

互联网	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 10.48	港元 10.20↓	-2.7%

2025年4月2日

网龙网络 (777 HK)

业绩短期承压，关注欧美教育市场改善及游戏下半年改善的趋势

2025年公司游戏及教育业务收入增长面临不确定性，虽然通过AI+战略有望实现降本增效对运营费用的优化，短期利润或仍有下降压力，我们基于SOTP，将目标价从14.00港元下调至10.20港元，其中游戏维持5倍2025年市盈率不变，评级下调至中性，关注欧美教育市场环境后续改善以及游戏调整期后下半年恢复增长的趋势。

⊕ **2024年业绩**：2024年公司总收入60.5亿元，同比降15%，其中游戏/Mynd.ai收入39.4亿元/21.1亿元，分别同比降6%/28%。游戏业务收入下降主要因公司战略优化了生态与付费策略造成魔域端游收入短期下降，但游戏内消费率得到改善。Mynd.ai收入下降主要因欧美地区教育市场短期挑战。调整后净利润（剔除一次性非现金递延所得税影响）为7.1亿元，同比降25%。教育及游戏业务分部运营利润率分别为-14%及23%，因收入规模下降导致利润率下降，游戏业务从2024年4季度开展AI赋能运营优化，费用节约效应将从2025年实现，Mynd.ai毛利率实现同比改善，因持续开展成本压缩措施。

⊕ **2025年展望**：预计2025年业绩仍承压，其中游戏业务有望在下半年恢复同比增长，下半年有望上线游戏包括：代号-龙，魔域再起。Mynd.ai预计2025年出货量仍为下降趋势，2026年或有改善空间。公司将继续贯彻费用收缩的战略，减小因收入规模下降导致的利润压力。

盈利预测变动

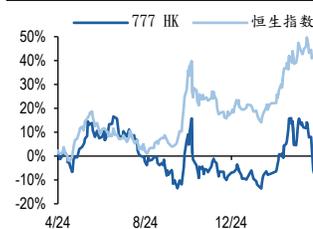
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	5,241	7,082	-26%	5,485	7,435	-26%	5,700	NA	NA
游戏及应用	3,555	4,659	-24%	3,731	4,915	-24%	3,875	NA	NA
Mynd.ai	1,685	2,421	-30%	1,752	2,518	-30%	1,822	NA	NA
毛利润	3,428	4,655	-26%	3,690	4,930	-25%	3,836	NA	NA
毛利率	65.4%	65.7%	-0.3	67.3%	66.3%	1.0	67.3%	NA	NA
经调整运营利润	577	1,355	-57%	790	1,458	-46%	821	NA	NA
经调整运营利润率	11.0%	19.1%	-8.1	14.4%	19.6%	-5.2	14.4%	NA	NA
经调整净利润	530	1,194	-56%	701	1,278	-45%	725	NA	NA
经调整净利率	10.1%	16.9%	-6.7	12.8%	17.2%	-4.4	12.7%	NA	NA

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测 ^ 净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

个股评级

中性↓

1年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	12.78
52周低位 (港元)	9.47
市值 (百万港元)	5,565.61
日均成交量 (百万)	1.83
年初至今变化 (%)	2.54
200天平均价 (港元)	10.71

资料来源：FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2024 年业绩回顾

百万人民币 年结 12 月 31 日	2024	同比增速 (%)	2025E	同比增速 (%)	2026E	2027E
收入						
游戏及应用	3,938	-6	3,555	-10	3,731	3,875
Mynd.ai	2,106	-28	1,685	-20	1,752	1,822
其他	3	50	2	-33	2	2
收入合计	6,047	-15	5,241	-13	5,485	5,700
成本	(2,105)	-22	(1,813)	-14	(1,795)	(1,864)
毛利	3,942	-10	3,428	-13	3,690	3,836
毛利率(%)	65		65		67	67
营销费用	(758)	-6	(646)	-15	(640)	(666)
管理费用	(1,164)	-3	(929)	-20	(922)	(960)
研发费用	(1,429)	3	(1,304)	-9	(1,367)	(1,420)
运营费用合计	(3,351)	-1	(2,878)	-14	(2,929)	(3,045)
运营利润	591	-41	550	-7	761	791
运营利润率(%)	10		10		14	14
调整后净利润	718	-25	530	-26	701	725
净利润率(%)	11.9		10.1		12.8	12.7

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 网龙网络 (777 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2025 年 4 月 2 日

网龙网络 (777 HK)

图表 3: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	91.63	111.00	21.1%	2025 年 02 月 19 日	广告
1024 HK	快手	买入	56.15	64.00	14.0%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	42.12	60.00	42.5%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.46	17.00	17.6%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	150.60	184.00	22.2%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.99	26.00	36.9%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.23	2.70	21.1%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.27	7.20	14.8%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.00	28.00	7.7%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	122.19	165.00	35.0%	2025 年 03 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	41.32	62.00	50.0%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	132.70	165.00	24.3%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.54	15.60	24.4%	2025 年 01 月 22 日	电商
9901 HK	新东方教育科技	买入	37.00	46.00	24.3%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	7.68	12.00	56.3%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.19	13.30	0.8%	2025 年 01 月 24 日	教育
GOTU US	高途	买入	2.97	4.60	54.9%	2024 年 11 月 20 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	37.55	50.00	33.2%	2025 年 03 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	504.00	583.00	15.7%	2025 年 03 月 20 日	游戏
NTES US	网易	买入	106.35	124.00	16.6%	2025 年 01 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	10.48	10.20	-2.7%	2025 年 04 月 02 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	17.68	21.00	18.8%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	157.90	226.00	43.1%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.76	18.50	45.0%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.03	13.50	49.5%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.91	1.40	-26.7%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	13.52	21.00	55.3%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.02	9.60	19.7%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	21.05	24.00	14.0%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	494.80	605.00	22.3%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	47.10	64.00	35.9%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 4 月 1 日

财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	7,101	6,047	5,241	5,485	5,700
主营业务成本	(2,703)	(2,105)	(1,813)	(1,795)	(1,864)
毛利	4,398	3,942	3,428	3,690	3,836
销售及管理费用	(2,006)	(1,922)	(1,574)	(1,562)	(1,625)
研发费用	(1,382)	(1,429)	(1,304)	(1,367)	(1,420)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	1,010	591	550	761	791
Non-GAAP标准下的经营利润	1,148	623	577	790	821
财务成本净额	(268)	(148)	0	0	0
应占联营公司利润及亏损	(4)	3	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(103)	310	200	200	200
税前利润	635	756	750	961	991
税费	(188)	(642)	(150)	(192)	(198)
非控股权益	103	197	103	103	103
净利润	550	311	703	872	896
作每股收益计算的净利润	550	311	703	872	896
Non-GAAP标准的净利润	962	718	530	701	725

资产负债简表(百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,241	2,498	2,513	2,280	2,109
有价证券	329	215	215	215	215
应收账款及票据	702	454	736	481	763
存货	405	238	286	314	346
其他流动资产	1,313	2,280	942	985	961
总流动资产	4,990	5,685	4,691	4,275	4,393
物业、厂房及设备	2,422	2,315	2,559	2,597	2,616
无形资产	1,193	1,096	1,610	1,816	2,042
合资企业/联营公司投资	43	50	50	50	50
其他长期资产	1,734	1,285	1,296	1,317	1,339
总长期资产	5,392	4,746	5,515	5,780	6,047
总资产	10,382	10,431	10,206	10,055	10,440
短期贷款	1,033	1,729	1,729	1,729	1,729
应付账款	1,518	1,284	1,605	1,349	1,671
其他短期负债	885	1,401	1,278	1,288	1,300
总流动负债	3,436	4,414	4,612	4,366	4,700
其他长期负债	772	152	156	159	163
总长期负债	772	152	156	159	163
总负债	4,208	4,566	4,768	4,525	4,863
股本	39	39	39	39	39
储备及其他资本项目	5,856	5,787	5,360	5,452	5,500
股东权益	5,895	5,826	5,399	5,491	5,539
非控股权益	279	39	39	39	39
总权益	6,174	5,865	5,438	5,530	5,578

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	635	756	750	961	991
合资企业/联营公司收入调整	4	4	4	4	4
折旧及摊销	250	401	514	557	602
营运资本变动	105	167	(57)	(76)	34
利息调整	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
税费	(102)	(78)	(83)	(86)	(90)
其他经营活动现金流	523	102	254	67	64
经营活动现金流	1,115	1,052	1,082	1,128	1,305
资本开支	(276)	(163)	(334)	(334)	(334)
投资活动	0	0	(5)	(6)	(6)
其他投资活动现金流	(639)	(712)	(238)	(472)	(519)
投资活动现金流	(915)	(875)	(577)	(811)	(859)
负债净变动	289	692	0	0	0
权益净变动	(129)	0	0	0	0
股息	(887)	(440)	(462)	(485)	(509)
其他融资活动现金流	(968)	(122)	(36)	(63)	(94)
融资活动现金流	(1,695)	130	(498)	(548)	(603)
汇率收益/损失	35	(50)	8	(2)	(15)
年初现金	3,701	2,241	2,498	2,513	2,280
年末现金	2,241	2,498	2,513	2,280	2,109

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.030	0.586	1.336	1.658	1.702
全面摊薄每股收益	1.030	0.586	1.336	1.658	1.702
Non-GAAP标准下的每股收益	1.801	1.351	1.008	1.332	1.379
每股股息	1.661	0.829	0.870	0.913	0.959
每股账面值	11.037	10.970	10.264	10.437	10.528
利润率分析(%)					
毛利率	61.9	65.2	65.4	67.3	67.3
EBITDA利润率	17.7	16.4	20.3	24.0	24.4
EBIT利润率	14.2	9.8	10.5	13.9	13.9
净利率	7.7	5.1	13.4	15.9	15.7
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	61.9	65.2	65.4	67.3	67.3
EBITDA利润率	19.7	16.9	20.8	24.6	25.0
经营利润率	16.2	10.3	11.0	14.4	14.4
净利率	13.5	11.9	10.1	12.8	12.7
盈利能力(%)					
ROA	5.1	3.0	6.8	8.6	8.7
ROE	8.6	5.2	12.4	15.9	16.1
ROIC	13.9	8.0	7.4	10.6	10.9
其他					
流动比率	1.5	1.3	1.0	1.0	0.9
存货周转天数	81.8	55.7	52.7	61.0	64.6
应收账款周转天数	34.9	30.0	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	204.6	191.3	191.3	191.3	191.3

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。