

买入

2025 年 9 月 22 日

OpenQ 深化教育平权生态，游戏业务稳健增长

- **2025 中期业绩承压：**网龙 2025 年上班年实现营收 23.8 亿元，同比下滑 28%，毛利为人民币 17 亿元，同比减少 24.7%，毛利率同比提升 2.9 个百分点至 69.5%，反映公司整体盈利能力增强。经营开支为 13.5 亿元，同比降低 15.6%，集团推行的成本优化和效率提升措施已初步显现成效，预计将在 2025 年下半年进一步充分体现。公司当前财务状况稳健，账面净现金规模约为 23 亿元人民币，并持有 12,000 枚以太坊作为其数字资产储备。与此同时，公司宣布派发中期股息每股 0.5 港元，并承诺在未来一年内通过股息及股份回购等方式，向股东提供总额不低于 6 亿港元的回报。
- **游戏业务主动调整：**2025 年上半年，公司游戏及其他业务实现收入 17.4 亿元，同比下降 18%，但相较 2024 年下半年仅环比微降 4%，显示出企稳回升的态势。其中，《魔域》MAU 同比增长 11%，手机版收入也实现环比增长，反映用户活跃与留存水平有所提升，玩家体验持续优化。通过持续推进降本增效，该业务经营利润率环比回升至 28.8%，已接近历史常态水平。产品储备方面，《代号 MY》已于 8 月启动小规模测试，预计明年正式上线；《魔域》及《代号 Alpha》计划于下半年推向多个海外市场；《终焉誓约》积极拓展下沉市场及多元渠道；《机战》手游预计明年发布；此外，《魔域传说》小游戏版本已于上半年上线；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：**2025 年上半年 Mynd.ai 业务收入 6.4 亿元人民币，主要受客户预算收紧影响。为应对全球教育科技支出收缩带来的挑战，公司将持续推进成本优化；在欧美传统市场表现疲软的背景下，公司正积极开拓新兴市场，以寻求新的增长点。整体看，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。
- **调整目标价为 20.24 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 20.24 港元，较上一收盘价有 71% 的上升空间，维持买入评级。

赵绵璐

852-25222101

mianlu.zhao@firstshanghai.com.hk

主要数据

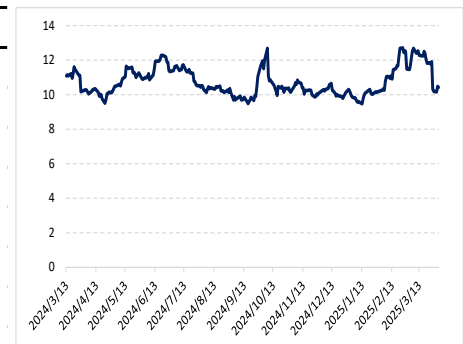
行业	TMT
股价	11.82 港元
目标价	20.24 港元 (+71%)
股票代码	777
已发行股本	5.29 亿股
市值	58.97 亿港元
52 周高/低	13.3/8.78 港元
每股净资产	11.65 港元
主要股东	DJM Holdings 35.72% 郑辉 6.37% 刘路远 4.30%

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	4,890,502	5,116,943	5,490,522
总收入	-9.73%	-14.84%	-19.13%	4.63%	7.30%
经调整净利润	962,000	570,000	480,268	562,320	584,536
经调整每股盈利 (人民币元)	1.030	0.590	0.9042	1.0587	1.1005
变动 (%)	-33.18%	-42.72%	53.26%	17.08%	3.95%
派息率	174.76%	152.54%	110.59%	85.01%	81.78%
市盈率11.82港元 (估)	9.4	16.5	10.7	9.2	8.8

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

全球教育平权生态 Open-Q

近期据我们公司调研发现，Open Quest Academy（Open-Q）生态在联合国教科文组织巴黎总部举办的 2025 数字教育周（DLW 2025，9 月 2 日-5 日）上正式发布。Open-Q 是一个开放、面向未来的教育生态系统，通过全球教育枢纽和内容创作中心，汇聚专家、教师与实践工作者，共同开发基于元宇宙的教与学平台。秉持技术平权、资源共创和激励驱动三大核心原则，Open-Q 提供高质量的本地化数字内容，推动全球教育公平有效发展。其核心特色是「边学边赚」（Learn and Earn）模式——让学习者获得就业技能，教育者因优质贡献获得回报，整个生态系统则从不断扩展的共用知识库中受益。

DLW2025 系联合国教科文组织的年度官方活动。期间，网龙作为唯一的企业代表，与来自英国、印度、泰国、马来西亚、土耳其、阿联酋等多个国家的 30 余位教育部长级官员共同出席了部长圆桌会议。Open-Q 生态的区块链技术不仅保障了透明度，更使学习贡献转化为可交易资产，将重塑教育经济模式，有望成为 AI 时代超大型社区标杆。该生态不但将创造巨大的社会普惠效应，也将因应全球 Web3.0 发展趋势，创造数字经济领域的巨大价值。

网龙将加入 Open-Q 生态，成为其 AI 算力合作伙伴

网龙的 AI 生产中心整合了国内外领先的 AI 大模型和垂直应用，已实现通过 Agent 节点自动化生成教育内容，覆盖率达 100%，生产效率提升至 1 小时/单元，边际成本降至百元级，可彻底解决优质教育资源规模化难题。网龙已通过 AI 生产中心产出一大批“3E”高质量教育内容：以“更有效果、更有效率、更有体验感”（Effective, Efficient, Engaging）为标准，为传统的教学模式带来颠覆式创新。

Open-Q 作为去中心化学习社区，可依托区块链技术记录学习者贡献并量化数字权益，通过双轨激励系统（数字资产+成就勋章）激励参与。灵活采用区块链架构实现数字权益验证与生态激励，支持全球用户共治共管。而网龙的 AI 生产中心将成为其 AI 算力基础设施，未来有望通过数字经济生态获取显著的价值增量。

网龙的海外子公司 Mynd.ai 的教室互动显示屏硬件产品已进入 100 万间教室，SAAS 系统中的 Explain Everything，Merlyn Mind 等重点 AI+软件已积累千万级的全球用户。据悉该子公司也有计划加入 Open-Q 生态，凭借其业界领先的软硬件混合教学系统和庞大用户群体为 Open-Q 生态提供增长助力。

网龙 AI 生产中心与其国家级项目

网龙的 AI 生产中心还服务于国家级项目这条商业化路径。其国内教育科技子公司华渔已连续多次中标国家中小学智慧教育平台的技术服务订单。在海外，与泰国高等教育部合作的 AI 职业技能培训平台，到 2026 年底将覆盖泰国全国 200 万大学生及青年用户群体。通过执行这些国家级项目，网龙不但获取了可观的技术服务收入，也将不断积累 AI+教育平台的项目部署经验。而从联合国教科文组织 DLW 2025 的现场反馈来看，广大新兴市场国家的教育主管部门也有希望逐步加入 Open-Q 生态，共同解决全球课程资源面临短缺和分配不均、内容产出的地域和语言过于集中等挑战

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	4,890,502	5,116,943	5,490,522
营运支出	2,703,000	2,105,000	1,227,900	1,455,295	1,647,157
毛利	4,398,000	3,942,000	3,662,602	3,661,649	3,843,365
其他收入	264,000	398,000	224,881	268,243	404,638
销售及分销费用	807,000	758,000	674,551	740,945	843,880
行政开支	1,199,000	1,164,000	883,184	867,858	924,183
减值及拨备	3,000	-2,000	2,729	3,699	3,591
研发费用	1,382,000	1,429,000	1,040,042	1,029,498	1,098,995
其他支出	450,000	246,000	440,595	311,543	312,653
营业利润	821,000	745,000	846,383	976,349	1,064,703
融资成本	268,000	161,000	101,000	89,000	78,050
税前利润	635,000	756,000	792,383	976,349	1,064,703
所得税	188,000	642,000	312,115	414,029	480,166
净利润	447,000	114,000	480,268	562,320	584,536
少数股东损益	-103,000	-197,000	-163,000	-163,000	-163,000
本公司股东应占利润	550,000	311,000	643,268	725,320	747,536
经调整净利润	962,000	570,000	480,268	562,320	584,536
折旧及摊销	290,000	290,000	377,265	391,323	409,686
增长					
总收入（%）	-10%	-15%	-19%	5%	7%
经调整净利润(%)	9.4%	-40.7%	-15.7%	17.1%	4.0%

资产负债表	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
固定资产	2,422,000	2,315,000	2,216,639	2,118,006	2,026,272
投资物业	60,000	50,000	50,000	50,000	50,000
无形资产	868,000	784,000	750,235	732,741	706,122
商誉	325,000	312,000	312,000	312,000	312,000
递延税项资产	433,000	-	160,598	158,981	189,327
预付款项	351,000	288,000	123,190	143,589	178,176
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	4,619,663	4,527,317	4,476,897
存货	405,000	238,000	135,069	160,082	181,187
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	450,831	478,449	486,206
预付款项、按金及其他	492,000	469,000	235,558	275,878	309,940
现金及等价物(流动)	2,241,000	2,498,000	2,662,547	3,601,952	4,269,837
流动资产合计	4,990,000	5,686,000	5,510,005	6,542,362	7,273,170
总资产	10,382,000	10,432,000	10,129,668	11,069,679	11,750,067
应付账款	1,518,000	1,284,000	670,840	792,545	885,702
应付税项	80,000	64,000	70,895	68,824	68,642
短期贷款	1,033,000	1,729,000	1,719,000	1,966,631	1,929,831
合同负债	491,000	454,000	305,796	316,335	351,600
短期负债	4,045,000	4,414,000	3,253,531	3,631,336	3,722,774
递延税项负债	80,000	76,000	58,868	58,755	63,168
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	134,868	134,755	139,168
总负债	4,208,000	4,566,000	3,388,399	3,766,091	3,861,942
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	6,741,268	7,303,588	7,888,125
股本溢价	5,856,000	5,788,000	6,702,268	7,264,588	7,849,125
营运资产	945,000	1,272,000	2,256,473	2,911,026	3,550,396

财务分析	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标					
毛利率（%）	62%	65%	75%	72%	70%
净利率（%）	6%	2%	10%	11%	11%
营运表现					
销售及管理费用/收入	11%	13%	14%	14%	15%
实际税率	30%	85%	39%	42%	45%
应付账款周转天数	77	83	72	51	55
偿债能力指标					
资产负债率	41%	44%	33%	34%	33%
流动比率	1.23	1.29	1.69	1.80	1.95
财务状况					
总负债/总资产	41%	44%	33%	34%	33%
收入/净资产	115%	103%	73%	70%	70%
经营性现金流入/收入	0.16	0.17	0.09	0.19	0.18
税前盈利对利息倍数	2.37	4.70	7.85	10.97	13.64

现金流量表	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
除税前溢利(业务利润)	635,000	114,000	480,268	562,320	584,536
折旧及摊销	440,000	484,000	377,265	391,323	409,686
应收账款减少	-19,000	-30,987	3,169	-27,618	-7,757
应付账款及应计费用	-211,000	-213,499	-761,364	132,245	128,421
其他	270,000	698,486	330,348	-86,300	-115,869
经营业务现金流	1,115,000	1,052,000	429,686	971,969	999,017
资本开支	11,821,000	761,000	-245,139	-275,195	-291,332
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	-255,139	-280,195	-294,332
融资业务现金流	-1695000	130000	-10000	247631	-36800
现金净额	-1,495,000	307,000	164,547	939,405	667,885
期初现金	3,701,000	2,241,000	2,498,000	2,662,547	3,601,952
汇兑变化	35,000	-50,000	N/A	N/A	N/A
期末现金	2,241,000	2,498,000	2,662,547	3,601,952	4,269,837

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。