

买入

2025 年 4 月 3 日

收入承压但盈利韧性显现，静待教育业务改善

- **2024 业绩承压：**网龙 2024 年全年实现营收 60.5 亿元，同比下滑 14.8%，归母净利润 3.1 亿元，同比下降 43.5%。业绩压力主要源于两大核心业务调整：1) 游戏业务主动降低付费门槛导致收入短期收缩；2) Mynd.AI 业务处于海外市场转型周期，需求阶段性放缓。利润端表现优于收入端，净利润同比上升 17.4%，反映成本管控成效。全年毛利率提升 3.3 个百分点至 65.2%，研发及管理费用率上升，利润率释放略显压制。
- **游戏业务主动调整：**全年游戏业务营收 39.4 亿元，同比下降 6.0%，主力 IP《魔域》端游收入下滑 6.7%，主要因公司主动降低新用户付费门槛以扩大用户基数。《魔域》整体 MAU 同比增长 10.1%，其中《魔域互通版》MAU 同比大幅提升 37.5%，显示跨端协同策略有效激活用户活跃度。在游戏储备方面，公司于今年推出《魔域再起》，并计划于下半年继续推出 MMOPRG 手游《代号一龙》等一系列新游丰富游戏产品矩阵；叠加上 AI+游戏战略下的降本增效初现，我们预计游戏业务有望企稳回升。
- **教育业务短期承压：**教育业务实现营收 21.1 亿元，同比下滑 27.6%，主要因海外教育信息化市场处于周期性调整阶段，IFPD（交互平板）终端需求暂显疲软。得益于材料及运输成本优化推动毛利率提升 1 个百分点至 26%。短期海外教育预算波动仍存压力，但长期看全球教育数字化渗透率还有提升的核心逻辑未变。持续关注海外教育市场，市场调整后有望改善利润扭亏为盈。
- **调整目标价为 15 港元，维持买入评级：**综合分析，我们强调公司游戏业务的稳健，和教育业务市场空间的潜力。游戏 IP 的稳健发展和海外市场的持续拓宽加上平板产品的顺利推广有望给公司带来新的业绩增长。因此，我们对公司未来保持信心。我们维持之前的估值方法不变，并根据 2025 年盈利预测，以及调整汇率得出目标价为 15 港元，较上一收盘价有 44% 的上升空间，维持买入评级。

李京霖

852-2532-1957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

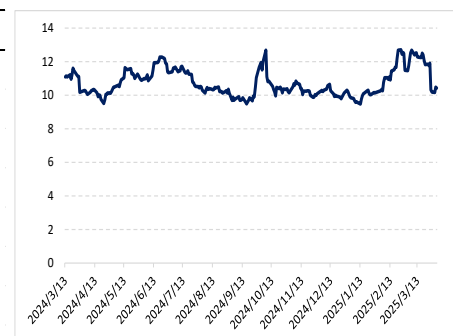
行业	TMT
股价	10.5 港元
目标价	15 港元 (+44%)
股票代码	777
已发行股本	5.31 亿股
市值	55.78 亿港元
52 周高/低	13.1/9.31 港元
每股净资产	11.84 港元
主要股东	DJM Holdings 35.72% 郑辉 6.37% 刘路远 4.30%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入（人民币千元）	7,101,000	6,047,000	5,318,356	5,678,733	6,077,232
总收入	-9.73%	-14.84%	-12.05%	6.78%	7.02%
经调整净利润	468,000	108,000	502,548	528,365	593,590
经调整每股盈利（人民币元）	1.030	0.590	1.158	1.217	1.368
变动（%）	33.18%	-42.72%	96.27%	5.14%	12.34%
派息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
市盈率10.5港元（估）	9.5	16.6	8.5	8.1	7.2

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录：主要财务报表

财务报表摘要

单位：千元;财务年度截至十二月三十一日

损益表	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
营运收入	7,101,000	6,047,000	5,361,975	5,725,842	6,131,878
营运支出	2,703,000	2,105,000	1,991,321	2,180,186	2,367,007
毛利	4,398,000	3,942,000	3,370,654	3,545,656	3,764,871
其他收入	264,000	398,000	212,476	227,585	443,394
销售及分销费用	807,000	758,000	686,554	826,329	933,945
行政开支	1,199,000	1,164,000	895,067	965,557	1,026,967
减值及拨备	3,000	-2,000	4,054	4,357	4,269
研发费用	1,382,000	1,429,000	950,993	1,060,453	1,152,561
其他支出	450,000	246,000	235,216	240,330	256,406
营业利润	821,000	745,000	811,243	676,214	834,118
融资成本	268,000	161,000	101,000	89,000	78,050
税前利润	635,000	756,000	811,243	676,214	834,118
所得税	188,000	642,000	238,970	194,331	233,486
净利润	447,000	114,000	572,274	481,883	600,632
少数股东损益	-103,000	-197,000	-197,000	-197,000	-197,000
本公司股东应占利润	550,000	311,000	769,274	678,883	797,632
经调整净利润	570,000	301,000	962,274	871,883	990,632
折旧及摊销	290,000	290,000	378,835	395,034	415,686
增长					
总收入（%）	-10%	-15%	-11%	7%	7%
经调整净利润(%)	-28.6%	0.0%	30.6%	4.3%	5.2%

资产负债表	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
固定资产	2,422,000	2,315,000	2,225,634	2,138,182	2,057,722
投资物业	60,000	50,000	50,000	50,000	50,000
无形资产	868,000	784,000	763,303	763,663	753,801
商誉	325,000	312,000	312,000	312,000	312,000
递延税项资产	433,000	-	176,081	177,899	211,443
预付款项	351,000	288,000	135,066	160,676	198,989
非流动资产其他项目	425,000	402,000	402,000	402,000	402,000
非流动资产合计	5,392,000	4,746,000	4,669,084	4,614,421	4,598,954
存货	405,000	238,000	219,045	239,820	260,371
发展中及待售物业	350,000	342,000	342,000	342,000	342,000
应收账款	702,000	454,000	494,293	535,383	543,000
预付款项、按金及其他	492,000	469,000	382,011	413,295	445,392
现金及等价物(流动)	2,241,000	2,498,000	2,890,310	3,708,920	4,356,550
流动资产合计	4,990,000	5,686,000	6,011,660	6,923,417	7,631,314
总资产	10,382,000	10,432,000	10,680,744	11,537,838	12,230,268
应付账款	1,518,000	1,284,000	1,087,921	1,187,317	1,272,777
应付税项	80,000	64,000	77,730	77,014	76,660
短期贷款	1,033,000	1,729,000	1,719,000	1,975,626	1,938,826
合同负债	491,000	454,000	335,276	353,978	392,671
短期负债	4,045,000	4,414,000	3,706,927	4,080,935	4,167,933
递延税项负债	80,000	76,000	64,543	65,746	70,546
融资租赁负债	45,000	71,000	71,000	71,000	71,000
非流动负债合计	163,000	152,000	140,543	141,746	146,546
总负债	4,208,000	4,566,000	3,847,471	4,222,682	4,314,480
少数股东权益	279,000	39,000	39,000	39,000	39,000
股东权益	6,174,000	5,866,000	6,833,274	7,315,157	7,915,788
股本溢价	5,856,000	5,788,000	6,794,274	7,276,157	7,876,788
营运资产	945,000	1,272,000	2,304,733	2,842,482	3,463,380

财务分析	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标					
毛利率（%）	62%	65%	63%	62%	61%
净利率（%）	6%	2%	11%	8%	10%
营运表现					
销售及管理费用/收入	11%	13%	13%	14%	15%
实际税率	30%	85%	29%	29%	28%
应付账款周转天数	77	83	80	72	72
偿债能力指标					
资产负债率	41%	44%	36%	37%	35%
流动比率	1.23	1.29	1.62	1.70	1.83
财务状况					
总负债/总资产	41%	44%	36%	37%	35%
收入/净资产	115%	103%	78%	78%	77%
经营性现金流入/收入	0.16	0.17	0.13	0.15	0.17
税前盈利对利息倍数	2.37	4.70	8.03	7.60	10.69

现金流量表	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
除税前溢利(业务利)	635,000	114,000	572,274	481,883	600,632
折旧及摊销	440,000	484,000	378,835	395,034	415,686
应收账款减少	-19,000	-30,987	-40,293	-41,089	-7,618
应付账款及应计费用	-211,000	-213,499	-314,803	118,098	124,152
其他	270,000	698,486	85,070	-79,000	-120,058
经营业务现金流	1,115,000	1,052,000	681,082	874,926	1,012,794
资本开支	11,821,000	761,000	-268,772	-307,943	-325,363
其他投资活动	-12,736,000	-1,636,000	-10,000	-5,000	-3,000
投资业务现金流	-915,000	-875,000	-278,772	-312,943	-328,363
融资业务现金流	-1695000	130000	-10000	256626	-36800
现金净额	-1,495,000	307,000	392,310	818,609	647,631
期初现金	3,701,000	2,241,000	2,498,000	2,890,310	3,708,920
汇兑变化	35,000	-50,000	N/A	N/A	N/A
期末现金	2,241,000	2,498,000	2,890,310	3,708,920	4,356,550

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。