

买入

2014年8月25日

业绩符合预期，教育事业发展路径愈加清晰，买入评级

- ▶ 二季度业绩因费用上升环比下跌，但下半年将会好转：** 二季度公司收入年增 2.7%至 2.3 亿元人民币，增长动力来自于 14 年《魔域》资料片“暗黑龙骑-浩劫”上线所带来的强劲表现；期间经营利润率因为市场推广及开发费用提升而下降致 33.2%，归属股东净利同比下降 18.5%至 6383 万元人民币。上半年公司累计净利规模为 1.42 亿元人民币，若剔除 91 无线收益则同比增幅达 7%，每股基本盈利 28.24 分人民币，中期派息每股 0.2 港元，符合我们预期。从上半年的业务发展趋势来看，公司在原有端游的基础上通过更新资料片而获得持续增长，其中《魔域》贡献约 75%的收入，而《征服》则贡献约 15%营收。下半年手游《魔域口袋版》即将面世，而与腾讯平台合作推出的微端游《英雄之刃》在封测期间获得巨大成功，M A U 突破百万规模，也将在年底上线。因此我们认为下半年网游业务的增长确定性较强，完成市场预期难度不大。
- ▶ 教育事业发展路径更为清晰，101PAD 或将年底面世：** 教育是公司继 17173 及 91 无线后的一个重要发展方向，管理层致力于将 101.com 打造为覆盖职业、非学历、K12 及公开教育的教育资源整合平台。当前公司已与新华网达成合作，双方将共享品牌、资源和技术优势，致力于搭建全国非学历教育公共服务体系。101PAD 作为公司针对 K12 教育体系定制的硬件设备，已在国内著名院校附属学院进行测试，预计于年底正式上市。有别于一般学习机，作为全国电子书包标准制定参与者，公司将把 101PAD 打造为现有教育体系的配套型终端，从而搭建一个覆盖全国教育体系的生态系统。因此，尽管 101PAD 上市日期有所推迟，但公司的教育事业发展路径愈加清晰，我们继续维持对其未来发展的乐观估计。
- ▶ 提升目标价至 18.8 港元，买入评级：** 下半年游戏业务将好转，我们继续看好公司在教育领域的渗透，因此上调目标价至 18.8 港元，相当于除去现金后每股盈利的 10 倍，评级买入。

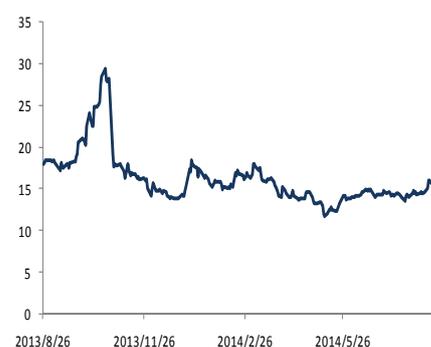
蔡浩
852 25321963
86 755 33367863
simon.tsoi@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	互联网
股价	15.54 港元
目标价	18.8 港元 (21%)
股票代码	777
已发行股本	5.09 亿股
市值	79.46 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	926,251	1,014,959	1,112,303
变动	8.51%	7.12%	4.72%	9.58%	9.59%
净利润 (人民币千元)	281,840	84,735	336,704	400,607	442,038
每股盈利 (港元)	0.096	15.168	0.832	0.990	1.092
变动	-70.17%	15640.91%	-94.52%	18.98%	10.34%
基于15.54港元的市盈率 (估)	161.3	1.0	18.7	15.7	14.2
每股派息 (港元)	0.22	8.14	0.25	0.30	0.15
股息现价比	1.43%	52.36%	1.61%	1.91%	0.94%

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 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	926,251	1,014,959	1,112,303	盈利能力					
毛利	771,340	803,092	836,404	916,508	1,001,073	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%	97.25%	107.82%	109.14%
销售及管理费用	-488,149	-645,246	-430,707	-426,283	-456,044	净利率 (%)	34.13%	18.81%	40.39%	43.86%	44.16%
营运收入	332,100	202,826	450,027	534,554	589,357	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%	46.50%	42.00%	41.00%
联营公司等	283,348	162,935	401,047	485,574	540,377	实际税率 (%)	15.16%	23.20%	16.00%	16.00%	16.00%
税前盈利	332,196	216,671	445,376	529,903	584,706	股息支付率 (%)	40.06%	193.15%	30.00%	30.00%	30.00%
所得税	-50,356	-50,264	-71,260	-84,785	-93,553	库存周转	NA	NA	NA	NA	NA
净利润	281,840	166,407	374,116	445,119	491,153	应收账款天数	NA	NA	NA	NA	NA
少数股东应占利润	-215	81,672	37,412	44,512	49,115	应付账款天数	NA	NA	NA	NA	NA
本公司股东应占利润	282,055	84,735	336,704	400,607	442,038	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	0.14	0.14	0.13
EBITDA	646,218	416,138	900,738	1,094,338	1,214,017	收入/净资产	0.59	0.20	0.19	0.20	0.20
增长						经营性现金流/收入	0.48	0.82	0.35	0.49	0.50
总收入 (%)	8.5%	7.1%	4.7%	9.6%	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%	116.5%	21.5%	10.9%						

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 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	4,001,172	4,253,563	4,554,975	EBITDA	646,218	416,138	900,738	1,094,338	1,214,017
应收账款	136,671	112,201	171,990	181,711	192,379	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	-77,241	3,245	8,589
其他流动资产	11,478	27,882	27,882	27,882	27,882	所得税	-46,821	-90,287	-71,260	-84,785	-93,553
总流动资产	1,685,055	4,495,727	4,201,044	4,463,156	4,775,237	其他	-147,162	316,096	-405,698	-490,225	-545,028
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	323,210	499,244	560,695
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	5,585,739	5,923,642	6,301,440	负债变化	0	0	0	0	0
应付账款	288,613	692,764	675,312	688,278	707,534	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	-101,011	-120,182	-132,611
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	809,659	822,625	841,881	融资活动现金流	45,838	-3,304,118	-101,011	-120,182	-132,611
长期银行借款	0	0	0	0	0	现金变化	-284,741	146,814	-354,472	252,391	301,413
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	949,883	1,202,274
总负债	828,094	827,111	809,659	822,625	841,881	汇兑变化	-1,362	14,716	0	0	0
少数股东权益	22,154	7,736	45,148	89,659	138,775	期末持有现金	1,142,825	1,304,355	949,883	1,202,274	1,503,686
股东权益	1,407,260	4,502,976	4,776,080	5,101,017	5,459,559						
每股账面值(基本)	2.73	8.70	9.23	9.85	10.55						
营运资产	1,171,790	3,668,616	3,391,385	3,640,531	3,933,355						

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。