

业绩超预期，教育业务维持高增长

——网龙 (777.HK) 2018 半年报点评

海外公司研究简报

◆业绩超预期，归母净利润同比增长 679%

1H18 公司营收 24.7 亿人民币，YoY 39%，主要由于游戏和教育业务皆实现稳健增长；归母净利润 2.0 亿元，YoY 679%，超出市场预期，主要由于收入的增长以及公司经营费率的下降所致。

毛利率 56.8%，同比下降 1.4 个百分点，主要由于受到其他业务拖累，游戏和教育业务毛利率维持稳定；归母净利率由去年同期 1.5% 大幅提升至 8.1%，盈利情况大幅改善，主要由于教育业务逐步成熟致使销售费率、管理费率及研发费率降低所致。公司 6 月 29 日-7 月 9 日回购股票金额达 3.9 亿港元，均价 17 港元/股。

◆旗舰 IP《魔域》持续发力，经营利润同比增长 56.9%

1H18 游戏业务收入 10.4 亿元，YoY 29.5%，其中手游收入同比增长 53.4%，端游收入同比增长 25%；经营利润 5.24 亿元，YoY 56.9%，经营利润率由去年同期的 41.6% 上升至 50.5%。稳健增长主要得益于旗舰 IP《魔域》收入同比增长 37.8%，端游 1H18 月流水有 5 个月超过 1 亿元。此外，《英魂之刃》口袋版 1H18 收入同比增长超过一倍。

◆教育业务维持高速增长，收购 Edmodo 拓展海外教育业务

1H18 教育业务收入 13.8 亿元，YoY 48.2%；经营亏损 1.6 亿元，较去年同期 1.9 亿元，亏损有所收窄。1) 海外业务收入 12.8 亿元，YoY 49.3%，普米整合效果显著，利润率大幅改善，1H18 营业利润达 1.14 亿元。2) 国内业务收入 1.1 亿元，YoY 35.4%。截至 1H18，来自国内的销售订单达 3.5 亿元，101 教育 PPT 国内安装用户超过 230 万。

2018 年 5 月 3 日公司以总代价 1.38 亿美元完成对 Edmodo 的收购。Edmodo 是面向 K-12 学校老师、学生和家长的社区平台，用户数超过 9 千万人，遍布 190 多个国家的 40 万所学校，将带来较多用户流量。

◆游戏持续增长，教育盈利情况逐步改善，维持“增持”评级

考虑到海外教育业务将在下半年迎来淡季，我们下调公司 18/19/20 年收入分别至 48/58/64 亿元，同比增长 25%/20%/10%；下调公司归母净利润分别至 2.1/2.7/3.0 亿元，19/20 年同比增长 25%/12%，EPS 分别为 0.46/0.58/0.65 港元。考虑到游戏业务持续增长，教育业务盈利情况逐步改善，维持“增持”评级。

◆风险提示：教育产品推广低于预期；Edmodo 整合不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元人民币)	2,793	3,868	4,845	5,804	6,392
营业收入增长率	119.55%	38.47%	25.26%	19.80%	10.13%
归母净利润 (百万元人民币)	-203	-21	213	267	300
归母净利润增长率	-	-	-	25.43%	12.10%
EPS (港元)	-0.47	-0.05	0.46	0.58	0.65
ROE	-5.69%	-2.24%	5.33%	6.39%	6.80%
P/E	-	-	36	28	25

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价为 2018 年 8 月 31 日收盘价

增持 (维持)

当前价：16.44 港元

分析师

曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)
021-22169105
caoty@ebcn.com

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)
021-22169323
qinbo@ebcn.com

市场数据

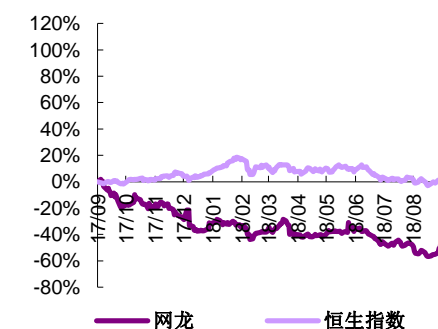
总股本(亿股)：5.31

总市值(亿港元)：87.32

一年最低/最高(港元)：13.24-34.35

近 3 月换手率：17.9%

股价表现



资料来源：Wind，2018.8.31

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.8	-11.1	-42.1
绝对	2.2	-19.6	-42.4

相关研报

《游戏收入稳健增长，教育盈利持续改善》
.....2017-10-13

《游戏业务稳健增长，教育业务扭亏可期》
.....2017-04-17

《收购整合见效，普米实现盈利，K12 教育收获进行时》
.....2016-09-01

游戏收入稳健增长，全力进军海内外 K12 课堂教育
.....2016-07-12

利润表 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,793	3,868	4,845	5,804	6,392
营业成本	-1,203	-1,688	-2,147	-2,605	-2,885
其他收入	163	96	73	58	0
销售费用	-520	-625	-762	-917	-980
行政开支	-721	-735	-578	-641	-679
研发费用	-760	-844	-1,015	-1,187	-1,278
其他支出-经营	-61	-101	-121	-145	-160
应占联营公司损益	-1	-1	-10	-10	-10
营业利润	-387	-30	284	356	399
利息收入	0	3	0	0	0
财务费用	-9	-10	0	0	0
其他损益	187	6	0	0	0
税前收入	-209	-32	284	356	399
税收支出	-28	-57	-71	-89	-100
非控股权益	-34	-68	0	0	0
归属母公司净利润	-203	-21	213	267	300

资产负债表 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	5,738	6,159	6,772	7,500	8,053
流动资产	2,411	2,488	2,800	3,241	3,549
货币资金	622	287	229	302	384
交易性金融资产	171	171	171	171	171
其他短期投资	589	592	595	598	601
应收账款	803	1,113	1,394	1,670	1,839
存货	214	310	391	477	529
其他流动资产	11	15	19	23	26
固定资产	1,436	1,738	1,978	2,187	2,343
无形资产	1,309	1,351	1,410	1,488	1,575
其他非流动资产	582	583	584	585	586
总负债	1,717	2,249	2,694	3,211	3,527
应付账款	1,070	1,550	1,957	2,383	2,644
递延收入	109	151	189	226	249
其他负债	538	548	548	602	634
股东权益	4,021	3,910	4,078	4,289	4,526
股本	37	37	37	37	37
储备	4,022	3,913	4,084	4,297	4,537
库存股	3	3	3	3	3
其他	-41	-43	-46	-49	-51

现金流量表 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-115	298	522	710	721
净利润	-203	-21	213	267	300
折旧	63	162	196	255	291
摊销	35	36	37	39	41
净营运资金增加	79	183	137	161	98
其他	-90	-63	-62	-12	-9
投资活动产生现金流	-310	-542	-534	-581	-576
资本支出	-253	-464	-436	-464	-447
无形资产投入	-56	-77	-97	-116	-128
其他	-1	-1	-1	-1	-1
融资活动现金流	-80	-90	-45	-56	-63
股息	-84	-88	-43	-53	-60
股本变化		0	0	0	0
债务减少	0	0	0	0	0
其他	-2	-3	-3	-3	-3
净现金流	-505	-335	-58	73	82

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	119.5%	38.5%	25.3%	19.8%	10.1%
净利润增长率	26.00%	-62.44%	-339.57%	25.43%	12.10%
EBITDA 增长率	-428.17%	-158.35%	207.18%	25.71%	12.40%
EBIT 增长率	533.58%	-92.26%	-1047.15%	25.43%	12.10%
估值指标					
PE	-35.04	-346.98	35.64	28.41	25.34
PB	2.03	2.25	2.14	2.04	1.93
EV/EBITDA	-30.61	52.45	17.08	13.58	12.08
EV/EBIT	-22.80	-294.57	31.10	24.79	22.12
盈利能力 (%)					
毛利率	56.92%	56.36%	55.68%	55.11%	54.86%
EBITDA 率	-10.33%	4.36%	10.68%	11.21%	11.44%
EBIT 率	-13.87%	-0.78%	5.86%	6.14%	6.25%
税前净利润率	-7.47%	-0.82%	5.86%	6.14%	6.25%
税后净利润率 (归属母公司)	-8.48%	-2.30%	4.40%	4.60%	4.69%
ROA	-4.21%	-1.50%	3.30%	3.75%	3.85%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-5.7%	-2.2%	5.3%	6.4%	6.8%
偿债能力					
流动比率	1.5	1.1	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.87	0.63	0.59	0.60	0.62
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS(人民币元)	-0.41	-0.04	0.40	0.50	0.56
EPS(港元)	-0.47	-0.05	0.46	0.58	0.65
每股红利(人民币元)	0.17	0.16	0.08	0.10	0.11

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 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, 光大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。

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, 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。

本证券研究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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门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, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 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, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
		张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
王渊锋		0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
国际业务	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
王通		021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安聆娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	