

买入

新游戏储备丰富 深挖中国教育市场

网龙 (777. HK)

2019-09-26 星期四

目标价: **26.55 港元**
现价: 19.00 港元
预计升幅: 39.2%

重要数据

日期	2019.09.26
收盘价 (港元)	19.0
总股本 (百万股)	530
总市值 (百万港元)	10,000
净资产 (百万港元)	5,785
总资产 (百万港元)	8,648
52 周高低 (港元)	24.12/11.11
每股净资产 (港元)	11.29

数据来源: Wind

主要股东

DJM Holding Ltd.	(35.97%)
国际数据集团	(14.75%)
刘路远	(5.00%)
Richmedia Holdings	(5.00%)

相关报告

网龙 (777. HK) - 更新报告-20190404
网龙 (777. HK) - 更新报告-20180530
网龙 (777. HK) - 首发报告-20111222

国元国际研究部

姓名: 李承儒
SFC: BLN914
电话: 0755-21519182
Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 游戏业务超预期, 教育核心业务保持稳定增长:

2019 年上半年公司实现收入 26.7 亿元人民币, 同比增长 8.2%, 实现净利润 4.21 亿元, 同比增长 109.7%。分开业务来看, 公司游戏收入 15.76 亿元, 同比增长 51.6%, 其中端游收入同比增长 52.1%, 手游收入同比增长 76.2%; 教育业务收入 10.49 亿元, 同比减少 24.2%, 如果剔除俄罗斯订单影响业务收入则同比增长 4.7%。公司整体毛利率大幅提升至 69.8%, 净利率则恢复至 14%, 盈利情况较去年有较大改善。

➤ 游戏 IP 持续贡献收入, 产品储备丰富:

上半年《魔域》《英魂之刃》和《征服》三款核心 IP 价值继续为公司贡献价值, 去年底公司更新了几个大版本后, 《魔域》玩家回归趋势明显, 同时也吸引部分新玩家进入, 产品月流水创新高。未来公司预计持续推出新游戏和更新玩法深挖 IP 价值, 目前公司共有 10 多款新游戏处于开发或测算阶段, 预计中国游戏版号审批将逐步恢复常态, 公司下半年及 2020 年有望推出多款新游戏, 业务基本面已经改善。

买入评级, 目标价 26.55 港元:

公司游戏业务高速增长超出预期, 老玩家回归明显, 预计下半年游戏业务总体保持平稳, 随着新游戏陆续上线, 公司收入规模将提升; 教育业务主要有两个趋势, 一是普米开始在中国国内布局, 市场潜力较大, 另一个是 EDMODO 开始布局在线教育业务, 提升商业化水平。考虑到非核心区域的海外订单有不确定性影响, 我们调低整原先海外教育业务预测增速, 预计 2019-2021 年收入整体增速分别为 13.1%/22.1%/13.7%, 采取分布估值法, 给予目标价 26.55 港元, 对应 2019 年 1 倍教育 PS 及 10 倍游戏业务 PE, 买入评级。

百万人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	3,868	5,038	5,697	6,959	7,917
同比增长 (%)	38.47%	30.25%	13.10%	22.14%	13.77%
毛利率 (%)	56.36%	60.49%	61.63%	64.25%	61.68%
净利润	(24)	546	742	970	1,200
同比增长 (%)	N/A	扭亏	35.98%	30.69%	23.76%
净利润率 (%)	-2.30%	9.47%	11.81%	12.94%	14.29%
每股盈利 (元)	-0.04	1.02	1.39	1.82	2.25
PE@19.0HKD	N/A	16.9	12.4	9.5	7.7

数据来源: Wind、公司资料、国元国际

报告正文

游戏业务超预期，新产品储备丰富：

公司上半年游戏收入 15.76 亿元，同比增长 51.6%，经营利润同比增长 85.4%。其中端游收入同比增长 52.1%，手游收入同比增长 76.2%。《魔域》《英魂之刃》和《征服》三款核心 IP 价值继续为公司贡献价值。去年底开始，公司更新了《魔域》几个大版本后，玩家回归趋势明显，同时也吸引部分新玩家进入，产品月流水创新高，《英魂之刃》分别与日本动漫 IP《Overlord》和国漫 IP《镇魂街》合作，为产品带来大量新用户。上半年游戏平均 MAU 达到 1000 万以上，日活跃用户超过 200 万，未来公司预计持续推出新游戏和更新玩法深挖 IP 价值，目前公司共有 10 多款新游戏处于开发或测算阶段，包括《魔域 2》（MMORPG）、《英魂王座》（MOBA 类似于《皇室战争》）、《英雄时代》（SLG）、《Cyber Legend》（沙盒类）、《终焉誓约》等，预计中国游戏版号审批将逐步恢复常态，公司下半年及 2020 年有望上线多款新游戏，业务基本面整体已经改善。

新产品中比较值得关注的有，交给 B 站独代的 MMORPG《终焉誓约》，核心剧情和角色都是公司开发；公司核心 IP《魔域 II》，有较大的用户基数；SLG 类型游戏《英雄时代》、《Legends of ocean》，这两款产品已经在海外测试以及腾讯代理的 MOBA 类产品《英魂王座》。《终焉誓约》和《英雄时代》的版号审核已经在国家层面，预计很快拿到。

图 1：游戏产品储备丰富



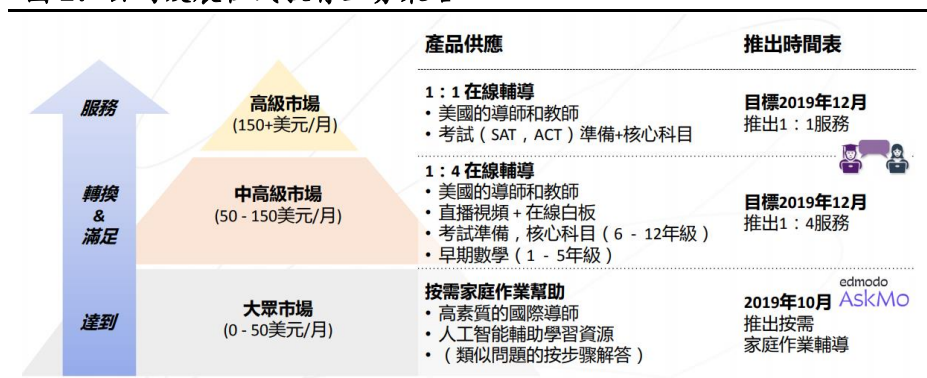
资料来源：公司资料，国元国际

海外教育业务核心地区保持稳定增长，将布局在线教育：

公司教育业务收入 10.49 亿元，同比减少 24.2%，主要由于俄罗斯订单二期在 18 年下半年结束后，而后续三期订单有所延迟，导致 2018 年收入基数较高，如果剔除该影响核心教育业务收入同比增长 6%。普米不考虑俄罗斯订单影响，其互动平板出货量同比增长 28.9%。另外新一代互动平板已经在二季度开始出货，由于大量早期使用的互动白板已超过 10 年，因此产品替换市场也有较大潜力，预计有近三分之二过往销售额将会被替换销售，产品数量大 180 万件。

另外公司在线教育平台目前 Edmodo 注册用户已经达到 1.06 亿，公司预计在下半年推出基于平台的在线作业辅导软件 AskMo，提供 AI 辅助学习及现场导师，同时今年 Edmodo 还会推出一对一和一对多（小班）的在线辅导，希望提高平台货币化水平。公司通过 EDMODO 发展在线教育主要是基于两点，首先在线教育行业整体增速很快，EDMODO 竞争优势在于平台本身活跃用户数量较多，注册用户超 1 亿；另外公司有较强的软件研发能力，未来将开发独特的 AI 技术，可以通过 AI 智能识别学生的问题。

图 2：公司发展在线教育业务策略



資料來源：公司資料，國元國際

普米产品开始进入中国 预计明年产生收入：

普米进入中国目前正在铺开，公司目前运营 3 个投标项目，同时也在发展国内的销售渠道，预计国内业务将在 2020 产生收入。101 教育 PPT 安装用户达到 600 万，覆盖超过 1,000 万学生，公司预计将于下半年完成内容分发平台开发，将提升商业化水平提上日程。

维持持有评级，目标价 36 港元：

公司游戏业务高速增长超出预期，老玩家回归明显，预计下半年游戏业务总体保持平稳，随着新游戏陆续上线，公司收入规模将提升；教育业务主要有两个趋势，一是普米开始在中国国内布局，这是一个需要深耕的市场，市场潜力较大，另一个是 EDMODO 开始布局在线教育业务，并提升商业化水平。考虑到非核心区域的海外订单有不确定性影响，我们调低整原先海外教育业务预测增速，预计 2019-2021 年收入整体增速分别为 13.1%/22.1%/13.7%，采取分布估值法，给予目标价 26.55 港元，对应 2019 年 1 倍教育 PS 及 10 倍游戏业务 PE，维持买入评级。

风险提示

中美贸易摩擦加剧、订单进程不及预期

表 1: 行业相关公司估值及评级

公司名称	代码	市值(亿)	EPS				PE				PB			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
		亿港币		港币										
腾讯控股	700 HK	32080.93	9.21	11.01	13.36	16.04	33.08	30.68	25.28	21.06	8.12	6.90	5.50	4.37
IGG	799 HK	65.04	1.15	0.91	0.96	1.06	9.35	5.79	5.46	4.97	6.22	2.30	1.84	1.50
飞鱼科技	1022 HK	2.78	(0.08)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.75	N/A	N/A	N/A
蓝港互动	8267 HK	2.58	(0.52)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.53	N/A	N/A	N/A
联众	6899 HK	7.76	(0.64)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.82	N/A	N/A	N/A
博雅互动	434 HK	8.66	0.33	N/A	N/A	N/A	3.55	N/A	N/A	N/A	0.34	N/A	N/A	N/A
金山软件	3888 HK	252.58	0.32	(0.20)	0.49	0.55	34.16	N/A	36.89	33.18	1.04	1.82	1.73	1.62
网龙	777 HK	98.99	1.13	1.68	2.00	2.20	10.29	11.28	9.46	8.57	1.13	1.65	1.46	1.35
指尖悦动	6860 HK	15.84	0.10	N/A	N/A	N/A	16.77	N/A	N/A	N/A	2.33	N/A	N/A	N/A
创梦天地	1119 HK	58.03	0.25	0.52	0.66	0.63	23.87	8.64	6.84	7.20	2.10	1.62	1.29	N/A
网易公司	NTES US	2671.34	52.54	97.17	108.35	118.37	34.50	21.59	19.36	17.72	4.70	4.97	4.25	3.66
畅游	CYOU US	38.26	6.19	14.38	14.27	14.89	20.21	5.00	5.04	4.83	2.35	1.16	0.94	0.79
禅游科技	2660 HK	7.87	0.42	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
游莱互动	2022 HK	2.72	0.00	N/A	N/A	N/A	70.22	N/A	N/A	N/A	1.32	N/A	N/A	N/A
平均								25.60	13.83	15.48	13.93	2.44	2.92	2.43

资料来源: Bloomberg, Wind、国元国际

财务报表预测

利润表						财务比率					
<百万元>,截至财年十二月											
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,868	5,038	5,697	6,959	7,917	成长能力(%)					
成本	(1,688)	(1,990)	(2,186)	(2,488)	(3,034)	营业收入	38.47%	30.25%	13.10%	22.14%	13.77%
毛利	2,180	3,047	3,511	4,471	4,883	营业利润	N/A	N/A	52.21%	33.43%	25.35%
销售及管理费用	(1,359)	(1,551)	(1,720)	(2,146)	(2,211)	归属于母公司净利润	N/A	N/A	35.98%	30.69%	23.76%
研发开支	(844)	(923)	(1,014)	(1,267)	(1,330)	获利能力(%)					
其他运营收入	96	106	109	109	109	毛利率	56.36%	60.49%	61.63%	64.25%	61.68%
其他运营费用	(102)	(153)	(85)	(97)	(111)	净利率	-2.30%	9.47%	11.81%	12.94%	14.29%
运营利润	(30)	526	801	1,069	1,340	ROA	-1.52%	7.07%	8.76%	10.13%	10.99%
财务成本	(10)	(12)	(13)	(13)	(13)	ROE	-0.53%	11.37%	13.49%	15.00%	15.65%
其他费用	9	54	4	4	4	偿债能力					
税前利润	(32)	568	792	1,060	1,331	资产负债率	23.16%	28.86%	28.44%	27.32%	25.50%
所得税	(57)	(91)	(119)	(159)	(200)	流动比率	2.6	2.3	2.5	2.8	3.1
净利润	(89)	477	673	901	1,131	速动比率	2.6	2.3	2.5	2.8	3.1
少数股东权益	(65)	(69)	(69)	(69)	(69)	营运能力					
归属母公司净利润	(24)	546	742	970	1,200	应收账款周转率	6.0	6.4	6.9	7.4	7.7
EBITDA	213	770	1,086	1,352	1,625	应付账款周转率	5.7	4.2	4.0	4.3	4.4
资产负债表						每股指标					
<百万元>,截至财年十二月						基本每股收益	-0.04	1.02	1.39	1.82	1.82
	2017A	2018A	2019E	2020E	2016A	摊薄每股收益	-0.04	1.02	1.39	1.82	1.82
应收账款	651	794	834	947	1,032	每股经营现金流	0.63	1.30	3.63	3.63	4.18
投资性金融资产	186	567	567	567	567	每股净资产	8.42	9.01	10.32	12.13	14.40
其他流动资产	8	3	5	6	6	现金流量表					
银行存款	165	240	240	240	240	<百万元>,截至财年十二月					
现金	1,578	1,483	2,638	3,688	4,924		2017A	2018E	2019E	2020E	2020E
存货	106	267	305	343	423	净利润	(89)	477	673	901	1,131
流动资产合计	2,695	3,355	4,284	5,448	6,770	折旧及摊销	17	131	140	154	169
固定资产	1,450	1,745	1,860	1,992	2,142	PP&E及无形资产损失	335	388	477	550	643
预付租赁费	515	293	323	355	390	运营资本变动	(137)	(200)	769	498	490
无形资产	716	825	684	559	447	其他非现金调整	211	(101)	(129)	(169)	(210)
对第三方投资	33	39	39	39	39	经营活动现金流	337	694	1,931	1,934	2,225
其他应收账款	37	98	103	109	115	资本开支	(425)	(515)	(537)	(675)	(781)
商誉	389	391	391	391	391	金融资产净额	(33)	(368)	0	0	0
非流动资产合计	3,140	3,391	3,400	3,445	3,524	其他投资活动现金流	(112)	227	(224)	(224)	(223)
资产合计	5,836	6,746	7,685	8,892	10,294	投资活动现金流	(548)	(646)	(761)	(899)	(1,004)
应付账款	681	783	999	1,220	1,388	发行优先股	0	(87)	0	0	0
递延收入	96	0	0	0	0	支付股利	(88)	(89)	(88)	(88)	(88)
其他流动负债	260	699	722	745	772	其他融资活动现金流	1,012	33	72	103	103
流动负债合计	1,037	1,482	1,721	1,965	2,160	融资活动现金流	925	(143)	(16)	15	15
可转换优先股	182	279	279	279	279	现金净增加额	713	(94)	1,154	1,050	1,236
其他长期负债	133	186	186	186	186	汇兑损益	(12)	(1)	0	0	0
负债合计	1,352	1,947	2,186	2,430	2,625	年末现金	1,578	1,483	2,638	3,688	4,924
权益	4,549	4,933	5,633	6,597	7,803						
少数股东权益	(65)	(134)	(134)	(134)	(134)						
负债及权益合计	5,836	6,746	7,685	8,892	10,294						

投资评级定义和免责条款

投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元国际所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>