

**买入**

2014年12月4日

**费用增长盈利受压，仍看好教育业务前景，维持买入**

- 三季度费用仍然高企，运营利润率承受压力：**收入同比增长6.1%至2.33亿元人民币，其中研发及行政费用率分别达到28.9%及33.3%，使得同期运营利润环比下跌24.1%至5770万元，来自可持续经营业务股东净利环比下跌17.8%至5242万元，每股盈利10.31分人民币。14年前三季度公司开展了针对教育事业板块知识产权的一系列收购及合作，公司的手游工程师团队人员也迅速扩张。从财务的角度来看，手游是可以快速变现且贡献现金流的业务，2015年公司将推出2-3款手游，结合当前上线的《魔域口袋版》、即将上线的《最江湖》以及海外上线的《征服》和《大海盗》，预计明年将会有6-7款在营手游。配合原有PC端游业务的增长，游戏业务所贡献的稳定现金流有利于弥补公司因投资教育而减少的现金总量。教育板块是公司自出售91无线以后最重要的发展方向，从互联网对传统行业改造的趋势来看，也将可能成为下一个风口。因此，我们认同公司未来的发展方向，但短期内高昂的费用率难免为运营利润率带来压力。
- 教育事业或将于明年下半年贡献利润，显著增长尚需等待：**公司通过与高校合作，开展了对人工智能、大数据分析 & 云计算技术的研发，同时也针对教育资源进行整合，以推进网龙教育平台的总体发展。目前公司与北师大、华东师范及华中师范达成战略合作协议，将新技术及优质教育内容导入K12教育平板电脑生态系统中；而刚刚结束的海峡智慧教育高峰论坛中，公司连同人民教育社共同承接[学习资源数字出版关键技术及应用示范研究]计划，并承担项目终端研究工作，致力将101平板电脑发展为行业示范终端。我们认为尽管教育事业盈利速度低于预期，但发展方向十分明确，其盈利贡献应能于15年下半年于报表中有所体现。
- 调整目标价至15港元，买入评级：**我们继续看好公司在教育领域的渗透，但下调目标价至15港元以反映运营利润率短期受压的事实。该目标价相当于除去现金后15年每股盈利的12倍，维持买入评级。

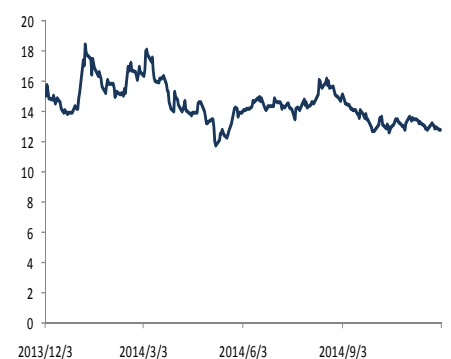
**蔡浩**
**852 25321963**
[simon.tsoi@firstshanghai.com.hk](mailto:simon.tsoi@firstshanghai.com.hk)
**主要数据**

行业	互联网
股价	12.56 港元
目标价	15 港元 (19.4%)
股票代码	777
已发行股本	5.09 亿股
市值	63.94 亿港元
52 周高/低	19.2/11.48 港元
每股账面值	11.33 港元
主要股东	DJM Holdings LTD 37.56%
	IDG ACEL China Growth Fund LP. 10.22%
	郑辉 6.73%
	刘路远 5.22%

**盈利摘要**

截至12月31日止财政年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入 (人民币千元)	825,744	884,518	919,467	1,011,558	1,108,518
变动	8.51%	7.12%	3.95%	10.02%	9.59%
净利润 (人民币千元)	281,840	84,735	233,700	257,089	352,600
每股盈利 (港元)	0.096	15.168	0.577	0.635	0.871
变动	-70.17%	15640.91%	-96.19%	10.01%	37.15%
基于12.56港元的市盈率 (估)	130.3	0.8	21.8	19.8	14.4
每股派息 (港元)	0.22	8.14	0.17	0.19	0.12
股息现价比	1.77%	64.78%	1.38%	1.52%	0.92%

来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


来源：彭博

## 附录：主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月三十一日>											
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	825,744	884,518	919,467	1,011,558	1,108,518	盈利能力					
毛利	771,340	803,092	830,279	913,437	997,667	毛利率 (%)	93.41%	90.79%	90.30%	90.30%	90.00%
其他业务净额	48,909	44,980	44,329	44,329	44,329	EBITDA 利率 (%)	78.26%	47.05%	63.97%	69.86%	87.18%
销售及管理费用	-488,149	-645,246	-588,459	-617,051	-576,430	净利率 (%)	34.13%	18.81%	28.24%	28.24%	35.34%
营运收入	332,100	202,826	286,149	340,716	465,566	营运表现					
财务开支等	-61	8,756	8,756	0	0	销售及管理费用/收入 (%)	59.12%	72.95%	64.00%	61.00%	52.00%
联营公司等	283,348	162,935	252,406	291,736	416,586	实际税率 (%)	15.16%	23.20%	15.00%	15.00%	15.00%
税前盈利	332,196	216,671	305,491	336,065	460,915	股息支付率 (%)	40.06%	193.15%	30.00%	30.00%	30.00%
所得税	-50,356	-50,264	-45,824	-50,410	-69,137	库存周转	NA	NA	NA	NA	NA
净利润	281,840	166,407	259,667	285,655	391,778	应收账款天数	NA	NA	NA	NA	NA
少数股东应占利润	-215	81,672	25,967	28,565	39,178	应付账款天数	NA	NA	NA	NA	NA
本公司股东应占利润	282,055	84,735	233,700	257,089	352,600	财务状况					
折旧及摊销	-30,770	-50,377	-49,665	-74,209	-84,282	总负债/总资产	0.37	0.16	0.15	0.14	0.14
EBITDA	646,218	416,138	588,220	706,661	966,434	收入/净资产	0.59	0.20	0.20	0.21	0.21
增长						经营性现金流/收入	0.48	0.82	0.23	0.34	0.42
总收入 (%)	8.5%	7.1%	4.0%	10.0%	9.6%	税前盈利对利息倍数	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA (%)	58.1%	-35.6%	41.4%	20.1%	36.8%						
资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月三十一日>											
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	1,536,906	4,355,644	3,917,377	4,053,482	4,282,320	EBITDA	646,218	416,138	588,220	706,661	966,434
应收账款	136,671	112,201	171,247	181,339	191,964	净融资成本	-39,749	-31,210	-23,329	-23,329	-23,329
存货	0	0	0	0	0	营运资金变化	-18,912	110,221	-77,489	3,368	8,557
其他流动资产	11,478	27,882	27,882	27,882	27,882	所得税	-46,821	-90,287	-45,824	-50,410	-69,137
总流动资产	1,685,055	4,495,727	4,116,505	4,262,703	4,502,166	其他	-147,162	316,096	-233,064	-296,387	-421,237
固定资产	501,310	735,272	1,201,358	1,264,900	1,320,169	营运现金流	393,574	720,958	208,514	339,904	461,288
无形资产	2,626	0	84,249	96,498	106,947	资本开支	-179,738	-225,435	-600,000	-150,000	-150,000
长期投资	0	15,725	15,725	15,725	15,725	其他投资活动	-544,415	2,955,409	23,329	23,329	23,329
银行存款及其他	46,363	83,363	83,363	83,363	83,363	投资活动现金流	-724,153	2,729,974	-576,671	-126,671	-126,671
总资产	2,235,354	5,330,087	5,501,200	5,723,189	6,028,370	负债变化	0	0	0	0	0
应付账款	288,613	692,764	674,320	687,781	706,964	股本变化	152,556	-9,890	0	0	0
短期银行借款	0	0	0	0	0	股息	-112,989	-3,293,970	-70,110	-77,127	-105,780
其他短期负债	224,652	134,347	134,347	134,347	134,347	其他融资活动	6,271	-258	0	0	0
总短期负债	513,265	827,111	808,667	822,128	841,311	融资活动现金流	45,838	-3,304,118	-70,110	-77,127	-105,780
长期银行借款	0	0	0	0	0	现金变化	-284,741	146,814	-438,267	136,106	228,837
其他负债	314,829	0	0	0	0	期初持有现金	1,428,928	1,142,825	1,304,355	866,088	1,002,193
总负债	828,094	827,111	808,667	822,128	841,311	汇兑变化	-1,362	14,716	0	0	0
少数股东权益	22,154	7,736	33,703	62,268	101,446	期末持有现金	1,142,825	1,304,355	866,088	1,002,193	1,231,031
股东权益	1,407,260	4,502,976	4,692,533	4,901,061	5,187,059						
每股账面值(基本)	2.73	8.70	9.06	9.47	10.02						
营运资产	1,171,790	3,668,616	3,307,838	3,440,575	3,660,855						

数据来源：公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。