

網絡遊戲何價

市場充斥不同的網遊公司，只有很少數具創新性，影響玩家增長速度。

雲遊控股(00484) 首天上市便升32.3%，成為今年香港IPO賺錢之冠，將科網股熱潮延續。估值最昂貴及最受追捧的科網股，全部都是擁有平台及用戶佔有率領先優勢的上游公司。

純粹以網上遊戲作為營運模式的下游公司，通常估值都處於單位數市盈率，主因：一、網遊股都倚賴一至兩隻熱門遊戲為主打（佔七至八成以上營收），新推出的遊戲因沒有成功保證，很難準確預測收入，所以盈利可見度低；二、熱門遊戲老化後，玩家人數及月均消費增長開始放緩，公司增長減慢。三、市場充斥不同的網遊公司，只有很少數具創新性，影響玩家增長速度。

網遊種類中，客戶端（需要將遊戲直接下載到電腦）佔去83%的市場份額。網頁（在網頁上直接透過雲端網絡玩）只佔13%。前者由Massively Multiplayer Online Role-Playing Game (MMORPG) 主導，一般屬於內容複雜及畫面解像度極高的角色扮演格鬥死硬派遊戲，其特點是有大量玩家在綫同時參與，且花長時間在遊戲上，所以平均消費最高。

手機網頁遊戲難成主導

另一特色是，這類遊戲玩家擁有自己

的網上社區和羣組，因為遊戲極耗時，愈高級數的玩家就愈沒有誘因及時間轉移到其他遊戲，因為玩家已經投資了大量金錢（例如購買虛擬武器）及時間才能升級（愈高級即擁有愈高遊戲戰鬥能力）。網頁或手機遊戲內容通常比較簡單，玩家瀏覽的時間也較短。基於以上原因，網頁或手機遊戲市場規模很難追上客戶端遊戲。

雲遊的估值已遠超越美國上市的網遊股（見表一），後者無論在市場佔有率，業績紀錄，市值及盈利規模都遠勝雲遊。例如由已私有化的盛大網絡分拆出的行業龍頭盛大遊戲，2013年預測市盈率只有5.5倍，且持有現金達6.4億美元（等於市值的55%），所以除淨現金後市盈率實際只有2.5倍。盛大九成以上的收入都求來自客戶端類，手機遊戲只佔不到一成。

按照網遊股行業（大部分均以客戶端遊戲收入為主）的平均估值看，要不是雲遊被過分高舉，就是其他競爭對手太被低估，看來兩者估值最終需要拉近。■

盛大估值或被低估（表二）

遊戲種類	盛大遊戲 MMORPG	雲遊 研發遊戲
每月平均付費用戶 (萬戶)	330	75.8
每月平均用戶收入 (人民幣)	95.8	83

註：截至2013年上半年

雲遊估值超其他在美上市科網股（表一）

	收市價*	2013預測 市盈率 (倍)	2014預測 市盈率 (倍)	2013預測 淨利潤(億 元人民幣)	2014預測 淨利潤 (億元人 民幣)	2013上半年 淨利率(%) (經調整)	市值 (億美元)	上市 日期
雲遊 (00484)	66.05港元	21	13.5	3.20	4.96	26.8	10.82	10/2013
暢游	36.12美元	6.4	5.8	18.36	20.24	42.5	19.15	04/2009
完美世界	19.24美元	12.1	9.7	4.75	5.68	18.4	9.38	07/2007
巨人網絡	8.65美元	9.2	8.6	13.72	14.84	62.9	20.72	11/2007
盛大遊戲	4.32美元	5.5	4.9	13.06	15.67	31.0	11.68	09/2009
網易	69.07美元	12.1	11.0	46.15	50.93	50.9	90.26	6/2000
平均		11.0	8.9					

*雲遊為周五收報，其他為周三收報

資料來源：筆者提供

祝振駒

騰騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展，法興，瑞銀及軟庫金匯等投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立騰騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

