2010年6月，网络游戏和网络视频的用户规模分别达到2.96亿和2.65亿，渗透率¹分别为70.5%和63.2%，较2009年末进一步增加。

图 11: 2009.12-2010.06 网络游戏用户对比

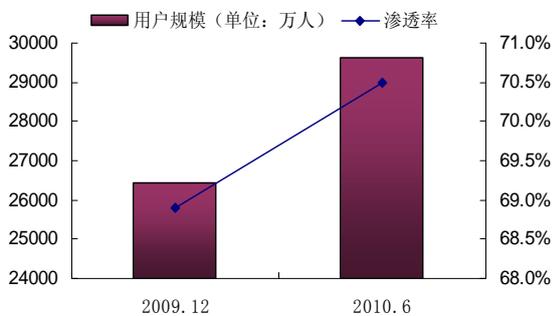
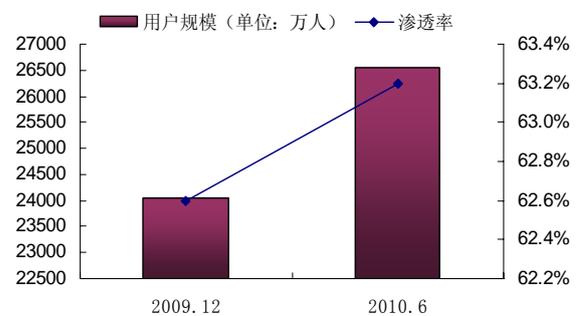


图 12: 2009.12-2010.06 网络视频用户对比



资料来源：CNNIC，中投证券研究所

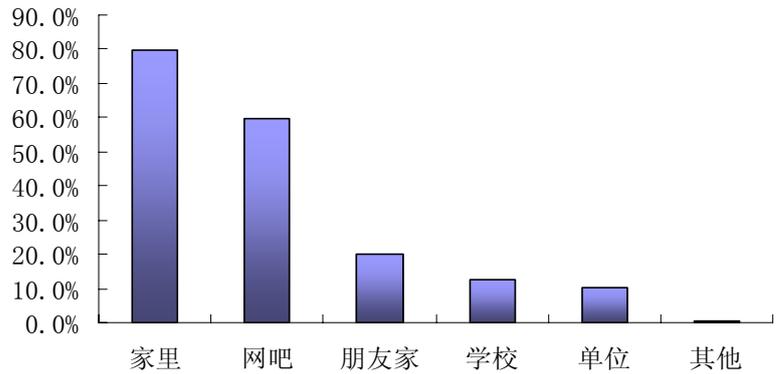
网吧是互联网娱乐属性的重要载体：与欧美等国将网吧作为上网渠道补充不同，中国网吧具有大众性及娱乐性的特点，在网吧上网有许多优势和乐趣是在家庭和单位上网不能比拟的，网吧是网民娱乐休闲的主要场所。

以网络游戏为例，CNNIC调研数据显示，网吧是用户使用网络游戏²第二多的地点，用户比例达到了59.6%，与2008年相比小幅提升。

¹渗透率=细分网络应用用户数量/总体网民数量

²这里的网络游戏指大型网络游戏

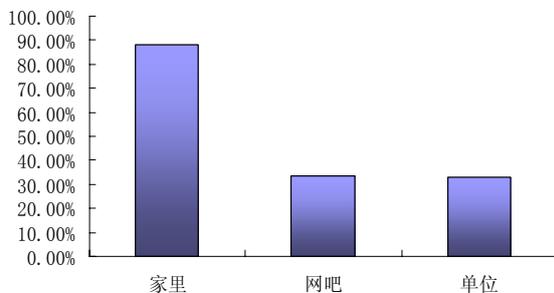
图 13: 大型网络游戏用户游戏地点



资料来源: CNNIC, 中投证券研究所

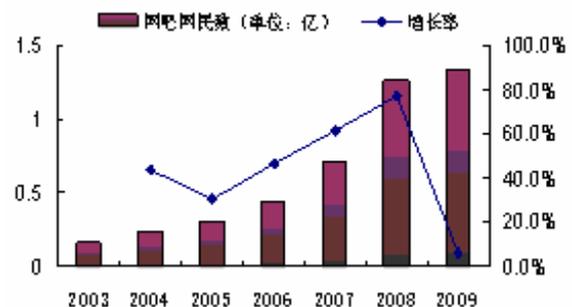
我们认为,互联网的娱乐属性和网吧娱乐载体的定位决定了网吧是国内网民最主要的上网渠道之一:根据CNNIC统计,截至2010年6月底,中国网民在网吧上网的比例达33.6%,是仅次于家庭的第二大上网场所。根据易观国际统计,截至2009年底,中国网吧总数达16.8万家,终端数超过1,200万台,汇聚国内近1.5亿的常规网民。

图 14: 网民使用电脑上网场所比例统计



资料来源: CNNIC, 易观国际, 中投证券研究所

图 15: 网吧网民数量变化情况



2.1.3 网吧行业未来仍有发展空间

政府引导网吧行业的正规化发展: 文化部、公安部等相关部门在对于网吧的严格管控的同时,也出台了一系列政策鼓励、引导网吧市场朝着健康、正规的方向发展。在政府监管下网吧社会形象明显上升,其消费与娱乐场所的定位得到加强。

部分地区主管部门支持正规网吧的发展: 例如,上海市文广影视局鼓励网

吧行业协会积极争取利用金融等经济手段支持网吧行业发展。2010年4月，上海网吧行业协会与杭州银行合作启动“网吧经营者联保贷款”项目，该项目将为网吧提供总计1.5亿元的流动资金贷款。

表 2: 近年来网吧行业鼓励、引导类政策一览

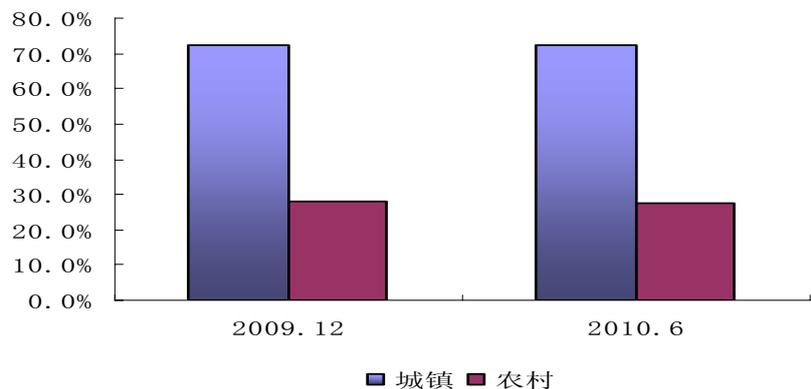
时间	政策名称	主要内容
2007 年	关于进一步加强网吧及网络游戏管理工作的通知	鼓励依托 网吧依法开展信息服务、远程教育、电子政务、电子商务等增值服务项目 。
2009 年	网吧连锁企业认定管理办法	鼓励网吧连锁企业兼并、收购、控股单体网吧经营场所，并简化相关手续， 并明确指出网吧连锁经营的相关优惠政策将陆续出台 。
2010 年	全国网吧连锁企业认定工作申报指南	旨在落实《网吧连锁企业认定管理办法》，明确全国网吧连锁企业认定工作申报程序及相关事项。

资料来源：中投证券研究所

农村市场还有较大的拓展空间：受制于经济社会发展水平滞后、互联网接入条件不足、硬件设备落后等因素，农村地区网民的增长较为缓慢，截止到2010年6月，农村网民数量1.15亿，仅占整体网民的27.4%，还有数亿待开发的网民。

同时农村家庭电脑普及率相对较低，业余娱乐生活极度匮乏，这些都为作为互联网娱乐重要载体的网吧在农村市场的拓展创造了有利条件。我们认为，网吧将是未来农村地区互联网普及的重要渠道之一。

图 16: 网民城乡比例对比



资料来源：CNNIC，中投证券研究所

城市流动人口保证了城市网吧的需求：在城市化进程中，大量人口涌入城市，部分人员没有固定居所，不能使用家庭娱乐设备如电视、计算机等满足其文化娱乐需求，网吧成为满足这一群体文化娱乐需求的重要场所。我们认为，

城市化进程的长期性使城市流动人口数量在未来一段时间内都将保持在较高水平，从客观上保证了城市网吧的需求。

2.1.4 网吧行业规模预测

基于上述原因，我们认为网吧行业未来仍有发展空间。根据易观国际预计，2012年，中国网吧数量将达到22.5万个，中国网吧网民数量也将达到2.31亿。

图 17: 网吧数量预测

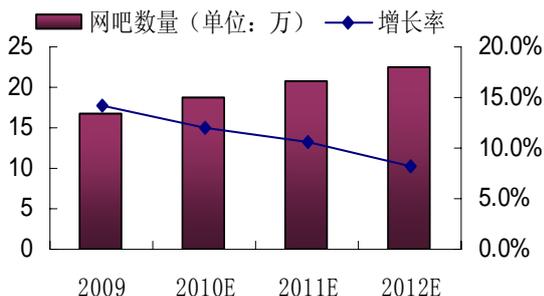
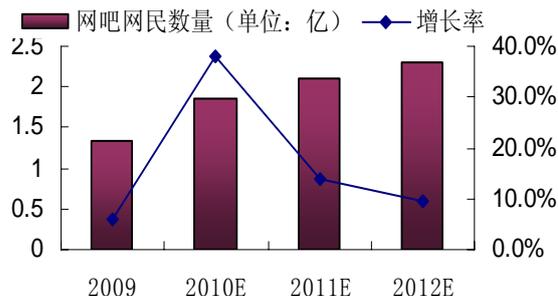


图 18: 网吧网民数量预测



资料来源：易观国际，中投证券研究所

2.2 网吧网民是互联网娱乐领域的消费主力

2.2.1 网吧网民基本特征分析

根据天下网盟和易观国际相关调查，网吧网民年龄集中在 19-25 岁之间，职业主要包括基层职工、学生和自由职业者，学历主要在高中至大学之间，月收入在 1000-3000 元之间。

图 19: 网吧网民年龄分布

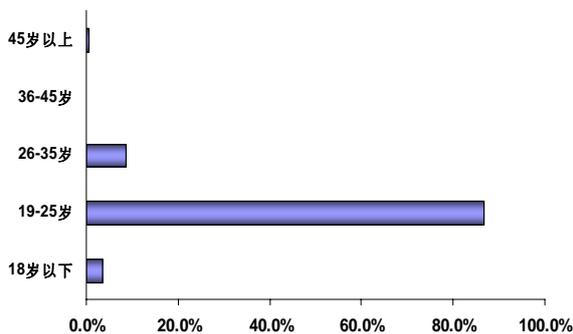
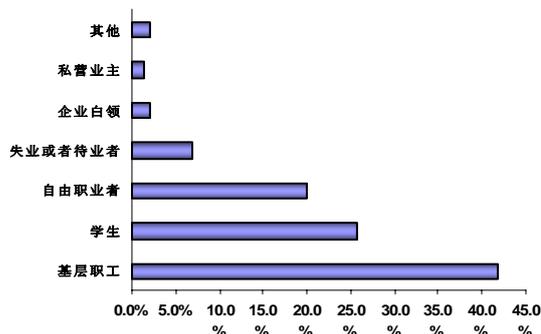


图 20: 网吧网民职业分布



资料来源：天下网盟，中投证券研究所

图 21: 网吧网民学历分布

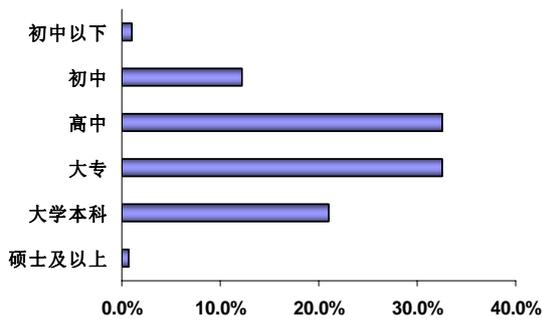
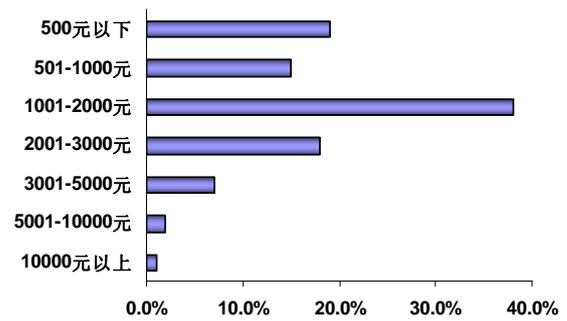


图 22: 网吧网民月收入分布



资料来源: 易观国际, 中投证券研究所

2.2.2 网吧网民消费以娱乐为主

网吧网民具有年龄较小、受教育程度不高以及职业构成以基层员工和学生为主等特点, 使其消费倾向以娱乐为主。网民在网吧的消费已逐渐成为一种娱乐性的习惯消费及生活方式。

根据艾瑞咨长期监测数据显示, 网吧网民和家庭及工作单位网民的网络访问行为有显著差异。网吧网民使用最多的服务集中于娱乐领域, 游戏运营、视频分享、音乐搜索和视频搜索等娱乐类服务排名靠前。

表 3: 网络服务使用情况统计

排名	网吧网民	家庭及工作单位网民
1	网页搜索	网页搜索
2	游戏运营	博客
3	视频分享	电子邮箱
4	音乐搜索	社区
5	博客	新闻资讯
6	视频搜索	知识搜索
7	知识搜索	软件服务
8	软件服务	视频分享
9	社区	财经资讯
10	电子相册	C2C 平台

资料来源: 艾瑞咨询, 中投证券研究所

2.2.3 网吧网民在互联网娱乐领域 ARPU 值较高

网吧网民尽管在整体消费能力方面弱于家庭及工作单位网民, 但是在互联网娱乐领域却是高 ARPU 值用户。

以网络游戏为例，美国著名市场研究机构 Niko Partner 统计显示，网吧对中国网游市场的收入贡献在 40%³左右。考虑到网民在网吧上网比例不足家庭的一半，我们认为，网吧网民在网游领域 ARPU 值较高，而网络视频、网络音乐等都是低成本娱乐项目，和网游有异曲同工之妙，网吧网民也有望成为这些领域的消费大军。

我们认为，网吧网民的基本特征决定了其互联网消费以娱乐类服务为主，与中高端人士相比他们消费理念更加感性，更愿意为互联网娱乐服务付钱，网吧网民是互联网娱乐领域的消费主力。

2.3 公司娱乐平台价值凸显

2.3.1 互联网娱乐平台是公司持续发展的基础

通过对软件和互联网领域龙头企业的研究，我们发现，这些企业都有一个共同点，就是都有属于自己的平台。百度的平台是搜索引擎及数据中心，百度在搜索引擎这个平台上经营着自己的广告业务，并不断的拓展着其它方面的盈利来源。腾讯的平台是个人即时通讯软件“QQ”，在这个平台上，腾讯逐步整合游戏、资讯、和个人电子商务等产品与服务。阿里巴巴的平台是电子商务，在这个平台上阿里巴巴不断推出基于会员的各种增值服务。

公司也在搭建自己的平台，基于“网维大师”的互联网娱乐平台，通过该平台公司不仅为用户提供互联网娱乐内容的更新服务，还为用户提供安全防护、系统维护、穿透还原和消费支付等服务，最终的效果是使用户的**互联网娱乐操作变得简单**，提升用户互联网娱乐体验。

在通过平台积累了足够的用户资源之后，公司积极拓展其他盈利渠道：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，为客户提供互联网广告投放服务。同时，公司还充分利用所覆盖的用户资源，与互联网搜索、电子商务及门户网站等展开合作，积极开展增值服务业务。这些基于平台的业务不仅增加了公司收入，而且提高了用户粘性。我们认为，“网维大师”平台是公司持续发展的基础。

2.3.2 “网维大师”是网吧渠道规模最大的娱乐平台

凭借产品性能优势和“捆绑式”⁴的销售模式，公司的“网维大师”逐渐成为网吧渠道规模最大的娱乐平台。根据易观国际统计，截至 2009 年底，公司网维大师产品已成功应用于中国 8 万余家网吧，覆盖 500 多万台网吧终端以及 5000 多万网民。在网吧覆盖数量和网吧计算机终端覆盖数量方面市场份额分别为 47.6%和 55.6%，均排名第一。

³ 来源于《china's video game industry》

⁴ 公司把网维大师 1 年的使用权以 300~1000 元/年的不同单价（分为 5 个级别）卖给代理商，代理商包销产品，赚取差价，且因为“网维大师”替代了网管的大部分工作，公司的代理商很多是网管出身。

表 4：网吧娱乐平台产品性能比较

评价指标	网维大师	讯闪	易游	I8desk
三层资源数量/质量/安全性/新游添加新是否及时	评价 共2097个, 2.9T/IDC 无中毒历史/非常及时 成绩 4	共 1781 个 , 2.2T/IDC 有毒历史/ 较及时 1	共 2293 个 , 3.3T/IDC 无无 毒 历 史/较及时 3	共1972个, 2.1T/IDC 无无 毒 历 史/较及时 2
分类形式/分类数量	评价 按网民上网习惯与游 戏本身类型分类形式 新颖/39个分类 成绩 3	按游戏本身类型分类 传统/8个分类 2	按游戏本身类型分类 传统/8个分类 2	按网民上网习惯与游 戏本身类型分类形式 新颖/39个分类 3
菜单美观/是否容易审美疲劳/是否容易出现视觉疲劳	评价 美观/不易出现审美疲 劳/ 不宜出现视觉疲 劳 成绩 3	较美观/易出现审美 疲劳/ 易出现审美疲 劳 1	较美观/易出现审美 疲劳/ 易出现审美疲 劳 1	美观/不易出现审美疲 劳/ 不宜出现视觉疲 劳 2
安全中心/驱动防火墙/IE 防火墙	评价 有/有/有 成绩 3	有/有/无 2	有/无/无 1	有/有/有 3
虚拟盘类型/速度/兼容性	评价 仿 真 实 磁 盘 / 快 40-80MB/S/ 全兼容 成绩 3	仿真实磁盘/ 一般 30-60MB/S/ 全兼容 2	非仿真实磁盘/快 40-80MB/ 全兼容 3	非 访 真 磁 盘 / 快 40-80MB/ 全兼容 3
网吧个人化/即下即玩/游戏智能优化	评价 有/支持/支持 成绩 3	无/支持/不支持 1	无/支持/不支持 1	无/支持/不支持 1
服务类型/服务种类	评价 售前, 售中, 售后/在 线客服, 400 电话 成绩 2	售后/在线客服, 400 电话 1	售后/在线客服, 400 电话 1	售后/在线客服, 400 电话 1
易用性	评价 普通网管即可搞定 成绩 3	需要有一定技术基础 才能操作 2	需要较强理解能力和 技术能力才能操作 1	普通网管即可搞定 3
稳定性	评价 产品bug 较少 成绩 2	产品bug 较多 1	产品bug 较少 2	产品bug 较少 2
试用体验	评价 申请过程简单, 收费软 件, 可申请7 天免费 vip 试用 成绩 2	申请过程简单, 免费 软件, 随意使用 3	申请过程简单, 收费 软件, 无免费试用 1	申请过程简单, 收费软 件, 可免费试用 2
总成绩	28	16	16	22

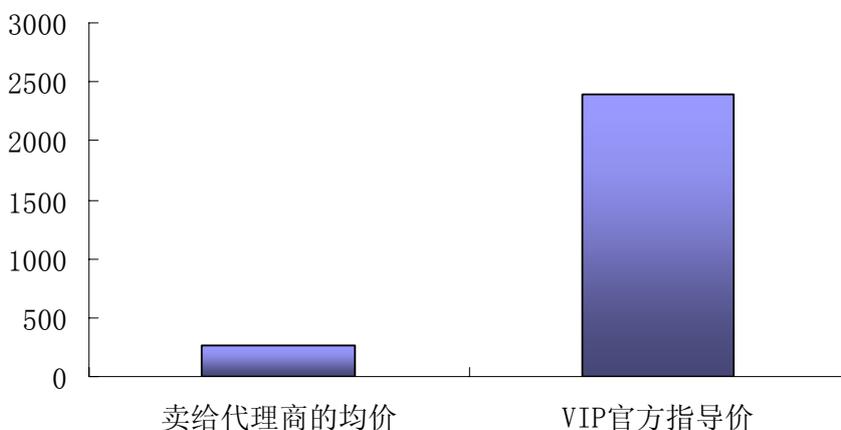
资料来源：易观国际，中投证券研究所

表 5: 主要竞争对手情况

时间	产品名称	竞争亮点
上海新浩艺	迅闪、信佑	与全国各地公安与文化部门有良好的合作关系，在全国约 100 多个城市中成为公安部门指定的当地唯一网络管理软件。获得著名风险投资商 IDG、红杉资本和百度的投资。
武汉盛天	易游	行业内第一个提供完整支持有盘、无盘以及有盘无盘混合部署的产品与整体解决方案，在无盘地区有一定的优势。
北京光音网络	I8desk	与文化部市场发展中心共同投资建立了网吧行业的独家增值服务机构，并与盛大网络共同投资建立了网吧内容管理技术的研发机构。

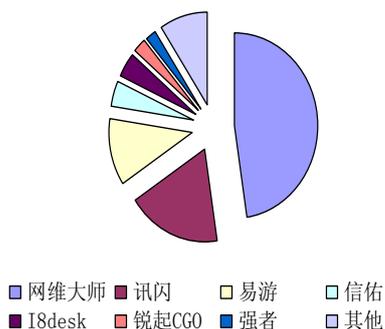
资料来源：公司网站，易观国际，中投证券研究所

图 23: “网维大师” 售价对比 (单位: 元/年)



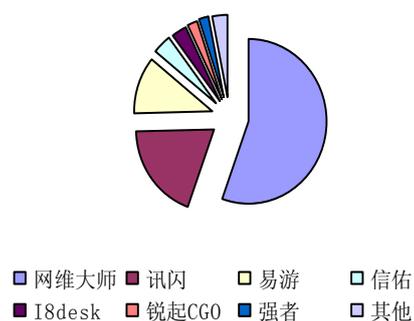
资料来源：公司网站，中投证券研究所

图 24: 2009 年娱乐平台覆盖网吧数量市场份额



数量来源：易观国际，中投证券研究所

图 25: 2009 年娱乐平台覆盖网吧 PC 数量市场份额



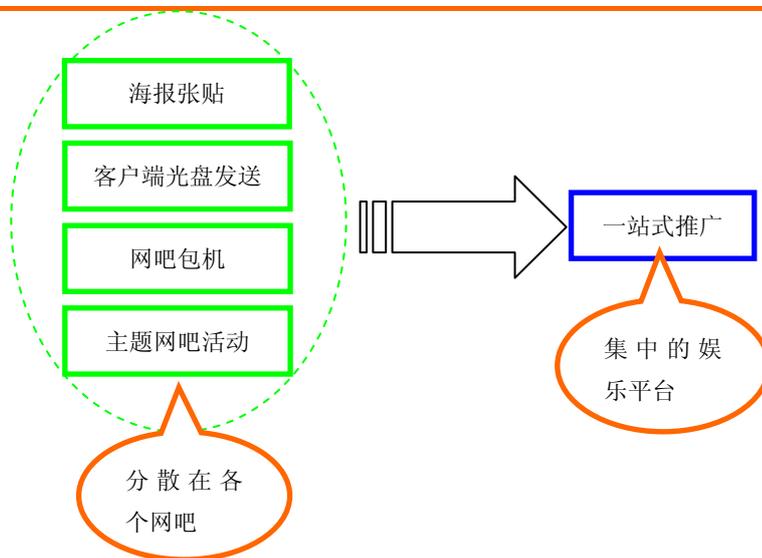
2.3.3 用户价值和市场份额决定了公司的平台价值

网吧网民在互联网娱乐领域消费能力较强，具有客观上的营销价值。网吧

一直是以网游运营商为代表的互联网娱乐内容提供商宣传推广的重要阵地，但是网吧分布较为分散的特点使得海报张贴、客户端光盘发放、网吧包机和主题网吧活动等传统推广手段成本较高，性价比较低，据我们了解，目前网游运营商在网吧的广告宣传投入仅占网游广告投入的10%左右，这远远低于网吧对于网游40%左右的收入贡献。

公司“网维大师”占据了网吧渠道最大的市场份额，使公司具备了规模化推广营销服务的能力。我们认为，通过“网维大师”平台进行一站式推广可以更加有效的将网游等互联网娱乐产品推送至网民面前，且这种推广方式性价比较高，“网维大师”的互联网娱乐内容推广渠道价值将不断提高。

图 26: 娱乐平台改变网吧广告推广方式

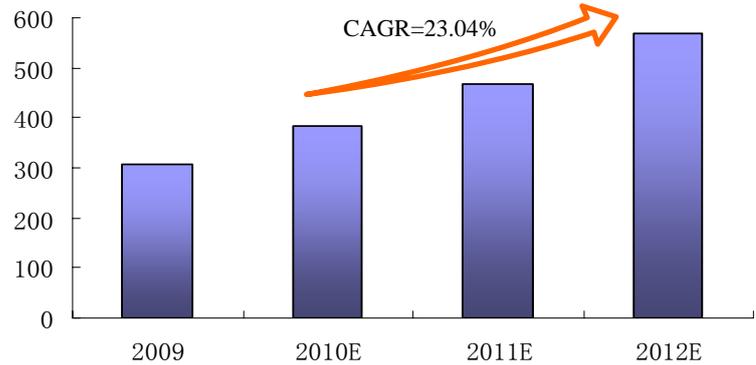


资料来源：中投证券研究所

我们认为，用户价值和市场份额决定了公司“网维大师”这一互联网娱乐平台的价值，这种平台价值使公司在获取互联网娱乐内容提供商服务支持和广告主的认可等方面占据有利地位，这种平台价值更多的体现在拓展网吧增值服务的深度，而非覆盖网吧数量的增加。公司目前还远远没有挖掘出“网维大师”的平台价值，未来公司将围绕平台推出更多的增值服务，以分享互联网娱乐市场增长的“盛宴”。

根据艾瑞自选预测，到2012年，中国互联网娱乐服务业规模将达到570亿元人民币，年均增长率高达23.04%。

图 27: 中国互联网娱乐服务行业规模预测



资料来源: 艾瑞咨询, 中投证券研究所

三、各项业务分析

3.1 “网维大师”平台销售业务

公司“网维大师”平台销售业务类似于腾讯的“QQ”，采取“基础功能免费+VIP功能收费的模式”，目前半数以上的网吧付费使用公司的产品。“网维大师”平台销售包括直销和代理两种模式，收入主要来源于代理。近年来，公司为了快速占领市场，通过促销推广“网维大师”平台，使得扣除代理商返利后的平均收费逐年下降，收入增长主要来源于销量的上升。

图 28: 2007-2010 年 1H 收费网吧数 (单位: 个)

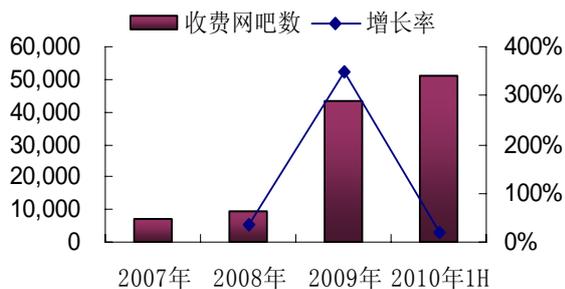
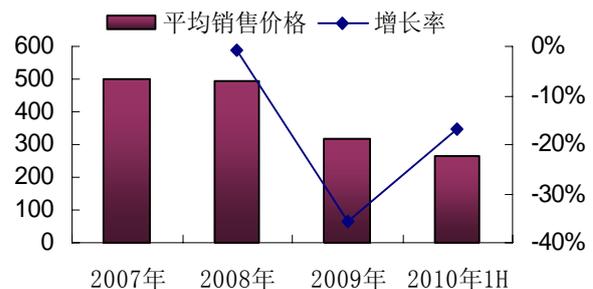


图 29: 2007-2010 年 1H 平均售价 (单位: 元/个)



资料来源: 公司招股书, 中投证券研究所

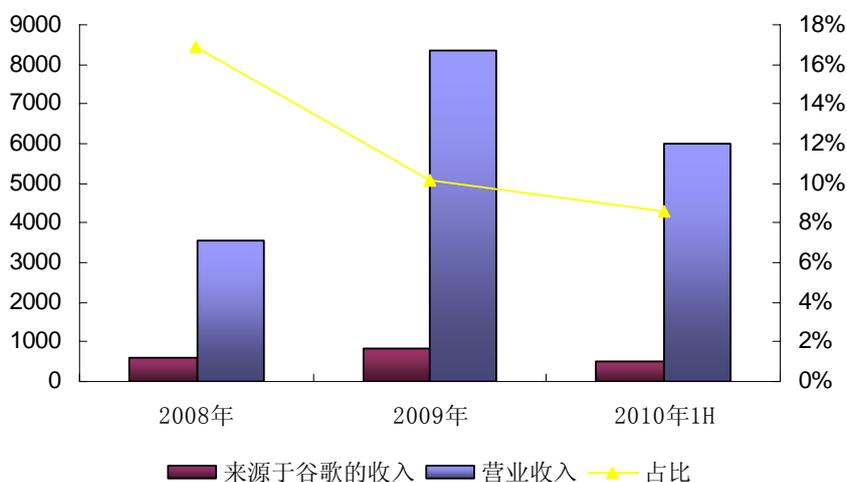
我们认为，通过“网维大师”平台实现销售收入不是公司未来战略的重点，公司未来会致力于扩大“网维大师”平台在网吧的市场占有率，（据我们了解，随着公司上市后品牌的提升以及产品本身的性能优势，相关主管部门也有意向在网吧管理方面和公司进行合作）并推出类似产品将服务延伸到酒店、学校、家庭电脑和移动终端，以开辟新的市场。（据我们了解，已经有部分学校和宾馆在使用公司的免费版本产品）“网维大师”平台终端用户数的提高将为公司进一步开展其它业务奠定基础。

3.2 互联网增值服务业务

互联网增值服务是公司娱乐平台价值的一种体现：主要是利用“网维大师”平台在网吧渠道覆盖的庞大用户资源，向其他互联网企业的产品和服务输送用户，并分享由此创造的经济效益。目前该业务收入主要来源于百度和谷歌的搜索流量分成，也有一部分来源于淘宝的电子商务流量分成。

在谷歌将搜索服务器搬出中国大陆后，公司暂时中止了与谷歌的搜索流量合作。我们认为一事项对公司影响不大：搜索流量具有刚性属性，网民的搜索需求不会因任何一家搜索服务提供商的退出而改变，公司也积极拓展搜索流量以外的其他流量分成业务，已经和淘宝成功开展电子商务流量分成合作，正在和凡客等网站进行电子商务流量分成的意向性谈判。近年来，公司来自于谷歌的营业收入占比持续下降。

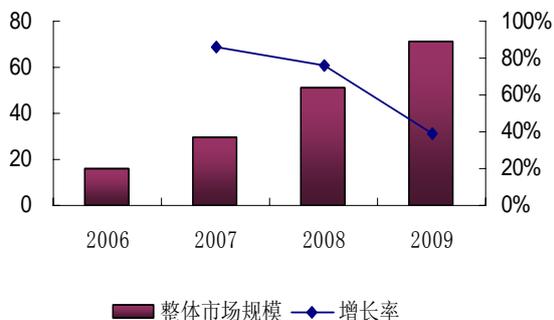
图 30：公司来源于谷歌收入及占比（单位：万元）



资料来源：中投证券研究所

近年来，“网维大师”平台市场占有率的提高带动了搜索流量的增加，下游搜索引擎、电子商务市场高速增长，相关厂商收入增加带动上游成本（即搜索流量和电子商务流量分成的单价）相应上升，公司该业务量价齐升，保持了较高的增速。

图 31：搜索引擎整体市场规模（单位：亿元）



资料来源：易观国际，中投证券研究所

图 32：C2C 电子商务成交金额（单位：亿元）

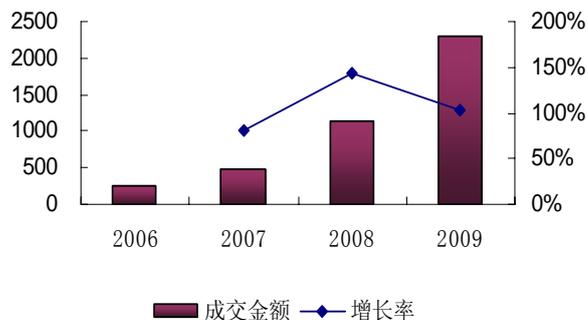


图 33: 2007-2010 年 1H 搜索流量 (单位: 千次)

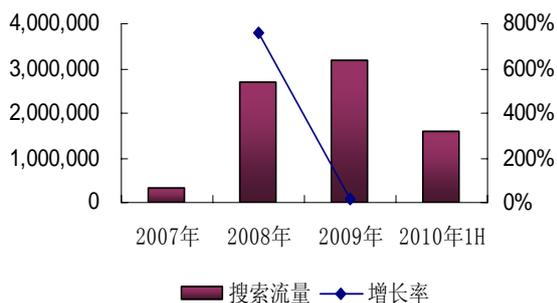
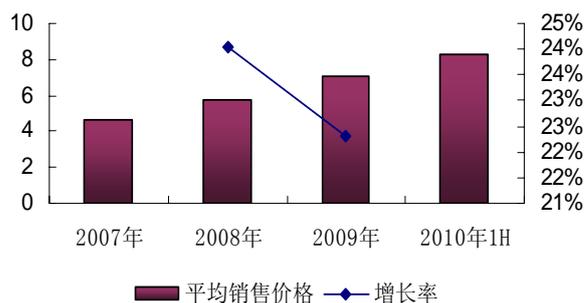


图 34: 2007-2010 年 1H 搜索单价 (单位: 元/千次)



资料来源: 公司招股书, 中投证券研究所

整体来看, 增值业务的发展与公司网维大师产品覆盖终端用户数高度相关。我们认为, 互联网经济是典型的“眼球经济”, 随着公司用户覆盖数量的进一步提高和下游市场的发展, 该业务有望成为公司稳定的收入来源。

3.3 网络广告及推广业务

3.3.1 网络广告及推广业务简介

公司网络广告及推广业务主要是通过“网维大师”平台为网游运营商推送广告, 包括软件加载页广告、桌面壁纸广告、banner 条广告和 TIPS 广告等方式。

图 35: 软件加载页广告



资料来源: 公司网站, 中投证券研究所

图 36: 桌面壁纸广告



图 37: banner 条广告



图 38: TIPS 广告



资料来源：公司网站，中投证券研究所

销售模式上采取直销和代理相结合，目前收入主要来源于代理。近年来客户数量增加以及平均广告投放金额上涨，特别是代理渠道量价齐升是该业务高速增长的原因。腾讯、盛大、网易等知名网游运营商均是公司在该领域的客户。

表 6: 公司网络广告及推广业务明细

	2008 年	2009 年	2010 年 1H
代理客户数 (单位: 个)	8	18	20
代理平均投放金额 (单位: 万元)	39.9	209.4	129.7
代理渠道收入 (单位: 万元)	319.2	3769.2	2594
代理渠道收入占比	20%	77%	78%
直销客户数 (单位: 个)	47	55	52
直销平均投放金额 (单位: 万元)	26.8	20.0	14.2
直销渠道收入 (单位: 万元)	1259.6	1100	738.4
直销渠道收入占比	80%	23%	22%
网络广告及推广总收入 (单位: 万元)	1578.8	4869.2	3332.4

资料来源：公司招股书，中投证券研究所

3.3.2 “网维大师”平台在网游推广中优势明显

“网维大师”平台更加贴近用户，可以在最短的时间内覆盖全国近半数的网吧，可以通过精确的广告投放为网游运营商创造更大的价值，可以根据用户习惯实现自然营销。

目前我国网游的同质化现象严重，取得先发优势相当重要。通过“网维大师”平台可以在最短的时间内在全国近半数的网吧推广网游产品，时效性和规模化推广能力是其优势所在。

精确的广告投放是营销成功的关键，通过“网维大师”平台可以监测相关游戏产品的各种运营参数，从而更加有针对性的进行游戏的推广：例如，根据参数对网吧进行分类，针对游戏产品玩家较多的网吧，将推广的重点放在提高玩家的 ARPU 值，针对游戏产品玩家较少的网吧，将推广重点放在品牌的曝光。

“网维大师”平台使根据用户习惯实现自然营销成为可能：例如，通过“网维大师”平台在玩家选择游戏时提供相关的网游排行榜、推荐和分类等，在玩家第一次进入游戏时提供相关的游戏经验、介绍等，在玩家退出游戏时推荐其他同类型游戏，化广告于无形，在为玩家提供更好的游戏体验的同时，也提高了广告效果。

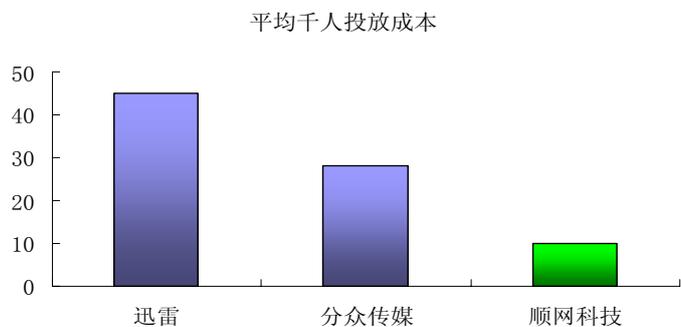
图 39：公司广告服务示意图



资料来源：公司网站，中投证券研究所

同时，与其他网络媒体相比，公司成本优势明显。据我们了解，公司产品的平均千人投放成本远低于迅雷和分众传媒等网络媒体。

图 40：产品投放成本比较（单位：元/千人）



资料来源：行业资料，中投证券研究所

3.3.3 网络广告及推广业务空间广阔

文化部《2009年中国网络游戏市场白皮书》相关数据显示，2009年中国网络游戏市场规模⁵为258亿元，而据业内估计，2009年网游运营商在网吧市场的广告投入在2.4亿元左右，不到整个市场规模的1%。

我们认为，基于网吧对网游市场收入贡献高达40%，网游运营商将继续加大对网吧市场的广告投入，公司“网维大师”平台在网游推广中优势明显，未来仅来自网游运营商的广告收入就可以确保公司的高速增长，网络广告及推广业务空间广阔。

3.4 新蓝海：网游联合运营

3.4.1 网游联合运营渐成趋势

网游联合运营通常指网游研发企业与网游运营商合作，对一款网游产品进行营销。其中网游研发企业负责游戏产品的研发与技术支持，网游运营商负责推广联合运营的游戏产品，并向用户提供访问、登陆游戏产品客户端的通道及充值兑换虚拟道具等服务。两者按照约定共享收益。

通过联合运营实现了网游研发企业产品资源与网游运营商运营资源（特别是用户资源）的共享，我们认为，联合运营是网络游戏专业化分工的产物，是网游的发展方向。

3.4.2 “网维大师”平台用户资源优势明显

网游联合运营中的运营商一般包括个人即时通讯类平台、门户网站、应用工具类平台、搜索引擎类平台、SNS社区以及娱乐平台等。

表 7：网游联合运营中运营商代表

联合运营中的运营商种类	代表企业
个人即时通讯类平台	腾讯
门户网站	新浪
应用工具类平台	迅雷
搜索引擎类平台	百度
SNS社区	开心网
娱乐平台	顺网科技

资料来源：中投证券研究所

网游研发企业在选择网游运营商进行合作时，最看重的是运营商的用户资源。作为网吧渠道最大的娱乐平台，“网维大师”平台覆盖用户数量已经超过5000万，且在用户转化率⁶上相较其他类型的网游运营商优势明显。

⁵ 仅包括面向玩家的游戏运营收入，不包括海外出口收入和通过其他盈利模式获得收入

⁶ 是指将平台用户转化为网游产品用户的比例

同时与腾讯这种网游领域的龙头企业相比，公司仅作为平台运营商而不作为内容提供商的身份更加有利于吸引网游研发企业合作。

3.4.3 蓄势待发，驶向蓝海

目前公司在网游联合运营方面主要与规模较小的网游研发企业合作。上线的联合运营网游产品只有四款。我们认为，未来公司在该领域的发展有两种方式：一是助力规模较小的网游研发企业做大；二是在积累了一定的运营经验之后，与中大规模网游研发企业合作。

以成都梦工厂为例，通过网游联合运营方式，其从创业之初几十人的团队，发展成为年收入过亿的中型网游研发企业。2009年博瑞传播以4.41亿元收购了成都梦工厂，根据博瑞传播年报显示，2009年成都梦工厂实现收入1.22亿元，净利润7758万元。

我们认为，网游联合运营渐成趋势，公司平台用户资源优势明显，该领域将是公司未来发展的战略重点：公司有通过平台优势扶持规模较小的网游研发企业做大；同时，公司有望成为网游领域的“国美”、“苏宁”，复制其在家电领域的发展路径，在和大量小型网游研发企业合作，进一步积累用户和流量优势之后，倒逼中大规模网游研发企业与公司合作。

考虑到公司2009年净利润仅3135万元，不到成都梦工厂净利润的一半，我们认为，在该领域战略的成功将会极大的提高公司业绩。

四、募投项目助力公司互联网娱乐平台战略

公司计划募集资金2.06亿元，主要投向网维大师升级优化项目、PC保鲜盒项目和用户中心系统项目。实际募集资金6.45亿元，扣除发行费用后的净额约5.94亿元，超募3.88亿元。

网维大师升级优化项目为公司进一步拓展无盘网吧市场打下基础⁷，有利于巩固公司在网吧互联网娱乐平台市场的领导地位，同时将服务延伸到学校、酒店和宾馆等其他公共上网场所。

PC保鲜盒项目是公司进军个人互联网终端市场的前提，我们认为公司最现实的路径是利用用户在网吧使用公司平台所建立的使用习惯，将现有的部分网吧终端用户⁸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。

用户中心系统项目是对各种终端用户进行整合，以满足用户个性化的互联网娱乐需求，增强用户粘性，同时为公司扩张网游联合运营等新业务奠定基础。

⁷ 目前公司市场份额集中在以有盘网吧为主的沿海经济发达地区，随着无盘技术的提高和优化，无盘网吧市场份额有望提高

⁸ 相当部分网吧网民也在家上网，在网吧上网主要是因为网吧的带宽优势、机器性能和游戏氛围

表 8：公司募投资项目情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	第 1 年投资额	第 2 年投资额	第 3 年投资额	投资回收期
网维大师升级优化	8031	3595	2414	2022	5 年
PC 保鲜盒	5507	2438	1541	1528	5 年
用户中心系统	7071	2729	2532	1810	5 年

资料来源：公司招股书，中投证券研究所

表 9：募投与公司现有业务关系

序号	项目名称	与现有业务及产品的关联
1	网维大师升级优化	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各方面的需求，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。
2	PC 保鲜盒	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。
3	用户中心系统	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。

资料来源：公司招股书，中投证券研究所

图 41：募投资项目示意图



资料来源：公司招股书，中投证券研究所

我们认为，募投资项目同公司互联网娱乐平台战略高度相关，所有项目均以进一步扩大用户群体和提升用户粘性为目标，是公司成为国内领先的互联网娱乐平台运营商的重要前提。

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测的关键假设

收入预测:

软件销售业务: 使用公司付费“网维大师”的网吧比例不断提高, 产品年费小幅下降, 出于谨慎性原则, 暂不考虑在酒店、学校等领域的软件销售收入;

互联网增值服务业务: 流量和单位流量的分成收入都小幅上升, 业务收入短期内主要来源于搜索流量分成;

网络广告业务: 公司会加大直销渠道广告业务开展的力度, 直销渠道收入占比将小幅提高;

网游联合运营业务和 PC 保鲜盒业务将在 2011 年开始产生收入;

毛利率和费用率预测:

毛利率在高位保持稳定;

受公司加大市场拓展力度影响, 销售费用率小幅上升,

受募投项目固定资产折旧和公司加大研发投入影响, 管理费用率上升;

表 10: 盈利预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
全国网吧数 (万家)	14.70	17.43	18.80	20.80	22.50
顺网市场份额	46.26%	47.60%	51.60%	55.60%	58.60%
顺网覆盖网吧数 (万家)	6.80	8.30	9.70	11.56	13.19
计费网吧比例	14.12%	52.29%	75.00%	80.00%	85.00%
计费网吧数 (万家)	0.96	4.34	7.28	9.25	11.21
平均每网吧每天在线终端数 (台/家)	42	42	42	42	42
平均每天在线终端数 (万台)	285.60	348.60	407.43	485.72	553.77
软件销售业务					
收费网吧数 (万家)	0.96	4.34	7.28	9.25	11.21
平均收费(元/万家)	496	319	280	250	230
软件销售收入, 不含增值税 (万元)	407	1,183	1,741	1,977	2,203
互联网增值服务业务					
平均搜索流量单价 (元/千次)	5.78	7.07	7.78	8.55	9.41
单台终端产生的搜索流量 (千次)	0.94	0.91	1.00	1.10	1.21
全部搜索流量 (千次)	2,676,850	3,169,578	4,074,962	5,343,759	6,701,647
搜索流量分成收入 (万元)	1,547	2,241	3,169	4,571	6,306
搜索流量分成收入占比	99.96%	96.56%	95.00%	92.00%	90.00%
互联网增值服务收入 (万元)	1,548	2,321	3,336	4,969	7,007
网络广告及推广业务					
代理客户数 (个)	8	18	23	28	33

代理平均投放金额（万元）	40	209	230	242	254
代理渠道收入（万元）	319	3767	5295	6769	8376
代理渠道收入占比	20%	77%	75%	72%	69%
直销客户数（个）	47	55	67	79	91
直销平均投放金额（万元）	26.8	20.0	26.0	33.8	42.3
直销渠道收入（万元）	1260	1100	1742	2670	3845
直销渠道收入占比	80%	23%	25%	28%	31%
网络广告及推广总收入（万元）	1579	4867	7037	9439	12221
网游联合运营业务					
付费用户总数（万人）	-	-	-	30	60
用户 ARPU 值（元/月）	-	-	-	20	25
分成比例	-	-	-	50%	50%
联合运营收入（万元）	-	-	-	3,600	9,000
PC 保鲜盒业务					
用户数（万台）	-	-	-	150	200
单台终端产生的搜索流量（千次）	-	-	-	1.10	1.21
平均搜索流量单价（元/千次）	-	-	-	8.55	9.41
流量分成收入	-	-	-	1,412	2,278
单台终端产生的广告收入（元/台）	-	-	-	7	8
网络广告及推广收入	-	-	-	1,050	1,600
PC 保鲜盒收入（万元）	-	-	-	2,462	3,878

资料来源：中投证券研究所

5.2 结论和投资建议

根据上述假设，我们预计公司 2010-2012 年收入分别为 1.21 亿，2.24 亿和 3.43 亿，增速分别为 45%、85%和 53%；归属于母公司股东净利润分别为 0.49 亿，0.85 亿和 1.22 亿，增速分别为 56%、74%和 44%；EPS 分别为 0.82 元、1.42 元和 2.04 元。

我们看好公司长期的投资前景，但是短期股价涨幅较大，暂时给予公司中性的投资评级。建议投资者密切关注公司在网游联合运营领域的进展，我们认为该领域很可能是公司业绩的爆发点。

六、风险提示

6.1 募投项目风险

公司计划通过募投项目“PC 保鲜盒”进入家庭电脑娱乐领域，该领域与网吧娱乐领域有较大的区别，例如对个人隐私的保护要求较高，公司能否在该领域成功复制网吧娱乐领域的业务模式存在较大不确定性。

6.2 版权风险

公司业务涉及上游（游戏、影视和音乐等）版权问题，互联网的开放性使用户可能通过公司的互联网娱乐平台使用未经授权的娱乐内容，从而给公司带来相应的版权风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	56	676	715	801	营业收入	84	121	224	343
现金	43	657	680	745	营业成本	6	8	16	24
应收账款	11	16	31	51	营业税金及附加	5	8	15	23
其它应收款	1	1	2	3	营业费用	18	27	49	75
预付账款	0	1	0	1	管理费用	20	30	58	93
存货	0	0	0	0	财务费用	-0	-4	-8	-9
其他	0	1	1	1	资产减值损失	0	1	0	0
非流动资产	17	69	130	180	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	7	28	73	102	营业利润	34	51	94	136
无形资产	0	2	8	12	营业外收入	2	5	3	4
其他	10	38	50	67	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	72	745	845	981	利润总额	35	56	97	140
流动负债	19	30	45	58	所得税	4	7	12	17
短期借款	0	0	0	0	净利润	31	49	85	122
应付账款	0	1	1	2	少数股东损益	0	0	0	0
其他	18	29	43	56	归属母公司净利润	31	49	85	122
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	34	52	99	150
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.70	0.82	1.42	2.04
其他	0	0	0	0					
负债合计	19	30	45	58	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	45	60	60	60	成长能力				
资本公积	1	598	598	598	营业收入	136.8	44.7%	85.3%	52.8%
留存收益	7	56	142	264	营业利润	70.3%	52.6%	82.9%	45.1%
归属母公司股东权益	54	715	800	923	归属于母公司净利润	73.0%	56.2%	73.6%	44.0%
负债和股东权益	72	745	845	981	获利能力				
					毛利率	92.4%	93.0%	93.0%	93.0%
					净利率	37.4%	40.4%	37.9%	35.7%
					ROE	58.6%	6.9%	10.6%	13.3%
					ROIC	157%	71.1%	54.3%	54.5%
					偿债能力				
					资产负债率	26.1%	4.0%	5.3%	5.9%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.94	22.78	15.99	13.74
					速动比率	2.94	22.78	15.99	13.74
					营运能力				
					总资产周转率	1.53	0.30	0.28	0.38
					应收账款周转率	11	9	10	8
					应付账款周转率	29.18	16.48	16.98	14.05
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.52	0.82	1.42	2.04
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.56	1.48	1.92
					每股净资产(最新摊薄)	0.89	11.92	13.33	15.38
					估值比率				
					P/E	153.09	97.98	56.43	39.18
					P/B	89.68	6.71	6.00	5.20
					EV/EBITDA	142	91	48	32

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长。

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 2 年金融行业工作经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434