

【广发传媒&海外】网易(NTES.O)/网易-S(09999.HK)

自研端游《永劫无间》获市场认可，《哈利波特》上线在即

核心观点:

- 公司披露 Q2 业绩:** 21Q2 实现营收 205.25 亿元 (YOY+12.87%), 其中在线游戏服务净收入为 145 亿元, 同比增长 5%, Q2 毛利率同增 0.67pct 至 54.52%。Q2 销售费用 30.13 亿元 (QoQ+8.92%, YoY+29.81%); 研发人员成本和研发投入增加, Q2 研发费用 34.07 亿元 (QoQ+11.33%, YOY+41.46%)。由于汇率波动, Q2 期间产生净汇兑损失 5.92 亿元。最终, 21Q2 Non-GAAP 归母净利润 42.28 亿元 (YOY-19.10%)。
- 游戏业务, 重磅 IP 新品即将上线, 经典端游和手游流水持续稳定。** 经典梦幻、大话热度不减, 新自研端游《永劫无间》上线后证明网易持续投入端游开发的自研实力。重磅 IP 手游《哈利波特: 魔法觉醒》将于近期上线, 游戏高度还原原著剧情, 备受市场期待, 另外, 7 月在国内测试的暴雪首款手游《暗黑破坏神不朽》已经获得版号, IP 向加持将为游戏带来持续的热度, 期待上线后的表现。两款全球知名 IP 改编手游《哈利波特: 魔法觉醒》、《暗黑破坏神: 不朽》具备较高的全球影响力, 有利于网易在除日本之外的地区, 取得游戏出海成绩的突破。
- 盈利预测和投资建议:** 在线游戏稳健增长, 自研端游和手游实力行业领先, 未来重磅产品上线为游戏业务提供带来可观增量。在线教育业务, 因“双减”等行业监管政策落地, 对公司开展 K12 学科培训课程造成较大影响, 预计未来营收增速将明显下滑。公司将后续发展重心放在素质教育、成人教育、教育产品、教育数字化解决方案 4 个方向, 同时在线营销服务未受政策冲击。预计公司 2021~2023 年总体营收分别为 880.9/1029.49/1196.69 亿元, 分别同增 19.58%/16.86%/16.24%, NON-GAAP 归母净利润为 152.29 /182.68/213.76 亿元, 对应 PE 分别为 23.34/19.14/16.38x, 根据 SOTP 算得每股合理价值为 107.3 美元/ADS (美股), 166.81 港元/股 (港股), 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 用户增长进入瓶颈, 产品周期延迟, 音乐版权费用增长

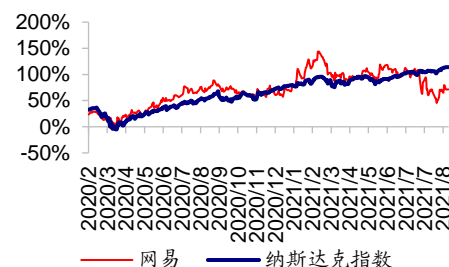
盈利预测:

本文“元”代表人民币, 美元/人民币汇率: 6.46

单位: 百万元人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	59241	73667	88094	102949	119669
增长率(%)	15.8%	24.4%	19.6%	16.9%	16.2%
GAAP-归母净利润	21238	12063	15229	18268	21376
增长率(%)	245.2%	-43.2%	26.2%	20.0%	17.0%
Non GAAP归母净利润	15663	14706	18203	22196	25943
Non GAAP EPS元/ADS	23.29	21.87	27.07	33.00	38.57
市盈率 (Non-GAAP)	27.13	28.89	23.34	19.14	16.38
ROE (%)	34.6%	14.7%	15.6%	15.7%	15.5%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入-美股/买入-H
当前价格	92.99 美元/148.10 港元
合理价值	107.3 美元/166.81 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-09-07

相对市场表现

分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

网易(NTES.O)/网易 2021-05-23

-S(09999.HK):多元化品类题材巩固壁垒,《哈利波特》有望年内上线

【广发传媒&海外】网易 2021-02-28

(NTES.O)/网易

-S(09999.HK):暗黑破坏神版号获批, 迎来游戏排产大年

【广发传媒&海外】网易 2020-11-23

(NTES.O)/网易

-S(09999.HK):在线教育、云音乐保持高增长; 出海收入再创新高, 二次元卡牌《黑潮之上》跻身畅销榜前列

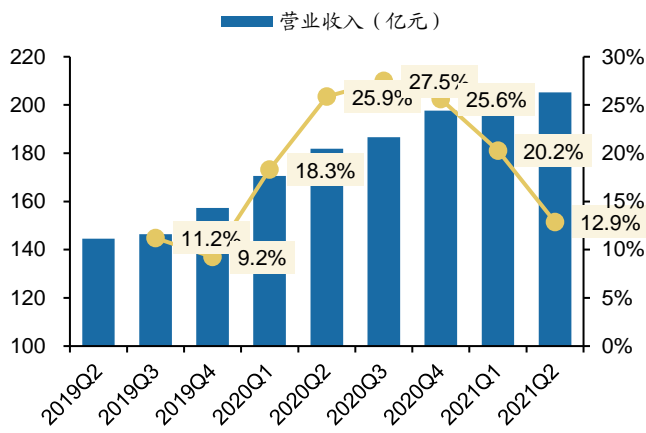
联系人: 朱国源 021-38003663

zhuguoyuan@gf.com.cn

一、营收稳健增长，《哈利波特：魔法觉醒》即将上线

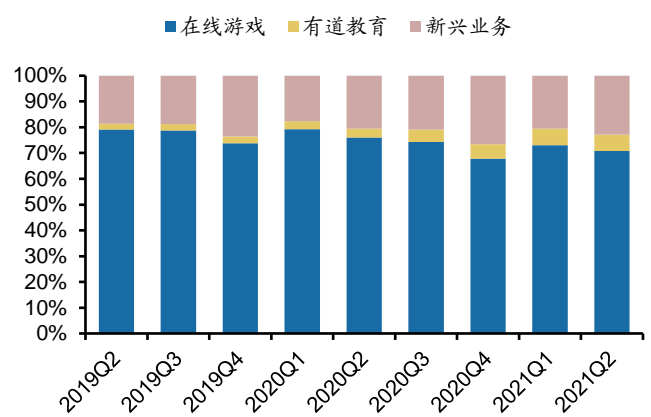
21Q2财报概要：2021Q2公司实现营业收入205.25亿元，同比增长12.87%，在线游戏服务净收入为145亿元，同比增长5%。Q2毛利润111.90亿元，同增14.27%，毛利率同增0.67pct至54.52%。有道及其他业务推广费用增加，公司在Q2当季产生的销售费用总额30.13亿元（QoQ+8.92%，YoY+29.81%），管理费用10.11亿元（QoQ+6.42%，YOY+13.28%），研发人员成本和研发投入增加，研发费用34.07亿元（QoQ+11.33%，YOY+41.46%）期间费用率同增5.29pct 最终，21Q2的GAAP-归母净利润同比下滑21.95%至35.42亿元，Non-GAAP归母净利润42.28亿元（QoQ-16.79%，YOY-19.10%）。

图1：网易调整后单季度营收（亿元）和增速（%）



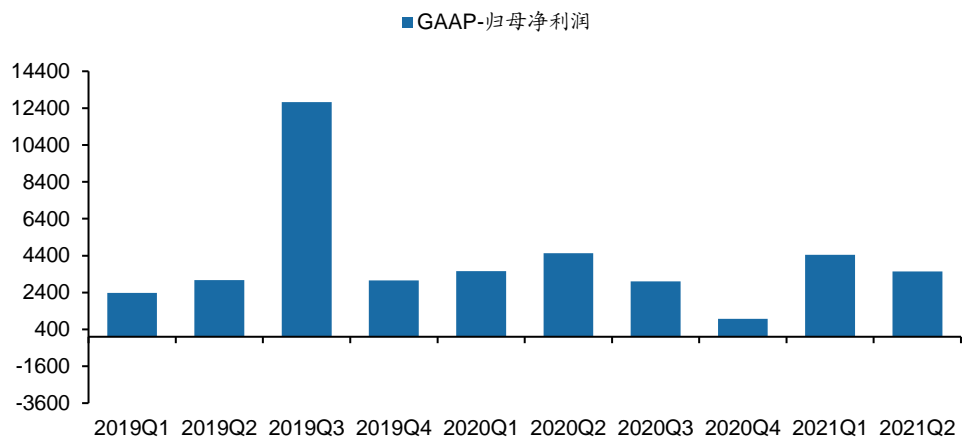
数据来源：网易19/20/21季报，广发证券发展研究中心

图2：网易调整后单季度各业务营收占比（%）



数据来源：网易19/20/21季报，广发证券发展研究中心

图3：网易单季度GAAP净利润走势（百万元，货币单位：人民币）

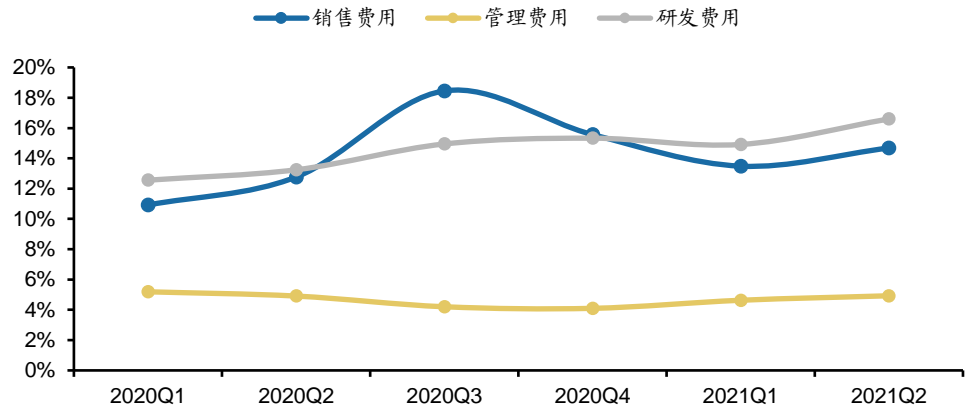


资料来源：网易19/20/21季报，广发证券发展研究中心

21年半年财报概要：公司在2021年上半年实现营业收入410.42亿元，同比增长16.44%，毛利润222.42亿元，同比增长16.03%；上半年产生销售费用57.80亿元

(YOY+38.13%)，销售费用率同增2.21pct至14.08%，管理费用19.61亿元(YOY+10.31%)，管理费用率同降0.27pct至4.78%，研发费用64.67亿元(YOY+42.10%)，研发费用率同增2.85pct至15.76%。上半年实现的可持续经营的GAAP-归母净利润79.81亿元，同比下滑1.33%。

图4：20Q1~21Q2年网易期间费用率走势(%)



资料来源：网易年报，广发证券发展研究中心

注：15~19年的期间费用已追溯调整了考拉剥离的影响。

分业务来看，2021Q2游戏业务实现收入145.28亿元，同比增长5.06%。其中，手游收入104.75亿元(YOY+4.77%)，端游收入40.53亿元(YOY+5.82%)，手游占比72.1%(同比减少0.2pct，环比减少0.7pct)，游戏业务毛利率66.10%，环比增长1.49pct，同比增长2.33pct，波动主要来自PC和手游的收入结构变化，以及自研和代理游戏收入结构变化。

2021Q2有道教育实现营收12.93亿元，同比增长107.51%。其中，(1)学习服务业务实现营收9.21亿元，同比增长112.4%，其中在线课程业务实现营收10.82亿元，同比增长99.7%，学习服务业务的整体毛利率为57.9%，环比减少7.7pct，同比提高了6.2pct。(2)学习产品业务实现营收2.06亿元，同比增长138.8%，主要是因为有道词典笔销量持续增长；毛利率为43.0%，环比减少1.1pct，同比增长10.6pct，预计随着词典笔的销售量增大，学习产品的毛利率将稳定增长。(3)网络营销服务业务实现营收1.66亿元，同比增长60.8%，环比增长19.33%；毛利率为32.7%。

得益于网易云音乐的付费用户数快速增长，二季度新业务实现营收47.03亿元，同比增长25.98%。同时，随着规模扩大，云音乐首次实现正毛利率，推动新业务整体毛利率增长4.85pct至19.30%，同比增长0.77pct。

表1：网易分业务营业收入和毛利率情况(百万元，货币单位：人民币)

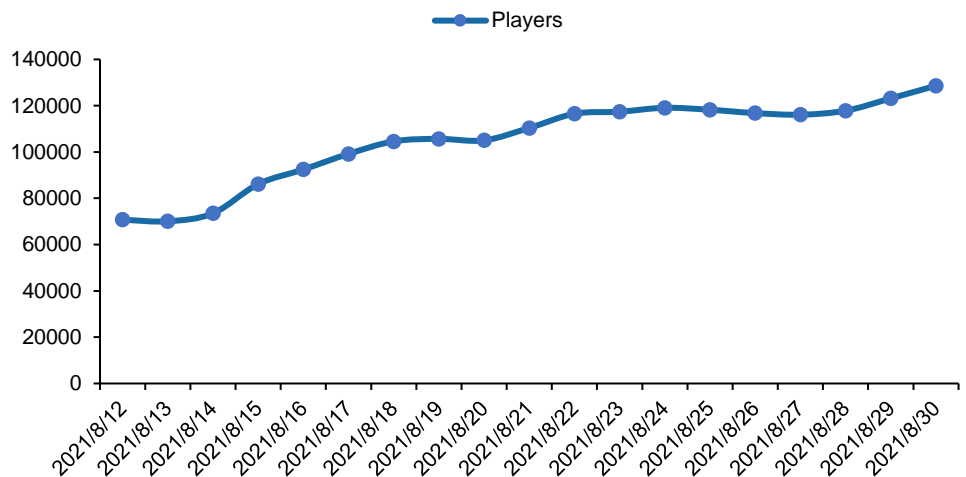
营业收入 (百万元)	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	YoY(%)	QoQ(%)	2019A	2020A	YOY
在线游戏	13828	13862	13400	14982	14528	5.06%	-3.03%	46423	54609	17.63%
有道教育	623	896	1107	1340	1293	107.51%	-3.47%	1305	3168	142.74%
新兴业务	3733	3900	5255	4196	4703	25.98%	12.09%	11514	15891	38.02%
营业总收入	18185	18658	19762	20517	20525	12.87%	0.04%	59241	73667	24.35%

毛利率 (%)	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	同比增减 (pct)	环比增减 (pct)	2019A	2020A	同比增减 (pct)
在线游戏	63.77%	63.61%	63.12%	64.61%	66.10%	2.33	1.49	63.44%	63.65%	0.22
有道教育	45.17%	45.93%	47.48%	57.28%	52.30%	7.13	-4.98	28.40%	45.91%	17.51
新兴业务	18.53%	16.83%	17.98%	14.45%	19.30%	0.77	4.85	15.08%	17.42%	2.34
总体毛利率	53.85%	52.98%	50.24%	53.87%	54.52%	0.67	0.65	53.27%	52.92%	-0.35

数据来源：网易20、21年季报，广发证券发展研究中心

端游方面，头部端游稳定增长，《永劫无间》表现亮眼。网易除了经典MMO端游《梦幻西游》、《大话西游》、《天下3》收入稳定，《梦幻西游》官宣了新的代言人，推出新活动玩法，《大话西游2经典版》及《大话西游2免费版》持续深耕国风内容与玩家社区，产品运营持续有吸引玩家的亮点。网易也持续在端游研发上进行投入，雷火工作室自研端游《永劫无间》上线之后获得玩家好评，网易端游研发实力再次获得市场认可。《永劫无间》以大逃杀为核心玩法，玩家扮演一名英雄，在地图中收集各种资源，与其他玩家对抗，生存到最后。与《绝地求生》等FPS大逃杀游戏相比，《永劫无间》的武器和格斗系统更加复杂，配合玩法，组队游戏体验更佳。根据SteamSpy估算，不考虑DLC，Steam平台《永劫无间》拥有者数量在50-100万之间。自8月12日在Steam上线至8月30日，《永劫无间》单日在线玩家峰值从7.07万人上升至12.86万人、冲上Steam最热门游戏top10，累计25426条玩家测评中有80%为好评。

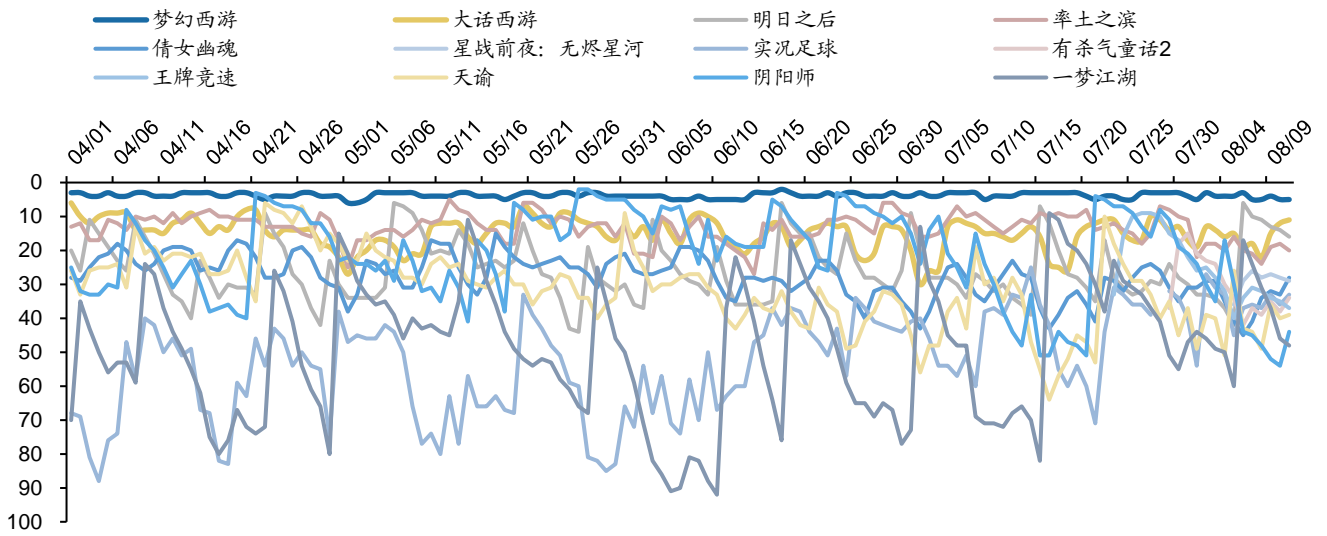
图5：《永劫无间》Steam玩家人数



资料来源：Steamspy，广发证券发展研究中心

手游方面，网易头部手游产品排名稳定。2021Q2，《梦幻西游》iOS畅销榜的平均排名约为4名，《率土之滨》iOS畅销榜的平均排名约为13名，《大话西游》约为14名，《阴阳师》约为18名，《明日之后》约为25名，《倩女幽魂》约为26名。

图6: 国内iOS畅销榜排名前100的网易游戏



资料来源: 网易季报, 七麦数据, 广发证券发展研究中心

2021Q2上新的新游戏中MOBA《漫威超级战争》、SLG《无尽的拉格朗日》、休闲养成《宝可梦大探险》、沙盒《星战前夜: 无烬星河》进入畅销榜前50, 新品端游《永劫无间》在Steam平台拥有者数量在50-100万之间, 获得玩家好评。

表 2: 2021Q2 至今上线的游戏新品情况

游戏名称	研发/发行	有无IP	上线时间	类型	TAPTAP评分	畅销榜最高排名
永劫无间 (PC)	自研	无	8月12日	生存	8.3	—
王牌竞速	自研	无	7月24日	竞速	6.9	—
洪荒文明	自研	无	8月5日	SLG	5.8	15
有杀气童话2	自研	有	7月29日	MMORPG	3.7	182
漫威超级战争	自研	有	7月12日	MOBA	5.7	15
无尽的拉格朗日	自研	无	8月18日	SLG	5.6	40
宝可梦大冒险	代理	有	5月11日	休闲养成	5	23
星战前夜: 无烬星河	联合开发	有	8月5日	沙盒	5.5	26
月神的迷宫	自研	无	7月27日	二次元RPG	4.8	—

资料来源: 七麦数据, Taptap, 广发证券发展研究中心

新品储备: 《哈利波特: 魔法觉醒》9月9日即将上线。《哈利波特: 魔法觉醒》获得哈利波特原著官方授权, 是一款以策略卡牌+角色扮演为核心玩法的游戏。8月21日获得App Store Today首页推荐, 全网预约量超过1000万。游戏力求还原《哈利·波特》原著, 体验小说的主线剧情, 让玩家开展一场魔法之旅, 游戏分为冒险系统、社交系统、对战系统, 游戏测试中还有音游、roguelike等其他玩法, 具体玩法保留情况有待游戏上线后揭晓, 该游戏在Taptap上评分为7.1。哈利波特IP在全球拥有广泛的影响力, 《哈利·波特》小说被翻译成75种语言, 所有版本的总销售量5亿。原著改编的同名系列电影全球总票房收入过77亿美元, 此外, 哈利波特还有大量衍生作品、线下主题乐园等。

图7: 《哈利波特: 魔法觉醒》玩法介绍

主线

主线剧情高度还原原著, 你将收到海格亲手书写熟悉的猫头鹰送来录取信件, 而后骑着飞天摩托去对角巷挑选入学用品, 选择魔棒。游戏中一共有四大学院, 分别为: 格兰芬多、赫奇帕奇、拉文克劳、斯莱特林。



哈利波特: 魔法觉醒 卡牌RPG

2021年9月9日公测



社交系统

宿舍: 四人一间, 同宿舍为其他玩家
多人课堂: 在玩家达到3级后即可进入多人课堂, 黑魔法防御是三名玩家一同打到共同的敌人, 魔法史课则是三个人共同答题, 最后计算三个人的正确率。
社团: 社团玩法有答题、舞会和飞行赛三种。舞会是音乐游戏玩法。



牌组构筑

即时卡: 在法术释放的瞬间会造成伤害控制以及其他效果, 因而称之为即时魔法;

常驻卡: 能够理解为召唤术, 使用该魔法会召唤可以独立攻击的怪物。

- 卡组中共可携带8张即时卡和常驻卡, 统称为标准卡。

伙伴卡: 只能携带3张, 战斗时按顺序轮流使用。无消耗, 但是长时间的CD使这3张卡的使用时机分别限制在了前中后期。



冒险系统



- 禁林是游戏中的一个Roguelike闯关类玩法, 可以单人开启, 也可以两人组队。
- 整个禁林的探险过程分为若干个关卡, 在每个关卡中, 玩家可以从1-3个不同的路线中选择其一继续探险。
- 线索事件是整个禁林探索的剧情分支, 一般会触发非常规战斗, 可能是保护NPC, 也可能是驱赶敌人。挑战成功后会获得一个全程生效的强力机制BUFF。
- 当进入禁林探险的最后一个关卡, 就会触发一场BOSS战。

对战系统

1V1排位赛:

- 击败对方巫师即可获得决斗胜利
- 决斗进行到2分钟后, 魔力恢复速度将会进行加速
- 决斗进行到4分钟后, 将会逐渐强制扣除生命值

2V2对战:

基本规则同上, 队友被击败时, 可以进行救援, 救援成功会恢复队友少量生命值

资料来源: 网易官网, 广发证券发展研究中心

此外, 网易今年储备的游戏有知名IP改编的ARPG手游《暗黑破坏神: 不朽》在Taptap上已经获得了164万预约、165万关注, 在7月15日于国内进行了先锋测试, 将于年内上线, ARPG《超激斗梦境》是由原DNF团队加盟网易开发的游戏, 预计将于9月公测。ARPG卡牌类游戏《倩女幽魂隐世录》在Taptap已有28万的预约量。

表 3: 2021 年储备上线的产品

游戏产品	自研/代理	版号	类型	最新的测试状态	预计上线时间	TAPTAP 评分	TAPTAP 预约人数
倩女幽魂隐世录	自研	有版号	卡牌+RPG	2020/10/30测试	2021H2	8.9	286891
超激斗梦境 (PC)	自研	有版号	ARPG	2020/9/10-2020/9/25终极测试	2021.9.6	8.4	——
哈利波特: 魔法觉醒	自研	有版号	策略卡牌	2020/10/20测试	2021.9.9	6.2	573984
暗黑破坏神: 不朽	联合开发	有版号	ARPG	2021/04/22第二次封闭测试	2021	7.1	1460291
指环王: 崛起之战	自研	有版号	SLG	将于 2021/09/23 于海外上线	2021.9	——	——

资料来源: TapTap, 广发证券发展研究中心

二、盈利预测和投资建议

与此前盈利预测相比, 我们的调整事项如下:

游戏业务方面, 长生命周期的经典端游和手游流水持续稳定, 新自研端游《永劫无间》上线后证明网易持续投入端游开发后的自研实力。短期重磅IP手游《哈利波特: 魔法觉醒》将于近期上线, 游戏高度还原原著剧情, 备受市场期待, 另外, 在7月国

内测试的暴雪首款手游《暗黑破坏神不朽》已经获得版号，IP加持将为游戏带来持续的热度，期待上线后的表现。此外，两款全球知名IP改编手游《哈利波特：魔法觉醒》、《暗黑破坏神：不朽》具备较高的全球影响力，有利于网易在除日本外的地区，取得游戏出海成绩的突破。由于《暗黑破坏神：不朽》在年内具体发售的日期未定，对本年收入和利润端的贡献有限，我们微调2021年的游戏业务收入增速至12.68%至615.33亿元，其中手游收入调至450.98亿元，同比增长14.8%，端游收入上调至164.35亿元，同比增长7.22%。

(2)有道教育业务，2021Q2有道教育的归母净亏损为5.24亿元，因“双减政策”，有道K12学科培训课程受到影响，根据彭博一致预期预计2021-2023年营业收入为56.96/70/93.82亿元，归母净利润为-17.53/-14.41/-4.95亿元。公司的成人教育及素质教育课程、学习产品业务、在线营销服务未受政策冲击且可持续增长。

(3)新业务中，CC直播和网易传媒业务处于稳定期。网易云音乐收入保持高增速，社交娱乐服务收入贡献逐年提升。2018-2020年网易云音乐营业收入分别为11.48亿元、23.18亿元、48.96亿元人民币，网易云音乐通过个性化的音乐推荐和内容到社区的构筑，在版权缺失的情况下，通过培育独立音乐人自我造血走出了差异化的原创音乐社区之路。未来网易云音乐的会员订阅，直播和其他增值业务有望驱动新一轮用户和时长的增长，我们调升2021年新业务的营业收入至208.65亿元，同比增长31.30%。由于网易云音乐目前仍然处于投入阶段，其收入占比提升会拉低新业务的整体毛利率和盈利能力，调低2021~2022年新业务的毛利率预期。

表 4：网易 2018~2022 年各业务营业收入（百万元，单位：人民币）和增速（%）

各业务营业收入	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
在线游戏	46423	54609	61533	70553	80054
YOY(%)	15.51%	17.63%	12.68%	14.66%	13.47%
有道教育	1305	3168	5696	7000	9382
YOY(%)	78.36%	142.74%	79.83%	22.89%	34.03%
新兴业务	11514	15891	20865	25397	30234
YOY(%)	12.25%	38.02%	31.30%	21.72%	19.05%
收入总计	59242	73667.1	88094	102949	119669
YOY(%)	15.76%	24.35%	19.58%	16.86%	16.24%

数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

分部估值：分部业务计算得到21年网易游戏业务净利润贡献为177亿元，参考国内头部游戏公司腾讯控股2021年的PE估值为25.12x，以及世纪华通、完美世界、三七互娱、吉比特等A股游戏公司在2021年的平均PE估值为14x，美股游戏公司暴雪、EA、育碧等2021年的平均PE估值为22.6x；我们给予网易游戏业务2021年25x的PE，算得网易游戏业务的分部合理估值为4423亿元。

表 5：网易游戏业务盈利预测分析（单位：亿元）

游戏业务分析	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
在线游戏毛利润	255.72	294.48	347.61	393.45	443.44	501.30
毛利率(%)	63.63%	63.44%	63.65%	63.94%	62.85%	62.62%
分摊销售费用	48.23	46.40	68.94	86.15	100.18	112.08
销售费用率(%)	12.00%	10.00%	12.62%	14.00%	14.20%	14.00%

分摊研发费用	44.21	46.42	57.33	67.69	74.08	84.06
研发费用率 (%)	11.00%	10.00%	10.50%	11.00%	10.50%	10.50%
分摊管理费用	16.08	16.25	19.11	18.46	24.69	28.02
管理费用率 (%)	4.00%	3.50%	3.50%	3.00%	3.50%	3.50%
营业利润	147.21	185.41	202.22	221.16	244.48	277.15
净利润	117.77	142.77	161.78	176.92	195.59	221.72

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

有道教育已在纽交所独立上市, 根据彭博一致预期预计2021-2023年营业收入为56.96/70/93.82亿元, 归母净利润为-17.53/-14.41/-4.95亿元。“双减”等K12行业监管政策落地, 对公司开展的K12学科培训课程造成较大影响, 预计未来营收增速将明显下滑。随着分类登记细则的落地, K12学科培训相关业务可能存在剥离上市公司的潜在风险。公司将后续发展重心放在素质教育、成人教育、教育产品、教育数字化解决方案4个方向, 同时在线营销服务未受政策冲击。

根据相对估值法, 新东方在线和跟谁学2021年的PS估值分别2.88x和0.44x, 考虑到有道以后重心将放在素质教育、成人教育、教育产品、教育数字化解决方案4个方向, 给予有道教育2021年2倍的PS估值, 并按照52.78%的股权比例算得归属于网易公司的合理市值为60亿元。

新业务中, 网易云音乐参考TME给予其2021年4.5xPS的估值, 并按照62.5%的股权比例折算。网易严选按照2020年0.5xPS进行估值, 广告业务按照2020年10xPE估值, 邮箱、门户网站、CC直播业务暂不予估值, 算得新业务的合理估值为359亿元。

综上所述, 网易分部估值加总 (SOTP) 为4843亿元, 按照近一个月美元对人民币的平均汇率折算得到合理估值为750亿美元/5832亿港元, 按照当前ADS股本算得每股合理价值为107.3美元/股 (美股), 166.81港元/股 (港股)。

表 6: 游戏、音乐、电商细分行业可比公司的估值情况 (统计日期: 2021 年 9 月 6 日, 折算汇率 CNY/USD=6.46)

公司名称	总市值 (百万美元)	21 年预计营收 (百万美元)	21 年预计净利润 (百万美元)	PE			PS		
				20A	21E	22E	20A	21E	22E
国内游戏公司									
腾讯控股	623776	91710	23998	35.03	25.99	21.07	8.92	6.80	5.65
完美世界	4708	1859	387	19.57	12.16	9.83	2.96	2.53	2.12
三七互娱	7132	2772	472	16.62	15.11	12.55	3.19	2.57	2.18
世纪华通	7657	2870	648	16.73	11.82	10.34	3.29	2.67	2.40
吉比特	4421	607	225	27.19	19.64	17.01	10.38	7.28	6.16
海外游戏公司									
动视暴雪	63134	8602	2949	23.37	21.41	18.29	7.50	7.34	6.53
育碧	7973	2921	365	21.79	21.86	19.01	3.05	2.73	2.46
Bandai Namco	16885	7335	673	36.61	25.08	22.17	2.42	2.30	2.21
EA	41720	7179	1804	24.85	23.13	20.99	6.74	5.81	5.46
音乐流媒体公司									
Spotify	47371	11422	-224	—	—	—	5.27	4.15	3.44
TME	15115	5427	768	20.96	19.67	14.58	3.57	2.79	2.33
在线教育公司									

新东方在线	756	232	-206	—	—	—	4.33	2.88	1.69
高途集团	802	1843	-258	—	—	—	0.78	0.44	0.30
广告公司									
搜狐	938	766	41	—	—	—	1.25	1.22	1.28
百度	57970	19800	3483	18.15	16.64	13.52	3.73	2.93	2.56

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 其他公司的盈利预测选择Wind和Bloomberg一致预期

表7: 网易各块业务的分部估值表

业务类型	在线游戏	有道教育	新兴及其他业务
21年预计营收(亿元人民币)	615	56.6	209
21年对应估值参考	25x PE	2xPS	音乐: 4.5x PS; 电商: 0.5x PS 广告: 10x PE
分部合理估值(亿元人民币)	4423	60	359
合理总市值(亿元人民币)			4843
汇率 CNY/USD			6.4577
合理总市值(亿美元)			750
存托凭证(ADS, 百万)			699
每股合理价值(美元/ADS)			107.3
每股合理价值(港元/股)			166.8

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 从2020年10月2日开始, ADS和普通股的比例由1:25调整为1:5

投资建议: 游戏业务方面, 长生命周期的经典端游和手游流水持续稳定, 新自研端游《永劫无间》上线后证明网易持续投入端游开发后的自研实力。短期重磅IP手游《哈利波特: 魔法觉醒》将于近期上线, 游戏高度还原原著剧情, 备受市场期待, 另外, 在7月国内测试的暴雪首款手游《暗黑破坏神不朽》已经获得版号, IP加持将为游戏带来持续的热度, 期待上线后的表现。此外, 两款全球知名IP改编手游《哈利波特: 魔法觉醒》、《暗黑破坏神: 不朽》具备较高的全球影响力, 有利于网易在除了日本地区外, 取得游戏出海成绩的突破。

在线教育业务, 因“双减”等K12行业监管政策落地, 对公司开展的K12学科培训课程造成较大影响, 预计未来营收增速将明显下滑。随着分类登记细则的落地, K12学科培训相关业务可能存在剥离上市公司的潜在风险。公司将后续发展重心放在素质教育、成人教育、教育产品、教育数字化解决方案4个方向, 同时在线营销服务未受政策冲击。网易云音乐在原创音乐领域的影响力不断扩大, 不断丰富音乐内容和场景, 未来会员订阅, 直播和其他增值业务有望驱动新一轮用户和时长的增长。

我们预计公司2021~2023年总体营业收入分别为880.94/1029.49/1196.69亿元, 分别同比增长19.58%/16.86%/16.24%, NON-GAAP归母净利润为152.29/182.68/213.76亿元, 对应PE分别为23.34/19.14/16.38x, 根据SOTP算得每股合理价值为107.3美元/ADS(美股), 166.81港元/股(港股), 维持“买入”评级。

三、风险提示

- 1.网络游戏用户增长进入瓶颈，市场规模增速持续下滑。随着越来越多国内游戏公司出海，海外游戏市场的竞争加剧，公司海外业务可能不及预期。
- 2.产品周期延迟，受政策监管、产品研发周期、内测情况的影响，公司计划发布的游戏可能出现延迟发行或取消发行的情况，由此影响到该期间公司的业绩情况。
- 3.音乐版权费用持续增长，导致网易云音乐面临较大的成本压力。

集团统一研报
(大家资产管理有限责任公司)
2021-09-07
未经广发证券许可
任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

资产负债表						现金流量表					
单位: 亿元, 人民币						单位: 亿元, 人民币					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	851	1078	1272	1504	1769	经营活动现金流	172	249	199	301	350
货币资金	32	91	205	312	391	净利润	214	123	152	186	217
应收及预付	93	107	131	153	178	折旧摊销	26	35	35	42	51
存货	7	6	15	20	21	营运资金变动	25	2	31	14	32
其他流动资产	720	874	921	1019	1179	其它	-93	89	-20	59	50
非流动资产	270	340	394	452	516	投资活动现金流	-221	-291	-141	-199	-274
长期股权投资	46	0	0	0	0	资本支出	-33	-33	-34	-35	-41
固定资产	46	46	64	83	104	投资变动	-270	-257	-47	-99	-160
在建工程	5	0	0	0	0	其他	82	-2	-61	-65	-74
无形资产	73	42	30	29	29	筹资活动现金流	11	99	25	5	4
其他长期资产	100	253	300	339	384	银行借款	-3	-8	0	0	0
资产总计	1121	1419	1666	1956	2285	股权融资	69	-3	0	0	0
流动负债	382	467	563	662	770	其他	-56	110	25	5	4
短期借款	168	195	250	292	340	现金净增加额	-38	58	83	107	79
应付及预收	12	11	18	21	24	期初现金余额	102	64	121	205	312
其他流动负债	202	261	294	349	405	期末现金余额	64	121	205	312	391
非流动负债	8	13	12	15	17						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	8	13	12	15	17						
负债合计	391	481	575	677	787						
股本	0	0	0	0	0						
资本公积	0	0	0	0	0						
留存收益	564	600	0	0	0						
归属母公司股东权益	615	821	974	1162	1381						
少数股东权益	114	8.7	8.7	8.7	8.7						
负债和股东权益	1121	1419	1666	1956	2285						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力(%)					
营业收入增长	15.8%	24.4%	19.6%	16.9%	16.2%
营业利润增长	38.2%	5.4%	19.4%	20.2%	17.1%
归母净利润增长	245.2%	-43.2%	26.2%	20.0%	17.0%
获利能力					
毛利率	53.4%	53.3%	54.3%	53.3%	52.9%
净利率	35.8%	16.4%	17.3%	17.7%	17.9%
ROE	34.6%	14.7%	15.6%	15.7%	15.5%
ROIC	8.7%	7.7%	11.9%	38.9%	59.4%
偿债能力(%)					
资产负债率	34.9%	33.9%	34.5%	34.6%	34.4%
净负债比率	-0.3	-0.4	0.4	0.3	0.3
流动比率	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3
速动比率	1.9	2.2	2.3	2.2	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	14.3	16.8	16.5	15.6	15.6
存货周转率	32.3	54.5	37.2	28.2	28.4
每股指标(元)					
Non-GAAP-EPS	23.3	21.8	27.1	33.0	38.6
每股经营现金流	25.6	37.0	28.2	42.5	49.4
每股净资产	91.3	122.0	137.6	164.1	195.1
估值比率					
P/E	27.1	28.9	23.3	19.1	16.4
P/B	6.9	5.2	4.4	3.7	3.1
EV/EBITDA	21.0	21.0	17.1	13.6	11.0

利润表					
单位: 亿元, 人民币					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	592	737	881	1029	1197
营业成本	277	347	402	493	572
销售费用	62	107	141	149	174
管理费用	31	34	46	49	57
研发费用	84	104	119	129	150
利息收入	8	16	16	19	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1306	1610	332	551	643
营业利润	138	145	174	209	244
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	164	154	190	232	272
所得税	29	30	38	46	54
国际准则-净利润	214	123	152	186	217
少数股东损益	1.9	2.7	0.1	3.0	3.5
基于股份薪酬开支	23.9	26.4	29.7	39.3	45.7
Non-gAAP 归母净利	157	147	182	222	259
GAAP-EBITDA	182	172	210	256	301
GAAP-EBIT	156	138	175	214	250
GAAP-EPS(元/ADS)	33	18	23	27	32

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。