

【广发传媒&海外】网易(NTES.O)/ 网易-S(09999.HK)

游戏业务稳健，云音乐变现能力显著改善

核心观点:

- **公司披露 21Q4 和全年业绩:** 2021Q4 公司实现营业收入 244 亿元，同增 23.34%，毛利润 129 亿元，同增 30.1%，毛利率同增 2.76pct 至 53%。21Q4 的 GAAP-归母净利润同比增长 483.6% 至 56.9 亿元，Non-GAAP 归母净利润 66.0 亿元 (YOY+312.77%)。2021 年全年实现营收 876.1 亿元，同增 18.92%，毛利润 469.71 亿元，同增 20.49%。21 全年实现 GAAP-归母净利润 168.57 亿元，同比增长 39.74%，实现 Non-GAAP 归母净利润 197.62 亿元。
- **新老游戏齐发力，头部游戏稳定贡献流水。** 端游方面，《永劫无间》在线用户数屡创新高，并作为“最畅销游戏”入选 Steam 2021 年度最佳游戏榜单。手游方面，旗舰游戏《梦幻西游》、《大话西游》保持畅销榜游戏排名前十，本年上线的新游《哈利波特：魔法觉醒》持续推出重磅内容，稳定贡献流水，展现长线运营实力。
- **盈利预测和投资建议:** 在游戏版号重启时间窗口不明朗的背景下，公司存量游戏排名稳定，头部游戏《梦幻西游》和《大话西游》流水维持稳健。出海方面，《永劫无间》带来端游流水稳定增量，《无尽的拉格朗日》展现流水向上的潜力，《哈利波特：魔法觉醒》将于年中陆续上线海外地区，《暗黑破坏神不朽》也将于全球发行，网易目标在 3-5 年实现游戏出海收入占比 30-50%。《倩女幽魂隐世录》、《暗黑破坏神不朽》都已经获得版号。有道稳步推进学习服务和智能硬件业务发展，云音乐竞争优势强化，盈利能力改善。预计公司 22~23 年营收为 996.3/1139.6 亿元，同增 13.7%/14.4%，NON-GAAP 归母净利润为 195.9/234.03 亿元，根据 SOTP 算得每股合理价值为 123.2 美元/ADS (美股)，192.55 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: 6.33

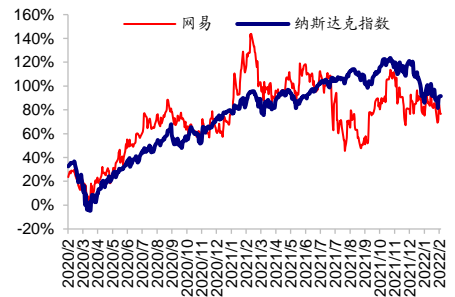
单位: 百万元人民币	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	59241	73667	87606	99630	113960
增长率(%)	15.8%	24.4%	18.9%	13.7%	14.4%
GAAP-归母净利润	21238	12063	16857	15440	18658
增长率(%)	245.2%	-43.2%	39.7%	-8.4%	20.8%
Non GAAP 归母净利润	15663	14706	19762	19589	23403
Non GAAP EPS 元/ADS	23.29	21.87	29.38	29.13	34.80
市盈率 (Non-GAAP)	26.97	28.72	21.38	21.56	18.05
ROE (%)	34.6%	14.7%	17.7%	13.7%	14.1%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入-美股/买入-H
当前价格	93.49 美元/151.60 港元
合理价值	123.2 美元/192.55 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2022-03-02

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

分析师: 叶敏婷



SAC 执证号: S0260519110001



021-38003665



yeminting@gf.com.cn

请注意, 叶敏婷并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

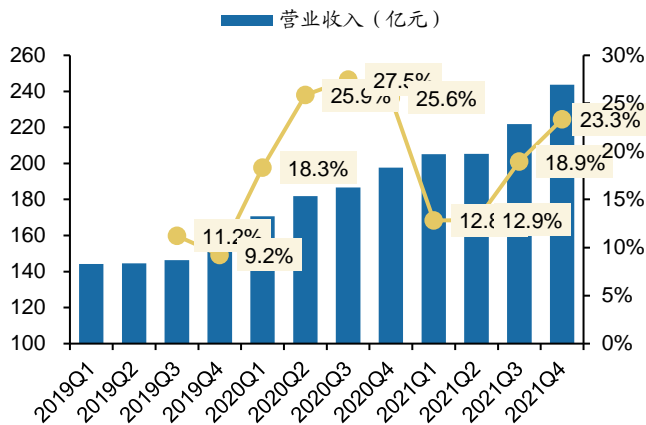
网易(NTES.O)/网易-S(09999.HK):端+手双轮驱动, 新游表现亮眼	2021-11-19
【广发传媒&海外】网易(NTES.O)/网易-S(09999.HK):自研端游《永劫无间》获市场认可,《哈利波特》上线在即	2021-09-07
网易(NTES.O)/网易-S(09999.HK):多元品类题材巩固壁垒,《哈利波特》有望年内上线	2021-05-23

请务必阅读末页的免责声明

一、端游表现亮眼，收入占比与增速同步提升

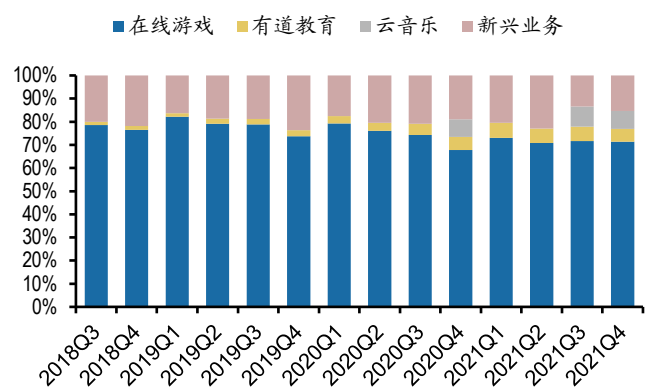
21Q4财报概要：2021Q4公司实现营业收入244亿元，同比增长23.34%，在线游戏服务净收入为174亿元，同比增长29.83%。Q4公司毛利润129亿元，同增30.1%，毛利率同增2.76pct至53%。公司在Q4销售费用33.00亿元（QoQ+5.30%，YoY+7.27%），管理费用11.62亿元（QoQ+1.89%，YOY+43.45%），研发人员成本和研发投入增加，研发费用38.48亿元（QoQ+2.30%，YOY+27.01%）。2021年第四季度营业费用合计为人民币83.1亿元，上一季度和去年同期分别为人民币80.4亿元和人民币69.2亿元。其环比和同比增加主要由于在线游戏市场推广费用的增加，以及人员成本和研发投入的增加，并被有道市场推广费用的减少所部分抵减。期间费用率同降0.90pct。21Q4的GAAP-归母净利润同比增长483.6%至56.9亿元，Non-GAAP归母净利润66.0亿元（YOY+312.77%）。

图1：网易调整后单季度营收（亿元）和增速（%）



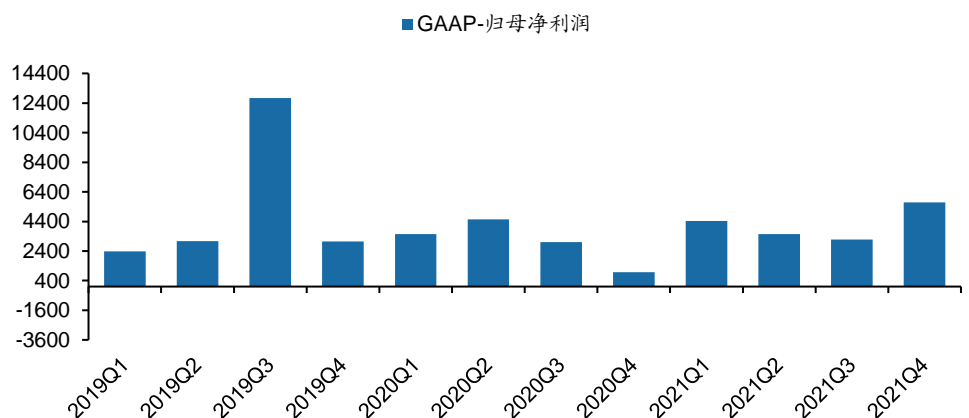
数据来源：网易19/20/21季报，广发证券发展研究中心

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）

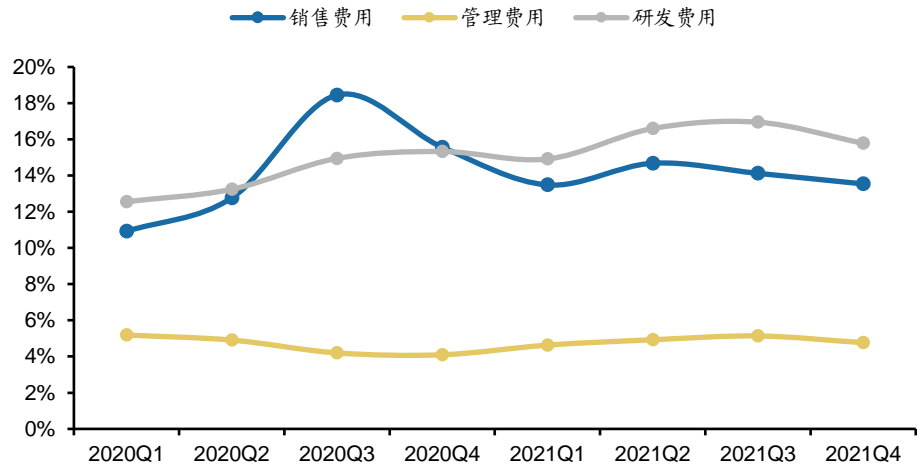


资料来源：网易19/20/21季报，广发证券发展研究中心

21年全年概要：2021年实现营业收入876.1亿元，同比增长18.92%，毛利润469.71亿元，同比增长20.49%；销售费用122.14亿元（YOY+14.11%），销售费用率微

降0.59pct至13.94%；管理费用42.64亿元（YOY+ 26.45%），管理费用率同增0.29pct至4.87%；研发费用140.76 亿元（YOY+ 35.75%），研发费用率同增1.99pct至16.07%。2021年营业费用为人民币305.54亿元，2020年为人民币244.45亿元。其同比增加主要是由于在线游戏服务市场推广费增加，以及研发投入和人员成本上升。21全年实现的可持续经营的GAAP-归母净利润168.57亿元，同比增长39.74%，实现Non-GAAP归母净利润197.62亿元。

图4：20Q1~21Q4年网易期间费用率走势（%）



资料来源：网易 19/20/21 季报，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，2021Q4游戏业务实现收入173.98亿元，同比增长29.83%。其中，手游收入118.83亿元（YOY+ 22%），端游收入55.15亿元（YOY+ 49%），手游占比68.3%（同比减少4.1pct，环比减少0.9pct）。游戏业务毛利率64.10%，环比减少0.4pct，同比增长1.0pct。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。在线游戏服务毛利润环比增长8.7%、同比增长31.9%，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》净收入的增长。

2021Q4有道教育实现营收13.34亿元，同比增长20.51%，毛利润为6.76亿元，同比增长6.79pct，环比降低10.42pct。有道毛利润环比下降，主要是由于其学习服务中，中国义务教育阶段的学科类课外培训业务（“学科类课外培训业务”）净收入减少。其同比增长主要得益于学习服务业务的发展。

2021Q4云音乐业务实现营收18.89亿元，毛利率4.10%，环比增长1.9pct。毛利润0.77亿元，环比增加83%，云音乐毛利润环比增加主要得益于成本管控的改善。其同比增加主要得益于社交娱乐服务净收入的增长和成本管控的改善。

2021Q4创新及其他业务实现营收37.53亿元，同比增长0.61%；毛利率为26.80%，同比下降1.4pct，环比上涨2.6pct。得益于广告业务和严选毛利润的增加，毛利润环比增加39%。

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)	2020Q4	2021Q3	2021Q4	YoY(%)	QoQ(%)	2020 全年	2021 全年	YOY
在线游戏	13400	15899	17398	29.83%	9.42%	54609	62806	15.01%

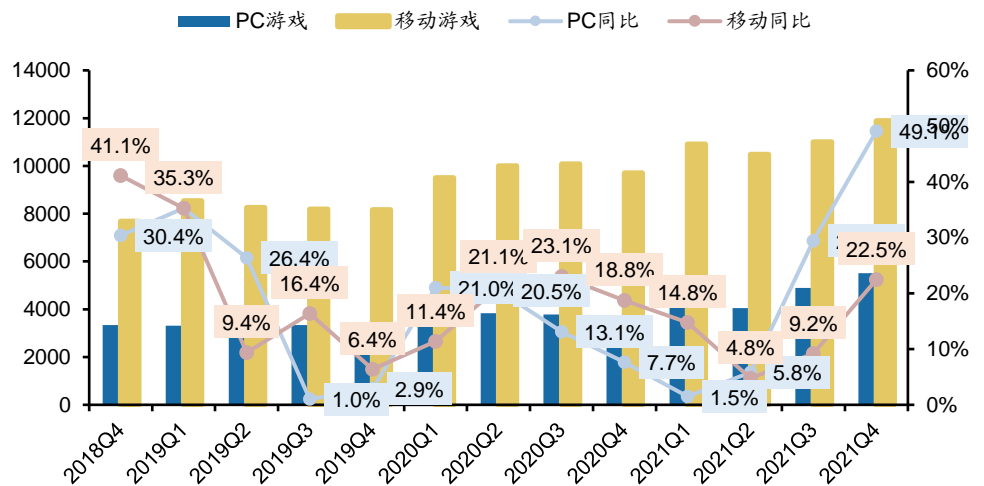
有道教育	1107	1387	1334	20.51%	-3.86%	3168	5354	69.04%
云音乐	1525	1925	1889	23.93%	-1.84%	4896	6998	42.93%
创新及其他	3730	2980	3753	0.61%	25.95%	14366	15631	8.80%
营业总收入	19762	22191	24374	23.34%	9.84%	73667	87606	18.92%

毛利率 (%)	2020Q4	2021Q3	2021Q4	同比增减 (pct)	环比增减 (pct)	2020 全年	2021 全年	同比增减 (pct)
在线游戏	63.12%	64.50%	64.10%	0.98	-0.40	63.70%	64.80%	1.10
有道教育	47.48%	56.60%	50.70%	3.22	-5.90	45.90%	54.30%	8.40
云音乐	-7.10%	2.20%	4.10%	11.20	1.90	-12.20%	2.00%	14.20
创新及其他	28.20%	24.20%	26.80%	-1.40	2.60	30.60%	25.80%	-4.80
总体毛利率	50.24%	53.22%	53.00%	2.76	-0.22	52.92%	53.62%	0.70

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，头部游戏驱动增长。《永劫无间》在线用户数屡创新高，并作为“最畅销游戏”入选 Steam 2021年度最佳游戏榜单。本季度，来自于端游的净收入占在线游戏服务净收入的31.7%，而上一季度和去年同期该占比分别为30.8%和27.6%。此外，《永劫无间》主机及手游版本即将上线。

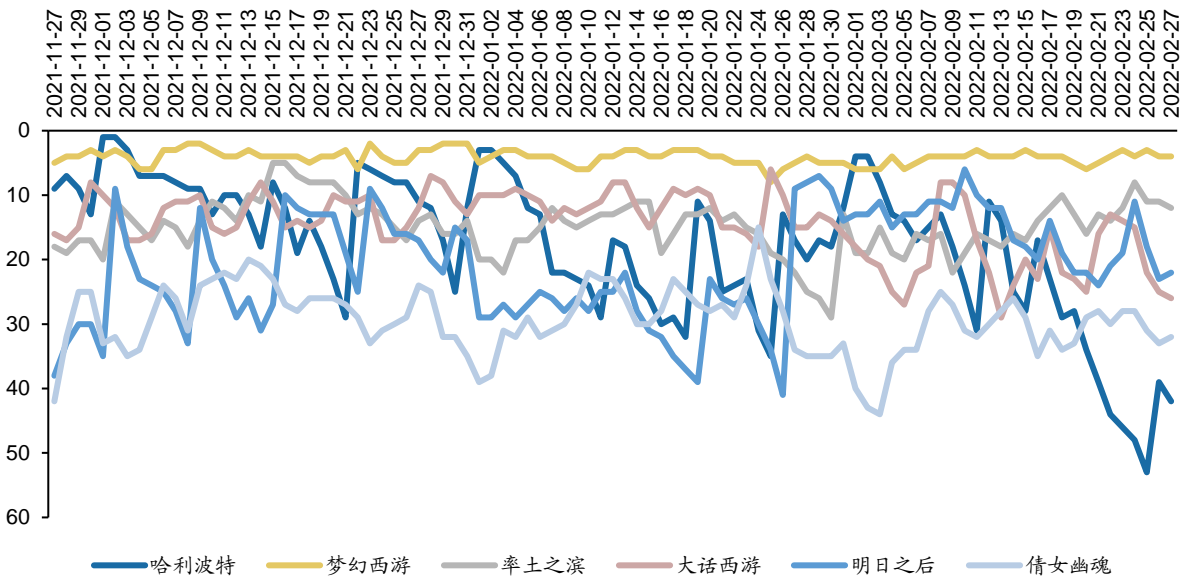
图5：网易2018~2021Q4端游和手游收入（百万元）及同比增速（%）



资料来源：网易 20、21 年季报，广发证券发展研究中心

手游方面，头部游戏表现持续稳定。《梦幻西游》保持在游戏畅销榜前10。《哈利波特：魔法觉醒》稳定贡献流水，持续推出重磅内容更新，并多次跻身中国 iOS 下载榜和畅销榜前列。此外，《哈利波特：魔法觉醒》预计将于22年中左右推出海外版本。网易的其他头部手游《率土之滨》（游戏畅销榜平均排名14）、《大话西游》（游戏畅销榜平均排名12）、《阴阳师》（游戏畅销榜平均排名28）、《明日之后》（游戏畅销榜平均排名22）、《倩女幽魂》（游戏畅销榜平均排名29）在畅销榜的排名稳定。

图6: 国内iOS畅销榜排名前100的网易游戏



资料来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

网易未来储备的游戏有知名IP改编的ARPG手游《暗黑破坏神: 不朽》在TapTap上已经获得了177万预约、178万关注。其在2021年11月29日于国内进行了精英试炼测试, 预计2022上半年上线。ARPG卡牌类游戏《倩女幽魂隐世录》在TapTap已有40万的预约量。

表 2: 网易储备上线的产品

	游戏名称	研发/发行	有无版本号	上线时间	类型	游戏测试进度	TAPTAP评分
1	倩女幽魂隐世录	自研	有		卡牌		8.6
2	战争怒吼	代理	有		RTS	2021年12月29日不限号测试	7.8
3	暗黑破坏神: 不朽	联合开发	有	2022H1	ARPG	2021/04/22第二次封闭测试	6.7
4	绿茵信仰	自研	有		足球竞技	1月14日限量删档不计费测试	8.3
5	超凡先锋	自研	无		生存射击	2021年6月11日删档测试	6.9
6	代号: ATLAS	自研	无		废土射击	2021/6开始测试	7.3
7	Disorder	自研	无		RPG	2021年6月5日限量删档测试	8
8	工作细胞	自研	无	-	-	-	-
9	零号任务	自研	无	2022	非对称竞技	2022年1月7日限量删档二测	7.6
10	阴阳师妖怪小班	自研	无	2022	休闲竞技	2021年7月9日测试	8.7
11	逆水寒手游	自研	有	2022	MMORPG	2021年8月31日测试	9
12	星海求生	自研	无	2022	太空沙盒	预计2022年春面世	7.1
13	伊格效应	自研	无	2022	二次元JRPG	已正式开启官网预约	8.4
14	代号: Onmyoji idol project	自研	无	2022	偶像养成	---	9.6
15	代号: 世界	自研	无	2022	世界冒险RPG	---	9.5
16	陈情令手游	自研	无	2022	古风女性向	已正式开启官网预约	5.4
17	冰汽时代: 最后的家园	合作研发	无	2022	末世生存	2021Q4开测	7

18	湮灭效应	代理	无	2022	二次元战棋	2021/5/25开启技术性测试	8.1
19	Vikingard	代理	无	2022	RPG	---	
20	未知记录	自研	无	2022	解谜	已正式开启官网预约	9.3
21	Project IN	自研	无	2022	末世蒸汽朋克	---	
22	巅峰极速	自研	无	2022	竞速	已正式开启官网预约	8.5
23	蛋仔派对	自研	有	2022	休闲竞技	2021/2/6测试	8.9
24	代号：诸神黄昏	自研	无	2022	MMORPG	已正式开启官网预约	7.4
25	风暴战争	代理	无		魔幻题材RTS		8.4
26	LOTR RisetWar	自研	无		SLG		
27	四驱兄弟	代理	无		赛车模拟		8.4
28	命运因子 (CITY)	自研	无		生存射击		7.2
29	代号：邪神	---	无		模拟经营即时 战斗		4.4

资料来源：TapTap，网易季报，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：

(1) 游戏业务方面。端游因为《永劫无间》上线后一直保持高热度，游戏内购变现形式丰富，带动端游收入占比持续提升至31.7%，端游收入同比增幅为49.12%；手游因《梦幻西游》和《大话西游》持续保持收入双位数的高速增长，维持MMO品类的头部地位；9月上线的《哈利波特：魔法觉醒》长线运营能力出色，以持续的内容更新保障游戏流水；《无尽的拉格朗日》也展现出SLG品类流水持续向上的潜力。游戏储备方面，《倩女幽魂隐世录》、《暗黑破坏神不朽》已经获得版号，《暗黑破坏神不朽》将于今年上线。此外《哈利波特：魔法觉醒》也会在年中陆续上线海外地区。我们调整2022年的游戏业务收入增速至14.63%至719.93亿元，其中手游收入调至450.93亿元，同比增长17.0%，端游收入上调至202.02亿元，同比增长8.96%。

(2) 有道教育业务。有道将进一步提升其作为教育科技提供商的地位，稳步发展STEAM课程、成人教育和智能硬件业务。根据彭博一致预期预计2022-2023年营业收入为47.12/55.39亿元，归母净利润为-3.96/1.49亿元。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) 云音乐业务。收入保持高增速，云音乐会员缴费比例持续上升，同时增强了内容库，并在2021年全年实现了正毛利率。2018-2021年网易云音乐营业收入分别为11.48亿元、23.18亿元、48.96、69.98亿元人民币，预计云音乐业务将伴随着版权回归和自有版权的丰富，带动收入的持续增长以及毛利率的提升，我们调整2022年云音乐营业收入至78.42亿元，同比增长12.07%。

(4) 创新及其他业务，包括网易严选、CC直播、邮箱等业务，2021年实现营收124.48亿元，伴随着网易严选针对年轻人推出更加丰富的核心消费品类，我们预计2022年

收入为150.82亿元，同比增长21.17%。

表 3：网易 2018~2023 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	2021A	2022E	2023E
在线游戏	46423	54609	62806	71993	82863
YOY(%)	15.51%	17.63%	15.01%	14.63%	15.10%
有道教育	1305	3168	5354	4713	5539
YOY(%)	78.36%	142.74%	69.04%	-11.98%	17.53%
云音乐	2318	4896	6998	7842	8604
YOY(%)	101.94%	111.17%	42.93%	12.07%	9.72%
创新业务	9195	10995	12448	15082	16954
YOY(%)	0.95%	19.57%	13.21%	21.17%	12.41%
收入总计	59241.1	73667.1	87606.0	99630.3	113959.8
YOY(%)	15.75%	24.35%	18.92%	13.73%	14.38%

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22年网易游戏业务净利润贡献为234亿元，参考国内头部游戏公司腾讯的游戏业务PE倍数（25~30x），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2022年的平均PE估值为15.62x；我们给予网易游戏业务2022年22x的PE，算得网易游戏业务的分部合理估值为5149亿元。

表 4：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	405.41	453.80	519.10
毛利率（%）	63.63%	63.44%	63.65%	64.62%	63.55%	63.31%
分摊销售费用	48.23	46.40	68.94	75.29	101.40	114.79
销售费用率（%）	12.00%	10.00%	12.62%	12.00%	14.20%	14.00%
分摊研发费用	44.21	46.42	57.33	69.02	74.98	86.09
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	18.82	24.99	28.70
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	242.28	252.43	289.52

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2022-2023年营业收入为47.12/55.39亿元。“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。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2022年的PS估值分别6.01x和0.73x，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2022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50亿元。

云音乐参考TME给予其2022年4.5xPS的估值，并按照57.65%的股权比例折算，算得合理估值为186.26亿元。网易严选按照2022年0.5xPS进行估值，广告业务按照

2022年10xPE估值，邮箱、门户网站、CC直播业务暂不予估值，算得创新及其他业务的合理估值为71亿元。

综上所述，网易分部估值加总（SOTP）为5270亿元，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834亿美元/6512亿港元，按照当前ADS股本算得每股合理价值为123.2美元/ADS（美股），192.55港元/股（港股）。

表 5: 游戏、音乐、电商细分行业可比公司的估值情况（统计日期：2022 年 2 月 28 日，折算汇率 CNY/USD=6.33）

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		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E
国内游戏公司									
腾讯控股	517849	89336	20244	25.58	22.34	18.48	5.80	5.04	4.34
完美世界	4050	1519	170	23.82	11.50	9.62	2.67	2.10	1.81
三七互娱	7307	2696	425	17.20	14.16	12.11	2.71	2.30	1.99
世纪华通	7674	2166	508	—	—	—	—	—	—
吉比特	3976	705	249	15.95	13.85	11.78	5.64	4.72	4.04
海外游戏公司									
动视暴雪	63461	8803	2763	22.97	22.37	18.19	7.21	7.27	6.29
育碧	6290	2481	295	21.35	18.47	15.78	2.54	2.25	2.02
Bandai Namco	16066	7122	637	25.23	22.17	20.32	2.26	2.15	2.07
EA	36196	7539	724	49.98	27.67	23.13	4.80	4.50	4.22
音乐流媒体公司									
Spotify	29190	11435	-40	—	538.76	107.44	2.55	2.23	1.90
TME	9191	4945	562	16.34	13.68	14.65	1.86	1.82	1.68
在线教育公司									
新东方在线	625	141	-63	—	—	—	4.44	5.68	4.98
高途集团	463	1012	-448	—	—	23.58	0.46	0.73	0.63
广告公司									
搜狐	709	836	63	—	—	—	0.85	1.00	0.96
百度	52540	19586	2787	18.85	19.66	14.38	2.68	2.45	2.18

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6: 网易各块业务的分部估值表

业务类型	在线游戏	有道教育	云音乐	创新业务及其他
22 年预计营收 (亿元人民币)	720	47.1	78.42	150.82
22 年对应估值参考	22x PE	2xPS	4.5xPS	电商: 0.5x PS 广告: 10x PE
分部合理估值 (亿元人民币)	4998	51	186.3	71
合理总市值 (亿元人民币)	5270			
汇率 CNY/USD	6.3222			
合理总市值 (亿美元)	834			

存托凭证 (ADS, 百万)	676
每股合理价值 (美元/ADS)	123.2
每股合理价值 (港元/股)	192.55

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, 在游戏版号重启时间窗口不明朗的背景下, 网易国内的存量游戏畅销榜排名稳定, 头部游戏《梦幻西游》和《大话西游》维持收入双位数的高速增长, 《哈利波特: 魔法觉醒》展现长线运营潜力。出海方面, 端游《永劫无间》上线后在全球保持高热度, 游戏内购形式丰富, 叠加游戏内容的持续更新迭代, 带来端游流水稳定增量; 手游《无尽的拉格朗日》经过长时间的运营展现出流水持续向上的潜力, 《哈利波特: 魔法觉醒》将于年中陆续上线海外地区, 网易将负责海外部分的发行, 此外《暗黑破坏神不朽》也将于全球发行, 网易海外游戏收入展露增长潜力, 目标在3-5年实现游戏出海收入占比30-50%。游戏储备方面, 公司准备上线的《倩女幽魂隐世录》、《暗黑破坏神不朽》(将于今年上半年上线)都已经获得版号。有道稳步推进学习服务和智能硬件业务发展, 21Q4已实现持续经营的正向经营性现金流。云音乐业务竞争优势得以强化, 保持高收入增速, 会员比例持续上升, 盈利能力改善并在2021年全年实现了正毛利率。我们预计公司2022~2023年总体营业收入分别为996.3/1139.6亿元, 分别同比增长13.7%/14.4%, NON-GAAP归母净利润为195.9/234.03亿元, 对应PE分别为21.56/18.05x, 根据SOTP算得每股合理价值为123.2美元/ADS(美股), 192.55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。

资产负债表

单位: 亿元, 人民币

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
流动资产	851	1078	1131	1381	1614
货币资金	32	91	145	233	307
应收及预付	93	107	117	148	170
存货	7	6	10	14	15
其他流动资产	720	874	859	986	1123
非流动资产	270	340	405	434	491
长期股权投资	46	0	0	0	0
固定资产	46	46	54	82	102
在建工程	5	0	0	0	0
无形资产	73	42	41	29	29
其他长期资产	100	253	310	322	360
资产总计	1121	1419	1536	1815	2105
流动负债	382	467	505	632	720
短期借款	168	195	194	278	318
应付及预收	12	11	10	20	23
其他流动负债	202	261	302	334	380
非流动负债	8	13	37	14	16
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	37	14	16
负债合计	391	481	542	646	737
股本	0	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	564	0	0	0	0
归属母公司股东权益	615	821	953	1127	1325
少数股东权益	11.4	8.7	39.5	39.5	39.5
负债和股东权益	1121	1419	1536	1815	2105

利润表

单位: 亿元, 人民币

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	592	737	876	996	1140
营业成本	-277	-347	-406	-475	-533
销售费用	-62	-107	-122	-159	-182
管理费用	-31	-34	-43	-52	-59
研发费用	-84	-104	-141	-135	-154
利息收入	8	16	15	18	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1306	1610	2948	307	623
营业利润	138	145	164	176	211
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	164	154	211	196	237
所得税	-29	-30	-41	-39	-47
国际准则-净利润	212	121	169	154	187
少数股东损益	-1.9	-2.7	-1.2	-2.5	-3.0
基于股份薪酬开支	23.9	26.4	29.1	41.5	47.5
Non-gaap 归母净利	157	147	198	196	234
GAAP-EBITDA	182	172	229	220	265
GAAP-EBIT	156	138	196	178	217
GAAP-EPS (元/ADS)	33	18	25	23	28

现金流量表

单位: 亿元, 人民币

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
经营活动现金流	172	249	249	224	314
净利润	214	123	170	157	189
折旧摊销	26	35	33	41	49
营运资金变动	25	2	56	6	20
其它	-93	89	-9	20	56
投资活动现金流	-221	-291	-71	-218	-242
资本支出	-33	-33	-30	-34	-39
投资变动	-270	-257	-38	-127	-136
其他	82	-2	-3	-57	-66
筹资活动现金流	11	99	-126	53	2
银行借款	-3	-8	-23	0	0
股权融资	69	-3	29	0	0
其他	-56	110	-132	53	2
现金净增加额	-38	58	52	59	75
期初现金余额	102	64	122	174	233
期末现金余额	64	121	174	233	307

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
成长能力(%)					
营业收入增长	15.8	24.4	18.9	13.7	14.4
营业利润增长	38.2	5.4	12.9	7.0	20.0
归母净利润增长	245.2	-43.2	39.7	-8.4	20.8
获利能力(%)					
毛利率	53.3	52.9	53.6	52.3	53.2
净利率	35.8	16.4	19.2	15.5	16.4
ROE	34.6	14.7	17.7	13.7	14.1
ROIC	8.7	8.0	12.8	38.9	64.3
偿债能力(%)					
资产负债率	34.9	33.9	35.3	35.6	35.0
净负债比率	-0.3	-0.4	0.4	0.4	0.3
流动比率	2.0	2.2	2.3	2.2	2.2
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	17.4	16.1	15.5
存货周转率	32.3	54.5	51.2	40.3	37.4
每股指标(元)					
Non-GAAP-EPS	23.3	21.9	29.4	29.1	34.8
每股经营现金流	24.5	35.2	35.2	31.6	44.5
每股净资产	87.4	116.8	135.6	160.3	188.4
估值比率					
P/E	27.0	28.7	21.4	21.6	18.0
P/B	6.9	5.1	4.4	3.7	3.2
EV/EBITDA	20.9	20.8	15.5	16.1	12.8

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。
- 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。