

买入

2014年7月22日

教育平板上市在即，再次站在行业风口，评级买入

- 一季度业绩略低于预期，下半年将有多款手游上线：**自公司分拆 91 无线以后，其营收全部来自于游戏。一季度公司业绩显示，网游业务收入同比上升 2.4%至 2.17 亿元。其中受《魔域》收入下降影响，来自中国的网游收入环比下滑 8.5%至 1.87 亿元人民币；而由于《征服》成功移植移动端平台，拉动公司海外的网游收入环比增长约 23%至 2936 万元人民币，收入占比约 13.5%。同期公司归属股东净利同比下滑 28.7%至 7966 万元人民币，略低于市场预期。根据公司公布的游戏推广计划，14 年下半年将会有 5 至 7 款手游上市，而登陆腾讯 QQ 游戏平台的即时战略页游《英雄之刃》也将于三季度正式面世。我们认为公司在游戏领域具备竞争优势，手游的发展将会是下半年游戏业务的亮点。
- 切入 K12 教育市场，再次站在风口上：**14 年 1 月公司与鸿海及嘉裕基金合作开发教育类平板电脑，预计 14 年第三季度其体验版本将会正式面世。根据我们理解，K12 教育市场具备刚性需求性质，总体规模巨大，增速稳定但市场集中度不高，对于创新者而言具备切入机会。公司此番通过“软硬结合”的战略渗透 K12 教育市场，是希望将电子化的教学教辅内容通过专属设备向在校学生进行推广，从而构建一个符合现代 K12 教育需求的全新生态系统。尽管目前我们仍未能将该项业务的预期盈利纳入预测模型，但相信教育市场规模足够庞大，而互联网在这一领域的渗透将会带来新一轮的投资机遇。公司作为互联网业内具有创新动力的领跑者，曾因创立 17173 及 91 无线而获得巨大成功，我们相信在教育领域公司同样有望可以延续其独特创意及执行力，再次站在互联网的风口上。
- 调整目标价至 18 港元，买入评级：**当前公司游戏业务维持稳定增长，手游更有可能获得突破性发展，同时我们也看好公司在教育领域的渗透，因此调整目标价至 18 港元，相当于除去现金后每股盈利的 7 倍，评级买入。

蔡浩
852 25321963
86 755 33367863
simon.tsoi@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	互联网
股价	13.52 港元
目标价	18 港元 (33.1%)
股票代码	777
已发行股本	5.09 亿股
市值	68.8 亿港元
52 周高/低	22.38/9.25 港元
每股净现值	11.6 港元
主要股东	DJM Holdings LTD 37.56%
	IDG ACEL China Growth Fund LP. 10.22%
	郑辉 6.74%
	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	961,032	1,052,765	1,153,409
变动	8.51%	7.12%	8.65%	9.55%	9.56%
净利润 (人民币千元)	281,840	84,735	371,471	412,024	448,546
每股盈利 (港元)	0.096	15.168	0.918	1.018	1.108
变动	-70.17%	15640.91%	-93.95%	10.92%	8.86%
基于13.52港元的市盈率 (估)	140.3	0.9	14.7	13.3	12.2
每股派息 (港元)	0.22	8.14	0.28	0.31	0.15
股息现价比	1.64%	60.18%	2.04%	2.26%	1.09%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

切入教育市场，再造一个 91 无线？

在线 K12 教育市场规模及现状：40% 年均复合增长，200 亿元市场规模

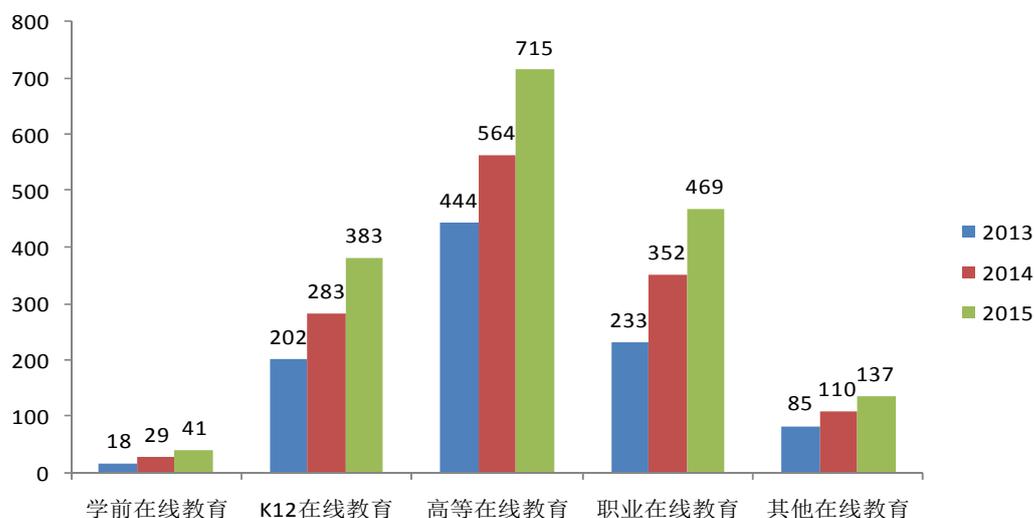
13 年 K12 在线教育市场成长性极佳，规模庞大

K12 是 kindergarten through twelfth grade 的简写，是指从幼儿园到十二年级的教学阶段，这两个年级是美国、澳大利亚、加拿大等地区的免费教育头尾的两个年级，可用作对基础教育阶段的通称，而中国 K12 阶段则指的是从幼教至高考前的课程教学阶段。根据第三方研究机构数据显示，2012 年中国教育行业的市场规模已达约 9600 亿元人民币，而在线教育自 2012 年获得高速成长，在 2013 年形成了接近 700 亿元规模的市场，在整个国内教育行业的渗透率达到了 7.3%。而 K12 在线教育市场作为在线教育的一个重要组成部分，其市场规模于 2013 年就已经超过 200 亿元人民币，占国内在线教育总体市场规模的 22%，仅次于职业教育及高等在线教育。根据人口增速及渗透率提升的基础假设，在 2013 至 2015 年三年期间国内总体在线教育市场将有望保持超过 30% 的年均复合增速，而 K12 在线教育市场规模更将有可能获得接近于 40% 的增长。毫无疑问，K12 教育市场成长性极佳，规模足够庞大，互联网的渗透对于行业的改造升级意义重大。

国内 K12 教育市场并未形成具备趋势性的商业模式，行业集中度不高

通过对行业的观察，我们认为国内 K12 教育基本呈现出几个特点：1、产品标准化程度高，以应试教育为主，与教师互动的必要性较低，应试相关教材差异化不足；2、进入门槛较低，基础教学教辅教材无需报批，教材内容难以形成有效行业竞争壁垒；3、地区教育资源分配不均，发达与欠发达地区教学资源差异化非常严重。而在过去数年的发展历程中，国内在线教育发展出数种商业模式，包括以学而思、学大及新东方为首的线下传统授课模式，以学而思网校、101 网校为代表的线上教育模式及类似于 YY 及 365 好老师等线上教育 C2C 平台模式。三种模式各有利弊，但至今没有形成具备趋势性的成功商业模式。根据 2013 年的数据统计，前三大行业参与者（新东方、学大及好未来）收入规模加总不足行业总体的 10%，市场相当不集中，反映了行业的现实状况，但同时也意味着给予了创新者巨大的切入机会。

图表 1：2013-2015 年中国在线教育市场规模细分预测（单位：亿元人民币）



资料来源：中国行业资讯统计中心、第一上海

101PAD，一个对 K12 在线教育的新尝试

101 教育平板整合多项互联网教学功能，为学生学习带来趣味性体验，增强其学习积极性

根据我们对产品信息的收集，101 平板电脑是一个具备完整生态系统且定位于 K12 教育的电子教学产品。从硬件的角度来看，101 平板电脑不仅满足了在校学生从事具体学习活动的基础功能，还给予了学生利用平板电脑进行课余拍摄、娱乐及与教师家长互动的多项需求。

根据我们的理解，学生通过使用 101 平板电脑，不仅可以获取一般性教辅教学的内容，101 平板电脑更有可能实现对学生学习习惯的实时监控，并通过云平台为家长及老师提供针对学生最佳的学习方式。同时，101 平板有可能为学生的学习提供更为新鲜有趣的操作体验，如游戏式学习激励制度（即学习程度或时间达到一定标准，学生则获得使用平板电脑玩游戏的时间，或者将教学内容游戏化，使得学生可以通过闯关模式获取教学知识等）、实景增强教学（即通过现实增强手段使得学生在学习知识过程中觉得有趣生动）、虚拟实验室及 LBS 功能等。

图表 2：101 教育平板生态系统设计



资料来源：公司资料、第一上海

以“零利润模式”推广硬件，内容主打 101 教育频道及各类教育 APP，操作系统整合自主学习、教学答疑等模块

我们认为公司合作方鸿海科技在硬件领域的实力将能使这一产品在使用体验上达到良好效果，且该产品将极有可能以“零利润”的方式铺展市场，迅速占领学生的学习时间，为软件系统的渗透及最终商业模式的建立打好硬件基础。而在内容上，公司则会主力推广 101Pad 教育频道，涵盖以 K12 教学教辅材料为主的电子化教材，同时推出各类专业类教育 APP，以丰富 101 教育平板的内容体验。在操作系统设计上，我们观察到了 101 教育平板中为学生自主学习而设计的系统模块，以及为增强教学互动的答疑模块等。

尽管当前产品仍未面世，但我们相信公司推出 101 平板的目标绝不仅仅停留于单一硬件或软件铺设。公司要建立的是一个完整的教学生态系统，通过对硬件的渗透，形成具备足够规模的系统级市场，最终向所有希望进入平台的内容开发商提供标准，形成拥有货币化能力的生态体系。因此我们对公司在教育领域的尝试给予积极评价，101 平板的面世也将会成为公司未来发展重要节点。

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 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	825,744	884,518	961,032	1,052,765	1,153,409	盈利能力					
毛利	771,340	803,092	864,929	947,489	1,038,068	毛利率 (%)	93.41%	90.79%	90.00%	90.00%	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%	101.79%	104.07%	104.24%
销售及管理费用	-488,149	-645,246	-413,244	-442,161	-484,432	净利率 (%)	34.13%	18.81%	42.95%	43.49%	43.21%
营运收入	332,100	202,826	496,014	549,656	597,965	营运表现					
财务开支等	-61	8,756	0	0	0	销售及管理费用/收入 (%)	59.12%	72.95%	43.00%	42.00%	42.00%
联营公司等	283,348	162,935	447,034	500,676	548,985	实际税率 (%)	15.16%	23.20%	16.00%	16.00%	16.00%
税前盈利	332,196	216,671	491,363	545,005	593,314	股息支付率 (%)	40.06%	193.15%	30.00%	30.00%	30.00%
所得税	-50,356	-50,264	-78,618	-87,201	-94,930	库存周转	NA	NA	NA	NA	NA
净利润	281,840	166,407	412,745	457,804	498,384	应收账款天数	NA	NA	NA	NA	NA
少数股东应占利润	-215	81,672	41,275	45,780	49,838	应付账款天数	NA	NA	NA	NA	NA
本公司股东应占利润	282,055	84,735	371,471	412,024	448,546	财务状况					
折旧及摊销	-30,770	-50,377	-35,193	-45,266	-55,338	总负债/总资产	0.37	0.16	0.15	0.14	0.13
EBITDA	646,218	416,138	978,241	1,095,598	1,202,289	收入/净资产	0.59	0.20	0.20	0.20	0.21
增长						经营性现金流/收入	0.48	0.82	0.37	0.46	0.46
总收入 (%)	8.5%	7.1%	8.7%	9.5%	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%	135.1%	12.0%	9.7%						
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 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	1,536,906	4,355,644	4,470,516	4,703,749	4,977,044	EBITDA	646,218	416,138	978,241	1,095,598	1,202,289
应收账款	136,671	112,201	175,802	185,855	196,884	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	-71,625	3,770	4,136
其他流动资产	11,478	27,882	27,882	27,882	27,882	所得税	-46,821	-90,287	-78,618	-87,201	-94,930
总流动资产	1,685,055	4,495,727	4,674,200	4,917,486	5,201,810	其他	-147,162	316,096	-451,685	-505,327	-553,636
固定资产	501,310	735,272	830,630	917,716	996,528	营运现金流	393,574	720,958	352,985	483,511	534,530
无形资产	2,626	0	19,449	37,098	52,947	资本开支	-179,738	-225,435	-150,000	-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	-126,671	-126,671	-126,671
总资产	2,235,354	5,330,087	5,623,367	5,971,387	6,350,373	负债变化	0	0	0	0	0
应付账款	288,613	692,764	684,740	698,563	713,728	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	-111,441	-123,607	-134,564
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	819,087	832,910	848,075	融资活动现金流	45,838	-3,304,118	-111,441	-123,607	-134,564
长期银行借款	0	0	0	0	0	现金变化	-284,741	146,814	114,872	233,233	273,295
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	1,419,227	1,652,460
总负债	828,094	827,111	819,087	832,910	848,075	汇兑变化	-1,362	14,716	0	0	0
少数股东权益	22,154	7,736	49,011	94,791	144,629	期末持有现金	1,142,825	1,304,355	1,419,227	1,652,460	1,925,755
股东权益	1,407,260	4,502,976	4,804,280	5,138,477	5,502,297						
每股账面值(基本)	2.73	8.70	9.28	9.93	10.63						
营运资产	1,171,790	3,668,616	3,855,113	4,084,576	4,353,735						

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。