

## 網龍 (777 HK)

### 收穫進行時，憧憬全年盈利

- ❖ **2Q17 扭虧為盈，業績遠超預期。**公司 2Q17 收入 10.6 億（人民幣·下同），同比增長 33%，超一致預期 7%；調整後淨利潤為 9,330 萬，同比增長 232%，超一致預期 45%，主要受益於遊戲的持續強勁增長，教育旺季下教育業務的超預期表現，及經營效率優化下淨利潤率的大幅提升（教育各項費用率均大幅下滑）。此外，公司宣布中期派息每股 0.1 港元。
- ❖ **教育：受益於普米銷售旺季，且虧損率顯著收窄。**國際教育 2Q17 收入 5.9 億（占教育業務 93%），同比增長 30%。在提升成熟地區市占率的同時，我們認為普米增長空間將主要來自於成熟地區的換機需求及新興市場的進入（e.g. 俄羅斯、土耳其、馬來西亞等）。其中，2016 年教室交互式顯示器滲透率在英國、加美地區分別高達 92%、67%，而新興市場拉丁美洲、亞洲等滲透率僅為 12%、24%，可開拓空間巨大。國內教育雖占比較小，但保持高速增長（+77% YoY），且 2Q17 已簽訂 1.13 億元訂單，同比增長+400%。考慮季節因素（國內教育旺季在 3Q 及 4Q），預計 2H17 訂單量將超過 1H17，收入有望錄得大幅增長（受益於收入的逐步確認及訂單需求的增加）。2Q17 教育業務 GPM 為 32.2%，較去年同期略有下滑（下滑 0.3 個百分點），歸因於國際教育新興市場 GPM 較低（一般低於成熟市場約 5 個百分點）。受益於經營杠杆及營運簡化，國際教育 SG&A 費用同比減少 14%，其中普米經營溢利為 7,860 萬元。2Q17 整體教育業務經營性虧損同比減少 64% 至 3,140 萬元，我們對國際教育今年年底實現扭虧為盈的目標持樂觀態度，且期待國內教育虧損率逐漸收窄。
- ❖ **遊戲強勁增長持續。**2Q17 遊戲收入 4.0 億，同比增長 36%，經營性分類溢利增至 1.65 億元（+66.4% YoY），主要受《魔域》及《英魂之刃》的驅動。其中，ARPU/APA 分別同比增長 49.1%/4.8%；DAU 及 MAU 均同比穩健上升。2H17 新游將繼續貢獻收入增長（3 款新游儲備），《英魂之刃口袋版》預計將在 3Q17 實現加速變現，建議積極關注與金山合作的《魔域》手游（或於 10 月上線）。我們預計 FY17 全年遊戲收入同比增長 30%~35%，而 FY18 目前產品綫儲備已達 4 款，在“IP 手游化+AR/VR 技術衍生”雙綫策略下有望持續貢獻流水增量。
- ❖ **估值。**鑒於 2Q17 超預期表現，以及公司展望 FY17 將實現全面盈利（市場預期為虧損），我們認為公司已逐漸進入收穫期，且估值吸引（遊戲部分估值低於行業平均）。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬人民幣)	963	1,272	2,793
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	177	(143)	(203)
每股收益 (人民幣)	0.3	(0.3)	(0.4)
每股收益變動 (%)	(97)	(183)	42
市盈率 (x)	71.1	NA	NA
市帳率 (x)	2.8	2.8	3.2
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	3.9	(3.3)	(5.1)
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	0.5

資料來源：公司

#### 未評級

當前股價

HK\$28.2

#### 黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

#### TMT 行業

市值 (百萬港元)	14,020
3 月平均流通量 (百萬港元)	72.8
52 周內股價高/低 (港元)	34.4/19.7
總股本 (百萬)	496.1

資料來源：彭博

#### 股東結構

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

資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	26.8%	21.8%
3-月	38.6%	27.2%
6-月	16.9%	1.7%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

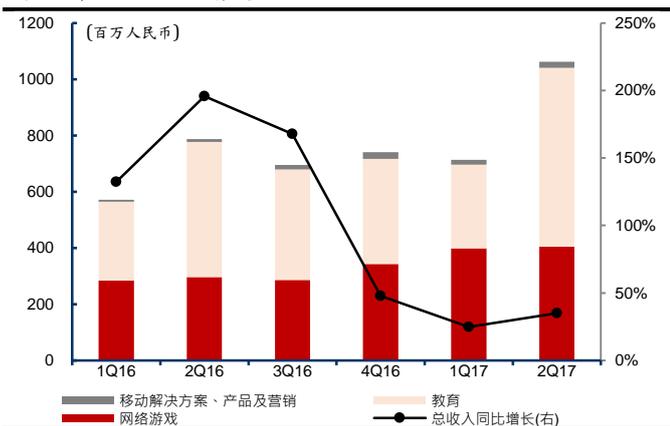
公司網站：www.nd.com.cn

圖 1: 季度財務概覽

年結: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

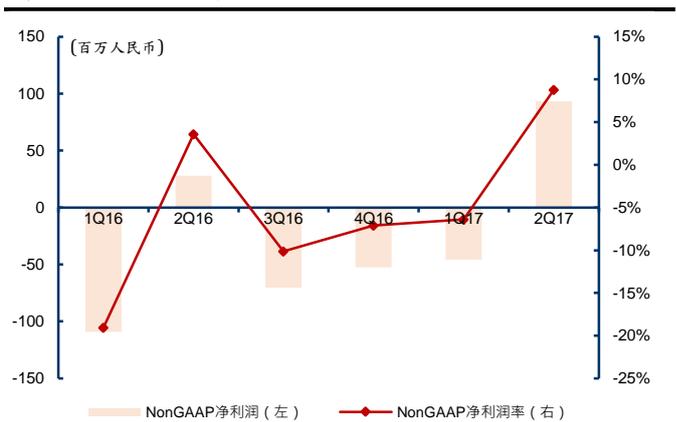
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 2: 季度收入及增速



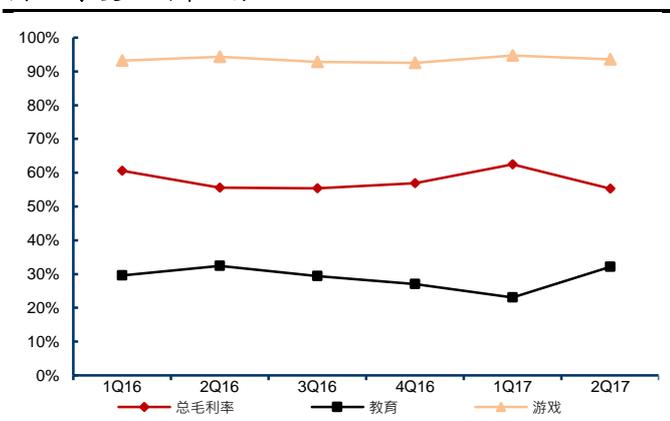
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 3: Non GAAP 淨利潤



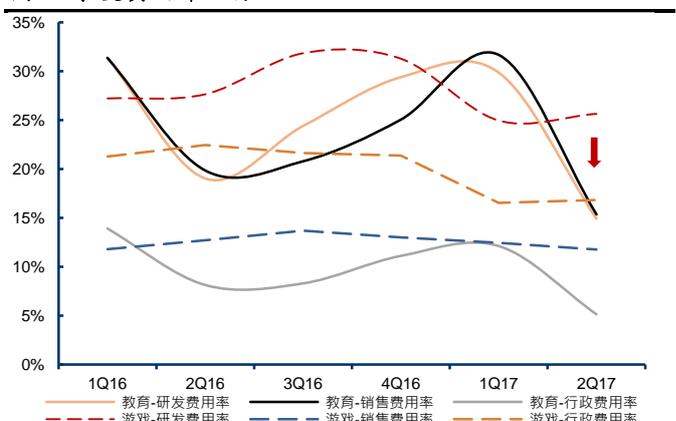
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 4: 季度毛利率細分



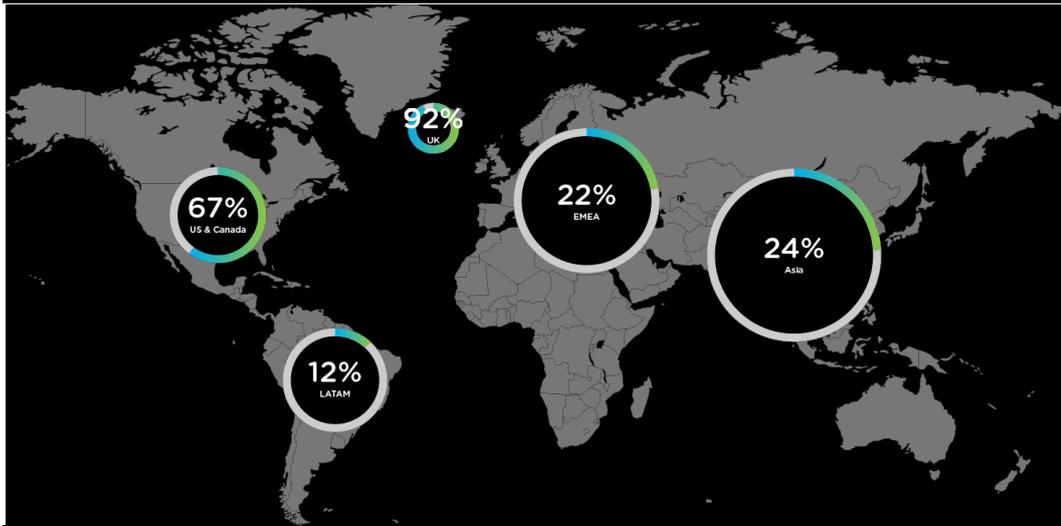
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 5: 季度費用率細分



資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 6: 2016 年教室交互式顯示器滲透情況



資料來源：Futuresource

圖 7: 部分新游儲備

IP	遊戲名稱/類別	端游	手游	AR/VR	發布時間
魔域	魔域手游 (與金山合作)		✓		4Q17
	魔域互通版		✓		1Q18
	3D魔域		✓		2018
英魂之刃	第三人稱射擊類遊戲	✓	✓	VR	2018(PC)
	集換式卡牌遊戲		✓		4Q17
虎豹騎	動作策略類遊戲	✓		VR	3Q17
即將發布	休閒類遊戲		✓	AR	2018

資料來源：公司，招銀國際研究

圖 8: <魔域>遊戲示意圖



資料來源：公司

圖 9: <英魂之刃>遊戲示意圖



資料來源：公司

圖 10: <虎豹騎>遊戲示意圖



資料來源：公司

圖 11: <征服>遊戲示意圖



資料來源：公司

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。