



中投证券(香港)
CHINA INVESTMENT SECURITIES (HK)

网龙 (0777)

评级：强烈买入 / 目标价：\$25

手游拉动游戏业务稳步增长，教育提供增长动能

网龙是中国领先的游戏开发商、运营商和发行商，先后自主研发了包括《征服》、《魔域》及《英魂之刃》等在内的多款网游及手游。近年来，公司通过并购整合，全面进军互联网教育领域，目标做成全球最大教育内容分发平台。我们认为，集团旗下游戏业务增长稳定，教育业务增长动能较大。集团于2018年5月收购Edmodo，为集团带来9,000万注册用户及约600万月活用户，庞大的用户流量为货币化提供基础，收购完成后，Edmodo与普罗米休斯现有产品整合产生协同，成为公司教育业务新的增长引擎。

投资要点

国内外教育业务双向发展。我们认为随着规模的扩大和运营的优化，公司教育板块可期于2020年实现盈利。国内教育方面，与出版社合作以构建颗粒化教育内容及与当地学校、教育当局深度合作以拓展用户，是其拓展在线教育业务的两个关键因素。由B端向C端引流，可大规模地获取稳定的教师用户群，进而渗透到学生和家長市场，为流量变现提供基础。海外教育方面，普罗米休斯在一带一路新兴市场业务的大力开展及其硬件、软件产品与Edmodo线上学习社区的不断融合，将成为海外教育业务新的收入驱动力。

游戏业务增长稳中有劲。游戏业务是公司收入和利润的核心支柱，旗下拥有《魔域》、《英魂之刃》及《征服》等多款旗舰IP，预计今年将围绕三大核心IP投放5-7款新游戏，其中部分采用了VR/AR技术。随着新技术新玩法的推出，我们预计玩家数量及玩家的付费意愿均将提升，同步用户数和月度每用户平均贡献收益两项指标将录得增长，从而扩大收入规模。

长期毛利可改善，盈利增长可期。分业务看，游戏、教育及其他业务分别贡献公司2017年营收之43.3%/54.4%/2.3%。我们看好教育业务的增长空间和游戏业务的稳定发展，预计公司教育分部收益在18/19/20年分别达到27.0 / 32.9 / 39.4亿人民币，年复合增长率达23%，且有望于2020年扭亏为盈，并预计公司游戏分部于18/19/20年分别达到19.7 / 22.9 / 26.3亿人民币，年复合增长率为16%。我们认为游戏业务的毛利率稳定在90%以上的高水平，未来继续提升的空间不大。教育业务毛利率短期内受拖累，但未来受有偿教师培训、社区商务等高毛利业务带动，长期来看教育业务整体毛利水平可得到修复。

我们的估值模型显示目标价为25港元。我们的估值是基于分部估值法，对教育业务给予3倍市销率，游戏业务给予港股可比公司18年8倍平均预测市盈率，目标价25港元，较现价有27%的增长空间。因此我们给予网龙「强烈买入」评级。

下行风险：游戏业务收入不及预期，教育业务拓展受阻

分析师

吴彦
(852) 3983 0857
jennywu@china-invs.hk

主要数据

评级	强烈买入
目标价	25
当前股价	19.56
总股本 (百万股)	533
总市值 (百万港元)	10,722
3个月平均成交 (百万港元)	20.7
52周股价波幅	17.76-34.35
主要股东	刘德建(50.43%)

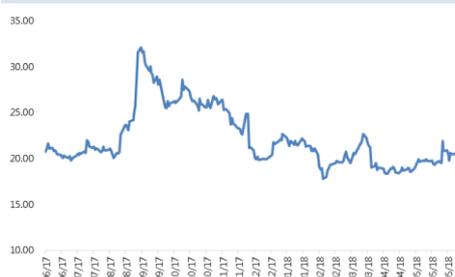
公司业务

从事网络游戏开发、网络游戏运营；教育业务以及移动解决方案和移动营销业务

财务数据

(百万元人民币)	2017	2018	2019	2020
		预测	预测	预测
收入	3868	4768	5675	6680
毛利	2180	2593	3191	3821
经营利润	-30	110	382	553
报告利润	-21	52	195	385
每股利润 (分)	-4	9	38	56
市盈率 (倍)	-	276	70	48
市账率 (倍)	3.2	2.6	2.5	2.2
股本回报率 (%)	-0.5	1.1	3.4	4.3
总债务与权益 (%)	5	5	5	4

股价表现



受惠 IP 价值最大化及手游延伸双策略，运营数据表现持续强劲。公司积极开发新游戏使 IP 价值最大化，在新游戏和新玩法的推出以及优化的变现策略带动下，旗舰游戏《魔域》IP 收益同比增长 48.2%至人民币 13.67 亿元，累计收入超过 100 亿人民币。其中，《魔域》端游的月流水八个月超过人民币 1 亿元，而口袋版于 8 月和 9 月成为腾讯应用宝“热门网游月总收入”前十名。公司与金山合作的《魔域手游》于 2017 年 10 月推出后，首月流水已超过 1 亿人民币，并于 2017 年 10 月至 2018 年 1 月连续 4 个月成为腾讯应用宝“热门网游月总收入”前五名。另一旗舰 IP《英雄之刃》表现亦十分亮眼。自 2016 年 12 月推出以来，该游戏已录得下载用户数超过 1.5 亿，手游版连续 9 个月蝉联腾讯应用宝“热门网游月总下载”榜前三，月活跃用户超过 600 万。在手游延伸策略带动下，公司手游业务收入取得增长势头，同比大增 92.2%，占 2017 年游戏总收益 18.1%。公司主要营运指标亦录得显著增长，月度每用户平均贡献收益于 2017 年全年维持在人民币 400 元以上，第四季度同比增长 14.9%至人民币 424 元，显示游戏业务的变现策略卓有成效。

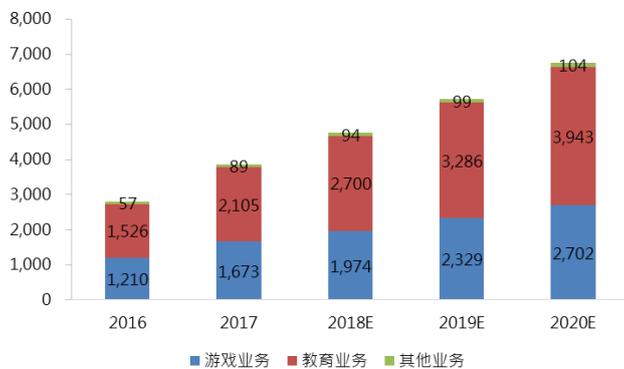
三款旗舰 IP 将于年内推出新游戏，手游带动游戏业务稳定增长。2017 年《魔域》、《英魂之刃》及《征服》这三款旗舰游戏收入占 2017 年游戏总收入超过 90%，集团计划今年围绕三大旗舰 IP 推出 5-7 款游戏，集中于手机游戏，其中部分采用了 VR/AR 技术。具体而言，今年《魔域》IP 将有数款手游推出，如《3D 魔域》、《英雄传说》等；《英雄之刃》IP 今年推出卡牌类游戏《英魂外传》等，同时推出更多 PVE 玩法，发掘新的营收点；而《征服》IP 全新的手游版本也将继续开发，同时今年有计划在海外引入东南亚、俄罗斯等新市场，以促进营收增长。如如期推出新游戏，我们预计公司游戏业务最高同步用户、平均同步用户及月度每用户平均贡献收益指标均会有所提升，公司游戏业务盈利能力也将随之改善，整体游戏业务收入将实现双位数增长。游戏业务的稳定增长也为教育业务的前期投入提供有力保障。

收购 Edmodo，创建全球最大学习社区。公司于 18 年 5 月收购 Edmodo，一个向 K-12 学校老师、学生、管理人员及家长提供资源共享和交流的全球学习社区，被誉为教育界的 Facebook。预计为集团带来 9000 万名注册用户及约 600 万名月活用户。Edmodo 于 2016/2017 年录得 69.1/100.9 万美金的收入及 2,127/1,951 万美金净亏损，短期来看，Edmodo 仍处于获取用户及对盈利模式的探讨阶段，会对集团毛利率造成一定拖累，但我们看好其长期的增长。目前 Edmodo 是免费增值模式，我们预计大量的用户流量基础将大大加快货币化的规模。首先，作为垂直类学习社区平台，其主要收入为教育广告收入，在 2017 年第四季度已达 70 万美金，预计 2018 年将实现 500 万美金广告收入。其次，Edmodo 将开展大规模有偿的教师职业培训，提供线上教师培训项目。公司计划发展培训的重点在纽约州，由于纽约州强制规定每个教师在 5 年内需完成 100 个小时的职业发展培训，纽约州教师和助教人数达 35 万，培训市场容量达 7000 万美元。未来，Edmodo 的教师培训模式稳定成熟后，将拓展至吉尼亚州、德克萨斯州及马里兰州等地区。其他货币化途径还包括提供社交商务、内容管理以及增值服务等。由于普米和 Edmodo 均面向海外用户，收购完成后，Edmodo 学习社区将与普罗米修斯现有硬件及软件产品做深度整合，贯穿备课、授课、作业功能、内容商店等环节，完成海外教育的闭环，有望产生强大的协同效应。

普罗米休斯开拓新兴市场，盈利能力提升。集团于 2015 年收购 K12 交互市场领导者普罗米休斯，其核心产品包括互动白板、互动平板等硬件产品以及 ClassFlow 等软件产品。经过 2 年的整合，硬件生产转移至国内，通过外包生产有效缩减成本，提升毛利率至约 30%。普罗米休斯在美国及新兴市场表现优异，收益同比增长 32% 至 17.76 亿元。我们预计普米在美国市场的领先地位将继续保持，且公司积极拓展一带一路新兴市场，于今年一季度中标莫斯科教育部 13,000 多间教室，于土耳其获得 40 万套交互式显示屏订单。此外，普罗米休斯预计今年于国内市场推出平价版本产品。随着新兴市场渠道的打开，我们预计将普米 2018 年营收将录得增长。

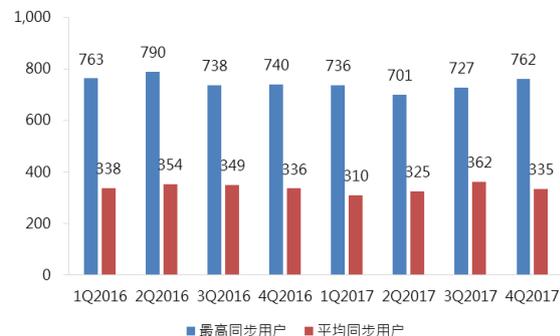
构建内容与渠道，打造国内教育业务护城河。公司在国内的教育业务主要通过华渔教育开展，主要在线产品是 101 教育 PPT，2017 年国内教育业务大幅增长 82.2% 至 3.29 亿元，2017 年第四季度新签订的订单合同销售金额达人民币 9.980 万元，预计于 2018 年确认收入。构建内容方面，公司已与国内四大出版社建立了战略合作，拥有教材颗粒化的模块。同时与培生联手，共同研发沉浸式教育应用软件的 AR 及 VR 版本。公司还计划与教育部合作，帮助高校建立 VR 实验室，订单主要是帮助实现 VR 内容的提升。构建渠道方面，公司计划积极参加各地学校的教育产品投标，及与教育当局合作主办教师软件比赛，由 B 端向 C 端引流，以获取用户及增加用户粘性。截至 2018 年 5 月，101 教育 PPT 的累计安装用户已超过 150 万，目标于 2018 年底达到 300 万，即达到 30% 的市场占有率。教育内容及渠道的构建将打造公司未来国内教育业务的护城河。

图 1 公司各业务收入 (百万人民币)



来源: 网龙、中投证券(香港)

图 2 游戏业务最高同步用户及平均同步用户 (千)



来源: 网龙、中投证券(香港)

图 3 游戏业务月度每用户平均贡献收益 (元人民币)



来源: 网龙、中投证券(香港)

财务数据

利润表 (百万人民币)					
会计年度	2016	2017	2018预测	2019预测	2020预测
收益	2793	3868	4768	5675	6680
销售及成本	(1203)	(1688)	(2175)	(2484)	(2859)
毛利	1590	2180	2593	3191	3821
其他收益及亏损	163	96	198	227	273
销售及分銷費用	(520)	(625)	(763)	(880)	(1002)
行政开支	(721)	(735)	(858)	(965)	(1136)
开发成本	(760)	(844)	(954)	(1078)	(1269)
其他开支及亏损	(61)	(101)	(106)	(113)	(134)
分占联营公司亏损	(1)	(1)	0	0	0
分占一同合营企业溢利(亏损)	0	(1)	0	0	0
产品减值拨备	(78)	0	0	0	0
财务成本	(9)	(10)	(11)	(11)	(11)
营业外收支	187	9	0	0	0
税前利润(亏损)	(209)	(32)	99	371	542
所得税开支	(28)	(57)	(25)	(93)	(136)
年内溢利(亏损)	(237)	(89)	74	278	407

资产负债表 (百万人民币)					
会计年度	2016	2017	2018预测	2019预测	2020预测
物业、厂房及设备	1284	1373	1495	1597	1706
预付租赁款项	509	515	505	495	485
投资物业	58	65	61	63	62
无形资产	722	716	630	554	488
于联营公司的权益	17	16	16	16	16
于一同合营公司的权益	0	17	17	17	17
可供出售投资	18	11	11	11	11
应收贷款	20	18	29	31	38
贸易应收款	11	4	12	10	15
商誉	338	389	1279	1279	1279
其他非流动资产	18	12	7	7	7
非流动资产总计	2997	3140	4068	4085	4129
存货	125	106	107	117	147
预付租赁款项	6	10	10	9	9
应收贷款	14	5	9	8	11
贸易应收款	352	380	534	597	726
应收客户合约工程款	11	17	12	16	18
其他应收款项、预付款项及按金	122	256	262	343	385
现金及现金等价物	877	1578	1763	2098	2682
其他流动资产	277	343	161	161	161
总计流动资产	1782	2695	2858	3349	4139
应付贸易款	532	681	919	1026	1195
其他应付账款	7	3	3	3	3
短期借款	29	146	146	146	146
其他	149	206	197	282	355
总计流动负债	716	1037	1266	1457	1700
长期借款	0	87	119	119	119
其他	235	228	102	101	103
非流动负债总额	235	315	221	220	222
总负债	951	1352	1487	1677	1922
股本	37	39	39	39	39
股份溢价及储备	3817	4510	5400	5718	6307
本公司权益拥有人应占权益	3854	4549	5439	5757	6346
非控股权益	(26)	(65)	0	0	0
总计股东权益	3828	4484	5439	5757	6346

现金流量表 (百万人民币)					
会计年度	2016	2017	2018预测	2019预测	2020预测
年内亏损	(237)	(89)	74	278	407
税项	28	57	25	93	136
财务成本	9	10	11	11	11
物业、厂房及设备折旧	148	159	185	197	211
无形资产摊销	128	84	86	76	66
预付租赁款项摊销	6	13	10	10	10
其他	(138)	28	0	0	0
营运资本变动前营运现金流总计	(56)	263	391	665	840
营运资本变动	(214)	74	395	178	256
经营活动所得现金净额	(270)	337	786	843	1097
资本支出	(203)	(343)	(400)	(400)	(400)
收购附属公司	(10)	(2)	(98)	0	0
其他	387	(203)	(12)	(11)	(11)
投资活动产生的现金流量总额	174	(548)	(509)	(411)	(411)
借款增加/减少	(4)	207	0	0	0
支付股息	(84)	(88)	(92)	(97)	(101)
其他	(83)	805	0	0	0
融资活动产生的现金流量总额	(171)	925	(92)	(97)	(101)
现金净变动	(267)	713	184	335	584
现金及现金等同(期初)	1127	877	1578	1763	2098
现金汇率影响	17	(12)	0	0	0
现金及现金等同(期末)	877	1578	1763	2098	2682

同比增长					
会计年度	2016	2017	2018预测	2019预测	2020预测
同比增长					
收入	119.5%	38.5%	23.3%	19.0%	17.7%
毛利	66.0%	37.1%	18.9%	23.1%	19.7%
净利	41.8%	-89.7%	-349.1%	275.2%	46.1%
盈利能力					
毛利率	56.9%	56.4%	54.4%	56.2%	57.2%
净利率	-7.3%	-0.5%	1.1%	3.4%	4.3%
净资产收益率	-5.3%	-0.5%	1.0%	3.4%	4.5%
流动性和偿债能力					
流动比率	2.49	2.60	2.26	2.30	2.44
速动比率	2.31	2.50	2.17	2.22	2.35
现金比率	1.22	1.52	1.39	1.44	1.58
总债务与权益	0.01	0.05	0.05	0.05	0.04
营运能力					
应收账款周转天数	34.8	57.1	58.6	59.5	59.6
应付账款周转天数	81.4	131.2	133.7	142.4	141.1
存货周转天数	37.5	22.7	17.7	17.0	18.6
杜邦分析					
净利率	-7.3%	-0.5%	1.1%	3.4%	4.3%
资产周转率	58.4%	66.3%	68.8%	76.3%	80.8%
杠杆比率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3

来源: 网龙、中投证券(香港)

免责声明

公司评级定义：

强烈买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅 20%以上
买入：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
持有：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数变动介于±10%之间
沽售：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级定义：

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、提示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、财政状况及特别需求。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人之个人观点；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。

过往表现并不可视为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，可能与本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/或于有关发行人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人之董事。

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人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示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及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。