

网龙 (0777.HK)

强烈推荐

行业：传媒

游戏业务稳步增长，教育业务盈利可期

网龙第三季度收入同比增长 167.7%至 6.95 亿元，其中游戏业务收入达 2.87 亿元，同比增长 19.9%，教育业务收入达 3.92 亿元，同比增长超过 40 倍。期内，公司录得毛利 3.85 亿元，同比大增 78.7%，但由于非现金汇兑差异、政府补助季度性差异以及普米季节性效应所导致的收益降低等因素的影响，公司第三季度录得经营亏损达 8,890 万元，归属实益人亏损为 6,540 万元，盈利状况低于我们此前预期。

投资要点：

◇ **持续推新，游戏业务步入新阶段。**公司第三季度加大了对游戏外挂的清除力度，导致包括 ACU 和 PCU 在内的部分营运指标略有下滑，但此举有助于公司健康发展，并可增强公司未来的盈利能力。得益于《英魂之刃》和《魔域》端游及口袋版的收入增长，公司游戏业务持续保持稳健增长的势头。旗舰产品《英魂之刃》收入同比增长 17.9%，持续保持其热门程度。第三季度虽为《魔域》传统淡季，但仍录得 17.4% 的增长，同时口袋版本亦持续强劲增长，在 8 月推出新玩法后，月流水创下历史新高。公司已于 10 月推出《魔域》新资料片，同时在 Steam 平台上推出了全新大型 3D 战争类网游《虎豹骑》的英文版和繁体中文版本，连续推新有望为第四季度及明年游戏收入助添动力。此外，公司将于明年推出至少 5 款新的游戏产品，同时已将 VR 技术应用到了公司的游戏产品中来，预计在强劲产品线的推动下公司游戏业务将步入新的发展阶段。

◇ **协同效应明显，普米盈利持续增长。**得益于普米业务收入贡献以及于中国教育业务收入开始增长，公司第三季度教育业务收入同比增长超 40 倍。在备考基础上计算，普米实现了同比 20.3% 的收入增长，但环比下降 18.3%，主要由于普米季节性因素影响。同时通过继续采取运营简化和成本合理化等措施，普米继上季度后 EBITDA 持续为正，显示公司收购兼并协同效应明显。普米 ClassFlow 产品第三季度末用户数增至 240 万，其中包括逾 100 万的教师用户。明年公司将通过 1) 实现从传统备课软件 ActivInspire 到 ClassFlow 的用户转化；2) 从普米 Planet 社区到 ClassFlow 的用户转移；3) 采取各种在线高频互动措施，有效提升用户转化率以及加快用户参与度。

◇ **产品获正面反馈，未来成长可期。**公司第三季度教育业务收入达 5,500 万元，同比增长 482.5%，公司旗舰产品 101 教育 PPT 软件取得了用户正面反馈，为明年大规模扩大用户群体及提升参与度创造了良好的先决条件。同时公司于三季度完成了 VR 编辑器测试版的开发，望成为全球第一个包含大量 3D 素材的教育性 DIY VR 编辑器软件，为未来盈利增长打开空间。此外，公司亦计划将教育业务拓展至包括印度及中东在内的新兴市场，进一步增强教育业务实力。但由于教育业务仍处开拓市场阶段，各项费用率环比上升。

◇ **上调至“强烈推荐”评级，目标价 29.32 港元。**因公司教育业务仍处前期开拓阶段，前期开支费用仍然较大，我们调整公司 16E/17E/18E 年归母溢利至 -1.25 亿，60 万和 1.63 亿元。但公司游戏业务稳定增长，教育业务虽前期投入较大，但产品已获老师及学生的肯定，未来盈利增长可期。同时公司已被入选为深港通标的股份，未来内地投资者增多，有望提振公司整体估值。我们基于分部估值法，给予公司目标价 29.32 港元，对应现价，公司仍有 32.7% 的上升空间，上调至“强烈推荐”评级。

作者

署名人：刘思远

0755-82026922

liusiyuan@china-invs.cn

目标股价	HKD29.32 (+32.7%)
当前股价	HKD 22.10
评级调整	上调

基本资料

总股本	4.97 亿
总市值(港元)	110 亿
52 周股价波幅	HKD17.40-29.30
主要股东	刘德建
持股比例	37.12%

股价表现



相关报告

《VRAR 助力，游戏+教育双箭齐飞》
2016-09-07

◇ **风险披露**：公司教育业务推广不及预期。

主要财务指标

百万元人民币	2014	2015	2016E	2017E	2018E
游戏业务收入	883.5	985.4	1,157.2	1,301.1	1,410.7
教育业务收入	32.8	242.8	1,658.1	2,115.6	2,498.3
移动营销收入	46.5	44.0	45.0	46.0	47.0
总收入	962.8	1,272.2	2,860.2	3,462.7	3,956.0
同比增长%	8.9%	32.1%	124.8%	21.1%	14.2%
毛利	860.0	958.0	1600.4	1942.3	2245.0
毛利率	89.3%	75.3%	56.0%	56.1%	56.7%
归母溢利	176.7	(143.0)	(125.3)	6.5	162.8
同比增长%	-97.1%	-	-	-	-
ROE	3.7%	-	-	-	3.0%
ROA	3.3%	-	-	-	2.1%
EPS (港币)	0.39	(0.33)	(0.28)	0.01	0.37
PE(X)	56.4	-	-	-	59.9
P/S	11.4	8.6	3.8	3.2	2.8

资料来源：公司资料，中投证券（香港）

图 1：分类财务摘要（百万元人民币）

	2016年第三季度		2016年第二季度		2015年第三季度	
	游戏	教育	游戏	教育	游戏	教育
收益	286.6	392.2	296.7	480.1	239.0	9.5
毛利	266.0	115.4	279.7	155.8	216.6	1.2
毛利率	92.8%	29.4%	94.3%	32.5%	90.6%	12.2%
分类溢利	80.1	-106.3	99.4	-87.7	63.3	-73.7
研发成本	-91.3	-95.7	-82.1	-91.4	-70.6	-36.8
销售及市场推广成本	-39.2	-81.7	-37.7	-95.3	-35.3	-6.8
行政成本	-62.0	-32.6	-66.6	-39.1	-57.0	-23.1

资料来源：公司资料，中投证券（香港）

图 2：第三季度财务摘要（百万元人民币）

	3Q2016	3Q2015	同比变动
游戏	286.6	239.0	19.9%
教育	392.2	9.5	4017.4%
总收入	694.5	259.4	167.7%
毛利	385.0	215.4	78.7%
毛利率	55.4%	83.0%	-33.2p.p
经营溢利	-105.5	-30.8	N.A
期内归母溢利	-65.4	-26.5	N.A

资料来源：公司资料，中投证券（香港）

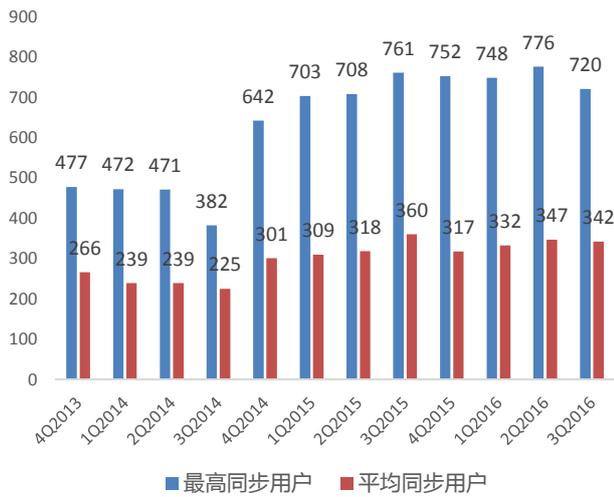
图 3：第三季度财务摘要（百万元人民币）

	更新后预测			原始预测			变化		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
游戏收入	1,157.2	1,301.1	1,410.7	1,143.6	1,267.9	1,354.6	1.2%	2.6%	4.1%
教育收入	1,658.1	2,115.6	2,498.3	1,658.1	2,115.6	2,498.3	0.0%	0.0%	0.0%
总收入	2,860.2	3,462.7	3,956.0	2,846.6	3,429.5	3,899.9	0.5%	1.0%	1.4%
归母溢利	-125.3	6.5	162.8	-34.4	15.8	122	N.A	-59.1%	33.4%
EPS (元)	-0.25	0.01	0.33	-0.08	0.04	0.29	N.A	-67.5%	13.0%
毛利率	56.0%	56.1%	56.7%	55.5%	56.2%	58.0%	0.82p.p	0.91p.p	2.16p.p

资料来源：公司资料，中投证券（香港）

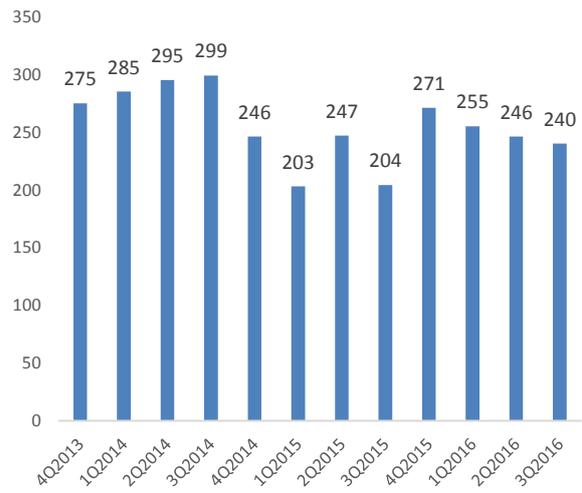


图 4：游戏业务最高同步用户及平均同步用户（'000）



资料来源：公司资料，中投证券(香港)

图 5：月度每用户平均贡献收益（人民币）



资料来源：公司资料，中投证券(香港)

盈利预测表

综合收益表(百万元人民币)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收益	963	1,272	2,860	3,463	3,956
成本	(103)	(314)	(1,260)	(1,520)	(1,711)
毛利	860	958	1,600	1,942	2,245
其他收入及盈利	157	188	200	346	396
销售及市场推广开支	(152)	(207)	(529)	(628)	(687)
行政开支	(327)	(520)	(680)	(701)	(696)
开发成本	(249)	(446)	(750)	(870)	(959)
其他开支及亏损	(34)	(24)	(51)	(62)	(71)
分占联营公司亏损	(2)	(10)	(8)	(8)	(8)
经营溢利	252	(61)	(218)	20	219
财务成本	(3)	(5)	(5)	(9)	(9)
除税前溢利	236	(87)	(224)	12	210
税项	(64)	(101)	45	(2)	(42)
期内溢利	172	(188)	(179)	9	168
归母溢利	177	(143)	(125)	6	163
EPS	0.35	-0.29	-0.25	0.01	0.33

现金流量表(百万元人民币)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年内溢利	172	(188)	(179)	9	168
无形资产摊销	7	35	38	38	38
物业、厂房及设备折旧	70	114	413	474	519
财务成本	3	5	5	9	9
利息收入	(96)	(70)	(40)	(57)	(59)
营运资金变动	(46)	(9)	(221)	(175)	(48)
已付利息	(4)	(3)	(5)	(7)	(8)
已付所得税	(470)	(155)	0	0	(264)
其他变动	116	142	(28)	21	62
营运活动现金净额	(248)	(128)	(17)	311	417
已收利息	64	95	103	126	111
存入银行存款	(2,421)	(1,401)	(808)	(1,149)	(1,070)
提取银行存款	3,487	2,839	1,616	2,298	2,377
购买物业、厂房及设备	(331)	(507)	(828)	(1,109)	(1,242)
购买无形资产	(4)	(23)	(48)	(48)	(48)
其他变动	(711)	(595)	(125)	(156)	(170)
投资活动所得现金净额	84	408	(89)	(38)	(40)
已付股息	(162)	(118)	(9)	2	(110)
其他变动	67	(77)	9	71	(38)
融资活动所用现金净额	(95)	(195)	(0)	73	(148)
期初现金	1,304	1,037	1,127	1,021	1,367
现金变动	(258)	84	(106)	346	229
汇率变动	(9)	6	0	0	0
期末现金	1,037	1,127	1,021	1,367	1,596

资产负债表(百万元人民币)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
PPE	823	1,246	2,066	2,371	2,597
无形资产	141	954	954	954	954
商誉	40	335	304	277	252
其他	467	581	178	203	217
非流动资产	1,471	3,116	3,503	3,805	4,019
存货	0	118	149	190	225
贸易应收款项	2	3	6	9	11
银行结余及现金	1,037	1,127	1,021	1,367	1,596
其他	2,721	1,138	1,988	2,439	2,267
流动资产	3,759	2,386	3,165	4,005	4,099
贸易及其他应付款项	209	508	1,810	1,668	1,616
应付所得税	138	95	0	15	264
其他	265	431	395	471	477
流动负债	612	1,034	2,205	2,155	2,357
递延税项负债	0	150	136	124	113
其他	1	15	13	13	13
非流动负债	1	165	149	137	125
资产总值	5,230	5,502	6,667	7,810	8,118
负债总值	613	1,198	2,354	2,291	2,482
资产净值	4,617	4,304	4,313	5,519	5,636

比率分析	2014	2015	2016E	2017E	2018E
同比增长					
收入	8.9%	32.1%	124.8%	21.1%	14.2%
毛利	7.1%	11.4%	67.1%	21.4%	15.6%
归母溢利	-97.1%	-	-	-	-
盈利能力					
毛利率	89.3%	75.3%	56.0%	56.1%	56.7%
净利率	17.8%	-	-	-	4.2%
资本回报率	3.3%	-	-	-	2.1%
净资产收益率	3.7%	-	-	-	3.0%
流动性和偿付能力					
流动比率	6.15	2.31	1.44	1.86	1.74
速动比率	1.70	1.09	0.47	0.64	0.68
现金比率	1.70	1.09	0.46	0.63	0.68
总债务与权益	0.13	0.28	0.55	0.42	0.44
营运资金管理					
应收账款天数	30	23	14	19	19
应付账款天数	634	411	331	412	345
存货周转天数	0	17	17	18	19
杜邦分析					
净利率	17.8%	-	-	-	4.2%
资产周转率	18.0%	23.7%	47.0%	47.8%	49.7%
杠杆比率	0.88	0.78	0.65	0.71	0.69

资料来源：中投证券（香港）

免责声明

投资评级定义:

公司评级:

强烈推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅 20%以上

推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间

中性: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数变动介于±10%之间

回避: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现优于恒生指数 5%以上

中性: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现相对恒生指数持平

看淡: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途,并不用作或视作为销售、提呈或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约,也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送。并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财务状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估,于作出任何投资或订立任何交易前,阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源,但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明,于法律及/或法规准许情况下,中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认:(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行之个人观点;及(b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来,不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证,亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

中投证券(香港)之董事或雇员,如有投资于本报告期内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决定,可能与这报告所述的观点并不一致。

一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,为有关发行人提供服务或招揽业务,及/或于有关发行之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外,其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下,在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行之董事。本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖,然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知,本报告任何部分不得解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策:

- 刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督,并不直接向其报告。
- 研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
- 禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
- 禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

中投证券国际经纪有限公司 / 中投证券国际期货有限公司

63/F, Bank of China Tower, 1 Garden Road, Central, Hong Kong

香港中环花园道 1 号中银大厦 63 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

Fax 传真: (852) 3983 0899(公司) (852) 3983 0855 (客户服务)

<http://www.china-invs.hk/>