

买入

游戏收入稳定增长, 创新业务增长可期

网易—S (9999.HK)

2020-09-09 星期三

投资要点

目标价: **203 港元**
 现价: 142.8 港元
 预计升幅: 43.1%

重要数据

日期	2020-09-09
收盘价 (港元)	142.8
总股本 (百万股)	3,455
总市值 (亿港元)	4,934
净资产 (亿港元)	952
总资产 (亿港元)	1,578
52 周高低 (港元)	156.5/161.8
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

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gzq.com.hk

➤ 游戏业务贡献稳定现金流收入:

在线游戏业务持续稳健增长, 实现收入 138.3 亿元, 同比增长 20.9%, 持续为公司提供稳定的现金流, 游戏业务收入增长主要得益于核心游戏的增长及疫情期间宅娱乐的兴起。二季度公司上线了多款新游戏, 产品在线上后表现良好。海外游戏业务板块依旧增长强劲, 公司游戏在海外影响力和用户基础进一步提升。游戏储备方面, 公司未来矩阵依然丰富, 预计游戏收入未来几个季度将实现稳健增长。

➤ 有道增长强劲, 持续投入抢占市场份额:

有道二季度实现收入 6.2 亿元, 同比增长 93.1%; 经营性净现金流继续保持为正, 而且毛利率端连续多个季度优化, 提升至 45.2%, 有道精品课加快全学科体系搭建和内容迭代, K12 业务一直是公司重点发展课程, 重点学科优势逐渐体现。因此今年公司会继续加大有道的投入, 抓住关键发力点进行业务推广。

➤ 创新业务试水商业化模式, 盈利能力有望提升:

创新及其他业务分部净收入 37.3 亿元, 同比增长 38.7%。“云音乐”板块上线 K 歌平台音街, 该产品将能够进一步提升音乐产品商业化水平, “网易严选”发布星驰计划, 直播电商模式的引入可以进一步帮助严选沉淀核心用户, 提升用户转化效率和消费水平。

➤ 维持“买入”评级, 目标价 203 港元:

公司为中国移动游戏市场领先者, 创新业务及教育业务成长态势显著, 未来业务发展值得长期看好。分别给予游戏、有道、创新业务 30 倍 PE、8 倍 PS 及 5 倍 PS 估值, 对应估值为 6621 亿港元, 给予公司 203 港元的目标价, 维持“买入”评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	51,179	59,241	71,373	85,872	102,752
同比增长	15.17%	15.75%	20.48%	20.32%	19.66%
净利润	6,477	21,431	14,302	16,842	20,105
同比增长	-40.30%	230.86%	-33.27%	17.76%	19.38%
净利润率	12.66%	36.18%	20.04%	19.61%	19.57%
每股盈利 (元)	2.02	6.64	4.39	5.14	6.16
PE	62.3	19.0	28.7	24.4	20.4

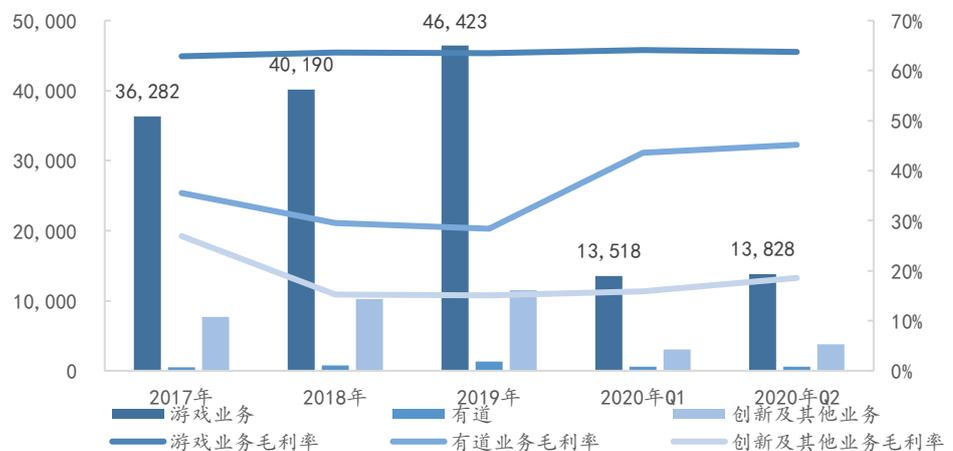
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

游戏业务贡献稳定现金流收入：

公司第二季度净收入 181.8 亿元人民币，同比增长 25.9%；实现净利润 45.4 亿元人民币，同比增长 35.3%。具体分业务来看，在线游戏业务持续稳健增长，实现收入 138.3 亿元，同比增长 20.9%，占营收比重约 75.8%，持续为公司提供稳定的现金流，游戏业务收入增长主要得益于核心游戏的增长及疫情期间宅娱乐的兴起。二季度公司上线了多款新游戏，其中包括《星战前夜：无烬星河》、《梦幻西游网页版》、《猎手之王》、《实况球会经理》和《漫威对决》等新游戏，这些产品在线上后在市场上表现良好。海外游戏业务板块依旧增长强劲，《荒野行动》和《明日之后》等游戏在日本地区跻身头部市场，进一步提升了公司游戏产品在海外的影响力和用户基础。游戏储备方面公司的矩阵依然丰富。除了即将发布的《阴阳师：妖怪屋》外，其他待出的重磅游戏还包括：《指环王：崛起之战》、《哈利波特：魔法觉醒》、《时空中的绘旅人》、《天谕》、《倩女幽魂隐世录》、《超激斗梦境》、《无尽的拉格朗日》、《暗黑破坏神：不朽》和《宝可梦大探险》。

图 1：各项业务表现情况



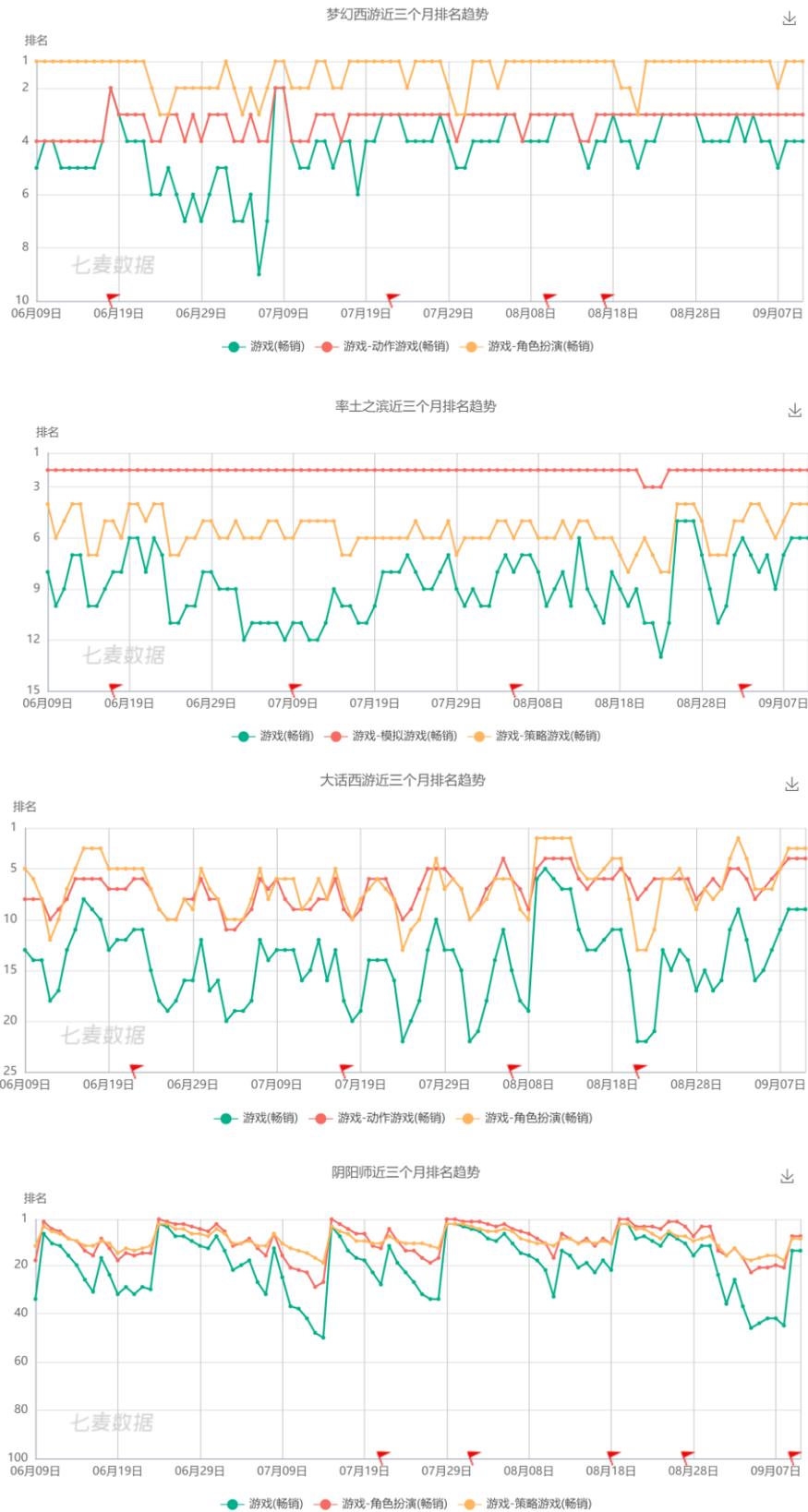
资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

表 1：SaaS 业务表现情况

产品名称	运营模式	游戏类型	上线日期
海岛纪元	自研	MMORGG	2020 年 4 月
梦幻西游网页版	自研	MMORGG	2020 年 5 月
猎手之王	自研	MOBA	2020 年 6 月
实况球会经理	代理	经营模拟	2020 年 6 月

资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 2：核心游戏畅销榜排名稳定在第一梯队



资料来源：七麦数据、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，网易有道二季度实现收入 6.2 亿元，同比增长 93.1%；经营性净现金流继续保持为正，而且毛利率端连续多个季度优化，提升至 45.2%，其中课程相关业务的毛利率达 51.7%。精品课二季度实现销售额 4.6 亿元，同比增长 215%，而 K12 课程作为精品课业务主要增长引擎，同比增长 229%，增长主要受正价付费人次带动，同比增长 359%。自 2019 年以来，有道精品课加快全学科体系搭建和内容迭代，K12 业务一直是公司重点发展课程，今年暑期公司仍然专注于这两个细分市场，而且新的优势学科逐渐释放，小学数学和高中语文在本季度成为优势学科。而 K12 课程中，目前初中课程是公司目前重点发力点，因为未来当初中生成为高中生时，将会继续留在公司平台中。另外公司也开设了小学 6 年级和 5 年级的数学课，目前得到了用户较好反馈，因此今年公司会继续加大有道的投入，抓住关键发力点进行业务推广，我们认为有道未来收入高增长将能够保持。

创新业务试水商业化模式，盈利能力有望提升：

创新及其他业务分部净收入 37.3 亿元，同比增长 38.7%。其中“云音乐”板块上线 K 歌平台音街，该产品将能够进一步提升音乐产品商业化水平，首先网易云音乐在用户粘性和用户体验方面有一定优势，为 K 歌业务提供流量支持，快速扩大用户规模，参考同业对手的业务模式，公司音乐社交平台同样拥有优质的音乐内容，而且用户参与度更高，因此将能够在音乐直播市场抢占一定市场份额，同时实现音乐业务的流量闭环。另一方面，“网易严选”发布星驰计划，计划面向抖音、快手、微博、淘宝等全网招募 1000 名优质红人主播、100 家 MCN 机构，同时为主播设立了较高的资金激励及流量扶持。我们认为与普通电商直播相比，公司 ODM 的产品更注重生活体验，能够形成一定的粉丝群体，直播电商的引入可以进一步帮助严选沉淀核心用户，提升用户转化效率和消费水平。

公司未来发展展望：

公司为中国移动游戏市场领先者，同时创新业务及教育业务成长态势显著，未来业务发展值得长期看好：

- 精品价值游戏内容继续挖掘国内游戏市场，海外游戏业务快速扩张；
- 高质量精品课业务提升有道知名度与核心竞争力，付费用户快速增长；

- 创新及其他业务增长开始提速，随着 K 歌功能上线，商业化潜力提升，严选顺应潮流布局电商直播，GMV 增长可期。

维持买入评级，目标价 203 港元：

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 4.39/5.14/6.16 元，当前股价对应 PE 估值分别为 29/24/20 倍。综上，我们分别给予游戏、有道、创新业务 30 倍 PE、8 倍 PS 及 5 倍 PS 估值，对应公司合理估值为 6621 亿港元，因此给予公司 203 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>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	51,179	59,241	71,373	85,872	102,752
成本	(23,832)	(27,686)	(34,048)	(41,999)	(51,490)
毛利	27,346	31,555	37,324	43,873	51,262
销售费用	(6,912)	(6,221)	(7,851)	(9,017)	(10,481)
管理费用	(3,079)	(3,130)	(3,926)	(4,637)	(5,446)
研发费用	(7,379)	(8,413)	(9,635)	(11,335)	(12,536)
经营溢利	9,977	13,791	15,913	18,884	22,800
投资及其他	1,099	2,593	1,484	1,602	1,656
除税前溢利	11,077	16,383	17,397	20,486	24,456
所得税	(2,461)	(2,915)	(3,095)	(3,645)	(4,351)
持续净利润	8,616	13,469	14,302	16,842	20,105
非持续利润	(2,139)	7,963	0	0	0
总利润	6,477	21,431	14,302	16,842	20,105
增长					
总收入(%)	15.2%	15.8%	20.5%	20.3%	19.7%
净利润(%)	-40.3%	230.9%	-33.3%	17.8%	19.4%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
物业, 厂房及设备	4,672	4,622	3,465	2,605	2,089
土地使用权	3,272	3,707	3,707	3,707	3,707
定期存款	100	2,360	2,360	2,360	2,360
长期投资	8,175	14,961	17,430	20,406	24,093
其他固定资产	2,033	1,370	1,370	1,370	1,370
固定资产合计	18,252	27,019	28,332	30,448	33,619
应收账款	4,003	4,169	5,023	6,044	7,232
其它应收款项	3,925	4,817	5,958	7,350	9,011
存货	1,066	651	800	987	1,210
货币资金	4,977	3,246	40,021	55,574	73,287
存款	37,592	56,638	53,487	53,487	53,487
投资	17,153	15,584	15,584	15,584	15,584
流动资产合计	68,716	85,105	120,874	139,026	159,811
应付账款	1,201	1,212	1,491	1,839	2,255
其他应付款	5,060	6,114	6,865	7,537	8,302
递延收入	7,719	8,602	10,240	12,011	13,982
借款	13,659	16,828	16,828	16,828	16,828
其他流动负债	7,471	5,487	6,545	7,180	7,879
流动负债合计	35,109	38,243	41,969	45,396	49,246
递延税项负债	393	382	382	382	382
其他长期负债	55	458	458	458	458
长期负债合计	447	840	840	840	840
股东权益合计	51,412	73,042	106,397	123,239	143,344

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率(%)	53.4%	53.3%	52.3%	51.1%	49.9%
经营利润率(%)	19.5%	23.3%	22.3%	22.0%	22.2%
净利率(%)	16.8%	22.7%	20.0%	19.6%	19.6%
ROE	16.8%	18.4%	13.4%	13.7%	14.0%
营运表现					
费用/收入(%)	33.9%	30.0%	30.0%	29.1%	27.7%
实际税率(%)	24.7%	21.1%	19.4%	19.3%	19.1%
应收账款天数	28	25	25	25	25
应付账款天数	18	16	16	16	16
财务状况					
负债/权益	0.69	0.54	0.40	0.38	0.35
收入/总资产	0.59	0.53	0.48	0.51	0.53
总资产/权益	1.69	1.54	1.40	1.38	1.35

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019E	2020E	2021E	2021E
除税前收益	8,616	13,469	14,302	16,842	20,105
非现金调整	4,372	3,801	5,704	6,311	6,942
资本变动	1,672	(358)	1,582	827	778
非持续经营变动	(1,244)	306	0	0	0
经营活动现金流	13,416	17,217	21,588	23,980	27,825
购买固定资产	(6,831)	(3,268)	(3,927)	(4,730)	(5,784)
短期投资变动	(1,494)	(3,168)	(3,092)	(3,697)	(4,328)
其他投资活动	(6,675)	(14,869)	0	0	0
非持续经营流出	1,430	(832)	0	0	0
投资活动现金流	(13,569)	(22,137)	(7,018)	(8,427)	(10,112)
债务融资	3,989	(5,869)	0	0	0
资本融资	(2,402)	6,952	19,054	0	0
融资活动现金流	1,587	1,083	19,054	0	0
现金变化	1,434	(3,838)	33,623	15,553	17,713
期初持有现金	8,691	10,207	6,398	40,021	55,574
汇兑变化及出售	(456)	28	0	0	0
期末持有现金	9,670	6,397	40,021	55,574	73,287

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>