

投资评级

买入

 首次
 覆盖

游戏先锋，用互联网基因探索教育边际

股票数据

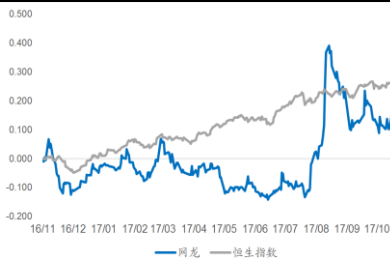
6个月内目标价(港元)	25.58
01月12日收盘价(港元)	22.00
52周股价波动(港元)	19.63-34.23
总股本/流通H股(百万股)	536/536
总市值/流通市值(百万港元)	11792/11792

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	亏损	113.89	51.06
市净率	2.42	1.91	1.44
市销率	3.31	2.83	2.22
EV/EBITDA	(96.09)	28.72	15.34
分红率(%)	0.00%	0.00%	0.00%

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.29	-12.87	9.15
相对涨幅(%)	-8.01	-16.90	0.97

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 公司具备互联网创新思维，跨界7年，为教育带来“游戏化”思维。** 2001年网络游戏在中国刚起步，公司创建了中国第一网络游戏门户—17173.com，并于2003年以2050万美金将17173卖给搜狐。公司于2007年以10万人民币收购91无线的雏形“iPhone PC Suite”，于2013年以19亿美元的价格将91无线出售给百度，这笔交易为公司拓展在线教育业务提供了充足资金准备。随后几年，公司陆续收购教育巨头普罗米修斯（全球最大的智能教育硬件厂商）、Jumpstart，并发挥其互联网基因天然优势，瞄准VR市场，优先抢占VR市场先机，逐步把VR/AR技术应用于游戏、教育等业务领域。
- 公司营收持续增长，游戏业务势头良好，教育业务成中坚力量。** 根据半年报，公司2017年上半年实现营收17.75亿元人民币，同比增长30.7%；游戏业务营收8.02亿元人民币，同比增长38.2%，经营利润3.34亿元人民币，同比增长72.5%；教育业务营收9.34亿元人民币，同比增长22.9%，经营亏损1.89亿元人民币，亏损额同比减少14.4%；毛利10.33亿元人民币，同比增长31.8%；公司归母净利2580.00万元人民币，相比去年同期（亏损4290.00万元人民币），实现扭亏为盈。
- 《魔域手游》吸金能力强劲，游戏IP手游化成效显著。** 公司2017年第二季度游戏业务收入4.04亿元人民币，同比增长36.1%，手游收入同比上涨53%，游戏业务经营性利润1.65亿元人民币，同比增长66.4%。《魔域》端游及《英魂之刃》端游成增长主力军。《魔域手游》2017年10月18日公测，上线9小时应用宝单渠道新增破10万人次下载量，流水突破300万元人民币，在10月应用宝论坛社区RPG类目中排名第一，位居新游下载、新游收入、新游下载三榜榜首。
- 国际教育业务收入利润稳健，收购JumpStar打造教育业务全布局。** 公司国际教育业务第二季度收入5.90亿元人民币，同比增长30.0%。子公司普罗米修斯2017年第二季度经营性利润为7860万元人民币。继2015年收购普罗米修斯，公司于2017年7月以2560万美元收购JumpStart公司。JumpStart是一家总部位于洛杉矶的专门为K-12儿童提供创新教育游戏的公司。网龙于公开媒体指出JumpStart产品有超过1亿的注册用户，月活跃用户量(MAU)超过500万人。通过收购，公司有望扩大IP和用户群，进一步丰富游戏教育社区内容。

分析师: 许樱之

Tel: (0755) 82900465

Email: xyz11630@htsec.com

证书: S0850517050001

分析师: 钟奇

Tel: (021) 23219962

Email: zq8487@htsec.com

证书: S0850513110001

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1272.20	2793.10	3533.60	4500.59	5859.70
(+/-)YoY(%)	32.13%	119.55%	26.51%	27.37%	30.20%
净利润(百万元)	-142.98	-203.00	87.90	196.04	256.76
(+/-)YoY(%)	-180.93%	41.98%	扭亏为盈	123.04%	30.97%
全面摊薄EPS(元)	-0.27	-0.38	0.16	0.37	0.48
毛利率(%)	305.10%	132.17%	55.53%	56.74%	55.69%
净资产收益率(%)	-4.38%	-6.15%	0.91%	2.24%	2.34%

资料来源: 公司年报(2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润, 币种为人民币

- **国内教育产品销售订单持续增长, 年底有望达到 100 万教师用户体量:** 半年报显示, 国内教学业务 2017 年第二季度收入同比增长 77.1%, 17 年上半年中国销售订单已超 2.3 亿元人民币。公司旗舰软件产品 101 教育 PPT 已取得超过 45 万的教师安装用户, 2017 年第二季度单季度增加 22 万教师用户。我们预计 2017 年 9 月开学后, 集团的用户数量与参与度将持续提升, 公司半年报中提到的 2017 年底达到 100 万次教师安装用户的目标大概率能够实现。
- **盈利预测与投资建议。** 我们认为: 1) 公司游戏业务发展稳健, 游戏业务毛利高, 现金流好, 为公司整体业务布局提供有力支撑; 2) 国内教育业务层面, 虽然公司在教育业务投入资金较大, 且目前国内教育业务仍处于亏损阶段, 但公司教育业务亏损逐步收窄, 且从长远的角度, 网龙的资金投入正是其构建护城河的过程, 相比于市场上放弃教育内容激进获取渠道的企业, 公司成长更具有持续性, 优质内容利于增强客户粘性, 为后续收费打下优良基础。3) 国际教育业务层面, 公司通过对普罗米修斯渠道整合, 将教育业务打入国际市场, 通过收购 JumpStart, 与环球影城及梦工厂建立良好合作关系, 有望为公司产品线提供帮助。4) 根据公司 17 年半年报, 2017 年 4 季度, 公司推出教育业务电子商务平台, 我们认为 2018 年, 电子商务平台有望成为业绩增长点。通过测算, 我们认为公司合理市值约 137.09 亿港元(汇率按港币:人民币=1:0.8493 计算), 对应目标价 25.58 港元, 21.71 元人民币。首次覆盖, 给予买入评级。
- **风险提示。** 新游戏业务进展不及预期、国内教育业务市场拓展不及预期, 电子商务平台拓展不及预期。

目录

1. 公司简介：以创新为基因，跨界 7 年为教育带来更多新兴思维	7
2. 财务运营数据分析	8
2.1 营收：营收实现高增长，教育业务占比逐步提升	8
2.2 利润：游戏业务稳健增长，教育业务亏损收窄，进入收获期	9
3. 行业分析	10
3.1 游戏行业	10
3.1.1 游戏规模增量稳定，手游规模首超端游	10
3.1.2 VR/AR 硬件逐步突破，VR/AR 游戏将迎风口	11
3.2 互联网教育行业	12
3.2.1 政策助力教育信息化，互联网教育规模持续扩大	12
3.2.2 VR/AR 教育突破教学难点，蕴藏巨大发展潜力	13
4. 游戏业务：IP 价值渐浮现，《魔域》再现锋芒	15
4.1 《魔域手游》吸金能力强劲，游戏 IP 手游化成效显著	15
4.2 《虎豹骑》融合 VR 技术，虚拟现实游戏新思路	17
5. 教育业务	17
5.1 国际业务板块：通过战略并购，打造教育业务全布局	18
5.1.1 收购普罗米修斯，完善软硬件产品和海外销售体系	18
5.1.2 收购 JumpStart，丰富教育类游戏产品	19
5.2 国内教育业务：投入智慧学习研发，开启教学方式新革命	20
5.2.1 销售订单持续增长，年底有望达到 100 万教师用户体量	20
5.2.2 主要产品介绍：“智能硬件+开放平台+专业软件”	20
5.3 商业模式及未来可能的变现途径	22
5.3.1 内容为王，构筑护城河，海量教育资源构筑品牌护城河	22
5.3.2 校企合作，产融结合，深挖渠道	23
6. 盈利预测与投资建议	24
7. 风险提示	27
财务报表分析和预测	28

图目录

图 1	公司总部：全球唯一一座经过官方授权而建设的《星际迷航》建筑	7
图 2	公司发展历程：公司重心从游戏业务转向教育业务	8
图 3	2012-2016 年总营业收入（财年为 1 月 1 日至 12 月 31 日，币种为人民币） ...	9
图 4	2016 年各业务收入占比	9
图 5	2015 年各业务收入占比	9
图 6	2012-2016 年经营利润（财年为 1 月 1 日至 12 月 31 日，币种为人民币）	10
图 7	2014-2016 年游戏业务运营成本对比（百万元人民币）	10
图 8	2014-2016 年教育业务运营成本对比（百万元人民币）	10
图 9	2009-2016 年中国游戏市场实际销售收入及增速	11
图 10	2009-2016 年中国各类型游戏规模对比	11
图 11	2009-2016 年中国移动游戏用户规模及增速	11
图 12	2009-2016 年中国移动游戏用户渗透率变化（%）	11
图 13	2016-2020 年全球 VR 市场规模预测	12
图 14	2016-2020 年全球 VR 游戏市场规模预测	12
图 15	2010-2016 年中国互联网教育市场规模及增速	12
图 16	2013-2016 年国家财政性教育经费及教育信息化经费	13
图 17	三星美国分公司和德国 GFK 联合发布的报告显示 85% 的老师认可 VR+教育 ..	14
图 18	VR 教育涉及领域及企业列举	14
图 19	公司游戏业务发展战略示意图	15
图 20	游戏业务 PCU 和 ACU 的各季度变化	15
图 21	公司游戏业务 ARPU 的各季度变化（元人民币）	15
图 22	《英魂之刃》于 2017 年 10 月获得李小龙全球独家授权 IP	16
图 23	公司游戏产品简介	16
图 24	虎豹骑 VR 版游戏视角	17
图 25	虎豹骑游戏视角	17
图 26	普罗米修斯发展历程：全球领先的互动教学解决方案供应商	18
图 27	使用互动白版及互动平板的教学课堂	18
图 28	互动教学软件产品 ClassFlow	18
图 29	ClassFlow 产品包含的三个主要特点	19

图 30	JumpStart 产品	19
图 31	《驯龙学院》画面精美, 电影场景还原度高.....	20
图 32	101 智慧教室教学模式.....	21
图 33	101 同学派和创思电子白板	21
图 34	101VR 编辑器编辑流程简单高效.....	22
图 35	VR 产品涵盖海量教学内容	22
图 36	高校参与顶层设计.....	23
图 37	国内教育产品变现路径探索	24

表目录

表 1	教育信息化相关政策.....	13
表 2	网龙中标信息.....	23
表 3	网龙业务分项收入预测与假设 (百万元人民币)	26
表 4	港股游戏行业同业估值水平 (根据 2018 年 01 月 12 日收盘价)	26
表 5	港股教育行业同业估值水平 (根据 2018 年 01 月 12 日收盘价)	27

1. 公司简介: 以创新为基因, 跨界 7 年为教育带来更多新兴思维

网龙网络控股有限公司 (以下简称“网龙”) 成立于 1999 年, 总部位于中国福建福州, 是全球领先的互联网社区创建者。公司于 2007 年在香港联交所上市, 股票代码: 00777.HK。网龙于 2016 年 12 月被纳入深港通, 2017 年 3 月网龙被选为恒生综合大中型股指数成分股, 公司同时为摩根士丹利资本国际 (MSCI) 中国指数成分股。根据 16 年年报, 网龙旗下拥有 40 余家子公司, 近 6000 名员工遍布全球。集团业务包括五大板块, 即游戏 (自主研发著名的旗舰游戏《魔域》及《征服》等)、互联网+教育、VR/AR 产业、动漫文创以及其他业务。

公司具备互联网创新思维, 管理层具备敏锐商业嗅觉: 1) 公司总部是目前世界上唯一一座经过官方授权而建设的《星际迷航》建筑。2) 2001 年 3 月初, 网络游戏在中国刚刚起步的时候, 公司创建了中国第一网络游戏门户—17173.com, 并于 2003 年以 2050 万美金将 17173 卖给搜狐。3) 公司于 2007 年以 10 万元人民币收购 91 无线的雏形“iPhonePCSuite”, 经过 6 年的经营时间, 于 2013 年以 19 亿美元的价格将 91 无线出售给百度, 获得了巨大的收益, 成为当时中国互联网行业最轰动的并购项目之一, 这笔交易也为公司拓展在线教育业务提供了充足的资金准备。

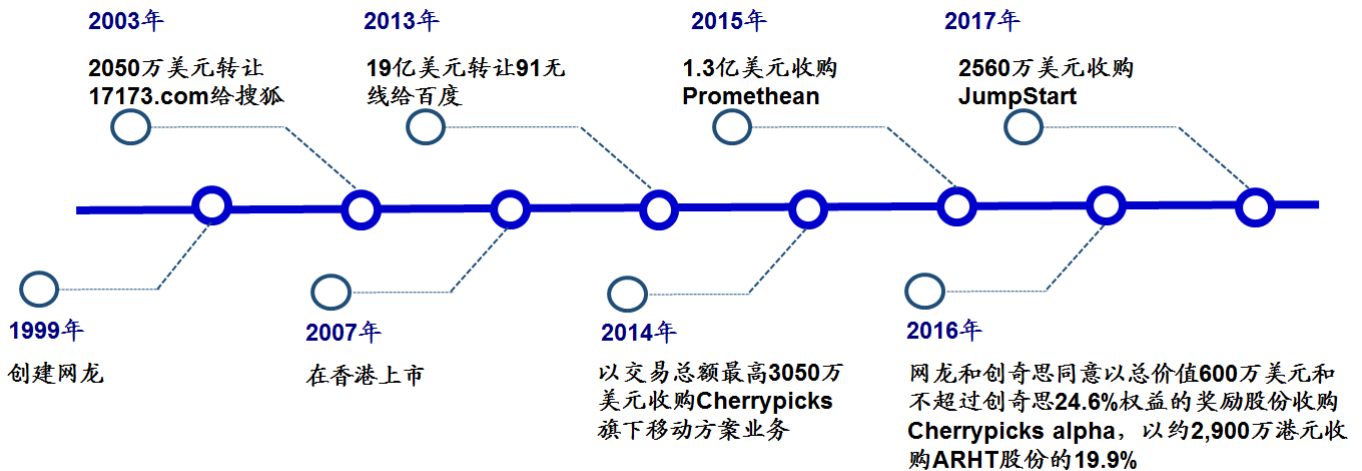
图1 公司总部: 全球唯一一座经过官方授权而建设的《星际迷航》建筑



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

跨界 7 年, 为教育带来“游戏化”思维: 公司在教育业务最早布局可以追溯至 2010 年, 公司创办子公司福建天渔教育科技有限公司。2013 年, 公司获得充足现金流, 开始发力教育业务全球布局, 随后几年陆续收购教育巨头 Promethean (全球最大的智能教育硬件厂商)、Jumpstart, 致力打造一个面向全球的互联网教育企业。此外, 公司发挥其互联网基因天然优势, 瞄准 VR 市场, 优先抢占 VR 市场先机, 逐步把 VR/AR 技术应用用于游戏、教育等业务领域。

图2 公司发展历程：公司重心从游戏业务转向教育业务



资料来源：公司官网，海通证券研究所

2. 财务运营数据分析

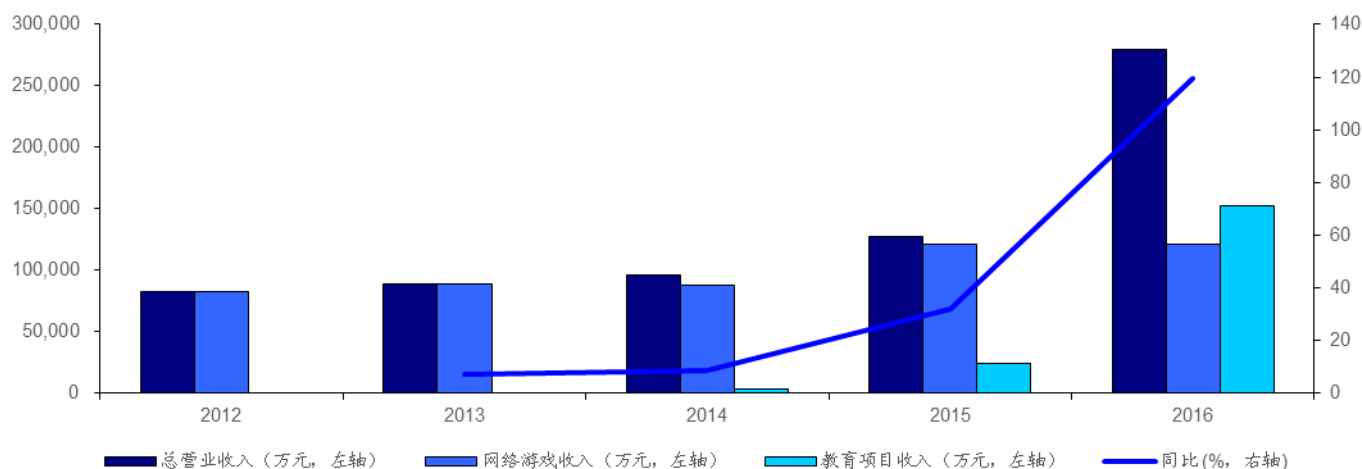
2.1 营收：营收实现高增长，教育业务占比逐步提升

2016年借力普罗米修斯打入国际市场，教育业务营收增长超5倍：公司成立以来，收入保持增长的趋势。**2012年至2016年营业收入复合增速达到35.62%**。2016年公司实现总营业收入27.93亿元人民币，同比增长119.55%。其中1) **游戏业务收入**实现12.1亿元人民币，同比增长22.8%，得益于《魔域》、《英魂之刃》等游戏产品的突出表现。2) **教育业务**实现收入15.3亿元人民币，同比增长接近5.3倍，主要是由于通过收购普罗米修斯将产品渗透到国际市场所致：2016年，公司与普罗米修斯实现了全面整合，通过对普罗米修斯市场渠道的整合，公司的教育业务顺利打入了国际市场。16年国际教育业务收入同比增长31.7%至13.5亿元人民币，占教育业务收入88%。

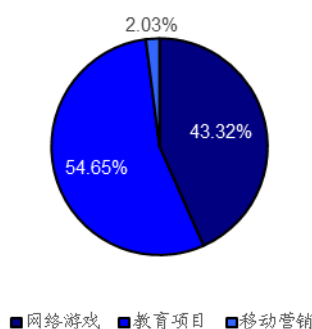
营收地域分布方面，2016年，公司在中国大陆及香港市场的营业收入分别为13亿元人民币及5301万元人民币，海外市场方面，美国、英国、德国、法国分别贡献8.42亿元人民币、1.66亿元人民币、5431万元人民币及4857.8万元人民币。

2017年8月30日，公司公布半年报。2017年第二季度公司实现营收10.62亿元人民币，同比增长34.9%；其中来自游戏业务的营收为4.04亿元人民币，占比38.0%，同比增长36.1%；来自教育业务的营收为6.36亿元人民币，占比59.9%，同比增长32.5%。2017年上半年公司实现营收17.75亿元人民币，同比增长30.7%；其中来自游戏业务的营收为8.02亿元人民币，同比增长38.2%；来自教育业务的营收为9.34亿元人民币，同比增长22.9%。

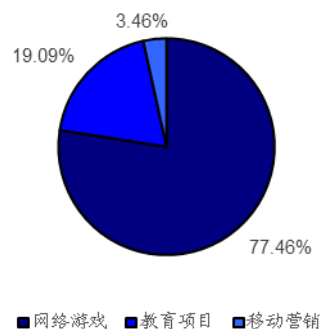
对比2015年可以看出，公司教育业务发展迅速，2015年至2016年，教育业务占公司营业总收入比重从19.09%增长至54.65%，2017年第二季度教育业务占营业总收入比重进一步提升至59.9%。我们预计随着公司教育业务布局逐步落地，教育收入占比有望逐步提升。

图3 2012-2016年总营业收入（财年为1月1日至12月31日，币种为人民币）


资料来源：公司年报，海通证券研究所

图4 2016年各业务收入占比


资料来源：公司2016年年报，海通证券研究所

图5 2015年各业务收入占比


资料来源：公司2015年年报，海通证券研究所

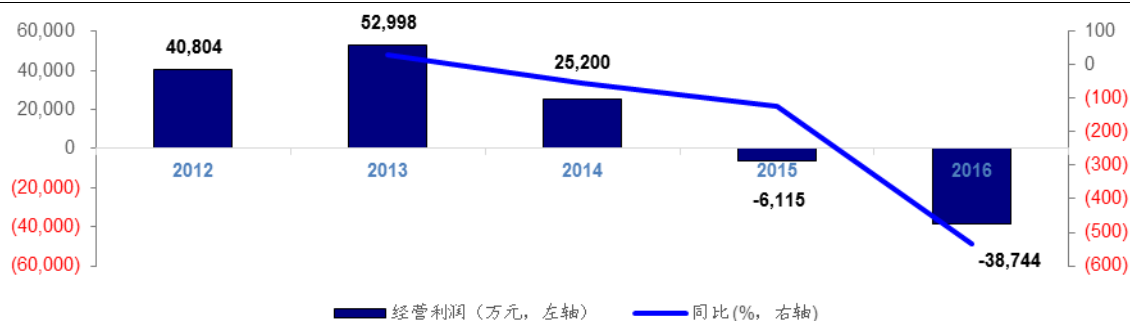
2.2 利润：游戏业务稳健增长，教育业务亏损收窄，进入收获期

2016年，公司经营亏损3.87亿元人民币。其中游戏业务保持盈利的势头，实现经营性利润3.72亿元人民币，同比增长43.2%。教育业务经营性亏损4.85亿元人民币，同比增长95.1%。亏损主要源于教育业务产品研发、销售推广以及管理行政人员开支方面的持续显著增加，其中2016年研发成本为3.85亿元人民币，同比增长1.61倍；销售推广成本为3.58亿元人民币，同比增长4.01倍；行政开支为1.52亿元人民币，同比增长0.97倍。

2017年第二季度，公司实现毛利5.88亿元人民币，同比增长34.3%；经营利润9330.00万元人民币，同比增长231.9%；其中来自游戏业务的经营利润为1.65亿元人民币，同比增长66.4%；来自教育业务的经营亏损为3140.00万元人民币，亏损额同比降低64.2%。

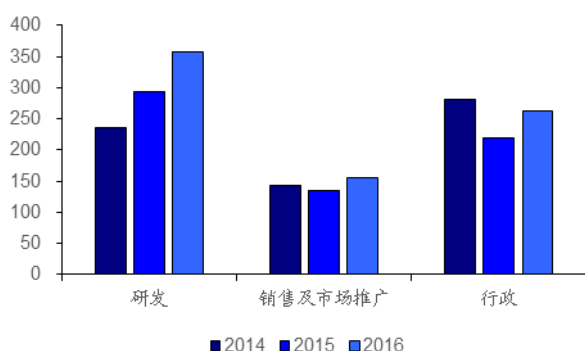
2017年上半年公司实现毛利10.33亿元人民币，同比增长31.8%；来自游戏业务的经营利润为3.34亿元人民币，同比增长72.5%；来自教育业务的经营亏损为1.89亿元人民币，亏损额同比降低14.4%；归母净利2580.00万元人民币，相比2015年数据（亏损4290.00万元人民币），公司扭亏为盈。

图6 2012-2016年经营利润(财年为1月1日至12月31日,币种为人民币)



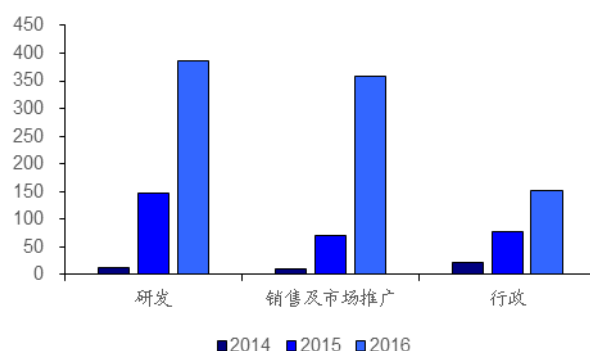
资料来源: 公司年报, 海通证券研究所

图7 2014-2016年游戏业务运营成本对比(百万元人民币)



资料来源: 公司 2014-2016 年年报, 海通证券研究所

图8 2014-2016年教育业务运营成本对比(百万元人民币)



资料来源: 公司 2014-2016 年年报, 海通证券研究所

3. 行业分析

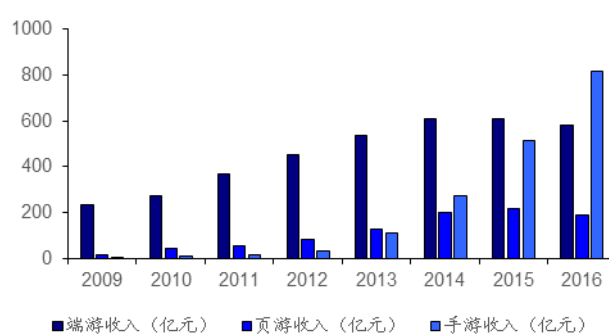
3.1 游戏行业

3.1.1 游戏规模增量稳定, 手游规模首超端游

根据《2016年中国游戏产业报告》，2016年中国游戏实际销售收入达1655.7亿元人民币，同比增长17.7%，增长率有所放缓，但增量保持稳定。其中手游市场销售收入为819.2亿元人民币，同比增长59.2%，占比首次超过客户端游戏市场，达到49.5%；端游市场收入为582.5亿元人民币，首次出现负增长-4.8%，页游市场收入为187.1亿元人民币，也出现负增长，体现出PC游戏整体处于下降趋势。中国游戏用户规模达到5.66亿人，同比增长5.9%，行业人口红利接近尾声，进入存量经营时代。

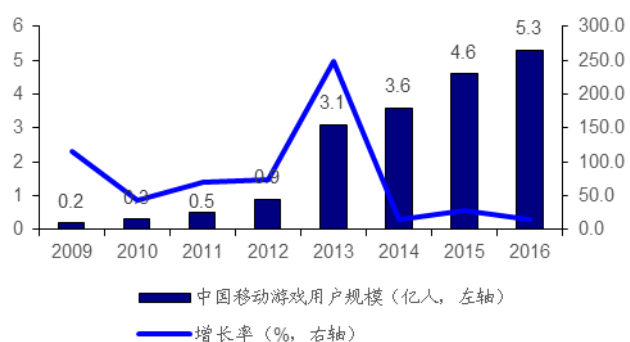
图9 2009-2016年中国游戏市场实际销售收入及增速


资料来源：《2016年中国游戏产业报告》，海通证券研究所

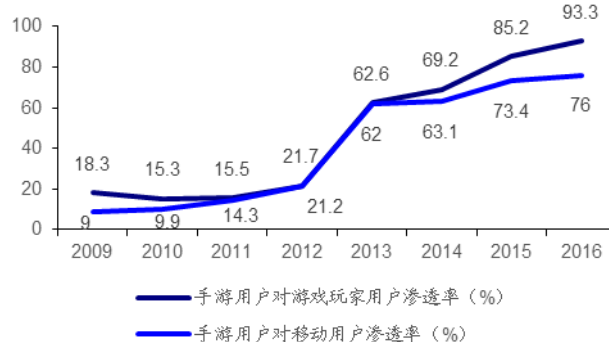
图10 2009-2016年中国各类型游戏规模对比


资料来源：《2016年中国游戏产业报告》，海通证券研究所

随着智能手机出货量的爆发，手机游戏用户在2013年增长248%，达到3.1亿人，而后用户增长逐年放缓，到2016年我国移动游戏用户数为5.28亿人，同期国内游戏用户总数为5.66亿人，移动网民数为6.95亿人。国内移动游戏用户数占国内游戏用户总数的93.29%，占移动用户总数的75.97%，手游玩家对所有游戏玩家的渗透率已经接近饱和，未来手游有望拥有坚实的用户量，同时移动用户中非游戏玩家的加入也会增加手游的用户基础，我们预计手游成为未来游戏行业的核心增长点。

图11 2009-2016年中国移动游戏用户规模及增速


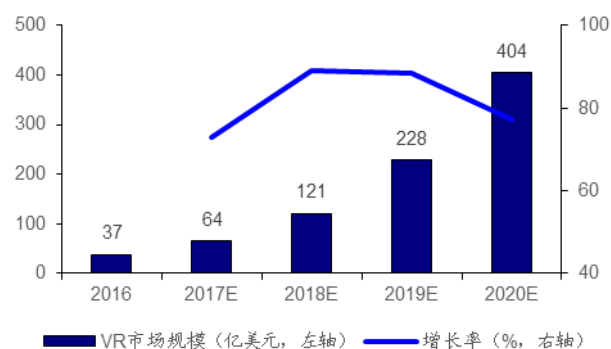
资料来源：CNG, GNP, IDC, 海通证券研究所

图12 2009-2016年中国移动游戏用户渗透率变化 (%)


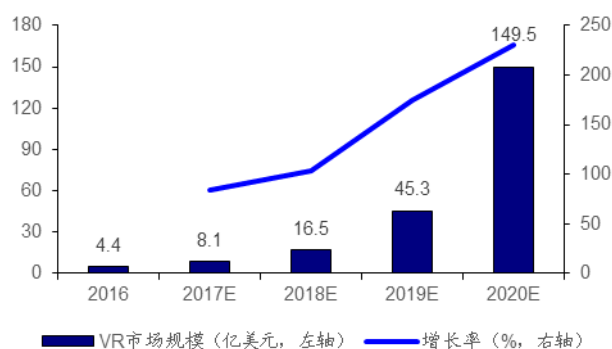
资料来源：CNG, CNNIC, 海通证券研究所

3.1.2 VR/AR 硬件逐步突破，VR/AR 游戏将迎风口

当下VR尚处于发展早期，三星、索尼、Facebook、HTC等不少科技巨头都已经推出虚拟现实设备，但硬件出货量还在较小体量，尚没有完全达到消费级水平。截至2016年底，国内涉足虚拟现实行业的公司超过百家。VR硬件的不断突破，扫平了软件和应用上的最大门槛，VR/AR游戏将随着产品体系成熟迎来快速发展期。根据易观智库的预测，到达2020年，虚拟现实生态圈将逐步形成，全球VR市场规模将达到404亿美元，VR游戏市场规模有望达到149.5亿美元。

图13 2016-2020 年全球 VR 市场规模预测


资料来源：易观智库，海通证券研究所

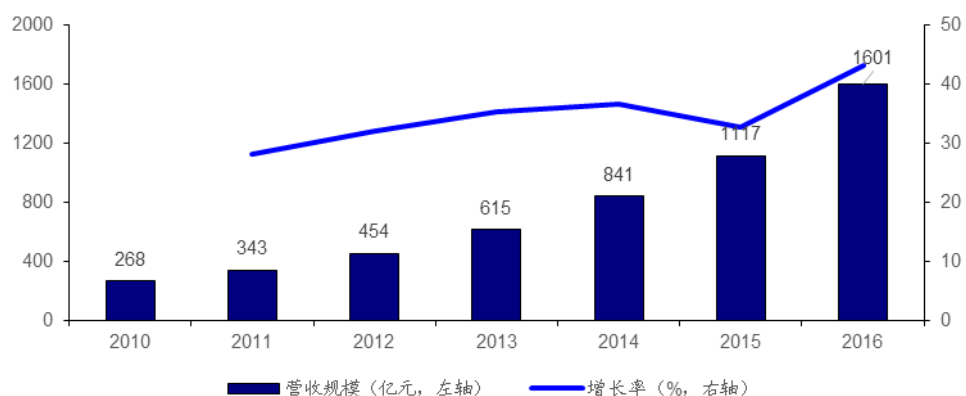
图14 2016-2020 年全球 VR 游戏市场规模预测


资料来源：易观智库，海通证券研究所

3.2 互联网教育行业

3.2.1 政策助力教育信息化，互联网教育规模持续扩大

互联网教育，是指借助互联网的技术和平台，通过软件、硬件等工具改变传统教学方式的一种新的教育形式。这种新的教育形式是互联网行业迅速发展的必然产物，同时它的规模扩大也是国家不断推动的结果，根据易观智库数据显示，我国互联网教育的市场规模从2010年开始持续高速增长，到2016年市场规模达到1601亿，同比增长43.3%，相较于2010年的268亿增长了将近5倍。

图15 2010-2016 年中国互联网教育市场规模及增速


资料来源：易观智库，海通证券研究所

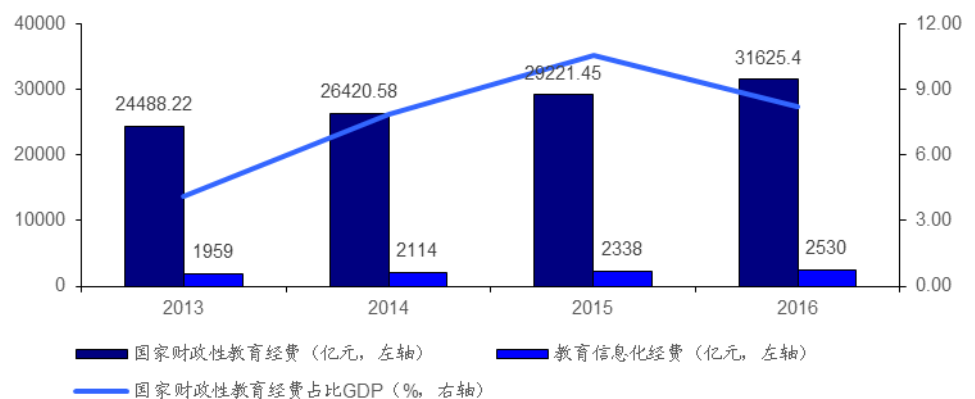
政策方面，国家对发展互联网教育给予了高度的重视和支持。2010年国家首次提出了信息技术对教育发现具有革命性影响，随后几年相关政策频繁出台，2012年提出教育信息化的“十二五”目标——“三通两平台”，其内容包括宽带网络校校通、优质资源班班通、网络学习空间人人通，以及建设教育资源公共服务平台和教育管理公共服务平台，同时企业可以提供软件、硬件和管理系统等工具支持，2015年国务院更是提出了鼓励学校与互联网企业进行合作，对接线上线下教育资源，至此互联网教育企业已经有了十分利好的政策铺路。

表 1 教育信息化相关政策

时间	文件	主要内容
2010.7	《国家中长期教育改革和规划纲要(2010-2020年)》	纲要首次提出：“信息技术对教育发展具有革命性影响，必须予以高度重视”。
2012.3	《教育信息化十年发展规划(2011-2020年)》	提出“以教育信息化带动教育现代化”、“以优质教育资源和信息化学习环境建设为基础，以学习方式和教育模式创新为核心”
2012.7	《国家教育事业第十二个五年规划》	发布《教育信息化十年发展规划》，要求到 2015 年，教育信息化基础设施更加完善，从村中小学现代远程教育基本实现班班通，数字化校园覆盖率达 50% 以上。
2015.7	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	鼓励学校利用数字资源即教育服务平台；鼓励学校通过与互联网企业合作的方式，对接线上线下教育资源
2016.2	《教育信息化“十三五”规划》	要建立健全教师信息技术应用能力标准，将信息化教学能力培养纳入师范生培养课程体系，列入高校和中小学办学水平评估、校长考评的指标体系，信息化教学能力将纳入学校办学水平考评体系。
2016.6	《2016 年教育信息化工作要点》	提出通过政府购买服务、后补助等方式，鼓励企业和社会机构根据教育教学改革方向和师生教学需求，开发一批专业化教学应用工具软件，并通过教育资源平台提供资源服务，推广普及应用。
2017.2	《2017 年教育信息化工作要点》	推动将学校网络教学环境和备课环境建设纳入义务教育学校建设标准，鼓励具备条件的学校配备师生用教学终端。使具备条件的学校基本实现互联网全覆盖、网络教学环境全覆盖。

资料来源：教育部，海通证券研究所

对于教育信息化的重要目标“三通两平台”，最直观的实现条件就是国家的财政支持。《国家中长期教育改革和规划纲要(2010-2020年)》中提出我国的财政性教育支出占 GDP 的比重应达到 4% 以上，目前随着 GDP 的上升，国家的财政性教育经费也逐年提高，2016 达到 3.16 万亿，同比增长 8.23%，占比 GDP 的 4.2%，同时《教育信息化十年发展规划》中提出政府在教育信息化支出费用不得低于教育经费的 8%，按照 8% 的比例进行计算，2016 年教育信息化支出达到 2530 亿元人民币。我们认为政府对教育信息化进行不断的资金投入，刺激了互联网教育企业加速发展，而这些企业的主要发展策略之一则是抢占市场先机，争取尽可能多的校园合作和用户基础。

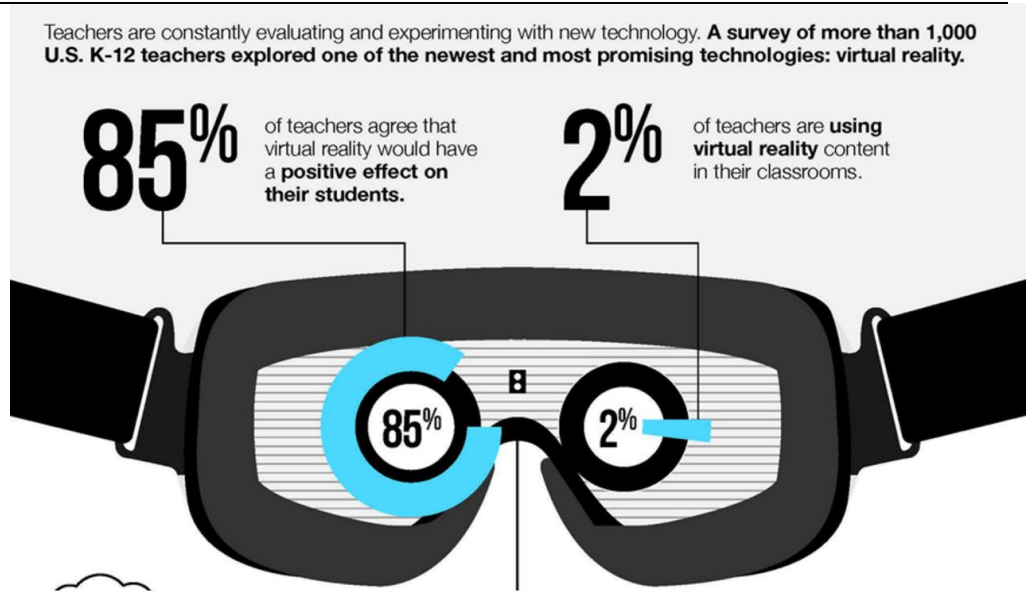
图 16 2013-2016 年国家财政性教育经费及教育信息化经费


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

3.2.2 VR/AR 教育突破教学难点，蕴藏巨大发展潜力

VR 产业是在 16 年开始爆发的，各企业看到了 VR 广阔的市场，开始迅速地运用 VR 技术开拓自己的业务领域，届时 VR 教育也开始逐渐起步。关于 VR 教育，根据三星美国分公司和德国 GFK 联合发布了关于 VR 在教学应用上的调查报告，该报告调查访问了 1000 多名美国 K-12 老师。从调查结果来看，VR 在课堂上的应用较少，只有 2% 的老师在课堂上使用过技术。不过有 85% 的老师是认可 VR+教育的，他们认为虚拟现实技术在教学方面有着巨大的潜力，能够提高学生们的学习效果。

图17 三星美国分公司和德国 GFK 联合发布的报告显示 85%的老师认可 VR+教育



资料来源：《Is virtual reality ready for the classroom》，海通证券研究所

今年国家还发布了《教育部办公厅关于 2017-2020 年开展示范性虚拟仿真实验教学项目建设的通知》，旨把 VR 教育作为未来教育信息化的重要内容，有了国家政策支持，中国 VR 教育规模有望加速扩大。

图18 VR 教育涉及领域及企业列举



资料来源：IT 桔子，海通证券研究所

VR 教育多用于基础教学 K12 中，比如天文地理课上，老师可以利用 VR 编辑器生成授课内容，通过 VR 封闭式佩戴以及全景视频带来的沉浸感，学生可以置身于浩瀚的宇宙中近距离地观察各个星球，不仅提高了老师的授课效率，也做到了真正的寓教于乐。

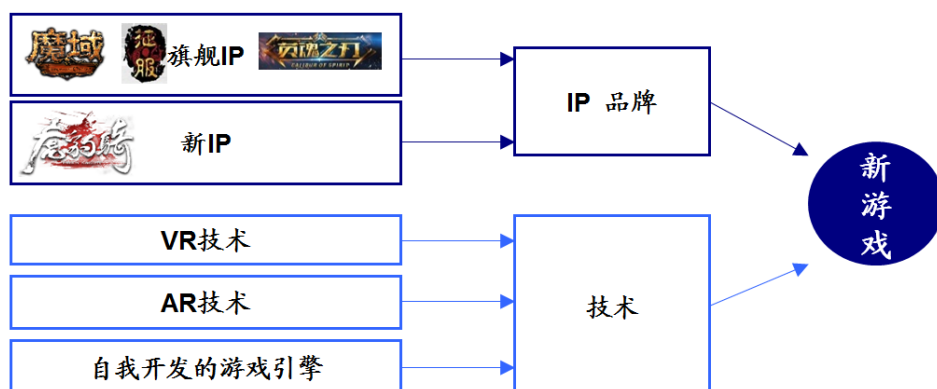
语言教学也是 VR 教育重要的用途之一。目前大部分语言教学停留在课本上，缺少语言交流环境，所以学习外语是大多数人的一个痛点。但是利用 VR 技术可以解决这个痛点。例如学习单词，学生可以通过 VR 设备看到栩栩如生的动画，同时结合单词发音提示，更好地使学生沉浸在语言学习中，提高记忆效率。

我们认为，VR 教育有效弥补了目前传统教学的不足，随着 VR 技术的不断完善，会更加普及地运用到学生的日常学习当中，未来 VR 教育市场有较大的发展空间。

4. 游戏业务：IP 价值渐浮现，《魔域》再现锋芒

在网络游戏方面，网龙是中国领先的开发商、运营商和发行商，截止至 2017 年 6 月 30 日，公司的网络及手机游戏包括《征服》、《魔域》、《英魂之刃》、《机战》、《开心》、《投名状 Online》、《天元》、《口袋征服》、《魔域口袋版》、《英魂之刃口袋版》、《阿语大海盗》等，玩家遍布 180 个国家。公司利用专有游戏 IP，并结合 VR 和 AR 等技术，顺应市场手机游戏增长的趋势，大力开展市场推广及开发手机游戏工作，目前手游贡献成为新的增长动力。

图19 公司游戏业务发展战略示意图

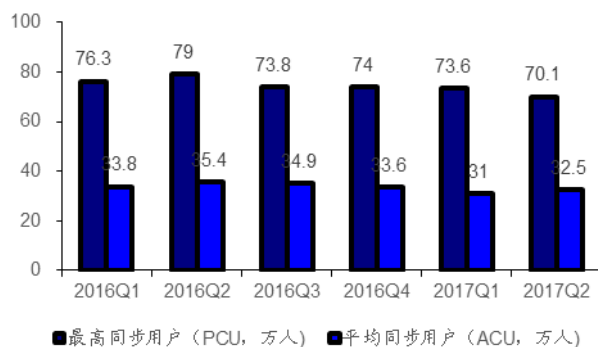


资料来源：公司 2016 年年报，海通证券研究所

公司 2017 年第二季度游戏业务取得增长，收入达到 4.04 亿元人民币，同比增长 36.1%，其中手游收入同比上涨 53%，而游戏业务经营性利润为 1.65 亿元人民币，同比增长 66.4%。公司《魔域》及《英魂之刃》两款游戏成为游戏收入增长主力军。

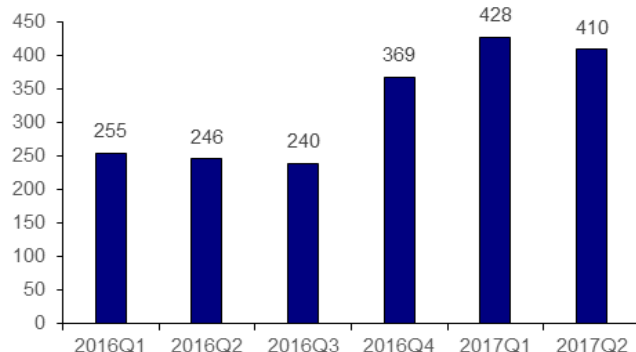
游戏业务营运指标方面显示，公司用户数量活跃，2017 年第二季度，网络和手机游戏的每用户月平均收入（ARPU）达到 410 元人民币，同比增长 49.1%，月活跃用户数量（MAU）及日活跃用户数量（DAU）分别同比上涨 66.7%及 16.8%；根据公司 2017 年半年报，2017 年第二季度，公司网络游戏活跃付费账户（APA）约为 61.8 万个，同比增长 4.8%；平均同步用户约为 33 万人，最高同步用户约为 70 万人。

图20 游戏业务 PCU 和 ACU 的各季度变化



资料来源：公司 2016 年年报，2017 年半年报，海通证券研究所

图21 公司游戏业务 ARPU 的各季度变化（元人民币）



资料来源：公司 2016 年年报，2017 年半年报，海通证券研究所

4.1 《魔域手游》吸金能力强劲，游戏 IP 手游化成效显著

把握 IP 泛娱乐市场趋势，开启《魔域》IP 打造计划，进行内容延伸：《魔域》是 2006 年网龙推出的自主研发魔幻 PK 网游，时至今日运营已超过 10 年。2016 年起，《魔域》新资料片加入 MOBA 元素，得到市场积极反馈。根据公司 2017 年半年报，2017 年 5 月及 2017 年 6 月的月充值收入均超过人民币 1 亿元人民币。

《魔域手游》吸金能力强劲，首发占据腾讯应用新游戏下载榜首：《魔域手游》是一款由西山居世游和网龙联合推出，由《魔域》端游原班团队开发制作而成的全新MMO动作手游。该手游将端游中49个经典功能玩法，1311个细节设定以及自由PK、自由交易等核心玩法进行保留，并在此基础上全新推出新引擎、新经济、新职业、新地图等。

据应用宝10月手游报告显示，在10月18日公测的《魔域手游》上线9小时在应用宝单渠道的新增超过10万人次下载量，流水过300万元人民币，创造了联运游戏首发单渠道的流水新高。《魔域手游》产品在10月应用宝论坛社区RPG类目中排名第一，位居新游下载、新游收入、热游下载三榜榜首，同时在热游收入榜位居第二名。我们认为，《魔域》IP相关的收入数据侧面显现公司对《魔域》IP的成功开发，预计未来，公司围绕《魔域》IP开发的多宽游戏将进一步带动收入增长。

《英魂之刃》获李小龙全球独家IP，MAU超600万：公司另一款旗舰游戏IP《英魂之刃》也受到玩家的认同，《英魂之刃口袋版》于2016年12月推出，公司2017年半年报显示月活跃用户(MAU)超过600万。根据游戏官网，该游戏于10月份获得李小龙全球独家授权IP，可定制正版李小龙专属英雄及皮肤。

图22 《英魂之刃》于2017年10月获得李小龙全球独家授权IP



资料来源：《英魂之刃》APP，海通证券研究所

图23 公司游戏产品简介

IP	游戏名称/系列	端游	手机版	页游	AR/VR	推出时间
魔域	魔域永恒			√		2017年9月
	魔域手游 (和金山合作)		√			2017年10月
	魔域互通版		√			2018Q1
	3D魔域		√			2018
HEROES EVOLVED	第三人称射击游戏	√	√		VR	2018
	集换式卡牌游戏		√			2017Q4
	策略MOBA类游戏		√			2018Q1
	模拟类游戏		√			2018Q2
苍豹骑	动作策略类游戏	√			VR	2017年8月
即将宣布	休闲类游戏		√		AR	2018

资料来源:《英魂之刃》APP, 海通证券研究所

4.2 《虎豹骑》融合 VR 技术, 虚拟现实游戏新思路

虎豹骑是网龙打造的一个 IP, 在这个 IP 下目前有 2 个不同的产品: PC 端游虎豹骑和 VR 虎豹骑, 这 2 个产品是独立的, 针对的目标用户也不同。

PC 端《虎豹骑》是公司参考了大量历史资料全力打造的次时代大型写实战争网游, 真实重现了三国时代“虎豹骑”这支传奇部队驰骋战场的场景。游戏以多人在线对战为核心玩法, 支持 100 人规模战斗, 玩家可以带领自己的军队和其他玩家对战, 体验率领千军万马、驰骋沙场的感觉。《虎豹骑》早在 2014 年 11 月 21 日就已进行了首轮技术测试, 今年 7 月正式登陆 TGP 平台, 《虎豹骑》中文简体版本于 8 月正式登陆腾讯 Wgame 平台, 好评率高达 89%, 上线后荣获 Wgame 周人气榜 Top3。

VR 虎豹骑针对的是线下体验店来打造, 一局战斗约 5 分钟, 配合上骑马机, 玩家可以在 VR 环境下体验到前所未有的骑马砍杀体验。公司目前凭借自身强大的硬件改造能力为商家整合现有的 VR 头显和骑马机等设备。此外公司与索尼于 2017 年 3 月将此游戏纳入 PlayStation 著名的“中国之星计划”, 这次合作将把此游戏带给 PlayStation 全球超过 5300 万台游戏主机用户, 成为推广新游戏 IP 的重要一步。

图24 虎豹骑 VR 版游戏视角



资料来源: 虎豹骑游戏官网, 海通证券研究所

图25 虎豹骑游戏视角



资料来源: 虎豹骑游戏官网, 海通证券研究所

5. 教育业务

公司利用本身在互联网行业先行者的优势, 2011 年开始布局校内在线教育, 旨在改变传统的教学方式, 利用互联网来提高教学质量与效率, 同时结合 VR 和 AR 等技术激发学生的学习兴趣, 使教学方式更加灵活有效。公司在教育领域不断扩大投资, 近几年通过战略并购, 公司在国内和国际都有较好的教育布局。

从公司战略角度, 目前公司教育业务专注于扩展用户和增加用户参与度, 首先会积累用户基础, 再慢慢进入收费阶段。积累用户的措施之一就是与中国甚至全球的教育部门密切合作, 2016 年 12 月公司与福建省教育厅签订了战略合作框架协议, 有望结合 101 教育 PPT 及全套教育产品实现全省的电子学习平台覆盖, 预计未来公司将参考福建省案例进一步和其他省份合作。

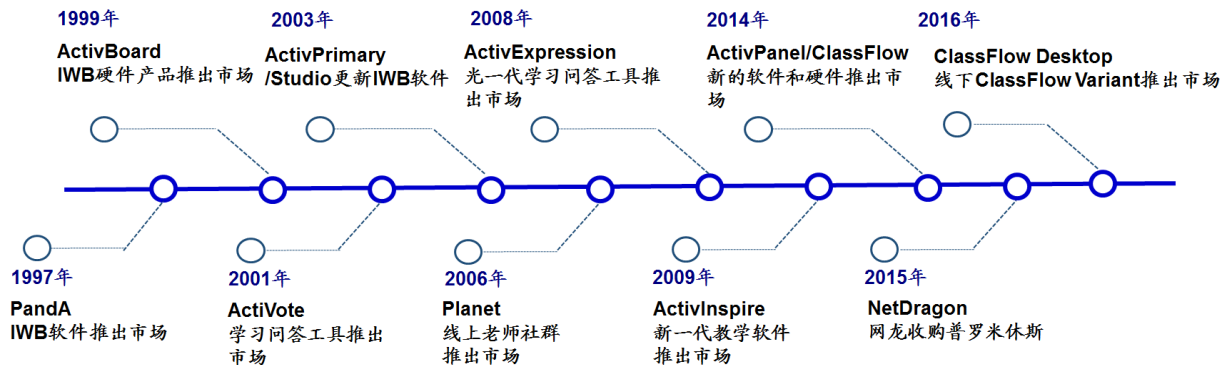
公司正积极抓住“一带一路”战略机会, 将其产品推广到“一带一路”沿线国家, 2017 年 3 月, 网龙的互动平板显示器在俄罗斯首都莫斯科中标, 意味着这款智能教育产品有望被莫斯科的 7600 多间教室采用, 超过 14500 多名教育从业者能利用最新互动数字技术与学生进行互动式教学。

5.1 国际业务板块：通过战略并购，打造教育业务全布局

5.1.1 收购普罗米修斯，完善软硬件产品和海外销售体系

2015年，公司以约1.3亿美元收购普罗米修斯100%股权。普罗米修斯于1997年成立，是全球两大教育互动技术的开发商（另外一家为SmartEducation），其核心业务包括教学展示硬件产品ActiveBoards（互动白版），ActivePanels（互动平板）和互动教学软件产品ClassFlow。

图26 普罗米修斯发展历程：全球领先的互动教学解决方案供应商



资料来源：普罗米修斯官网，海通证券研究所

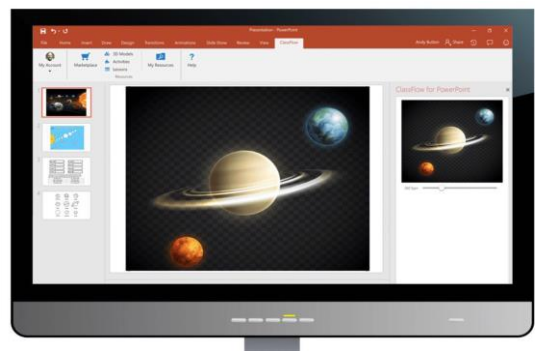
普罗米修斯拥有稳固的用户基础，覆盖全国100多个国家，130万间教室，有200万老师在用其产品，3000万学生在教室里面看着其产品学习，同时有160万个资源可供老师使用。普罗米修斯的主打产品是ClassFlow，是公司为国际市场而设的旗舰基础教育（K12）互动云软件。根据公司2016年年报，至2016年，ClassFlow使用者数目已增至260多万（包括170万名教师）。

图27 使用互动白版及互动平板的教学课堂



资料来源：ClassFlow官网，海通证券研究所

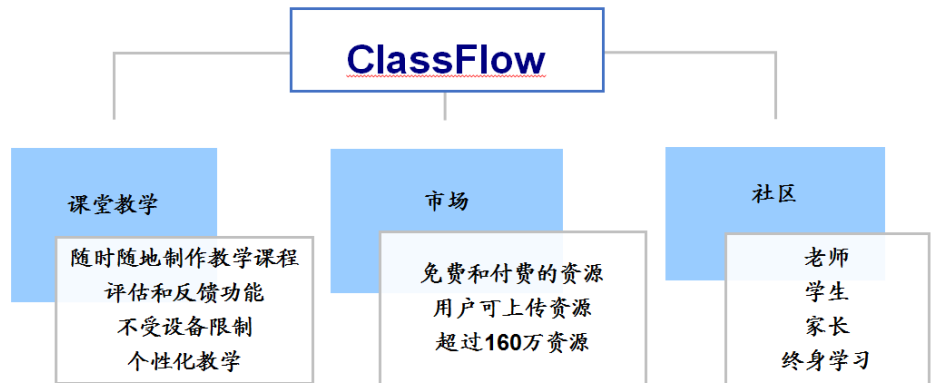
图28 互动教学软件产品 ClassFlow



资料来源：ClassFlow官网，海通证券研究所

ClassFlow主要有三个优势：1) 日常教课分享，老师可以随时随地使用不特定的设备来创建课程教学内容，同时软件支持评估和反馈功能，可以根据学生特点制定个性化教育内容；2) 市场方面，平台上有免费和付费的资源，用户可以在平台上选择发布或下载内容，目前为止总共有160万资源在线共享；3) 打造教学社区，社区用户包括老师、学生、家长等，通过促进各角色在社区中互通互联，使使用者更加依赖产品，为未来开展的业务打造庞大的用户基础。

图29 ClassFlow 产品包含的三个主要特点



资料来源：公司 2016 年年报，海通证券研究所

5.1.2 收购 JumpStart，丰富教育类游戏产品

2017 年 7 月，公司以 2560 万美元收购 JumpStart 公司，收购成功完成。通过此次收购，公司丰富了网龙游戏教育社区的内容。JumpStart 公司于 1991 年成立，有超过 25 年创作和发行教育类游戏的经验，和环球影城和梦工厂有良好的合作关系，是全球顶尖的教育类游戏第三方发行者。JumpStart 针对 K12 阶段儿童成功打造了多款品牌游戏，包含针对 2-10 岁儿童的早教游戏《马达加斯加》和针对 6-13 岁儿童的《数学冲击波》等多类教育游戏。网龙于 2017 年 7 月，在公开媒体中指出，JumpStart 产品总计有超过 9000 万的注册用户，遍布北美、欧洲、南美、亚洲以及大洋洲，月活跃用户量 (MAU) 超过 500 万人。

《驯龙学院》是 JumpStart 主打的明星产品，适用 8 岁以上的人群。这款游戏是根据电影《驯龙高手》改编，在游戏里玩家可以认领自己的小龙并通过完成相应的课程来驯化小龙慢慢长大。游戏操作简单，制作水准高，画面精美，重现了电影中很多经典的场景。由于利用受欢迎的经典 IP 并结合公司本身较成熟的技术，此款游戏上市以来回馈较好，在科学游戏领域里排名第一，吸引超过 3000 万的玩家使用，其中不乏喜爱电影《驯龙高手》的成年人。

图30 JumpStart 产品



资料来源：JumpStart 官网，海通证券研究所

图31 《驯龙学院》画面精美，电影场景还原度高


资料来源：JumpStart 官网，海通证券研究所

5.2 国内教育业务：投入智慧学习研发，开启教学方式新革命

5.2.1 销售订单持续增长，年底有望达到 100 万教师用户体量

2017 年第二季度，中国地区销售订单较去年同期高出超过五倍。由于公司在半年报后尚未公告最新销售订单，通常情况，学校于 9 月开学后，会陆续根据新学年教学内容，采购相应教育内容及教育设备，我们预计 2017 年 9 月开学后，集团的用户数量与参与度将持续提升，此收益有望反映到公司的全年业绩中。

国内教学业务在 2017 年第二季度，收入同比增长 77.1%，截止 2017 年 6 月 30 日的中国销售订单（将交付给客户或待客户验证的已签订销售订单）已超过 2.3 亿元人民币。另一方面，公司采取扩大用户策略，持续在全国多个省及市进行教师培训，公司的旗舰软件产品 101 教育 PPT 截止至公司半年报已取得超过 45 万的教师安装用户，2017 年第二季度单季度增加 22 万教师用户。我们预计 2017 年 9 月开学后，集团的用户数量与参与度将持续提升，此收益有望反映到公司的全年业绩中，公司半年报中提到的 2017 年底达到 100 万次教师安装用户的目标大概率能够实现。

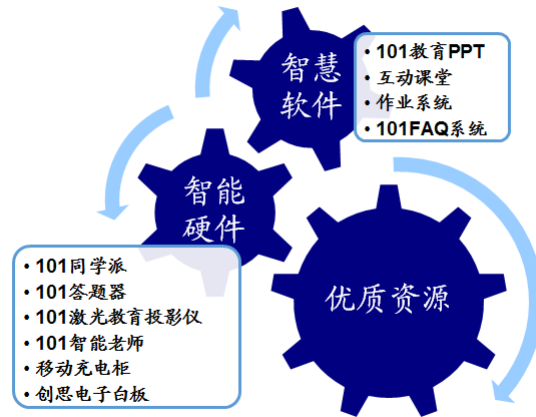
5.2.2 主要产品介绍：“智能硬件+开放平台+专业软件”

网龙华渔教育在 K12 领域倾力打造“智能硬件+开放平台+专业软件”的铁人三项，旨在构建多元、开放、可持续的智慧教育生态圈教学解决方案和人人通平台服务。

101 智慧教室：以互动电子白板为核心，以 101PPT 为内容，实现多维师生互动

101 智慧教室以 101 教育 PPT 内容为主，PPT 可免费使用。101 教育 PPT 无缝搭载 PPT 所有功能与操作方式，无需培训即可上手，软件涵盖海量的教学资源，高度匹配教材章节，老师可以根据需要选择相应的教材版本，提取所教授课程的素材，既可以下载资源平台上分享的整套教学 PPT，也可以根据自己的需要选择素材设计 PPT，提高老师的备课效率。同时软件以智能硬件 101 同学派为载体，辅助功能有课堂互动、作业系统和网络答疑等，打破传统课堂中的单向教学模式，实现“1 对 1”智能课堂控制、“5 分钟一次”的随堂考试模式，能及时反馈教学效果，还附加赠送花和鼓掌等辅助功能，充分调动了学生的积极性。

图32 101 智慧教室教学模式



资料来源：华渔智慧教育官网，海通证券研究所

硬件产品 101 同学派是一款手写板产品，可应用于课前、课中和课后，涵盖 101 教育平台大量的学习资源。101 同学派最大的特点在于把游戏理念运用到教育中，增强了学生的学习兴趣。例如课堂上，老师可通过互动课堂系统发布课堂任务到每个学生的手写板上，同学可以在手写板上完成并提交，其完成情况直接反馈给老师，老师也可以选择对作品进行展示、评分和鼓励等操作，同时学生还可以通过完成学习任务领取玩游戏的娱乐时间，激励了学生的学习动力。老师也可以选择关闭所有学生的手写板，避免上课时间滥用设备分散注意力。其他还包括一些日常学习功能，比如计算器、课程表、随手记等。搭配使用的还有创思白板产品，白板使用最新纳米技术亚光增亮专用投影膜，耐划伤，无反光，防炫目；两侧分别有 16 个常用快捷键，方便老师轻松调制各种常用功能，使授课过程更高效。

图33 101 同学派和创思电子白板



资料来源：华渔智慧教育官网，海通证券研究所

101 创想世界：VR 产品积累海量教育资源，致力于打造全球最大 3D 素材库

公司已把 VR/AR 技术结合到教育领域中，先后推出了 101VR 沉浸教室、101VR 创客教室、中国高铁司机 VR 训练系统等数十种产品及解决方案。

公司目前的 VR 教育主打产品是“101 创想世界”（VR 编辑器），教师，学生和专业

人士都可以用编辑器来编辑 VR 内容，具有容易上手，趣味性强的特点。产品依托云端海量 VR、2D、3D 素材库，以所见即所得的编辑方式打造简单实用的 VR 内容。产品的主要特点：(1) 具有强大的编辑能力、编辑流程简单高效；(2) 资源类型丰富、优质；(3) 覆盖多学科、有效的课程包学习模式。

图34 101VR 编辑器编辑流程简单高效



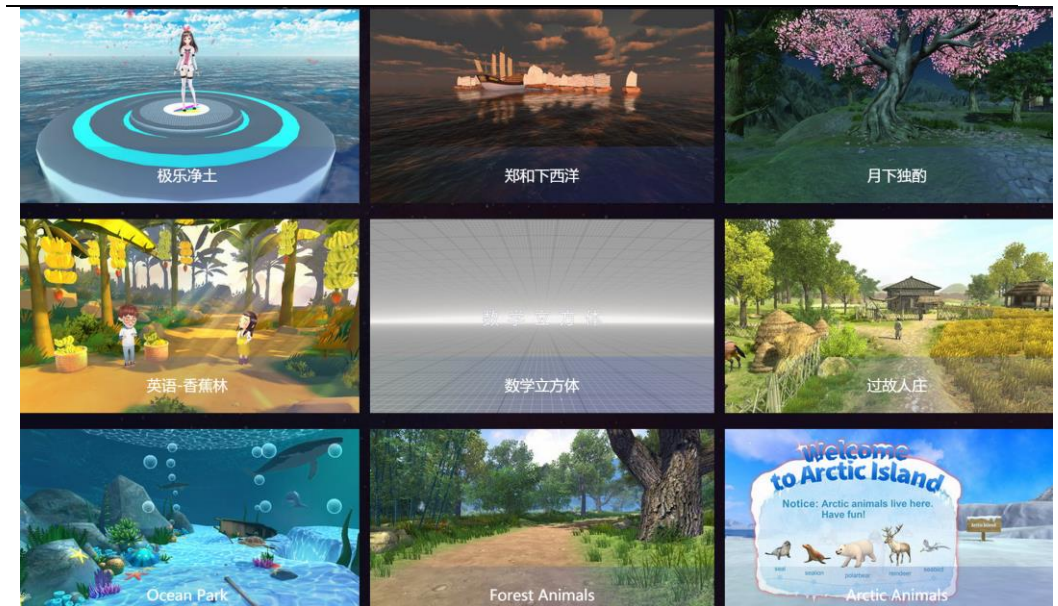
资料来源：101VR 沉浸教室官网，海通证券研究所

5.3 商业模式及未来可能的变现途径

5.3.1 内容为王，构筑护城河，海量教育资源构筑品牌护城河

VR 教育内容的产生需要“烧钱”与人才并重，公司内容护城河离不开这两者的积累：1) 公司早期以 19 亿美元将 91 无线出售，获得充足资金积累，同时游戏板块为公司现金流提供了保障。2) 一个优质的 VR 内容，至少需要一线教师(了解教学痛点的人)，专业策划人员(对技术足够了解，对美术、动画、特效有宏观把握的人)，3D 建模师，3D 动画师、音效师、专业程序员等人才，网龙作为一个纯正的互联网企业，具备足够的人才储备，经过 7 年深耕，建立自身壁垒，积累了海量的优质教育资源，为学生营造多种学习场景。

图35 VR 产品涵盖海量教学内容



资料来源：101VR 沉浸教室官网，海通证券研究所

设立智慧学习研究院，高校合作参与教育构想顶层设计：为保证公司教育内容专业性，公司与华中师大、华东师大、北师大等高校合作参与公司教育构想顶层设计，其中与北京师范大学于2015年3月联合成立了综合性科学研究、技术开发和教育教学实验平台——智慧学习研究院（SLI）。

图36 高校参与顶层设计



资料来源：华渔智慧教育官网，海通证券研究所

5.3.2 校企合作，产融结合，深挖渠道

教育经费是关键，产融结合打通 TO B 渠道建设：在国内，公立学校采购教育信息化设备更多是依靠国家补贴，我们在前文也提到，《教育信息化十年发展规划》中提出政府在教育信息化支出费用不得低于教育经费的 8%。政府在教育信息化支出费用是网龙商业模式的立足点。此外，建设现代化职业教育体系是我国产业升级的关键。根据十三五规划建议：提高高校教学水平和创新能力，要使若干高校和一批学科达到或接近世界一流水平。建设现代职业教育体系，推进产教融合、校企合作。优化学科专业布局和人才培养机制，鼓励具备条件的普通本科高校向应用型转变。

表 2 网龙中标信息

签订时间	金额 (万元人民币)	合同名称	产品	地域
2017/11/7	72.27	2017 年电子实训室改造第 1 包	电子实训室改造	安徽省
2017/11/2	112.18	2017 年公共机房云桌面等建设	公共机房云桌面等建设	安徽省
2017/9/15	451.00	四川文理学院四川文理学院智能制造学院实验室建设政府采购项目政府采购合同	智能制造学院实验室建设	四川省
2017/9/19	195.01	VR 智慧教室建设项目政府采购合同	VR 智慧教室建设	福建省
2017/1/15	372.12	甘肃省 2017 年“全面改薄”省级集中采购“班班通”设备第二期采购项目第六包	“班班通”设备	甘肃省
2017/1/15	370.63	甘肃省 2017 年“全面改薄”省级集中采购“班班通”设备第二期采购项目第七包	“班班通”设备	甘肃省

资料来源：中国政府采购网，海通证券研究所

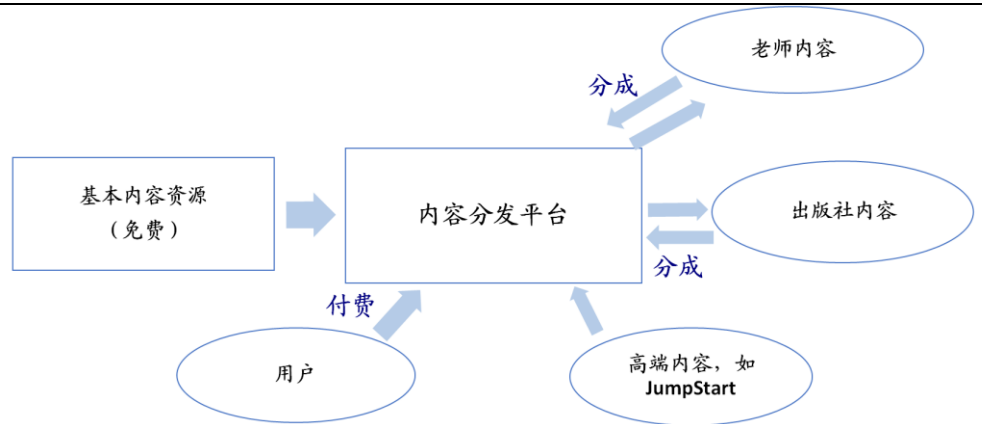
启动“国育华渔 VR 世界实验室项目”，推动教育教学改革进程：2016 年 11 月，教育部和网龙华渔教育科技有限公司签订了战略合作协议，双方将联合相关高校，共同启动“国育华渔 VR 世界实验室项目”，旨在实现推动 VR 技术的应用创新和突破、推进学校的教育教学改革、探索未来教育的新方向。项目规划指出，网龙将根据学校的实际需求来确定建设目标（如师资培训、实训室搭建和资源库建设等）的优先次序，采取多样的方式进行对接；用 VR 资源的商业价值反哺学生学习、教师科研和学校建设。

入学第一批“产学合作协同育人项目”企业名单，深入高校学历教育：2017 年 5 月，教育部高等教育司公布 2017 年第一批“产学合作协同育人项目”企业名单，网龙华渔教育的“教学内容和课程体系改革”、“实践条件建设”2 个项目入选。公司还获得教育部全国职业院校技能大赛（国赛）“虚拟现实（VR）设计与制作”赛项独家合作企业资格。未来公司有望将“VR+教育”与各高校深度融合，解决现有高校缺乏新兴领域人才痛点，为高校输出最新实践经验。

用户数量逐步提升，期待从量变到质变。国际市场上，网龙教育业务已实现盈利，旗下的国际教育子公司普罗米修斯（Promethean）2017 年第二季度的经营性利润为 7860 万元人民币。根据公司 2017 年半年报，公司计划于 2017 年第四季度推出社交平台，教师可以平台上相互分享，出售自己编制的教育内容，网龙从中收取平台佣金，社交商务平台有望成为 2018 年公司业绩新增长点。

国内教育业务上，公司目前战略集中于用户获取上。通过与省级及地方教育部门合作，公司中国用户数目实现良好增长，预计于 2017 年年底达到 100 万老师用户，未来，随着用户数量积累到一定程度，公司有望在内容分发平台上，对教育内容收取部分提成，具体变现模式仍需要实践验证。

图37 国内教育产品变现路径探索



资料来源：海通证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

公司业务主要来自于网络游戏、教育以及移动销售三个板块，其中移动销售业务收入及毛利贡献较小，我们聚焦于教育及游戏板块未来成长趋势预测。

游戏业务估值：

游戏业务收入预测：我们预计 2017 年、2018 年、2019 年游戏收入增速分别为 28%、25%、25%，产生收入分别为 15.97 亿元人民币、19.97 亿元人民币、25.00 亿元人民币。主要基于以下几点：

1) 根据公司 2017 年一季报，公司游戏业务收入同比增长 40.28%，根据公司 2017 年中报，公司游戏业务收入同比增长 38.16%。根据公司 2017 年三季报，游戏业务收入同比增长 43.27%。此外，《魔域手游》2017 年 10 月 18 日公测，上线 9 小时应用宝单

渠道新增破 10W, 流水突破 300 万, 创联运游戏首发单渠道流水新高, 位居新游下载、新游收入、热游下载三榜榜首, 在热游收入榜位居第二。由于手游业务在收入确认上, 存在与渠道方收入分成问题, 我们保守假设部分收入确认可能递延至 2018 年。基于此, 我们预计 2017 年游戏收入增速 28%, 2018 年游戏收入增速 25%。

2) 游戏新产品上线: 在前文图 23 中, 我们列举 2018 年公司计划上线产品。伴随着新产品上线, 2018 年游戏收入有望达到 25%。

3) 公司手游业务有望受益于行业红利, 保持已有增速。我们在外发报告《传媒互联网行业 2018 年度策略: 否极泰来, 新技术提升估值》指出, 我们预计 2017 年中国移动游戏市场规模有望达到 1207.7 亿元, 较去年同比增长 47.4%。用户 ARPPU 值的提升将驱动移动游戏产业在未来三年仍保持较快增速增长, 预计 2017-2019 年游戏行业复合增长率为 37.7%。

此外, 根据《2017 年中国游戏产业报告》: 2017 年, 中国知识产权(IP)移动游戏市场实际销售收入达到 745.6 亿元, 同比增长 36.2%, 占中国移动游戏市场实际销售收入 64.2%。以知识产权(IP)为媒介, 与其他娱乐产业联动的游戏产品越来越多, 融合形式也多种多样, 成为游戏产业重要的组成部分。一方面, 传统的知识产权(IP)游戏依然是融合的主力, 也是构成市场实际销售收入的主力。另一方面, 融合模式步入多元化, 以现有的游戏知识产权(IP)创造出了更多元文创作品。《魔域》是 2006 年网龙推出的自主研发魔幻 PK 网游, 时至今日运营已超过 10 年, 我们认为《魔域》IP 价值较大, 有望以 IP 为媒介, 创造出更多元游戏产品。2019 年, 我们预计游戏业务收入增速达到 25%。

游戏业务净利润预测: 网龙公司公告未曾披露游戏业务净利润率。2016 年公司游戏业务收入实现 12.1 亿元人民币, 同比增长 22.8%, 实现经营性利润 3.72 亿元人民币, 同比增长 43.2%, 假设公司经营性利润率保持稳定, 我们预计公司游戏业务 2018 年经营性利润为 5.99 亿元人民币。根据公司 2016 年年报, 负责游戏板块的福建天晴数码有限公司、天晴在线互动科技有限公司获批准为高科技企业, 企业所得税税率分别为 10%, 15%, 网龙整体税率为 25%。考虑到公司游戏业务净利润还受到固定资产折旧, 人员费用等影响, 我们以 20% 作为游戏业务整体税率, 预计公司 2018 年游戏业务净利润=经营性利润-所得税费用=5.99 亿元人民币*(1-20%)=4.80 亿人民币。

参考同行业可比估值, 由于腾讯控股属互联网龙头, 具有一定的估值溢价, 我们更多参考 IGG 及博雅互动估值, **给予公司游戏业务 2018 年 9 倍 PE, 对应市值 43.2 亿元人民币。**

教育业务估值: 我们预计 2017 年、2018 年、2019 年教育业务收入增速分别为 23%、30%、35%, 产生收入分别为 18.77 亿元人民币、24.41 亿元人民币、32.94 亿元人民币, 毛利率维持在 25% 左右水平。由于公司国内教育业务尚属亏损阶段, 公司现有战略目标更倾向于获取用户, 锁定渠道入口。我们采取 PS 估值, 可比公司选择今年中报仍亏损企业作为对标, 我们参考全通教育及无忧英语 PS(2018 年一致预期), 两家企业 PS(2018 年一致预期) 均值 3.05, 但方差较大。香港教育国际及创联教育金融尚无券商覆盖, 两者 PS(最近一年) 均值为 3.27。考虑到网龙教育业务收入体量在可比公司中居于首位(网龙 2016 年教育业务收入 15.26 亿人民币, 全通教育 2018 年收入一致预期 13.2 亿元人民币), 具有一定龙头溢价, **我们给予公司教育业务 2018 年 3 倍 PS, 对应市值 73.23 亿元人民币。**

股本: 2017 年 9 月 24 日, 公司公告以先旧后新方式配售 3850 万股, 配售及认购价均为 25.4 元人民币, 集资净额 9.68 亿元人民币。配售股份占该网龙经扩大后已发行股本约 7.19%。配售后, **公司股本增至 5.36 亿股。**公告指出, 所得款项净额将为公司在线教育业务(包括利用全球的机会)的增长拨付资金及用于扩展用户。配售完成后, 网龙主席、执行董事及控股股东刘德建连同一致行动人士的持股比例将由 50.43%, 摊薄至 46.8%。

总估值: 综合以上各个分部加总, 我们认为公司合理市值约为 **139.57 亿人民币 (43.2+73.23=116.43 亿元人民币)**, 合 **137.09 亿港元** (汇率按港币:人民币=1:0.8493 计算), 对应目标价 **25.58 港元, 21.71 元人民币**。

投资建议: 我们认为: 1) 公司游戏业务发展稳健, 游戏业务毛利高, 现金流好, 为公司整体业务布局提供有力支撑; 2) 国内教育业务层面, 虽然公司在教育业务投入资金较大, 且目前国内教育业务仍处于亏损阶段, 但公司教育业务亏损逐步收窄, 且从长远的角度, 网龙的资金投入正是其构建护城河的过程, 相比于市场上放弃教育内容激进获取渠道的企业, 公司成长更具有持续性, 优质内容利于增强客户粘性, 为后续收费打下优良基础。3) 国际教育业务层面, 公司通过对普罗米修斯渠道整合, 将教育业务打入国际市场, 通过收购 JumpStart, 与环球影城及梦工厂建立良好合作关系, 有望为公司产品线提供帮助。4) 根据公司 17 年半年报, 2017 年 4 季度, 公司推出教育业务电子商务平台, 我们认为 2018 年, 电子商务平台有望成为业绩增长点。通过测算, 我们认为公司合理市值约 137.09 亿港元 (汇率按港币:人民币=1:0.8493 计算), 对应目标价 25.58 港元, 21.71 元人民币。首次覆盖, 给予买入评级。

表 3 网龙业务分项收入预测与假设 (百万元人民币)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1272.20	2793.10	3533.60	4500.59	5859.71	毛利	958.04	1589.87	1962.23	2553.80	3263.11
网络游戏	985.43	1210.03	1597.00	1997.00	2500.00	网络游戏	899.76	1127.85	1490.00	1867.20	2337.50
教育项目	242.80	1526.30	1877.00	2441.00	3294.00	教育项目	58.93	455.43	469.25	683.48	922.32
移动销售	43.97	56.77	59.60	62.59	65.71	移动销售	-0.66	6.59	2.98	3.13	3.29
收入增速		119.55%	26.51%	27.37%	30.20%	毛利率	75.31%	56.92%	55.53%	56.74%	55.69%
网络游戏		22.79%	31.98%	25.05%	25.19%	网络游戏	91.31%	93.21%	93.30%	93.50%	93.50%
教育项目		528.62%	22.98%	30.05%	34.94%	教育项目	24.27%	29.84%	25.00%	28.00%	28.00%
移动销售		29.11%	4.99%	5.02%	4.98%	移动销售	-1.49%	11.60%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本	314.16	1203.23	1571.37	1946.79	2596.60						
网络游戏	85.67	82.18	107.00	129.81	162.50						
教育项目	183.87	1070.87	1407.75	1757.52	2371.68						
移动销售	44.62	50.18	56.62	59.46	62.42						

资料来源: 公司 2015-2016 年年报, 海通证券研究所

表 4 港股游戏行业同业估值水平 (根据 2018 年 01 月 12 日收盘价)

	收盘价 (港元)	总市值 (亿港元)	EPS (元/每股)			PE (X)		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
	01 月 12 日	01 月 12 日						
腾讯控股	442.2	42004.8	4.1	6.8	8.8	41.1	48.1	37.0
IGG	9.4	125.9	0.4	0.9	1.1	13.1	9.7	7.8
博雅互动	3.4	26.0	0.3	0.4	0.4	9.9	6.7	6.3
平均			1.6	2.7	3.4	21.4	21.5	17.0

资料来源: Wind 一致预测, Bloomberg, 海通证券研究所
备注: 表中“元”指人民币币种

表 5 港股教育行业同业估值水平 (根据 2018 年 01 月 12 日收盘价)

	收盘价	总市值	2016 年营业收入 (亿元人民币)	YOY (%)	2016 年净利润 (万元人民币)	2017 年上半年净利润 (万元人民币)	2018 年营业收入 (一致预期)	2018 年 PS (一致预期)
	01 月 12 日	01 月 12 日						
全通教育	9.8 元	62.3 亿元人民币	9.8	125.4	14,300.7	-1,387.2	13.2 亿元人民币	5.0
无忧英语	13.5 美元	2.7 亿美元	4.2	170.4	-51,477.8	-27,930.4	2.1 亿美元	1.1
	收盘价	总市值	2016 年营业收入 (亿元人民币)	YOY (%)	2016 年净利润 (万元人民币)	2017 年上半年净利润 (万元人民币)	2016 年营业收入	PS (最近一年)
香港教育国际	0.7 港元	3.7 亿港元	1.9	-9.0	-14,512.3	-22,253.5	1.56 亿港元	1.7
创联教育金融	0.1 港元	5.7 亿港元	0.9	-8.4	-19,189.5	-981.3	9981 万港元	4.8
行业平均								

资料来源: Wind 一致预测, Bloomberg, 海通证券研究所

备注: 表中“元”指人民币币种, 2018 年 PS (一致预期) 采用总市值/2018 年营业收入 (一致预期) 得出, 由于香港教育国际及创联教育金融两家上市公司尚无券商覆盖, 没有 2018 年一致预期, 我们用 Bloomberg 显示 PS(最近一年)作为参考

7. 风险提示

新游戏业务进展不及预期: 目前游戏市场竞争日益激烈, 游戏产品开发也受制于日新月异技术变革, 倘若公司游戏变得过时, 或对玩家而言不具有吸引力, 则公司游戏业务增长面临风险。

国内教育业务市场拓展不及预期: 公司国内教育业务产品主要面向学校及教育主管部门, 若国内教育教学政策发生变化, 公司教育信息化产品推进可能不及预期。此外, 公司教育业务若不能在未来实现变现, 公司早期在研发及销售端投入无法收回成本, 则公司教育业务增长面临一定风险。

电子商务平台拓展不及预期: 根据公司 2017 年半年报, 公司计划于 2017 年四季度推出教育业务电子商务平台, 教师们可在平台上共享自身的教育 PPT 等教育内容资源, 其他教师可付费进行下载, 公司电子商务平台从中收取部分提成。我们预计此平台优先在海外市场获取收益, 并预计新业务 (该平台) 收益有望成为公司新利润增长点。倘若新业务发展不及预期, 公司教育业务增长面临一定风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标 (元)					营业总收入	2793.10	3533.60	4500.59	5859.70
每股收益	(0.41)	0.16	0.37	0.48	营业成本	(1203.00)	1571.37	1946.78	2596.60
每股净资产	7.73	9.78	12.97	17.22	毛利率%	132.17%	55.53%	56.74%	55.69%
每股经营现金流	-0.62	0.50	0.87	1.49	营业税金及附加	—	—	—	—
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	—	—	—	—
价值评估 (倍)					营业费用	(520.00)	(636.05)	(765.10)	(996.15)
P/E	亏损	113.89	51.06	38.99	营业费用率%	-18.62%	-18.00%	-17.00%	-17.00%
P/B	2.42	1.91	1.44	1.08	管理费用	(721.00)	(777.39)	(945.12)	(1230.54)
P/S	3.31	2.83	2.22	1.71	管理费用率%	-25.81%	-22.00%	-21.00%	-21.00%
EV/EBITDA	(96.09)	28.72	15.34	10.52	EBIT	-387.00	56.31	188.19	258.30
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	(9.00)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.32%	-0.28%	-0.22%	-0.17%
毛利率	56.93%	55.53%	56.74%	55.69%	资产减值损失	(78.00)	0.00	0.00	0.00
净利润率	-7.27%	2.49%	4.36%	4.38%	投资收益	16.00	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	-6.15%	0.91%	2.24%	2.34%	营业利润	-387.00	56.31	188.19	258.30
资产回报率	—	—	—	—	营业外收支	178.00	-1.00	-8.00	-8.00
投资回报率	—	—	—	—	利润总额	-209.00	55.31	180.19	250.30
盈利增长 (%)					EBITDA	(105.00)	351.88	657.78	954.46
营业收入增长率	119.55%	26.51%	27.37%	30.20%	所得税	(28.00)	7.41	24.15	33.54
EBIT 增长率	534.43%	114.55%	234.21%	37.25%	有效所得税率%	13.40%	13.40%	13.40%	13.40%
净利润增长率	41.96%	143.30%	123.04%	30.97%	少数股东损益	(34.00)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	(203.00)	87.90	196.04	256.76
资产负债率	19.9%	17.6%	16.2%	15.5%	资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动比率	2.17	2.16	2.07	2.05	货币资金	877.00	1028.78	1269.94	1667.14
速动比率	1.94	1.87	1.85	1.83	应收款项	363.00	374.18	473.56	613.25
现金比率	1.07	1.08	1.08	1.09	存货	125.00	187.69	232.53	310.15
经营效率指标					其它流动资产	417.00	475.79	459.71	539.35
应收帐款周转天数	37.83	37.00	37.00	37.00	流动资产合计	1782.00	2066.44	2435.74	3129.88
存货周转天数	36.36	43.00	43.00	43.00	长期股权投资	—	—	—	—
总资产周转率	0.58	0.56	0.54	0.54	固定资产	1284.00	1613.97	2030.65	2573.23
固定资产周转率	2.18	2.19	2.22	2.28	在建工程	55.00	73.00	0.00	0.00
					无形资产	1658.00	2608.01	3824.47	5214.98
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	非流动资产合计	2997.00	4294.99	5855.12	7788.21
净利润	(203.00)	87.90	196.04	256.76	资产总计	4779.00	6361.43	8290.86	10918.09
折旧摊销	282.00	295.57	469.59	696.17	短期借款	25.00	25.00	25.00	25.00
营运资金变动	238.00	(15.31)	(98.40)	(52.97)	应付账款	532.00	654.74	811.16	1081.92
经营活动现金流	(305.00)	268.15	467.23	799.96	预收账款	—	—	—	—
固定资产投资	—	—	—	—	其它流动负债	795.00	931.20	1154.51	1499.89
无形资产投资	—	—	—	—	流动负债合计	820.00	956.20	1179.51	1524.89
资本支出	361.00	459.37	585.08	761.76	长期借款	—	—	—	—
投资活动现金流	209.00	(187.37)	(313.08)	(489.76)	其它长期负债	—	—	—	—
债务变化	(4.00)	171.00	171.00	171.00	非流动负债合计	131.00	165.00	165.00	165.00
股票发行	(85.00)	(15.00)	(15.00)	(15.00)	负债总计	951.00	1121.20	1344.51	1689.89
融资活动现金流	(171.00)	82.00	82.00	82.00	实收资本	495.00	536.00	536.00	536.00
现金净流量	(250.00)	151.78	241.16	397.20	普通股股东权益	-26.00	-50.00	-30.00	-30.00
公司自由现金流	(169.00)	337.78	427.16	583.20	少数股东权益	(26.00)	-50.00	-30.00	-30.00
股权自由现金流	(17.00)	984.52	1325.31	1834.72	负债和所有者权益合计	4779.00	6361.43	8290.86	10918.09

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 12 日, 币种为人民币
 资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

许樱之 互联网及传媒
钟奇 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光线传媒,蓝色光标,明泰铝业,中科三环,中文在线,当代明诚,新华文轩,云南铜业,广弘控股,西藏珠峰,云南旅游,百洋股份,顺网科技,力盛赛车,五矿稀土,南山铝业,金贵银业,帝龙文化,龙韵股份,美盛文化,雷曼股份,平治信息,掌阅科技,共达电声,读者传媒,华策影视,上海电影,城市传媒,完美世界,浙江富润

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 klijang@htsec.com

邓勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛涵 xh11528@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
联系人
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tj11545@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com

汽车行业

谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154509 cjb11782@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
联系人
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
联系人
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 张天闻 ztw11086@htsec.com 尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)32319171 xbq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠 zcc11726@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com 张峥青 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 马榕(021)23219431 mr11128@htsec.com
建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com 刘璇 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com 联系人 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 张恒暄 zhx10170@htsec.com 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 联系人 张宇轩 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com 联系人 谭敏沂 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 顾熹阁(021)23154388 gxm11214@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李阳 ly11194@htsec.com 朱默辰 zmc11316@htsec.com 刘璐 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
宗亮 zl11886@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜飞 df12021@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com