中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

游戏回升趋势确认

网易（9999.HK）/传媒　　证券研究报告/公司点评　　2021 年 11 月 17 日

评级：买入（维持）

市场价格：183.1（港元）

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email：kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师：朱骏楠

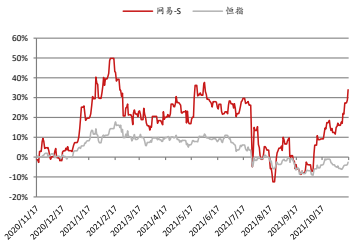
执业证书编号：S0740517080007

Email：zhuqn@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3455.12
流通股本(百万股)	3455.12
市价(港元)	183.10
市值(百万港元)	632632.01
流通市值(百万港元)	632632.01

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 【中泰传媒】网易-S(9999.HK)：中报点评：游戏业务季度同比增速预计将触底回升

2 【中泰传媒】网易-S(9999.HK)：21 年上市复盘——从至暗时刻到 21 年年化 29%的收益

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	59241	73667	87615	105181	117518
增长率 yoy%	15.8%	24.4%	18.9%	20.0%	11.7%
净利润（百万元）	21238	12063	15640	19444	22922
增长率 yoy%	245.2%	-43.2%	29.7%	24.3%	17.9%
每股收益（元）	6.6	3.5	4.5	5.6	6.6
每股现金流量	5.0	7.2	4.1	5.6	6.3
净资产收益率	40%	17%	16%	16%	16%
P/E	23	44	34	27	23
PEG	0.1	-	1.1	1.1	1.3
P/B	8.0	6.4	4.9	4.1	3.5

备注：股价取自 2021 年 11 月 16 日收盘（人民币:港币=0.83:1）

投资要点

- **事件：**
- **1）**网易发布 2021 年三季报，报告期内实现营业总收入 632.32 亿，同比增长 17.3%，归母净利润（GAAP）111.63 亿，同比增长 0.68%。Non-GAAP 净利润为 131.66 亿，同比基本持平。2021Q3 单季度实现营业总收入 221.91 亿，同比增长 18.93%，环比增长 8.1%，归母净利润（GAAP）为 31.82 亿，同比增长 6.12%，环比下滑 10.2%，Non-GAAP 净利润为 38.58 亿，同比增长 5.1%，环比下滑 8.8%。
- **2）**截至 Q3 末公司回购约 1350 万份 ADS，总耗资为 13 亿美元。
- **①游戏业务：**
- **2021Q3 游戏业务明显回暖。**2021Q3 221.91 亿收入中，游戏收入为 159 亿，占总收入比为 71.65%，同比增长 14.7%，环比增长 9.4%，结束了同比连续 4 个季度下滑，增速重回两位数，我们认为主要原因在于：1）端游：《永劫无间》8 月上线，全球销售量突破 600 万份，创国产买断制游戏销售新纪录，玩家遍布全球 160 个国家与地区；2）手游：《哈利波特：魔法觉醒》大陆 9 月上线以来，始终维持在 iOS 畅销总榜 TOP15，根据 Sensor Tower 预测数据，9 月、10 月国内 iOS 端流水分别有 9100 万美元、5700 万美元，流水贡献超过《梦幻西游》。3 季度还上线了《王牌竞速》、《洪荒文明》、《无尽的拉格朗日》、《超激斗梦境》（端游）等新游戏，从资产负债表的递延收入科目看，Q3 为 135.71 亿，环比大幅增长 19.4%，预计《哈利波特：魔法觉醒》以及《永劫无间》贡献较多，对后续季度业绩形成有力支撑。
- 2021Q3 网易移动游戏收入为 110.02 亿，同比增长 9.2%，环比增长 5%，占比游戏总收入为 69.2%，端游收入为 48.97 亿，同比大幅增长 12.8%，是 2018 年以来首次单季度端游收入同比增长突破两位数，《永劫无间》在全球的优异表现，Steam 最高在线人数超过 16 万，带动公司端游业务重拾增长，同时作为战术竞技类端游，生命周期将更为持久，通过一次性售卖+内购的模式，业绩贡献可持续，该游戏还将上线主机端。
- **2021Q3 游戏毛利率环比略有下降**，为 64.54%，较 Q2 下降 1.56 个百分点，毛利率的下降主要原因在于《哈利波特：魔法觉醒》、《指环王：崛起之战》（海外上线）等游戏 IP 分成增加，因此公司游戏整体的毛利率略有下降，呈窄幅波动。
- **后续 Pipeline：**公司储备有《暗黑破坏神：不朽》、《Ghost World Chronicle》等，《哈利波特：魔法觉醒》也预计在明年上半年登陆国际市场。
- **②有道业务：**
- **2021Q3 有道业务收入为 13.87 亿，同比增长 54.82%，环比增长 7.26%，占公司总收入比例为 6.25%。**其中学习服务业务收入为 9.96 亿，同比增长 65.9%，学习产品业务收入为 2.55 亿，同比增长 56%，在线营销服务收入 1.37 亿，同比增长 3.4%。Q3 有道由于逐步剥离义务教育阶段学科培训业务，薪酬结构优化，整体毛利率水平明显提升，特别是学习服务业务毛利率水平环比增加 4.3 个百分点，同比增加 10.7 个百分点，销售费用率水平大幅下降，2021Q3 为 46.9%，相较于 Q2 的 75.2%下降 28.3 个百分点。未来素质教育和成人教育将会是有道投入的两大方向，目前还处于业务结构转换过程中，2021Q3 有道资产负债表中递延收入为 11.32 亿，环比持续下降。
- **③创新业务及其他：**

- 2021Q3 公司创新业务及其他收入为 49.04 亿，同比增长 25.7%，环比增长 4.3%，占比总收入为 22.1%，网易云音乐继续加大内容生态布局和产品创新能力，加强高参与度的音乐社区，毛利率水平为 15.56%，环比下降较为明显，主要原因为网易 CC 直播和其他服务的毛利润下降。

- **2021Q3 费用率维持稳定**。2021Q3 公司研发费用投入为 37.61 亿，研发费用率为 16.95%，较 Q2 略提升 0.35 个百分点，管理费用支出为 11.4 亿，管理费用率为 5.14%，较 Q2 提升 0.21 个百分点，销售费用为 31.34 亿，销售费用率为 14.12%，较 Q2 下降 0.56 个百点，总体费用率为 36.21%，与 Q2 持平。

- **盈利预测**：公司 Q3 上线的新品《哈利波特：魔法觉醒》与《永劫无间》表现优异，且目前预计持续性较佳，后续《哈利波特》首部真人电影上映 20 周年庆祝，关注度将进一步提升，有利于公司海外发行，我们上调此前盈利预测，预计 2021~2023 年公司上线营业总收入分别为 876.15 亿（原 840.12 亿）/1051.81 亿（原 995.12 亿）/1175.18 亿（原 1163.02 亿），同比增速 18.9%/20%/11.7%，归属于母公司净利润分别为 156.4 亿（原 151.94 亿）/194.44 亿（原 182.46 亿）/229.22 亿（原 218.94 亿），同比增长 29.7%/24.3%/17.9%，现价对应 2021/2022 年分别为 34x 和 27x。

- **估值与投资评级**：2022 年，使用 SOTP（分部加总法）分拆估值，1）游戏业务预计 2022 年收入同比增速 22.9%，对应 781 亿元，依照 25%的净利率水平测算，则对应 195.3 亿净利润，PE 水平参考相关公司平均估值 24x，并且由于公司处于产品周期向上时期，予以 20%的溢价，对应 27xPE，潜在市值空间 5271.8 亿人民币（6351.5 亿港元）；2）有道业务预计 2022 年收入同比增速为-13.4%，对应 34.4 亿元，依照 2xPS 估值，公司占股 52.1%，对应的市值空间为 41 亿人民币（49.3 亿港元）；3）创新业务及其他业务，拆分为网易云音乐以及 CC 直播、网易严选、广告等其他业务，预计网易云音乐的收入增速为 31%，对应 89.9 亿收入，参考腾讯音乐及 Soptify 平均 PS 估值 3.2x，网易持股 52.1%占比，对应市值空间为 185.3 亿人民币（223.3 亿港元），CC 直播、网易严选、广告等其他业务预计收入同比增速为 12%，对应 141.6 亿，依照名创优品、逸仙电商以及虎牙的平均 PS 水平估值，为 1.6x，对应市值空间为 226.6 亿（273 亿港元）。

- 合计潜在市值空间为 5724.6 亿人民币（6897.1 亿港元），继续维持“买入”评级。

- **风险提示**：1）政策风险；2）产品上线延期风险；3）产品上线表现不及预期风险；4）在线教育业务政策监管力度持续加大风险；4）历史财务数据或因汇率设置等存在小幅偏差的风险；5）研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 1：可比公司估值

行业/公司	市值（亿美元）	股价 根据所在市场决定	营收（亿美元） 2022E	EPS（美元） 2022E	2022xPE	2022xPS
音乐						
spotify	516.0	271.3	131.8	0.48	565.2	3.9
TME	145.4	8.6	54.6	0.56	15.3	2.7
平均值						3.3
游戏						
腾讯控股	6,190.2	502.5	1,082.5	19.45	21.2	5.7
Take-Two	207.2	179.7	40.2	6.65	27.0	5.2
平均值					24	
游戏直播						
虎牙	22.9	9.6	20.8	0.18	53.6	1.1
品牌电商						
逸仙电商	20.8	3.3	15.9	-0.04	-	1.3
名创优品	50.6	16.5	22.3	0.11	150.0	2.3
平均值						1.6

来源：Wind，Yahoo，中泰证券研究所

图表 2：SOTP 拆分估值计算

测算指标/各项业务	游戏业务	创新业务及其他		有道	潜在市值空间
		云音乐	其他创新业务		
2022E收入（亿元）	781	89.9	141.6	39.3	
预计净利率（%）	25%	-	-	-	
2022E归母净利润（亿元）	195.3	-	-	-	
2022xPE	27	-	-	-	
2022xPS	-	3.3	1.6	2	
持股比例（%）	-	62.46%	-	52.10%	
市值（亿人民币）	**5271.8**	**185.30**	**226.56**	**41.0**	**5724.6**
市值（亿港币）	**6351.5**	**223.3**	**273.0**	**49.3**	**6897.1**

来源：Wind，Yahoo，中泰证券研究所

图表 3：网易财报报表及盈利预测

资产负债表				单位:百万人民币
会计年度	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
现金及现金等价物	9,117	61,941	75,848	91,992
应收款项合计	10,574	12,115	14,692	16,764
存货	621	2,101	2,566	2,883
其他流动资产	87,519	64,764	70,018	75,397
流动资产合计	107,831	140,921	163,124	187,036
固定资产净额	4,555	6,145	7,592	8,909
权益性投资	11,711	12,882	14,171	15,588
其他长期投资	6,694	3,108	4,078	4,626
商誉及无形资产	5,218	8,357	10,978	13,166
土地使用权	4,178	4,029	3,955	3,912
其他非流动资产	1,688	1,773	1,860	1,954
非流动资产合计	34,044	36,294	42,634	48,155
资产总计	**141,875**	**177,215**	**205,758**	**235,191**
应付账款及票据	1,134	1,933	2,015	2,127
短期借贷及长期借贷当期到期部分	19,505	22,428	25,351	28,151
其他流动负债	26,105	31,319	37,031	40,203
流动负债合计	46,744	55,680	64,397	70,481
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	1,337	1,337	1,337	1,337
非流动负债合计	1,337	1,337	1,337	1,337
负债总计	**48,081**	**57,017**	**65,734**	**71,818**
归属母公司所有者权益	82,127	108,213	127,657	150,579
少数股东权益	11,667	11,985	12,367	12,794
股东权益总计	**93,794**	**120,198**	**140,024**	**163,373**
负债及股东权益总计	**141,875**	**177,215**	**205,758**	**235,191**

现金流量表				单位:百万人民币
会计年度	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
经营活动现金流	**24,888**	**14,088**	**19,248**	**21,823**
净利润	12,063	15,640	19,444	22,922
折旧和摊销	3,458	1,508	2,136	2,650
营运资本变动	9,934	345	1,170	-192
其他非现金调整	-566	-3,406	-3,502	-3,557
投资活动现金流	**-29,192**	**-3,870**	**-8,547**	**-8,259**
资本支出	-3,290	-6,200	-6,200	-6,200
长期投资减少	-6,679	2,414	-2,258	-1,966
少数股东权益增加	-188	0	0	0
其他长期资产的减少/(增加)	-19,034	-84	-89	-93
融资活动现金流	**9,913**	**42,606**	**3,206**	**2,580**
借款增加	2,676	2,923	2,923	2,800
股利分配	-3,641	-3,641	-3,910	-5,833
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动产生的现金流量净额	10,877	43,324	4,193	5,613

利润表				单位:百万人民币
会计年度	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
营业总收入	**73,667**	**87,615**	**105,181**	**117,518**
主营业务收入	73,667	87,615	105,181	117,518
其他营业收入	0	0	0	0
营业总支出	**59,129**	**71,391**	**84,283**	**92,317**
营业成本	34,684	42,019	49,341	53,380
营业开支	24,445	16,903	20,038	22,297
营业利润	**14,538**	**16,224**	**20,898**	**25,202**
净利息支出	-1,599	-1,679	-1,762	-1,851
权益性投资损益	0	1,458	1,534	1,496
其他非经营性损益	-765	588	588	638
非经常项目前利润	**15,372**	**19,948**	**24,782**	**29,186**
非经常项目损益	0	0	0	0
除税前利润	**15,372**	**19,948**	**24,782**	**29,186**
所得税	3,042	3,990	4,956	5,837
少数股东损益	267	318	382	427
持续经营净利润	**12,063**	**15,640**	**19,444**	**22,922**
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	**12,063**	**15,640**	**19,444**	**22,922**
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股东净利润	**12,063**	**15,640**	**19,444**	**22,922**
EPS（摊薄）	3.49	4.53	5.63	6.63

主要财务比率				
会计年度	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
成长能力				
营业收入增长率	24.4%	18.9%	20.0%	11.7%
归属普通股东净利润增长率	-43.2%	29.7%	24.3%	17.9%
获利能力				
毛利率	52.9%	52.0%	53.1%	54.6%
净利率	16.4%	17.9%	18.5%	19.5%
ROE	16.8%	16.4%	16.5%	16.5%
ROA	9.5%	9.8%	10.2%	10.4%
偿债能力				
资产负债率	33.9%	32.2%	31.9%	30.5%
流动比率	2.3	2.5	2.5	2.7
速动比率	2.3	2.5	2.5	2.6
每股指标（元）				
每股收益	3.49	4.53	5.63	6.63
每股经营现金流	7.20	4.08	5.57	6.32
每股净资产	23.77	31.32	36.95	43.58
估值比率				
P/E	43.6	33.6	27.0	22.9
P/B	6.4	4.9	4.1	3.5

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。