

收入利润双创新高，核心业务呈稳健增长态势

——网龙 (0777.HK) 2019 年报点评

海外公司简报

买入 (维持)

当前价: 18.90 元

分析师

刘凯 (执业证书编号: S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebscn.com

联系人

贾昌浩

021-52523835

jiachanghao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股): 5.64

总市值(亿港元): 107

◆收入和净利润双创新高。

网龙2019年总收入57.93亿元(+15%)，归母净利润为8.07亿元(+48%)。公司的主营业务包括游戏和教育，游戏业务收入33.00亿元(+39%)，其中手游同比增长46.8%，端游同比增长38.3%；教育业务收入23.95亿元(-6.6%)，不考虑俄罗斯非经常性招标项目，公司教育业务同比增长12%。

◆游戏业务维持强劲，技术+IP驱动增长。

2019年公司通过IP联动、跨界合作、发布全新资料片等市场营销推广活动，进一步扩大在手游和端游市场的影响力。2019年公司游戏业务月活跃用户超过900万，日活跃用户200万，即将上线10余个游戏。依托扎实的开发能力，公司实现多产品线同时运作，《终焉誓约》、《魔域II》、《魔域传说》、《英魂之刃战略版》、《英魂王座》及《决战巨神峰》等游戏正处于开发或测试阶段。

◆教育平板空间广阔，海内外同步扩张。

2019年教育业务月活跃用户2200万，日活跃用户500万，覆盖200万间教室，190个国家和地区。公司19年教育平板出货量约12万台，白板出货量约2万台，平板的客单价是白板的4倍左右。扣除俄罗斯订单，普米互动平板出货量+27%。

在海外市场上，公司在美国和多个欧洲国家保持市场份额第一的领导地位，平板出货量同比增长11%；在埃及市场目标提供26.5万间智慧教室。Edmodo成为埃及指定国家级K-12在线教育平台，覆盖192个国家和地区，40万所学校，注册用户超过1亿。

在中国市场上，公司重点关注扩大用户覆盖面，同时基于SaaS战略完成营业收入。ToC端，旗舰软件平台101教育PPT的月活跃设备突破100万。ToB端，公司与中央电化教育馆达成合作，于全国初高中推广虚拟实验教学服务系统。

全球教育平板拥有广阔增长空间。根据《全球互动显示平板报告》预测，2019年全球约有4300万间教室，教育平板的渗透率约30%，地域发展不平衡，拉美、中东渗透率不足10%，俄罗斯、北美、欧洲渗透率约40%。未来5年美国 and 欧洲核心市场每年增长约9-27%。

◆维持“买入”评级。

由于游戏业务的快速增长，以及2020年俄罗斯埃及项目的持续推进，我们上调20-21年调整后归母净利润预测为11.87/16.62亿元，新增22年调整后归母净利润为21.02亿元；20-22年同比增长47%/40%/26%。我们给予游戏部分7-10xPE，教育部分1xPS，综合考虑分部估值结果，我们维持目标价30.55港元/股，维持“买入”评级。

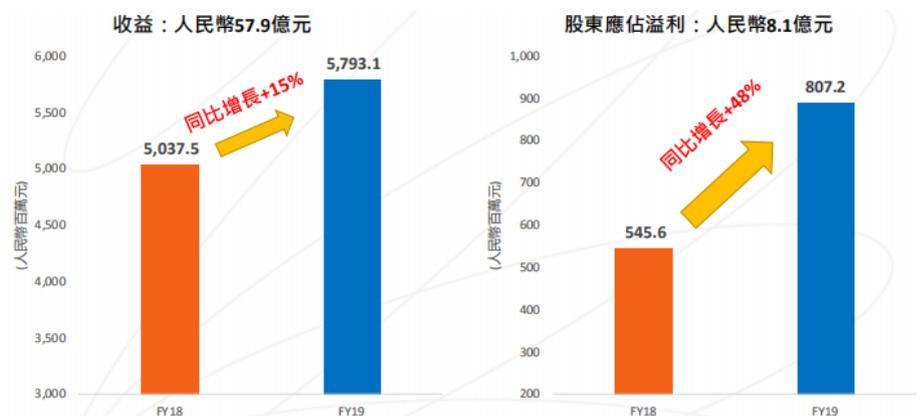
◆风险提示：教学质量下滑、教育政策变动、外延扩张策略不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万人民币)	5,038	5,793	6,952	8,286	9,855
营业收入增长率	30.25%	15.00%	20.01%	19.19%	18.92%
调整后净利润 (百万人民币)	546	807	1,187	1,662	2,102
调整后净利润增长率	N/A	47.88%	47.05%	40.07%	26.48%
调整后 EPS (港元)	1.12	1.56	2.30	3.22	4.07
调整后 PE	10.28%	13.84%	19.16%	22.85%	23.98%
ROE	17	12	8	6	5

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 4 月 1 日
 汇率: 100RMB=109HKD.

图 1: 网龙 2019 年收入和净利润



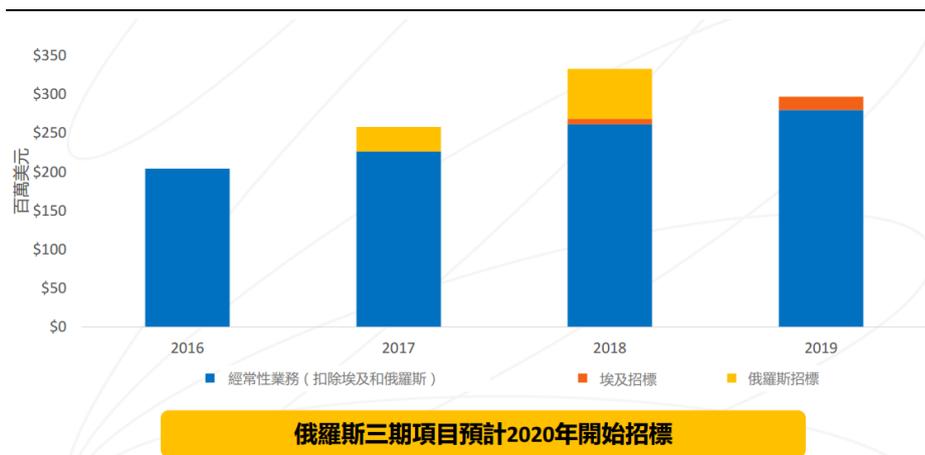
资料来源: 公司年报 ppt, 光大证券研究所

图 2: 网龙 2019 年游戏和教育业务运营情况



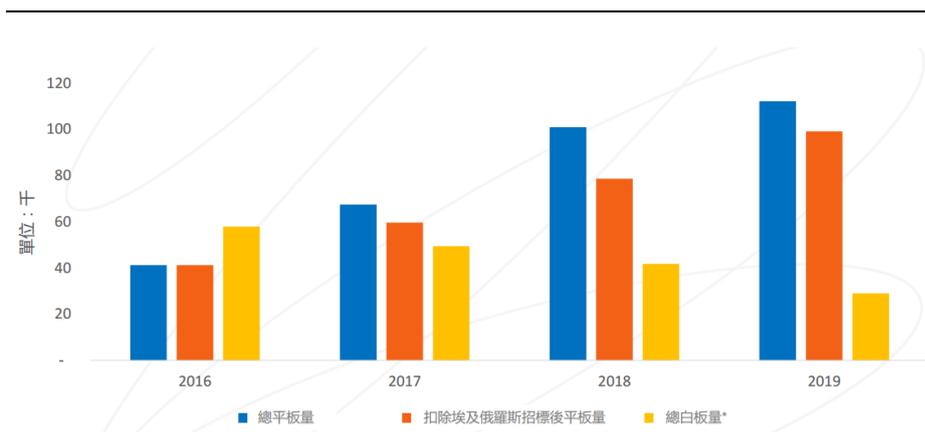
资料来源: 公司年报 ppt, 光大证券研究所

图 3：普米 2016-2019 年收入情况



资料来源：公司年报 ppt，光大证券研究所

图 4：普米 2016-2019 年教育平板出货量情况



资料来源：公司年报 ppt，光大证券研究所

利润表 (百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2020E
营业收入	5,038	5,793	6,952	8,286	9,855
营业成本	-1,990	-1,938	-2,382	-2,630	-2,953
其他收入	118	137	0	0	0
销售费用	-698	-916	-919	-979	-1,160
行政开支	-853	-883	-804	-964	-1,153
研发费用	-923	-1,075	-1,300	-1,554	-1,853
其他支出-经营	-150	-305	-174	-207	-246
应占联营公司损益	-1	-5	-10	-10	-10
营业利润	526	778	1,363	1,943	2,480
利息收入	4	3	0	0	0
财务费用	-12	-25	0	0	0
其他损益	51	110	0	0	0
税前收入	568	866	1,363	1,943	2,480
税收支出	-91	-163	-245	-350	-446
非控股权益	-69	-104	-69	-69	-69
归属母公司净利润	546	807	1,187	1,662	2,102

资产负债表 (百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2020E
总资产	6,745	7,755	9,346	11,105	13,336
流动资产	3,354	4,088	5,094	6,610	8,651
货币资金	1,723	2,287	3,178	4,344	5,967
交易性金融资产	0	1	1	1	1
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	819	1,066	683	814	968
存货	267	237	387	443	517
其他流动资产	545	497	845	1,007	1,198
固定资产	1,950	2,386	2,366	2,482	2,517
无形资产	1,216	989	1,589	1,711	1,861
其他非流动资产	225	292	297	302	307
总负债	1,947	2,396	3,037	3,467	4,015
应付账款	783	981	2,252	2,579	3,004
递延收入	412	584	354	423	502
其他负债	752	831	431	465	509
股东权益	4,798	5,359	6,308	7,638	9,320
股本	39	39	39	39	39
储备	4,894	5,557	6,506	7,836	9,518
库存股	0	0	0	0	0
其他	-135	-237	-237	-237	-237

现金流量表 (百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2020E
经营活动现金流	2,251	990	1,364	2,249	2,936
净利润	546	807	1,187	1,662	2,102
折旧	204	255	316	464	655
摊销	37	39	41	44	47
净营运资金增加	1,362	-127	174	65	112
其他	102	17	-355	14	19
投资活动产生现金流	-583	-636	-630	-751	-892
资本支出	-453	-463	-487	-580	-690
无形资产投入	-101	-116	-139	-166	-197
其他	-29	-57	-5	-5	-5
融资活动现金流	-497	-259	-237	-332	-420
股息	-109	-161	-237	-332	-420
股本变化	0	0	0	0	0
债务减少	-349	4	0	0	0
其他	-39	-102	0	0	0
净现金流	1,171	95	496	1,166	1,623

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼