

整体业绩保持稳定，教育业务未来可期

事件：2023年公司收入71亿元，同比下降10%；归母净利润5.5亿元，同比下降34%。游戏业务全年收入42亿元，同比提高7%，教育业务(MYND.AI)收入29亿元，同比下降26%。我们认为公司游戏业务2024年将保持增长态势，而教育业务最差的时间已经过去，市场逐渐恢复常态，2023年或是业绩低点，值得关注。

报告摘要

整体收入下滑，游戏基本盘保持稳健 公司2023年整体收入同比下降10%至71亿元，其中游戏业务同比增长7%至42亿元。游戏业务在本年度保持增长，国内及海外业务收入分别同比增长11%和5%（海外游戏收入占比15%）。得益于公司正确的游戏运营策略 - 通过高频更新提升游戏可玩性、满足所有玩家游戏体验和平衡生态系统，核心IP《魔域》在报告期内增速保持稳定，收入同比增长14%至29亿元，年内用户平均游戏时长同比增长50%。从游戏管线上看，公司目前储备项目包含《魔域重制版》、《Alpha》、《龙》等多款产品，海内外市场发展态势良好，游戏基本盘稳定。

教育业务成功海外上市，产品市占率保持领先 2023年公司成功拆分教育业务于纽交所上市(MYND.AI，目前公司持有MYND 74.4%的股权)。2023年公司教育业务收入29亿元（占总收入的41%），同比下降26%，主要是受到疫情后政府补助滑坡，教育开支恢复常态的负面影响。教育业务2023年经营亏损0.9亿元，由盈转亏的主要原因是产品销量下滑。目前公司的Promethean在教育市场持续保持领先地位，在全球市场（除中国外）市占率达17%，且4Q2023公司教育平板市占率进一步提升至21%，在美国、英国、爱尔兰和德国处于市场首位。我们看好未来教育市场复苏后该业务重新发力。

深化AI应用，研发投入增加 2023年公司两大业务毛利率呈现提升态势，其中游戏业务毛利率为89%，同比增长2.6pct；教育业务毛利率为25%，同比提升1.3pct。另外，公司研发投入同比上涨13%，其中游戏研发投入同比增长16%。AIGC在公司游戏美工中的使用占比于4Q2023提升到58%，未来运营杠杆效应将逐渐体现。公司计划推出AI智能NPC，并整合进新的MMORPG游戏中，提升游戏体验及可玩性。而在教育方面，公司SaaS教育产品Explain Everything于近期进入市场，未来有望在提升收入的同时巩固公司产品的领导地位。

投资建议：我们认为公司游戏业务基本盘稳固，不断丰富的游戏玩法和体验能帮助此业务保持稳定增长。教育业务于2023年触底，随着海外教育开支正常化，2024年行业有望回暖。综上，我们按照2024E年7.5x市盈率，给予公司16港元目标价，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策性风险；游戏业务发展不达预期；教育订单不达预期。

人民币千元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	7,866,000	7,101,000	7,627,030	8,216,889	8,884,154
同比变化	11.8%	-9.7%	7.4%	7.7%	8.1%
归母净利润	803,000	543,000	1,038,031	1,119,323	1,203,845
EPS (港元)	1.61	1.11	2.12	2.29	2.46
同比变化	-22.5%	-31.2%	91.2%	7.8%	7.6%
@11.06港元对应市盈率	6.9	10.0	5.2	4.8	4.5
DPS (港元)	1.83	1.80	0.79	0.80	0.86
股息率	16.55%	16.27%	7.10%	7.25%	7.79%

数据来源：网龙网络，安信国际证券研究预测

投资评级：

买入

目标价格：

16.0 港元

现价(2024-4-9)：

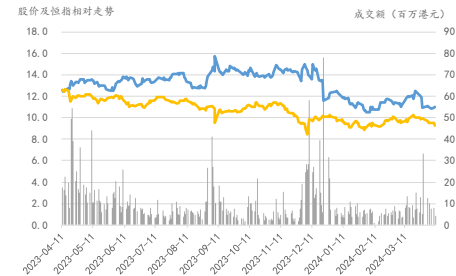
11.06 港元

总市值(亿港元)	58.8
流通市值(亿港元)	58.8
总股本(亿股)	5.3
流通股本(亿股)	5.3
12个月低/高(港元)	10.5/15
平均成交(百万港元)	10.4

股东结构

刘德建及一致行动人	40.8%
国际数据集团	9.9%
陈宏展(执董)	2.1%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-4.3	-11.1	-5.4
绝对收益	-1.4	-6.6	-22.7

数据来源：彭博、港交所、公司

王哲昊, CFA

行业分析师

Wangzh1@essence.com.cn

附表：财务报表预测

损益表						财务分析				
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月三十一日>										
	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	7,866,000	7,101,000	7,627,030	8,216,889	8,884,154	盈利能力				
毛利	4,315,000	4,398,000	4,730,062	5,121,915	5,537,686	毛利率(%)	54.9%	61.9%	62.0%	62.3%
其他业务净额	192,000	257,000	210,000	226,800	244,944	营业利润率	14.6%	11.6%	14.3%	14.4%
开发成本	(1,224,000)	(1,382,000)	(1,334,730)	(1,437,955)	(1,554,727)	净利率(%)	9.3%	6.2%	11.0%	11.0%
销售费用	(945,000)	(807,000)	(877,108)	(936,725)	(1,012,794)	营运表现				
行政开支	(975,000)	(1,199,000)	(1,258,460)	(1,380,437)	(1,492,538)	销售及管理费用/收入	2.7%	6.3%	5.0%	5.0%
其他运营开支	(213,000)	(446,000)	(381,352)	(410,844)	(444,208)	实际税率(%)	9.4%	29.9%	20.0%	20.0%
营业利润	1,150,000	821,000	1,088,412	1,182,753	1,278,364	股息支付率(%)	24.0%	173.7%	37.0%	35.0%
财务开支等	(219,000)	(268,000)	(33,000)	(45,000)	(55,000)	库存周转	36.8	36.8	36.8	36.8
联营公司等	(122,000)	75,000	(4,000)	(4,000)	(4,000)	应收账款天数	32.0	32.0	32.0	32.0
税前盈利	809,000	628,000	1,051,412	1,133,753	1,219,364	应付账款天数	158.0	158.0	158.0	158.0
所得税	(76,000)	(188,000)	(210,282)	(226,751)	(243,873)	财务状况				
净利润	733,000	440,000	841,130	907,002	975,491	总负债/总资产	0.36	0.34	0.31	0.31
少数股东应占利润	(70,000)	(103,000)	(196,901)	(212,321)	(228,354)	收入/净资产	0.98	0.89	0.87	0.91
公司股东应占利润	803,000	543,000	1,038,031	1,119,323	1,203,845	经营性现金流/收入	0.15	0.17	0.02	0.16
增长						净资产收益率	9.9%	6.8%	12.4%	12.6%
总收入(%)	11.8%	-9.7%	7.4%	7.7%	8.1%					
归母净利润(%)	-24.4%	-32.4%	91.2%	7.8%	7.6%					
资产负债表						现金流量表				
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月三十一日>				
	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	3,907,780	2,570,000	3,644,569	4,180,538	4,771,878	除税前利润	809,000	628,000	1,051,412	1,133,753
应收账款	5,233,780	4,235,000	5,944,911	6,584,308	7,292,647	营运资金变动前变化	316,000	403,754	417,433	431,112
存货	807,000	405,000	584,744	624,711	675,474	营运资金变化	113,882	359,000	(1,079,056)	(57,682)
其他流动资产	3,992,780	2,923,000	3,997,569	4,533,538	5,124,878	所得税	(76,000)	(188,000)	(210,282)	(226,751)
总流动资产	6,686,780	4,990,000	6,879,655	7,559,018	8,318,121	其他	0	0	0	(0)
固定资产	3,710,220	4,634,000	3,903,213	3,824,801	3,732,710	营运现金流	1,162,882	1,202,754	179,507	1,280,432
无形资产	739,000	868,000	211,924	(55,537)	(325,613)	资本开支	(317,000)	(348,700)	(348,700)	(348,700)
长期投资	59,000	60,000	60,000	60,000	60,000	其他投资活动	(3,000)	0	0	0
银行存款及其他	1,230,220	1,662,000	1,662,000	1,662,000	1,662,000	投资活动现金流	(320,000)	(348,700)	(348,700)	(348,700)
总资产	12,425,220	12,214,000	12,716,793	13,050,283	13,447,219	负债变化	0	0	0	0
应付账款	2,964,000	3,436,000	3,172,030	3,257,742	3,366,608	股本变化	334,090	296,000	0	0
其他短期负债	1,451,000	1,918,000	1,918,000	1,918,000	1,918,000	股息	(193,000)	(943,000)	(384,071)	(391,763)
总短期负债	4,415,000	5,354,000	5,090,030	5,175,742	5,284,608	其他融资活动	0	0	0	0
其他负债	130,000	125,000	125,000	125,000	125,000	融资活动现金流	141,090	(647,000)	(384,071)	(391,763)
总负债	4,432,000	4,208,000	3,944,030	4,029,742	4,138,608	现金变化	983,972	207,054	(553,265)	539,969
少数股东权益	(300,000)	279,000	82,099	(130,222)	(358,575)	期初持有现金	4,619,704	5,603,676	5,810,730	5,257,465
股东权益	7,993,220	8,006,000	8,772,763	9,020,541	9,308,611	汇兑变化	0	0	0	0
每股账面值(基本)	15	15	16	17	17	期末持有现金	5,603,676	5,810,730	5,257,465	5,797,434
营运资产	2,271,780	(364,000)	1,789,625	2,383,277	3,033,513					

数据来源：网龙网络，安信国际证券研究预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010