

网龙 (00777.HK)

AI 赋能游戏教育，多元投资增厚业绩

买入（首次）

2025 年 12 月 02 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7,101	6,047	4,641	4,932	5,267
同比(%)	(9.73)	(14.84)	(23.25)	6.27	6.79
归母净利润（百万元）	550.00	311.00	401.28	674.49	682.41
同比(%)	(34.05)	(43.45)	29.03	68.09	1.17
EPS-最新摊薄（元/股）	1.04	0.59	0.76	1.27	1.28
P/E（现价&最新摊薄）	9.89	17.50	13.56	8.07	7.97

投资要点

■ 游戏：长青 IP 构筑基本盘，AI 赋能助力降本增效

公司多年深耕 MMORPG 赛道，以旗下《魔域》《征服》《英魂之刃》等长线 IP 构筑业绩基本盘，具备强用户粘性与长线运营能力，其中旗舰 IP《魔域》穿越近二十年周期，持续保持高经营利润率。公司全面践行“AI+游戏”战略，AI 目前已深入美术生产、代码编写及多语言本地化等环节，助力存量游戏快速推出多语言版本（如《英魂之刃》海外版），低成本拓展全球市场以及加速“端游转手游”开发。AI 赋能下 2025H1 游戏及应用服务板块研发费用同比减少 26.7%，我们看好 AI 持续降本增效释放游戏业务利润。

■ 教育：教育互动显示设备龙头，AI+SaaS 开启转型新周期

子公司 Mynd.ai 为全球教育互动显示设备龙头，其中 2016-2024 年普罗米休斯累计销量达 137 万台，2024 年全球存量设备市场市占率近 16%，覆盖全球 100 万间以上教室。受疫情后补贴退出及美国政策不确定性影响，Mynd.ai 收入阶段性承压。考虑北美 2020-2021 年疫情高峰期采购的教育设备陆续到期，下一轮替换周期渐进。2025H1 公司 SaaS 生态初步成型，Explain Everything 延续增长趋势，公司通过收购 Merlyn Mind 引入 AI 语音助手提升软件能力，加速向“AI+SaaS”的高毛利订阅模式转型，有望提升业绩持续性和盈利能力。

■ 战投：布局 AI、AR 与泛文娱赛道，构建长期增长生态

公司战略投资 ROKID、创奇思、帅库网络，进一步强化公司在 AI、AR、泛文娱等领域的生态布局。AI 方面，子公司创奇思与中科闻歌签订合作协议，成为中科闻歌于境外市场的唯一独家出海平台与商业化伙伴。目前双方已合作开发多款 AI 大模型产品，助力公司抢占 AI 大模型出海先机；AR 与元宇宙布局方面，公司战略投资 AR 眼镜龙头 Rokid，探索元宇宙教育与游戏的新应用场景；泛文娱方面，公司投资帅库网络，卡位团播赛道，有望持续贡献业绩增量。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预期公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.0/6.7/6.8 亿元，当前市值对应 PE 分别为 13.6/8.1/8.0 倍。SOTP 估值法下，公司目标市值 85.0 亿人民币，对应港股目标价 17.59 港元/股。我们看好公司存量游戏稳健运营，教育业务受益设备更新周期，AI 全面赋能游戏教育，多元投资贡献业绩增量。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**新游流水不及预期、补贴政策的不确定性、AI 模型发展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	11.27
一年最低/最高价	9.28/16.80
市净率(倍)	0.97
港股流通市值(百万元)	5,441.28

基础数据

每股净资产(元)	10.58
资产负债率(%)	45.36
总股本(百万股)	531.26
流通股本(百万股)	531.26

相关研究

内容目录

1. 网龙：长青游戏为基，开辟教育及 AI 成长曲线	4
1.1. 游戏与教育双轮驱动，全面拥抱 AI	4
1.2. 股权结构集中，核心管理层经验丰富	5
1.3. 短期业绩承压，静待 AI 布局释放效益	6
2. 游戏及应用服务：IP 长青为基，AI 提质增效	8
2.1. 深耕 MMORPG，具备长线运营能力	8
2.2. AI 赋能游戏创作	10
3. Mynd.ai：教育互动显示设备龙头，SaaS+AI 开启转型新周期	11
3.1. 硬件：全球存量市占率第一，北美教育设备更新周期渐进	11
3.2. 商业模式向 SaaS 进化	12
4. 布局 AI、AR、泛文娱，构建长期增长生态	14
5. 盈利预测及投资建议	16
6. 风险提示	17

图表目录

图 1: 公司发展历程.....4

图 2: 公司股权结构（截至 2025H1）.....5

图 3: 公司营收及同比增速（亿元）.....6

图 4: 公司归母净利及同比增速（亿元）.....6

图 5: 公司分业务收入占比.....6

图 6: 公司主要业务营收及同比增速（亿元）.....6

图 7: 公司分地区收入占比.....7

图 8: 公司分地区营收情况（亿元）.....7

图 9: 公司毛利率变化情况.....7

图 10: 公司费用率变化情况.....7

图 11: MMORPG 赛道特征.....8

图 12: 公司三大长青 IP.....8

图 13: 公司旗舰 IP 魔域发展情况.....9

图 14: 征服推出国内传统文化 IP 联动活动.....10

图 15: 英魂之刃赛事.....10

图 16: AI 赋能游戏制作与生产.....10

图 17: AI 助力内容生产与全球化布局.....11

图 18: 硬件市场潜在空间广阔.....12

图 19: 2024 年全球课堂互动显示设备安装量市占率.....12

图 20: 普罗米修斯竞争优势显著.....12

图 21: 公司将软件应用与硬件整合.....13

图 22: 公司整合 Merlyn Mind AI 语音助手技术.....13

图 23: 创奇思与中科闻歌联合研发的三款 AI 应用.....14

图 24: 帅库旗下团播顶流 SK 女团.....15

表 1: 公司主要高管履历.....5

表 2: 公司分业务营收预测（单位：百万元）.....16

表 3: 可比公司估值（截至 2025 年 12 月 1 日）.....17

1. 网龙：长青游戏为基，开辟教育及 AI 成长曲线

1.1. 游戏与教育双轮驱动，全面拥抱 AI

网龙网络于 1999 年成立，最初以提供网络信息化建设服务为主。随时代发展和技术更迭，公司抓住转型机遇，逐步从网络信息化服务商成长为覆盖游戏与教育、布局 AI 与元宇宙的全球化企业。公司发展可分为以下 4 个阶段：

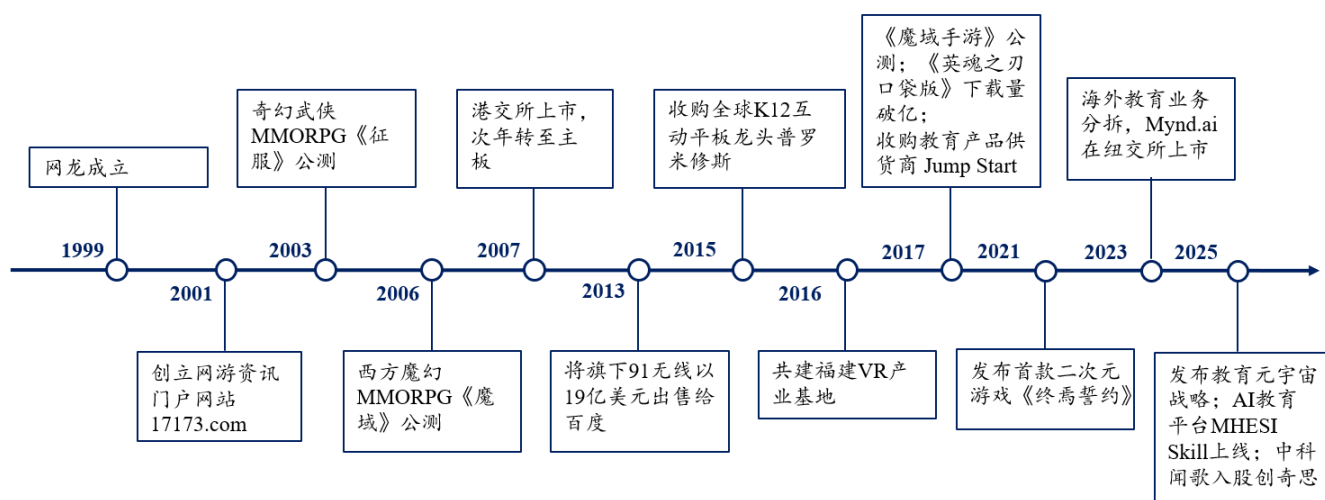
业务转型期（1999-2007）：公司于 1999 年成立，2001 年公司敏锐捕捉网游行业机遇，组建团队研发大型网络游戏，并创立国内首个网游资讯门户网站 17173.com。2006 年公司推出《魔域》IP，2007 年于香港创业板上市，同年推出 91 手机助手。

平台孵化期（2008-2014）：2008 年公司转至港交所主板上市；2010 年公司把握移动互联网发展机遇，推出 91 无线平台，该平台逐步成长为当时国内最大的应用分发平台之一，后于 2013 年以 19 亿美金售予百度。

双轮驱动期（2015-2024）：1）游戏业务持续品类突破：2017 年《魔域手游》公测，公司自研手游《英魂之刃口袋版》全球下载量破亿；2021 年推出二次元手游《终焉誓约》；2022 年与金山世游推出《魔域手游 2》；2）教育业务：2015 年收购 K12 互动平板行业龙头普罗米修斯；2017-2018 年收购 Jump Start、Edmodo 拓展海外市场；2023 年教育收入创新高，同年分拆 Mynd.ai 于纽交所上市。

全面拥抱 AI（2025-至今）：游戏方面，公司以 AI 赋能游戏研发实现降本增效、探索 AI 原生玩法；教育方面，通过旗下 Mynd.ai 布局 AI 教育；此外，公司战略投资 Rokid 布局元宇宙，逐步推动旗下创奇思转型为 AI 解决方案服务商。

图1：公司发展历程

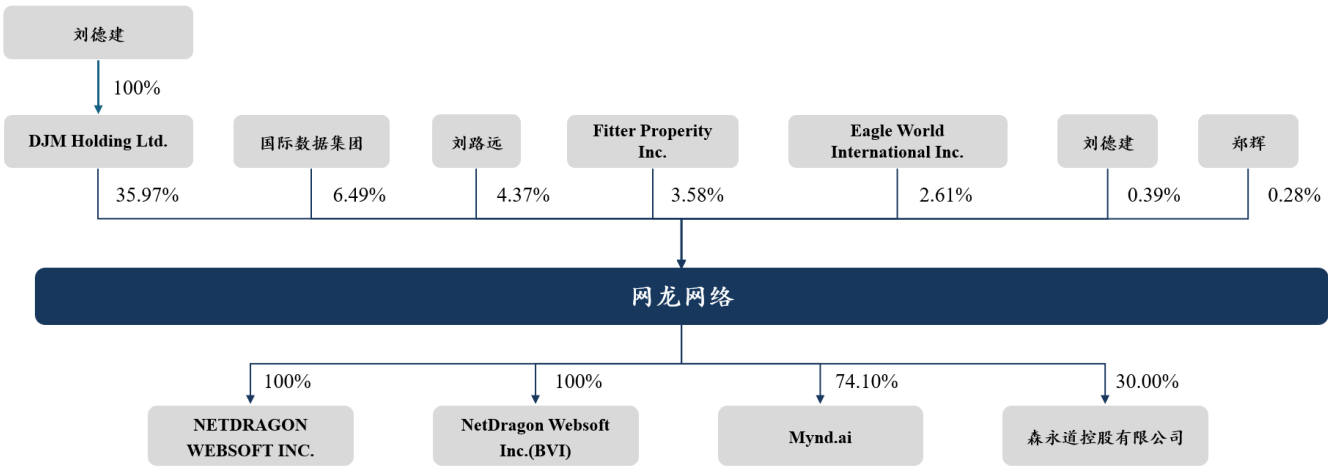


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构集中，核心管理层经验丰富

公司股权结构集中，核心管理层行业积累深厚。截至 2025H1，公司实控人刘德建先生通过直接持股和全资控股的 DJM Holding Ltd.间接持股，合计持有 36.36%的公司股份。公司高管均拥有逾十年游戏、教育行业深耕经验，兼具前瞻性战略布局能力与高效执行力。公司持续探索高效管理模式，营造公开自由的企业文化与灵活运营体系，重视人才储备培养，确保决策与时俱进。创始人兼董事长刘德建负责整体战略部署，副董事长兼 Edmodo 董事长梁念坚主抓海外教育业务推进管理，另有国际化执行团队凭借前瞻视野与多领域经验，助力多元业务实现全球化布局。

图2：公司股权结构（截至 2025H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：公司主要高管履历

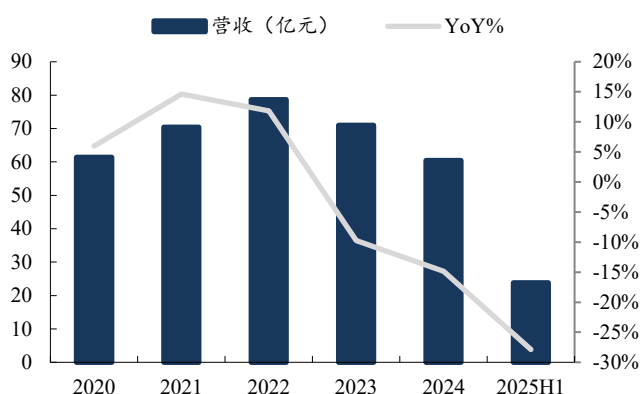
姓名	职务	履历
刘德建	董事长，执行董事	刘德建先生拥有教育学博士学位。1995-2005 年任比索生物工程有限公司副总裁，同期 1995-2000 年兼任福州杨振华 851 生物工程技术研究开发有限公司副总裁，2001 年起晋升为该公司总裁。刘先生归国后于 1999 年创立福建网龙
梁念坚	副董事长，执行董事	在资讯科技及电讯行业拥有逾 30 年经验。2005 年梁博士获委任为摩托罗拉亚太区总裁，主要负责亚太区的整体策略规划及执行。自 2008 年起梁博士曾任微软大中华区行政总裁，主要负责监督整体业务营运以及制定及执行地区策略。2012 年梁博士曾任哈罗国际管理服务有限公司行政总裁，负责于亚洲发展新哈罗国际学校及教育服务
刘路远	执行董事，行政总裁	刘先生拥有十数年技术机构的管理及行政经验。2013 年至今，刘路远先生亦获得包括‘闽商建设海西突出贡献奖’、‘第九届中国游戏行业年会 2012 年度优秀企业家’、‘福建省优秀企业家’等多项荣誉
陈宏展	高级副总裁	陈先生拥有逾 10 年游戏开发的管理经验，主要负责公司的游戏开发。陈先生在 1996 年至 1999 年期间曾成立个人网络游戏工作室。于 2001 年加入公司前，陈先生于 1998 年至 2000 年于重庆大众软件公司担任项目经理，于 2000 年至 2001 年为北京北极冰科技发展有限公司技术部经理

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.3. 短期业绩承压，静待 AI 布局释放效益

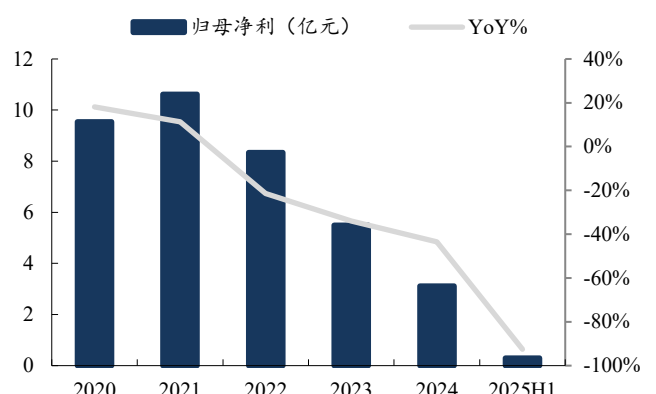
营收与净利润承压，教育业务受美政策影响。2025H1 公司实现营业收入 23.8 亿元，同比-27.9%；归母净利润 3.11 亿元，同比-92.5%。公司业绩短期承压主要源于 Mynd.ai 面临的行业性挑战：一方面受前期高基数影响，2020-2022 年疫情期间，政府财政补贴支持及线上教学需求激增，大幅刺激硬件采购量，形成了较高的业绩基准；另一方面是市场需求逐步回落，自 2023 年起前期财政补贴陆续到期叠加线上教学需求减弱，市场对硬件的采购需求逐渐回归常态水平。2022 年公司美国地区收入占总营收比例超 40%，美国教育硬件补贴政策的不确定性导致当地学区推迟硬件采购决策，进一步影响业绩表现。

图3：公司营收及同比增速（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

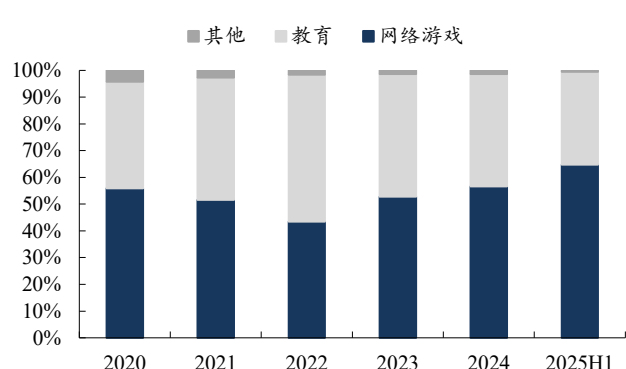
图4：公司归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

教育业务下滑显著，游戏业务维持基本盘。2025H1 教育相关营收同比-41.3%至 8.2 亿元，受北美硬件销售周期等因素影响市场需求持续回落。2025H1 网络游戏营收同比-17.9%至 15.3 亿元，主要为存量游戏流水自然下滑。公司此前布局的“AI+游戏”产品线逐步落地，为降本增效奠定基础。

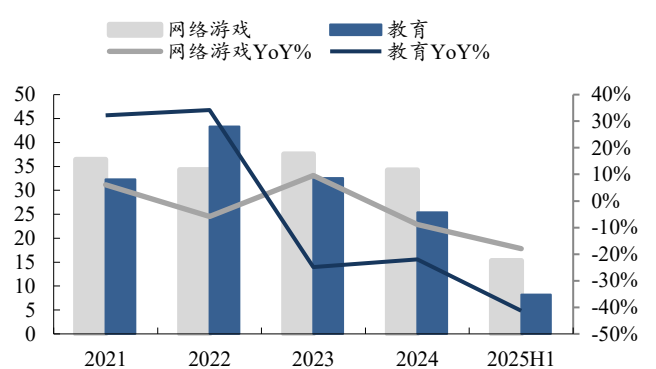
图5：公司分业务收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：教育业务取销售教育产品与教育项目合计口径

图6：公司主要业务营收及同比增速（亿元）

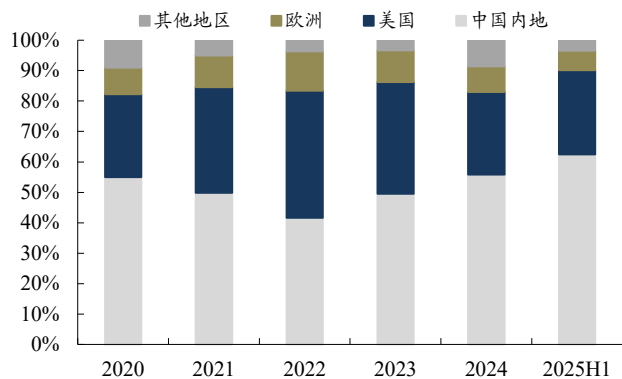


数据来源：Wind，东吴证券研究所

海外业务收入占比短期下降。分地区看，近年来中国内地营收占比接近五成，

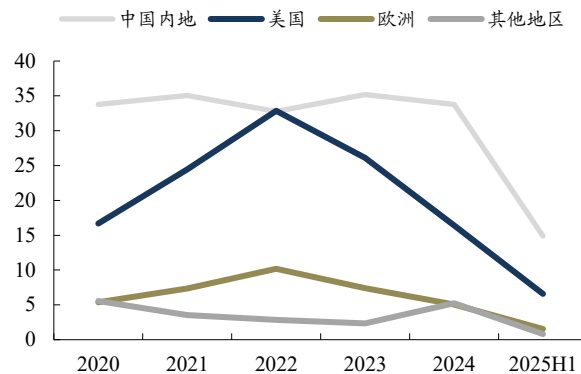
2025H1 占比为 63%。公司积极加入游戏出海浪潮,《征服》、《魔域》等 IP 纷纷推出海外版本;教育子公司 Mynd.ai 主要服务海外市场,2020 到 2022 年间海外收入占比持续提升,2023 年起占比下降主要为美国地区营收下滑。

图7: 公司分地区收入占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

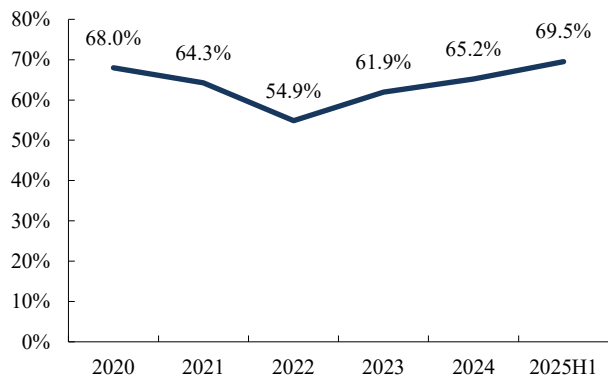
图8: 公司分地区营收情况(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

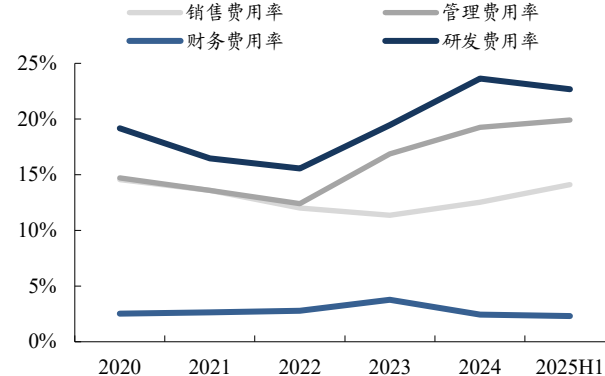
毛利率稳步提升, 费用率升降不一。2022 年以来, 公司毛利率持续上升, 2025H1 毛利率接近 70%, 主要得益于产品优化以及公司深化 AI 战略布局降本增效效果显著。公司持续深化“AI+游戏”战略, 引入前沿大语言基座模型、接入 DeepSeek、深化 AI 服务应用、构建 AI 智慧体平台与适配研发的 AI 生产线。展望后续, 我们看好公司通过研发 AI 外挂识别系统、AI 陪玩、布局 AI 原生游戏玩法内容提升用户体验, 前期投入逐步见效, 同时以 AI 赋能游戏开发与运营环节降低费用率。

图9: 公司毛利率变化情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 公司费用率变化情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

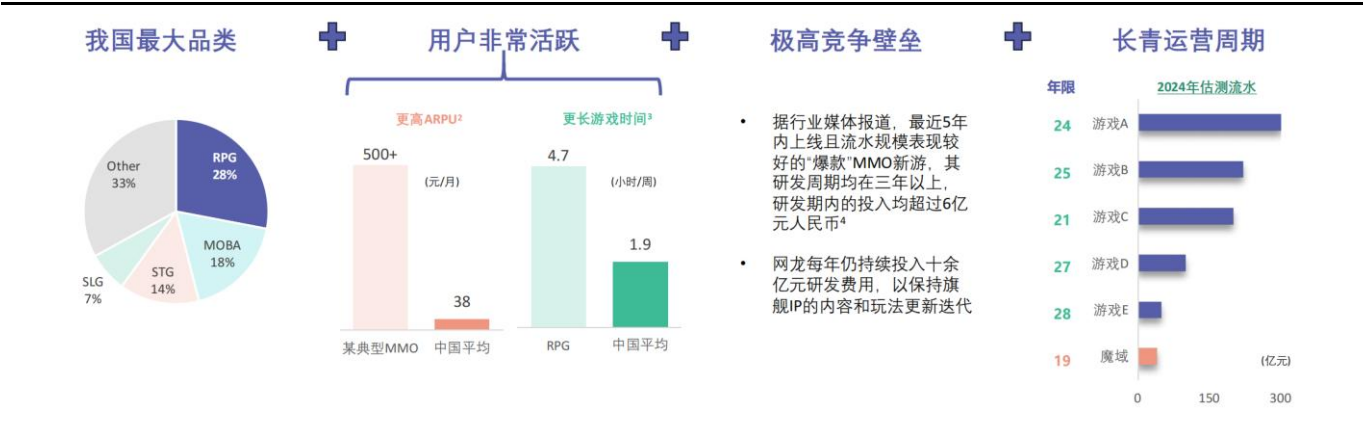
2. 游戏及应用服务：IP 长青为基，AI 提质增效

游戏及应用服务为公司核心现金流业务，聚焦历史悠久、用户基础深厚的 MMORPG 赛道。我们看好公司依托《魔域》《征服》《英魂之刃》三大长青 IP 构建坚实壁垒，同时践行“AI+游戏”战略实现研发降本、效率提升与体验创新。

2.1. 深耕 MMORPG，具备长线运营能力

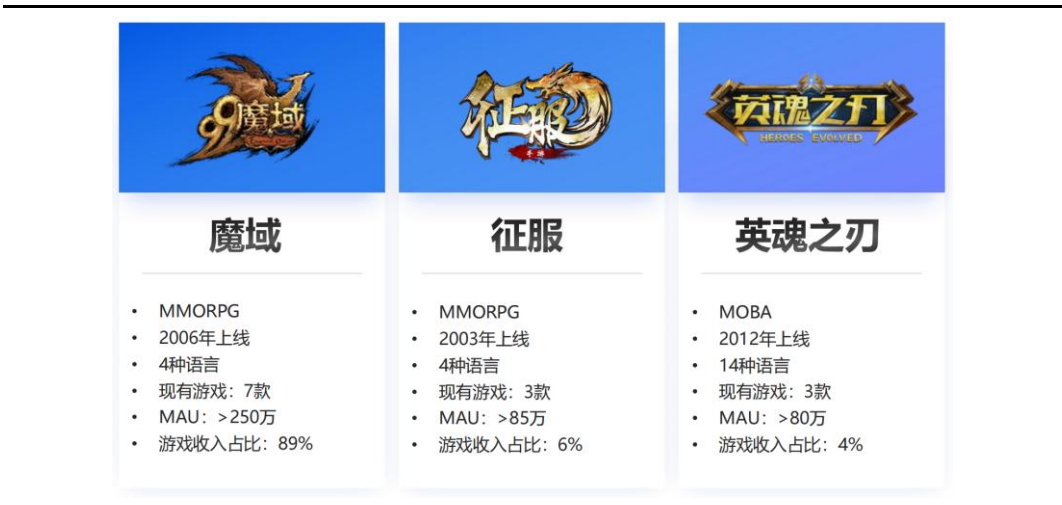
核心主赛道 MMORPG，多维优势促进 IP 长青。根据伽马数据，2024 年 RPG 品类市场规模占我国前百大手机游戏的近 30%。MMORPG 品类历史悠久、玩家基础深厚，具有用户粘度高、生命周期长的特征。多款国内外知名 MMORPG 运营年限超过 20 年，现仍有较高的年流水规模。《魔域》《征服》《英魂之刃》为公司游戏业务三大核心 IP，分别针对国内核心用户、海外市场、竞技娱乐用户三类玩家群体，形成互补且稳定的收入结构，长线运营能力已经验证。

图11：MMORPG 赛道特征



数据来源：公司投资者报告，东吴证券研究所

图12：公司三大长青 IP



数据来源：公司投资者报告，东吴证券研究所

《魔域》自 2006 年公测，已穿越行业周期近二十载，仍为国内 MMORPG 赛道中生命力极强的标杆产品。《魔域》为 100%原创设计 IP，完全自主运营，避免了过高的渠道或授权方分成成本，保证其经营利润率长期处于行业高位。2025H1《魔域》MAU 突破 250 万人，IP 内 7 款游戏贡献游戏板块核心收入，为公司最稳定的现金流来源。2025 年 9 月，由原班核心团队打造的续作《代号 MY》已上线测试。该产品在继承《魔域》成熟商业模型的基础上，针对高频用户反馈的任务繁琐、社交体验不足等核心痛点进行优化，上线后有望贡献增量，释放《魔域》IP 长期价值。

内容供给高频精准，IP 联动玩家扩圈。为维系用户生态，《魔域》每年围绕版本更新与重要时间节点，推出数十场大型主题活动，例如 2025 年 3 月“耀阳系列周年庆活动”、8 月“花魁赛”、9 月“99 狂欢节”等，通过常态化的福利激励和核心玩法的创新优化 ARPU 与用户留存。另一方面，《魔域》通过“文创联动+传统文化融合”提升 IP 价值，以更低成本获取新用户。例如，2016 年邀请著名作家乱世狂刀创作专属小说，总点阅量近 4000 万；2022 年推出 IP 舞台剧《亚特之光》；近年结合非遗、国潮文化推出“嘉峪关威震凛冬”等主题版本，有效提升了《魔域》IP 的社会影响力，吸引年轻玩家。

图 13：公司旗舰 IP 魔域发展情况



数据来源：公司投资者报告，东吴证券研究所

《征服》为海外拓展主力。《征服》于 2003 年上线，2004 年推出海外版，是网龙最早布局海外的 IP，截至 2025H1，《征服》支持 4 种语言版本，MAU 超 85 万人；得益于良好的本地化运营能力，2025H1《征服》海外营收占比已突破 60%。例如 2009 年《征服》推出阿拉伯语版本，专门设计了阿拉伯特色的角色服饰与游戏剧情。

《英魂之刃》以“内容+赛事”为双引擎，夯实 MOBA 品类能力。《英魂之刃》于 2012 年上线，为国内早期的 MOBA 游戏代表。2015 年，《英魂之刃》正式启动官方职业联赛 CPL，成为了国内首批开创专业电竞赛事的产品之一。目前《英魂之刃》主要赛事包括 HEL 精英联赛、HDL 发展联赛。截至 2025H1 支持 14 种语言版本，MAU 超 80

万人。此外，《英魂之刃》通过与《狐妖小红娘》《少年歌行》《OVERLORD》等 IP 联动提升用户活跃度。

图14：征服推出国内传统文化 IP 联动活动



数据来源：公司投资者报告，东吴证券研究所

图15：英魂之刃赛事

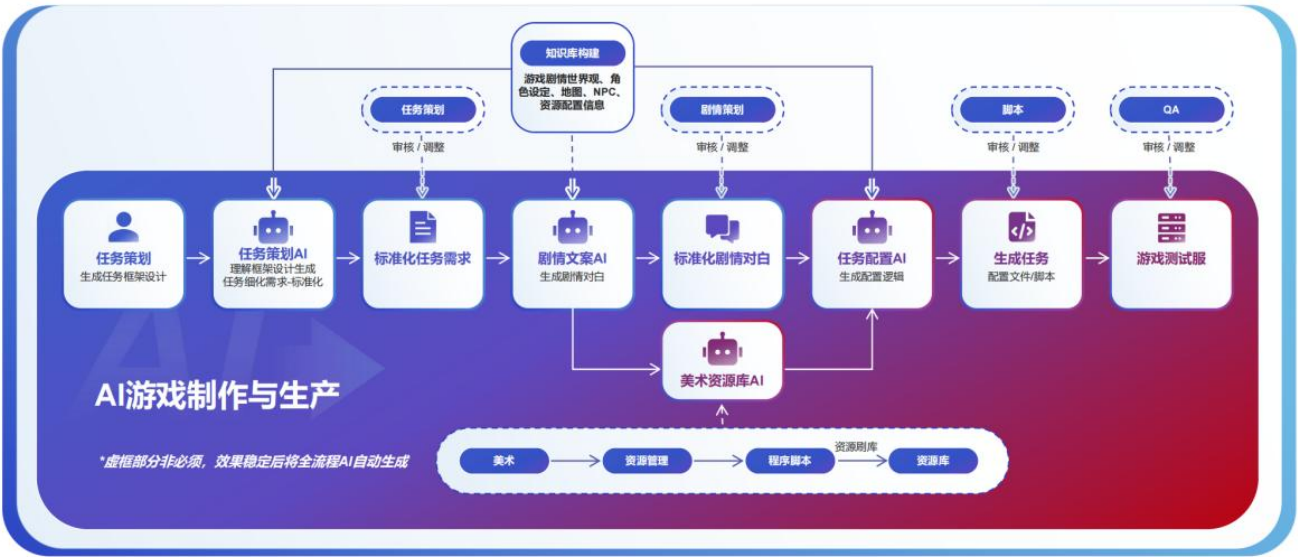


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2. AI 赋能游戏创作

“AI+游戏”战略成效显著，降本增效逻辑持续兑现。2025H1 受益于 AI 生产中心的落地，游戏及应用服务板块研发费用同比减少 26.7%。在业务端，AI 深度赋能核心玩法，利润引入 AI NPC、幻兽及 BOSS 智能化生成，丰富交互机制，显著增强玩家游戏体验。例如网龙在预热“2025 年英灵幻兽”新内容时，利用 AI 互动聊天作为核心预热手段，将经典 IP “貂蝉” AI 化，让玩家能以语音对话的形式与其互动，提升了趣味性和玩家参与度，构建了玩家与新角色之间的情感链接。

图16：AI 赋能游戏制作与生产



数据来源：公司投资者报告，东吴证券研究所

AI 加速内容生产与全球化布局。公司将 AI 工具链（涵盖翻译、美术生成及适配）高效运用于两大路径：一是将《魔域》、《征服》等存量简体中文版游戏，以快速、低成本本地化为多语言版本以开拓全球市场；二是驱动核心 IP 的跨平台迁移，如先利用 AI 美术与适配技术将《英魂之刃》PC 版高效移植为《口袋版》（移动端），再借助 AI 翻译与适配能力顺势推出《海外版》。通过将 AI 深度嵌入研发管线，压缩传统的人工成本与开发周期，得以快速实现“PC 到移动”及“国内到海外”的双重战略扩张。

图 17: AI 助力内容生产与全球化布局



数据来源：公司投资者报告，东吴证券研究所

3. Mynd.ai: 教育互动显示设备龙头，SaaS+AI 开启转型新周期

Mynd.ai 为网龙于 2023 年分拆的美国上市公司，其核心资产为国际教育互动显示设备龙头品牌“普罗米修斯（Promethean）”，截至 2025H1 网龙持有 Mynd.ai 74.1% 股份。我们认为 Mynd 有望发挥硬件入口优势，依托 AI 赋能，在设备更新周期渐进背景与 SaaS 转型扭亏，逐步释放利润。

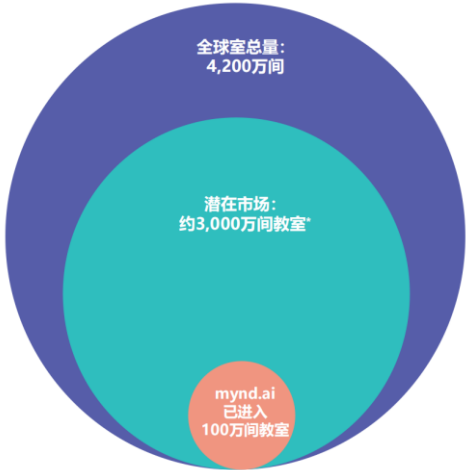
3.1. 硬件：全球存量市占率第一，北美教育设备更新周期渐进

全球教育互动显示设备龙头，三十年行业积累深厚。普罗米修斯主要产品为教育互动大屏，目前主打产品 ActivPanel 系列已推出第十代。根据 Futuresource，截至 2024 年末全球教育市场已安装互动显示设备数达 889 万台，其中 2016-2024 年普罗米修斯累计销量达 137 万台，2024 年存量设备市场市占率达 16% 位居全球第一。公司基于对教育场景与师生需求的深刻理解，构建了领先的全球销售渠道网络，与超过 4,000 家分销/零售合作伙伴合作，覆盖 150+ 国家与地区，具备复杂项目的落地与国家级项目执行能力。公司品牌已连续 20 余年位列市场前列、认知度高，积累起良好的口碑。

北美教育设备更新周期渐近，长期市场空间广阔。教育互动大屏设计使用寿命较长，叠加采购受当地补贴政策影响，因此具有强周期性。随北美 2020-2021 年疫情高峰期采购的教育设备陆续到期，下一轮替换周期渐进。我们认为未来 2-3 年内北美教育终端换

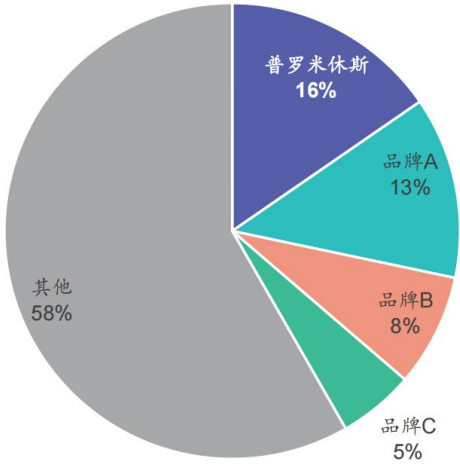
机需求有望逐步释放，公司凭借客户基础与渠道优势，作为全球教育互动显示设备领域龙头有望充分受益。此外，公司仅渗透 100 万+间教室，与全球 4200 万间教室相比较，市场空间广阔。

图18：硬件市场潜在空间广阔



数据来源：公司投资者报告，东吴证券研究所
注：数据截至 2024 年末

图19：2024 年全球课堂互动显示设备安装量市占率



数据来源：Futuresource，公司投资者报告，东吴证券研究所

图20：普罗米修斯竞争优势显著

	理解教育者的需求	销售网络	复杂项目实施能力	安装量基础	品牌认知度
 Promethean	深入理解 服务主要市场近30年，积累了深厚的需求认知力	领先的全球销售网络 有超过4,000家分销商和零售商，覆盖150多个国家、地区	高 多个大型学区部署能力和国家级项目执行能力，已被过往经验证实	全球（除中国外）最大 估计全球已部署超过100万间教室，为未来的设备更新型销售奠定基础	最佳教育品牌 已超过20年位列市场领袖之列，全球（除中印外）市场份额持续位于前列
其他品牌	主要竞争者要么并不聚焦于教育，要么近几年刚进入教育科技领域	多家市场新晋品牌正在凭借价格战逐步构建销售网络	大部分为低或中等，缺乏执行往绩	大多数远小于普罗米修斯	其他全球性品牌并不聚焦于教育

数据来源：公司投资者报告，东吴证券研究所

3.2. 商业模式向 SaaS 进化

公司商业模式正从硬件销售向“SaaS+硬件”协同演进。2025H1 SaaS 生态初步确立，SaaS 订阅量环比增速为 8%，其中公司旗舰应用 Explain Everything（一款集互动演示、协作编辑于一体的教学工具）凭借成熟的功能矩阵与深度渠道绑定，在北美、欧洲等核心市场的既有渠道中保持稳健增长。随新一代硬件出货增长，ActivSuite 的 SaaS 订阅渗透率与 ARPU 有望同步提升，带动收入结构由一次性硬件向高毛利、可持续的订阅

收入转变，长期将显著提升现金流稳定性与盈利能力。

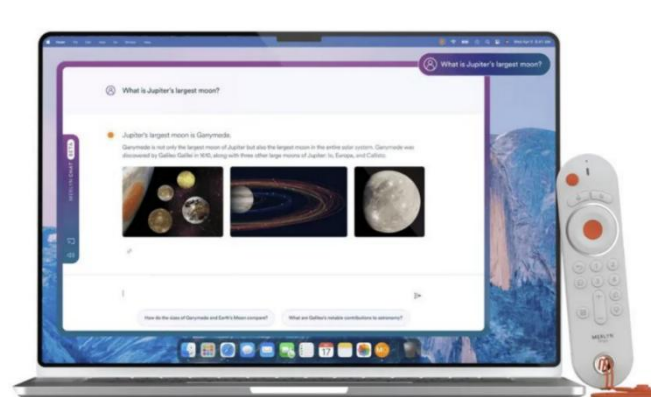
将 AI 语音助手技术深度整合进 Mynd.ai 解决方案版图，强化“硬件+SaaS”壁垒。2024 年公司收购 AI 语音技术服务商 Merlyn Mind，获得其基于教育场景优化的大模型与专用语音遥控技术。在硬件端，语音指令直接控制互动白板的演示进度、批注功能；在软件端，能实现教学资源库与 SaaS 工具联动，为教师与学生提供自然、精准的人机语音交互。在课堂场景中，教师通过语音指令即可完成教学资源检索、授课内容生成、课堂记录自动整理等操作，真正实现“脱离讲台”完成全流程教学控制。我们认为 AI 在教育场景具有较高的应用潜力，未来可延伸出个性化学习推荐、学情分析报告等 SaaS 化增值功能，进一步提升用户粘性与订阅业务的市场空间。

图21：公司将软件应用与硬件整合



数据来源：公司投资者报告，东吴证券研究所

图22：公司整合 Merlyn Mind AI 语音助手技术



数据来源：公司投资者报告，东吴证券研究所

4. 布局 AI、AR、泛文娱，构建长期增长生态

公司以“双主业为核心，战略投资为延伸”的思路，围绕“AI 技术、AR 硬件、泛文娱”三大方向进行投资布局，与游戏、教育主业形成协同，抢占新兴赛道机遇，形成多个潜在增长极：AI 技术有望驱动游戏智能交互升级，生成个性化教育内容，为双主业提质增效；AR 硬件搭建虚实场景，可提升游戏沉浸感与教育产品趣味性；泛文娱赛道通过流量聚合与 IP 孵化，可为双主业带来用户增量，赋能品牌价值，打通“技术-场景-用户”闭环。

子公司创奇思抢占 AI 大模型出海先机。中科闻歌是中国科学院自动化研究所孵化的人工智能企业，截至 2025 年 3 月其研发的“雅意”大模型在 Super CLUE 排名第五。2025 年 8 月 15 日，中科闻歌与公司子公司创奇思签署战略合作协议，双方将在中国大陆以外地区展开独家合作，共同推动人工智能技术在教育、企业、公共服务、金融、医疗等领域的创新应用与落地。合作模式上，中科闻歌战略入股创奇思，创奇思将成为中科闻歌于境外市场的唯一独家出海平台与商业化伙伴。两家公司共同研发三款 AI 应用：1) X-Agent 作为零代码 AI 智能体工场，助力香港创科企业快速搭建定制化 AI 应用；WiSKY 作为多语言决策引擎，实时洞察全球热点、跨模态信息与舆情趋势；YOYA 作为多模态创作工具，可实现内容自动化创作与多语种适配。

图23：创奇思与中科闻歌联合研发的三款 AI 应用

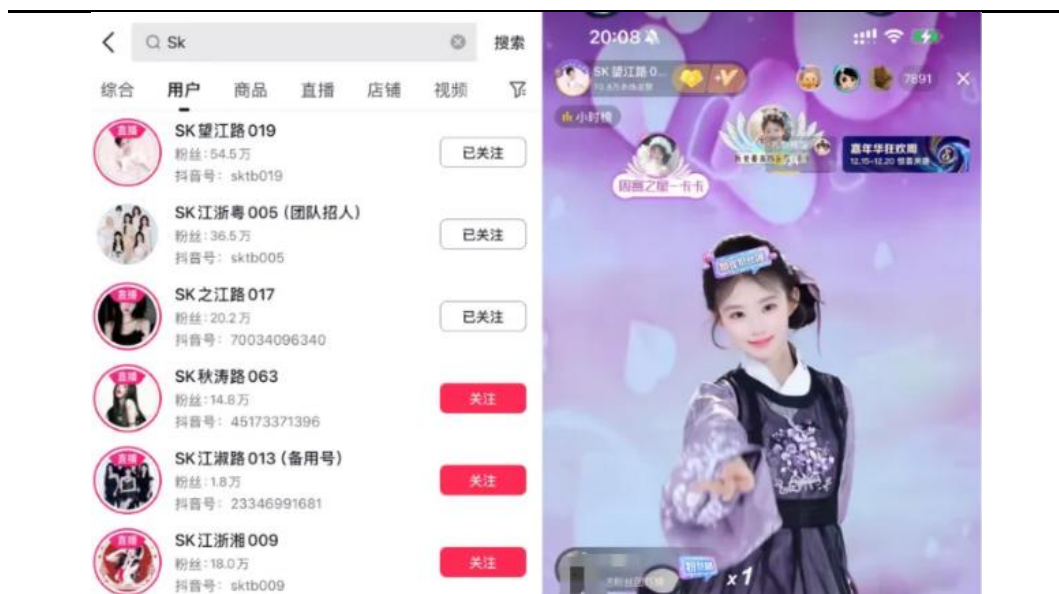


数据来源：公司投资者报告，东吴证券研究所

投资 Rokid 布局 AR 眼镜。2023 年 11 月，网龙在 Rokid 的股权融资中作为牵头投资者向 Rokid 战略投资 2000 万美元，同时双方签署 5 年战略合作协议，将结合 ROKID 先进的增强现实 (AR) 技术和人工智能 (AI) 技术，共同在全球市场寻求元宇宙的机会。Rokid 成立于 2014 年，为全球知名的 AR 科技企业，目前致力于 AR 眼镜等软硬件产品的研发。Rokid 智能眼镜在 2025 年双 11 期间拿下该品类全网总销量第一，京东渠道销量同比增长 1000%，全平台整体增长 800%，销售额突破 5000 万元。公司有望借助 Rokid 的产品市场竞争力，为游戏、教育主业的场景拓展提供硬件支撑。

投资帅库网络，卡位团播黄金赛道。2023 年，网龙宣布投资杭州帅库网络科技有限公司，持股比例为 46%，成为后者第一大股东。帅库网络公司是国际领先 MCN 机构，签约主播来自全球数十个国家，为主播提供日常直播运营、网络达人孵化、媒体策略、短视频代运营、摄影摄像、广告代投放及文娱整合营销等一站式 Tiktok 营销解决方案；每月主播总流水在一千万美元以上，总粉丝量高达二十五亿，合作品牌超 1800 家。除贡献利润增量，帅库也有望为游戏主业的 IP 宣发、教育主业的用户触达提供新渠道。

图24：帅库旗下团播顶流 SK 女团



数据来源：蓝鲸新闻，东吴证券研究所

加入 Open-Q 生态，布局教育元宇宙。Open Quest Academy（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。公司 AI 生产中心有望为 Open-Q 生态打造 AI 算力和高质量教育内容等基础设施。截止 2025H1 公司已购入 1.2 万枚以太坊代币，未来将在 Open-Q 生态中，通过基础设施的调用获得更多代币。加入 Open-Q 教育元宇宙生态后，公司品牌影响力也有望同步提升。

5. 盈利预测及投资建议

核心假设与收入拆分:

游戏及应用服务: 公司多年深耕 MMORPG 赛道,《魔域》《征服》《英魂之刃》三大 IP 形成稳固现金流。随 AI 工具链深度应用于美术、翻译、玩法调优等场景,研发与运营成本有望持续下降,提升产品体验;《代号 MY》有望于 26 年上线贡献收入增量。我们预计公司该板块 2025-2027 年收入分别为 2594/3160/3318 百万元,同比增速分别为-25%/+7%/+5%。

教育业务: 北美教育硬件换机周期渐进,公司客户基础深厚,渠道优势显著有望充分受益;看好 Merlyn Mind 提升软件能力,SaaS 产品订阅渗透率与业绩稳定性同步提升。我们预计公司该板块 2025-2027 年收入分别为 1685/1769/1946 百万元,同比增速为-20%/+5%/+10%。

综上,我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 4641/4932/5267 百万元,同比增速为-23%/+6%/+7%。

表2: 公司分业务营收预测(单位: 百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7101	6047	4641	4932	5267
YoY%		-15%	-23%	6%	7%
游戏及应用服务收入	4189	3938	2954	3160	3318
YoY%		-6%	-25%	7%	5%
经营性分类溢利	1399	925	738	885	929
利润率	33%	23%	25%	28%	28%
教育业务收入	2910	2106	1685	1769	1946
YoY%		-28%	-20%	5%	10%
经营性分类溢利	-93	-297	-120	-30	100
利润率	-3%	-14%	-7%	-2%	5%
其他收入	2	3	3	3	3

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资建议: 我们认为公司游戏业务以《魔域》《征服》《英魂之刃》等长青 IP 构建稳健基本盘,积极探索 AI 在游戏领域的应用,实现降本增效,推动玩法创新。在海外教育设备更新周期渐进背景下,Mynd.ai 为全球教育互动显示设备龙头,凭借多年积累的客户基础与渠道优势,有望充分受益;SaaS 订阅渗透率提升有望提升业绩稳定性与盈利能力。公司投资布局 Rokid 与帅库网络有望与游戏、教育主业形成协同,并形成多个潜在增长极。

游戏业务及多元投资: 我们采用 PE 估值法,选取巨人网络、世纪华通、恺英网络、完美世界作为游戏业务可比公司,2025-2027 年 PE 均值分别为 28.7/18.4/15.7 倍(截至 2025 年 12 月 1 日)。考虑公司存量 IP 长线运营,以及《代号 MY》26 年上线带来成长

性，我们给予公司游戏业务及多元投资 26 年 10 倍 PE，对应市值为 70.9 亿元（基于所得税税率 13% 的假设）。

教育业务：考虑公司教育硬件未实现盈利，我们采用 PS 估值法，科大讯飞、视源股份作为教育硬件业务可比公司，2025-2027 年 PS 均值分别为 2.7/2.3/1.9 倍（截至 2025 年 12 月 1 日）。考虑公司海外教育硬件业务渗透空间广阔，静待采购周期拐点，我们给予公司教育业务 26 年 0.8 倍 PS，对应市值为 14.2 亿。

SOTP 估值法下，公司目标市值 85.0 亿人民币，较当前市值存 56.2% 空间，对应港股目标价 17.59 港元/股，我们看好公司存量游戏稳健运营，教育业务受益设备更新周期，AI 全面赋能游戏教育，多元投资贡献业绩增量。首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：可比公司估值（截至 2025 年 12 月 1 日）

公司代码	公司名称	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE			营业收入/亿元			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
游戏														
002558.SZ	巨人网络	799.6	22.5	36.7	42.1	35.4	21.7	18.9	49.9	74.3	84.6	16.0	10.8	9.4
002602.SZ	世纪华通	1380.1	58.4	82.9	106.7	22.9	16.1	12.5	388.2	472.6	520.9	3.6	2.9	2.6
002517.SZ	恺英网络	492.5	21.6	25.9	29.4	22.1	18.4	16.2	59.2	70.2	78.7	8.3	7.0	6.3
002624.SZ	完美世界	282.5	8.0	15.9	18.1	34.3	17.3	15.2	69.5	100.9	106.9	4.1	2.8	2.6
平均						28.7	18.4	15.7				8.0	5.9	5.2
教育硬件														
002230.SZ	科大讯飞	1157.7	8.8	12.2	15.8	130.2	93.7	72.4	277.1	329.9	393.9	4.2	3.5	2.9
002841.SZ	视源股份	274.1	10.3	12.3	14.7	26.0	21.8	18.2	244.0	273.3	307.7	1.1	1.0	0.9
平均						78.1	57.8	45.3				2.7	2.3	1.9
0777.HK	网龙	54.4	4.0	6.7	6.8	13.6	8.1	8.0	46.4	49.3	52.7	1.2	1.1	1.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：公司盈利预测来自东吴研究所测算，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期，市场数据截至 2025 年 12 月 1 日收盘

6. 风险提示

新游流水不及预期：若《代号 MY》等新游上线后流水不及预期，可能影响公司游戏业务收入。

补贴政策的不确定性：海外教育设备补贴政策的不确定性或影响客户采购意愿，导致公司教育硬件产品销量不及预期。

AI 模型发展不及预期：若 AI 模型技术更新迭代不及预期，或影响公司产品与服务质量。

网龙三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,686.00	6,750.01	8,732.49	10,880.03	营业总收入	6,047.00	4,641.30	4,932.29	5,267.20
现金及现金等价物	2,498.00	4,086.53	5,857.61	7,767.55	营业成本	2,105.00	1,671.22	1,762.59	1,916.33
应收账款及票据	455.00	349.23	371.12	396.32	销售费用	758.00	649.78	641.20	684.74
存货	308.00	244.53	257.90	280.39	管理费用	1,164.00	928.26	887.81	895.42
其他流动资产	2,425.00	2,069.72	2,245.86	2,435.76	研发费用	1,429.00	1,206.74	986.46	1,000.77
非流动资产	4,746.00	4,822.18	4,884.02	4,908.99	其他费用	105.00	80.59	85.64	91.46
固定资产	2,315.00	2,354.28	2,375.01	2,360.59	经营利润	486.00	104.71	568.59	678.49
商誉及无形资产	1,232.00	1,267.90	1,302.01	1,334.40	利息收入	13.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	50.00	57.00	64.00	71.00	利息支出	161.00	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	603.00	603.00	603.00	603.00	其他收益	418.00	468.55	374.76	426.64
其他非流动资产	546.00	540.00	540.00	540.00	利润总额	756.00	573.26	943.35	1,105.12
资产总计	10,432.00	11,572.18	13,616.51	15,789.02	所得税	642.00	286.63	330.17	386.79
流动负债	4,414.00	5,343.55	6,820.70	8,320.88	净利润	114.00	286.63	613.18	718.33
短期借款	2,420.00	3,803.00	5,186.00	6,569.00	少数股东损益	(197.00)	(114.65)	(61.32)	35.92
应付账款及票据	382.00	303.28	319.86	347.76	归属母公司净利润	311.00	401.28	674.49	682.41
其他	1,612.00	1,237.27	1,314.84	1,404.12	EBIT	904.00	573.26	943.35	1,105.12
非流动负债	152.00	122.00	122.00	122.00	EBITDA	1,405.00	757.08	1,130.51	1,294.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	152.00	122.00	122.00	122.00					
负债合计	4,566.00	5,465.55	6,942.70	8,442.88					
股本	39.00	39.00	39.00	39.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	39.00	(75.65)	(136.97)	(101.05)	每股收益(元)	0.59	0.76	1.27	1.28
归属母公司股东权益	5,827.00	6,182.28	6,810.78	7,447.19	每股净资产(元)	10.97	11.64	12.82	14.02
负债和股东权益	10,432.00	11,572.18	13,616.51	15,789.02	发行在外股份(百万股)	531.26	531.26	531.26	531.26
					ROIC(%)	1.69	3.15	5.63	5.57
					ROE(%)	5.34	6.49	9.90	9.16
					毛利率(%)	65.19	63.99	64.26	63.62
					销售净利率(%)	5.14	8.65	13.68	12.96
					资产负债率(%)	43.77	47.23	50.99	53.47
					收入增长率(%)	(14.84)	(23.25)	6.27	6.79
					净利润增长率(%)	(43.45)	29.03	68.09	1.17
					P/E	17.50	13.56	8.07	7.97
					P/B	0.93	0.88	0.80	0.73
					EV/EBITDA	3.46	6.81	4.22	3.28

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,052.00	157.98	393.32	445.30
投资活动现金流	(875.00)	93.55	40.76	127.64
筹资活动现金流	130.00	1,383.00	1,383.00	1,383.00
现金净增加额	257.00	1,588.53	1,771.08	1,909.94
折旧和摊销	501.00	183.83	187.16	189.03
资本开支	(761.00)	(259.00)	(242.00)	(207.00)
营运资本变动	372.00	156.08	(32.25)	(35.41)

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年12月1日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>