



來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	18.28
總市值 (億港元)	97.0
52週高位	22.20
52週低位	11.80

\*截至3月28日

FY18 財務資料摘要

人民幣(億元)	
營業收入	25.7
變動(%)	22.7
毛利	16.5
變動(%)	43.5
淨利潤	3.4
變動(%)	虧轉盈

主要股東資料

	持股
DJM Holding	36.0%
國際數據	14.8%

來源: 披露易

業務模式

- 網龍(00777)為互聯網社區的領導者，目前公司核心業務由兩個板塊組成，分別是教育及網絡遊戲。2018年度，教育及網絡遊戲各貢獻50.9%及47%收入來源。
- 公司的遊戲業務發展相對成熟，旗艦品牌遊戲「魔域」系列目前已覆蓋PC、WEB以及手遊等平台。單計2018年，IP總流量超過5億美元。另一隻主力遊戲《英雄之刃》為國內規模第二的多人線上戰術競技遊戲，註冊用戶近3億，日活躍用戶近200萬。
- 至於教育業務方面，目前分部絕大部分收入來源貢獻自普羅米休斯，其主要銷售互動課室硬件與軟件。其產品已覆蓋近200個國家，數十萬間學校。在國際市場(除中國以外)的市佔率三成，排名第一位。網龍於2018年5月份，成功收購Edmodo，為一個向K-12學校目標老師、學生、管理人員及家長提供免費交流及合作平台的全球教育網絡，註冊用戶逾1億人，每月活躍用戶超過500萬人。

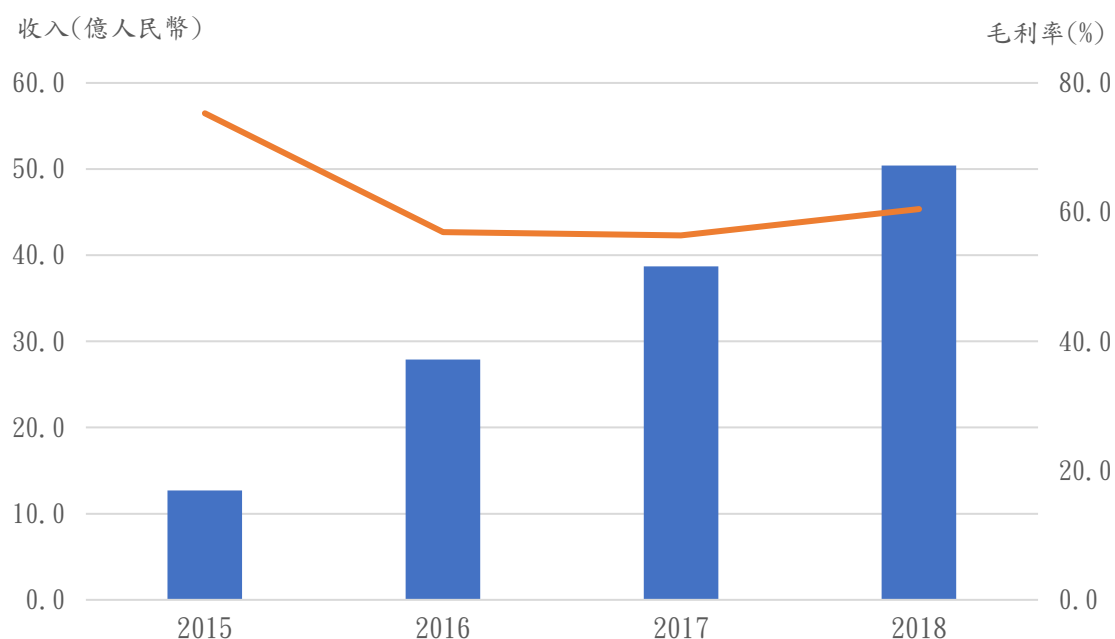
普羅米休斯互動顯示屏產品



圖片來源: 網龍業績簡報資料

## 經營業績

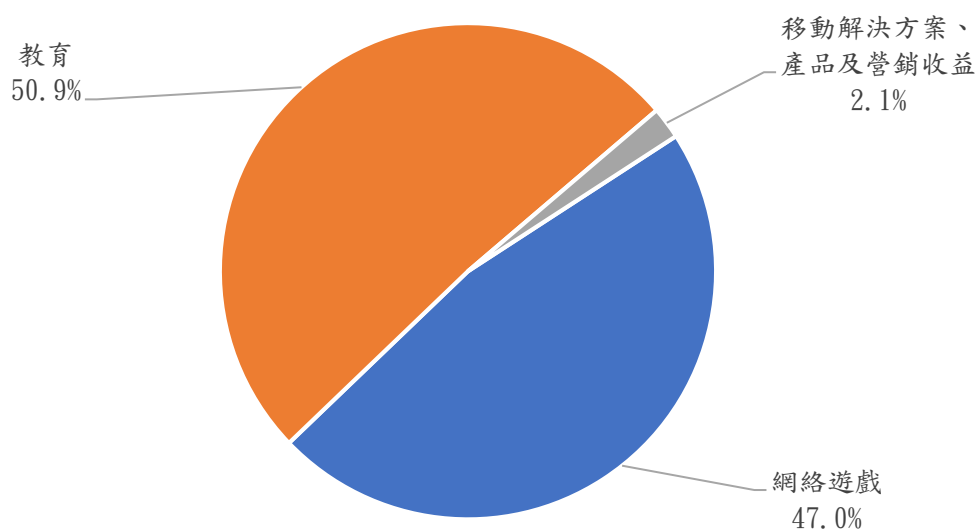
- 2018 年度，網龍的收入按年上升 30.2% 至 50.4 億人民幣；歸屬於母公司擁有人淨利潤為 5.5 億人民幣，2017 年全年虧損為 2084.3 萬人民幣。公司盈利能力大幅改善，主要是遊戲及教育業務收益同創新高，分別按年上升 41.5% 及 21.9%，加上成本控制得宜，銷售、行政以及研發開支佔收益百分比下跌 2.3、2.1 及 3.5 個百分點。整體毛利率按年上升 4.1 個百分點至 60.5%。



來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

- 遊戲業務收入按年上升 41.5% 至 23.7 億人民幣，端遊和手機收入同比增加 40% 及 49%。手遊收益增長尤為明顯，動力來自遊戲進行版本更新、加入競技型促銷體系，其中《魔域》口袋版及《魔域手遊》於 2018 年下半年平均共錄得流水 1 億人民幣。與此同時，公司推出新資料片、提升遊戲功能，拉動每名用戶月平均收入同比上升 64.8% 至 665 元人民幣，上述因素令遊戲分部溢利按年急升 92.5% 至 13 億人民幣。
- 整體教育業務收益同比上升 21.9% 至 25.6 億人民幣，歸因於普羅米休斯的產品銷售價格以及銷量增長高於市場平均水平，帶動收益按年上升 27.9% 至 3.3 億美元，折合約 22.3 億人民幣。然而，因教育業務的行政開支大增五成，抵銷部分利好因素，該業務的經營虧損僅輕微下跌 0.6% 至 4.2 億人民幣。

## 收入分布



人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
網絡及手機遊戲	985,427	1,210,034	1,672,858	2,367,405
教育方案	242,801	1,526,298	2,105,290	2,565,556
移動解決方案、產品及銷售	43,969	56,771	89,475	104,578
總數	1,272,197	2,793,103	3,867,623	5,037,539

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

## 成本結構

人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
銷售及市場推廣開支	206,778	519,662	624,716	697,871
行政開支	520,104	720,967	734,560	853,180
開發開支	446,229	759,932	844,076	922,867
其他開支及虧損	24,092	61,134	100,134	150,308

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

## 前景

- 展望未來，公司會繼續執行 IP 價值最大化的策略，預期通過旗艦品牌遊戲「魔域」的遊戲內容更新以及加入新遊戲功能，吸引玩家進行充值，並提高每名用戶月平均收入和變現能力。在新遊戲方面，公司於 2019 年會推出

更多款新知識產權及新類型的遊戲，包括角色扮演類型的《終焉誓約》和《魔域 II》以及多人戰術競技的《決戰巨神峰》和《尋寶英雄》等，料為遊戲業務提供新增長動力。當中以《魔域 II》較為值得關注，管理層指出，該款遊戲未來會進行第二輪測試和等待版號審批，暫時未有上市時間表。

- 由於全球 K-12 互動式平板在新興市場滲透率偏低以及置換需求的推動，預計未來四年裝機量增長達到七成，加上公司計劃加強普羅米休斯產品在中國市場的推廣，料銷售增長會保持穩健。另一方面，Edmodo 平台與普羅米休斯產品產生協同效應，例如將課堂覆蓋擴展到家庭和移動設備，而且 Edmodo 將於下半年開始以訂購形式開展變現計劃，憑藉其海量的用戶數目，相信變現潛力龐大，進一步改善教育業務的虧損狀況。

## 風險因素

- 新遊戲推進速度遜預期
- 現有遊戲 IP 增長放緩
- Edmodo 變現速度遜預期

## 估值

	2019E	2020E
市盈率	13.6	10.6
股息率	1.6	1.6

來源: 彭博

## 投資建議

- 網龍未來會延續遊戲和教育雙軌發展模式，其遊戲業務相對成熟，能為公司帶來穩定現金流。疊加普羅米休斯產品與 Edmodo 產生協同效應，將建構一個硬件、軟件俱備的教育生態系統，預期業務變現將會提速，進一步增強網龍的盈利能力。策略上，現價為 2019 年預測市盈率 13.6 倍，可待股價調整至 250 天線(16.2 港元)附近收集。

## 盈利預測

人民幣(百萬元)	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	5,037.5	5820.0	6795.0	5507.0
稅前盈利	568.2	654.0	843.2	652.3
淨利潤	545.6	627.2	807.8	627.5

來源: 公司年報、彭博

## 免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk