

强于大市

游戏行业事件点评

网易 22Q4: 游戏业务稳定增长, 有道首次盈利

22Q4 公司营业收入 253.5 亿元, 同比+4.02%, 环比+3.80%; 营业利润 44.3 亿, 同比-3.79%, 环比-6.50%; 归母净利润 39.5 亿元, 同比-30.58%, 环比-41.00%; non-GAAP 归母净利润 48.1 亿元, 同比-27.05%, 环比-35.59%。公司 2022 年营业收入 965.0 亿元, 同比+10.15%; 归母净利润 203.4 亿元, 同比+20.65%; non-GAAP 归母净利润 228.1 亿元, 同比+15.42%。我们认为网易长线运营能力得到验证, 产品储备丰富, 有道首次季度盈利, 云音乐商业化能力加强, 建议持续关注。

支撑评级的要点

- **在线游戏业务保持增长, 手游收入占比小幅下滑。**22Q4 游戏及相关增值服务收入为 190.9 亿元, 同比+1.56%; 其中在线游戏收入占比 91.8%。22Q4 手游收入 116.3 亿元, 同比-2.12%, 占在线游戏收入 66.4%, 同比-1.9%。全年游戏及相关增值服务收入为 745.7 亿元, 同比+ 9.95%; 其中在线游戏收入占比 92.5%。手游收入 462.1 亿元, 同比+4.53%, 占在线游戏收入 67%, 同比-3.4%。网易全年手游收入同比增加, 但由于端游收入增长更为强劲, 手游收入占比有所下滑; 在去年整体行业景气度较低且版号发放受限的情况下, 公司游戏业务整体保持稳健增长态势, 显示出网易具备优秀的长线精细运营能力。
- **有道首次实现盈利, 加速智能硬件产品创新。**剔除 K9 相关业务后, 22Q4 有道收入 14.5 亿元, 同比+38.6%。学习服务收入 8.1 亿元, 同比+39.2%; 智能设备收入 4.1 亿元, 同比+28.1%; 在线营销服务收入 2.4 亿元, 同比+58.6%。22Q4 毛利率达 53.3%, 同比+10.8ppts; GAAP 归母净利润 1230 万元, 首次实现盈利。有道学习服务收入持续增长, 数字内容服务销售额已超过 6 亿元。智能设备收入方面保持强劲增长, 结合 AI 技术持续推出听力宝、AI 学习机等市场认可度较高的产品。
- **云音乐收入高速增长, 毛利率持续改善。**22Q4 云音乐收入 23.8 亿元, 同比+ 25.78%; 毛利润 4.2 亿元, 同比+ 446.89%; 毛利率 17.77%, 同比+13.69ppts。全年云音乐收入 89.9 亿元, 同比+ 28.50%; 毛利润 12.9 亿元, 同比+ 806.34%; 毛利率 14.38%, 同比+12.34ppts; non-GAAP 归母净亏损 1.1 亿元, 同比-89.02%。云音乐逐步建成差异化内容生态并成功提升了商业化水平, 在线音乐与社交娱乐服务 MPU 持续提升。得益于规模效应与行业版权成本优化, 且成本管控整体改善, 毛利率大幅提升。
- **确认版权费用导致季度毛利率小幅下滑, 其他收入净额大幅下滑。**22Q4 网易一次性确认若干代理游戏版权费用导致毛利率同比-0.76ppts, 环比-4.03ppts 至 52.24%; 全年毛利率 54.68%, 同比+1.07ppts。22Q4 公司销售/管理/研发费用率分别为 13.48% /5.14%/ 16.13%, 同比-0.06/+0.37/+0.35ppts; 全年销售/管理/研发费用率分别为 13.89% /4.87%/ 15.59%, 同比-0.05/+0.00/-0.48ppts, 基本保持稳定。22Q4 公司股权投资相关收益减少, 同时汇率波动导致未实现净汇兑损失提升, 以上因素导致网易其他收入净额同比-82.76%。

投资建议

- 我们认为, 2022 年整体游戏市场表现低迷, 但网易游戏业务总体实现稳定业绩增长, 其长线精品运营能力得到验证, 产品储备丰富, 有望在 2023 年逐步贡献业绩增量。有道各业务全线大幅增长, 首次实现盈利。云音乐商业化水平提升, 成本结构持续优化, 建议持续关注。

评级面临的主要风险

- 游戏监管超预期; 宏观经济下滑; 新游表现不及预期。

相关研究报告

《游戏行业事件点评》20230221
《互联网行业事件点评》20230117
《游戏行业深度报告》20221230

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 传媒

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

2022 年 9 月起，网易在每轮版号发放中均有收获，版号获取节奏基本稳定。根据七麦数据，网易经典游戏《梦幻西游》《大话西游》以及精品游戏《光遇》、《率土之滨》和《倩女幽魂》等畅销榜排名基本稳定，长线运营情况良好；休闲竞技手游《蛋仔派对》2023 年 1 月起基本保持国内 iOS 前畅销榜 10，标志着网易在新品类的重大突破。产品储备中，重磅游戏《大话西游：归来》、《逆水寒》手游、《超凡先锋》、《巅峰极速》完成度较高，且均已获得版号，预计将在 2023 年逐步推出。此外，《哈利波特：魔法觉醒》海外版也将在 2023 年登陆国际市场。

图表 1. 公司主要游戏产品 pipeline

产品名称	游戏类型	版号
大话西游：归来	角色扮演、回合制、仙侠	Y
全明星街球派对	篮球、竞技、体育	Y
哈利波特：魔法觉醒（海外）	卡牌、策略	-
巅峰极速	3A 级、竞速	Y
超凡先锋	RPG	Y
梦幻西游：时空	回合制、MMORPG、角色扮演	Y
隐世录	RPG	Y
逆水寒	MMORPG、武侠	Y
代号：ATLAS	射击、生存	Y
幻想生活	养成、角色扮演	Y（进口）
突袭：暗影传说	策略、魔幻、回合制	Y（进口）
永劫无间手游	战术竞技	N
冰汽时代：最后的家园	生存	N
阴阳师：妖怪小班	策略	N
未知记录	AI、剧情	N
星海求生	RPG 生存冒险	N
陈情令	女性向	N
湮灭效应	战棋、少女	N
代号：Onmyoji idol project	养成	N
代号：世界	MMORPG、开放世界	N

资料来源：公司公告，国家新闻出版署，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371