

# 买入

## 教育业务盈利逐渐清晰 游戏业务静待爆发

### 网龙 (777.HK)

2020-11-11 星期三

### 投资要点

目标价: **21.5 港元**  
 现价: 16.7 港元  
 预计升幅: 28.7%

#### ➤ 公司上半年收入增长受疫情影响放缓:

公司 2020 年上半年录得收入 28 亿元人民币, 同比增长 6%。归母净利润为 3.4 亿元人民币, 同比下滑 20%。分业务来看, 集团游戏业务收益同比增长 4.5%, 教育业务收入同比增长 8.5%。

### 重要数据

日期	2020-11-11
收盘价 (港元)	16.7
总股本 (百万股)	564
总市值 (百万港元)	94,060
净资产 (百万港元)	5,985
总资产 (百万港元)	8,659
52 周高低 (港元)	29.15/15.50
每股净资产 (港元)	11.77

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

#### ➤ 新游戏上线日程推迟, 预计明年上半年将爆发:

游戏业务收益同比增长 4.5%, 增速环比降低一方面受疫情影响, 玩家的游戏内消费, 另一方面由于新游戏内容研发、测试及版号的原因, 上线日程被再次推迟。公司目前游戏储备包括《魔域传说》、《魔域手游 II》、《风暴魔域 II》及《终焉誓约》, 这些产品已经全部取得版号, 预计在 2020 年底及 2021 年上半年上线, 因此明年公司游戏业务收入将有较大增长。

#### ➤ 教育业务斩获新订单, 盈利模式逐渐清晰:

公司下半年与加纳教育部达成合作协议, 让业务发展又上新的台阶, 商业化模式逐渐清晰。根据合作协议, Edmodo 获加纳教育部选为该国 K12 教育体系唯一指定在线学习平台, Edmodo 将进入加纳超过 3 万所公立及私立学校, 覆盖加纳全国 930 万名学生和 45 万名教师。我们预计该合作业务与埃及合作项目区别不大, 应该是按使用用户数进行付费, 第一年公司将首先覆盖加纳全国范围的 50 万至 100 万用户。

### 主要股东

DJM Holding Ltd. (33.88%)
国际数据集团 (13.84%)
刘路远 (3.82%)

#### ➤ 维持买入评级, 目标价 21.5 港元:

预计 2020 年公司游戏业务总体保持平稳, 随着新游戏陆续上线, 公司收入规模将提升, 而且按照公司的上线计划, 2021 年上半年收入将会有较大提升; 教育业务上半年普米的销售和出货受到较大影响, 下半年业务有望恢复正常。另外随着 Edmodo 扩大变现, 除广告收入之外, 继续扩大 2B 和 2G 的订阅收费模式, 预期在 2021 年将贡献稳定收入和利润。不考虑到非核心区域的海外订单有不确定性影响, 我们预计 2020-2022 年收入整体增速分别为 3.3%/22%/11.3%, 采取分布估值法, 游戏业务 2020 年 8 倍 PE 及教育业务 2020 年 1 倍 PS, 对应市值为 121 亿港元, 给予目标价 21.5 港元, 较现价有 28.7% 升幅, 买入评级。

### 相关报告

网龙(777.HK)-首发报告-20111222  
 网龙(777.HK)-更新报告-20180530  
 20190404、20190927、20200403

### 研究部

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

截至12月31日财政年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总营收 (百万元)	5,038	5,793	5,984	7,300	8,122
变动	30.25%	15.00%	3.29%	22.01%	11.25%
净利润	546	807	770	1,164	1,238
变动	扭亏	47.96%	-4.66%	51.22%	6.34%
每股收益 (元)	1.02	1.52	1.44	2.18	2.32
基于市价市盈率 (倍)	15.96	10.72	9.25	6.11	5.75

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 公司上半年业绩情况：

公司 2020 年上半年录得收入 28 亿元人民币，同比增长 6%。归母净利润为 3.4 亿元人民币，同比下滑 20%。分业务来看，集团游戏业务收益同比增长 4.5%，增速环比降低一方面受疫情影响，玩家的游戏内消费，另一方面由于新游戏内容研发、测试及版号的原因，上线日程被再次推迟。上半年公司核心 IP 产品《魔域》收益仍录得增长，MAU 在资料片更新后数量环比有大幅增加；《征服》上半年新推出了忍者主题资料片，优化了画质，游戏玩法也进行了更新，提升了玩家 ASP；《英魂之刃》上半年通过与知名 IP（日本动漫《OVERLORD》）联动，提高了用户群覆盖。公司目前游戏储备丰富，包括《魔域传说》、《魔域手游 II》、《风暴魔域 II》及《终焉誓约》，这些产品已经全部取得版号，预计在 2020 年底及 2021 年上半年上线，因此明年公司游戏业务收入将有较大增长。在游戏业务运营策略上，集团将继续 IP 价值最大化战略，并扩充 IP 游戏组合，此外继续扩大海外市场布局，目前来自海外的游戏收入占上半年收入 11.9%，鉴于集团的 IP 价值和研发能力，未来增长空间巨大。

公司教育业务收入同比增长 8.5%，业务实现营业亏损 3.8 亿元，同比扩大 34%，同样是由于疫情原因，普罗米修斯上半年发展面临挑战，二季度出货量有显著下降。公司预计下半年随着疫情稳定，出货量将恢复到正常水平。另外公司开始通过结合 SaaS 业务，提升教育业务整体商业化水平。由于疫情激发了海外市场远程学习需求，公司旗下在线学习平台 Edmodo 上半年用户数大幅度增长 MAU 创历史新高，达到 170 万，目前该平台已经能够自上而下地向整个学校、地区和国家提供混合式学习体验，并以 SaaS 或订阅的模式进行变现，例如公司在埃及新签的订单，除了采购基础硬件设施外，同时还订阅了线上教学板块，订单利润率水平较以往历史订单有较大提升。未来 Edmodo 还将继续利用普米现有的销售网络进行推广。

### 游戏储备丰富，核心产品数据超预期：

公司计划在 2020 年底前上三个新游戏，包括《魔域传说 H5》、《魔域手游 2》，还有个已经进行进入测试阶段，预计对下半年游戏业务收入增长会有一定带动。从此前的内测数据显示，《魔域传说 H5》变现不错，有机会成为爆款产品。从市场的同类别产品，如传奇之类的，表现均不错且产品模式已经验证，公司预计该产品的一年产生流水将超过 2 亿，总体预计下半年游戏收入环比增长。明年上半年和 B 站合作的《终焉誓约》游戏会在一季度上线，而 2020 年由于疫情问题导致上半年游戏收入增长放缓，所以明年上半年将够看到爆发性的增长。另外我们认为海外游戏

市场空间较大，目前收入占比只有 11%，实际上公司在海外已经开始部署，未来与 Edmodo 结合可能会产生较好的化学反应，公司预计会将几个核心 IP 放在海外布局。

**图 1：公司 2020 年下半年至 2021 年新游戏上线计划**

魔域 IP	《魔域手游II》 (开放世界MMO手游)	《风暴魔域2》 (MMO手游)	《魔域传说H5》 (HTML5)
Neopets IP	《Neopets 三消》 (休闲手游)	《Neopets Island Builders》 (休闲手游)	
英魂之刃 IP	《英魂王座》 (TCG对战手游)		
新IP	《終焉誓約》 (URPG手游)		

资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

#### 公司与加纳教育部达成合作协议：

自新冠疫情爆发以来，公司的全球化在线学习小区平台 Edmodo 活跃用户及新注册用户数目实现大幅增长。Edmodo 目前采用免费加增值服务的运营模式，平台内容同比去年有极大丰富，内容质量也受到广泛海外师生的认可，目前平台日活跃用户超过 500 万。而公司下半年与加纳教育部达成合作协议，让业务发展又上新的台阶，商业化模式逐渐清晰。根据合作协议，Edmodo 获加纳教育部选为该国 K12 教育体系唯一指定在线学习平台，Edmodo 将进入加纳超过 3 万所公立及私立学校，覆盖加纳全国 930 万名学生和 45 万名教师。网龙与加纳此前已展开合作，自去年开始便与加纳进行了数次密切交流，并与加纳政府签署了数字化教育合作备忘录，此次合作达成正是公司前期积累的成果，我们预计该合作业务与埃及合作项目区别不大，应该是按使用用户数进行付费，第一年公司将首先覆盖加纳全国范围的 50 万至 100 万用户。

#### 维持买入评级，静待业绩回升：

预计 2020 年公司游戏业务总体保持平稳，随着新游戏陆续上线，公司收入规模将提升，而且按照公司的上线计划，2021 年上半年收入将会有较大提升；教育业务上半年普米的销售和出货受到较大影响，下半年业务有望恢复正常。另外随着 Edmodo 扩大变现，除广告收入之外，继续扩大 2B 和 2G 的订阅收费模式，预期在 2021 年将贡献稳定收入和利润。不考虑到非核心区域的海外订单有不确定性影响，我们预计 2020-2022 年收入整体增速分别为 3.3%/22%/11.3%，采取分布估值法，游戏业务

2020年8倍PE及教育业务2020年1倍PS，对应市值为121亿港元，给予目标价21.5港元，较现价有28.7%升幅，买入评级。

## 财务报表摘要

利润表						财务比率					
<百万元>, 截至财年十二月											
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,038	5,793	5,984	7,300	8,122	成长能力 (%)					
成本	(1,990)	(1,938)	(2,002)	(2,304)	(2,670)	营业收入	30.2%	15.0%	3.3%	22.0%	11.3%
毛利	3,047	3,855	3,982	4,997	5,452	营业利润	N/A	47.8%	1.9%	58.5%	6.9%
销售及管理费用	(1,551)	(1,799)	(1,979)	(2,326)	(2,611)	归属于母公司净利	N/A	48.0%	-4.7%	51.2%	6.3%
研发开支	(923)	(1,075)	(1,237)	(1,422)	(1,493)	获利能力 (%)					
其他运营收入	106	111	114	114	114	毛利率	60.5%	66.5%	66.5%	68.4%	67.1%
其他运营费用	(153)	(314)	(87)	(106)	(117)	净利率	9.5%	12.1%	11.1%	14.5%	14.0%
运营利润	526	778	793	1,257	1,344	ROA	7.1%	9.1%	7.8%	10.7%	10.1%
财务成本	(12)	(25)	(13)	(13)	(13)	ROE	11.4%	15.1%	12.7%	16.3%	15.0%
其他费用	54	113	3	3	3	偿债能力					
税前利润	568	866	783	1,247	1,333	资产负债率	28.9%	30.9%	29.2%	27.9%	26.2%
所得税	(91)	(163)	(117)	(187)	(200)	流动比率	2.3	2.1	2.4	2.7	3.0
净利润	477	703	665	1,060	1,133	速动比率	2.3	2.1	2.4	2.7	3.0
少数股东权益	(69)	(104)	(104)	(104)	(104)	营运能力					
归属母公司净利润	546	807	770	1,164	1,238	应收账款周转率	6.4	5.5	6.9	7.5	7.7
						应付账款周转率	4.2	3.7	3.7	3.9	4.0
资产负债表						现金流量表					
<百万元>, 截至财年十二月						<百万元>, 截至财年十二月					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应收账款	794	1,047	863	980	1,053	净利润	477	703	665	1,060	1,133
投资性金融资产	567	508	508	508	508	折旧及摊销	131	149	157	173	5
其他流动资产	3	10	6	6	7	PP&E及无形资产损失	388	536	521	642	435
银行存款	240	161	161	161	161	运营资本变动	(200)	(157)	383	529	476
现金	1,483	2,126	3,284	4,421	5,610	其他非现金调整	(101)	(173)	(127)	(197)	(210)
存货	267	237	260	298	348	经营活动现金流	694	1,176	1,599	2,207	1,839
流动资产合计	3,355	4,089	4,822	6,077	7,339	资本开支	(515)	(453)	(568)	(713)	0
固定资产	1,745	2,025	2,144	2,282	2,286	金融资产净额	(368)	(36)	0	0	0
预付租赁费	293	467	514	565	622	其他投资活动现金流	227	82	171	(352)	(648)
无形资产	825	676	551	441	441	投资活动现金流	(646)	(241)	(397)	(1,065)	(648)
对第三方投资	39	67	64	60	57	发行优先股	(87)	(207)	0	0	0
其他应收账款	98	119	125	131	138	支付股利	(89)	(140)	(88)	(88)	(88)
商誉	391	313	313	313	313	其他融资活动现金流	33	79	51	90	93
非流动资产合计	3,391	3,668	3,712	3,793	3,857	融资活动现金流	(143)	(268)	(37)	2	5
资产合计	6,746	7,757	8,534	9,870	11,196	现金净增加额	(94)	667	1,165	1,143	1,196
应付账款	783	981	1,049	1,280	1,424	汇兑损益	(1)	(7)	(7)	(7)	(7)
递延收入	0	0	0	0	0	年末现金	1,483	2,144	3,284	4,421	5,610
其他流动负债	699	923	949	979	1,011						
流动负债合计	1,482	1,903	1,998	2,259	2,435						
可转换优先股	279	355	355	355	355						
其他长期负债	186	138	138	138	138						
负债合计	1,947	2,396	2,491	2,751	2,928						
权益	4,933	5,596	6,278	7,354	8,503						
少数股东权益	(134)	(235)	(235)	(235)	(235)						
负债及权益合计	6,746	7,757	8,534	9,870	11,196						

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电话：(852) 37696888  
传真：(852) 37696999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>