

游戏迈入新阶段，教育整合发力进程中

海外公司研究简报

◆3Q16 业绩低于市场预期，收入同比增长 167.7%，环比下降 11.7%。

Q3 营收 6.95 亿人民币，增长主要由于普米并表后收入大幅增加，以及游戏业务的稳健增长。归母净亏损为 6540 万元，对比 Q2 归母盈利 7070 万元。亏损主要由于非现金汇兑差额、政府补贴倾向于季节波动所产生的差异。前三季度收入合计 20.5 亿元人民币，归母净亏损 1.08 亿元

◆游戏维持稳健增长，17 年将推出至少 5 款新游戏，业务步入新阶段

3Q16 游戏业务收入 2.87 亿元，同比增长 19.9%，移动游戏占比 13%。

主要得益于旗舰游戏《英魂之刃》、《魔域》及《魔域口袋版》增长。其中，《魔域》同比增长 17.4%，《英魂之刃》同比增长 17.9%，显示公司旗舰游戏继续保持热门度。此外游戏平均同步用户下降约 5%，但 ARPU 值增长 17.6%，主要由于 Q3 公司加大对外挂的清除力度。

预计 4Q16 新推出的《魔域》资料片将带来更大收入贡献，且全新大型 3D 战争网游《虎豹骑》英文版和繁体中文版已经在 Steam 平台上线，将在 Q4 陆续产生收入。17 年公司推出多款新游戏，包括与金山合作研发的新版《魔域口袋版》、凭借《英魂之刃》技术打造的数款新游戏及《虎豹骑》简体中文版，这些重磅游戏都将在 17 年为公司带来可观收入。

◆普米连续 2 个季度 EBITDA 盈利，ClassFlow 用户数达到 240 万人

教育业务收入 3.92 亿元，同比增长超过 40 倍，环比下降 18.3%。同比大幅增长主要由于普米收入并表，环比下降主要由于普米季节性因素。其中，普米 Q3 收入同比增长 20%。其 K12 互动云 ClassFlow 用户持续增长达到 240 万人。17 年公司逐步将 1) K-12 互动显示产品的配套软件用户及 2) Promethean Planet 社区用户转化为 ClassFlow 的用户。

3Q16 中国教育业务收入 5550 万，同比增长 483%。由于政府经费预算于 2 季度开始发放给各地学校，故 Q3 起显著推动收益。同时，旗舰产品 101 交易 PPT 软件收到客户正面反馈，为 17 年大规模扩大用户基数创造良好条件。此外，计划将教育业务拓展至印度及中东等新市场。

◆维持“买入”评级，维持目标价 30.55 港元/股

我们维持前期盈利预测，预计 2016、2017、2018 年 EPS 为 -0.15、0.56、0.99 港元。基于绝对估值，我们维持公司 6 个月目标价为 30.55 港元/股，对应股价有 27% 的上涨空间，维持“买入”评级。

◆风险提示：教育产品推广低于预期；普米整合不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元人民币)	963	1,272	2,950	3,431	3,888
营业收入增长率	8.9%	32.1%	131.9%	16.3%	13.3%
净利润 (百万元人民币)	176.7	-143.1	-62.1	228.4	405.0
净利润增长率	-97.1%	-	-	-	77.3%
EPS (人民币元)	0.35	-0.29	-0.13	0.46	0.82
EPS (港元)	0.42	-0.35	-0.15	0.56	0.99
ROE (归属母公司)	3.8%	-3.3%	-1.5%	5.1%	8.5%
P/E	31.45	-	-	51.47	29.03

买入 (维持)

当前价/目标价：24.00 /30.55 港元

目标期限：6 个月

分析师

贺华平 (执业证书编号：S0930515080001)

021-22167197

hehp@ebsec.com

联系人

曹天宇

021-22169105

caoty@ebsec.com

市场数据

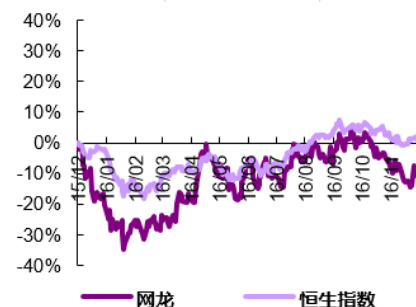
总股本(亿股)：4.97

总市值(亿港元)：119.3

一年最低/最高(港元)：17.4/29.3

近 3 月换手率：19%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.7	27.4	-9.9
绝对	-4.5	36.9	-11.6

相关研报

收购整合见效，普米实现盈利，K12 教育收获进行时……2016-09-01

游戏收入稳健增长，全力进军海内外 K12 课堂教育……2016-07-12

利润表 (人民币百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	962.82	1,272.00	2,950.30	3,430.93	3,887.53
营业成本	-102.84	-314.00	-1,249.38	-1,309.08	-1,228.26
其他收入	157.10	188.00	442.54	514.64	388.75
销售费用	-152.50	-207.00	-632.37	-724.22	-859.14
行政开支	-326.93	-520.00	-761.51	-841.21	-897.24
研发费用	-249.26	-446.00	-815.25	-782.50	-787.78
其他支出-经营	-34.03	-24.00	0.00	0.00	0.00
应占联营公司损益	-2.35	-10.00	-10.00	-10.00	-10.00
营业利润	252.00	-61.00	-75.68	278.55	493.87
利息收入	2.79	6.00	0.00	0.00	0.00
财务成本	-3.21	-5.00	0.00	0.00	0.00
其他损益	-15.57	-27.00	0.00	0.00	0.00
税前收入	236.02	-87.00	-75.68	278.55	493.87
税收支出	-64.20	-101.00	13.62	-50.14	-88.90
非控股权益	4.86	44.95	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	176.68	-143.05	-62.06	228.41	404.97

资产负债表 (人民币百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	5,230.39	5,502.10	5,867.37	5,949.42	6,099.92
流动资产	3,759.60	2,386.15	2,472.50	2,119.60	1,886.19
货币资金	1,036.79	1,126.96	666.31	182.16	-163.48
短期投资	2,212.81	757.13	760.06	763.01	765.97
应收账款	273.20	381.79	848.72	986.98	1,118.33
存货	0.00	117.58	185.61	173.73	149.81
其他流动资产	236.81	2.69	11.80	13.72	15.55
固定资产	822.70	1,246.12	1,500.53	1,901.95	2,244.05
无形资产	181.27	1,288.79	1,312.36	1,344.89	1,385.66
其他非流动资产	466.82	581.04	581.99	582.98	584.02
总负债	612.98	1,198.46	1,609.28	1,511.12	1,340.29
应付账款	211.54	520.47	928.06	868.64	749.07
递延收入	25.60	85.04	115.06	133.81	151.61
其他	375.85	592.95	566.15	508.67	439.60
股东权益	4,626.07	4,310.14	4,258.10	4,438.31	4,759.64
股本	36.94	36.73	36.73	36.73	36.73
储备	4,593.66	4,308.39	4,258.75	4,441.48	4,765.45
库存股	4.34	3.25	3.25	3.25	3.25
其他	-9	-38	-41	-43	-46

现金流量表 (人民币百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-248	-128	-78	251	439
净利润	177	-143	-62	228	405
折旧和摊销					
净营运资金增加	-46	-9	-96	-178	-228
其他	-456	-125	-41	-52	-55
投资活动产生现金流	84	408	-399	-687	-701
资本支出	-563	-586	-339	-618	-622
无形资产投入	-4	-23	-59	-69	-78
其他	651	1,016	-1	-1	-1
融资活动现金流	-95	-195	17	-48	-84
股息	-162	-118	12	-46	-81
股本变化	-141				
债务减少	122	-286	0	0	0
其他		0	-2	-3	-3
汇率变动影响	-9				
净现金流	-268	90	-461	-484	-346

资料来源: 光大证券研究所、公司公告

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.85%	32.11%	131.94%	16.29%	13.31%
净利润增长率	-	-	-	-%	77.30%
EBITDA 增长率	-	-	-	-	52.75%
EBIT 增长率	-	-	-	-	77.30%
估值指标					
PE	31.45		-	51.47	29.03
PB	1.20	2.08	2.76	2.65	2.47
EV/EBITDA	7.92	83.27	281.68	23.65	15.48
EV/EBIT	10.35	-120.28	-165.86	45.06	25.42
盈利能力 (%)					
毛利率	89.32%	75.31%	57.65%	61.84%	68.41%
EBITDA 率	34.22%	6.93%	1.51%	15.47%	20.86%
EBIT 率	26.17%	-4.80%	-2.57%	8.12%	12.70%
税前净利润率	24.51%	-6.84%	-2.57%	8.12%	12.70%
税后净利润率 (归属母公司)	18.35%	-11.25%	-2.10%	6.66%	10.42%
ROA	3.38%	-2.60%	-1.06%	3.84%	6.64%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.83%	-3.32%	-1.46%	5.15%	8.51%
偿债能力					
流动比率	6.1	2.3	1.7	1.5	1.4
速动比率	2.14	1.46	1.02	0.82	0.73
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS(人民币元)	0.35	-0.29	-0.13	0.46	0.82
每股红利(人民币元)	0.17	0.08	-0.03	0.09	0.16

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

贺华平，中山大学管理科学与工程硕士，先后就职于国都证券、兴业证券研究所，5年海外TMT 港股+中概股研究经历，2015年加入光大证券研究所，2015年团队新财富排名第4名。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebscn.com	
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	吕程	021-22169152	18616981623	lvch@ebscn.com	
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
		杜婧瑶	010-58452038	13910115588	dujy@ebscn.com
		吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
深圳	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13606938932	moujy@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
戚德文		021-22169491	18101889111	qidw@ebscn.com	
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	