

0777.HK 网龙

游戏业务双位数增长，教育产品开始全面推广

2016年04月07日

市场数据

报告日期	2016.4.07
收盘价(港元)	22.95
总股本(亿股)	4.93
总市值(亿港元)	113
净资产(亿元)	42.94
总资产(亿元)	55.03
每股净资产(元)	8.7

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(千元)	1,108,349	884,518	962,817	1,272,197
同比增长(%)	45.6%	-20.2%	8.9%	32.1%
净利润(千元)	39,176	6,140,776	176,681	-142,979
同比增长(%)	-71.0%	15574.8%	-97.1%	-180.9%
毛利率(%)	89.5%	90.8%	89.3%	75.3%
净利润率(%)	3.5%	694.3%	18.4%	-11.2%
净资产收益率(%)	2.71%	204.39%	3.85%	-3.30%
EPS(元)	0.08	12.13	0.35	-0.29

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

相关报告

投资要点

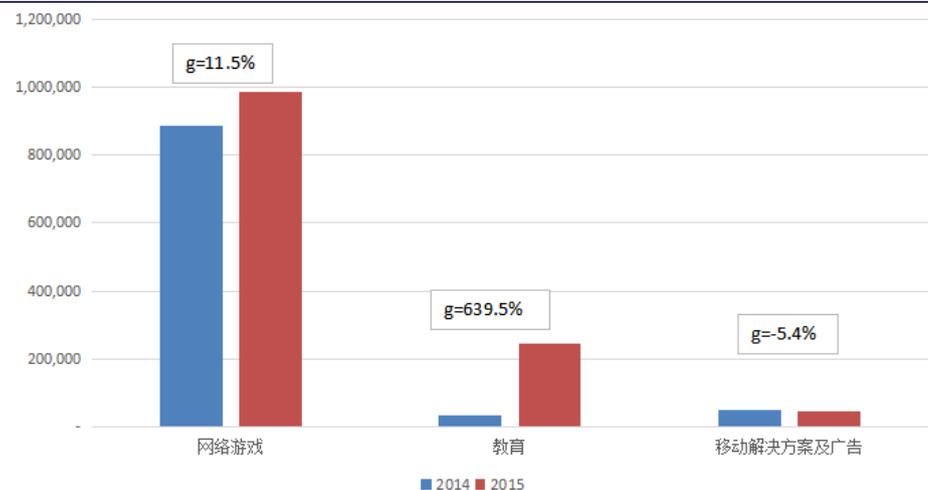
- **事件:** 参加网龙 2015 年年度业绩发布会议。
- **我们的观点:** 公司游戏业务增速略超预期, 继续为公司对新的教育业务提供着稳定的现金流。在新游戏的推动下, 我们认为 2016 年游戏业务维持 10% 以上的增速是可以期待的。网龙教育业务的大力投入导致整体利润的亏损, 我们认为目前的亏损仍在可以接受的范围内, 同时在完成普米的收购之后, 网龙的教育产品和销售渠道都得到了质的飞跃。教育业务已经取代游戏业务, 成为网龙的最核心业务, 也是目前估值的最核心部分, 我们认为 2016 年网龙教育产品的全面推广将会是检验其过去投入的成效, 建议投资者关注后续教育产品的使用反馈和覆盖范围。
- **风险提示:** 1) 在线教育业务未来的盈利性存在较大不确定性; 2) 新游戏表现可能不及预期; 3) 普米的融合及协同效应可能未能如期实现。

海外 TMT 行业研究

分析师: 杨耀波
yangyaobo@xyzq.com.cn
SFC:BEJ406
SAC: S0190516020002

报告正文

- **我们的观点：**公司游戏业务增速略超预期，继续为公司对新的教育业务提供着稳定的现金流。在新游戏的推动下，我们认为 2016 年游戏业务维持 10% 以上的增速是可以期待的。网龙教育业务的大力投入导致整体利润的亏损，我们认为目前的亏损仍在可以接受的范围内，同时在完成普米的收购之后，网龙的教育产品和销售渠道都得到了质的飞跃。教育业务已经取代游戏业务，成为网龙的最核心业务，也是目前估值的最核心部分，我们认为 2016 年网龙教育产品的全面推广将会是检验其过去投入的成效，建议投资者关注后续教育产品的使用反馈和覆盖范围。
- **业绩概要：**公司 2015 年总收入 12.7 亿元，同比增长 32.1%；毛利率为 75.3%，而去年为 89.3%；归母净亏损 1.42 亿元，去年为净利润 1.76 亿元。公司建议派发期末股息每股 0.1 港元。收入增长主要是以下三个原因：1) 端游《英雄之刃》和手游《魔域口袋版》增长良好，带动全年整体网络游戏收入增长 8.5%；2) 2015Q3 开始在中国试点销售教育产品；3) 2015 年 11 月开始并表 Promethean (普米) 的业绩。利润下降主要是因为教育业务的持续投入，相应的研发、销售和管理费用都大幅增加。

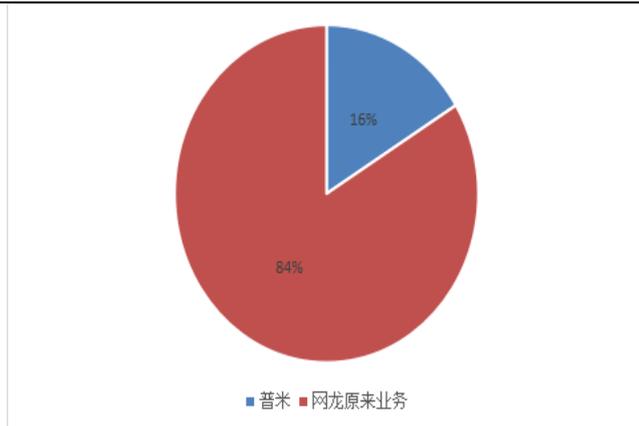
图表 1、各业务收入及增速（单位：千元）


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

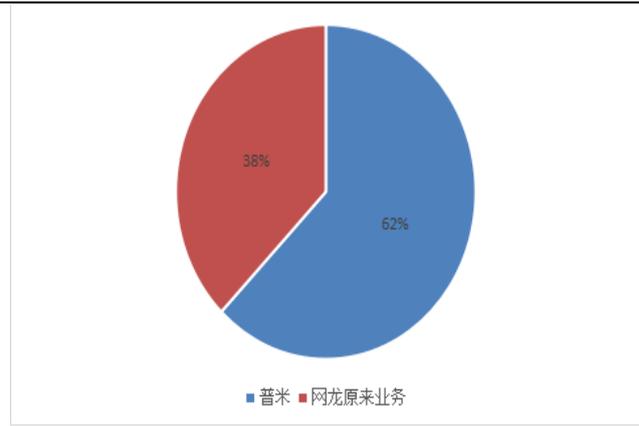
- **完成普米收购，完善教育软硬件产品，打通全球销售渠道：**Promethean (普米) 的收购在 2015 年 11 月完成，开始并入到网龙的合并报表当中。普米 2015 年全年收入 1.07 亿英镑，同比下降 9.35%；净亏损 3775.1 万英镑，亏损同比扩大 128.7%。如果普米并表 12 个月而不是当前的 2 个月，其收入占比将会从报表中的 16% 变成 62%，成为公司收入贡献最高的业务。我们认为普米的

收购对于双方都有极大的促进作用。首先，教育软硬件产品得到了很好的完善，白板与平板（101 派）可以相结合地在互动科室中使用，网龙的自研课件、教学素材以及数据分析能力都能融入到教学云平台当中，同时普米的教育社区可以为云平台提供全球性的教学数据和课件。销售渠道方面，普米覆盖全球 150 多个国家，网龙可以直接利用现有的销售网络，同时还能帮助普米提高中国市场的销售额。

图表 2、收入结构（当前财报情况）



图表 3、收入结构（假设普米并表 12 个月）

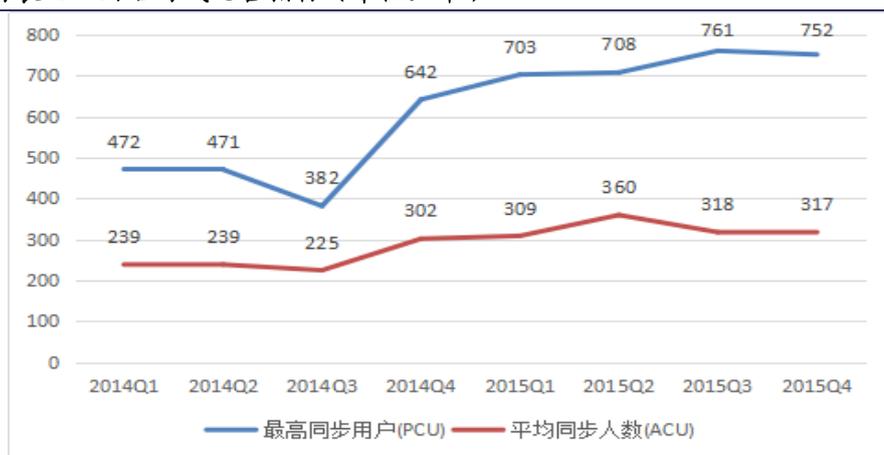


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **教育产品 15 年试点销售成功，16 年将会全面推广：**截止至 2015 年年底，网龙已经获得 14 个省内 400 多所学校和 5000 间教室的招标。这些订单预计将会推动网龙的教育业绩在 2016 年增长翻几倍，另外普米的产品在国内销售预计也会有所增长。
- **游戏业务发展良好，继续提供稳定的现金流：**游戏业务整体 PCU 和 ACU 数据都好于去年。目前，端游仍然是网龙游戏业务的核心，手游的收入占比和增长驱动力仍然有限。端游方面，网龙的老牌明星游戏《征服》和《魔域》收入依然稳中有涨。2014 年底推出的 MOBA 游戏《英雄之刃》表现保持着良好增长趋势，在 2015 年 12 月创下了历时流水新高至 3160 万元。新游戏《虎豹骑》也在 2015 年 8 月开始公测，属于 2016 年游戏业务新的增长点。手游方面，《魔域口袋版》寄托于其端游 IP 的品牌影响力，表现仍属满意，公司后续会继续推出更新版本，保持游戏的热度。《英雄之刃》的手游版是 2016 年值得期待的作品，目前适合手游电子竞技的产品仍然不多，所以竞争会相对少一点，同时电子竞技的持续火热和赛事的增加也会推动竞技类手游的收入增长。

图表 4、网络游戏运营指标 (单位: 千)



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

- **响应福建省政府号召, 发展 VR/AR 的应用:** 网龙连同福建省政府在 2015 年第四季度召开了 VR 产业基地建设发展座谈会。在座谈会中网龙展现了多个 VR 产品与现有产品的结合。其中包括 VR+教育、VR+旅游、VR+娱乐、VR+家居以及部分 AR 幼教和其他互动产业。公司的定位是平台和内容, 硬件方面不会太多的涉及, 更多的是形成平台把不同的商家联合起来。网龙自身的 VR+教育应用产品预计将会在 2016 年下半年推出。
- **风险提示:** 1) 在线教育业务未来的盈利性存在较大不确定性; 2) 新游戏表现可能不及预期; 3) 普米的融合及协同效应可能未能如期实现。

图表 5: 公司 2015 年度业绩主要财务指标变动情况 (单位: 千元)

	2014A	2015A	同比	点评
营业收入	962,817	1,272,197	32.1%	游戏业务保持增长; 并表普米; Q3 开始试点销售教育产品
营业成本	-102,844	-314,161	205.5%	
毛利	859,973	958,036	11.4%	
其他收入	157,101	187,927	19.6%	
销售费用	-152,495	-206,778	35.6%	教育业务推广费用大幅提高, 游戏推广费用略微下降
管理费用	-326,934	-520,104	59.1%	主要是教育业务增加人员以及收购带来的一次性费用
研发费用	-249,260	-446,229	79.0%	教育研发人员费用大幅; 游戏研发人员费用略微增加
其他开支	-34,027	-24,092	-29.2%	
应占联营公司损益	-2,354	-9,912	321.1%	
营业利润	252,004	-61,152	-124.3%	
利息收入	2,794	6,018	115.4%	
汇兑损益	-5,081	-15,504	205.1%	
衍生金融工具收益	6,817	-2,914	-142.7%	

交易性投资之收益	-17,304	-9,144	-47.2%
财务费用	-3,212	-5,431	69.1%
除税前溢利	236,018	-87,251	-137.0%
所得税	-64,197	-100,675	56.8%
持续经营净利润	171,821		-100.0%
净利润	171,821	-187,926	-209.4%
归母净利润	176,681	-142,979	-180.9%
少数股东损益	-4,860	-44,947	824.8%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

业绩会议主要 Q&A

Q1: 进入 K12 行业有遇到什么困难吗?

有，进入 K12 行业是困难的，所以网龙在推广的投入方面才会那么多。

Q2: 教育业务的规模化效应会体现在利润率更高上面吗?

目前公司更注重的是市场的渗透率，所以硬件的利润率都非常低，在单位数。软件方面，现在基本都是免费给用户使用的，最后当公司拥有比较多的用户和市场份额之后，才会考虑软件的货币化。

至于，普米的产品，毛利率大概是 35%左右。

Q3: 增长方面有指引吗?

普米在中国的销售预计增速在双位数。

Q4: 为什么教育业务预计在 2016 年增速会很高?

1) 基数比较低; 2) 2015 年是试点销售，而 2016 年是全面推广; 3) 2016 年初就开始全面推广，更符合部分学校在年初做预算的购买流程。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhudsd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。