

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

投资要点

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

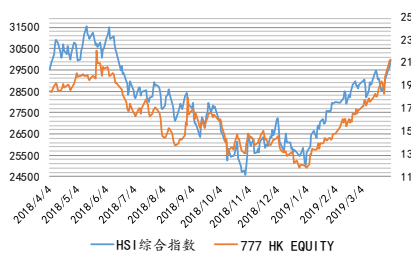
每股净值(港元): 10.60

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)



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

国元国际研究部

姓名: 李承儒

电话: 0755-21519182

Email: licr@gzq.com.hk

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%
归属于母公司净利润	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

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或被視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能買入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元國際控股有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元國際”)編寫，所載資料的來源皆被國元國際認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元國際或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元國際於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元國際事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元國際保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元國際控股有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無雇員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元國際控股有限公司

香港中環干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>