推荐

核心产品持续发热 教育业务稳定增长

网龙（777.HK）

2019-04-04 星期四

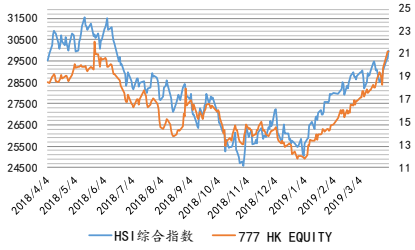
目标价：HK$ 25.00
现　价：HK$ 21.45
预计升幅：　16.5%

股本数据
总股本(亿股)：5.30
港股市值(亿港元)：114
52 周高/低（HK$)：22.15/11.28
每股净值(港元)：10.60
所属行业：TMT

主要股东

DJM	35.82%
国际数据集团	14.69%
刘路远	4.98%
Richmedia	4.94%
Fitter Property	3.57%

52 周行情图(Vs 恒生中国指数)



国元国际研究部
姓名：李承儒
电话：0755-21519182
Email:licr@gyzq.com.hk

投资要点

游戏业务超预期，魔域收入再创新高：

2018 年公司实现收入同比 30.2%的增长至 50.4 亿元，主要是由于游戏业务同比有大幅提升及教育业务稳步增长所致，由于游戏业务收入占比提升，毛利率同比提升 4.1 个百分点至 60.5%。分析其业务，游戏业务收入 23.7 亿元，同比大幅增长 41.5%，主要是因为公司核心游戏《魔域》推出了新的资料片及加入新功能，刺激了玩家的消费水平，ARPU 同比提升 64.8%至 665 元。手游方面《魔域》口袋版及《魔域手游》流水快速增长，而《英魂之刃》则维持稳定。公司目前游戏项目储备丰富，年初至今已有三款产品获得国内版号审批，目前这些产品已经进入测试阶段，而没有获取版号的产品预计将先在海外市场进行投放。

普米推出新产品，行业产品更新周期即将到来：

教育业务维持了稳定的增速，国内教育市场目前仍在亏损，为了维持扩张步伐，高额的费用使得业务短期看不到盈亏平衡点，但公司品牌进一步提升，截至 18 年底 101PPT 用户达到 500 万。海外业务普米的盈利能力经过公司整合后大幅提升，18 年实现经营溢利 2600 万美元，在中国政府“一带一路”的框架下公司业务开始向埃及、尼日利亚、肯尼亚和马来西亚等新兴市场国家拓展，而俄罗斯项目第二阶段已经开工。我们认为目前海外教学产品即将进入更新周期，而公司新一代互动白板 V7 能为用户带来更极致的体验，凭借新产品流畅的交互体验、出色的性能和人性化的细节设计，该产品获得德国红点设计大奖“Product Design 2019”，未来随着更新周期的到来，新产品的铺货将能拉动公司收入增长。另外海外互联网教育业务 Edmodo 用户数超过 1 亿人，遍布 190 多个国家的 40 万所学校，未来将会与普米的产品进行功能融合，通过用户实现流量变现。

给予推荐评级：

我们认为公司游戏业务今年应该能维持稳定增长，1 月至 2 月《魔域》更新后我们观察到玩家付费水平有进一步提升，教育业务海外部分将继续按照项目周期完成订单，国内部分基数仍然较小，并且短期无法盈利。给予目标价 25 港元，对应 2019 年游戏业务 PE9 倍及普米业务 PE8 倍，国内教育及 Edmodo 由于亏损因此不计入预期估值,对应现价有 16.5%的上升空间，给予**推荐评级**。

截至12月31日财政年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总营收（百万元）	3,868	5,038	6,220	7,763	8,791
变动	38.47%	30.25%	23.48%	24.81%	13.23%
净利润	(24)	546	693	917	1,154
变动	N/A	扭亏	26.99%	32.33%	25.92%
每股收益（元）	-0.04	1.02	1.30	1.72	1.72
基于市价市盈率（倍）	N/A	15.96	12.55	9.48	9.48

资料来源：公司年报、国元国际预测

游戏行业相关公司估值及评级

代码	公司名称	市值(亿)	PE				PB			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
700 HK	腾讯控股	34844.58	44.50	40.04	33.48	26.37	12.54	8.99	7.09	5.64
799 HK	IGG	139.58	9.22	9.21	9.09	8.17	6.26	5.35	4.24	3.15
6899 HK	联众	8.64	11.24	5.20	N/A	N/A	1.39	N/A	N/A	N/A
3888 HK	金山软件	288.96	N/A	111.14	27.53	20.90	2.35	1.90	1.78	1.64
777 HK	网龙	112.44	N/A	40.44	15.06	11.97	2.12	2.17	1.89	1.68
1119 HK	创梦天地	80.63	N/A	20.87	8.94	7.41	N/A	3.01	2.14	1.64
NTES US	网易公司	339.21	27.62	26.76	23.93	19.95	6.45	4.33	4.01	3.49
CYOU US	畅游	9.34	11.17	9.94	8.94	9.03	1.45	1.23	1.14	1.04
平均			20.75	32.95	18.14	14.83	4.65	3.86	3.19	2.61

资料来源：国元国际，Bloomberg

教育行业相关公司估值及评级

代码	公司名称	市值(亿)	PE				PB			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
1317 HK	枫叶教育	120.41	24.91	16.18	16.18	13.21	4.33	3.11	2.73	2.47
1565 HK	成实外教育	106.87	41.64	22.52	18.30	12.90	4.83	2.99	2.76	2.45
6169 HK	宇华教育	108.07	27.21	17.95	13.76	12.12	3.95	2.86	2.39	2.16
6068 HK	睿见教育	84.71	35.66	23.88	18.02	15.06	4.58	3.90	3.47	2.96
1569 HK	民生教育	73.12	19.43	18.83	14.96	12.60	1.77	1.91	1.58	1.42
839 HK	中教控股	241.62	19.81	36.84	23.46	19.55	1.94	3.30	2.93	2.61
2001 HK	新高教集团	54.81	19.79	16.87	13.16	10.31	2.79	2.52	2.26	1.93
2779 HK	中国新华教育	41.98	N/A	15.25	12.31	10.66	N/A	1.60	1.42	1.29
1765 HK	希望教育	84.00	N/A	23.40	14.83	11.96	N/A	1.90	1.60	1.47
1773 HK	天立教育	49.80	N/A	22.89	16.45	11.51	N/A	2.02	1.79	1.62
777 HK	网龙	112.17	N/A	41.26	15.36	12.21	2.12	2.21	1.93	1.72
平均			26.92	23.26	16.07	12.92	3.29	2.58	2.26	2.01

资料来源：国元国际，Bloomberg

财务报表预测

利润表

<百万元>,截至财年十二月

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**3,868**	**5,038**	**6,220**	**7,763**	**8,791**
成本	(1,688)	(1,990)	(2,546)	(3,075)	(3,671)
毛利	**2,180**	**3,047**	**3,674**	**4,688**	**5,119**
销售及管理费用	(1,359)	(1,551)	(1,849)	(2,309)	(2,377)
研发开支	(844)	(923)	(1,098)	(1,372)	(1,441)
其他运营收入	96	106	109	109	109
其他运营费用	(102)	(153)	(93)	(109)	(123)
运营利润	**(30)**	**526**	**744**	**1,007**	**1,287**
财务成本	(10)	(12)	(13)	(13)	(13)
其他费用	9	54	4	4	4
税前利润	**(32)**	**568**	**734**	**998**	**1,277**
所得税	(57)	(91)	(110)	(150)	(192)
净利润	**(89)**	**477**	**624**	**848**	**1,086**
少数股东权益	(65)	(69)	(69)	(69)	(69)
归属母公司净利润	**(24)**	**546**	**693**	**917**	**1,154**
EBITDA	**213**	**770**	**1,028**	**1,290**	**1,572**

资产负债表

<百万元>,截至财年十二月

	2017A	2018A	2019E	2020E	2016A
应收账款	651	794	881	1,018	1,110
投资性金融资产	186	567	567	567	567
其他流动资产	8	3	6	6	7
银行存款	165	240	240	240	240
现金	1,578	1,483	2,588	3,527	4,629
存货	106	267	358	430	518
流动资产合计	**2,695**	**3,355**	**4,281**	**5,359**	**6,553**
固定资产	1,450	1,745	1,860	1,992	2,142
预付租赁费	515	293	323	355	390
无形资产	716	825	684	559	447
对第三方投资	33	39	39	39	39
其他应收账款	37	98	103	109	115
商誉	389	391	391	391	391
非流动资产合计	**3,140**	**3,391**	**3,400**	**3,445**	**3,524**
资产合计	**5,836**	**6,746**	**7,681**	**8,803**	**10,077**
应付账款	681	783	1,091	1,361	1,541
递延收入	96	0	0	0	0
其他流动负债	260	699	722	745	772
流动负债合计	**1,037**	**1,482**	**1,813**	**2,106**	**2,314**
可转换优先股	182	279	279	279	279
其他长期负债	133	186	186	186	186
负债合计	**1,352**	**1,947**	**2,278**	**2,571**	**2,778**
权益	4,549	4,933	5,538	6,366	7,433
少数股东权益	(65)	(134)	(134)	(134)	(134)
负债及权益合计	**5,836**	**6,746**	**7,681**	**8,803**	**10,077**

财务比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入	38.47%	30.25%	23.48%	24.81%	13.23%
营业利润	N/A	N/A	41.24%	35.44%	27.76%
归属于母公司净利	N/A	N/A	26.99%	32.33%	25.92%
获利能力(%)					
毛利率	56.36%	60.49%	59.07%	60.39%	58.23%
净利率	-2.30%	9.47%	10.03%	10.92%	12.35%
ROA	-1.52%	7.07%	8.12%	9.63%	10.77%
ROE	-0.53%	11.37%	12.82%	14.71%	15.82%
偿债能力					
资产负债率	23.16%	28.86%	29.65%	29.20%	27.57%
流动比率	2.6	2.3	2.4	2.5	2.8
速动比率	2.6	2.3	2.4	2.5	2.8
营运能力					
应收账款周转率	6.0	6.4	7.1	7.7	8.0
应付账款周转率	5.7	4.2	4.1	4.4	4.5
每股指标					
基本每股收益	-0.04	1.02	1.30	1.72	1.72
摊薄每股收益	-0.04	1.02	1.30	1.72	1.72
每股经营现金流	0.63	1.30	3.64	3.59	4.11
每股净资产	8.42	9.01	10.14	11.70	13.70

现金流量表

<百万元>,截至财年十二月

	2017A	2018E	2019E	2020E	2020E
净利润	(89)	477	624	848	1,086
折旧及摊销	17	131	140	154	169
PP&E及无形资产损失	335	388	469	541	635
运营资本变动	(137)	(200)	826	528	498
其他非现金调整	211	(101)	(120)	(160)	(202)
经营活动现金流	**337**	**694**	**1,938**	**1,911**	**2,187**
资本开支	(425)	(515)	(594)	(764)	(877)
金融资产净额	(33)	(368)	0	0	0
其他投资活动现金流	(112)	227	(224)	(224)	(223)
投资活动现金流	**(548)**	**(646)**	**(818)**	**(988)**	**(1,100)**
发行优先股	0	(87)	0	0	0
支付股利	(88)	(89)	(88)	(88)	(88)
其他融资活动现金流	1,012	33	72	103	103
融资活动现金流	**925**	**(143)**	**(16)**	**15**	**15**
现金净增加额	713	(94)	1,104	939	1,102
汇兑损益	(12)	(1)	0	0	0
年末现金	**1,578**	**1,483**	**2,588**	**3,527**	**4,629**

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责申明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写，所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元国际控股有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电　　话：(852) 3769 6888

传　　真：(852) 3769 6999

服务热线：400-888-1313

公司网址：http://www.gyzq.com.hk