

中青宝 (300052)

A 股网游首单 主打红色概念

✉ 魏兴耘 袁煜明
 ☎ 0755-23976213 021-38674633
 ✉ weixyl@gtjas.com yuanyuming008092@gtjas.com

本报告导读:

- 公司是具有共青团背景的红色网游企业，06年以来业绩增速达到77%。结合历史与网游行业特点，上市获得的巨额融资可能使公司大幅扩张份额。

投资要点:

- 公司是一家自主研发、运营网络游戏的公司。06年以来公司营收与净利润的复合增长率均达到77%。公司收入来自《抗日英雄传》等3款游戏。公司目前已上线与开发中的产品已形成良好的梯队建设。公司3年内上线游戏将超过10款，并将实现产品多元化。
- 网游行业属于资金密集型行业。我国目前大型网游企业几乎都是已在海外上市的，大多在获得巨额融资后迅速扩张份额。公司08年国内综合排名15位，份额0.3%，而已上市公司中最小的中华网有1.5%的份额。不同于互联网行业其他多数子行业强者恒强的特点，网游行业竞争格局不断调整。公司份额小反而凸显其弹性。作为第二梯队中首家上市企业，上市获得强大资金后盾很可能使公司在第二梯队中脱颖而出。
- 公司的参股东中包括团中央正局级事业单位与团中央领导的国家一级社团。公司也一直坚持“红色网游、民族网游、健康网游”的路线。未来公司可能在团中央的支持下获得更大的发展空间。而如果未来相关部门对行业实施更严格的监管，弘扬红色主旋律的中青宝可能独善其身，甚至成为其潜在发展机遇。
- 中国网游市场规模增长率连续五年保持在50%以上。预计未来三年的复合增长率仍将保持在40%以上。国产游戏占比在逐年提高。网游自身的生命周期性，决定了行业格局一直处于动态调整。市场集中度在不断降低，产品有同质化趋势，凸显了市场推广的重要性。
- 我们预期公司发行后09-11年销售收入分别为0.77亿、1.29亿、2.06亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为0.43亿、0.76亿、1.24亿元；对应EPS分别为0.43元、0.76、1.24元。
- 我们挑选与公司业务特点类似的互联网软件行业与应用软件行业23家公司进行对比。目前行业可比公司09年平均PE为59倍，考虑到公司自身与所在行业均具有高成长性，我们建议的合理的询价区间为13.76-15.91元，对应2009年的PE为32-37倍。我们同时推断市场有可能将询价区间上抬至22.08-26.50元。我们认为公司上市合理目标价为22.80-26.60元，对应2010年PE为30-35倍。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	17	54	77	129	206
(+/-)%	93%	225%	44%	67%	60%
经营利润 (EBIT)	8	30	34	61	101
(+/-)%	109%	269%	14%	81%	64%
净利润	8	37	43	76	124
(+/-)%	95%	340%	17%	77%	63%
每股净收益 (元)	0.08	0.37	0.43	0.76	1.24
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

注：每股净收益按发行后的总股本计算

建议询价区间:

13.76-15.91

上市首日定价区间:

22.80-26.60

2010.01.27

发行上市资料

总股本 (万股)	7500
发行量 (万股)	2500
发行日期	2010.02.02
发行方式	网下询价 + 网上申购
保荐机构	长江证券
预计上市日期	2010.02

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.96
净资产收益率 (%)	12.04
资产负债率 (%)	7.37

主要股东和持股比例

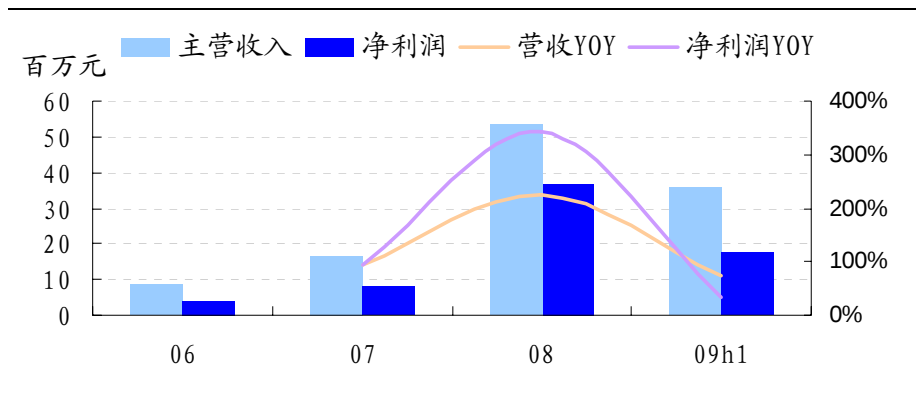
深圳市宝德投资控股有限公司	34
深圳宝德科技集团股份有限公司	20
中青联创科技(北京)有限公司	20
深圳市创新投资集团有限公司	8
深圳市网诚科技有限公司	5
深圳市众志和科技有限公司	5
深圳市中科招商投资管理有限公司	4
深圳市南博投资有限公司	4

1. 高速成长的红色网游企业

1.1. 年均成长 77% 产品形成梯队建设

公司是一家自主研发、运营网络游戏的公司。目前注册用户数达 1078 万人，活跃付费用户数达 67 万人。自 06 年以来，公司保持了高速增长，营收与净利润的年均复合增长率均达到 77%。

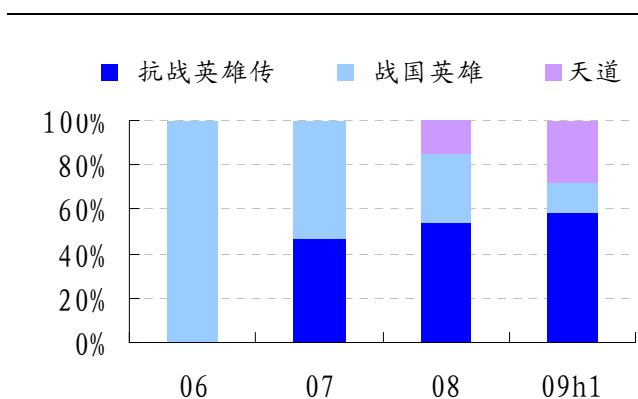
图 1：06-09 年公司主营收入与净利润变化



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

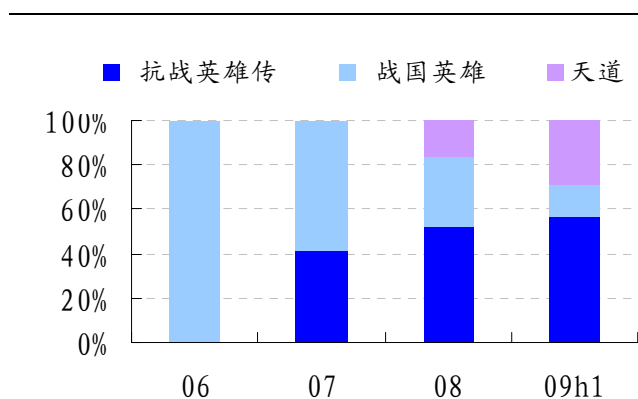
公司的收入主要来自《抗日英雄传》、《战国英雄》、《天道》三款游戏。07 年推出的《抗日英雄传》目前 APA（活跃付费用户数）与 ARPU（用户平均消费值）持续稳定提高，占 09 年上半年收入的 58%，已完成与《战国英雄》的接力棒。08 年 9 月推出的《天道》目前份额上升明显，成为公司新的利润增长点。

图 2：06-09 年公司主营收入按产品分类构成



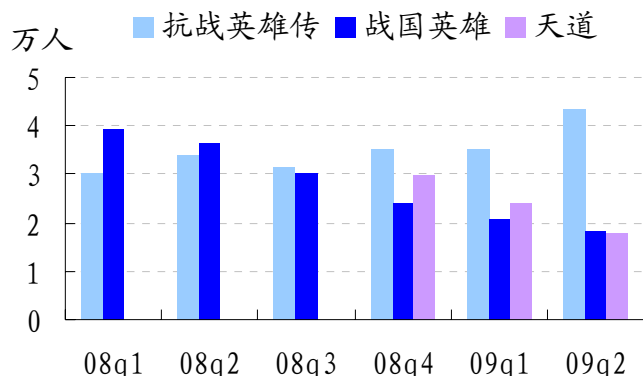
数据来源：招股意向书，国泰君安证券

图 3：06-09 年公司利润来源按产品分类构成



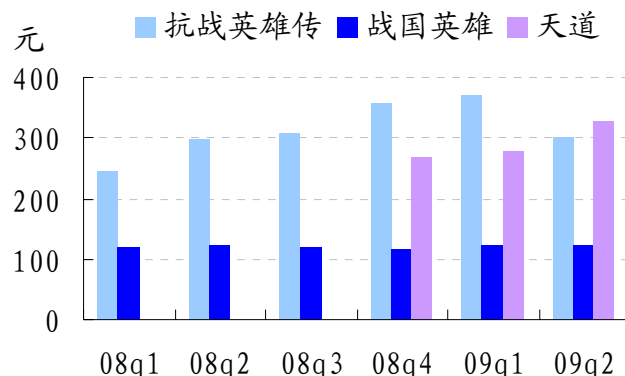
数据来源：招股意向书，国泰君安证券

图 4: 08q1-09q2 年公司产品活跃付费用户数 (APA)



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

图 5: 08q1-09q2 年公司产品用户平均消费值 (ARPU)



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

网络游戏一般都有生命周期, 需要不断推出新品, 但开发过度容易造成资金链断裂, 需要调整好产品开发的节奏。公司目前已上线与开发中的产品, 已形成良好的梯队建设。

公司 3 年内上线游戏将超过 10 款, 并将从 MMORPG (大型多人在线角色扮演类网络游戏) 领域拓展到棋牌类、休闲游戏与网页游戏等领域, 实现产品多元化。

表 1: 公司各产品对应的游戏生命周期各阶段

阶段	策划立项	上线运营前			上线运营后		
		可行性研究	游戏开发	测试期	成长期	成熟期	衰退期
公司产品	MMORPG	盟军、新宋演义、三国游侠	梦幻东游	亮剑, 千秋	天道	抗日英雄传	战国英雄
	棋牌类游戏		宝网游戏中心				
	休闲游戏	寻梦园					
	网页游戏		灵兽传说				
时间表		已完成可研, 预计 10 年底到 11 年上半年内测	预计 10 年底前推出	09 年 7、8 月推出内测版, 预计 10 年上半公测	08 年 9 月上线, 预计未来 2-3 年保持增长趋势	07 年 8 月上线, 预计未来 1-2 年仍保持增长趋势	05 年上线, 预计还能运营 1-2 年

数据来源: 国泰君安证券

1.2. 第二梯队中的首家上市

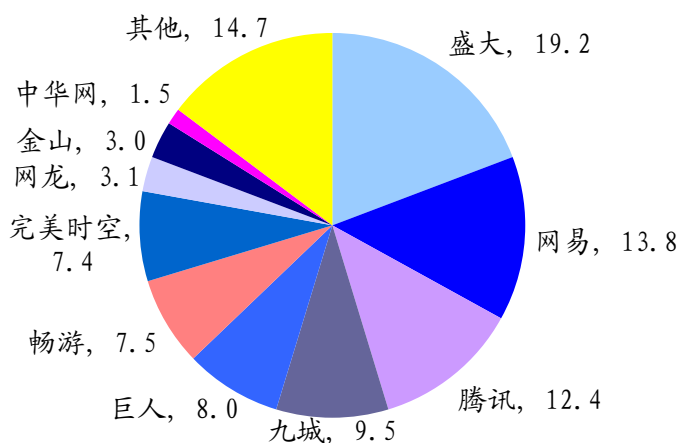
网游行业属于资金密集型行业。一款网游的诞生和运营必须有大量资金做保证, 但网游企业轻资产的特点使其难以大量向银行贷款。我国目前大型网游企业几乎都是已在香港或国外上市的, 大多在获得巨额融资后迅速扩张份额, 目前 10 家已上市企业总计占到国内份额的 85%。

公司 08 年在全部网络游戏企业的综合排名第 15 位, 份额仅有 0.3%, 相比已上市公司中最小的中华网 1.5% 的份额尚有非常大的成长空间。不同于互联网行业其他多数子行业强者恒强的特点, 网游行业竞争格局不断调整。公司份额小反而凸显

其弹性。

结合历史与网游行业特点，公司作为第二梯队中首家上市企业，上市获得强大资金后盾很可能使公司迅速扩张份额，在第二梯队中脱颖而出。

图 6：08 年中国已上市网游企业市场份额



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

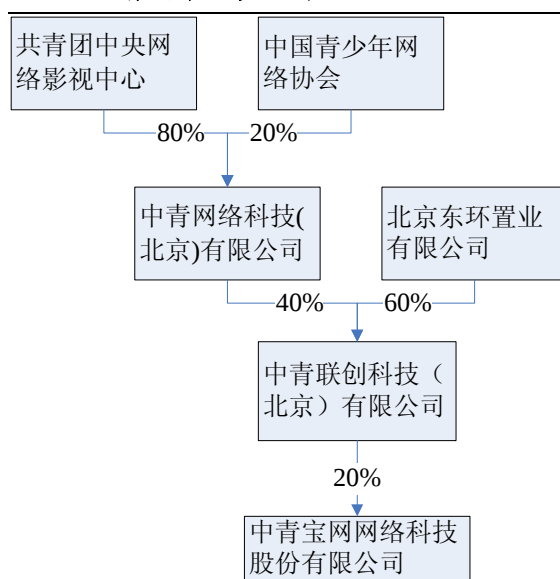
1.3. 具有共青团背景的红色网游

08 年公司获中青联创科技（北京）有限公司注资，并由宝德网络更名为中青宝网。中青联创目前持有公司 20% 的股权。而参股中青联创的包括共青团中央网络影视中心、中国青少年网络协会。前者是团中央正局级事业单位，后者是团中央领导的国家一级社团。

公司也一直坚持“红色网游、民族网游、健康网游”的路线，目前已推出与即将推出的 5 款游戏的题材都集中在抗日战争和春秋战国两个时期，弘扬爱国主义与传统文化。主打产品《抗日英雄传》正是团中央网络影视中心发起与支持开发的。未来公司可能在团中央的支持下获得更大的发展空间。

此外，网游对青少年的负面影响是该行业最受争议的地方。未来相关部门可能对行业实施更严格的监管，对很多网游企业造成致命打击。而弘扬红色主旋律的中青宝则可能独善其身，甚至成为其潜在发展机遇。

图 7：共青团单位参股情况

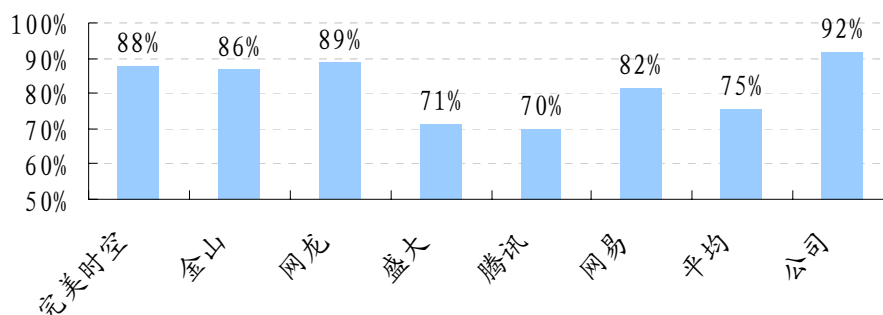


数据来源：招股意向书，国泰君安证券

1.4. 首创分服运营模式，拉高整体毛利率

分服运营是公司首创的一种运营模式。公司将比较成熟的网络游戏交由分服运营商进行运营，运营商可以向玩家提供个性化的游戏版本。公司按一定的比例从分服运营商处取得收入。此类收入的毛利率接近 100%。公司 08 年毛利率要高于行业内主要上市公司，主要原因就是分服运营对毛利率的拉高。

图 8：08 年公司与主要网游上市公司毛利率对比

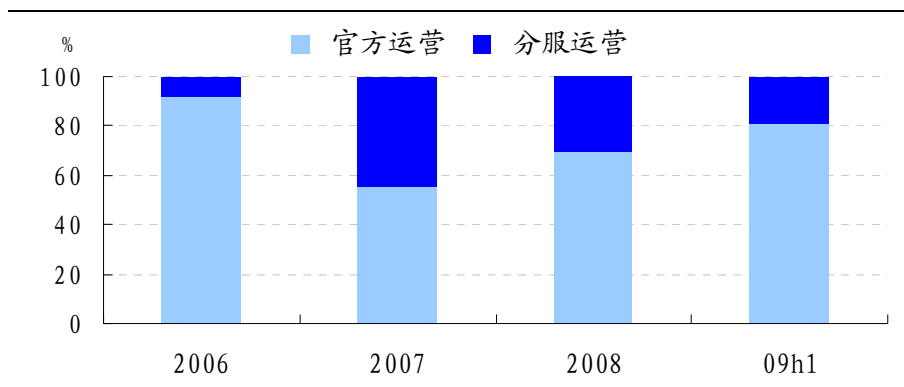


数据来源：招股意向书，国泰君安证券

分服运营收入在 07 年占比达到 40%。为了更为直接地了解游戏玩家信息，公司 08 年开始加大官方运营力度。分服运营收入占比开始降低。

随着公司未来“大龄”产品的逐渐增多，将其逐步交给分服运营，可以在延长产品生命周期，继续获得稳定收入的同时将精力集中于新产品的开发推广。

图 9: 06-09 年公司官方运营与分服运营占比



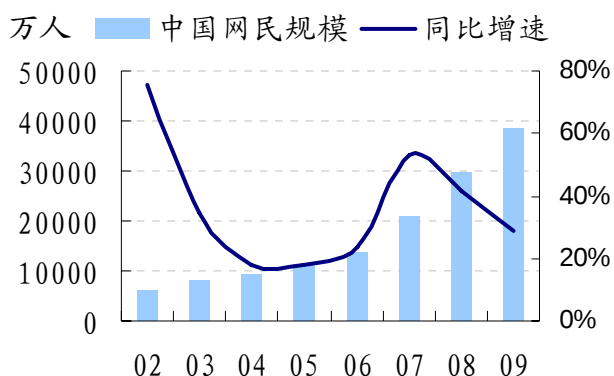
数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

2. 行业高速增长, 竞争日趋激烈

2.1. 网游市场增速持续超过 50% 国产比例不断提高

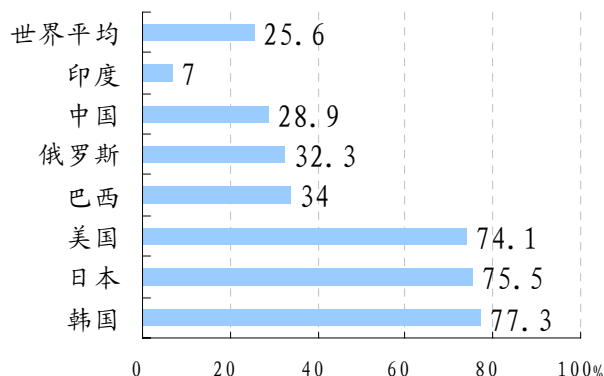
中国的网民总量 02 年以来保持高速增长, 复合增速达到 31%。根据 CNNIC 的数据, 09 年底中国互联网普及率仅为 29%, 相比发达国家超过 70% 的普及率还有相当的差距, 这表明中国的互联网经济仍具备广阔的潜在增长空间, 而网游产业也将成为其中一个最主要的受益行业。

图 10: 02-09 年中国网民规模与增速



数据来源: CNNIC, 国泰君安证券

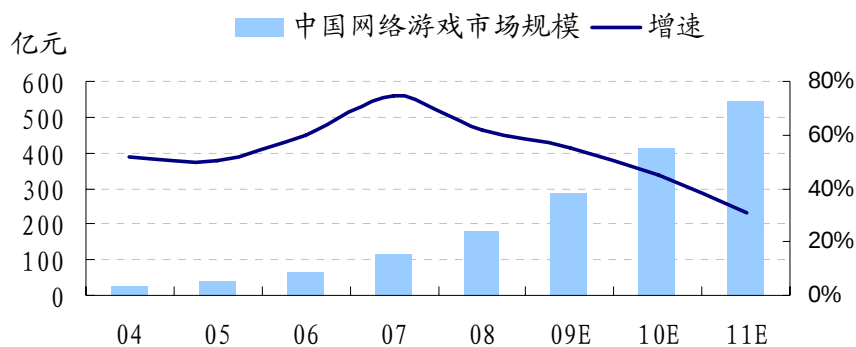
图 11: 2009 年 12 月部分国家互联网普及率



数据来源: CNNIC, 国泰君安证券

中国网游市场规模增速更高, 增长率连续五年保持在 50% 以上。08 年市场规模已达到 184 亿元。预计未来三年的年均复合增长率仍将保持在 40% 以上。

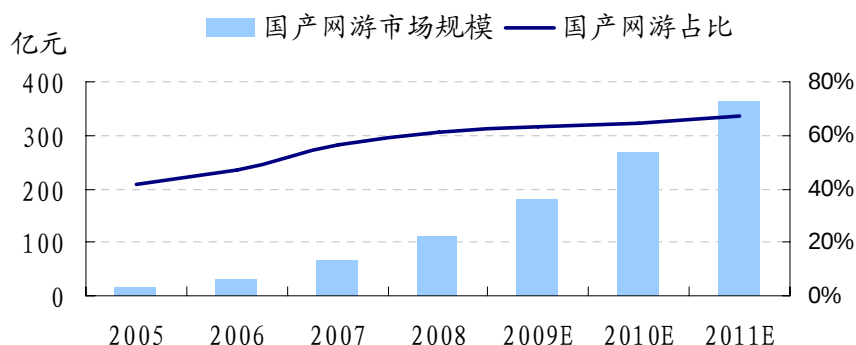
图 12: 2004-2011 年中国网络游戏市场规模与增速



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

随着国内企业研发能力的增强与代理海外游戏运营成本的不断提高, 自主研发网络游戏(国产网游)占整体市场比例逐年提高, 从 04 年的 42% 上升到 08 年的 61%。中青宝的所有产品均来自自主研发。

图 13: 2005-2011 年国产网游市场规模与占比

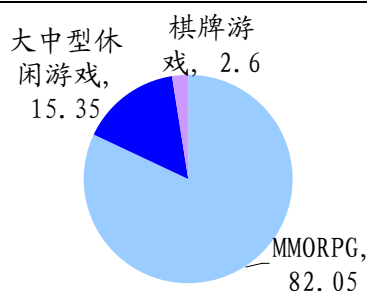


数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

2.2. 产品生命周期不可避免, 竞争格局不断调整

根据目前中国网络游戏特点以及网络游戏内容, 一般将网络游戏分为大型多人在线角色扮演类网络游戏(MMORPG)类、大中型休闲网络游戏类、棋牌网络游戏类三大类。还可以按照网络游戏存在形式分为客户端游戏与网页游戏。公司现有产品均为 MMORPG 类, 而研发中的产品已向其他各领域拓展。

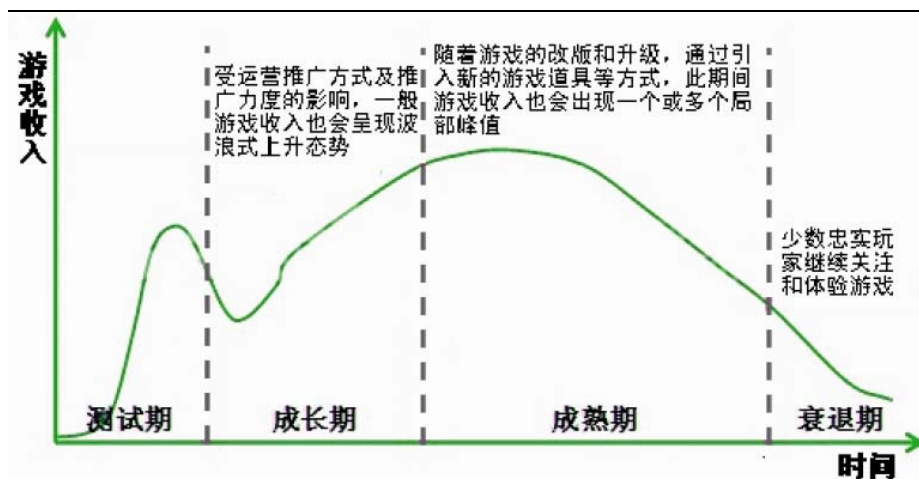
图 14: 08 年各类游戏市场份额



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

游戏产品本身具有明显的生命周期性，大部分老牌游戏现都已出现停滞或衰退。具有较长历史的网游企业都曾因主力产品衰退而导致企业整体营收显著下降的问题。因此市场的竞争格局始终处于不断变化、调整的状态，唯有研发实力较强，能够持续推出新产品的企业才能够确保自身在市场中的竞争地位。

图 15：网络游戏生命周期图

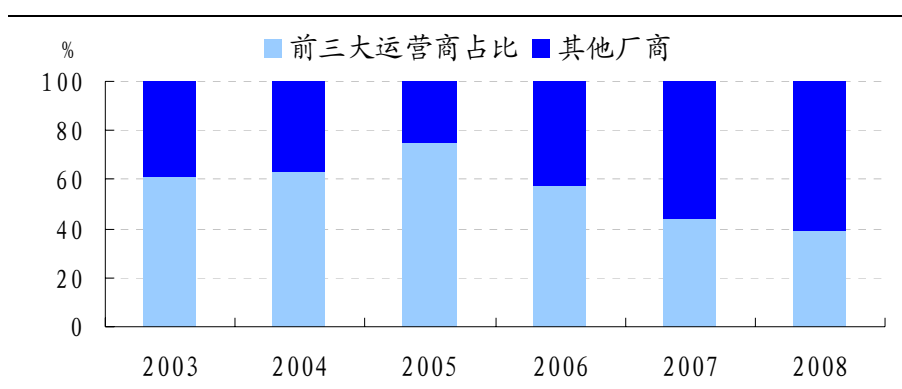


数据来源：招股意向书，国泰君安证券

2.3. 行业集中度逐渐降低，同质化现象严重

互联网行业大部分子行业都会强者恒强，形成马太效应。但网游行业是个例外。从竞争格局来看，随着网游产品不断推陈出新，大多数企业开始在细分市场寻求突破，盛大、网易、腾讯的领先优势逐渐被削弱，行业集中度逐渐降低。在前三名的网游巨头的市场占有率由 05 年的 75% 下降到 08 年的 39%。

图 16：2003-2008 年前三大运营商市场份额占比



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

在激烈的行业竞争中，部分网络游戏显现出明显的同质化趋势，即使是新出现的游戏模式也会在不久以后被各方厂商以各种形式变相模仿。这使得市场推广的重要性进一步凸显。

3. 募投项目增强公司核心竞争力

公司本次募集资金主要投向新产品开发、研发技术平台开发与研发中心建设。项目投资总额为 3.5 亿元。

4 款网游产品的开发,将丰富公司产品线,增强盈利能力;游戏研发技术平台将巩固核心技术优势,增强持续发展能力,预计能使每款游戏的研发效率能够得到 30% 以上的提升;研发中心的建设将有利于吸引优秀游戏人才,有利于提高研发效率和游戏品质。

表 2: 募投项目基本情况一览表(单位:万元)

项目	金额	时间	目的
3D 游戏《盟军》开发	5696	25 个月	进一步丰富公司网络游戏产品的数量和种类,增强公司的盈利能力
2. 5D 游戏《三国游侠》开发	5270	24 个月	
网游新产品开发 游戏《新宋演义》开发	5246	24 个月	
3D 游戏《寻梦园》开发	4639	18 个月	
小计	20851		
网游研发技术平台项目	2600	24 个月	解决公司网络游戏开发过程中的游戏引擎的集成化、3D 游戏动作捕捉和游戏测试的标准化问题
苏州研发中心建设项目	11500	17 个月	建立一个研发环境优越、有利于吸引游戏开发人才的研发基地
总计	34951		

数据来源:招股意向书,国泰君安证券

4. 风险因素分析

4.1. 新游戏开发运营不成功的风险

一款新游戏的开发往往需要数年时间,投入大量资金与人力进行研发与推广。而游戏玩家的喜好经常转变,公司必须不断开发受玩家喜欢的新游戏。

如果公司对游戏玩家的喜好预测或判断错误,或者创意在技术上无法实现,或者竞争对手先于公司推出类似的游戏,都将导致新游戏开发运营不成功。则前期大量投入无法收回,公司盈利难以持续。

4.2. 市场竞争加剧的风险

网游行业利润率与行业规模成长速度呈双高状态,未来可能吸引越来越多的企业涉足,从而导致行业竞争加剧,企业需要投入的市场推广费用上升,游戏的生命周期进一步缩短,研发投入产出比降低,企业盈利空间被压缩。

4.3. 技术更新换代的风险。

互联网行业技术革新层出不穷，网游开发的工具也日新月异。与国内外网游龙头企业相比，公司规模小，研发力量薄弱。如果未来出现压倒性优势的网游开发新技术，而公司又未能及时掌握，将面临被淘汰出局的风险。

5. 盈利预测与估值定价

5.1. 盈利预测

我们预期公司发行后 09-11 年销售收入分别为 0.77 亿、1.29 亿、2.06 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.43 亿、0.76 亿、1.24 亿元；对应 EPS 分别为 0.43 元、0.76、1.24 元。

表 3：中青宝分业务收入预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收入预测（百万元）						
《抗日英雄传》		8	29	44	50	40
《天道》			8	18	25	27
《战国英雄》	9	9	16	8	6	5
《亮剑》				7	21	32
《千秋》					13	36
《梦幻东游》					6	14
《宝网游戏中心》					4	6
《灵兽传说》					3	5
《寻梦园》					2	4
《新宋演义》						10
《三国游侠》						12
《盟军》						15
毛利率预测（%）						
《抗日英雄传》		80	88	88	92	95
《天道》			94	92	94	94
《战国英雄》	90	96	97	95	95	95
《亮剑》				85	88	90
《千秋》					83	88
《梦幻东游》					83	88
《宝网游戏中心》					81	85
《灵兽传说》					81	85
《寻梦园》					83	87
《新宋演义》						85
《三国游侠》						85
《盟军》						85

数据来源：国泰君安证券

表 4: 中青宝盈利预测简表 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	17	54	77	129	206
营业收入	17	54	77	129	206
二、营业总成本	8	24	43	68	106
营业成本	2	4	8	13	21
营业税金及附加	0	2	2	4	6
销售费用	2	14	21	34	52
管理费用	4	6	14	22	33
财务费用	0	-2	-1	-4	-5
资产减值损失	1	-1	-1	-1	-1
三、营业利润	8	30	34	61	101
加: 营业外收入	0	10	14	24	38
减: 营业外支出	0	0	0	0	1
四、利润总额	8	39	48	84	138
减: 所得税	0	3	5	8	14
五、净利润	8	37	43	76	124
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	8	37	43	76	124
股本	100	100	100	100	100
全面摊薄每股收益	0.08	0.37	0.43	0.76	1.24

数据来源: 国泰君安证券

5.2. 估值定价

A 股目前没有网游上市公司, 我们挑选与公司业务特点类似的互联网软件行业与应用软件行业 23 家公司进行对比。目前行业可比公司 09 年平均 PE 为 59 倍, 考虑到公司自身与所在行业均具有高成长性, 我们建议的合理的询价区间为 13.76-15.91 元, 对应 2009 年的 PE 为 32-37 倍。我们同时推断市场有可能将询价区间上抬至 22.08-26.50 元。上市目标价 22.80-26.60 元, 对应 2010 年 PE 为 30-35 倍。

表 5: 国内可比上市公司估值比较

证券代码	公司	08PE	09PE	10PE
002095.SZ	生意宝	95	84	55
002315.SZ	焦点科技		86	58
000997.SZ	新大陆	90	75	57
002063.SZ	远光软件	69	53	40
002065.SZ	东华软件	65	44	32
002153.SZ	石基信息	55	47	37
002195.SZ	海隆软件	49	65	53
002253.SZ	川大智胜	84	63	45
002279.SZ	久其软件		55	42
002280.SZ	新世纪		55	45
002296.SZ	辉煌科技		73	54
600446.SH	金证股份	36	36	24
600536.SH	中国软件	85		55

600570.SH	恒生电子	68	48	39
600588.SH	用友软件	48	34	42
600718.SH	东软集团	49	39	31
600845.SH	宝信软件	44	40	33
300017.SZ	网宿科技		67	44
300002.SZ	神州泰岳		54	40
300020.SZ	银江股份		61	46
300033.SZ	同花顺		76	52
300036.SZ	超图软件		74	57
300047.SZ	天源迪科		59	44
平均		64	59	45

数据来源: wind 资讯, 国泰君安证券

作者简介:

魏兴耘: 厦门大学经济学博士, 国泰君安证券研究所电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2009 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

袁煜明: 毕业于清华大学自动化系, 工学硕士; 2009 年 7 月进入国泰君安, 从事计算机行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@gtjas.com