

## 网龙 (777 HK)

### 收获进行时，憧憬全年盈利

- ❖ **2Q17 扭亏为盈，业绩远超预期。**公司 2Q17 收入 10.6 亿（人民币·下同），同比增长 33%，超一致预期 7%；调整后净利润为 9,330 万，同比增长 232%，超一致预期 45%，主要受益于游戏的持续强劲增长，教育旺季下教育业务的超预期表现，及经营效率优化下净利润率的大幅提升（教育各项费用率均大幅下滑）。此外，公司宣布中期派息每股 0.1 港元。
- ❖ **教育：受益于普米销售旺季，且亏损率显著收窄。**国际教育 2Q17 收入 5.9 亿（占教育业务 93%），同比增长 30%。在提升成熟地区市占率的同时，我们认为普米增长空间将主要来自于成熟地区的换机需求及新兴市场的进入（e.g. 俄罗斯、土耳其、马来西亚等）。其中，2016 年教室交互式显示器渗透率在英国、加美地区分别高达 92%、67%，而新兴市场拉丁美洲、亚洲等渗透率仅为 12%、24%，可开拓空间巨大。国内教育虽占比较小，但保持高速增长（+77% YoY），且 2Q17 已签订 1.13 亿元订单，同比增长+400%。考虑季节因素（国内教育旺季在 3Q 及 4Q），预计 2H17 订单量将超过 1H17，收入有望录得大幅增长（受益于收入的逐步确认及订单需求的增加）。2Q17 教育业务 GPM 为 32.2%，较去年同期略有下滑（下滑 0.3 个百分点），归因于国际教育新兴市场 GPM 较低（一般低于成熟市场约 5 个百分点）。受益于经营杠杆及营运简化，国际教育 SG&A 费用同比减少 14%，其中普米经营溢利为 7,860 万元。2Q17 整体教育业务经营性亏损同比减少 64%至 3,140 万元，我们对国际教育今年年底实现扭亏为盈的目标持乐观态度，且期待国内教育亏损率逐渐收窄。
- ❖ **游戏强劲增长持续。**2Q17 游戏收入 4.0 亿，同比增长 36%，经营性分类溢利增至 1.65 亿元（+66.4% YoY），主要受《魔域》及《英魂之刃》的驱动。其中，ARPU/APA 分别同比增长 49.1%/4.8%；DAU 及 MAU 均同比稳健上升。2H17 新游将继续贡献收入增长（3 款新游储备），《英魂之刃口袋版》预计将在 3Q17 实现加速变现，建议积极关注与金山合作的《魔域》手游（或于 10 月上线）。我们预计 FY17 全年游戏收入同比增长 30%~35%，而 FY18 目前产品线储备已达 4 款，在“IP 手游化+AR/VR 技术衍生”双线策略下有望持续贡献流水增量。
- ❖ **估值。**鉴于 2Q17 超预期表现，以及公司展望 FY17 将实现全面盈利（市场预期为亏损），我们认为公司已逐渐进入收获期，且估值吸引（游戏部分估值低于行业平均）。

#### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY14A | FY15A | FY16A |
|----------------|-------|-------|-------|
| 营业额(百万人民币)     | 963   | 1,272 | 2,793 |
| 调整后净利润(百万人民币)  | 177   | (143) | (203) |
| 每股收益(人民币)      | 0.3   | (0.3) | (0.4) |
| 每股收益变动(%)      | (97)  | (183) | 42    |
| 市盈率(x)         | 71.1  | NA    | NA    |
| 市帐率(x)         | 2.8   | 2.8   | 3.2   |
| 股息率(%)         | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 权益收益率(%)       | 3.9   | (3.3) | (5.1) |
| 净财务杠杆率(%)      | 净现金   | 净现金   | 0.5   |

资料来源：公司

#### 未评级

当前股价

HK\$28.2

#### 黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

#### TMT 行业

|                |           |
|----------------|-----------|
| 市值(百万港元)       | 14,020    |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 72.8      |
| 52 周内股价高/低(港元) | 34.4/19.7 |
| 总股本(百万)        | 496.1     |

资料来源：彭博

#### 股东结构

|              |       |
|--------------|-------|
| DJM Holdings | 38.4% |
| IDG ACEL     | 10.5% |
| Hui Zheng    | 6.9%  |

资料来源：彭博

#### 股价表现

|     | 绝对回报  | 相对回报  |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 26.8% | 21.8% |
| 3-月 | 38.6% | 27.2% |
| 6-月 | 16.9% | 1.7%  |

资料来源：彭博

#### 股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

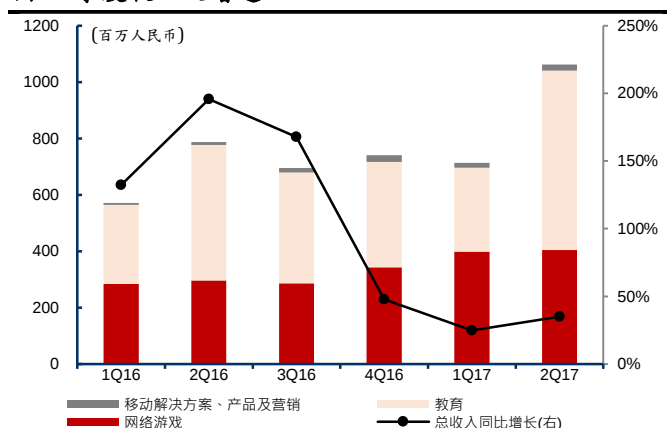
公司网站：www.nd.com.cn

图 1: 季度财务概览

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | 1Q16         | 2Q16       | 3Q16         | 4Q16         | 1Q17        | 2Q17         | 2Q17 YoY    | 2Q17 QoQ   |
|--------------------|--------------|------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|------------|
| <b>收入</b>          | <b>572</b>   | <b>787</b> | <b>695</b>   | <b>740</b>   | <b>713</b>  | <b>1,062</b> | <b>35%</b>  | <b>49%</b> |
| 网络游戏               | 284          | 297        | 287          | 343          | 399         | 404          | 36%         | 1%         |
| 教育                 | 280          | 480        | 392          | 374          | 298         | 636          | 33%         | 114%       |
| 移动解决方案、产品及营销       | 8            | 10         | 16           | 23           | 17          | 22           | 114%        | 26%        |
| 销售成本               | (225)        | (349)      | (310)        | (319)        | (268)       | (474)        |             |            |
| <b>毛利</b>          | <b>346</b>   | <b>437</b> | <b>385</b>   | <b>421</b>   | <b>446</b>  | <b>587</b>   | <b>34%</b>  | <b>32%</b> |
| 毛利率                | 61%          | 56%        | 55%          | 57%          | 62%         | 55%          | -1ppts      | -7ppts     |
| 研发费用               | (169)        | (178)      | (192)        | (221)        | (194)       | (202)        | 14%         | 4%         |
| 销售费用               | (122)        | (135)      | (123)        | (140)        | (146)       | (146)        | 9%          | 0%         |
| 行政费用               | (192)        | (162)      | (172)        | (195)        | (172)       | (173)        | 6%          | 0%         |
| 其他收益 (费用)          | 8            | 47         | (4)          | 22           | 6           | (13)         |             |            |
| <b>经营利润</b>        | <b>(128)</b> | <b>9</b>   | <b>(106)</b> | <b>(112)</b> | <b>(61)</b> | <b>53</b>    | <b>474%</b> | <b>NA</b>  |
| 税前利润 (GAAP)        | (128)        | 97         | (70)         | (107)        | (57)        | 82           | -16%        | NA         |
| 所得税                | (6)          | (7)        | (4)          | (11)         | (16)        | (16)         | 134%        | 2%         |
| 非控制股东权益            | 21           | (20)       | 9            | 24           | 27          | 5            | NA          | 80%        |
| <b>净利润</b>         | <b>(114)</b> | <b>71</b>  | <b>(65)</b>  | <b>(94)</b>  | <b>(46)</b> | <b>71</b>    | <b>1%</b>   | <b>NA</b>  |
| <b>NonGAAP净利润</b>  | <b>(109)</b> | <b>28</b>  | <b>(70)</b>  | <b>(53)</b>  | <b>(46)</b> | <b>93</b>    | <b>232%</b> | <b>NA</b>  |
| NonGAAP净利润率        | -19%         | 4%         | -10%         | -7%          | -6%         | 9%           | +5ppts      | +15ppts    |

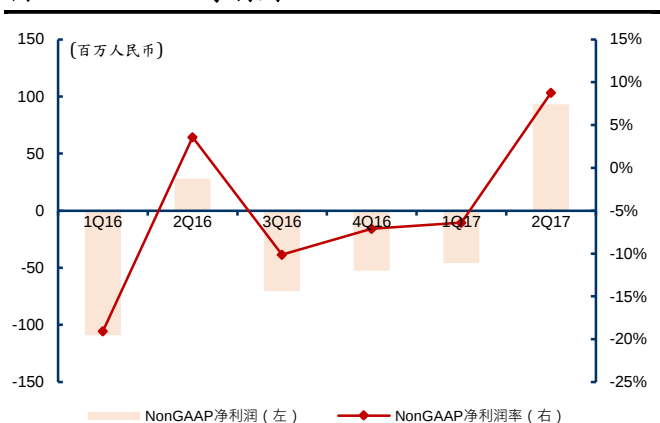
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 2: 季度收入及增速



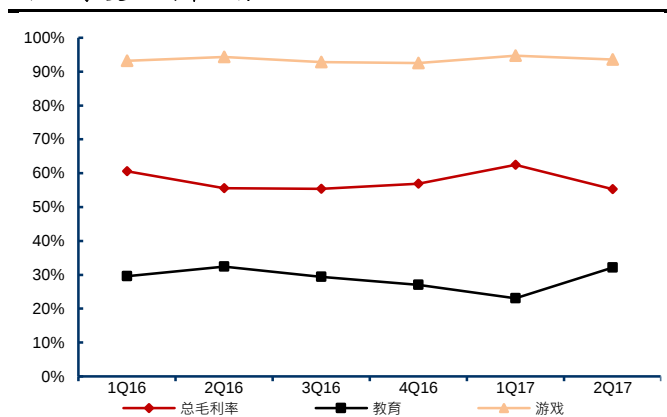
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 3: Non GAAP 净利润



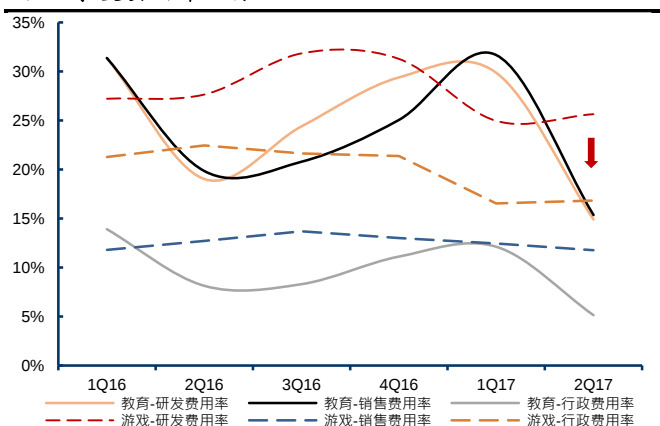
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 4: 季度毛利率细分



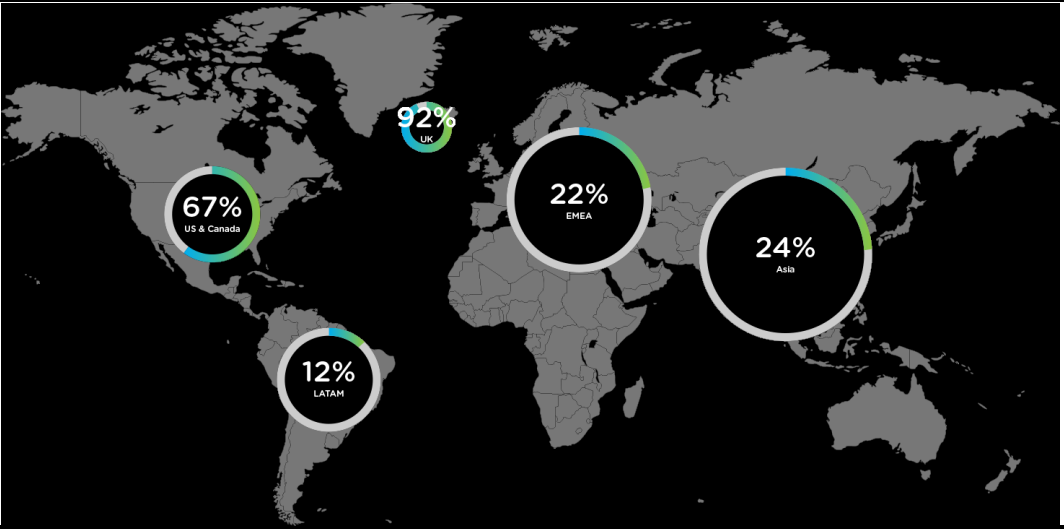
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 5: 季度费用率细分



资料来源: 公司, 招银国际研究

图 6: 2016 年教室交互式显示器渗透情况



资料来源：Futuresource

图 7: 部分新游储备

| IP   | 游戏名称/类别     | 端游 | 手游 | AR/VR | 发布时间     |
|------|-------------|----|----|-------|----------|
| 魔域   | 魔域手游（与金山合作） |    | ✓  |       | 4Q17     |
|      | 魔域互通版       |    | ✓  |       | 1Q18     |
|      | 3D魔域        |    | ✓  |       | 2018     |
| 英魂之刃 | 第三人称射击类游戏   | ✓  | ✓  | VR    | 2018(PC) |
|      | 集换式卡牌游戏     |    | ✓  |       | 4Q17     |
| 虎豹骑  | 动作策略类游戏     | ✓  |    | VR    | 3Q17     |
| 即将发布 | 休闲类游戏       |    | ✓  | AR    | 2018     |

资料来源：公司，招银国际研究

图 8: <魔域>游戏示意图



资料来源：公司

图 9: <英魂之刃>游戏示意图



资料来源：公司

图 10: <虎豹骑>游戏示意图



资料来源：公司

图 11: <征服>游戏示意图



资料来源：公司

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 买入  | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| 持有  | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级                 |

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。