NETDRAGON（8288）

首次報告

買入

2008 年 6 月 5 日

極具潛力的網游成長股

- **網遊市場發展潛力大，可持續發展性增強：**2007 年中國網遊市場規模爲 128 億元人民幣，預計 2011 年將達到 401 億元人民幣，年均複合增長率爲 33%。老遊戲依舊佔領市場份額的大部分，這逐漸打破網遊所謂 3~5 年的 "生命週期"；遊戲平臺化的發展趨勢預期帶來收入的可持續增長；搜狐、騰訊等門戶網站網遊收入比重的增加，正在提升網遊的投資價值；以及政策風險的實質性影響不大，這些都表明網遊企業的可持續發展性在增強。
- **強大的自主研發能力，確保公司穩健持續發展：**公司自 2001 年開始網游的開發和運營，對策劃、美工和編程等整個遊戲開發過程，形成一套完善的流程和多年積累的開發經驗。公司多次獲得行業獎項，並被百度通過點擊排名分析評爲 2007 年下半年最受關注的網游運營商企業，以近 16%的關注度名列排名榜第一名。公司研發人員已經超過 500 人，公司計畫 09 年將突破 1000 人，未來將打造遊戲的工業化。
- **預計 2008～2010 年海外遊戲收入複合年均增長率達 35%：**公司是目前美國市場上最大的中國網游運營商，借助海外銷售的先發優勢，從現有的美國、香港、臺灣以及菲律賓地區的銷售，進一步拓展到法國、西班牙等國家；新增的遊戲，例如將推出的《英雄無敵 Online》將促進海外銷售增長，我們預計海外銷售收入在未來三年的複合年均增長率將達 35%。
- **預計 08 年收入增長 26%，淨利潤增長 35%：**預計 08 年現有遊戲《征服》收入保持穩定增長，《魔域》收入持平，加上海外銷售 35%的增長和新遊戲將帶來近 6 千萬元的新增收入，全年整體收入增長 26%，淨利潤增長 35%。
- **首次關注，目標價爲 17 港元，買入評級：**該目標價分別相當於 09 年和 08 年盈利預測的 13.2 倍和 16.5 倍 P/E。公司的 07～09 年的 PE/G 爲 0.3，遠遠低於行業水準。該目標價與現價相比有 63%的上升空間，因此我們對公司評級爲買入。

★ 1 港元=0.895 元人民幣

第一上海研究部

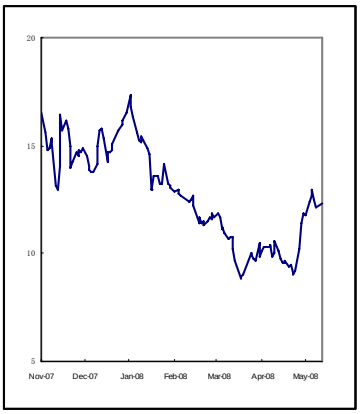
86755-33331811

主要資料

行業	資訊科技
股價	10.42 港元
目標價	17 港元（+63%）
股票代碼	8288
已發行股本	5.31 億股
市值	54.91 億港元
52 周高/低	7.91-19 港元
每股淨資產	人民幣 3.2 元
主要股東	劉德建：(31.46%) 劉路遠（4.74%）

盈利摘要

截止12月31日财政年度	06年实际	07年实际	08年预测	09年预测	10年预测
总营收（百万人民币）	122	645	814	1,061	1,292
变动(%)	248	429	26	30	22
净利润（百万人民币）	43	375	491	611	747
每股收益（人民币 分）	10.7	68.5	92.4	114.9	140.6
变动(%)	NA	540	35	24	22
市盈率@10.42港元（倍）	87.1	13.6	10.1	8.1	6.6
每股派息（人民币 分）	NA	0.4	0.6	0.7	0.7
息率(%)	NA	58.4	70.0	60.0	50.0
权益回报率(%)	40.9	21.2	28.2	30.4	31.3



網遊市場呈現快速增長趨勢

中國互聯網用戶規模已達 1.82 億人

根據 DCCI 互聯網資料中心 2007 年中國互聯網調查資料統計顯示：2007 年中國互聯網用戶規模達 1.82 億萬人。預計 2008 年中國互聯網用戶規模將達 2.44 億人。

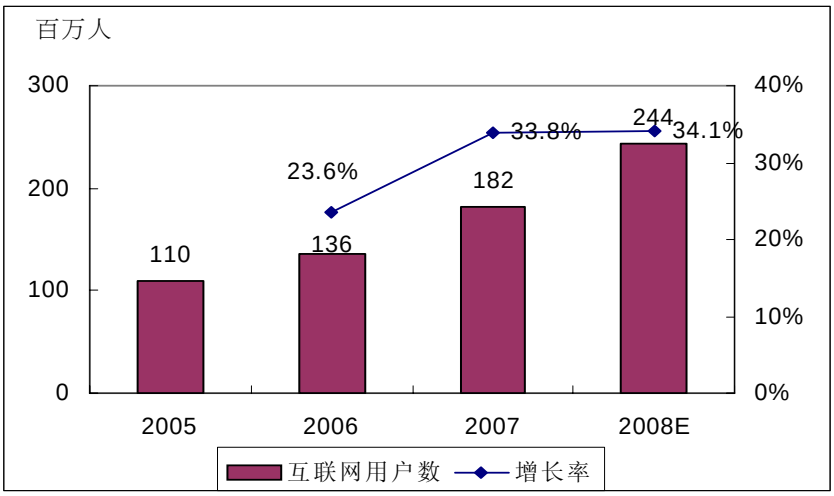
中國網路遊戲用戶數已達到 4017 萬

網路遊戲用戶總規模與預測，截至 2007 年 12 月，中國網路遊戲用戶數已達到 4017 萬，比 2006 年增長 23%。預計 2012 年中國網路遊戲用戶數將達到 8456 萬，2007 年到 2012 年的年複合增長率爲 16%，高於互聯網用戶數增長率。

付費的網路遊戲用戶已達到 2236 萬

截至 2007 年 12 月，中國付費網路遊戲用戶已達到 2236 萬，比 2006 年增長 31.3%。預計 2012 年中國付費網路遊戲用戶數將達到 5038 萬，2007 年到 2012 年的年複合增長率爲 17.6%，高於網路遊戲用戶數增長率。

圖表 1：中國互聯網用戶規模及增長率

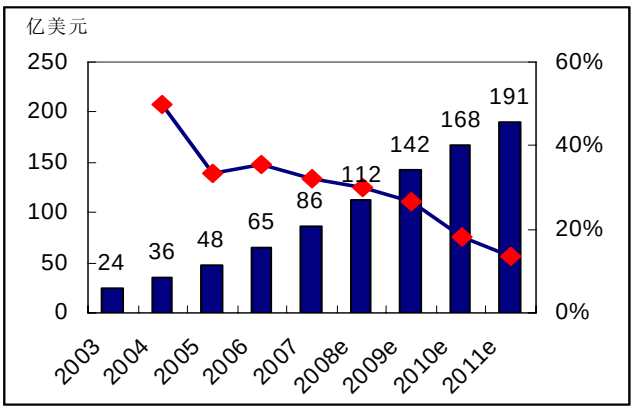


資料來源：公司年報，第一上海

2007 年全球網遊市場規模爲 86 億美元

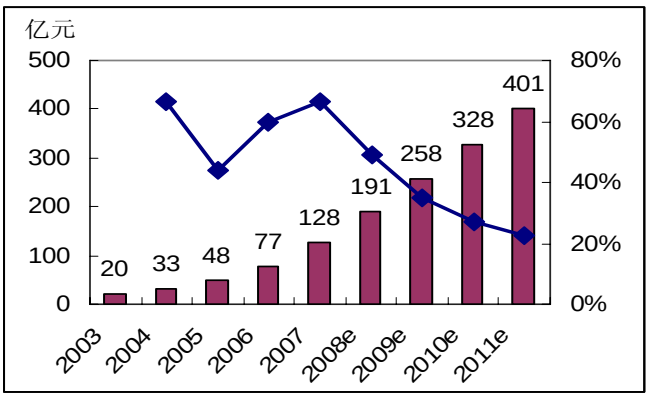
根據 DCCI 互聯網資料中心 2007 年中國互聯網調查資料統計顯示，中國聯網用戶使用頻次最多的互聯網服務和應用中，緊隨流覽新聞和收發電子郵件 38.8%和 11%之後，博客、即時通信和遊戲分別占到了 9.2%、7.5%和 7.5%，這一資料也說明網游成爲人們在互聯網活動中很重要的生活方式。根據 Iresearch（艾瑞）調查結果，預計 2011 年將達到 191 億美元，2007 年至 2011 年的複合增長率爲 22%。

圖表 2： 2003～11 年全球網遊市場規模及增長



資料來源：Iresearch

圖表 3：2003～11 年中國網遊市場規模及增長



資料來源：Iresearch

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

2007 年中國網遊市場規模爲 128 億元人民幣

同時，根據 Iresearch 調查，2007 年中國網遊市場規模爲 128 億元人民幣，預計 2011 年將達到 401 億元人民幣，其間複合增長率爲 33%。2007 年美國的網路遊戲市場份額最大，約占 31%，其次是韓國 23%，中國則以 20%排名第三。隨著中國互聯網普及與網遊滲透率的快速提高，中國已經成爲全球網路遊戲用戶最集中的地區，其網路遊戲市場規模在全球所占的比重也將越來越大。中國網遊市場的增長也明顯快過全球市場，如果以當前的 1 美元兌換 7 元人民幣的匯率計算，2011 年中國網遊市場將占到全球市場的 29%。

網遊行業發展五大趨勢

免費遊戲爲主，收費遊戲爲輔的盈利狀態

從 2006 年“免費模式”在業界大面積推廣，成爲一個歷史性的“拐點”。免費模式從休閒遊戲，到大型的 MMORPG，數量越來越多，與此同時，贏利模式也逐漸清晰起來，未來市場還會保持免費遊戲爲主，收費遊戲爲輔的盈利狀態。

2007 年新推出的遊戲產品，絕大部分都採用了道具收費模式，而道具遊戲在 2007 年的收入也佔據了整個市場收入的 67%。2007 年，曾經堅定地擁護計時模式的網易和九城也開始試水道具模式。

休閒遊戲市場迅速崛起

從目前的市場份額來看，MMORPG（大型多人網路角色扮演遊戲）仍然是市場的主導者，隨著用戶群的增大，工作族玩網路遊戲的時間有限，MMORPG 並不適合該用戶群的需要，休閒遊戲應運而生。

主打休閒遊戲的久遊和騰訊等廠商 2007 年都有良好表現，其中久遊網的《勁舞團》長期位居國內遊戲人氣榜前茅。其他廠商如網易、巨人、九城、完美時空、金山等均已加入休閒遊戲的競爭。

2007 年，休閒類網路遊戲市場的實際銷售收入爲 25.3 億元人民幣，比 2006 年增長 105.9%。預計 2012 年中國休閒類網路遊戲的實際銷售收入將達到 99 億元人民幣，2007 年到 2012 年的年複合增長率爲 31.0%。

遊戲運營將由產品化轉向平臺化，再轉向平臺的社區化

過去遊戲運營商有產品，沒平臺，產品生命週期的長短不一導致遊戲收入的此消彼長，使得收入發生不穩定。而當有平臺化，將使得這種情況會相對減少。

對於有實力、有資金、有平臺、有管道的網路遊戲運營商，第一它一定會擴展它的平臺；第二，它一定會把很多不同的產品都放在這個平臺上。使得玩家在這個平臺當中進行遊戲。只有這樣才能保持穩健的增長。同時以平臺進行遊戲操作，能夠吸引更多的主流用戶，節約成本，增強遊戲的影響力，並且可以開展廣告等增值服務。

資本市場也青睞那些那些同時經營網遊及多種網站業務的互聯網公司。因爲他們認爲當網路遊戲火爆時，這些網路公司固然可以大賺一筆，但當網遊業務整體不景氣時，廣告和其他業務就可以起到減震器的作用。

這也是爲什麼一些非主流的遊戲開發商在資本市場和產業市場都表現的比較弱勢。因爲第一，它們從來沒有形成強勢的產品；第二，與平臺的距離更加遙遠。

平臺的社區化，實質上是加強玩家對平臺的歸屬感，提高他們對平臺的粘著度。在艾瑞諮詢做的《第六屆中國網路遊戲市場調查報告》中，中國網遊遊戲玩家玩網路遊戲最主要的目的就是交友。平臺的社區化，是在社區的屬性下，大多數玩家來體驗一個網路社區，在社區裏打發時間，互動交友，做一些在現實生活中不能做的事

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

情，可以使得玩家們通過遊戲的平臺來在網上和網下更加方便地交友。例如巨人公司推廣的“同城約會”活動，玩家可以按現實所處的省市進入相應地圖，通過同城搜索、神秘聊天等玩法，可以快速找到異性玩家，一起玩找朋友活動、修煉法寶等趣味的雙人遊戲，並且可以很方便地在現實中見面。

遊戲行業資本擴容，業內並購頻繁，競爭更加激烈，進入門檻更高

隨著中國網路遊戲行業的市場不斷壯大，一大批公司成功上市，繼盛大、九城上市之後，在 2007 年又有完美時空、金山、巨人、網龍等以自主研發爲特點的企業在不同的地區完成了 IPO，通過資本市場融得了企業發展所需的資金，也使網路遊戲行業資本積累迅速增加。

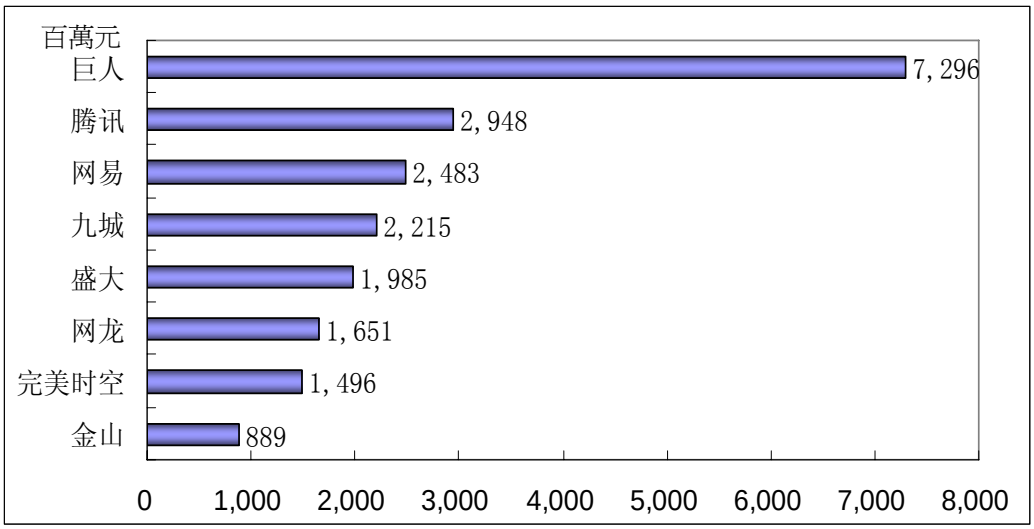
這些上市的網遊企業，擁有了大量的現金，雄厚的資金實力足以支持他們開展對其他公司的收購。這方面典型的案例就是盛大收購錦天科技、騰訊控股深圳網域。IDC 認爲，在 2008 年，將有越來越多的中小運營商和研發團隊被兼併。

另一方面，也有新的競爭者湧入：例如百度和盛大合作，建立新的網路遊戲平臺；財華社（8317.hk）成立遊戲集團公司，進入網遊行業。這也加劇了行業未來的競爭。

正如巨人 CEO 史玉柱所說，五年前，中國網遊行業一個月出三款新遊戲，現在達到一天推出一款新遊戲，預計兩年後，一天要出三款。越來越多的網遊分食 4000 萬的玩家市場。

2007 年，中國網路遊戲行業集中度明顯提升，前 10 名運營商的收入之和佔據了整個行業收入的 91.8%。在某種意義上說，中國網遊行業已經進入壟斷競爭的“戰國時代”，對於新興的中小網游運營商而言，行業競爭門檻被進一步抬高。

圖表 4：2007 網游運營商現金儲備一覽



資料來源：公司年報，第一上海

二、三級城市與網路行銷兩大管道將促進網遊企業的管道發展

從銷售管道的機遇來看，二三級城市與網路行銷兩大管道將進一步促進網遊企業的管道發展。網遊市場競爭激烈，國內網路遊戲公司往往將大城市選擇成爲其重點發展區域，但行銷效果與投入並不成正比，加之趨於飽和的市場環境，開發新的市場趨於成爲各個運營商關注的重點，市場拓展將轉入二三級城市。

從盛大的營業來看，收入來自於線上銷售管道的比例逐年增長。盛大預付卡收入來自於線下的銷售管道的比例從 2005 年的 36.9%減少到 22.4%，而直接通過網路來銷售的收入比例從 2005 年的 13.8%增長到 20.5%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

網遊企業可持續發展性增強

網游生命週期在延長

現在國內佔據市場分額大頭的還是幾款老遊戲，《傳奇》上市已 6 年，《魔獸世界》5 年，《夢幻西遊》4 年，《征途》3 年，上述幾款遊戲也是網游巨頭們創收的"絕對主力"。網遊 3~5 年的所謂"生命週期"並不符合實際。

我們認爲，原因有以下三個方面：

第一，網路遊戲的娛樂價值部分依賴于社區影響。只要老遊戲不退出市場，就將繼續成爲社區的重要組成部分；

第二，遊戲運營時間越長，技術及客戶服務支援越平穩，從而可以提供更好的用戶體驗；

第三，大多數新遊戲缺乏創新內容，因此難以吸引大量玩家。

受上述因素影響，只要遊戲發行商能夠控制新內容發佈，以及遊戲本身不出現重大技術問題，例如盜號、私服。通常情況下，延長遊戲生命週期的有效手段包括通過增加新物品和新功能、調整遊戲細節以及積極地開展銷售和行銷。

遊戲平臺化的戰略將帶來收入的可持續增長

遊戲平臺化，也是網遊行業目前的趨勢。典型的有盛大的遊戲平臺，久遊網的遊戲平臺等。遊戲的平臺化，一方面可以提高玩家的粘著度，留住老玩家，這樣穩定的玩家可以持續帶來收入，另一方面，也可以在平臺上可發新的增值服務，帶來其他收入。

搜狐、騰訊等門戶網站網遊收入比重的增加，也提升網遊的投資價值。

2007 年，搜狐收入已經占到了整個收入的 48%，而 2008 年 1 季度更是超過了一半，騰訊網遊收入也已經占到總收入的近 30%，網游已經成爲他們非常重要的收入來源。這些被投資者看好的門戶網站，他們網遊收入比重的增加，也提升了網遊行業的投資價值。

政策風險不大

目前政府對網遊的關注主要是：一、關注未成年人對網遊的過度沉迷，正在嚴格推行網遊防沉迷系統；二、關注遊戲的內容，例如賭博、殺人等的不良內容。

這兩點對主流的網游運營商來說，總體來說影響不大。其實政策出臺了，反而明確了，政策沒有出臺，反而使得投資者擔心政府出臺怎樣的政策、對網遊帶來怎麼樣的影響。只要政府明確相關的政策要求，對行業內哪家企業都是一樣的。目前從網遊企業的運營來看，防沉迷對網游運營商影響很小，同時網遊也不是主要靠不良內容來吸引玩家。只是對目前通過設計不良內容來吸引小部分玩家的遊戲，一旦相關政策出臺，將面臨制裁的風險。

100 多億的市場規模，4000 多萬的網遊玩家，網游已經形成了產業。同時玩網游正在成爲很多線民很重要的生活方式，政府只要規範內容，不存在封殺網遊。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

網龍：快速成長的網遊公司

網游是公司的收入來源

網龍是中國網路遊戲開發及運營商。公司目前的網路遊戲產品是 MMORPG（大型多用戶角色扮演遊戲）類。主要收入來自於這幾款遊戲：《魔域》《征服》《機戰》《投名狀 Online》。2008 公司年即將推出兩款休閒類遊戲《開心 Q 傳》和《天元》以及戰略型進攻遊戲《英雄無敵 Online》。

圖表 5：《魔域》遊戲螢幕截圖

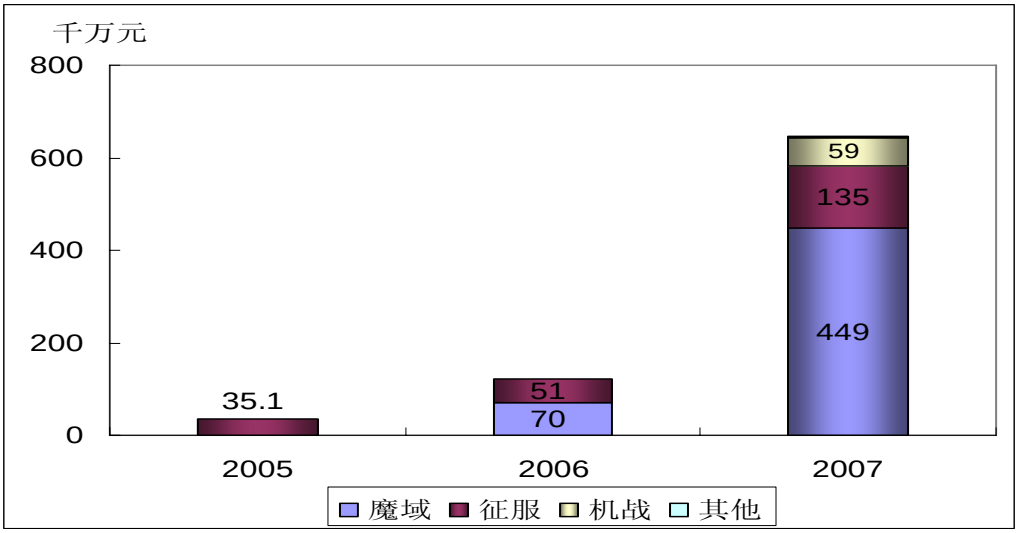
資料來源：公司資料，第一上海

圖表 6：《征服》遊戲螢幕截圖

資料來源：公司資料，第一上海

公司 2005 年收入從 0.35 億元增長至 2007 年 6.45 億元，呈飛速增長。我們可以知道：一方面，《魔域》占總收入的約 70%；另一方面，遊戲數量的增加，帶來收入的明顯增加。從網龍 2007 年主要遊戲 ACU（平均線上人數）數字來看，無論是老遊戲《征服》和魔域，ACU 數值都呈增長的趨勢。《機戰》四季度數字略有下降，未來 ACU 情況還需要進一步觀察。因爲 ACU 直接關係到遊戲的收入，如果未來的 1～2 年 ACU 繼續保持增長的態勢，預示著公司遊戲收入將進一步得到提升。

圖表 7：2005～07 年公司總收入及其構成

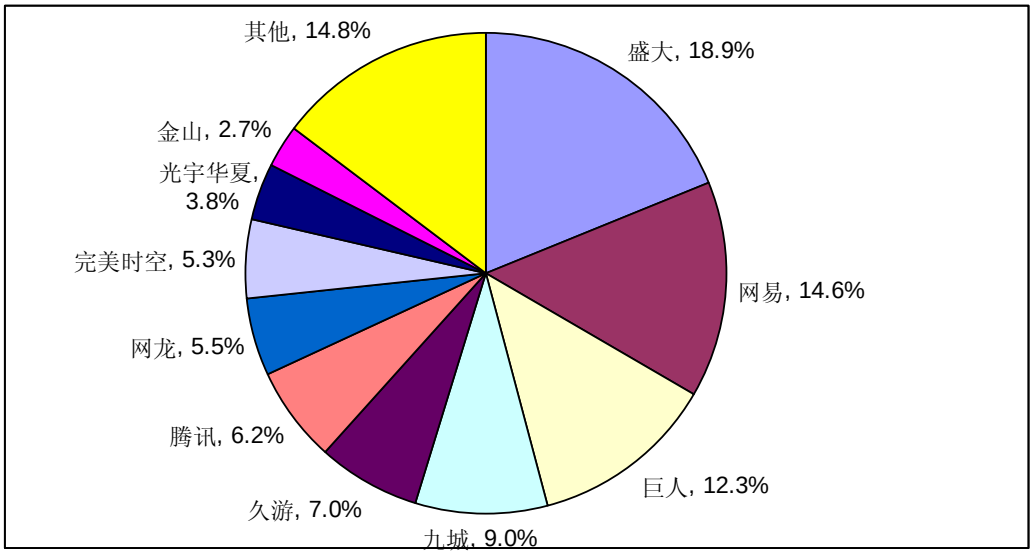


資料來源：IResearch

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

2007 年，網龍收入占到了整個網遊市場份額的 5.5%，排在第七名。

圖表 8：2007 年網路遊戲運營商收入市場份額



資料來源：IResearch

3 大競爭優勢：海外市場、遊戲開發和內部管理

海外市場拓展的先發優勢

美國市場上最大的中國網游運營商

公司是目前美國市場上最大、同時已覆蓋包括英、法、西班牙等多種語言區域遊戲市場的中國網游運營商。

董事長和 CFO 有多年海外生活和工作的經歷

網龍的海外征途始於 2004 年 6 月。公司董事長劉德建和 CFO 胡澤民都有多年海外生活和工作的經歷，這在國內網遊企業管理團隊中極爲少有。語言優勢加上對海外市場的瞭解，形成了公司早期在海外市場開拓時的快速反應能力。如果對方在架設伺服器上存在問題，拿起電話就能說；如果海外玩家有投訴，也可以直接解答。

公司就迪士尼旗下的部分肖像產品的版權，正在與迪士尼洽談合作

海外的先發優勢使得公司能夠有機會獲得更多的資源。公司目前正在與迪士尼洽談合作，關於迪士尼旗下的部分肖像產品的版權，將通過這些好的題材設計出相關的作品。畢竟遊戲題材對於一款遊戲來說是非常重要的。同時公司正與全球最大的遊戲運營商 EA 洽談相關的合作（例如研發合作等），海外的優勢使得公司在全球網遊市場上擁有更大的舞臺和空間。

海外獨立運營，成本更低

與此同時，網龍從一開始即選擇了在海外獨立運營的模式。借助于海外健全的金融體系，網龍海外的所有產品都按道具收費。同時也正是因爲其免費運營模式，網龍海外行銷成本相對較低，廣告費用不到收入的 5%。後來的跟隨者包括盛大、完美時空和金山大都靠授權當地運營商代理的模式進入海外，但比起獨立運營的模式來說，在收益上和市場推廣上將打個折扣。

當然，在一些語種較小的地區，網龍也採取授權合作模式。如已在香港運營的《機戰》(繁體中文)、菲律賓運營的《魔域》、在臺灣運營的《魔域》及《機戰》繁體版等。

2006 和 2007 年，占中國網遊出口的 26%和 28%

根據《2007 年中國遊戲產業調查報告》顯示，2006 和 2007 年中國網遊海外出口收入分別爲 2000 萬美元和 5500 萬美元，網龍則分別爲 0.42 億和 1.17 億元人民幣，分別約占中國整個網遊出口的 26%和 28%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

強大的遊戲開發能力

研發實力強

國內的網遊產業 2000 年才興起，網龍公司 2001 年成立，開始網游的開發和運營。行業內擁有這樣資歷的不超過 3 家。公司在遊戲開發的過程：策劃、美工到編程，公司都有一套完善的流程和多年積累的開發經驗。

董事長劉德建作爲公司的創始人，一直是負責遊戲的總設計，是行業的資深專家，公司遊戲開發帶頭人 CTO 陳宏展在遊戲開發和管理擁有超過 10 年的經驗。

公司多次獲得行業很多獎項，包括“全國十佳開發商”、“軟體博覽會金獎”“最受歡迎免費遊戲獎” 等（詳情請參閱公司 07 年招股書）。同時，通過點擊排名分析，網龍被百度評爲 2007 年下半年最受關注的網游運營商，以近 16%的關注度名列第一，超過了盛大。

目前公司研發人員已經超過 500 人，公司計畫 09 年將突破 1000 人。

強大的客戶追蹤系統和 VIP 系統，把握玩家需求，提升玩家忠誠度

公司已開發出一個綜合自有客戶資料系統，可記錄玩家每日的用量資料，包括其行爲及購買模式。正如我們對公司調研時公司所演示的，可以分析出玩家買的多的是什麼道具，什麼樣價格買的最多，以及設置一個內置廣告（IGA）後，玩家有什麼樣的反應，等等。公司的這套系統可以追蹤到每台伺服器，瞭解每台伺服器上玩家的變化。通過分析資料，來瞭解玩家的需要及喜好。遊戲開發隊伍亦藉此添更多功能來不斷改善遊戲，令遊戲更普及、延長遊戲的產品週期。

公司設立的 VIP 系統，爲高用量玩家提供優先客戶服務，包括第一手遊戲最新資料等。也向 VIP 玩家提供特別討論區，讓其分享經驗及直接與遊戲設計員聯絡。VIP 玩家也可參與公司舉辦的特別網上和網下的活動。VIP 系統協助公司確定高用量玩家，提供更多資料分析其喜好及需要。

客戶追蹤系統和 VIP 系統實際上能夠很好地把握玩家需求，對遊戲策劃和遊戲更新有十分重要的意義。公司《征服》之所以從 2003 年上市至今收入仍在上升，離不開該遊戲不斷升級來更貼切地滿足玩家需求，保持和提升遊戲的吸引力和提升玩家忠誠度。

成熟的內部管理

強大的 EPR 系統

公司自己開發了一套 ERP 系統。主要包括：

1）文檔管理系統，做到有據可查。文檔管理對於研發來說非常重要。畢竟文檔的繼承性很重要，後面開發也頂多在在以前的基礎上有 20%的創新。公司的文檔管理可以很好地實現文檔的存檔、檢索、保護。

2）開發和研發系統。遊戲的製作人員每天的工作表現、輸出都可以做到清晰、可控，有跡可循。包括工作成果、待辦工作、請假，甚至違規查詢等。

3）有專門的後臺系統對玩家進行調查。例如某一個形象，玩家對形象的評價，這些都可以用來檢驗策劃，還可以做競爭調查。

快樂工作的積分文化

公司建立了幾乎所有的非常好的鍛煉娛樂設施，例如游泳池、射箭、瑜珈、健身房、按摩房等等。除了這些硬體條件外，公司還有快樂工作的文化。員工，包括董事長在公司的任何好的行爲都可以打分，比方說內部講課、拓展活動、晚會等，通過積分的形式，最後給員工精神和物質的雙重獎勵。培養一種樂於奉獻，使得員工保持積極、活躍的心態。

當然這套積分系統也放入公司的 ERP 系統，還有績效排名（直接和獎金掛鈎）。公司的整個內部管理，由 ERP 系統推著走，來保證遊戲高品質、快速生產的過程。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 9：公司 ERP 系統截圖

資料來源：公司資訊，第一上海

遊戲平臺化、社區化的發展戰略

打造遊戲的工業化，支撐遊戲平臺

遊戲工業化，縮短研發時間。借助公司內部管理系統，強大的研發能力，希望做到“批量”生產遊戲。公司計畫明年年底後，開發遊戲的時間縮短到 3 月。這也是爲什麼要上 EPR，以及公司調整組織結構來適應這樣的改革。

對於遊戲來說，題材很重要。因爲有這個題材，就能夠吸引玩家。公司已經與迪士尼合作，簽下了對方 4～7 個形象版權。迪士尼在國外的市場很有號召力，能夠借助這個題材在海外做起來。另外公司也在洽談類似于蜘蛛俠等的版權。

打造 91 品牌遊戲平臺，做大做強

公司未來 2、3 年將重點打造 91 品牌（www.91.com），作爲公司所有遊戲的平臺。這個平臺同時也作爲玩家內部交流的平臺，類似於聯眾，將會有聚團的出現，來把 VIP 客戶留下來。讓他們習慣在這裏玩，因爲這裏有他們的朋友。這樣也會帶來更多的 ACU。

同時，公司借助這個平臺的優勢也可以更多地與外界合作，例如與全球最大的遊戲公司 EA 合作，雙方互相借助優勢，來獲得更多的資源，推動遊戲的開發和推廣。

公司也通過打品牌，拉人氣，產生好感。通過一些付費的手機軟體放到公司平臺上免費使用。現在公司已經做手機軟體。原來 IPONE 做不到，公司可以幫他做得到，可以免費安裝手機軟體。最近已經就網站的建設招了 70 多人。公司也吸引網路小說家過來 91 平臺，幫他們宣傳、推廣，來積攢人氣。最終在這個平臺提供全面的服務。

遊戲平臺社區化，留下忠實的玩家

公司通過一系列的活動，例如消費積分，該積分可以用在平臺上的任何遊戲，通過網上論壇，網下的玩家和公司遊戲研發人員的互動活動，來提升玩家對平臺的歸屬感，留住忠實的玩家。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

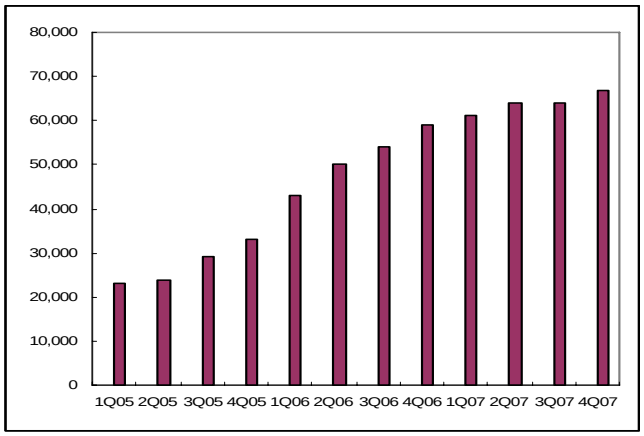
成長動力和收入預測

未來幾年海外遊戲收入將每年帶來35%的增長

公司借助海外銷售的先發優勢，從現有的美國、香港、臺灣以及菲律賓地區的銷售，進一步拓展到法國、西班牙等國家；新增的遊戲，例如即將推出的《英雄無敵Online》，也將促進海外銷售的增長。

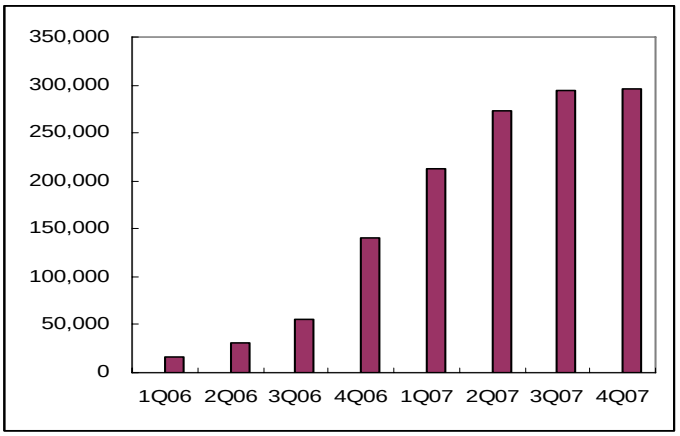
網龍2006年和2007年的海外收入分別爲0.42億和1.17億元人民幣，我們預計海外銷售在未來幾年每年將會帶來35%的遊戲收入增長。

圖表 10： 2005～2007 年《征服》遊戲 ACU 增長情況



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 11：2006～2007 年《魔域》遊戲 ACU 增長情況



資料來源：公司資料，第一上海

08年《征服》收入穩步增長，《魔域》收入持平，《投名狀Online》將快速增長

我們認爲《征服》在08年依然是增長的態勢，預計08年《征服》收入全年將保持20%的收入穩定增長，2009年和2010年將保持略有增長。

《魔域》由於1季度受私服的影響，收入下降，但我們預計在08年2季度會提升，08年整體收入相比07年持平， 09年和10年將會保持略微增長。

《投名狀Online》在07年底推出，將結合在香港、臺灣和東南亞地區的銷售，在未來幾年得到快速增長，08年有望實現收入2880萬。

新增遊戲收入08年可望突破5800萬元

公司2季度會推出《英雄無敵》和《開心》，3季度將推出《天元》。

《英雄無敵》被評爲2008年最受期待的10大遊戲之一，而《開心》是公司歷經2年多推出的網遊大作。

我們認爲這兩款遊戲今年平均線上人數（ACU）分別能夠達到3萬人和5萬人，《開心》將在未來將獲得更快的收入增長。我們預計今年新增遊戲可望突破5800萬。

08年遊戲收入將有26%的增長

綜合以上，我們預計08年收入增長將實現26%的增長，達到8.14億元人民幣， 2009年和2010年遊戲收入分別爲10.6億和12.9億元人民幣。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 12：公司 08、09、10 年遊戲收入預測

ACU（单位：人）	2007年	2008年预计	2009年预计	2010年预计
魔域	269,000	250,000	262,500	262,500
征服	64,000	75,000	78,000	100,000
机战	36,000	43,200	45,360	45,360
投名状ONLINE	6,000	15,000	15,000	20,000
英雄无敌	NA	30,000	50,000	65,000
开心Q传	NA	50,000	60,000	100,000
天元	NA	20,000	30,000	45,000
ARPU（单位：元）	**2007年**	**2008年预计**	**2009年预计**	**2010年预计**
魔域	139	150	150	150
征服	176	180	180	180
机战	204	220	220	220
投名状ONLINE	101	160	180	200
英雄无敌	NA	120	150	200
开心Q传	NA	120	150	150
天元	NA	110	110	110
收入(千元）	**2007年**	**2008年预计**	**2009年预计**	**2010年预计**
魔域	448,603	450,000	472,500	472,500
征服	135,326	162,000	168,480	216,000
机战	58,755	114,048	119,750	119,750
投名状ONLINE	1,816	28,800	32,400	48,000
英雄无敌	NA	21,600	90,000	156,000
开心Q传	NA	30,000	108,000	180,000
天元	NA	6,600	39,600	59,400
其他	714	714	30,000	40,000
合计	645,214	813,762	1,060,730	1,291,650

資料來源：公司資料，第一上海

私服影響公司08年1季度業績，但我們預計這已經是穀底

08年1季度公司主要遊戲ACU和收入比07年四季度略有下降，一方面受08年1季度雪災的影響，另一方面，我們認爲本季度公司的主打遊戲《魔域》依然受到私服的影響。

根據 17173 網站的調查結果，《魔域》在 08 年 1 季度的 PCU 爲 57 萬，高於網龍公佈的資料。儘管該網站聲明此資料僅供參考，至少從一個側面反映網龍公佈的該遊戲 ACU 降低是由於私服帶走《魔域》部分玩家的結果，也可以看出實際上《魔域》還是玩家的歡迎度沒有降低。07 年《魔域》就已經被百度通過點擊分析評爲中國最受關注的網路遊戲，而且玩家忠誠度也是最高的。08 年 1 季度 167 元的 ARPU 值還是高於 07 年平均 ARPU 值 139 元。

如果沒有私服的影響，《魔域》本可以獲得在收入和 ACU 的增長。我們預計本季度應該是受私服影響的最低谷，公司也專門成立了 20 多人的部門來 24 小時跟進和網上打擊私服，同時對遊戲進行了升級，例如新增加了一個角色，私服沒有辦法相應升級等。公司 2、3 月份的遊戲 ACU 資料已經有所回升。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

財務分析

08 年毛利率將略有下降

我們預計 08 年與 07 年相比，毛利率將由 07 年的 94%下降到 08 年的 90%。出於以下的考慮：

1）公司會加大伺服器投入。基於平臺化的發展戰略，公司加大伺服器的投入來提前保證未來新遊戲推出的運行穩定，因此伺服器的配置會略微超前。

2）伺服器折舊加速。某些類型的伺服器因爲中國會計法則的變化，將由 5 年減少爲 3 年，折舊加速。

3）代理費用增加。公司現有的就有《投名狀 Online》遊戲，與中國電影公司合作，需要提供器代理費，以及與迪士尼的的合作，買入對方的形象版權。我們預計未來公司還會有類似的代理費用的發生。

公司未來兩年基本保持 90%的毛利率。

圖表 13：主要財務資料

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
盈利能力					
毛利率	90.8%	94.3%	90.0%	90.0%	90.0%
经营利润率	42.2%	66.2%	67.1%	64.0%	64.3%
净利率	35.1%	58.1%	60.3%	57.6%	57.9%
股权回报率	40.9%	21.2%	28.2%	30.4%	31.3%
资产结构&偿债能力					
总资产负债率	0.28	0.04	0.07	0.07	0.06
流动比例	2.86	23.62	14.40	14.08	14.65
运营效率					
存货天数	0	0	0	0	0
应收账天数	121	38	30	25	20
应付账天数	1,238	448	300	300	300
资产周转率	0.83	0.35	0.44	0.49	0.51

資料來源：公司資訊，第一上海

應收賬齡將下降

網遊企業應收賬款情況一般都較好。收入確認主要通過網上支付、遊戲平臺、預售點卡的形式。

正如行業的發展趨勢所述，玩家通過網上支付的比重會加大，而且類似盛大的企業網上支付比重都在加大，我們預計未來網龍的應收賬齡可以控制在 20 天以內。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

目標價 17 港元，評級爲買入

同業估值，目前市盈率最低，PE/G 最低

我們選取了行業競爭對手作爲公司估值的參考對象。

雖然我們列了騰訊和搜狐的 PE 值資料，但沒有把他們納入行業平均估值。畢竟兩家企業作爲門戶網站，還有很大一部分收入來自於廣告和其他互聯網增值服務等，行業也因此給出了更高的估值。但我們也相信，隨著網遊在這兩家公司的收入比重進一步加大，會帶動網遊行業的整體估值水準提升。

圖表 14：同行業 PE 值比較

	代码	价格	07EPS	08EPS	09EPS	08P/E	07～09复合增长率	PE/G
盛大	SNDA	33.07	1.94	2.04	2.34	**16.2**	6.4%	**2.51**
完美	PWRD	25.79	0.93	1.72	2.37	**15.0**	36.6%	**0.41**
巨人	GA	13.87	0.72	0.75	0.98	**18.5**	10.8%	**1.71**
网易	NTES	22	1.31	1.31	1.45	**16.8**	3.4%	**4.88**
金山	3888	3.9	0.19	0.27	0.39	**14.4**	27.1%	**0.53**
行业平均						**16.2**	16.9%	**2.0**
网龙	8288	10.42	0.77	1.15	1.79	**9.08**	32.6%	**0.28**
腾讯	700	71	0.94	1.46	1.99	**48.6**	28.4%	**1.71**
搜狐	SOHU	89.06	0.9	2.53	3.35	**35.2**	55.0%	**0.64**

資料來源：Thomson，2008 年 6 月 4 日股價，第一上海

目標價爲 17 港元，分別相當於 09 年和 08 年盈利預測的 13.2 倍和 16 倍 P/E

從公司的開發能力、持續發展和發展理念這 3 個要素綜合來看，公司在業內的綜合排名可以取到行業的前列。

我們參照選取行業的平均 08P/E16 倍，以 16.5 倍作爲公司合理的 P/E 進行估值。按照公司 08 年預測 EPS1.033 港元，公司未來一年的目標價爲 17 港元。該目標價分別相當於 09 年和 08 年盈利預測的 13.2 倍和 16.5 倍 P/E。公司的 07～09 年的 PE/G 爲 0.3，遠遠低於行業水準。

風險

來自網遊行業激烈的競爭

正如行業發展趨勢所述，目前網遊行業競爭很激烈。2007 年中國網路遊戲研發公司自主研發的網遊已經達到 250 款，大家都在爭奪 4000 多萬的網遊玩家，加上新的潛在競爭者的湧入進一步加劇了行業的競爭。目前公司收入來自於遊戲的收入，未來遊戲的帶來的收入將受到行業激烈競爭帶來的風險。

91 遊戲平臺能否順利實現預期的目標

打造 91 遊戲平臺是公司的發展戰略。目前，盛大、巨人、網易、久遊已經有遊戲平臺，加上騰訊和搜狐已有的門戶社區平臺，以及百度與盛大搭建遊戲平臺的合作。公司在打造 91 遊戲平臺的品牌，在品牌行銷和推廣上會存在一定的壓力。

私服的影響

一方面，私服可以憑自己的願望想怎麼玩就怎麼玩，在中國依然有市場，有的玩家哪怕帳號明天被封，甚至只玩一天就行；另一方面目前還沒有很好的法律手段對私服進行制裁。私服對遊戲收入還是會帶來影響。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

附錄 1：網遊企業競爭狀況

盛大：網遊行業中的龍頭地位

營收規模一直保持穩健增長態勢，連續 8 個季度收入增長，相對于主要競爭對手的營收優勢在拉大。盛大的產品線是最豐富的，正在運營的遊戲就達二十款左右。

盛大同時運營多款遊戲的能力在過去兩年不斷增強，現階段盛大的遊戲戰略正從“基於平臺”轉向“基於社區”。其遊戲運營的“平臺戰略”已經得到了市場的認可

盛大宣佈將在今年發佈 20 款各類遊戲產品，其研發人員大約有 700-800 人。

網易：行業中無論是收入還是淨利潤一直處於行業第二名的位置

網易的遊戲營收規模近兩年在 3 億美元左右陷入停滯，增長乏力，同比增長情況與行業平均水準有較大差距，並面臨著被後來者趕超的壓力。

網易在 07 年的表現則顯得平淡無奇，從營收規模上並無大幅增長，兩款老遊戲《大話西遊 Online II》以及《夢幻西遊 Online》趨於飽和。07 年《夢幻西遊 Online》最高線上人數又創新高，達到 150 萬人，一方面它爲網易帶來了不菲的收入，另一方面則暗示這款遊戲增長潛力幾乎到達極致。網易急需開發替代性的遊戲以滿足持續的增長。

網易未來發展戰略：將不斷加強產品多樣化，重點關注道具收費遊戲以及積極尋找戰略性代理遊戲。

巨人：高姿態切入網遊行業，目前佔據著營收第三的市場地位

目前兩款自主研發的遊戲——《征途》和《巨人》都獲得成功，歸功於強大的研發能力、精品戰略以及對玩家社區建設的理念，以及史玉柱本人對玩家玩遊戲的心理有很深的理解。

例如，《征途》多次推出低等級快速升級的任務，讓玩家通過幾個簡單的任務就能一次升幾十級，玩家只需花費少量錢就能獲得數十倍價值的各種道具，吸引大量新玩家加入和老玩家回歸；於一季度推出的“同城約會”資料片，通過技術手段使同省市玩家共處同一地圖，並提供同城搜索、神秘聊天、找朋友等多種溝通方式，融線上遊戲與線下交友于一體，吸引了大量喜歡交友聊天的互聯網用戶體驗《征途》。

公司計畫到 2008 年底，研發人員的人數將達 1000 人左右。左右。

九城：憑藉《魔獸世界》一款遊戲的收入公司一直排在業內的第 3、4 名

公司的主要收入來自於代理的一款遊戲《魔獸世界》，該遊戲是中國線上人數最高的遊戲。但因爲公司目前純代理遊戲的盈利模式，所以公司的毛利率在業內相比較低。

2007 年公司進行從主營一款遊戲向運營多款遊戲的突破。推出了《魔獸世界》資料片《燃燒的征程》，以及年底推出了《卓越之劍 GE》。

九城計畫繼續通過加強同全球主要遊戲開發商的合作，通過授權新遊戲來擴展和多樣化遊戲結構。九城還將在 2008 年至 2009 年加強自主遊戲開發能力，開發出數款新遊戲。以使得九成保持穩定增長。

完美時空：07 年增長較快的公司

憑藉優秀的遊戲研發和運營能力以及豐富的遊戲產品線，借助行業發展的機會，公司 2007 年總營收爲人民幣 6.891 億元(約合 9450 萬美元)，比 2006 年增長 593.2%。已有的遊戲包括《誅仙》、《完美世界》、《武林外傳》、《赤壁》，這些遊戲都是 3D 遊戲。目前公司的遊戲收入主要來自一、二線城市。

2008 年公司有 7 款遊戲推出， 2007 年員工數量爲 1000，預計到 2008 年底公司的員工數量將達 1500 人－1600 人。

完美時空最近在美國設立了子公司，完美時空海外 07 年授權收入爲：0.734 億元人民幣。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 15：2007 網遊各上市公司盈利能力對比（收入單位：億元人民幣）

2007年	盛大	网易	巨人	九城	腾讯	完美	网龙	金山	搜狐
网游收入	24.7	19.3	15.3	12.8	7.9	6.9	6.5	4.0	3.1
毛利率	67%	78%	89%	45%	76%	83%	94%	83%	66%
净利润率	41%	55%	74%	19%	NA	53%	58%	NA	NA

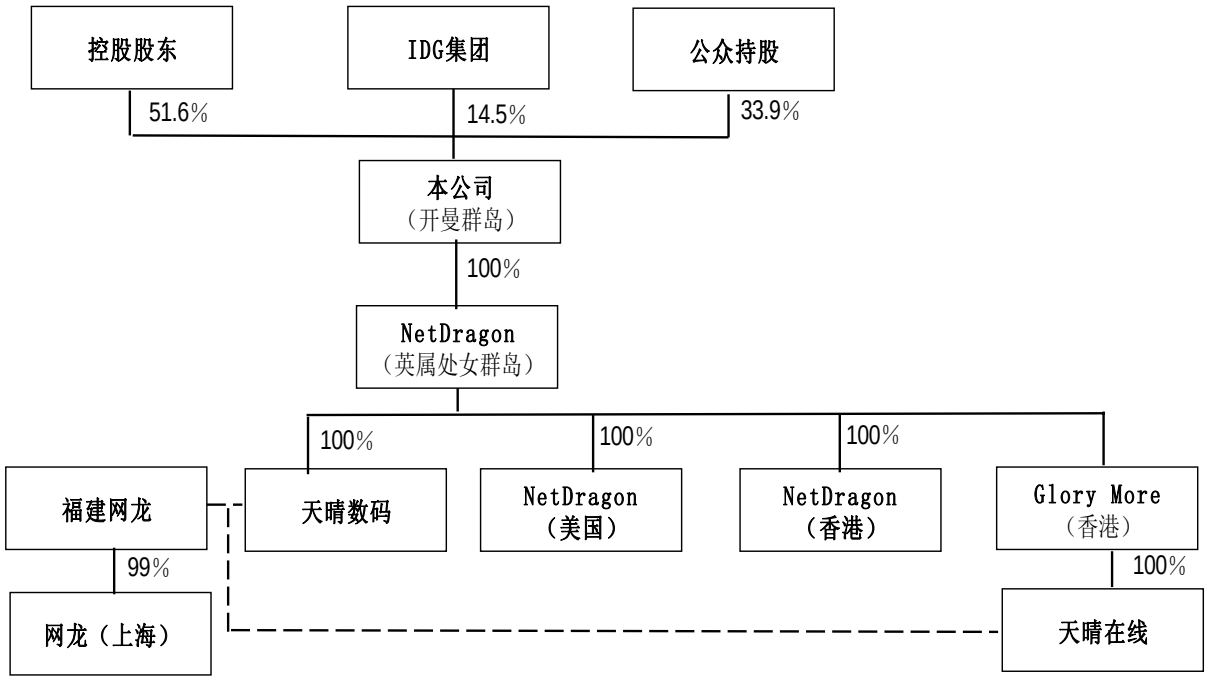
資料來源：公司年報，第一上海

從上表可以看出，自主研發的公司毛利率基本上都在 80%以上，淨利潤率也有差不多 50%。其中網龍的毛利率最高，達到 94%。

九城是純代理遊戲的模式，需要支付代理費和與遊戲開發商分成，因此毛利率最低，爲 45%，淨利潤率僅爲 19%。盛大自主研發和代理的模式都有，因此毛利率居於 45%～80%之間，爲 67%。

從淨利潤率來看，巨人表現最好，爲 74%，盈利效率最高。

附錄 2：公司股權架構圖



本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

附錄 3：主要財務報表

損益表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	122,061	645,214	813,762	1,060,730	1,291,650
毛利	110,882	608,351	732,386	954,657	1,162,485
其他业务收入	5,673	8,321	10,817	12,981	15,577
销售及管理费用	(49,633)	(168,187)	(174,959)	(265,183)	(322,913)
其他支出	(15,377)	(21,404)	(22,474)	(23,598)	(24,778)
营运收入	51,545	427,081	545,770	678,858	830,372
财务开支	0	0	0	0	0
联营公司	(2)	0	0	0	0
税前盈利	51,543	427,081	545,770	678,858	830,372
所得税	(8,558)	(52,244)	(54,577)	(67,886)	(83,037)
少数股东应占利润	129	(17)	100	100	100
净利润	42,856	374,854	491,093	610,872	747,235
折旧及摊销	4,457	9,341	20,244	30,393	45,608
EBITDA	56,002	436,422	566,014	709,251	875,980
增长					
总收入 (%)	247.6%	428.6%	26.1%	30.3%	21.8%
EBITDA (%)	NA	679.3%	29.7%	25.3%	23.5%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	90.8%	94.3%	90.0%	90.0%	90.0%
EBITDA 利率 (%)	45.9%	67.6%	69.6%	66.9%	67.8%
净利率(%)	35.1%	58.1%	60.3%	57.6%	57.9%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	40.7%	26.1%	21.5%	25.0%	25.0%
实际税率 (%)	16.6%	12.2%	10.0%	10.0%	10.0%
股息支付率 (%)		78.7%	70.0%	60.0%	50.0%
库存周转	NA	NA	NA	NA	NA
应付账款天数	1,238	448	300	300	300
应收账款天数	121	38	30	25	20
财务状况					
净负债/股本	0.40	0.04	0.07	0.07	0.07
收入/总资产	0.83	0.35	0.44	0.49	0.51
总资产/股本	1.40	1.04	1.07	1.07	1.07
盈利对利息倍数	0.11	0.02	0.02	0.02	0.02

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	66,322	1,651,380	1,641,205	1,872,537	2,223,496
应收账款	40,354	67,295	66,885	72,653	70,775
存货	0	0	0	0	0
总流动资产	118,884	1,778,088	1,769,170	2,006,271	2,355,353
固定资产	23,211	61,344	92,100	138,207	184,399
无形资产	0	0	0	0	0
长期投资	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
其他固定资产	119,085	1,779,316	1,770,398	2,007,499	2,356,581
总资产	146,296	1,844,660	1,866,499	2,149,706	2,544,979
应付帐款	37,910	45,262	66,885	87,183	106,163
短期银行贷款	0	0	0	0	0
其他短期负债	3,679	30,016	55,933	55,298	54,663
总短期负债	41,589	75,278	122,818	142,481	160,826
总负债	41,589	75,278	122,818	142,481	160,826
少数股东权益	129	(17)	100	100	100
股东权益	104,707	1,769,382	1,743,681	2,007,225	2,384,153
每股账面值	0.2	3.2	3.3	3.8	4.5

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA					
融资成本	(614)	(7,008)	(7,008)	(7,008)	(7,008)
营运资金变化	39,701	402,164	579,922	715,456	888,292
所得税	(104)	(25,692)	(54,577)	(67,886)	(83,037)
其他	0	0	0	0	0
营运现金流	39,597	376,472	525,345	647,571	805,255
资本开支	(15,717)	(47,504)	(51,000)	(76,500)	(91,800)
其他投资活动	5,699	(43,372)	(43,372)	(43,372)	(43,372)
投资活动现金流	(10,018)	(90,876)	(94,372)	(119,872)	(135,172)
负债变化	21,755	1,381,157	(129,127)	48,399	48,399
股本变化	0	0	(15,859)	0	0
股息	0	(79,069)	(295,162)	(343,765)	(366,523)
融资活动现金流	21,755	1,302,088	(440,148)	(295,366)	(318,124)
现金变化	51,334	1,587,684	(9,175)	232,332	351,959
期初持有现金	15,277	66,322	1,651,380	1,641,205	1,872,537
期末持有现金	66,322	1,651,380	1,641,205	1,872,537	2,223,496

資料來源：公司公告，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

披露事項：第一上海證券有限公司是 NETDRAGON（8288）於 2007 年 11 月在香港聯合交易所有限公司創業板國際配售的聯席牽頭經辦人。第一上海融資有限公司是第一上海有限公司的關聯機構，是 NETDRAGON（8288）於 2007 年 11 月在香港聯合交易所有限公司創業板國際配售的聯席保薦人及 NETDRAGON（8288）計畫於 2008 年 6 月以介紹上市方式在香港聯合交易所有限公司主板上市的保薦人，第一上海融資有限公司目前擔任 NETDRAGON 的合規顧問。

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。