网易－S（09999） 互联网传媒/传媒

发布时间：2021-11-17

证券研究报告 / 公司动态报告

游戏业务超预期，全球化有望突破

买入

上次评级：买入

报告摘要：

事件：2021 年 11 月 16 日，网易发布三季度业绩报告，2021Q3 实现营业收入 221.91 亿元，同比增长 18.9%，环比增长 8.1%，市场预期为 212 亿元。公司 2021Q3 实现归母净利润 31.81 亿元，同比增长 6.2%。

爆款产品推动游戏业务超预期，全球化有望突破。公司 8 月上线新游《永劫无间》Steam 销量突破 600 万份，同时通过买断+内购模式拉长游戏付费周期，带来 PC 端游戏业务高增长。9 月新上线手游《哈利波特：魔法觉醒》取得出色表现，此外公司《指环王：崛起之战》已于美国发行，逐步探索北美市场，随着《哈利波特》、《指环王》等产品海外推进，公司出海有望突破现有市场。

储备产品品类丰富，推动业务持续增长。公司未来重点游戏包括《绝对演绎》、《暗黑破坏神®：不朽™》和《倩女幽魂隐世录》等。其中，《绝对演绎》是偶像养成类产品，有望进一步拓展女性向题材，《暗黑破坏神®：不朽™》则是公司与动视暴雪合作的手游产品，《倩女幽魂隐世录》则是基于国内知名 IP《倩女幽魂》的持续创作，公司储备产品品类丰富，有望进一步推动公司业绩增长。

有道稳步转型，拥抱教育科技。2021Q3 公司有道业务实现营业收入 13.87 亿元，同比增长 54.8%，环比增长 7.24%。毛利率 56.6%，毛利率同比环比提升，主要得益于其学习服务的净收入显著增长，规模效应增强以及教师薪酬结构的进一步优化。从业务方向来看，有道预计出售 K12 相关业务，发展 STEAM 课程、成人教育和智能硬件业务，持续提升自身教育科技提供商的地位。

创新及其他业务稳健发展，网易云音乐获得港交所聆讯。2021Q3 公司创新及其他业务实现营业收入 49.04 亿元，同比增长 25.7%。其中，网易云音乐收入持续增加，并且成本端有所改善。同时，公司 11 月 16 日公告显示，网易云音乐已获得港交所聆讯，分拆上市稳步推进。

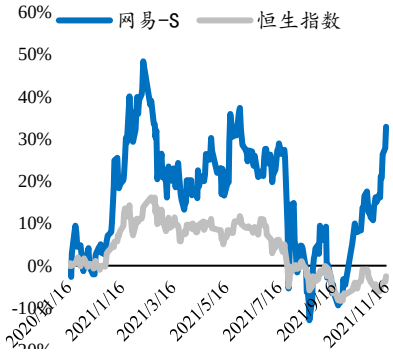
投资建议：我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 158.82/189.85/224.07 亿，EPS 为 4.6/5.49/6.49 元。对应 2021-2023 年 PE 分别为 33/27/23 倍。维持“买入”评级。

风险提示：政策监管趋严、产品上线不及预期

财务摘要（百万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	59,241	73,667	90,309	107,353	124,579
(+/-)%	-11.79%	24.35%	22.59%	18.87%	16.05%
归属母公司净利润	21,238	12,063	15,882	18,985	22,407
(+/-)%	245.19%	-43.20%	31.66%	19.54%	18.02%
每股收益（元）	6.58	3.49	4.60	5.49	6.49
市盈率	15.47	34.97	32.67	27.33	23.16
市净率	4.50	4.50	4.72	4.01	3.41
净资产收益率(%)	34.56%	14.69%	16.20%	16.23%	16.07%
股息收益率(%)	0.00%	0.67%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	3,229	3,455	3,455	3,455	3,455

股票数据	2021/11/16
6 个月目标价（港元）	220.48
收盘价（港元）	183.10
12 个月股价区间（港元）	116.88~206.61
总市值（百万港元）	632,632
总股本（百万股）	3,455
A 股（百万股）	0
B 股/H 股（百万股）	3,455
日均成交量（百万股）	11

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	17%	29%	33%
相对收益	18%	32%	35%

相关报告

《东北传媒互联网：重视游戏龙头，元宇宙推动估值提升》

--20211108

《东北传媒：如何客观看待游戏监管影响及文化输出能力？》

--20210804

证券分析师：宋雨翔
执业证书编号：S0550519120001
021-20263237 songyx@nesc.cn

研究助理：章驰
执业证书编号：S0550121080001
021-20263237 zhangchi@nesc.cn

目 录

1. 财报解读 3

2. 重点游戏储备 7

图表目录

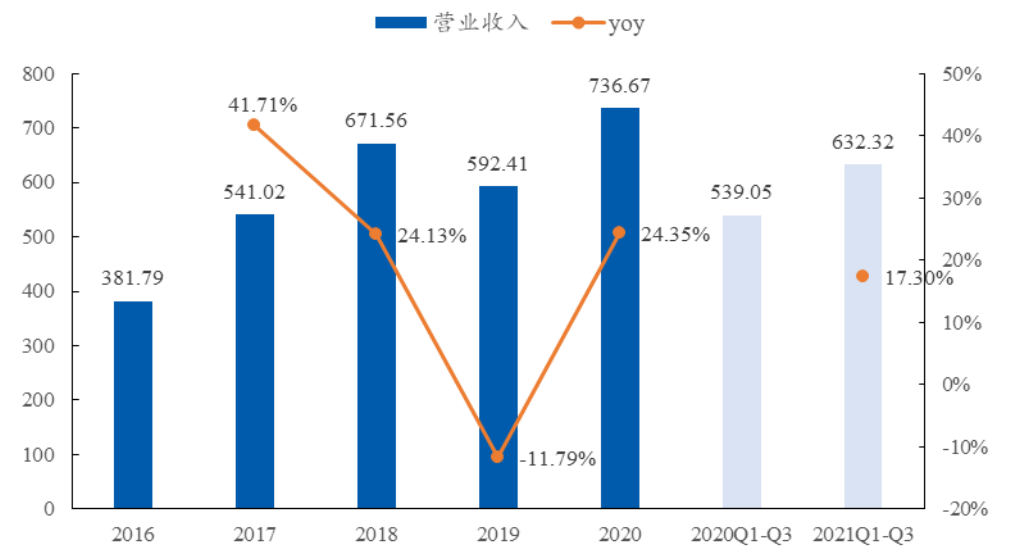
图 1: 网易 2016-2020、2020Q1-Q3&2021Q1-Q3 营业收入（亿元） 3
图 2: 网易 2019Q4-2021Q3 单季度营业收入（亿元） 3
图 3: 2019Q4-2021Q3 在线游戏业务营业收入及同比增速（亿元） 4
图 4: 2019Q4-2021Q3 有道业务营业收入及同比增速（亿元） 4
图 5: 2019Q4-2021Q3 创新及其他业务营业收入及同比增速（亿元） 5
图 6: 2019Q4-2021Q3 公司毛利及毛利率（亿元） 5
图 7: 2019Q4-2021Q3 公司分业务毛利率 6
图 8: 2019Q4-2021Q3 公司各项费用率 7
图 9: 2016-2020、2020&2021 前三季度归母净利润 7
图 10: 2019Q4-2020Q3 公司归母净利润 7

表 1: 网易三季报重点游戏储备情况 8

1. 财报解读

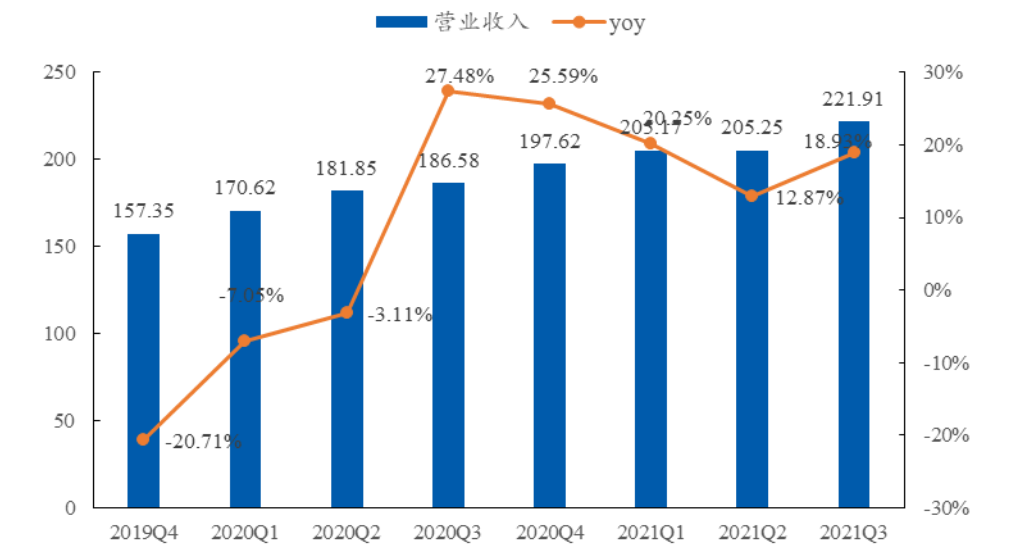
营业收入：网易 2021 前三季度实现营业收入 632.32 亿元，同比增长 17.3%；2021Q3 实现营业收入 221.91 亿元，同比增长 18.9%，环比增长 8.1%。

图 1：网易 2016-2020、2020Q1-Q3&2021Q1-Q3 营业收入（亿元）



数据来源：公司公告、东北证券

图 2：网易 2019Q4-2021Q3 单季度营业收入（亿元）

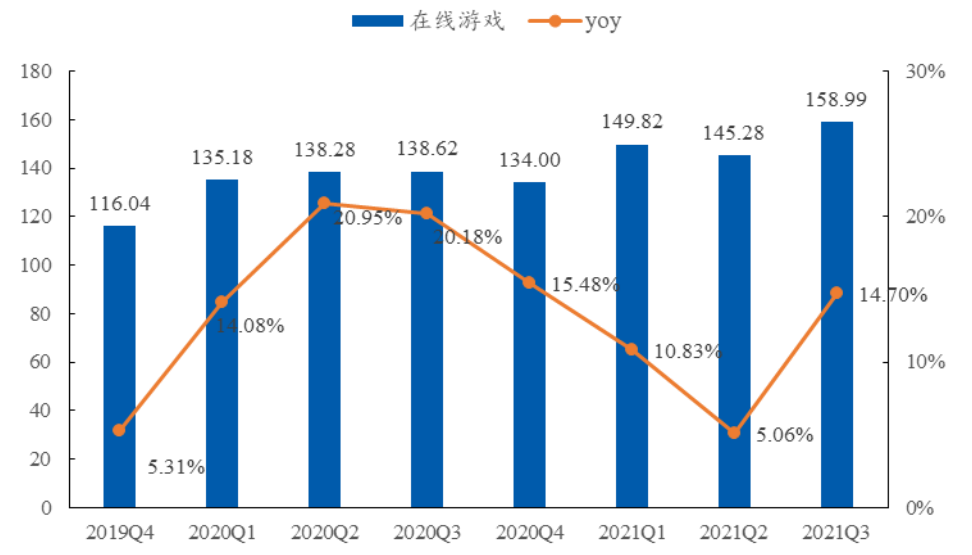


数据来源：公司公告、东北证券

具体分业务来看：

在线游戏业务：2021Q3 公司游戏业务实现营业收入 159 亿元，同比增长 14.7%，环比增长 9.4%，游戏业务贡献公司主要营业收入，其中，移动游戏是游戏业务主要营收构成部分，收入占在线游戏服务净收入的 69.2%。

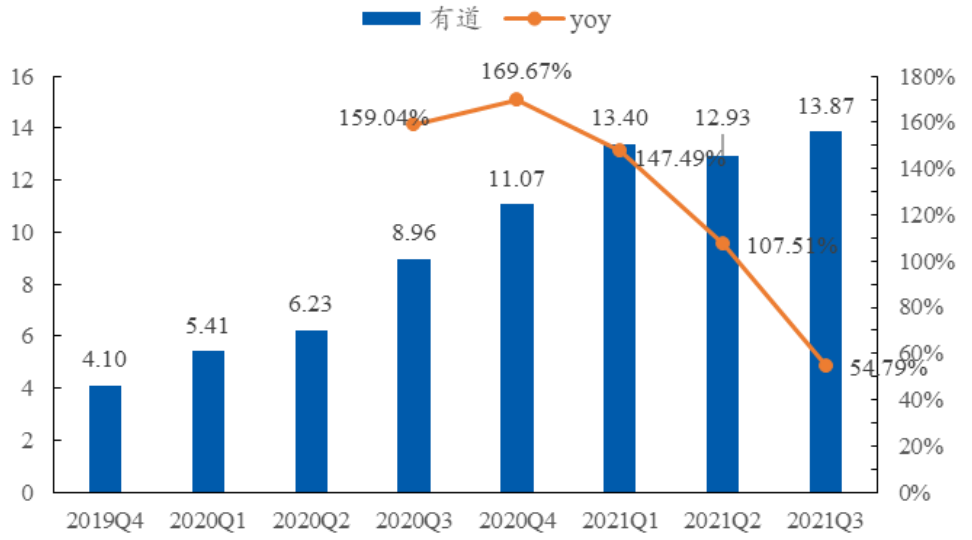
图 3：2019Q4-2021Q3 在线游戏业务营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司公告、东北证券

有道业务：有道稳步发展 STEAM 课程、成人教育和智能硬件业务。2021Q3 公司有道业务实现营业收入 13.87 亿元，同比增长 54.8%，环比增长 7.24%。

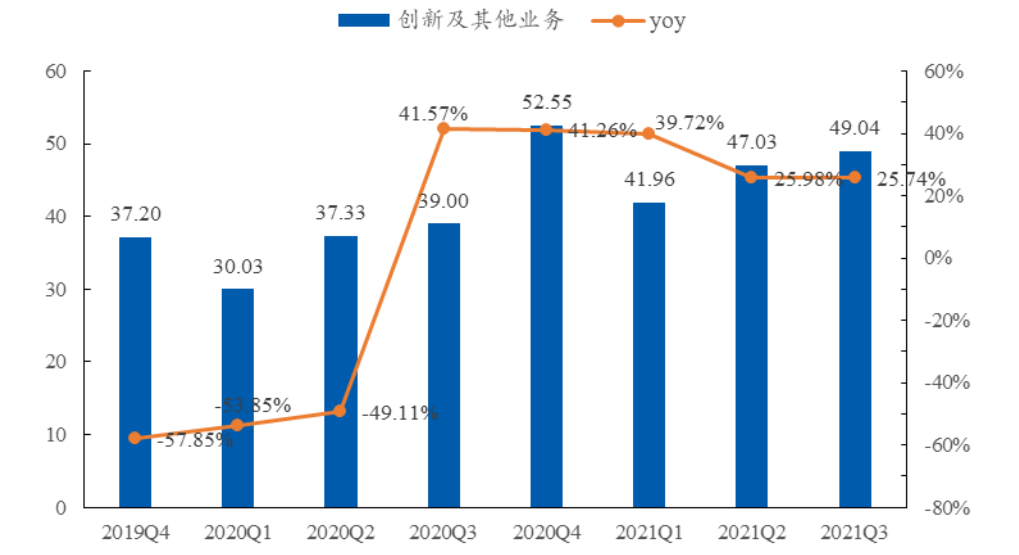
图 4：2019Q4-2021Q3 有道业务营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司公告、东北证券

创新及其他业务：2021Q3 公司创新及其他业务实现营业收入 49.04 亿元，同比增长 25.74%，环比增长 4.27%。

图 5：2019Q4-2021Q3 创新及其他业务营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司公告、东北证券

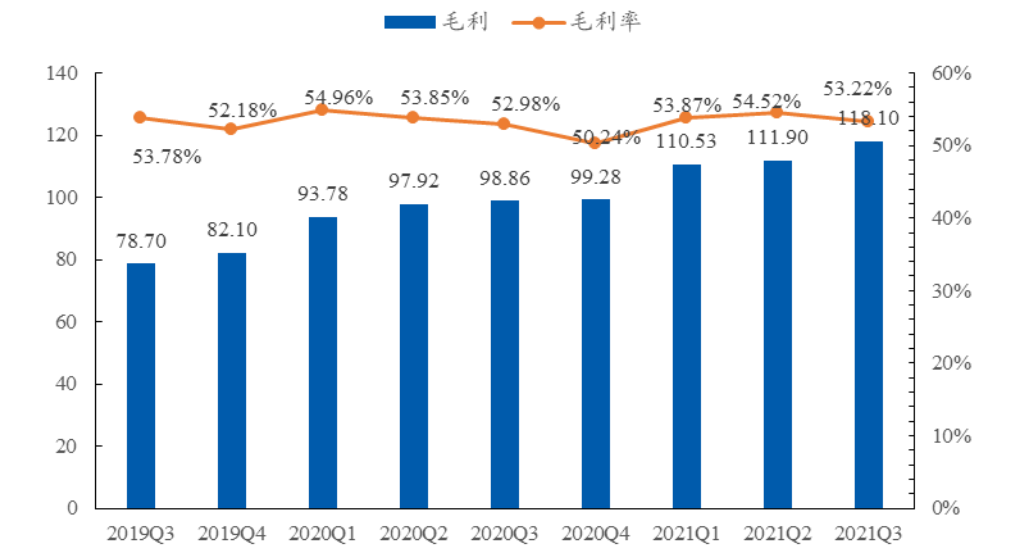
毛利及毛利率：2021Q3 实现毛利 118.1 亿元，对应毛利率为 53.2%，同比提升 0.24pcts，环比下降 1.3pcts，主要影响因素来自以下几个层面：

1）在线游戏服务毛利润的环比和同比增长主要得益于新推出的游戏诸如《永劫无间》和《哈利波特：魔法觉醒》以及现有游戏诸如《梦幻西游》电脑版和《大话西游 2》等净收入的增长。

2）有道毛利润的环比和同比增长主要得益于其学习服务的净收入显著增长，规模效应增强以及教师薪酬结构的进一步优化。

3）创新及其他业务毛利润环比下降主要由于网易 CC 直播平台及其他服务毛利润的下降。其同比增加主要得益于网易云音乐净收入的增加以及成本管控的改善。

图 6：2019Q4-2021Q3 公司毛利及毛利率（亿元）



数据来源：公司公告、东北证券

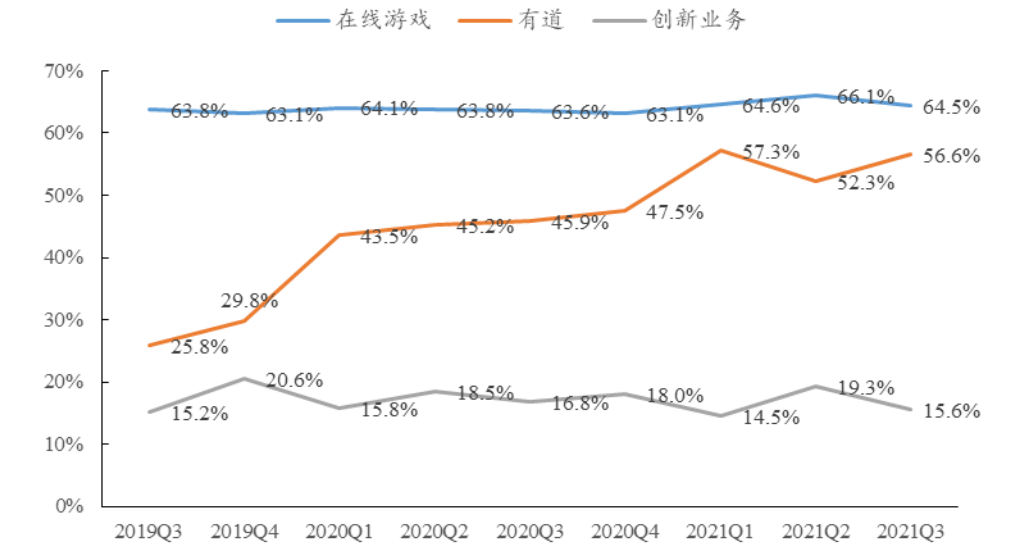
分业务来看:

1）在线游戏服务的毛利率为 64.5%，上一季度和去年同期分别为 66.1%和 63.6%。在线游戏服务的毛利率总体上受手游和端游收入占比、自研和代理游戏收入占比的变动而小幅波动。

2）有道的毛利率为 56.6%，上一季度和去年同期分别为 52.3%和 45.9%。其毛利率环比和同比增长主要由于前述原因所致。

3）创新及其他业务的毛利率为 15.6%，上一季度和去年同期分别为 19.3%和 16.8%。其毛利率变动主要受到不同业务的收入贡献和其各自毛利率的影响。

图 7：2019Q4-2021Q3 公司分业务毛利率



数据来源：公司公告、东北证券

期间费用及费用率：从公司 2021Q3 的期间费用来看，公司总费用 80.4 亿元，同比增长 14.5%，环比增长 8.1%，其环比和同比增加主要由于人员成本和研发投入的增加。

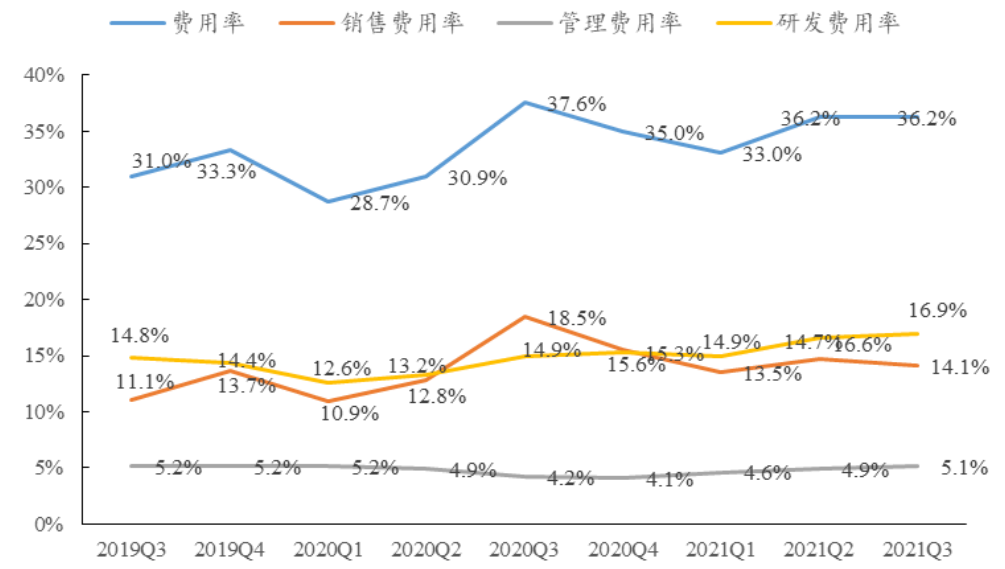
具体来看:

>>销售费用为 31.34 亿元，同比下降 8.97%，环比增长 4.0%；对应销售费用率为 14.1%，同比下降 4.3pcts;

>>管理费用为 11.4 亿元，同比增长 45.5%，环比增长 12.8%；对应管理费用率为 5.1%，同比提升 0.9pcts；环比提升 0.2pcts;

>>研发费用为 37.61 亿元，同比增长 34.9%，环比增长 10.4%；对应研发费用率为 16.9%，同比提升 2pcts，环比提升 0.4pcts;

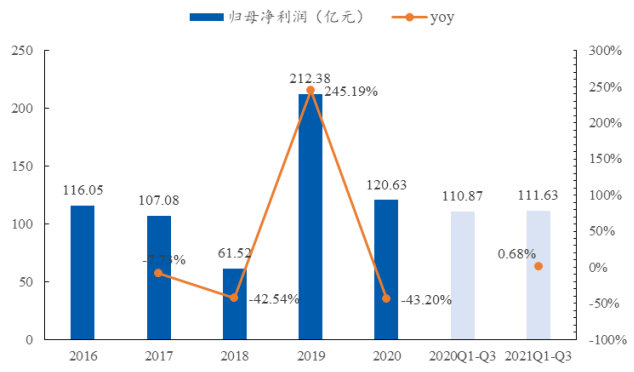
图 8：2019Q4-2021Q3 公司各项费用率



数据来源：公司公告、东北证券

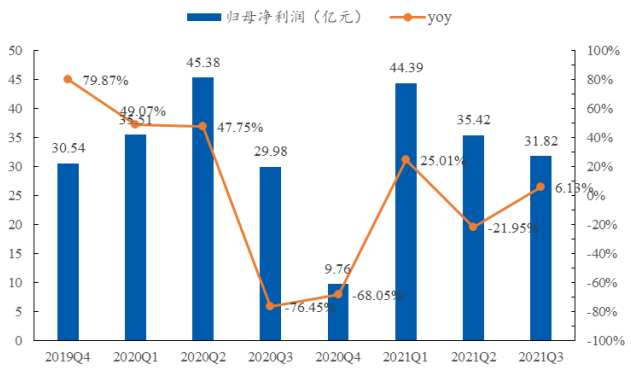
盈利方面，公司前三季度归母净利润总额 111.63 亿元，同比增长 0.68%，三季度利润 31.82 亿元，同比增长 6.1%。

图 9：2016-2020、2020&2021 前三季度归母净利润



数据来源：公司公告、东北证券

图 10：2019Q4-2020Q3 公司归母净利润



数据来源：公司公告、东北证券

2. 重点游戏储备

公司未来重点游戏包括《绝对演绎》、《永劫无间》主机版本、《暗黑破坏神®：不朽™》和《倩女幽魂隐世录》等，并将在海外市场推出《哈利波特：魔法觉醒》。其中，《绝对演绎》是偶像养成类产品，有望进一步拓展女性向题材，《暗黑破坏神®：不朽™》则是公司与动视暴雪合作的手游产品，《倩女幽魂隐世录》则是基于国内知名 IP《倩女幽魂》的持续创作，公司储备产品品类丰富，有望进一步推动公司业绩增长。

表 1：网易三季报重点游戏储备情况

产品名称	游戏类型	IP 情况	IP 类型
《绝对演绎》	偶像养成	无	无
《永劫无间》主机版	吃鸡	无	无
《暗黑破坏神：不朽》	MMO	暗黑破坏神	游戏
《哈利波特：魔法觉醒》海外版	卡牌	哈利波特	影视
《倩女幽魂隐世录》	MMO	9	影视

数据来源：公司公告、东北证券

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,117	20,169	39,702	64,780
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	10,574	13,245	15,562	17,868
存货	621	767	880	923
其他流动资产	87,019	85,610	85,794	85,972
流动资产合计	**107,831**	**121,291**	**141,939**	**169,544**
可供出售金融资产	11,711	12,211	12,611	12,611
长期投资净额	6,694	6,694	6,694	6,694
固定资产	4,555	4,755	4,895	4,895
无形资产及商誉	5,218	5,218	5,218	5,218
非流动资产合计	**40,438**	**42,484**	**39,582**	**39,582**
资产总计	**141,875**	**161,729**	**184,423**	**209,126**
短期借款	19,505	19,505	19,505	19,505
应付款项	1,134	1,151	1,210	1,231
应交税金	4,283	4,515	5,153	5,606
其他流动负债	21,822	25,287	27,912	29,276
流动负债合计	**46,743**	**50,457**	**53,780**	**55,618**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,337	1,337	1,337	1,337
长期负债合计	**1,337**	**1,337**	**1,337**	**1,337**
负债合计	**48,081**	**51,794**	**55,117**	**56,955**
归属于母公司股东权益合计	82,127	98,009	116,994	139,400
少数股东权益	11,667	11,925	12,313	12,770
负债和股东权益总计	**141,875**	**161,729**	**184,423**	**209,126**

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**73,667**	**90,309**	**107,353**	**124,579**
营业成本	34,684	41,420	48,404	55,408
营业税金及附加	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	10,704	12,553	15,029	18,064
管理费用	3,372	3,793	4,509	5,232
财务费用	-1,599	697	488	-575
研发费用	10,369	12,282	14,707	17,690
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	**14,538**	**20,261**	**24,703**	**28,185**
营业外收支净额	-765	0	0	0
利润总额	**15,372**	**19,564**	**24,215**	**28,760**
所得税	3,042	3,424	4,843	5,896
净利润	12,330	16,140	19,372	22,864
归属于母公司净利润	**12,063**	**15,882**	**18,985**	**22,407**
少数股东损益	267	258	387	457

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	**12,330**	**16,140**	**19,372**	**22,864**
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	3,458	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-1,599	697	488	-575
投资损失	-25,759	0	1,100	0
营运资本变动	4,771	805	708	-688
其他	4,596	1,233	1,363	1,433
经营活动净现金流量	**24,888**	**17,921**	**21,055**	**23,151**
投资活动净现金流量	**-29,192**	**-5,894**	**-547**	**2,902**
融资活动净现金流量	**9,913**	**-975**	**-975**	**-975**
现金净增加额	**5,771**	**11,051**	**19,533**	**25,078**

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益（元）	3.49	4.60	5.49	6.49
每股净资产（元）	27.15	31.82	37.42	44.04
每股经营性现金流量（元）	7.20	5.19	6.09	6.70
成长性指标				
营业收入增长率	24.35%	22.59%	18.87%	16.05%
净利润增长率	-43.20%	31.66%	19.54%	18.02%
盈利能力指标				
毛利率	52.92%	54.14%	54.91%	55.52%
净利润率	16.37%	17.59%	17.68%	17.99%
运营效率指标				
应收账款周转天数	16.10	15.00	14.50	14.00
存货周转天数	55.83	54.00	55.00	60.00
偿债能力指标				
资产负债率	33.89%	32.03%	29.89%	27.23%
流动比率	2.31	2.40	2.64	3.05
速动比率	2.23	2.32	2.56	2.97
费用率指标				
销售费用率	14.53%	13.90%	14.00%	14.50%
管理费用率	4.58%	4.20%	4.20%	4.20%
财务费用率	-2.17%	0.77%	0.45%	-0.46%
分红指标				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.67%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E（倍）	34.97	32.67	27.33	23.16
P/B（倍）	4.50	4.72	4.01	3.41
P/S（倍）	5.73	5.75	4.83	4.17
净资产收益率	14.69%	16.20%	16.23%	16.07%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

宋雨翔：上海财经大学金融硕士，哈尔滨工业大学通信本科，现任东北证券传媒行业首席分析师。曾任东吴证券研究所分析师，天风证券研究所分析师，新财富团队核心成员。2016 年以来具有 4 年证券研究从业经历。

章驰：北京大学计算机硕士，武汉大学化学本科，现任东北证券传媒行业研究助理，2021 年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称"本公司"）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称"该客户"）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏（总监）	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-61001805	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-61002025	13122617959	liuyq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqrr@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（总监）	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	15622820131	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵（总监）	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn