

买入

2015年1月8日

成功引入优先股股东，教育事业大跃进，买入评级

- IDG、淡马锡及奥飞动漫成为首轮优先股投资者，教育事业布局跃进一大步：**根据公司公告，其间接非全资附属公司贝斯特教育与A系列投资者就配发及发行合共1.8亿股A系列优先股订立A系列协议，总代价为5250万美元（相当于约4.09亿港元）。完成配售后，上市公司将持有77.96%贝斯特教育权益，而A轮认购方IDG、祥峰基金（为新加坡淡马锡集团全资子公司）、奥飞动漫将分别持有4.65%、2.33%及1.4%股权。我们认为此轮公司在资本运作上的布局非常类似91无线初创时期，通过与风险投资及产业基金的合作，公司将获得充足的财务资源及合作发展空间；而优先股投资者的背书，也为日后公司在教育平台资源、内容、版权及专利上的布局提供了估值基础，是公司在教育事业发展上的一次大跃进。
- 财务资源充足，平台布局将成为公司15年上半年主调：**若考虑融资完成后，扣除专业费用及若干开支，预计透过发行及出售A系列优先股将获得现金流入约5220万美元（折合港元4.07亿），而贝斯特教育总体估值水平将达到4.775亿美元（折合港元37.24亿）。上市公司占有贝斯特教育77.96%的权益，因此归属公司的估值约为29.03亿港元，相当于每股约5.8港元。当前公司拥有充足财务资源和引资合作的优势，一系列针对教育事业的并购、投资或者合作规划将会陆续成为现实，而101同学PAD也可能于15年年中形成批量出货。我们认可公司在教育生态系统上的布局，对其未来的发展持乐观态度。
- 市场将重估公司价值，提升目标价至17港元，买入评级：**公司价值应由持有现金价值、游戏业务及教育事业估值三方面组成，我们认为公司游戏发展良好，按照行业较低市盈率8倍予以估值，约为每股5港元；教育事业估值按照谨慎原则折让80%，约每股4.65港元，结合三季度末公司持有现金后得目标价17港元，维持买入评级。

蔡浩
852 25321963
simon.tsoi@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	互联网
股价	14.52 港元
目标价	17 港元 (17%)
股票代码	777
已发行股本	5.01 亿股
市值	72.8 亿港元
52 周高/低	19.2/11.48 港元
每股账面值	12.3 港元
主要股东	DJM Holdings LTD 38.23%
	IDG ACEL China Growth Fund LP. 10.4%
	郑辉 6.84%
	刘路远 5.31%
	Richmeida Holdings 5.27%

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	1,754,643
变动	8.51%	7.12%	3.95%	10.02%	73.46%
净利润（人民币千元）	281,840	84,735	233,700	257,089	540,429
每股盈利（港元）	0.096	15.168	0.580	0.643	1.351
变动	-70.17%	15640.91%	-96.18%	10.79%	110.21%
基于14.52港元的市盈率（估）	150.7	1.0	25.0	22.6	10.7
每股派息（港元）	0.22	8.14	0.17	0.19	0.18
股息现价比	1.53%	56.03%	1.20%	1.33%	1.24%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

引入优先股投资者，教育事业大跃进

引资 5250 万美元，IDG、淡马锡及奥飞动漫成为首批教育事业基础投资者

融资 5250 万美元，IDG、淡马锡及奥飞动漫成为贝斯特教育 A 轮优先股投资者

2015年1月7日公司公告，由网龙间接非全资附属公司贝斯特教育与A系列投资者就配发及发行合共1.8亿股A系列优先股订立A系列协议，总代价为5250万美元（相等于约4.09亿港元）。于配发及发行时的A系列优先股将相当于贝斯特教育所有已发行优先股的100%及相当于于悉数转换所有A系列优先股后贝斯特教育的所有发行在外股份的约12.22%。总代价将由A系列投资者于完成时以现金悉数支付。完成配售后，上市公司将持有77.96%贝斯特教育权益，而A轮认购方IDG、祥峰基金（为新加坡淡马锡集团全资子公司）、奥飞动漫将分别持有4.65%、2.33%及1.4%股权。

图表 1: 完成配售后贝斯特教育股权结构及股东背景

持有人	持有人背景	股本数量	权益占比	增持代价（美元）
IDG-Accel China Growth Fund	IDG为公司主要股东	53,116,501	3.59%	15,414,000
IDG-Accel China Growth Fund-A	IDG为公司主要股东	10,854,871	0.73%	3,150,000
IDG-Accel China Investors LP	IDG为公司主要股东	4,948,443	0.33%	1,436,000
Vertex	淡马锡全资子公司	34,459,907	2.33%	10,000,000
Alpha Animation	奥飞动漫	20,675,944	1.40%	6,000,000
Cathy Holdings Limited	独立第三方投资公司	13,783,963	0.93%	4,000,000
DJM	刘德建权益占比95.36%	2,987,605	0.20%	866,980
Creative Sky	非公司关联人士雇员持	5,627,372	0.38%	1,633,020
得思	非公司关联人士雇员持	180,000,000	12.15%	0
NetDragon (BVI)	上市公司全资子公司	1,154,459,907	77.96%	10,000,000
已发行股本数量		1,480,914,513	100%	52,500,000

资料来源：中国行业资讯统计中心、第一上海

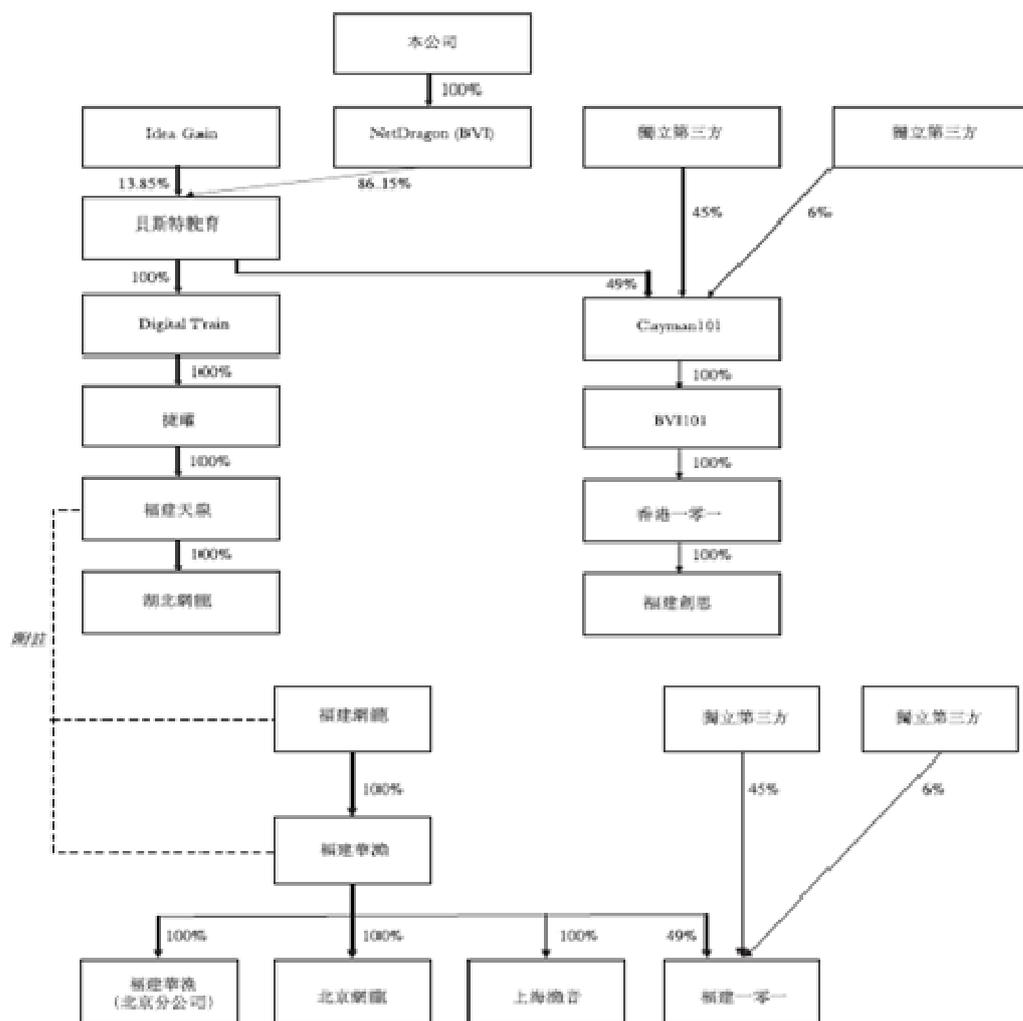
重组贝斯特教育，完整掌握教育事业发展主动权，为日后发展搭建估值基础

重组后教育事业主要权益将独立于 101JV 公司；若未来贝斯特教育就普通股进行公开发售，则必须：1) 达到 10 亿美金最低市值要求；2) 在被大多数优先股股东认可的资本市场进行公开发售

截止2014年6月30日贝斯特亏损740.4万元人民币，收益16万元人民币，资产净值879.6万元人民币。完成重组后，贝斯特教育将会无偿获得并持有原上市公司附属Cayman 101的49%权益，而Cayman 101为2013年网龙与鸿海、嘉裕基金联合成立的JV公司硬件部分，主要负责101同学派的制造业务。另外，贝斯特教育也将在完成重组后全资控制子公司福建华渔，而福建华渔则无偿接收福建二零一49%的权益，福建二零一在完成重组前应为2013年公司与鸿海及嘉裕基金合作成立JV公司的软件及内容部分。因此，通过贝斯特教育的重组，上市公司控制了教育业务的硬件及软件部分，而贝斯特教育则引入了IDG、祥峰及奥飞动漫等基础及产业资本，为即将上线的教育生态系统提供了财务资源及发展空间。

值得注意的是，根据双方合作协议，贝斯特教育的普通股进行确定包销公开发售，必须达到最低市值要求10亿美金（不包括包销折扣、佣金及开支），且必须在大多数A轮优先股股东可接受的、或认可的证券交易所进行普通股的公开发售，如香港或美国资本市场。

图表 2: 贝斯特教育重组后配售完成前上市公司与子公司的结构关系一览表



资料来源：公司资料、第一上海

如何对公司价值进行评估，风险在哪里？

2014年回购总数达1883.25万股，二级市场股价表现低估公司真实价值

公司自2014年第二季度开始对二级市场股份进行了持续的大笔回购，年度累计回购数量已达1883.25万股，占其普通股股本的3.69%。从公司决策角度而言，二级市场的股价表现低估公司真实价值，回购既可以增厚EPS，也对价值评估具有参考意义，但作为一个理性的投资人，我们应该如何对其价值进行客观的评估呢？

教育+游戏+现金为公司当前价值评估的三个组成部分，按照谨慎原则，计算得公司目标价17港元

1、教育业务：若考虑融资完成后，扣除专业费用及若干开支，预计透过发行及出售A系列优先股将获得现金流入约5220万美元（折合港元4.07亿），而贝斯特教育总体估值水平将达到4.775亿美元（折合港元37.24亿）。上市公司占有贝斯特教育77.96%的权益，因此归属公司的估值约为29.03亿港元，相当于每股约5.8港元。教育事业的长期发展我们坚决看好，但由于目前仍处于一级市场布局阶段，对于此次形成的估值我们给予20%的折让，贝斯特归属上市公司的估值约为23.32亿，相当于每股4.65港元。

风险：

- 1) 市场推广难度大
- 2) 教育尚未盈利，无法构成重估依据
- 3) 硬件制造复杂风险高

2、游戏业务：发展稳定，但目前仍以端游为主。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

4) 公司费用率过高影响盈利 《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，游戏业务应能为公司贡献稳定的收益及现金流。按照当前游戏行业的平均估值水平来看，我们认为给予15年每股盈利的8倍为合理估值水平，估值结果为每股5港元。

3、现金持有情况：2014年第三季度公司持有现金总量约为34亿元人民币（42.5亿港元），在谨慎原则下我们不考虑完成配售后公司即将流入的4.07亿港元现金，公司每股现金含量约为7.4港元。

因此，结合当前三者价值之和，计算出公司目标价约为17港元。

风险：

1) 教育业务的推广毕竟受制于教育体制的约束，以硬件作为载体深入K12教育体系是一种创新的尝试，但可能在短时间内难以被学生、家长、学校甚至其他教育机构所接受，这将会增加公司在教育生态圈上布局的难度；

2) 教育业务尚未盈利，一级市场的估值结果只能作为参考，最终市场还是会以盈利及现金流状况为考察公司价值的重点；

3) 硬件制造涉及供应链管理、产能规划、人才布局等诸多复杂事项，是一项与互联网及游戏运营业务完全不同的工作，作为互联网及网游先驱的网龙可能需要通过更深的产业合作来完成教育平板的硬件制造，一旦出现差错则可能需要付出沉重代价，拖慢市场布局，影响用户体验；

4) 按照分列估值体系的计算方式，在教育业务未能形成盈利的前提下，公司在费用上占用过多现金资源，则会降低现有业务盈利水平，从而影响短期估值。

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>						<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	1,754,643	盈利能力					
毛利	771,340	803,092	830,279	913,437	1,579,179	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%	83.06%
销售及管理费用	(488,149)	(645,246)	(588,459)	(617,051)	(912,415)	净利率 (%)	34.13%	18.81%	28.24%	28.24%	34.22%
营运收入	332,100	202,826	286,149	340,716	711,094						
财务开支等	(61)	8,756		0	0	营运表现					
联营公司等	283,348	162,935	252,406	291,736	662,114	销售及管理费用/收入 (%)	59.12%	72.95%	64.00%	61.00%	52.00%
税前盈利	332,196	216,671	305,491	336,065	706,443	实际税率 (%)	15.16%	23.20%	15.00%	15.00%	15.00%
所得税	(50,356)	(50,264)	(45,824)	(50,410)	(105,966)	股息支付率 (%)	40.06%	193.15%	30.00%	30.00%	30.00%
净利润	281,840	166,407	259,667	285,655	600,476	库存周转	NA	NA	NA	NA	NA
少数股东应占利润	(215)	81,672	25,967	28,565	60,048	应收账款天数	NA	NA	NA	NA	NA
本公司股东应占利润	282,055	84,735	233,700	257,089	540,429	应付账款天数	NA	NA	NA	NA	NA
折旧及摊销	(30,770)	(50,377)	(49,665)	(74,209)	(84,282)						
EBITDA	646,218	416,138	588,220	706,661	1,457,489	财务状况					
						总负债/总资产	0.37	0.16	0.15	0.14	0.15
增长						收入/净资产	0.59	0.20	0.20	0.21	0.33
总收入 (%)	8.5%	7.1%	4.0%	10.0%	73.5%	经营性现金流/收入	0.48	0.82	0.23	0.34	0.40
EBITDA (%)	58.1%	-35.6%	41.4%	20.1%	106.3%	税前盈利对利息倍数	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
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>						<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	4,461,223	EBITDA	646,218	416,138	588,220	706,661	1,457,489
应收账款	136,671	112,201	171,247	181,339	262,773	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	35,111
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)	(105,966)
总流动资产	1,685,055	4,495,727	4,116,505	4,262,703	4,751,877	其他	(147,162)	316,096	(233,064)	(296,387)	(666,765)
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	696,540
无形资产	2,626	0	84,249	96,498	106,947						
长期投资	0	15,725	15,725	15,725	15,725	资本开支	(179,738)	(225,435)	(600,000)	(150,000)	(150,000)
银行存款及其他	46,363	83,363	83,363	83,363	83,363	其他投资活动	(544,415)	2,955,409	23,329	23,329	23,329
总资产	2,235,354	5,330,087	5,501,200	5,723,189	6,278,081	投资活动现金流	(724,153)	2,729,974	(576,671)	(126,671)	(126,671)
应付账款	288,613	692,764	674,320	687,781	804,325						
短期银行借款	0	0	0	0	0	负债变化	0	0	0	0	0
其他短期负债	224,652	134,347	134,347	134,347	134,347	股本变化	152,556	(9,890)	0	0	0
总短期负债	513,265	827,111	808,667	822,128	938,672	股息	(112,989)	(3,293,970)	(70,110)	(77,127)	(162,129)
长期银行借款	0	0	0	0	0	其他融资活动	6,271	(258)	0	0	0
其他负债	314,829	0	0	0	0	融资活动现金流	45,838	(3,304,118)	(70,110)	(77,127)	(162,129)
总负债	828,094	827,111	808,667	822,128	938,672						
少数股东权益	22,154	7,736	33,703	62,268	122,316	现金变化	(284,741)	146,814	(438,267)	136,106	407,740
股东权益	1,407,260	4,502,976	4,692,533	4,901,061	5,339,409	期初持有现金	1,428,928	1,142,825	1,304,355	866,088	1,002,193
每股账面值(基本)	2.73	8.70	9.11	9.80	10.68	汇兑变化	(1,362)	14,716	0	0	0
营运资产	1,171,790	3,668,616	3,307,838	3,440,575	3,813,205	期末持有现金	1,142,825	1,304,355	866,088	1,002,193	1,409,934

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。