

買入

日期：2015年4月21日
恒生指數：27,094.93

收市價：22.70 港元
12個月目標價：17.73 港元
上升潛力：-21.9%

信息技術

股份資料

股票代號：	777 HK
市值：	112.02 億港元
總發行股數：	4.9 億
企業值：	77.03 億港元
每股淨現金：	7.09 港元
每股帳面值：	11.7 港元
市帳率：	1.9 倍
每日平均成交：	2,729 萬港元
估計流通量：	24.8%
股本回報率：	3.8%
資產回報率：	3.3%
12個月高/低：	港元 26.85 / 11.76
主要股東：	DJM - 38.23%
	國際數據集團 - 15.67%
	Richmedia Holdings Limited - 5.29%
兌換率	1 人民幣 = 1.25 港元
	1 美元 = 7.75 港元

來源：公司、南華資料研究

股價圖



來源：彭博、南華資料研究

	1 個月	3 個月	6 個月	12 個月
股價變動	+70.4%	+69.7%	+72.8%	+62.6%
相對恒生指數	+53.3%	+50.0%	+47.1%	+36.6%

分析員：戴十
☎：(852) 2820 6361
✉：stella.dai@sctrade.com

重要提示：請參閱本報告頁尾之披露及免責聲明。

網龍

股價過高，沽售

- **2014 年業績評價** - 2014 年網龍核心純利按年增長 172.3%至 1.8 億元人民幣（下同），意味著 2014 年第四季淨虧損 1,940 萬元，主要由於線上教育和新遊戲的研發費用及推廣費用增加。
- **線上教育業務暫不貢獻盈利** - 平台建立和市場開拓將繼續成為 2015 年線上教育的主題。預計線上教育未來兩年不會貢獻盈利，它在一級市場的估值只能作為參考。
- **股價已反映政府支持** - 在三月份的兩會期間，國務院總理李克強正式宣佈了“互聯網+”戰略，重燃投資者對科網股的興趣。再加上中國和香港股市的牛市表現，網龍股價自兩會結束後飆升 70.9%。商業模式暫無任何顯著改變，我們相信股價上升已反映了這一消息。
- **建議沽售** - 我們以 15.3 倍市盈率為 2015 年公司盈利的目標市盈率，加上貝斯特教育歸屬網龍的 3.7 億美元估值，以及 28 億元淨現金，我們為網龍定下目標股價為 17.73 港元，較現時股價有 21.9% 下行空間，建議沽售。

公司背景 - 網龍主要從事網絡遊戲開發，包括遊戲設計、編程及繪圖，以及網絡遊戲營運及無綫事業。

盈利資料

截至 12 月 31 日		2014 年	預測 2015 年	預測 2016 年	預測 2017 年
純利	百萬人民幣	176.7	199	242	308
增長	%	-97.1	+12.8	+21.2	+27.4
每股盈利	人民幣	0.348	0.383	0.466	0.597
股息	港元	0.20	0.15	0.19	0.24
市盈率	倍	52.2	47.4	38.9	30.4
週息率	%	0.9	0.7	0.8	1.1

來源：公司、南華資料研究

盈利預測

截至 12 月 31 日	2013 年	2014 年	預測 2015 年	預測 2016 年	預測 2017 年
	百萬人民幣	百萬人民幣	百萬人民幣	百萬人民幣	百萬人民幣
營業額	884.5	962.8	1,088	1,251	1,439
利稅折攤前盈利	230.1	334.1	337	412	501
折攤	(50.6)	(79.8)	(87)	(100)	(115)
利稅前盈利	179.5	254.4	250	312	386
其他收入(支出)	18.5	(12.8)	3	(5)	(1)
財務收入(支出)	18.7	(3.2)	8	2	5
其他	(0.0)	(2.4)	(1)	(2)	(1)
稅前盈利	216.7	236.0	259	307	388
稅項	(50.3)	(64.2)	(65)	(71)	(85)
已終止業務	6,056.0	-	-	-	-
非控股股東權益	(81.7)	4.9	5	5	5
純利	6,140.8	176.7	199	242	308
除稅後的特殊項目	(6,074.7)	3	(8)	(2)	(5)
核心利潤	66.1	179.9	192	239	303

來源：公司、南華資料研究

股價過高，沽售

網龍 2014 年核心盈利按年上升 172.3% 至 1.8 億元人民幣（下同），但 2014 年第四季錄得 1,940 萬元虧損。

2014 年業績評價 – 網龍 2014 年核心純利按年上升 172.3% 至 1.8 億元人民幣（下同），這意味著在 2014 年第四季淨虧損 1,940 萬元，主要由於線上教育和新遊戲的研發費用及推廣費用增加。公司研發人員數量按年增長 50% 至 1,850 人。

2014 年第四季度運營數據表現良好。網路遊戲最高同步人數為 642,000 人，環比增長 68.1%，同比增長 34.6%，平均同步人數為 301,000 人，環比增長 34.6%，同比增長 13.2%，主要由於《魔域》和《英魂之刃》表現理想。這體現了網龍令玩家對遊戲保持興趣並因此為公司帶來穩定現金流的能力。

2014 年第四季運營數據表現良好。



來源：公司

線上教育暫不貢獻盈利 – 儘管公司努力推廣其線上教育業務，但是學校及其他教育機構很難在短期內接受新硬件。因此，我們認為這部分業務短期內不會貢獻任何盈利。

2015 年 2 月，網龍為貝斯特教育發行 A 系列優先股。

2015 年 2 月，網龍為其附屬公司貝斯特教育向戰略投資者 IDG(4.65%)、祥峰投資(2.33%)及奧飛動漫(1.40%)發行 A 系列優先股。完成交易後，網龍持有貝斯特教育權益將由 86.15% 降至 77.96%。以總代價 5,250 萬美元，網龍將繼續擴大其在中國的線上教育業務。4.8 億美元的估值應該是中國線上教育行業中最高的估值，加上 91 無線先前的投資者 IDG 和祥峰投資的參與，顯示出投資者相信中國的線上教育市場有著巨大增長潛力。但是線上教育業務尚未貢獻任何盈利，一級市場的估值只能作為一個參考，最終的收益和現金流仍是市場關注的焦點。

平台建立和市場開拓仍將是 2015 年的主題。

我們認為線上教育將作為一項長期戰略，並不期望未來兩年此部分能貢獻可觀收入，因為它仍處改進產品和發展客戶的早期階段。因此，雖然我們仍然看好線上教育業務的長遠發展，平台建立和市場開拓仍將是 2015 年的主題。線上教育業務貢獻盈利前，預計公司將把資源放在市場行銷以及收購上，預計未來三年每年有 3-5 億人民幣的資本支出，會降低現有業務盈利水準。

自從 3 月 15 日兩會結束至今，網龍股價飆升 70.9%。

股價已反映政府支持 - 在三月份的兩會期間，國務院總理李克強正式宣佈了“互聯網+”戰略，戰略旨在促進電子商務、工業互聯網和互聯網金融健康發展，引導互聯網企業拓展國際市場，重燃投資者對科網股的興趣。此外，自從 3 月 15 日兩會結束後至今，中國和香港股市均錄得顯著增長。上證綜合指數累升 25.0%，恒指及國指分別累升 13.7% 及 20.5%。期間網龍及其同業博雅互動(434)及 IGG(8002)的股價分別飆升 70.9%，43.6%及 76.9%。其商業模式暫無任何顯著改變，我們相信股價上升已反映了這一消息。

同業比較 - 網龍的 2015 年預測市盈率 27.5 倍，較同業博雅互動(434)和 IGG(8002)的 13.9 倍的加權平均水準高。我們相信網龍市盈率較其同業有溢價是因為其淨現金占其市值的 31.2%，上市時間較長，以及其線上教育的高估值，顯示投資者預期其有強勁的增長潛力。

同業比較

股票 編號	公司名稱	股價 港元	市值 百萬港元	淨現金 百萬港元	淨現金/ 市值 %	-----市盈率-----		
						2015 年 倍	2016 年 倍	2017 年 倍
434 HK	博雅互動	7.84	5,970.2	1,284.6	21.6	11.9	9.7	7.6
8002 HK	IGG	6.46	8,974.2	985.0	11.0	15.2	12.8	8.7
加權平均						-----	-----	-----
						13.9	11.6	8.2
777 HK	網龍	22.70	11,202.5	3,499.5	31.2	27.5	25.7	24.1

來源: 彭博, 南華資料研究

建議沽售

估值 - 我們下調我們的盈利預測，將 2015 年的預測每股盈利由 0.709 元下降至 0.466 元，2016 年的預測每股盈利由 0.860 元下降至 0.597 元。我們預計 2014 年至 2017 年網龍核心遊戲盈利可錄得每年 19.8% 的年均複合增長率。因為網龍上市時間較長，並有雄厚的研發能力和業務創新及平台運營管理能力，我們預測 2015 年公司 1.99 億元遊戲業務收入的目標市盈率為 15.3 倍(相對 13.9 倍的同業加權平均水準有 10%的溢價)，也就是每股價值 7.72 港元。

基於貝斯特教育 4.8 億美元的估值，以及網龍持有其 77.96%的股權，並且因為有限的盈利可見度予以 A 系列融資估值 50%的折讓，我們預測網龍線上教育業務估值為 14.4 億港元，或每股 2.92 港元。

加上 28 億元淨現金，或每股 8.85 港元淨現金，我們分類加總估值預期網龍股價為 17.73 港元。鑒於較現時股價有 21.9%的潛在下行空間，我們建議沽售網龍。

分類加總估值

	A 系列 估值 百萬港元	折讓 %	2015 年 核心利潤 百萬港元	目標 市盈率 倍	公允值 百萬港元	公允值 每股港元
線上教育	2,885	50			1,442	2.92
遊戲			249	15.3	3,810	7.72
淨現金					3,499	7.09
					-----	-----
合計					8,751	17.73

來源: 南華資料研究

盈利預測

截至 12 月 31 日	2013 年 百萬人民幣	2014 年 百萬人民幣	預測 2015 年 百萬人民幣	預測 2016 年 百萬人民幣	預測 2017 年 百萬人民幣
營業額	884.5	962.8	1,088	1,251	1,439
銷售成本	(81.4)	(102.8)	(109)	(125)	(144)
毛利	803.1	860.0	979	1,126	1,295
經營及分銷成本	(106.2)	(152.5)	(172)	(198)	(228)
行政成本	(366.1)	(326.9)	(326)	(375)	(432)
開發成本	(162.9)	(249.3)	(261)	(288)	(317)
其他收入及盈利	21.7	157.1	65	81	101
其他開支	(10.0)	(34.0)	(34)	(34)	(34)
經營溢利	179.5	254.4	250	312	386
其他收入(支出)	18.5	(12.8)	3	(5)	(1)
財務收入(支出)	18.7	(3.2)	8	2	5
應佔附屬公司收益	(0.0)	(2.4)	(1)	(2)	(1)
稅前溢利	216.7	236.0	259	307	388
稅項	(50.3)	(64.2)	(65)	(71)	(85)
非控股股東權益	(81.7)	4.9	5	5	5
已終止經營業務	(242.9)	6,056.0	-	-	-
純利	6,140.8	176.7	199	242	308
按年增長 (%)	+15,574.8	-97.1	+12.8	+21.2	+27.4
每股盈利 (人民幣分)	1,213.4	34.8	38.3	46.6	59.7
按年增長 (%)	+15,638.5	-97.1	+10.1	+21.8	+28.1

來源：公司、南華資料研究

資產負債表概要

截至 12 月 31 日	2013 年 百萬人民幣	2014 年 百萬人民幣	預測 2015 年 百萬人民幣	預測 2016 年 百萬人民幣	預測 2017 年 百萬人民幣
物業、廠房及設備	532.7	822.7	1,086	1,386	1,770
其他非流動資產	314.2	648.1	648	648	648
非流動資產	846.9	1,470.8	1,734	2,034	2,419
銀行結餘及現金	1,304.4	1,036.8	833	667	480
貿易及其他應收賬款	112.2	262.7	297	341	393
銀行存款	3,051.3	1,999.6	1,900	1,800	1,700
其他流動資產	135.3	460.4	524	603	693
流動資產	4,603.1	3,759.6	3,553	3,411	3,265
貿易及其他應付賬款	152.8	209.2	236	272	313
銀行借款	104.7	236.8	237	237	237
其他流動負債	569.6	165.6	166	166	166
流動負債	827.1	611.6	639	674	715
非流動負債	-	1.4	1	1	1
股本	37.7	36.9	38	38	39
儲備	4,577.5	4,530.0	4,580	4,691	4,894
非控股股東權益	7.7	50.5	29	40	34
總權益	4,622.9	4,617.4	4,647	4,769	4,967

來源：公司、南華資料研究

現金流表概要

於 12 月 31 日	2013 年 百萬人民幣	2014 年 百萬人民幣	預測 2015 年 百萬人民幣	預測 2016 年 百萬人民幣	預測 2017 年 百萬人民幣
經營活動產生現金淨額	721.0	(247.8)	327	396	488
投資活動所產生(所用)現金淨額	2,217.9	84.1	(350)	(400)	(500)
融資活動所產生(所用)現金淨額	(3,304.1)	(94.7)	(181)	(162)	(175)
現金及現金等價物增加(減少)淨額	(365.3)	(258.4)	(204)	(166)	(187)
年初現金及現金等價物	1,142.8	1,304.4	1,037	833	667
匯率變動	14.7	(9.2)	-	-	-
年底現金及現金等價物	792.3	1,036.8	833	667	480

來源：公司、南華資料研究



香港總行
 中環花園道壹號
 中銀大廈 28 樓
 電話：(852) 2820 6333
 圖文傳真：(852) 2845 5765
 網址：http://www.sctrade.com
 電郵：info@sctrade.com
 電傳機：69208SCSL

倫敦辦事處
 4/F, Sabadell House, 120 Pall Mall,
 London SW1Y 5EA, United Kingdom
 電話：(4420) 7930 9037
 圖文傳真：(4420) 7925 2189

灣仔辦事處
 皇后大道東 28 號
 金鐘匯中心 19 樓
 電話：(852) 3196 6233
 圖文傳真：(852) 2537 0606

北角分行
 英皇道 301-319 號
 麗宮大廈地下 1 號舖
 電話：(852) 2979 4800
 圖文傳真：(852) 2979 4898

炮臺山分行
 英皇道 255 號
 國都廣場 1502 室
 電話：(852) 2570 4422
 圖文傳真：(852) 2570 4688

紅磡分行
 蕪湖街 69 號 A
 南安商業大廈 10 樓 1002-03 室
 電話：(852) 2330 5881
 圖文傳真：(852) 2627 0001

觀塘分行
 成業街 7 號
 寧晉中心 15 樓 G1 室
 電話：(852) 2191 2822
 圖文傳真：(852) 2793 3000

元朗分行
 康樂路 25-31 號
 嘉好樓地下 D 舖
 電話：(852) 2442 4398
 圖文傳真：(852) 2479 4418

荃灣分行
 沙咀道 289 號
 恆生荃灣大廈 17 樓 A-B 室
 電話：(852) 2614 1775
 圖文傳真：(852) 2615 9427

披露：此研究報告是由南華資料研究有限公司的研究部團隊成員（“分析員”）負責編寫及審核。分析員特此聲明，本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對報告內所述的公司（“該公司”）及其證券的個人意見。根據香港證監會持牌人操守準則所適用的範圍及相關定義，分析員確認本人及其有聯繫者均沒有(1)在研究報告發出前 30 日內曾交易報告內所述的股票；(2)在研究報告發出後 3 個營業日內交易報告內所述的股票；(3)擔任報告內該公司的高級人員；(4)持有該公司的財務權益。分析員亦聲明過往、現在或將來沒有、也不會因本報告所表達的具體建議或意見而得到或同意得到直接或間接的報酬、補償及其他利益。

南華金融控股有限公司包括其子公司或其關聯公司(“南華金融”)可能持有該公司的財務權益，而本報告所評論的是涉及該公司的證券，且該等權益的合計總額可能相等於或高於該公司的市場資本值的 1%或該公司就新上市已發行股本的 1%。一位或多位南華金融的董事、行政人員及/或雇員可能是該公司的董事或高級人員。南華金融及其管理人員、董事和雇員等（不包括分析員），將不時持長倉或短倉、作為交易當事人，及買進或賣出此研究報告中所述的公司的證券或衍生工具（包括期權和認股權證）；及/或為該等公司履行服務或招攬生意及/或對該等證券或期權或其他相關的投資持有重大的利益或影響交易。南華金融可能曾任本報告提及的任何機構所公開發售證券的經理人或聯席經理人，或現正涉及其發行的主要莊家活動，或在過去 12 個月內，曾向本報告提及的證券發行人提供有關的投資或一種相關的投資或投資銀行服務的重要意見或投資服務。南華金融可能在過去 12 個月內就投資銀行服務收取補償或受委託及/或可能現正尋求該公司投資銀行委託。

重要說明：此報告和報告中提供的資訊和意見，由南華資料研究有限公司及/或南華金融向其或其各自的客戶提供資訊而準備，並且以合理謹慎的原則編制，所用資料、資訊或資源均於出版時為真實、可靠和準確的。南華資料研究有限公司對本報告或任何其他內容的準確性或完整性或其他方面，無論明示或暗示，無作出任何陳述或保證。南華資料研究有限公司及/或南華金融，及其或其各自的董事、管理人員、合夥人、代表或雇員並不承擔由於使用、出版、或分發全部或部分本報告或其任何內容，而產生的任何性質的任何直接或間接損失或損害的任何責任。本報告所載資訊和意見會有可能在沒有任何通知的情況下而變動或修改。

南華資料研究有限公司及/或南華金融，及其或其各自的董事、管理人員、合夥人、代表或雇員可能在本報告中提到的公司直接或間接擁有股權，或可能不時購買、出售、或交易或向客戶要約購買、出售、或交易此類證券，而該等交易可能是為其帳戶作為交易當事人或代理人或任何其他身份或代表他人。這份報告不是、也不是為了、也不構成任何要約或要約購買或出售或其他方式交易本報告述及的證券。本報告受版權保護及擁有其他權利。據此，未經南華資料研究有限公司明確表示同意，本報告不得用於任何其他目的，也不得出售、分發、出版、或以任何方式轉載。本刊物批准在英國由南華證券（英國）有限公司分派。南華證券（英國）有限公司為一間獲英國金融服務局授權和受該局監管的公司。投資者參閱此報告時，應明白及瞭解其投資目的及相關投資風險，投資前亦應諮詢其獨立的財務顧問。