

买入

游戏产品储备丰富,教育提升商业化水平

网龙 (777.HK)

2021-05-27 星期四

投资要点

目标价: **29.6 港元**
 现价: 22.4 港元
 预计升幅: 32.7%

重要数据

日期	2021-05-26
收盘价 (港元)	22.4
总股本 (百万股)	556
总市值 (百万港元)	12,466
净资产 (百万港元)	8,034
总资产 (百万港元)	12,069
52 周高低 (港元)	26.04/15.70
每股净资产 (港元)	14.42

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

DJM Holding Ltd	34.06%
国际数据集团	11.68%
刘路远	3.84%

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、
 20201111

研究部

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

➤ 公司 2020 年收入受疫情影响较大:

公司 2020 年实现总收益 61.37 亿元,同比增长 5.9%,净利润为 9.54 亿元,同比增 18.1%。分业务来看,游戏业务 34.33 亿元,同比增长 4.0%。教育业务收益为人民币 24.44 亿元,同比增长 2.0%。其中普米继续保持市场领导者地位,收益持续增长。核心产品互动平板全年出货量同比增长 16.4%。

➤ 新游戏将在下半年上线,收入增长有望提振:

公司旗舰 IP《魔域》在 2020 年实现活跃用户数量增加,《魔域》IP 的 MAU 及日 DAU 在 2020 年内分别增长了 22%及 37%。《英雄之刃》下半年通过合作,将玩家群扩展至二次元游戏玩家。《征服》推出多个资料片,推动全年收益增长 6.3%。公司预计 2021 年将有多款新游上线,进一步丰富游戏产品线,带动游戏业务增长。

➤ 教育业务拓展非硬件收入,商业化路径明确:

2020 年教育海外部分普米市场地位依然稳固,得益于线上渠道的打通,普米在下半年增长强劲,收益环比增长 8.0%,同时在多个地区开始提供互联网增值服务,开始提供商业化水平。国内部分,“网教通”平台已进入国内九个省份。“101 教育 PPT”月活跃设备突破 150 万。随着公司国内非硬件收入提升,亏损额将收窄。

➤ 维持“买入”评级:

预计 2021 年公司游戏业务增长下半年有望提速,教育业务海外部分将贡献稳定收入和利润增长,国内亏损缩窄。采取分布估值法,游戏业务 2021 年 5 倍 PE 及教育业务 2021 年 1 倍 PS,对应市值为 165 亿港元,给予目标价 29.6 港元,较现价有 32.7%升幅,买入评级。

截至 12 月 31 日财政年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总营收 (百万元)	5,793	6,138	7,197	8,411	9,735
变动	15.00%	5.95%	17.27%	16.86%	15.74%
净利润	807	952	1,187	1,406	1,692
变动	47.96%	17.92%	24.74%	18.45%	20.29%
每股收益 (元)	1.52	1.71	2.10	2.48	2.99
基于市价市盈率 (倍)	10.72	10.43	8.51	7.19	5.97

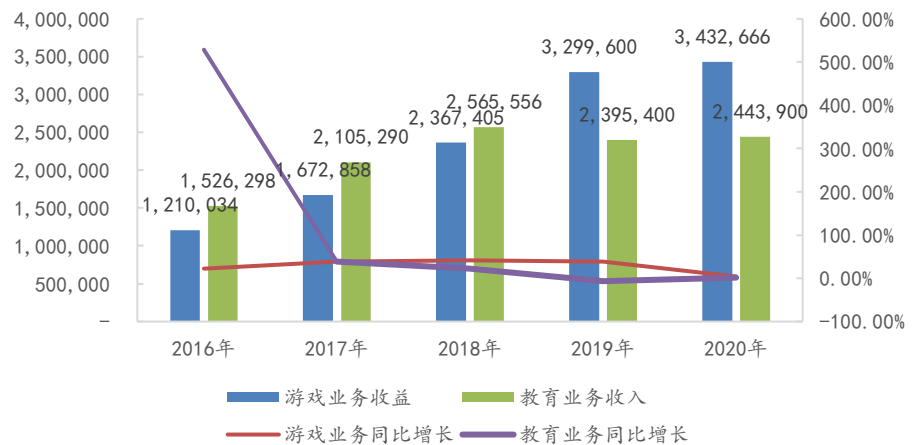
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

公司 2020 年收入受疫情影响较大：

公司 2020 年实现总收益 61.37 亿元，同比增长 5.9%，净利润为 9.54 亿元，同比增 18.1%。分业务来看，游戏业务收益为 34.33 亿元，同比增长 4.0%。增长放缓主要是由于高付费用户的充值放缓使得平均月流水没有增长，随着经济复苏，单看游戏业务下半年收入恢复增长势头，环比增长 8.4%。海外游戏市业务目前收入保持强劲增长，占总体游戏业务约的 13.7%。教育業務收益為人民幣 24.44 亿元，同比增长 2.0%。其中普米继续保持市场领导者地位，收益持续增长。核心产品互动平板全年出货量同比增长 16.4%。

图 1：各项业务表现情况（千元）



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

新游戏将在下半年上线，收入增长有望提振：

公司旗舰 IP《魔域》在 2020 年实现活跃用户数量增加，从而推动收益取得稳健的增长。2020 年中《魔域》IP 一共推出了七个新资料片以及一款新游戏，让《魔域》IP 的 MAU 及日 DAU 在 2020 年内分别增长了 22% 及 37%。《英雄之刃》下半年通过与人气动漫《OVERLORD》和《关于我转生成为史莱姆这档事》合作，进一步获得更广泛的关注，玩家群扩展至二次元游戏玩家。《征服》不断丰富内容及提升玩家体验，于 2020 年内推出多个资料片，推动全年收益增长 6.3%。公司预计 2021 年将有《魔域手游 II》、《魔域传说》、《Neopets 三消》、《Neopets Island Builders》以及《终焉誓约》等多款新游上线，进一步丰富游戏产品线，带动游戏业务增长。与 BILIBILI 合作的首个二次元风格手游《终焉誓约》计划于今年三季度推出。

图 2：公司核心游戏表现及产品储备


资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

教育业务拓展非硬件收入，商业化路径明确：

教育海外部分，2020年公司与埃及教育部签署五年谅解备忘录并开始向埃及提供全国范围内的混合式学习解决方案，同时与泰国、加纳、马来西亚多国开展订单磋商，计划未来将通过硬件加服务的模式促进这些地区教育产品变现率提升。2020年普米市场地位依然稳固，得益于线上渠道的打通，普米在下半年增长强劲，收益环比增长8.0%，2020年核心产品互动平板全年出货量同比增长16.4%。国内部分，受益于疫情带动远程教学需求的增长，“网教通”平台快速发展。2020年网教通平台的月活跃用户数快速增长至200万，较2019年增长超过10倍。同时，网教通平台通过政企合作模式进一步扩大布局，目前已进入国内九个省份，其中有湖北省、河南省、陕西省的省级官方教育平台。随着科技产品在教学中的应用普及，网教通有望帮助公司实现规模化变现。另一方面“101教育PPT”月活跃设备突破150万，并将进行直播课程变现模式。此外，公司与中央电化教育馆合作的虚拟实验教学服务系统在全国六个省份成功开展试点应用，未来将以SaaS模式向全国中小学推广，预计2021年开始产生收益，有望进一步丰富公司教育业务变现路径，预计未来随着公司国内非硬件收入提升，国内教育业务亏损额将收窄。

维持买入评级：

预计2021年公司游戏业务增长下半年有望提速，随着新游戏陆续上线，公司收入规模将明显提升。教育业务继续扩大2B和订阅收费模式，预期在2021年海外部分将贡献稳定收入和利润增长，国内亏损缩窄。我们预计2021-2023年收入整体增速分别为17.3%/16.9%/15.7%，采取分布估值法，游戏业务2021年5

倍 PE 及教育业务 2021 年 1 倍 PS，对应市值为 165 亿港元，给予目标价 29.6 港元，较现价有 32.7% 升幅，买入评级。

财务报表预测

利润表						财务比率					
<百万元>, 截至财年十二月											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,793	6,138	7,197	8,411	9,735	成长能力 (%)					
成本	(1,938)	(1,966)	(2,183)	(2,545)	(3,053)	营业收入	15.0%	5.9%	17.3%	16.9%	15.7%
毛利	3,855	4,171	5,015	5,866	6,682	营业利润	47.8%	39.5%	18.7%	20.0%	21.7%
销售及管理费用	(1,799)	(1,797)	(2,155)	(2,429)	(2,671)	归属于母公司净利	48.0%	17.9%	24.7%	18.5%	20.3%
研发开支	(1,075)	(1,176)	(1,411)	(1,665)	(1,832)	获利能力 (%)					
其他运营收入	111	231	231	231	231	毛利率	66.5%	68.0%	69.7%	69.7%	68.6%
其他运营费用	(314)	(344)	(390)	(456)	(527)	净利率	12.1%	13.9%	15.1%	15.6%	16.4%
运营利润	778	1,086	1,289	1,547	1,883	ROA	9.1%	8.5%	9.9%	10.6%	11.5%
财务成本	(25)	(158)	(10)	(10)	(10)	ROE	15.1%	14.3%	15.7%	16.4%	17.1%
其他费用	113	144	3	3	3	偿债能力					
税前利润	866	1,072	1,282	1,540	1,875	资产负债率	30.9%	33.4%	31.6%	30.2%	28.8%
所得税	(163)	(218)	(192)	(231)	(281)	流动比率	2.1	3.1	3.4	3.5	3.7
净利润	703	854	1,090	1,309	1,594	速动比率	2.1	3.1	3.4	3.5	3.7
少数股东权益	(104)	(98)	(98)	(98)	(98)	营运能力					
归属母公司净利润	807	952	1,187	1,406	1,692	应收账款周转率	5.5	6.5	6.9	7.3	7.7
						应付账款周转率	3.7	4.0	4.2	4.3	4.5
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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应收账款	1,047	953	1,046	1,154	1,272	净利润	703	854	1,090	1,309	1,594
投资性金融资产	508	530	530	530	530	折旧及摊销	149	171	171	188	206
其他流动资产	10	14	18	19	19	固定资产及无形资产变动	536	768	652	771	943
银行存款	161	195	195	195	195	运营资本变动	(157)	(185)	471	256	262
现金	2,126	4,114	5,292	6,372	7,641	其他非现金调整	(173)	(228)	(202)	(241)	(291)
存货	237	317	373	436	526	经营活动现金流	1,176	1,330	2,181	2,282	2,715
流动资产合计	4,089	6,123	7,081	8,270	9,658	资本开支	(453)	(579)	(702)	(835)	(981)
固定资产	2,025	2,073	2,213	2,373	2,555	金融资产净额	(36)	(97)	1	1	1
预付租赁费	467	455	501	551	606	其他投资活动现金流	(74)	40	18	8	(19)
无形资产	676	626	507	401	307	投资活动现金流	(397)	(632)	(683)	(826)	(999)
对第三方投资	67	66	64	63	61	发行优先股	(69)	627	0	0	0
其他应收账款	119	409	414	420	427	支付股利	(140)	(255)	(297)	(352)	(423)
商誉	313	241	241	241	241	其他融资活动现金流	79	943	0	0	0
非流动资产合计	3,668	3,870	3,941	4,049	4,196	融资活动现金流	(130)	1,315	(297)	(352)	(423)
资产合计	7,757	9,993	11,022	12,320	13,854	现金净增加额	649	2,013	1,201	1,105	1,293
应付账款	981	1,091	1,262	1,475	1,707	汇兑损益	(7)	(24)	(24)	(24)	(24)
递延收入	0	0	0	0	0	年末现金	2,126	4,114	5,292	6,372	7,641
其他流动负债	923	869	836	867	900						
流动负债合计	1,903	1,961	2,098	2,342	2,607						
租赁	355	1,284	1,284	1,284	1,284						
其他长期负债	138	96	96	96	96						
负债合计	2,396	3,341	3,479	3,722	3,988						
权益	5,596	6,807	7,698	8,753	10,022						
少数股东权益	(235)	(155)	(155)	(155)	(155)						
负债及权益合计	7,757	9,993	11,022	12,320	13,854						

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

免责声明

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>