

网易-S (09999.HK)

预计二季度业绩稳健增长，重磅产品上线有望延续高景气度

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

执证编码: S0980520080008

事项:

网易-S (9999.HK) 即将发布 2022 年二季度业绩公告。

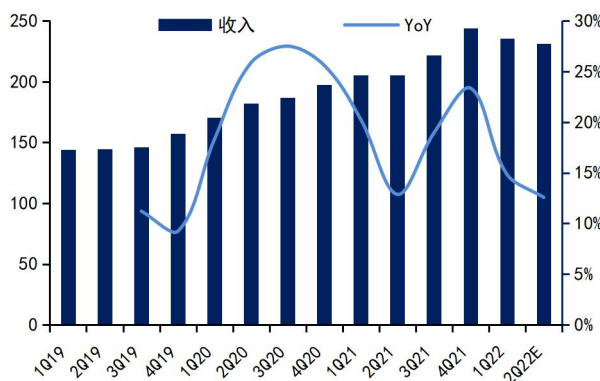
国信互联网观点: 1) **收入和利润稳健增长:** 预计 2022Q2 实现总营收 231 亿元, 同比增长 12.6%。预计 non-GAAP 归母净利润为 47 亿元, 归母净利润率 20.5%, 受投资收益和汇兑损益波动影响较大。2) **去年上线的新产品贡献游戏业务主要增长:** 预计 2022Q2 游戏业务实现营收 168 亿元, 同比增长 16%。其中端游收入 53 亿元, 同比增长 30%, 主要增长由去年上线的新产品《永劫无间》贡献。预计手游收入 115 亿元, 同比增长 10%。主要增长由去年上线的新产品《哈利波特: 魔法觉醒》《无尽的拉格朗日》贡献。3) **重磅新品上线, 业绩景气度有望维持:** 《暗黑破坏神: 不朽》国服已于 7 月 25 日上线, 《哈利波特: 魔法觉醒》国际服有望在下半年上线, 其他值得关注的重点储备产品包括《永劫无间手游》《倩女幽魂隐世录》《逆水寒手游》。考虑到《暗黑破坏神: 不朽》国服延期影响, 我们小幅下调盈利预测, 预计 2022-2024 年调整后净利润分别为 208/230/256 亿元, 下调幅度分别为 3%/6%/8%; 基于此, 我们下调目标价为 169-194 港币(原目标价为 208-221 港币)。当前估值对应游戏业务 PE TTM 约为 21x, 低于近 5 年中枢 14%, 游戏版号重启叠加加大产品上线, 有望催化股价向上, 继续维持“买入”评级。

评论:

◆ **整体: 预计收入同比增长 12.6%, 经营利润同比增长 19.0%**

我们预计 2022Q2 实现总营收 231 亿元, 同比增长 12.6%。主要增长由游戏业务和云音乐贡献, 部分被有道和严选、广告业务的下滑抵消。预计经营利润 45 亿元, 同比增长 19.0%, 经营利润率同比提升 1pct, 受益于: ①云音乐业务中较高毛利率的直播收入占比提升; ②有道业务中利润率较差的 K12 业务已被剥离; ③游戏及创新业务控制管理费用和研发费用的增速, 使得管理费率 and 研发费率下降。此外, 考虑到 5 月下旬起《无尽的拉格朗日》加大投放力度, 我们预计公司整体销售费率会同比持平。预计 2022Q2 实现 non-GAAP 归母净利润 47 亿元, 归母净利润率 20.5%, 受投资收益和汇兑损益波动影响较大。

图1: 网易营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图2: 网易 Non-GAAP 归母净利润及利润率 (亿元、%)



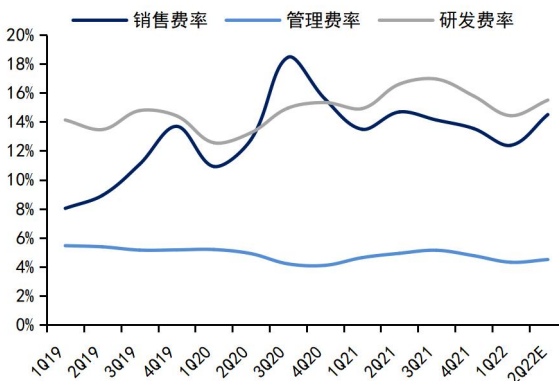
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图3: 网易经营利润及利润率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图4: 网易三项期间费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

◆ 在线游戏: 预计收入同比增长 16%, 《无尽的拉格朗日》表现亮眼

预计 2022Q2 游戏业务实现营收 168 亿元, 同比增长 16%。其中端游收入 53 亿元, 同比增长 30%。手游收入 115 亿元, 同比增长 10%。

《永劫无间》全球销量超 1000 万, 预计 2022Q2 端游收入 53 亿元, 同比增长 30%。主要增长由去年上线的新产品《永劫无间》贡献。6 月 13 日,《永劫无间》官方微博宣布全球总销量超 1000 万。根据 steamstats 数据,《永劫无间》在 2022 年 4-6 月 Steam 平均在线人数维持在 4-5 万左右, 截至 6 月位居全平台在线人数峰值第 12, 自上线以来整体维持稳定。此外,《逆水寒》四周年资料片“雷霆觉醒”于 6 月 23 日上线, 推出多项玩法机制和内容更新, 并开启画质迭代计划, 在短时间内对现有游戏画质升级, 我们预计也会为端游收入贡献增长。

《无尽的拉格朗日》表现亮眼, 预计 2022Q2 手游收入 115 亿元, 同比增长 10%。主要增长由去年上线的新产品《哈利波特: 魔法觉醒》《无尽的拉格朗日》贡献。其中,《无尽的拉格朗日》自去年 8 月上线起并未做大规模的推广, 而是不断对玩法进行迭代和更新, 活跃玩家数和流水一直稳中有升; 5 月下旬起开始集中投放, 主要借助抖音游戏人发行计划进行内容营销, 免费榜最高提升至第 2 名, 畅销榜也进入前 10、并维持在第 10 名上下。

图5: 网易在线游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图6: 网易 PC 端游收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图7: 《永劫无间》截至 6 月销量超 1000 万份



资料来源: 永劫无间官方微博, 国信证券经济研究所整理

图8: 《永劫无间》Steam 在线人数



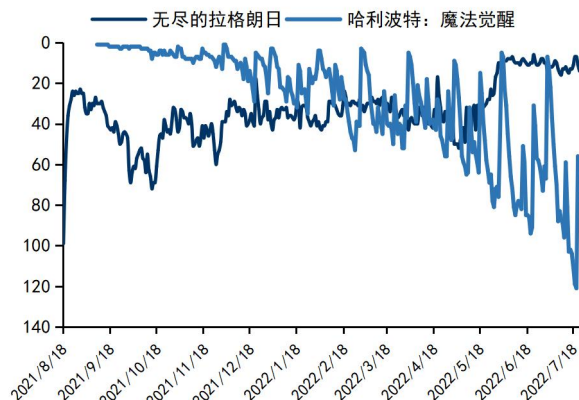
资料来源: steamstats, 国信证券经济研究所整理

图9: 网易手游收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图10: 网易两款新游的 iOS 畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理

重磅新产品上线, 下半年业绩景气度有望维持。由网易和暴雪联合开发的《暗黑破坏神: 不朽》国服已于7月25日凌晨0点开服, 上线次日即位居畅销榜第三。截至7月24日, 《暗黑破坏神: 不朽》在美、英、韩、澳、泰等66个地区位于畅销榜前十, 整体趋势稳定, 体现长线生命力。根据 Sensor Tower, 该游戏

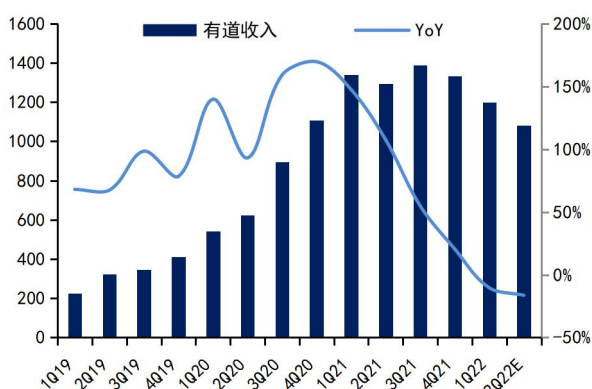
在 6 月中国手游出海收入榜中位列第三。但海外分成比例较低，对网易业绩的直接提升作用略小。中国除港澳台地区由网易发行，网易在 MMORPG 领域有丰富的发行和运营经验，我们认为该产品有望在中长期贡献流水。结合《无尽的拉格朗日》的亮眼表现，下半年业绩景气度仍然有支撑。

◆ 其他业务：云音乐贡献增长，严选及广告受疫情影响

预计 2022Q2 有道实现营收 11 亿元，同比减少 16%。收入同比下滑，主要因学科类课外培训业务已于 2021 年底完成剥离，同时受益于智能设备和其他学习服务的收入增长。

预计 2022Q2 创新业务及云音乐实现营收合计 52 亿元，同比增长 11%。主要增长由云音乐贡献，受益于付费渗透率的提升。同时，受疫情对广告主预算及电商物流的影响，我们预计严选及广告业务的收入同比会有小幅下滑。

图 11：网易有道收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

图 12：网易创新业务及云音乐收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

◆ 投资建议：重磅产品上线，产品大周期延续，维持“买入”评级

重磅新品上线，接下来的游戏 pipeline 依旧强劲：《暗黑破坏神：不朽》国服已于 7 月 25 日上线，《哈利波特：魔法觉醒》国际服预计将在下半年上线，其他值得关注的重点储备产品包括《永劫无间手游》《倩女幽魂隐世录》《逆水寒手游》。考虑到《暗黑破坏神：不朽》国服延期影响，我们小幅下调盈利预测，预计 2022-2024 年调整后净利润分别为 208/230/256 亿元，下调幅度分别为 3%/6%/8%；基于此，我们下调目标价为 169-194 港币（原目标价为 208-221 港币）。当前估值对应游戏业务 PE TTM 约为 21x，低于近 5 年中枢 14%，游戏版号重启叠加大产品上线，有望催化股价向上，继续维持“买入”评级。

◆ 风险提示

政策风险；游戏市场竞争激烈的风险；游戏出海表现不及预期的风险；全球疫情的系统性风险等。

相关研究报告：

- 《网易-S (09999.HK) -游戏增速领先同业，端游是最大亮点》——2022-05-25
- 《网易-S (09999.HK) -新品贡献稳健增长，产品大周期延续》——2022-04-21
- 《网易-S-09999.HK-财报点评：端游亮眼，重磅新品上线在即，估值具备吸引力》——2022-02-25
- 《网易-S-09999.HK-财报点评：端游显著超预期，四季度预计游戏表现更佳》——2021-11-17
- 《网易-S-09999.HK-财报点评：利润超预期，期待下半年游戏爆发》——2021-09-03

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	14498	15223	15984	16783	营业收入	87606	97904	108279	118670
应收款项	11576	12936	14307	15680	营业成本	40635	45592	49881	54668
存货净额	965	1092	1191	1301	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	3004	3357	3712	4069	销售费用	12214	13413	15159	16614
流动资产合计	113120	115686	122426	129427	管理费用	20687	21759	23817	25797
固定资产	5434	8687	11943	15118	财务费用	(1029)	(1934)	(1833)	(1501)
无形资产及其他	14244	20046	23788	28738	投资收益	2948	295	324	1189
投资性房地产	2041	2041	2041	2041	资产减值及公允价值变动	710	639	703	684
长期股权投资	18805	25073	31754	38435	其他收入	2347	2374	2703	2656
资产总计	153644	171532	191952	213760	营业利润	21104	22383	24986	27623
短期借款及交易性金融负债	19352	20436	22741	25515	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	5522	6250	6815	7448	利润总额	21104	22383	24986	27623
其他流动负债	25627	28354	31105	34035	所得税费用	4128	4477	4997	5525
流动负债合计	50501	55040	60661	66998	少数股东损益	119	188	197	218
长期借款及应付债券	1275	1275	1275	1275	归属于母公司净利润	16857	17718	19791	21880
其他长期负债	2444	3258	4064	4064					
长期负债合计	3719	4533	5339	5339	现金流量表(百万元)				
负债合计	54220	59573	66000	72337	净利润	16857	17718	19791	21880
少数股东权益	4096	4228	4368	4522	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	95328	107731	121585	136901	折旧摊销	3276	3026	3578	3766
负债和股东权益总计	153644	171532	191952	213760	公允价值变动损失	(710)	(639)	(703)	(684)
					财务费用	(1029)	(1934)	(1833)	(1501)
关键财务与估值指标					营运资本变动	3474	2429	2297	1724
每股收益	5.13	5.40	6.03	6.66	其它	84	133	139	154
每股红利	1.51	1.62	1.81	2.00	经营活动现金流	22981	22666	25102	26839
每股净资产	29.03	32.80	37.02	41.69	资本开支	(3019)	(7612)	(5853)	(6986)
ROIC	14%	16%	16%	16%	其它投资现金流	1281	0	(4154)	(4362)
ROE	18%	16%	16%	16%	投资活动现金流	(8832)	(13881)	(16688)	(18028)
毛利率	54%	53%	54%	54%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	24%	23%	23%	23%	负债净变化	1275	0	0	0
EBITDA Margin	28%	26%	26%	26%	支付股利、利息	(4958)	(5315)	(5937)	(6564)
收入增长	19%	12%	11%	10%	其它融资现金流	(1402)	1084	2305	2774
净利润增长率	40%	5%	12%	11%	融资活动现金流	(8767)	(4232)	(3633)	(3790)
资产负债率	38%	37%	37%	36%	现金净变动	5381	4554	4782	5021
息率	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	货币资金的期初余额	9117	14498	15223	15984
P/E	21.7	20.6	18.6	16.7	货币资金的期末余额	14498	19052	20005	21005
P/B	5.2	4.6	4.1	3.6	企业自由现金流	20707	15748	20010	20602
EV/EBITDA	22.6	21.9	19.7	18.1	权益自由现金流	21802	17987	23586	24512

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032