

审慎增持 (维持)

0777.HK 网龙

港股通 (沪、深)

目标价: 22.5 港元

现价: 17.9 港元

FY2018H1 盈利能力大幅提升, 教育业务快速增长

2018年8月31日

预期升幅: 26%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2018.8.30

收盘价(港元)	17.9
总股本(亿股)	5.31
总市值(亿港元)	95.1
净资产(亿元)	45.7
总资产(亿元)	64.2
每股净资产(元)	8.6

数据来源: Wind

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,868	4,930	6,220	7,931
同比增长(%)	38.5	27.5	26.2	27.5
归母净利润(百万元)	-20.8	38.5	125.6	318.0
同比增长(%)	-89.7	NA	226.0	153.2
毛利率(%)	56.4	57.4	58.0	59.0
净利率(%)	-0.5	0.8	2.0	4.0
净资产收益率(%)	-0.5	0.9	2.8	6.7
每股收益(分)	-41	7	24	60
每股股息(港元)	0.20	0.20	0.20	0.29

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《全资收购 K-12 教育社区平台 Edmodo》20180409

《维持稳健增长, 亏损幅度收窄》20180401

《新游戏流水破纪录, 国内教育订单大增》20171215

《转型在线教育, 拥抱无限未来》20170911

《游戏业务稳定增长, 教育业务取得突破》20170903

海外教育研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

团队成员:

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

投资要点

- **我们的观点:** 网龙是游戏与教育结合的优质内容提供商与教育设备制造商。依托旗下经典游戏 IP 与资深游戏研发实力, 公司实现游戏业务的稳定、健康发展; 同时通过多元化经营与收购, **公司在教育领域已形成硬件+内容+平台全方位布局, 海外与国内市场规模实现稳步提升**。我们调整了盈利预测, 预计 2018-2020 财年公司营业收入将分别达到 49.3、62.2 与 79.3 亿元, 分别同比增长 27.5%、26.2%、27.5%。**维持公司“审慎增持”评级, 维持目标价至 22.5 港元**, 采用 SOTP 分部估值法估值对应游戏业务 9 倍 PE, 教育业务 1 倍 PS, 较 8 月 30 日收盘价有 26% 的上升空间。
- **2018 上半财年收入高速提升, 教育业务成为主要带动:** 2018 上半财年公司录得收入 24.7 亿人民币 (下同), 同比增长 39%。其中来自教育业务收益为 13.8 亿元, 占公司收入 56%, 同比增长 48.2%; 来自游戏业务的收益为 10.4 亿元, 占公司收入 42.1%, 同比增长 29.5%。上半财年公司教育业务收入继续保持高速增长, 同时收购学习社区平台 Edmodo, 布局“硬件 (普米)+内容 (ClassFlow)+平台 (Edmodo)”进一步增强协同效应, 依托主要游戏 IP 的移动端支撑, 公司实现了上半财年收入高速增长。
- **经营效率优化, 归母净利润同比增长 5.8 倍:** FY2018H1 公司管理水平进一步改善, 管理费用率 16.6%, 同比下降 280bps。销售费用率 13.5%, 同比减少 300bps。研发费用 17.9%, 同比减少 440bps, 研发效率有所提升。FY2018H1 公司录得归母净利润 2 亿元, 同比大增 5.8 倍。
- **教育业务国际、国内共同高速增长:** 2018H1 公司实现教育收入 13.8 亿元, 其中 Promethean 收入达到 1.96 亿美元, 同比增长 56.7%, ASP 提升 16.2%; 国内教育收入达到 1.06 亿元, 同比增长 35.4%, 截至 FY2018H1 公司仍有 3.5 亿元已签署的中国销售订单尚未交付或验收。

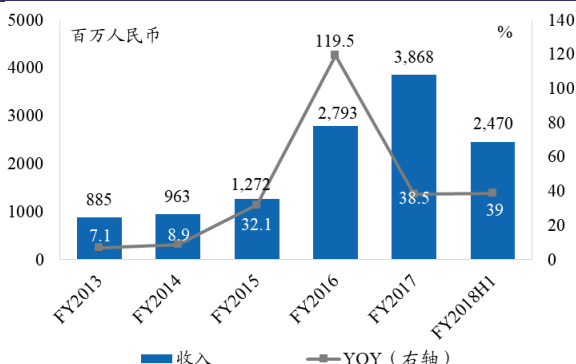
风险提示: 1) 中国教育业竞争激烈; 2) 教育行业政策变动; 3) 游戏行业政策变动; 4) 教育业务订单拓展不及预期; 5) 游戏流水不及预期; 6) VIE 架构政策风险



报告正文

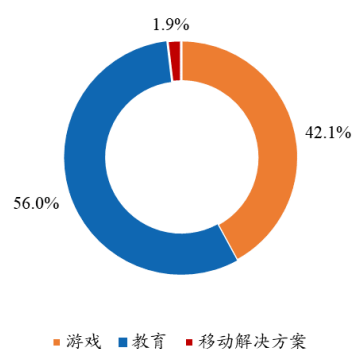
- **2018 上半财年收入高速提升, 教育业务成为主要带动:** 2018 上半财年公司录得收入 24.7 亿人民币(下同), 同比增长 39%。其中来自教育业务收益为 13.8 亿元, 占公司收入 56%, 同比增长 48.2%; 来自游戏业务的收益为 10.4 亿元, 占公司收入 42.1%, 同比增长 29.5%。上半财年公司教育业务收入继续保持高速增长, 同时收购学习社区平台 Edmodo, 布局“硬件(普米)+内容(ClassFlow)+平台(Edmodo)”进一步增强协同效应, 依托主要游戏 IP 的移动端支撑, 公司实现了上半财年收入高速增长。

图 1、公司历年收入及同比增长



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司 2018 上半财年收入拆分



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

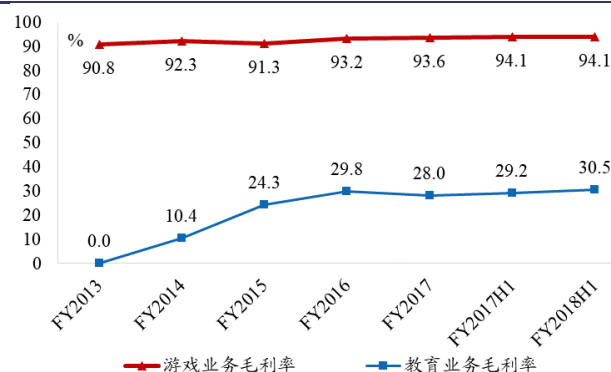
- **教育业务毛利率取得增长, 毛利润快速提升:** FY2018H1 公司毛利润 14 亿元, 同比增长 35.7%, 毛利率 56.8%, 同比减少 140bps。分业务来看, 2017 财年公司游戏业务毛利率 94.1%, 同比保持平稳; 教育业务毛利率 30.5%, 同比增加 130bps。受到教育拓展期毛利率下降, 公司毛利率水平略微下滑。

图 3、公司历年毛利润及毛利率



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

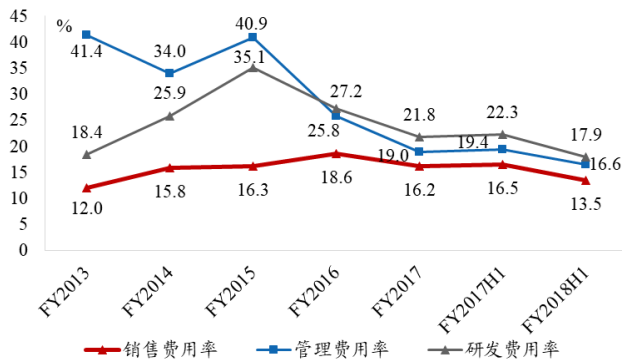
图 4、公司各项业务毛利率水平



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

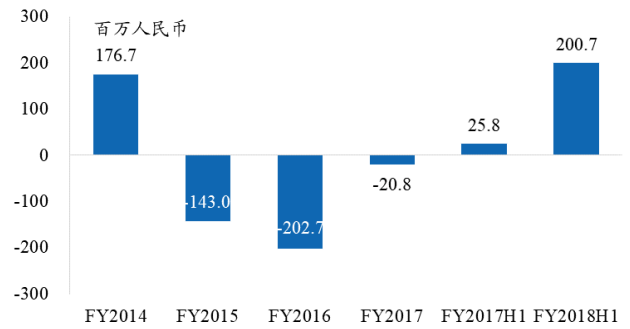
- **经营效率优化, 归母净利润同比增长 5.8 倍:** FY2018H1 公司管理水平进一步改善, 管理费用率 16.6%, 同比下降 280bps。销售费用率 13.5%, 同比减少 300bps。研发费用 17.9%, 同比减少 440bps, 研发效率有所提升。FY2018H1 公司录得归母净利润 2 亿元, 同比大增 5.8 倍。

图 5、各项费用率水平逐渐改善



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

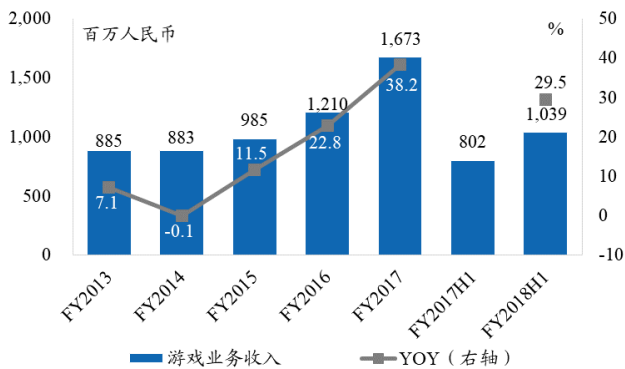
图 6、归母净利润同比大幅增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

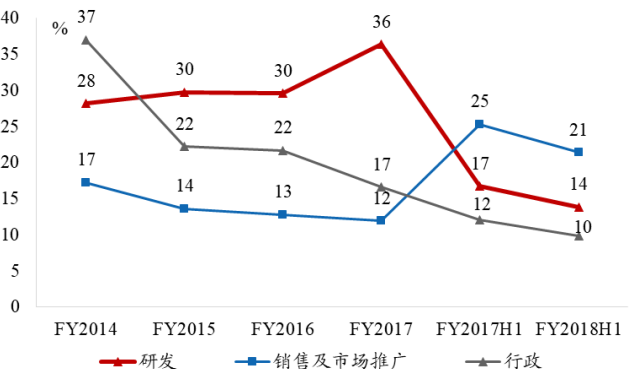
- **手游带动游戏持续增长**: FY2018H1 公司游戏业务收入达到 10.4 亿元，同比增长 29.5%，其中手游收入实现同比增长 53.4%，端游收入同比增长 25%。《魔域》游戏收益同比增长 37.8%，《英魂之刃》收入增长同比超过 100%。2018 上半财年游戏业务核心净利润实现 56.9% 高速增长。

图 7、公司游戏业务收入及同比增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

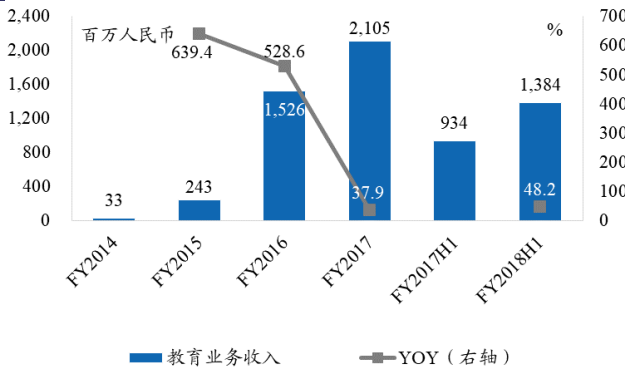
图 8、公司游戏业务费用率逐渐下行



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

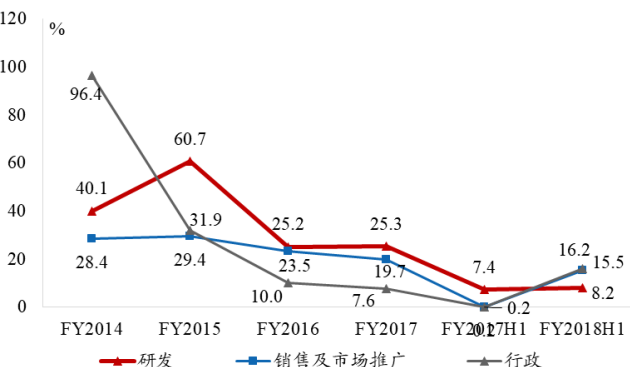
- **教育业务国际、国内共同高速增长**: 2018H1 公司实现教育收入 13.8 亿元，其中 Promethean 收入达到 1.96 亿美元，同比增长 56.7%，ASP 提升 16.2%；国内教育收入达到 1.06 亿元，同比增长 35.4%，截至 FY2018H1 公司仍有 3.5 亿元已签售的中国销售订单尚未交付或验收。

图 9、公司教育业务收入及同比增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司教育业务费用率稳中有升



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **收购学习社区平台 Edmodo，预计下半年并表后将与公司教育硬件产品、内容产品产生更多协同：**Edmodo 是一个向 K-12 学校目标老师、学生、管理人员及家长提供免费交流及合作的学习社区平台。Edmodo 网络可以令老师分享资源、分发测验及作业以及以安全、有意义的方式连接学生、同事和家长。目前 Edmodo 产品遍布 192 个国家的 40 万所学校，拥有 9100 万名登记用户，前五大市场分别是美国、印尼、墨西哥、哥伦比亚、菲律宾，其中美国市场占公司收入比重达到 80%。具体来看，Edmodo 有 800 万名教师用户，其中 350 万教师分布在美国；学生用户有 300 万名，其中 150 万名学生分布在美国。公司产品日均活跃用户达到 160 万人，月活用户达到 1600 万人。
- **展望未来：**网龙是游戏与教育结合的优质内容提供商与教育设备制造商。依托旗下经典游戏 IP 与资深游戏研发实力，公司实现游戏业务的稳定、健康发展；同时通过多元化经营与收购，公司在教育领域也逐渐突破，海外与国内市场规模实现稳步提升。FY2018H1 公司盈利能力大幅提升，教育业务占比进一步增加，国际教育业务保持高速增长，国内教育业务订单量大幅提升。2018 年下半年：1) 游戏业务方面，公司明星游戏《魔域》《英魂之刃》运营状况稳定，新游戏《英魂之刃 3D》等正在筹备中，截至目前还尚未取得许可证。2) 教育业务方面，国内方面华渔公司尚有 3.5 亿元已签售订单尚未交付确认收入，订单规模为上半财年国内教育收入 3 倍；国际方面普米教育硬件销售持续高速增长，Edmodo 的收购将会完善公司教育产品的生态布局。
- **我们的观点：**网龙是游戏与教育结合的优质内容提供商与教育设备制造商。依托旗下经典游戏 IP 与资深游戏研发实力，公司实现游戏业务的稳定、健康发展；同时通过多元化经营与收购，公司在教育领域已形成**硬件+内容+平台**全方位布局，海外与国内市场规模实现稳步提升。我们调整了盈利预测，预计 2018-2020 财年公司营业收入将分别达到 49.3、62.2 与 79.3 亿元，分别同比增长 27.5%、26.2%、27.5%。**维持公司“审慎增持”评级，上调目标价至 22.5 港元**，采用 SOTP 分部估值法估值对应游戏业务 9 倍 PE，教育业务 1 倍 PS，较 8 月 30 日收盘价有 26% 的上升空间。
- **风险提示：**1)、中国教育业竞争激烈；2) 教育行业政策变动；3) 游戏行业政策变动；4) 教育业务订单拓展不及预期；5) 游戏流水不及预期；6)、VIE 架构政策风险

附表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,695	2,680	2,513	2,552
货币资金	1,578	1,450	1,258	1,248
应收账款	380	493	518	566
存货	106	106	106	106
非流动资产	3,140	3,326	3,489	3,632
可供出售投资	11	11	0	0
物业、厂房及设备	1,373	1,558	1,721	1,865
无形资产	716	716	716	716
商誉	389	389	389	389
资产总计	5,836	6,005	6,002	6,184
流动负债	1,037	1,251	1,196	1,151
有抵押银行贷款	146	146	146	146
贸易及其他应付款	681	841	746	650
递延收入	96	149	189	241
非流动负债	315	315	315	315
递延税项负债	130	130	130	130
拨备	0	0	0	0
负债合计	1,352	1,566	1,511	1,466
股本	39	39	39	39
资本公积	4,510	4,461	4,499	4,690
未分配利润	4,549	4,500	4,538	4,729
少数股东权益	(65)	(61)	(47)	(12)
股东权益合计	4,484	4,439	4,491	4,717
负债及权益合计	5,836	6,005	6,002	6,184

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	-89	43	140	353
折旧和摊销	254	165	187	207
无形资产摊销	0	0	0	0
税项	57	11	35	88
财务费用	-8	-7	-6	-5
投资损失	0	0	0	0
递延收入减少	-11	54	39	52
经营活动产生现金流量	337	309	246	468
投资活动产生现金流量	-548	-350	-350	-350
融资活动产生现金流量	925	-88	-88	-127
现金净变动	713	-129	-192	-10
现金的期初余额	877	1,578	1,450	1,258
现金的期末余额	1,578	1,450	1,258	1,248

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,868	4,930	6,220	7,931
营业成本	-1,688	-2,103	-2,612	-3,249
销售费用	625	743	920	1,125
管理费用	735	801	928	1,072
研发费用	844	1,339	1,710	2,191
营业利润	-30	64	185	452
衍生财务工具亏损	3	0	0	0
利润总额	-89	43	140	353
所得税	-57	-11	-35	-88
少数股东损益	-68	4	14	35
归属母公司净利润	-21	39	126	318
EPS(元)	-0.41	0.07	0.24	0.60

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	38.5	27.5	26.2	27.5
营业利润增长率	-92.3	-313.0	189.3	144.6
归母净利润增长率	-89.7	-284.8	226	153.2
盈利能力(%)				
毛利率	56.4	57.4	58.0	59.0
净利率	-0.5	0.8	2.0	4.0
ROE	-0.5	0.9	2.8	6.7
偿债能力(%)				
资产负债率	23.2	26.1	25.2	23.7
流动比率	2.6	2.1	2.1	2.2
速动比率	1.5	1.2	1.1	1.1
营运能力(次)				
资产周转率	66.3	82.1	103.6	128.3
应收帐款周转率	0.0	10.0	12.0	14.0
每股资料(元)				
每股经营现金	0.7	0.6	0.5	0.9
每股净资产	9.1	8.3	8.4	8.9
估值比率(倍)				
PE	-35.2	200.6	61.5	24.3
PB	1.9	2.1	2.1	2.0

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、懿蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司和永续农业发展有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。