

2010年10月18日

# 顺网科技

## 调研简报

**A**
**未有评级**

300113.SZ - 人民币 59.72

**胡文洲, CFA\***

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	(14)	-	-
相对新华富时A50指数(%)	-	(31)	-	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	60
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	895.8
3个月日均交易额(人民币 百万)	121
净负债比率(%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
华勇	45.2

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*周中为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**

公司运营国内最大的网吧互联网娱乐平台, 覆盖全国5,000多万网吧网民, 具有极高的渠道价值。依托平台的互联网广告业务和网络增值服务是公司的主要收入来源, 未来增长空间较大。公司重点开拓的网游联合运营业务进展迅速, 有望带来业绩爆发。公司可能利用上市之后的资金优势进行行业整合, 获取更多终端客户资源。看好公司的平台化运营的商业模式和长期发展前景。

### 主要发现

- 公司是领先的互联网娱乐平台运营商。公司紧紧抓住终端客户的需求, 结合我国互联网用户消费特点开发出互联网娱乐综合平台。公司的网维大师产品在网吧市场占有率达到48%左右, 覆盖了8万多家网吧和500万台网吧终端。
- 网游运营业务面临爆发增长机会。通过同游戏厂商联合运营的形式公司可以从游戏收入中取得一定比例的分成。目前已经推出了10多款联合运营的网络游戏, 2010年年底游戏数量有望达到40-50款, 快于市场预期。有望在2011年为公司贡献较大的收入。
- 广告业务前景广阔。公司计划在上海设立分公司, 主要业务是广告直营客户的开拓。预计公司广告业务收入中直客比重将加大, 形成代理+直营齐头并进的业务格局。我们认为这将有利于公司对重点客户的开拓, 促进广告业务的继续高速增长。
- 在网吧领域, 公司将继续围绕网维大师这个优质平台精耕细作, 不断开拓新的盈利增长点。未来公司将通过蝌蚪网、PC保鲜盒和手机平台等业务, 打造多元化的互联网娱乐平台, 成为互联网娱乐服务和网络增值服务的“百货商店”。

**图表 1. 投资摘要(市场一致预期)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	35.36	83.72	128.38	201.52	299.17
增长率(%)	692	136.8	53.34	56.97	48.46
归属母公司股东的净利润(百万元)	18.13	31.35	48.5	74.11	106.9
增长率(%)	681.96	72.97	54.69	52.81	44.24
市盈率(倍)	34.53	89.84	77.43	50.67	35.13
每股经营现金流量	1.37	0.83	0.83	1.15	1.61

资料来源: 公司数据及万得资讯

中银国际研究可在彭博BOCR &lt;GO&gt;, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

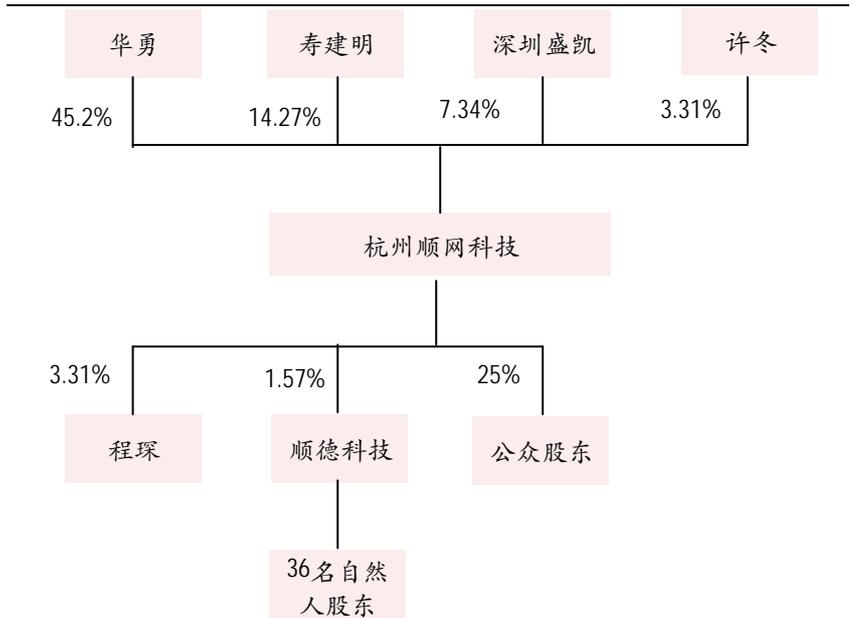
## 公司简介及股权结构

顺网科技 (<http://www.icafe8.com/>) 自 2005 年成立以来, 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。公司同时是中国领先的网吧管理软件提供商, 截至 2009 年底, 公司为全国 8 万 6 千多家网吧提供网吧管理软件产品和后续服务, 覆盖了 500 多万台网吧终端和 5,000 多万网民, 市场占有率达到了 47.6%。

公司主要收入来自于三个部分。

1. 网维大师软件的 VIP 版本销售。目前, 公司网维大师产品有免费版和 VIP 版两种形式。免费版可以从公司网站免费下载使用, 主要功能包括了基本的 IE 安全公司、客户机施工功能、驱动防火墙、游戏更新、网吧资产管理等功能。VIP 版本以基础版本为蓝本, 增加了如三层更新在内的增值服务。网维大师的销售主要依靠公司遍布全国的 1,500 家代理商来实现。公司向代理商销售 VIP 版本的一年使用权, 一旦使用权开始使用, 代理商不能退货。同时, 公司也只能取得同代理商实现约定好的销售收益。公司留给代理商足够大的利润空间, 从而大大促进了公司网维大师的销量。2010 年上半年公司软件销售收入 1,164 万元, 占总收入的 19.38%。
2. 互联网增值业务。公司网维大师所覆盖的 5,000 多万网名具有巨大的经济价值和商业价值。公司利用网维大师所掌握的宝贵用户资源同互联网内容提供商(搜索引擎、门户网站、娱乐网站等)合作, 获得流量分成。2010 年上半年公司互联网增值服务收入 1,508 万元, 占比为 25.11%。
3. 广告业务(星传媒)。网吧是国内互联网娱乐消费的主要渠道, 而公司网维大师占据了网吧渠道的最大市场份额, 使得公司具备了很强的媒体属性。公司能够通过网维大师平台向客户有效的推广产品(目前主要是网络游戏)。2010 年上半年公司从星传媒业务中获得收入 3,332 万元, 占比达到 55.48%。

图表 2. 公司发行后股权结构图



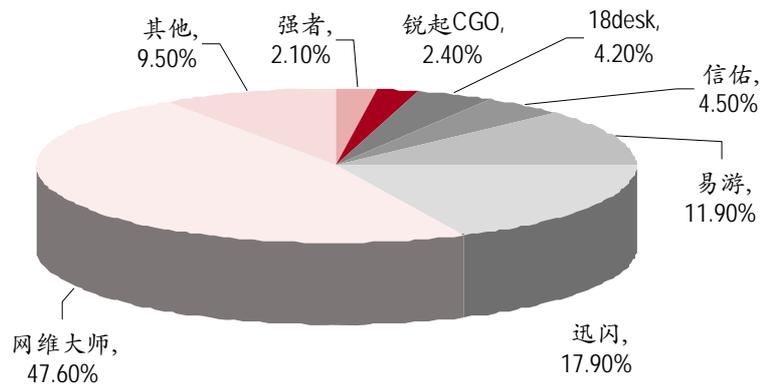
资料来源：公司招股说明书

公司控股股东和实际控制人是华勇先生，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是公司法定代表人。

### 市场份额占据领先地位，未来稳中有升

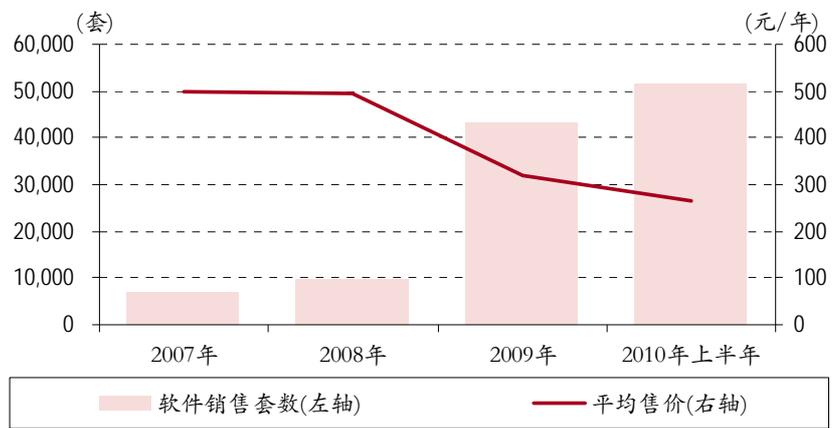
截至2009年底，公司网维大师产品覆盖了全国8万余家网吧，市场份额达到了47.6%，遥遥领先于第二名的18%市场份额。我们认为公司的竞争优势在于：(1) 创新的能力，公司通过商业模式的改变，打破了原来业务销售软件产品为主的盈利模式，通过引入“免费产品+付费VIP服务”的模式，成功占据了大量的市场份额。公司的成功商业模式将保持公司市场占有率的优势地位。(2) 公司拥有业内最大的代理商群(1,500个)，同时给予代理商足够的利润空间，使得代理商有很强的扩张动力。(3) 不断提升的产品功能：公司有足够的技术能力不断升级原有产品的功能使之更加符合客户的需要。公司近日推出了无盘网维大师，获得市场的认可，我们认为将进一步提升网吧覆盖数量。公司目前在更新类软件平台中占据领先地位，未来将根据客户的需要进一步开发计费软件，不断强化公司作为优势网吧平台的地位。

图表 3. 网吧互联网平台软件市场占有率



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 4. 软件 VIP 客户销售套数和平均售价

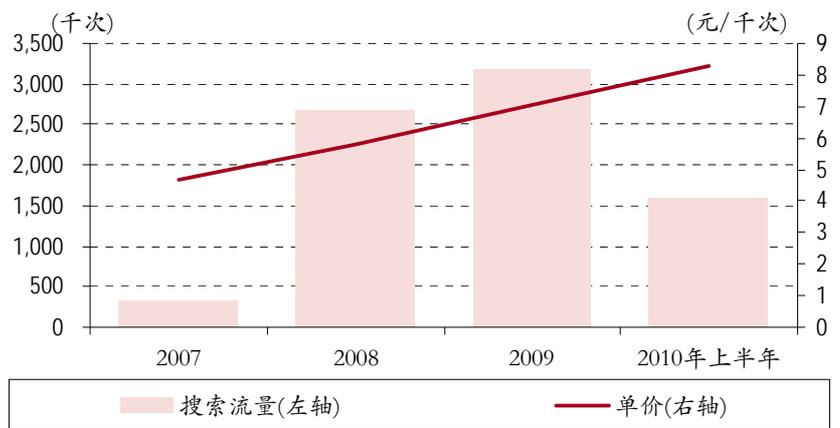


资料来源：公司数据，中银国际研究部

### 互联网增值业务有望量价齐升

互联网增值业务是公司平台价值的突出体现。利用网维大师的平台覆盖庞大的用户群体，通过流量分成的形式同国内其他互联网公司进行合作。目前公司主要的客户是百度等搜索引擎公司。2010年上半年公司同淘宝开展的互联网增值业务增长迅速，实现收入约 200 万元。我们预计未来 2 年公司的互联网增值业务仍将高速发展，基于：(1) 流量计费单价不断上升；(2) 得益于公司覆盖的网民数量的增加，流量也会不断上升；(3) 更多合作伙伴的加入，尤其是淘宝等电子商务网站对公司的流量需求巨大。

图表 5. 用户搜索流量和流量计费单价



资料来源：公司数据，中银国际研究部

### 广告业务成长性良好

广告业务是公司收入的最主要来源，目前占公司总收入的一半以上。依托公司的网吧平台优势，公司广告业务对网游公司等互联网公司有很强的吸引力。公司将进一步加大广告业务的投入。公司计划对广告业务的现有的商业模式进行一定的调整，加大直客的比重，形成“代理商+直客”齐头并进的格局。为此公司将在上海设立主要负责广告业务拓展的分公司，这有利于公司同大广告客户建立长期稳定的合作关系。另外我们认为未来公司广告业务提价的空间较大：(1) 随着互联网娱乐平台影响力的增强，吸引越来越多的非游戏广告客户的关注；(2) 公司广告投放较之传统方式更加精确，效率更高，促使网游运营商加大网吧广告的投入力度。

图表 6. 广告业务经营情况

	2008	2009	2010 年上半年
代理客户数量	8	18	20
终端广告客户数量	47	55	52
<b>合计</b>	<b>55</b>	<b>73</b>	<b>72</b>
客户平均投放广告金额 (万元)	28.72	66.68	46.28
代理商平均投放广告金额 (万元)	39.85	209.37	129.69
广告资源利用率 (%)	15	48	58
代理渠道收入占比 (%)	20	70	78

资料来源：公司数据，中银国际研究部

## 网络游戏联合运营有望爆发增长

网游联合运营指公司同网游开发企业合作，对网游产品进行营销，两者按照约定的比例分成。在这种模式中，网游企业负责产品的设计和开发，公司负责推广和营销，并且提供访问接口，游戏充值等等后续服务。依托公司的平台用户资源优势，公司在网游联合运营领域有很强的竞争力：(1) 公司不进入网游开发领域，不会同游戏开发者产生竞争；(2) 公司的网维大师覆盖 5,000 万的网吧网民，并且公司在向网吧网民推广游戏时有转化率高的优势。(3) 风险较小。由于公司只是为数量很大的网络游戏提供一个接触终端客户的平台，单个游戏的营销和推广成本非常小，因此游戏失败对公司业绩几乎没有影响，而一旦一款游戏成功就可以给公司带来可观的收入。

网游联合运营推出初期，顺网的接口和游戏之间打通需要比较长的时间。随着运营模式逐步成熟，这一进程将大大加快。目前已经有十多款游戏上线运营，到今年年底有望推出 40-50 款联合运营游戏。其中不乏像狼队、西游记等人气值很高的游戏，预计这些游戏有望在明年贡献可观的收入。随着公司影响力的不断增强，除了二三线游戏厂商之外的一线游戏厂商也将在公司的合作范围之内。

## 个人用户平台是未来的主要看点

终端平台的多元化是公司努力的目标。目前公司在网吧终端平台上占据优势地位，并且这个地位在不断被强化。公司 PC 保鲜盒产品目前还处于试运行阶段，致力于提高产品的稳定性，有望在明年向市场推广。具体推广方式可能选择预装在家电下乡电脑产品中或者是同 PC 生产厂商合作推广。公司的手机平台也取得了一定进展，目前正在部分网吧提供免费版本给网民进行试用。我们认为公司在个人平台建设所做的努力有助于公司进一步扩大用户群体和提升用户黏性，长期来看发展空间巨大。

## 初步结论

我们看好公司的商业模式：构建一个覆盖面广，用户众多的互联网娱乐平台(网吧+个人用户+手机用户)，在平台上不断开拓新的盈利来源。我们认为公司的网游运营业务有望率先获得突破，可能成为未来一年业绩增长的突破口。公司核心员工拥有股权，有利于团队稳定，对公司业绩有正面影响。

## 主要風險

政策風險。公司所处的互聯網信息服務行業是受到政府嚴格監管的行業，並且行業監管機構眾多。如果公司不能維持目前已經取得的相关業務許可或者不能獲得未來監管部門的新資質要求，將對公司業務帶來不利影響。

版權風險。互聯網開放的特性使得公司客戶可能在未經公司許可的情況下通過公司的互聯網娛樂平台傳播盜版娛樂內容，給公司帶來潛在版權風險。

個人平台市場。個人和家庭市場經營環境和公司熟悉的網吧市場有很大不同，包括：競爭對手實力雄厚，個人用戶的使用習慣，產品的安全性等等。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371