

买入

新游戏表现良好丰富,海外市场份额持续提升

网易—S (9999.HK)

2022-02-24 星期四

目标价:	177.7 港元
现价:	140.8 港元
预计升幅:	26.2%

重要数据

日期	2022-02-23
收盘价 (港元)	177.7
总股本 (百万股)	3,455
总市值 (亿港元)	4,871
净资产 (亿港元)	937
总资产 (亿港元)	1,418
52周高低 (港元)	192.51/116.65
每股净资产 (港元)	27.19

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

丁磊 44.7%

相关报告

网易-S (9999.HK) - 首发报告-20200828

 网易-S (9999.HK) - 更新报告-20200909、
 20210226

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 新游戏表现良好, 游戏业务收入稳健增长:

由于公司的新游戏《哈利波特: 魔法觉醒》在四季度流水表现良好, 因此我们预计公司 2021 年四季度网络游戏收入同比增长约 27.6%, 同时来自海外地区的游戏占比进一步提升, 国际化战略持续推进。虽然公司近期市场表现受到版号暂停发放和模拟器桌面版下架等运营事件影响, 但是我们认为公司目前原有游戏表现稳健, 新游戏流水在稳步提升, 另外还有多个热门 IP 游戏储备在上市计划中, 海外市场份额持续提升, 因此公司未来游戏业务长期增长依然值得市场期待。

➤ 元宇宙产品发布, 新游戏储备丰富:

网易投资者沟通会于去年 12 月在沉浸式活动系统“瑶台”中举办, “瑶台”是网易国内首个“元宇宙”落地产品。这次会议中, 参会人通过自己的虚拟形象参加, 未来“瑶台”将会开放 UGC、PGC 等功能。另外会议上也分享了 2022 年新游上线计划, 包括《暗黑破坏神: 不朽》、《哈利波特: 魔法觉醒》海外版、《指环王》等, 还有足球、射击类产品储备也在计划中, 目前还在等待版号重新发放开启。

➤ 有道完成业务转型, 整体风险可控:

教育业务板块持续优化产品矩阵, 有道已经完成从学习工具向智能学习平台拓展。有道词典 MAU 超过 1 亿, 未来付费转化存在巨大潜力, 在“双减”政策背景下, 有道的 K9 业务可转型为其他教育业务, 因此目前总体风险可控。

➤ 维持“买入”评级:

公司为中国移动游戏市场领先者, 新游戏表现良好, 海外市场份额持续提升, 未来业务发展值得长期看好。分别给予游戏、有道、创新业务对应 2021 年 22 倍 PE、1 倍 PS 及 2 倍 PS 估值, 对应公司合理估值为 5789 亿港元, 因此给予公司 177.7 港元的目标价, 维持“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	59,241	73,667	89,587	107,465	129,548
同比增长	15.75%	24.35%	21.61%	19.96%	20.55%
净利润	21,431	12,330	14,904	17,347	19,552
同比增长	230.86%	-42.47%	20.88%	16.39%	12.72%
净利润率	36.18%	16.74%	16.64%	16.14%	15.09%
每股盈利 (元)	6.64	3.78	4.57	5.32	6.00
PE	17.2	30.1	24.9	21.4	19.0

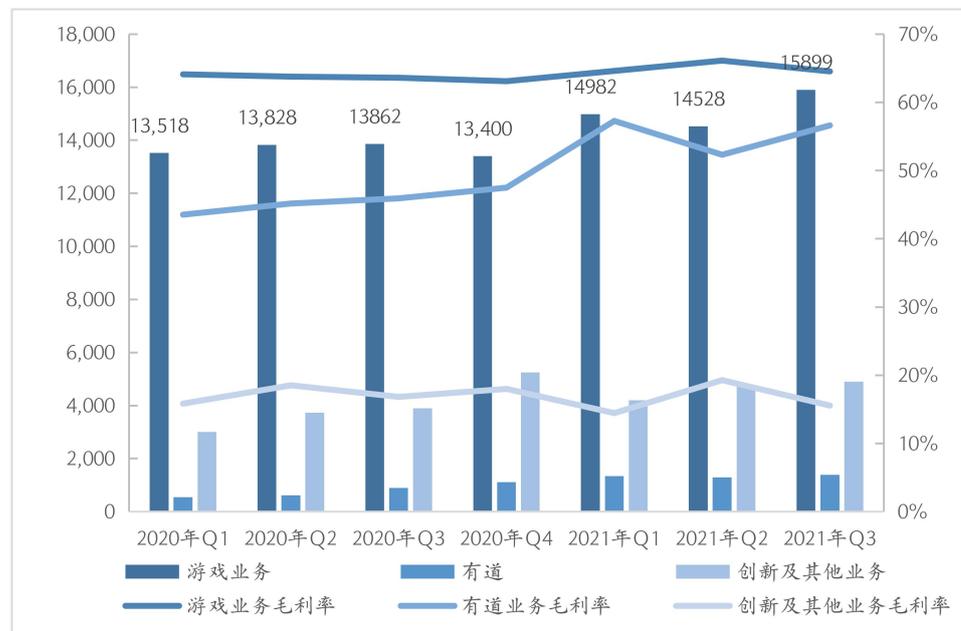
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

游戏业务稳定增长，有道及创新业务成为主要增长引擎：

由于公司的新游戏《哈利波特：魔法觉醒》在四季度流水表现良好，因此我们预计公司 2021 年四季度网络游戏收入同比增长约 27.6%，同时来自海外地区的游戏占比进一步提升，国际化战略持续推进。公司手游业务继续稳健成长，成熟手游产品《梦幻西游》、《大话西游》、《阴阳师》等流水保持平稳，而新游戏《哈利波特：魔法觉醒》则表现优异，于 IOS 畅销榜排名一直保持前十，相信《哈利波特：魔法觉醒》其出色的玩法和新颖的对战机制，未来仍会让该产品保持稳健的增长并持续提升公司收入水平，生命周期应该与公司现有成熟的游戏产品保持一致。端游方面，爆款游戏《永劫无间》依旧保持强劲表现，根据 SteamDB 数据显示，2021 年 12 月份该产品同时在线玩家数峰值突破 18.7 万水平，另外《永劫无间》手游项目已经开启预约，未来该 IP 在移动端的表现同样值得期待。虽然公司近期市场表现受到版号暂停发放和模拟器桌面版下架等运营事件影响，但是我们认为公司目前原有游戏表现稳健，新游戏流水在稳步提升，另外还有多个热门 IP 游戏储备在上市计划中，海外市场份额持续提升，因此公司未来游戏业务长期增长依然值得市场预期。

图 1：各项业务表现情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

游戏储备丰富，2021 年陆续上线：

12 月 21 日，网易投资者沟通会在沉浸式活动系统“瑶台”举办，“瑶台”是网

易在国内首个“元宇宙”落地产品。这次会议中，参会人通过自己的虚拟形象参加，高管与投资人在全虚拟的环境中交流业务的最新动态，未来“瑶台”将会开放 UGC、PGC 等功能，为用户提供定制化的场景，让用户在其中能真实地表达个人的感情和实时互动，比如与朋友一起看球、蹦迪、看演唱会等等。另外会议上管理层也分享了 2022 年新游上线计划，其中包括：《暗黑破坏神：不朽》计划在 2022 年上半年国内国外同步上线，游戏已于 1 月初完成国内付费测试，有望成为全球爆款产品；《哈利波特：魔法觉醒》计划在 2022 年二季度于日本、欧美地区发行，基于该产品拥有全球知名 IP 和在国内目前良好的表现，未来在海外上线的表现值得期待；《指环王》手游计划于 2022 年上半年在港澳台、日韩地区上线；2022 年一季度计划上线“瑶台”的全球游戏开发者平台。同时未来还有足球、射击类产品储备在计划中，目前还在等待版号重新发放开启。

图 2：在沉浸式活动系统“瑶台”举办的投资者沟通会



资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

有道增长强劲，持续投入抢占市场份额：

教育业务板块持续优化产品矩阵，有道已经完成从学习工具向智能学习平台拓展。目前有道拥有四大产品矩阵，其中包括在线工具、学习服务、智能设备及线上学习 APP，已经形成软硬件技术结合的产品生态，用户体验良好。而且智能设备与学习服务的用户可相互转化，能够形成高效的协同效应。在线工具产品也能够为精品课提供一定流量转化。因此有道能够充分利用流量入口优势，让付费转化潜力不断提升。目前有道词典 MAU 超过 1 亿，是在线教育月活跃用户规模第二大的词典类产品。此外，有道教育依据不同年龄段分为有道精品课、有道云课堂和中国大学 MOOC，在“双减”政策背景下，K9 业务可转换为其他成人或高考业务，因此总体风险可控。

维持买入评级：

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 4.57/5.32/6.00 元，当前股价对应 PE 估值分别为 25/21/19 倍。综上，分别给予游戏、有道、创新业务对应 2021 年 22 倍 PE、1 倍 PS 及 2 倍 PS 估值，对应公司合理估值为 5789 亿港元，因此给予公司 177.7 港元的目标价，维持“买入”评级。

财务报表摘要
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	59,241	73,667	89,587	107,465	129,548
成本	(27,686)	(34,684)	(43,294)	(53,003)	(65,324)
毛利	31,555	38,983	46,293	54,462	64,224
销售费用	(6,221)	(10,704)	(12,990)	(15,582)	(18,784)
管理费用	(3,130)	(3,372)	(4,838)	(5,696)	(6,866)
研发费用	(8,413)	(10,369)	(11,825)	(13,111)	(15,805)
经营溢利	13,791	14,538	16,639	20,073	22,769
投资及其他	2,593	834	1,942	1,553	1,607
除税前溢利	16,383	15,372	18,581	21,626	24,376
所得税	(2,915)	(3,042)	(3,677)	(4,279)	(4,824)
持续净利润	13,469	12,330	14,904	17,347	19,552
非持续利润	7,963	0	0	0	0
总利润	21,431	12,330	14,904	17,347	19,552
增长					
总收入(%)	15.8%	24.4%	21.6%	20.0%	20.5%
净利润(%)	230.9%	-42.5%	20.9%	16.4%	12.7%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	4,622	4,555	2,927	1,663	850
土地使用权	3,707	4,178	3,707	3,707	3,707
定期存款	2,360	6,630	2,360	2,360	2,360
长期投资	14,961	17,593	12,768	17,067	22,377
其他固定资产	1,370	1,087	906	906	906
固定资产合计	27,019	34,044	22,668	25,703	30,200
应收账款	4,169	4,576	5,565	6,676	8,048
其它应收款项	4,817	6,112	7,630	9,341	11,512
存货	651	621	775	949	1,170
货币资金	3,246	9,117	26,040	41,514	57,813
存款	56,638	74,131	53,487	53,487	53,487
投资	15,584	13,273	15,313	15,313	15,313
流动资产合计	85,105	107,831	108,811	127,280	147,342
应付账款	1,212	1,134	1,416	1,734	2,137
其他应付款	6,114	7,822	8,234	9,134	10,362
递延收入	8,602	10,945	12,991	15,124	17,612
借款	16,828	19,505	16,828	16,828	16,828
其他流动负债	5,487	7,338	8,071	8,879	9,766
流动负债合计	38,243	46,743	47,540	51,698	56,705
递延税项负债	382	713	713	713	713
其他长期负债	458	624	624	624	624
长期负债合计	840	1,337	1,337	1,337	1,337
股东权益合计	73,042	93,794	82,601	99,948	119,500

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率(%)	53.3%	52.9%	51.7%	50.7%	49.6%
经营利润率(%)	23.3%	19.7%	18.6%	18.7%	17.6%
净利率(%)	22.7%	16.7%	16.6%	16.1%	15.1%
ROE	18.4%	13.1%	18.0%	17.4%	16.4%
营运表现					
费用/收入(%)	30.0%	33.2%	33.1%	32.0%	32.0%
实际税率(%)	21.1%	20.9%	22.1%	21.3%	21.2%
应收账款天数	25	22	22	22	22
应付账款天数	16	12	12	12	12
财务状况					
负债/权益	0.54	0.51	0.59	0.53	0.49
收入/总资产	0.53	0.52	0.68	0.70	0.73
总资产/权益	1.54	1.51	1.59	1.53	1.49

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前收益	13,469	12,330	14,904	17,347	19,552
非现金调整	3,801	7,786	7,396	8,077	9,069
资本变动	(358)	4,771	813	1,162	1,243
非持续经营变动	306	0	0	0	0
经营活动现金流	17,217	24,888	23,113	26,586	29,865
购买固定资产	(3,268)	(3,273)	(5,303)	(6,493)	(7,955)
短期投资变动	(3,168)	2,565	(3,938)	(4,619)	(5,611)
其他投资活动	(14,869)	(28,485)	0	0	0
非持续经营流出	(832)	0	0	0	0
投资活动现金流	(22,137)	(29,192)	(9,241)	(11,112)	(13,566)
债务融资	(5,869)	(11,730)	0	0	0
资本融资	6,952	21,643	0	0	0
融资活动现金流	1,083	9,913	0	0	0
现金变化	(3,838)	5,609	13,872	15,474	16,299
期初持有现金	10,207	6,398	12,169	26,040	41,514
汇兑变化及出售	28	162	0	0	0
期末持有现金	6,397	12,169	26,040	41,514	57,813

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852)37696888
传真：(852)37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>