



## 报告期业绩逆势增长，高韧性业务有望迎来估值修复 — 网易-S (09999.HK) 投资价值分析报告

### ● 美联储大幅加息货币政策靴子落地

11月2日，美联储如市场预期宣布本年度连续第四次加息75BP，也为年内第六次加息，截至目前全年已经累计加息375BP。市场预期在接下来的会议上加息节奏将放缓，加息利率上限区间为5-5.25%，目前加息空间为上限为125BP，留给美联储的加息相关货币政策空间已经相对有限。加息货币政策靴子落地，有利于处于高位的股权市场风险溢价水平的回落，利好高Beta股票估值水平提升。

### ● 行业估值处于筑底阶段，整体有望迎来修复

游戏行业在经历了2020年疫情带来的宅经济消费模式所推动的行业收入快速增长后，由于受到去年游戏版号停发、快速增长后基数较高的影响，近两年同比行业增速有所回落，目前游戏行业整体估值处于筑底阶段。随着游戏版号的解禁，版号月发放量呈现稳步增加的良好态势，游戏行业有望迎来估值修复。

### ● 大额股份回购有利于恢复市场信心，优化公司估值水平

2021年2月，公司在美股市场宣布股份回购计划：在公开市场回购总金额不超过20亿美元流通在外的美国存托股和普通股。2021年8月，公司宣布将该计划的回购总金额增加至不超过30亿美元。大额股份回购有利于恢复市场信心，同时回购股份如进行注销后，将提高公司EPS，从而优化公司估值水平。

### ● 游戏业务韧性强，报告期取得逆势增长，后续游戏储备丰富

公司游戏业务韧性强，报告期收入取得逆势稳健增长，多款游戏表现亮眼。2022H1，在国内游戏市场实际销售收入同比略降1.8%的情况下，公司同期游戏及相关增值服务业务收入同比逆势取得15.4%的稳健增长。公司目前已开放玩家预约游戏高达数十款，其中：《永劫无间》、《逆水寒》等口碑自研端游的后续手游开发进展顺利。我们预计上述端游转手游后开启长线运营的确定性高，有望为公司提供可观持续增量游戏收入。

### ● 公司盈利预测与估值

预计公司2022-2024年营业收入分别为995/1,154/1,317亿元，YOY分别为14%/16%/14%；EPS分别为5.49/6.45/7.42元，YOY分别为10%/18%/16%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为123港元/股，给予公司“强烈推荐（首次）”投资评级。

### ● 投资风险提示

监管不确定性，新游戏上线不及预期。

### ● 核心业绩数据预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,667	87,606	99,489	115,365	131,747
YOY	24.4%	18.9%	13.6%	16.0%	14.2%
归母净利润(百万元)	12,063	16,857	18,570	21,962	25,388
ROE	16.8%	19.0%	17.2%	17.1%	16.7%
摊薄EPS(元)	3.60	5.01	5.49	6.45	7.42
YOY	-44.9%	39.2%	9.5%	17.6%	15.0%
P/E	21.55	15.49	14.15	12.02	10.46

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

### 公司投资评级

强烈推荐（首次）

### 公司深度报告

华通证券国际研究部

TMT 行业组

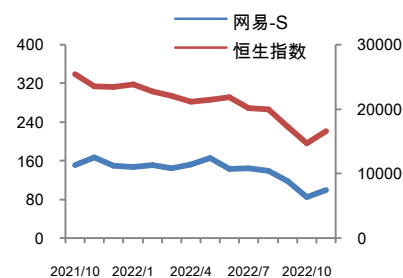
SFC:AAK004

Email:yjb@huatongzq.com

### 主要数据 2022.11.07

收盘价(港元)	99.10
一年中最低/最高(港元)	188.90/ 84.05
总市值(亿港元)	3,254.43
ROE(TTM)	18.4%
PE(TTM)	17.2

### 股价相对走势





## 内容目录

1. 公司所属主要行业情况分析.....	5
1.1. 行业基础信息及现状.....	5
1.1.1. 游戏行业产品类型分布情况及趋势.....	5
1.1.2. 目前全球游戏行业的竞争格局.....	5
1.2. 游戏行业未来发展趋势分析.....	7
1.2.1. 游戏行业预计未来3年将保持稳健增长.....	7
1.2.2. 虚拟现实产业：游戏行业的下一片蓝海.....	9
2. 公司主要业务板块经营情况分析.....	10
2.1. 公司竞争优势分析.....	10
2.1.1. 公司主营业务及产品介绍.....	10
2.1.2. 公司核心资源和竞争优势分析：自有游戏引擎成就强大自研能力.....	19
2.1.3. 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司及行业中位数比较分析.....	20
2.2. 2022-2024年公司毛利率分业务版块预测.....	23
2.3. 结合公司合同负债情况，预测未来公司营收走向.....	24
2.4. 2022-2024年公司分业务版块收入预测.....	24
3. 2022-2024年公司整体业绩预测.....	25
4. 公司估值分析.....	26
4.1. P/E、P/B、P/S 模型估值.....	26
4.2. PEG 模型.....	27
4.3. DCF 模型.....	27
5. 公司未来六个月内投资建议.....	28
5.1. 公司股价催化剂分析.....	28
5.2. 公司六个月内的目标价.....	29
6. 公司投资评级.....	30



## 图表目录

图 1: 2022 年全球游戏行业各大类型游戏预计分布情况 .....	5
图 2: 2022 年全球游戏市场地域预计分布情况 .....	6
图 3: 2018-2025 年全球游戏行业市场规模趋势 .....	7
图 4: 2016-2022 年中国网络游戏市场规模趋势 .....	8
图 5: 2014-2022H1 中国自研游戏海外市场实际销售收入变动情况 .....	9
图 6: 2021-2026 年中国 AR/VR 市场规模趋势预测 .....	10
图 7: 2021-2025 国内 VR 头显出货量趋势预测 .....	10
图 8: 公司丰富的在线服务产品矩阵 .....	11
图 9: 近 3 年分季度公司业务收入构成变动 .....	12
图 10: 创新太空题材 SLG 游戏《无尽的拉格朗日》，上线 9 月仍在创造流水记录 .....	14
图 11: 空降国内移动游戏流水 TOP10 的《暗黑破坏神:不朽》 .....	14
图 12: “IM+RTC+虚拟人”解决方案金融服务场景，客服端后台与用户端界面 .....	16
图 13: 网易伏羲打造的沉浸式活动系统“瑶台”承接多个国内外大型线上活动 .....	16
图 14: 2018-2024 年教育智能硬件市场规模趋势 .....	17
图 15: 2016-2025 年在线音乐娱乐市场规模趋势 .....	18
图 16: 商业化虚幻 5 引擎开发界面 .....	19
图 17: 五年一期应收账款周转率变化趋势和同业比较 .....	20
图 18: 五年一期应付账款周转率变化趋势和同业比较 .....	20
图 19: 五年一期现金循环周期变化趋势和同业比较 .....	21
图 20: 五年一期销售费用率变化趋势和同业比较 .....	21
图 21: 五年一期管理费用率变化趋势和同业比较 .....	21
图 22: 五年一期研发费用率变化趋势和同业比较 .....	22
图 23: 五年一期毛利率变化趋势和同业比较 .....	22
图 24: 五年一期净利率变化趋势和同业比较 .....	22
图 25: 五年一期 ROE 变化趋势和同业比较 .....	23
图 26: 2017-2022Q2 公司合同负债变动趋势 .....	24
图 27: 公司港股二次上市以来 PE (TTM) 趋势 .....	26
图 28: 各大可比公司 PE (TTM) 比较 .....	26
图 29: 2022 年可比公司 PEG 情况 .....	27



表 1: 2021 年全球游戏公司收入 Top10.....	6
表 2: 公司后续游戏储备丰富, 储备端游转手游口碑产品开启长线运营确定性高 .....	15
表 3: 2022-2024 年公司收入预测.....	25
表 4: 2022-2024 年相对估值模型预测数据.....	26
表 5: 采用 DCF 估值模型测算公司股权价值 .....	28
表 6: DCF 估值模型敏感性分析 .....	28

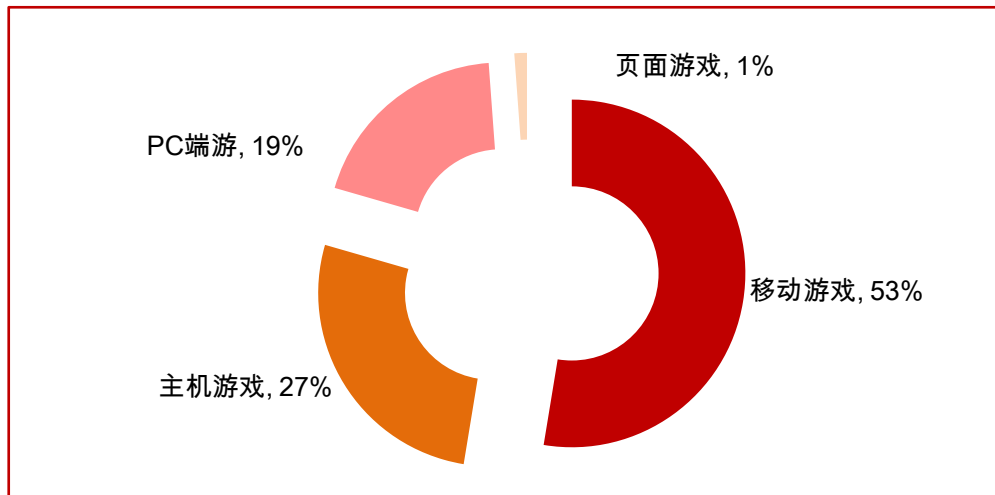
## 1. 公司所属主要行业情况分析

### 1.1. 行业基础信息及现状

#### 1.1.1. 游戏行业产品类型分布情况及趋势

游戏用户在线时间呈现碎片化趋势，全球移动游戏市场规模近年来获得了快速增长，以移动游戏为主的市场格局已基本形成。在智能手机广泛普及和通讯技术日新月异的当下，用户使用手机的休闲娱乐时间占据了以往大量的电视、电脑和游戏主机等家用固定设备休闲娱乐的时间。游戏用户的消费习惯也不断趋向于便捷化和碎片化，从而使得移动游戏具有了相对其他固定端游戏设备的先天优势。根据 Newzoo 数据显示，2022 年度，全球游戏行业规模预计约为 1,968 亿美元。从游戏类型分布上看，整体市场以移动游戏为主流，市场规模约为 1,035 亿美元，占比约为 53%。同时，从增速上看移动游戏市场规模同比上升 5.1%，为各大游戏类型中增速最快的类型，这也意味着移动游戏市场份额还在不断加大。主机游戏和 PC 端游戏占据了绝大部分剩余市场份额，主机游戏市场份额较大于 PC 端游戏市场。而网页游戏市场呈现快速萎缩的趋势，收入规模占比仅为 1%，同比大幅下滑 16.9%。

图 1：2022 年全球游戏行业各大类型游戏预计分布情况



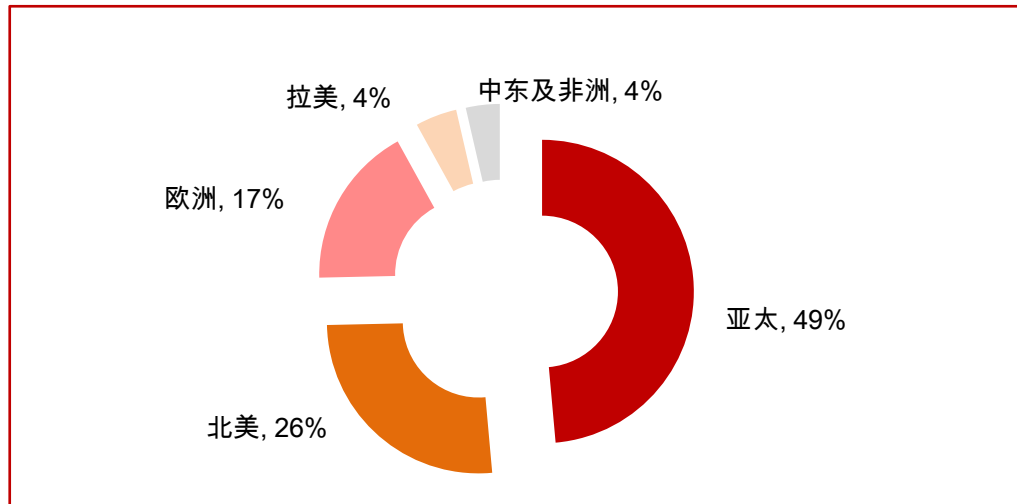
资料来源：Newzoo，华通证券国际研究部

#### 1.1.2. 目前全球游戏行业的竞争格局

亚太区占据全球游戏市场的半壁江山，中国游戏企业仍然是全球移动游戏市场的霸主。根据 Newzoo 预测数据显示，在收入地域分布上看，亚太区为主要的游戏市场，2022 年预计市场规模为 956 亿美元，占比达 49%，同比增长 2.7%。全球三大主要市场：亚太、北美和欧洲市场规模占比超整体规模的 9 成；而中东及非洲地区由于规模基数小，收入同比增长最为迅速，为 10.8%。就市场规模国家分布来看，由于国内游戏市场的监管相对国外趋于严格，2022 年

美国预计将以 505 亿美元市场规模超过中国的 502 亿美元市场规模。从最大的移动游戏市场来看，2021 年中国移动游戏市场规模超 300 亿美元，超美国市场规模的 2 倍，中国游戏企业仍然是全球移动游戏市场的霸主。2021 年两大国内游戏公司腾讯和网易游戏业务收入排名分别位列全球首位和第六，游戏收入分别为 322 和 96 亿美元，合计占比达前十大游戏公司收入总额的三分之一。

图 2：2022 年全球游戏市场地域预计分布情况



资料来源：Newzoo，华通证券国际研究部

表 1：2021 年全球游戏公司收入 Top10

排名	公司名称	游戏收入	排名	公司名称	游戏收入
1	腾讯	322	6	网易	96
2	索尼	182	7	动视暴雪	81
3	苹果	153	8	任天堂	81
4	微软	129	9	EA	65
5	谷歌	110	10	Sea Limited	43

资料来源：Newzoo，华通证券国际研究部

注：收入数据不包含硬件收入和其他非游戏业务收入

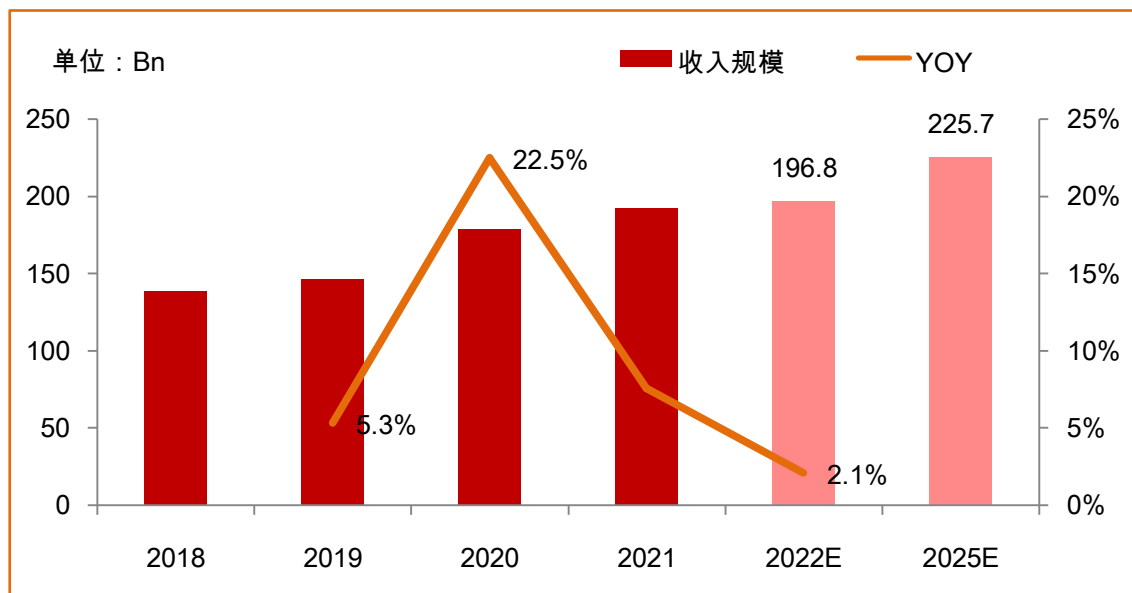
## 1.2. 游戏行业未来发展趋势分析

### 1.2.1. 游戏行业预计未来3年将保持稳健增长

疫情带来行业收入爆发后，未来3年全球行业增速将回归疫情前稳健增长水平。2020年，由疫情带来的宅经济消费模式推动全球游戏市场的迅速增长，同比增速高达22.5%；2021-2022年同比增速下降较大，一方面是因为2020年快速增长造成的同比基数较大，另一方面是由于海外游戏用户在COVID疫情逐渐进入常态化防疫阶段后，其游戏消费支出的正常化。根据Newzoo预测数据显示，2025年全球游戏行业市场规模预计将达2,257亿美元，CAGR预计为4.7%，与疫情前增长水平大致相当。

东南亚、非洲地区将成为未来重要用户增长区域。就收入增长贡献情况来看，2022H1，亚太地区主要用户增长来源于东南亚的印尼、菲律宾和马来西亚等游戏渗透率还并不高的国家；非洲地区增长主要来源于肯尼亚、尼日利亚和南非等三大市场。这些主要用户增长地区具有人口基数大、年龄结构更加年轻化的共性，其中：东南亚地区人口超过6亿，平均年龄为30.2岁；非洲总人口数量超14亿，年龄平均为25岁。随着上述地区智能手机渗透率的不断提升，在可观的年轻人口红利中蕴藏着巨大的潜在游戏市场机会。

图3：2018-2025年全球游戏行业市场规模趋势

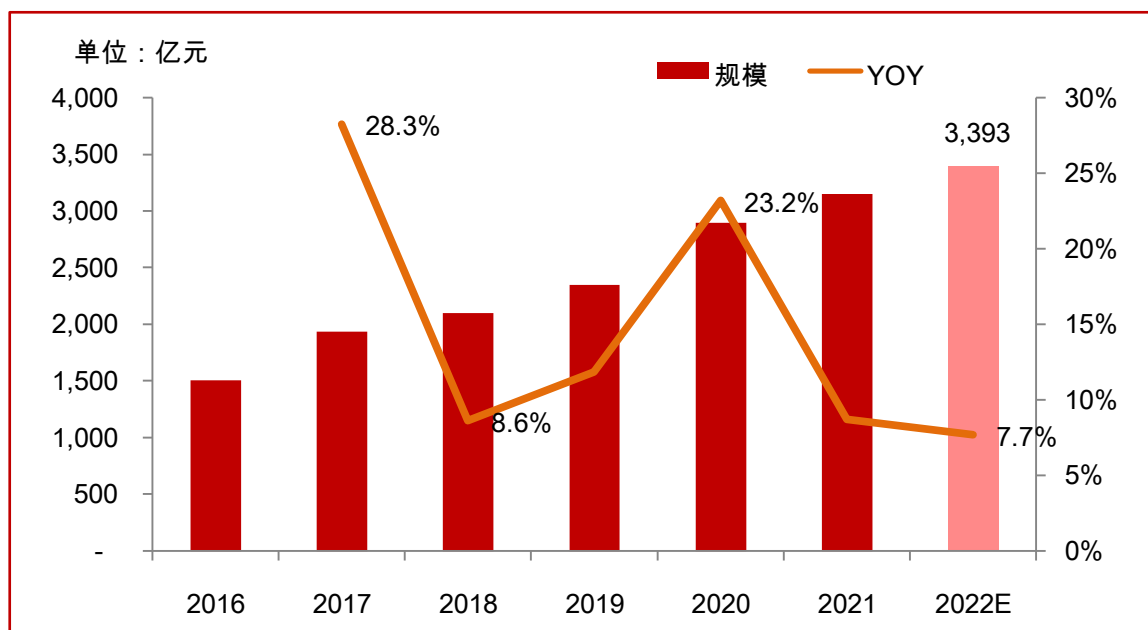


资料来源：Newzoo，华通证券国际研究部

国内市场2022H1收入同比略降，未来3年行业预计增速优于全球表现。根据弗若斯特沙利文数据显示，2022年国内网络游戏的市场规模预计为3,393亿元，同比增长7.7%。近年来，在国内主要的移动游戏市场，用户渗透率已经超过了60%，根据中国音数协游戏工委发布的

《2021 年中国游戏产业报告》显示，2021 年中国游戏用户规模保持稳定，用户规模为 6.66 亿人，同比增长 0.22%，人口红利已经见顶，国内游戏市场规模的增长主要来源于人均用户支出的增长。2022H1，国内游戏行业受到未成年人保护措施趋严、版号停发后缺少有影响力新品游戏上线等影响，国内游戏市场实际销售收入为 1477.89 亿元，同比略降 1.8%。但随着未来国内人均 GDP 的稳步提高，人均用户支出的增长趋势仍将延续，我们预计国内游戏产业未来 3 年的年化增长率将优于全球行业增长水平。

图 4：2016-2022 年中国网络游戏市场规模趋势

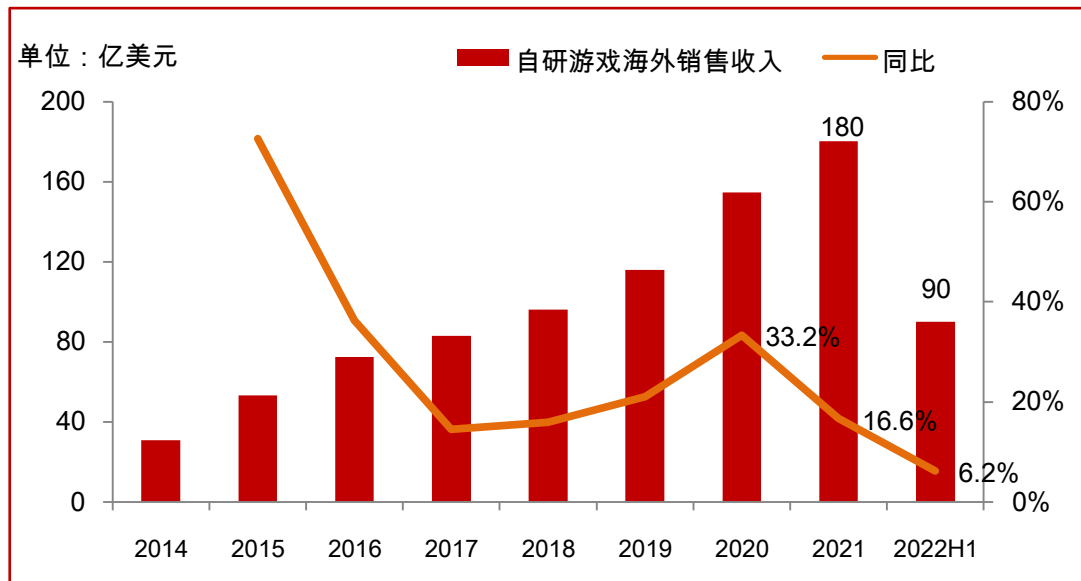


资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际研究部

中国游戏公司海外销售收入规模呈现快速增长，仍有广阔市场拓展空间。近年来随着各国内游戏公司出海加速，我国自主研发游戏海外市场销售收入一直保持着较高增长的良好态势，拓展海外市场的国家和地区数量不断增加，出海游戏产品类型也愈加丰富。2021 年，我国自研游戏海外市场实际销售收入达 180 亿美元，同比保持双位数增长为 16.6%，收入来源三大地区为：美国市场占比 32.6%，日本市场占比 18.5%，韩国市场占比 7.2%，合计贡献出海游戏收入的 58.3%。2014-2021 年，我国自研游戏海外市场销售收入 CAGR 达 28.7%。2022H1，在国内游戏市场规模同比略有下降的情况下，自研游戏海外市场收入仍保持着 6.2% 的稳健增速，其增速下降主要原因为海外用户在 COVID 疫情进入常规化防疫阶段，宅经济消费模式消退后的游戏支出正常化。我们认为国内游戏除目前三大海外市场外还有广阔的市场拓展空间，预计未来 3 年海外销售收入仍能够保持优于国内行业增速的快速增长水平。



图 5：2014-2022H1 中国自研游戏海外市场实际销售收入变动情况



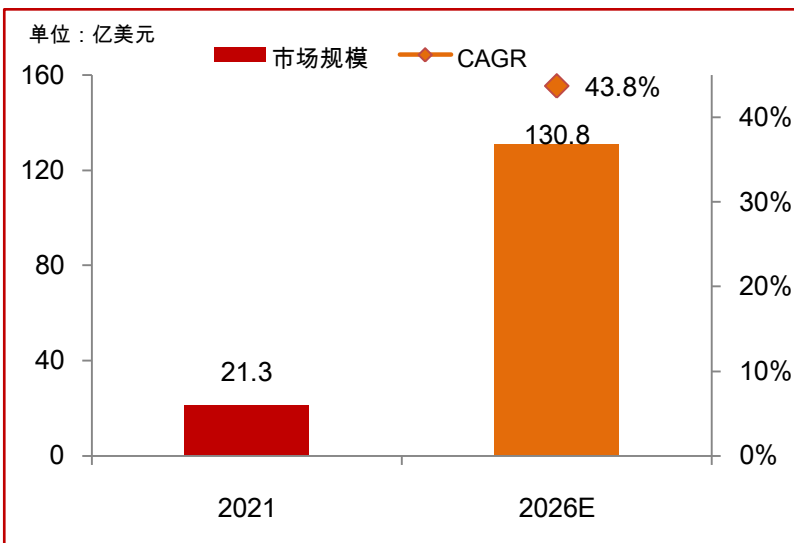
资料来源：游戏工委，华通证券国际研究部

### 1.2.2. 虚拟现实产业：游戏行业的下一片蓝海

虚拟现实赛道随着硬件设备快速迭代，预计将进入高速发展期。VR/AR 设备出货量虚拟现实领域无疑是目前资本市场最火的话题之一，也是游戏行业未来最为具有增长潜力的细分赛道。制约着虚拟现实产业发展的主要原因是相关硬件设备的价格门槛，以及体验感不足。随着 VR/AR 设备快速迭代和出货量不断增大，规模效应有利于虚拟现实产业在硬件成本下降、增强用户沉浸式体验感，加速目前小众的虚拟现实市场的潜在用户渗透。根据 IDC 预测数据显示，2021 年中国 AR/VR 市场规模约为 21.3 亿美元，2026 年市场规模预计将达 130.8 亿美元，CAGR 高达 43.8%，为全球第二大市场。其中，AR 支出规模以 49.0% 的 CAGR 快速增长，VR 支出规模以 41.5% 的 CAGR 保持稳定增长。

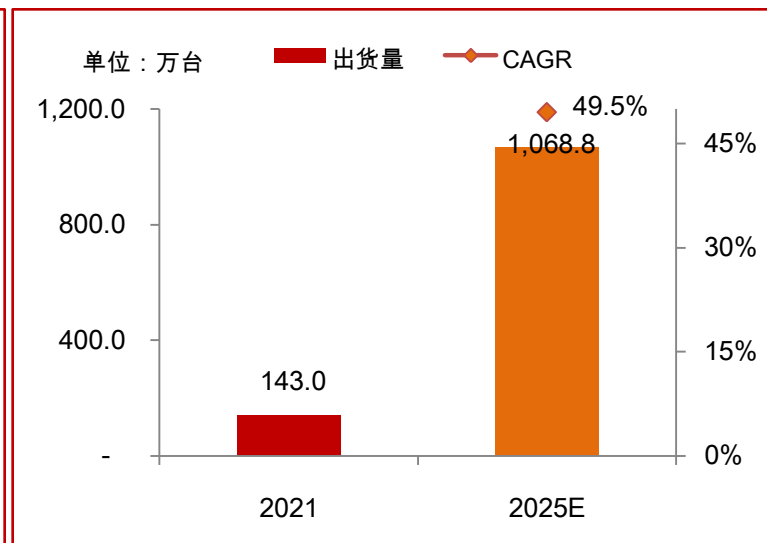
国家产业政策将进一步助力行业快速发展。2022 年 11 月 1 日，五部门联合发布的《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026 年）》更是进一步明确了未来五年我国虚拟现实产业的发展目标：我国虚拟现实产业总体规模（含相关硬件、软件、应用等）超过 3500 亿元，虚拟现实终端销量超过 2500 万台，培育 100 家具有较强创新能力和行业影响力的骨干企业，打造 10 个具有区域影响力、引领虚拟现实生态发展的集聚区，建成 10 个产业公共服务平台。根据 IDC 预测，在 2022-2026 五年预测期内，VR 游戏以超三成的占比持续领跑 VR 市场。2026 年 VR 游戏、VR 培训和 VR 协作预计将在中国成为 VR 主要应用场景，三者合计占比超过 50%。VR 游戏及相关应用领域将达到约 1,750 亿元规模，虚拟现实将会是游戏行业的下一片蓝海。

图 6：2021-2026 年中国 AR/VR 市场规模趋势预测



资料来源：IDC，华通证券国际研究部

图 7：2021-2025 国内 VR 头显出货量趋势预测



资料来源：IDC，华通证券国际研究部

## 2. 公司主要业务板块经营情况分析

### 2.1. 公司竞争优势分析

#### 2.1.1. 公司主营业务及产品介绍

公司拥有以游戏业务为基础的丰富产品矩阵。网易为中国领先的互联网科技公司，于 1997 年 6 月创立，创立之初以电子邮箱和门户网站为主要业务，并 2000 年成功于纳斯达克上市（纳斯达克代号：NTES），成为第一家登陆美国资本市场的中概股互联网公司。步入 2000 年以来，公司抓住了中国游戏市场的巨大发展机会，转型以游戏业务为公司主要发展方向，推出多款经典自研国风游戏，2008 年开启了与国际著名游戏公司暴雪的合作，代理多款暴雪旗下世界级游戏。依托端游深厚开发实力、庞大的用户基础和 IP 构建，公司端游转手游后游戏业务取得爆发式增长。2012 年起，公司开始寻求多元化发展，先后在在线教育、在线音乐、电商等领域布局。2020 年，公司于香港联交所二次上市（股份代号：9999）。

公司致力于提供以内容创新为核心的优质在线服务，不断拓展游戏生态系统、丰富产品矩阵，开发并运营了多款在中国广受欢迎以及长盛不衰的手游和端游。除游戏外，网易的其他业务包括：其控股子公司有道（纽交所代号：DAO）提供的科技型智能学习服务和产品，控股子公司云音乐（股份代号：9899）提供的在线音乐服务与丰富的音乐社区体验，以及旗下自营生活方式品牌网易严选。

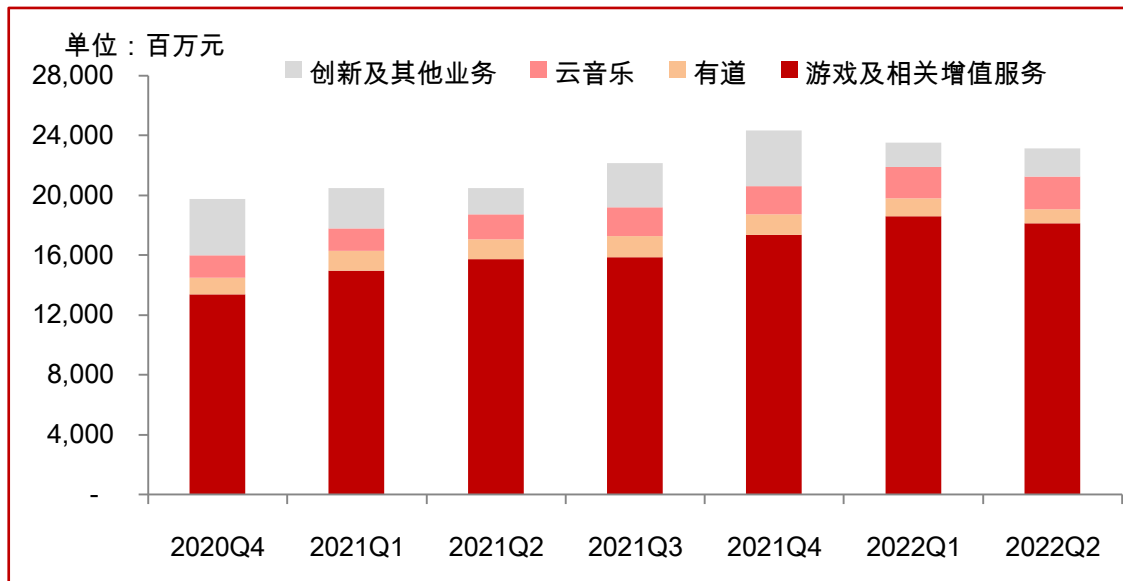
图 8：公司丰富的在线服务产品矩阵



资料来源：公司官网、公告，华通证券国际研究部

2022Q2，公司整体收入为 231.59 亿元，同比稳健上升 12.8%，环比略有下降-1.7%。在收入构成上公司业务主要分为 4 个板块：(1) 游戏及相关增值服务业务；(2) 有道业务；(3) 云音乐业务；(4) 创新及其他业务。Q2 各大业务板块业务收入占比基本维持稳定，以游戏及相关增值服务板块业务为主业，该板块业务收入为 181.40 亿元，占比 78.3%，同比增加 1.3pct。其余 3 大板块：有道、网易云音乐和创新业务及其他收入占比分别为：4.1%、9.5%和 8.1%。(注：自 2022Q2，公司公告中分部收入列示口径有所调整，将“在线游戏服务”板块调整为“游戏及相关增值服务”板块，涉及相关增值服务收入调整，主要包括：网易 CCLive 流媒体服务、游戏周边商品及其他游戏相关业务，该部分收入从原“创新及其他业务”中调出至“游戏及相关增值服务”，故报告中 2022Q1、2022Q2 和 2021Q2 列示数据与其他期间数据口径会有所不同。)

图 9：近 3 年分季度公司业务收入构成变动



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

#### 2.1.1.1. 游戏及相关增值服务业务板块分析

**MMO 基础盘牢固，手游产品贡献主要收入，自研能力强大。**公司于 2001 年成立在线游戏事业部，并收购了曾推出国内首个开放式图形 MUD 引擎的公司：天夏科技后，公司自研游戏业务开始发力。同年，公司推出了自研 MMO 端游《大话西游》，并后续在 2004 年推出另一款自研 MMO 端游《梦幻西游》。由此开始，公司一直引领着中国风回合制游戏的风潮，两款自研游戏形成了公司游戏业务最初的基本盘。即使经过近二十年的运营，前述两款系列游戏仍能够保持收入的持续增长，堪称国内长生命周期游戏的典范。同时，作为国内游戏行业的龙头企业之一，公司也较早地捕捉到了手游市场的快速发展趋势。通过端游积累的开户技术优势、大量玩家基础和经典 IP 的号召力，多款游戏均取得不俗表现。2021 年下半年，公司迎来新一轮自研游戏爆发期，《哈利波特·魔法觉醒》上线首月流水高达 23 亿，成为 2021 年第一款首月流水破 10 亿的新品游戏；《永劫无间》2021 年全年销售额约 14 亿元，而全年国产买断制游戏全年销售额约 27.9 亿，仅其一款游戏就占据整个细分市场的半壁江山。近年来，公司已大幅扩展了手游产品矩阵，进一步拓宽了在游戏领域的护城河。根据 SensorTower 数据显示，在 2022H1 国内手游流水 TOP20 中，已经上线 7 周年端游转手游的《梦幻西游》，位居第四位，《率土之滨》排名第十，此外还有《大话西游》手游、《明日之后》、《阴阳师》等多款产品。



**与暴雪开展深度合作，代理、联合开发多款世界级游戏。**代理游戏方面，2008年，公司成功取得暴雪公司星际争霸 OL2 的代理权后，将暴雪战网平台引入国内，以此开启了与国际著名游戏公司暴雪的深度合作之旅。在过去十多年来双方合作不断加强，暴雪旗下《魔兽世界》、《炉石传说》、《风暴英雄 TM》、《守望先锋》、星际争霸系列、暗黑破坏神系列等多款著名游戏产品均由公司获得代理，近期推出的《暗黑破坏神:不朽》手游更是采用了暴雪与网易的联合开发模式。

**在海外竞争激励的日本市场拓展的领先经验有望复制到其他重要海外市场。**在海外市场拓展方面，公司已在竞争激烈的日本市场上取得领先优势。根据 SensorTower 数据显示，2021 年中国自研手游在日本收入 TPO20 排名中，公司有《荒野行动》、《第五人格》、《明日之后》等 3 款游戏上榜，合计收入位于中国游戏厂商出海日本市场收入榜首。而公司积累的日本成熟游戏市场的海外拓展经验，有利于公司向东南亚、欧美等游戏市场的后续业务拓展。2021M8，公司自研游戏《永劫无间》上线，与以往的吃鸡游戏不同，游戏采用武侠+动作+吃鸡的独创性玩法，在国内火爆的同时，也在海外特别是游戏市场迅速扩张的东南亚迅速出圈。《暗黑破坏神:不朽》今年 6 月上线后，随即成为了全球现象级游戏，尤其是在欧美市场暗黑系列拥有大量忠实玩家。《暗黑破坏神:不朽》采用了公司自研游戏引擎 Messiah 进行开发，也为公司提供了展示世界级游戏开发能力的绝佳机会，有利于公司在欧美游戏市场的业务拓展。目前，公司游戏业务中 80% 以上的收入来自于在国内，海外游戏业务拥有广阔的发掘空间，公司未来海外游戏收入目标占比为能够达到 40%-50%。

**公司游戏业务韧性较强，报告期收入取得逆势稳健增长，多款游戏表现亮眼。**2022H1，在游戏行业受到未成年人保护措施趋严、版号停发后缺少有影响力新品游戏上线等影响，国内游戏市场实际销售收入同比略降 1.8% 的情况下，公司同期游戏及相关增值服务业务收入同比逆势取得 15.4% 的稳健增长，其中：2022Q2，收入同比实现双位数增长 15.0%，环比略有下降-2.7%。在收入类型构成上，公司手游收入占比为 66%，优于行业 53% 的整体水平。梦幻西游和西游系列游戏收入保持着进一步增长。与暴雪联合开发的《暗黑破坏神:不朽》手游海外上线后，随即登上 100+ 个地区 iOS 游戏免费榜榜首。《永劫无间》2022M5 推出了一系列内容更新并在 6 月推出了 Xbox 版本，使得游戏能够继续保持良好的用户活跃度。该游戏发布一年以来，不断刷新国产买断制游戏销量的纪录，目前全球已售出 1000 万份。《无尽的拉格朗日》创新性地传统历史、三国题材 SLG 游戏搬上太空，在上线 9 个月后，突破了新的收入记录。6 月期间，该款游戏营收环比增长达 163%，进入到国内 iOS 手游收入榜 TOP10，位列第 8 名。我们预计《无尽的拉格朗日》开启长线运营的确信性高，未来将为公司持续提供可观增量收入。

图 10：创新太空题材 SLG 游戏《无尽的拉格朗日》，上线 9 月仍在创造流水记录



资料来源：游戏官网，华通证券国际研究部

报告期后，《暗黑破坏神:不朽》空降国内移动游戏流水榜单 TOP10。根据伽马数据显示，2022Q3，在国内移动游戏流水测算榜 TOP10 中，《暗黑破坏神:不朽》于 7 月末国服正式上线后，随即空降排行榜第五位。《暗黑破坏神:不朽》作为全球性重量级 IP 开发游戏，结合网易成熟的游戏运营能力，我们预计其游戏生命周期较长，有望成为公司游戏业务重要的收入增长点。

图 11：空降国内移动游戏流水 TOP10 的《暗黑破坏神:不朽》



资料来源：游戏官网，华通证券国际研究部

公司后续游戏储备丰富，含多款期待值高的口碑产品。通过 TapTap 游戏平台数据梳理，公司目前已开放玩家预约游戏数量达数十款，其中：《永劫无间》、《逆水寒》等 IP 自研端游的后续手游开发工作进展顺利，仅在 TapTap 平台预约玩家人数就已分别达到了 254 万和 76



万。《永劫无间》端游运营一年来收入保守估计收入超过了 20 亿；《逆水寒》端游近期开启的 4 周年活动有约 90 万玩家参与，其手游开发人员超 400 人、预计研发投入已超 7 亿元。我们预计上述端游转手游后开启长线运营的确定性高，有望为公司提供可观持续增量游戏收入。

**表 2：公司后续游戏储备丰富，储备端游转手游口碑产品开启长线运营确定性高**

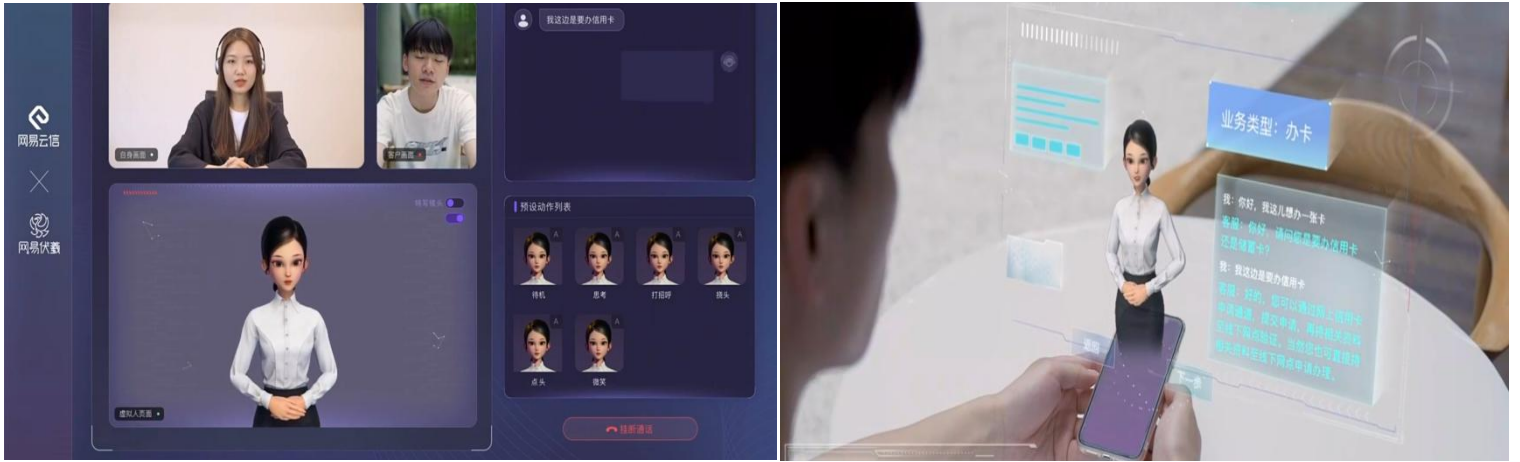
名称	评分	游戏类型	预约数	自研/代理	版号
永劫无间手游	9.1	动作	2,544,343	自研	否
逆水寒手游	8.4	MMO	756,037	自研	否
代号：ATLAS	7.0	射击	561,690	自研	否
零号任务	7.8	非对称竞技	479,353	自研	否
隐世录	8.6	卡牌	406,268	自研	有
Disorder	7.9	竞技射击	338,612	自研	否
冰汽时代：最后的家园	7.0	末日模拟经营	335,930	发行	否
萤火突击	6.8	动作射击	201,951	自研	否
巅峰极速	8.3	竞速赛车	165,400	自研	否
星海求生	7.1	沙盒	154,600	自研	否
阴阳师：妖怪小班	8.6	社交推理	117,931	自研	否
迷雾求生	8.4	末日生存	104,013	自研	否
四驱兄弟	8.1	赛车竞速	77,669	自研	否
ZOZ: Final Hour	6.7	沙盒竞技	66,210	自研	否
代号：烛	5.9	动作冒险	59,416	自研	否
赤痕：夜之仪式	7.9	角色扮演	53,186	自研	否

资料来源：TapTap，华通证券国际研究部

**虚拟现实业务落地性强。**公司拥有在游戏领域上的技术积累，具备实力强大的自研游戏引擎和虚拟现实技术产品开发能力。在 2021 年网易创新企业大会上，网易云信发布了“IM+RTC+虚拟人”和“游戏/VR 语音”两大元宇宙解决方案一。其中，“IM+RTC+虚拟人”解决方案可以提供业界首个“虚拟形象+实时互动”融合 SDK，该解决方案实现了两大元宇宙核心技术，既可以对应真人建立生动的虚拟人形象，同时也能实现用户和虚拟人之间实时互动。网易云信虚拟现实业务落地性强，亚洲最大的元宇宙平台崽崽 ZEPETO、蔚来汽车、新东方等都是网易云信的客户。

专业从事游戏与 AI 研究和应用的公司机构网易伏羲推出的沉浸式活动系统“瑶台”，致力于用人工智能和科技创新打造全新的线上活动模式，解决传统在线会议低互动效果的痛点。基于网易伏羲领先的 AI 技术，用户可以随心打造专属虚拟形象，并实时控制虚拟人物的面部表情和肢体动作，自主操作虚拟人物在拟真场景中面对面畅聊互动，获得超越现实的沉浸式线上活动体验。目前瑶台已为美国、日本、新加坡等二十多个国家的用户举办了虚拟在线活动，覆盖了国际顶级学术会议、投资者沟通会、校招见面会、行业沟通会等多个领域。

图 12: “IM+RTC+虚拟人”解决方案金融服务场景，客服端后台与用户端界面



资料来源：网易云信，华通证券国际研究部

图 13: 网易伏羲打造的沉浸式活动系统“瑶台”承接多个国内外大型线上活动



资料来源：网易云信，华通证券国际研究部

### 2.1.1.2. 网易有道

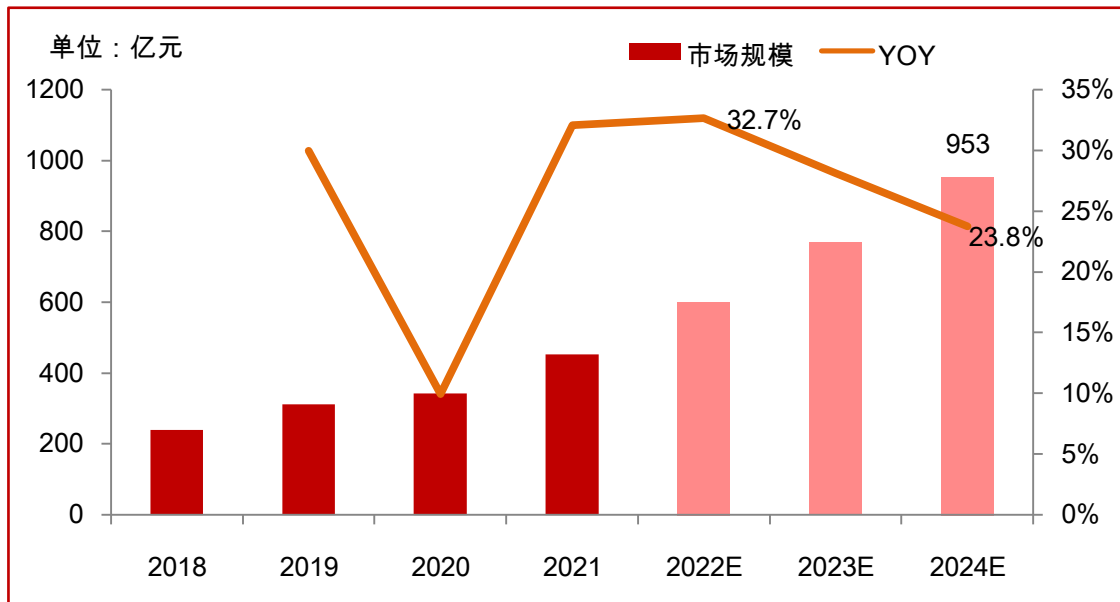
网易有道成立于 2006 年，是公司旗下的智能学习产业分公司。有道以在线学习工具起家，目前已经形成了三大核心业务：(1) 学习服务，包括有道精品课、网易云课堂等在线学习课程，有道数学、有道背单词等学习应用，以及有道词典、有道翻译等在线学习工具；(2) 教育智能硬件，有道智能笔、有道词典笔等；(3) 在线营销服务，主要为相关广告服务。

教育智能硬件业务将达千亿规模，公司拥有在线学习服务资源，未来增长潜力较大。随着国内双减政策的实施，在有道三大业务中，我们需要更为关注公司教育智能硬件业务的未来增长潜力。根据艾瑞咨询数据显示，2024 年教育智能硬件行业市场规模预计将达近千亿元，



2018-2024 年预计市场规模 CAGR 将达 31.8%。目前，整个教育智能硬件行业玩家众多，各大厂商竞争依然激烈，尚未形成相对垄断的市场格局。公司未来有望通过丰富的在线学习服务资源进行智能硬件用户引流，在快速增长的教育智能硬件市场竞争中实现突围。

图 14：2018-2024 年教育智能硬件市场规模趋势



资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际研究部

公司教育智能硬件业务稳健发展，市场占有率目前不高，拓展空间巨大。2022Q2，有道营收为人民币 9.56 亿元，同比略降 2.4%，环比减少 20.4%，环比降幅较大主要是由于在双减政策实施后，公司在业务转型过程中学习服务业务收入有所减少。同时，我们也要看到尽管疫情对产品供应链和物流运输都造成了一定影响，但公司在转型的教育智能硬件业务上仍然保持着稳健双位数增长，Q2 该部分业务实现营收 2.40 亿元，同比增长 16.3%，且目前市场占有率仅约为 0.8%，未来拥有广阔的市场拓展空间。

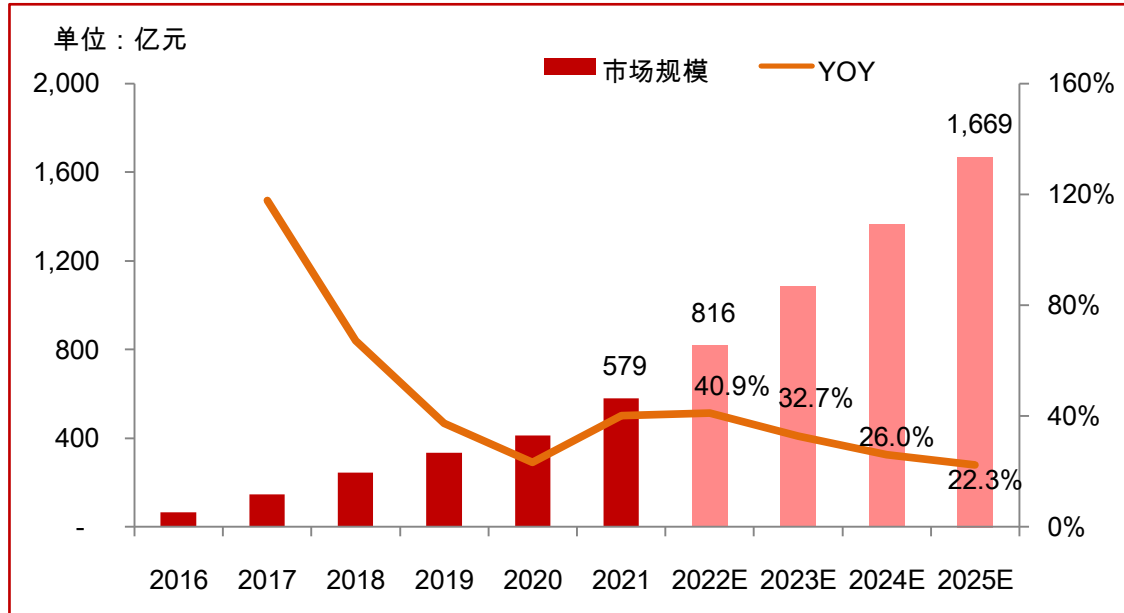
### 2.1.1.3. 网易云音乐

网易云音乐是公司的音乐流媒体平台，上线于 2013 年 4 月，主要业务为：(1) 在线音乐服务，为用户提供专属定制、音乐评论等个性化、多元化音乐及衍生内容；(2) 社交娱乐服务及其他业务，包括直播服务业务、电影原声大碟制作及线下音乐节的票务服务。

国内在线音乐娱乐市场规模将快速增长，公司目前市场占有率可观。中国在线音乐娱乐平台市场规模庞大，随着国内用户群体的不断增长和用户内容付费的意识不断增强，市场规模由 2016 年的人民币 67 亿元快速增长，预期 2025 年将达到人民币 1,669 亿元，CAGR 预计将

达 42.9%。根据招股说明书数据显示，公司 2020 年国内在线音乐娱乐市场规模占比为 11.9%，仅次于腾讯音乐，排名第二，两者合计占据了 82.1% 的市场份额。

图 15：2016-2025 年在线音乐娱乐市场规模趋势



资料来源：灼识咨询，华通证券国际研究部

云音乐营收保持快速增长，用户活跃度高，音乐社区日渐成型。2022Q2，尽管受到网络主播直播新规出台、直播业务监管政策趋严的影响，网易云音乐营收仍然保持着快速增长，收入达 21.92 亿元，同比大幅增长 29.5%，环比上升 6.0%。其中：在线音乐服务 MAU 稳定为 1.82 亿，DAU/MAU 比率维持在 30% 以上，音乐服务用户活跃度高；娱乐社交服务业务规模快速增长，截至 Q2 期末，月付费用户数为 123.54 万人，同比大幅增长 148.9%。公司会员付费比例由 2021H1 的 14.2% 大幅提升至 2022H1 的 20.7%，表现显著优于 2022 年预计的行业整体付费比率 15%。公司主打的音乐社区日渐成型，截至 Q2 期末，云音乐平台注册独立音乐人超过 50 万人，发表了 240 万首原创音乐作品。音乐社区的不断壮大，有利于公司优化内容采购的成本，提高云音乐的自我造血能力。

#### 2.1.1.4. 创新及其他业务

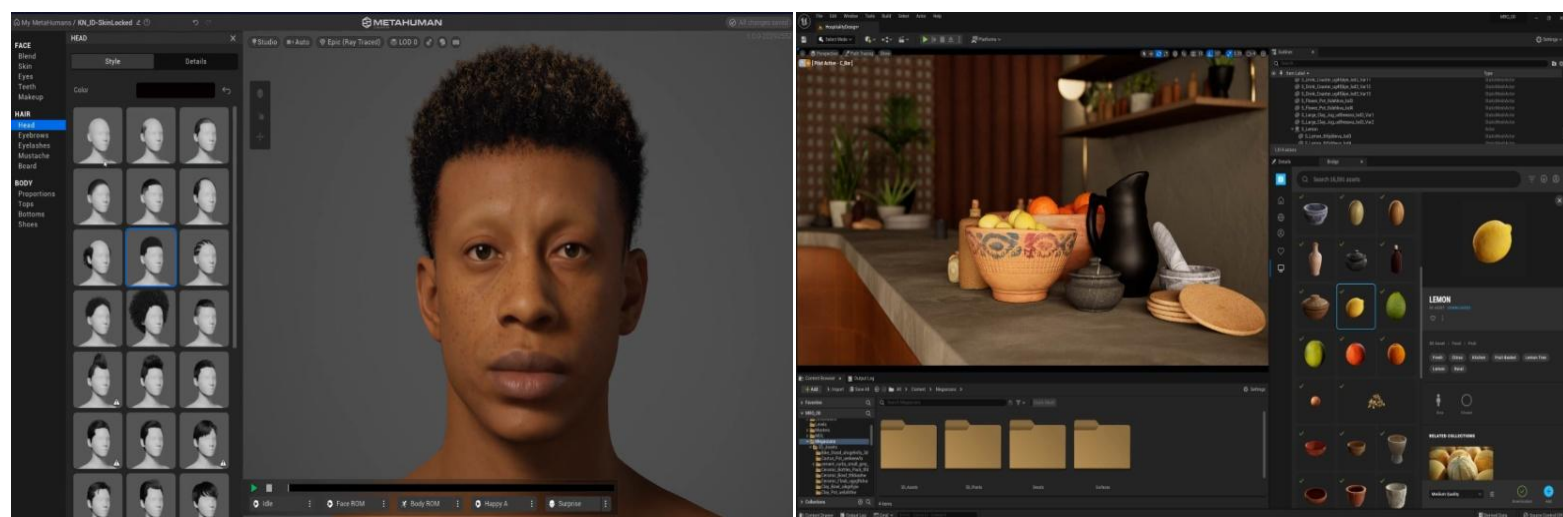
公司创新及其他业务主要包括网易严选、传媒、网易邮箱以及广告服务等。网易严选是公司旗下的电商平台，采用和 ODM 合作的经营模式，通过严格挑选产品和制造商，销售强调高质量和性价比的自有品牌产品。网易传媒是中国知名的互联网媒体平台，包括三个组成部分：(1) 网易新闻移动应用程序；(2) 163 门户网站；(3) 其他系列垂直类的移动应用产品。网易邮箱拥有超过 10 亿注册用户。

创新业务保持稳健增长，严选和广告收入有所增加。2022Q2，公司创新及其他业务收入为18.72亿元，同比增长6.1%，环比获得双位数增长13.7%，环比增长较高主要由于网易严选以及广告服务的收入增加。

### 2.1.2. 公司核心资源和竞争优势分析：自有游戏引擎成就强大自研能力

游戏引擎是一个游戏软件开发设计的环境，是游戏行业最为核心的底层开发技术。游戏引擎提供的主要功能包括图形渲染引擎、脚本引擎、物理引擎、碰撞检测系统、音效、电脑动画、人工智能、网络引擎以及场景管理等。游戏开发人员能够通过重复使用或改编相同的游戏引擎来生产不同的游戏，游戏引擎的好坏很大程度上决定了游戏开发的效率和质量。

图 16：商业化虚幻 5 引擎开发界面



资料来源：Unreal 官网，华通证券国际研究部

核心自研引擎开发技术实现了真正意义的国产游戏开发，构筑起高技术壁垒。在公司的主要游戏研发投入中，重点便是在打造为游戏开发者带来创作自由的自有游戏引擎。不同于市面上的商业引擎，公司自有引擎更加强调对内部游戏研发的执行效率提升，从而更贴合公司自身业务的需要。自公司于 2005 年发布首个自研游戏引擎 NeoX 以来，一直在不断扩展和优化自有引擎。为配合端游转手游的早期战略，公司成功优化实现了 NeoX 适配 iOS 和安卓系统，为顺利将公司游戏业务从端游扩展到手游打下基础，公司运用 NeoX 引擎先后打造了《阴阳师》、《第五人格》、《率土之滨》、《哈利波特：魔法觉醒》等多部爆款手机游戏。继推出 NeoX 之后，公司还专门开发了应用于移动平台的 3D 游戏引擎 Messiah，与暴雪联合开发的《暗黑破坏神：不朽》即采用了 Messiah 进行开发，展示了公司世界级游戏的开发能力。以 Messiah 引擎为例，该引擎已经累计了 20 多项独创性技术专利，公司在 3D 引擎等产业关键技术领域已达到全球领先水平。

自有引擎支撑公司强大的游戏生产力和创造力。NeoX 和 Messiah 自有引擎使公司能够系统地开发具备优质的光效、音效、特效、物理效果和动画以及其他关键游戏功能的的游戏，使得在游戏引擎和游戏方面的研发相得益彰。自有引擎能够为开发人员带来更大的灵活性和自主性，使得游戏开发人员能够将更多的精力投入在游戏玩法的创新中去。在游戏创新层面形成的良性循环，使得公司能够保持源源不断的游戏生产力和创造力，开启多款成功长线运营游戏，自有游戏引擎功不可没。公司的核心竞争优势自研游戏引擎作为游戏行业最为核心的底层开发技术，需要强大的技术、资金和人员支持。雄厚的研发实力构筑起高技术壁垒，使得公司能在行业前沿技术领域内占得先机；同时，其他竞争对手很难撼动公司已有的市场地位，保证公司的长期经营的高确定性和持续性。

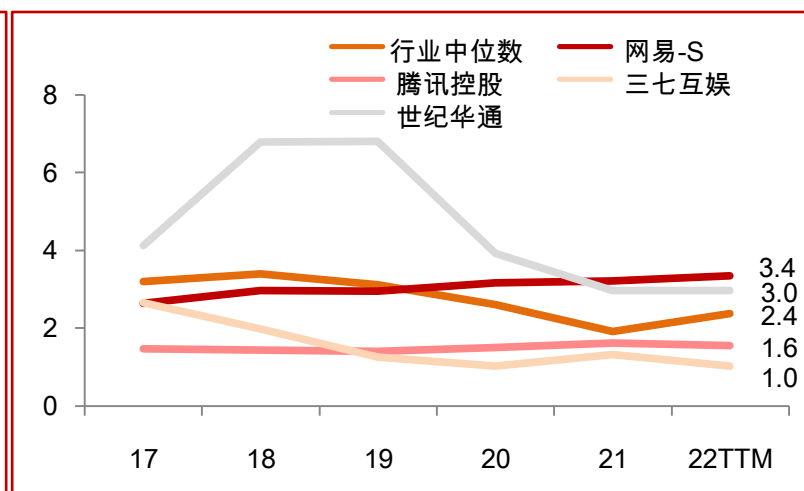
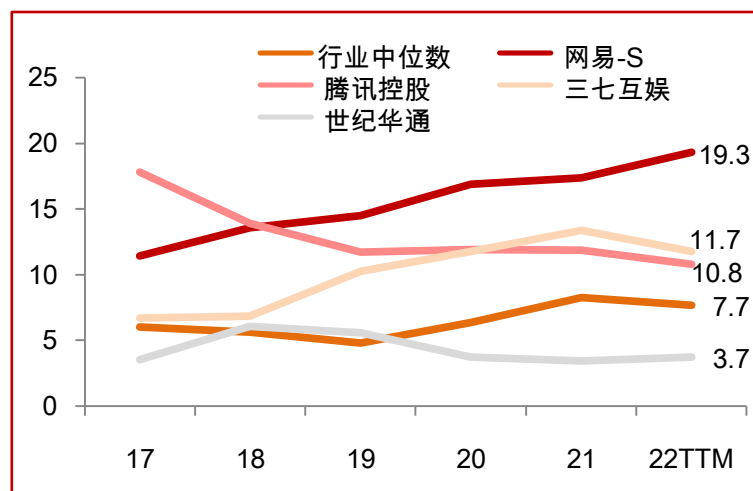
### 2.1.3. 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司及行业中位数比较分析

我们以含港美股的申万游戏行业公司中目前收入规模百亿以上企业作为可比公司，同时，考虑到行业平均数容易受到个别极值的影响，我们结合统计游戏行业公司中相关经营指标的中位数进行综合分析比较。

**公司运营效率相关指标分析。**2022 年，公司应收账款周转率（TTM）为 19.3，显著优于各个可比公司和行业中位数，并呈现逐年提升的趋势。应付账款周转率（TTM，含合同负债）为 3.4，较高于各个可比公司，略高于行业中位数，我们认为其主要原因为：在公司游戏收费模式上，传统的点卡收费模式收入相较于其他公司占比较高，收入确认期间相对较短所致。公司现金循环周期（TTM）维持稳定为-82.6 天，略高于行业中位数，主要由于前述公司应付账款周转率较高引起。

图 17：五年一期应收账款周转率变化趋势和同业比较

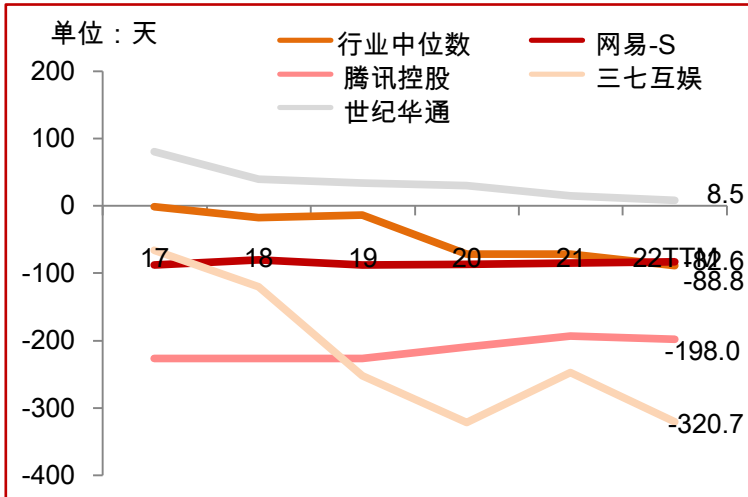
图 18：五年一期应付账款周转率变化趋势和同业比较



资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

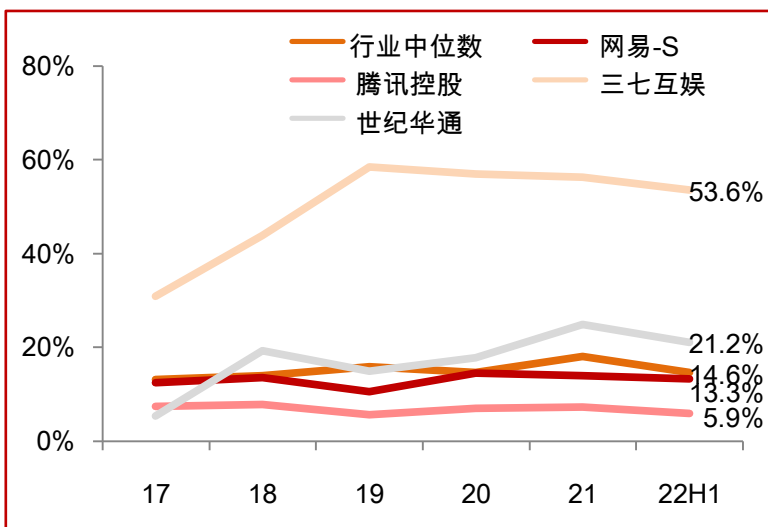
图 19: 五年一期现金循环周期变化趋势和同业比较



资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

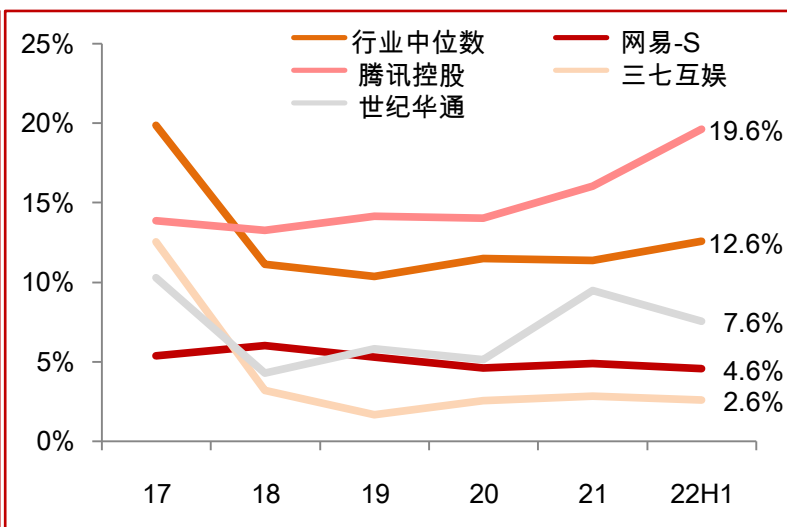
公司管理效率相关指标分析。2022H1，公司销售费用率为 13.3%，略优于同期行业中位数水平，明显优于可比公司：三七互娱和世纪华通，腾讯控股得益于其庞大的自有流量优势，其销售费用率在行业中表现优异。公司管理费用管控较好，管理费用率呈现逐年下降趋势，2022H1 公司管理费用率为 4.6%，显著优于行业 12.6% 的中位数水平。由于公司重视研发投入，如自研游戏引擎开发、组建伏羲游戏人工智能实验室等，使得在研发费用率上，公司五年一期该项数据均优于可比企业和行业中位数，并整体呈现研发费用率上升的趋势。

图 20: 五年一期销售费用率变化趋势和同业比较



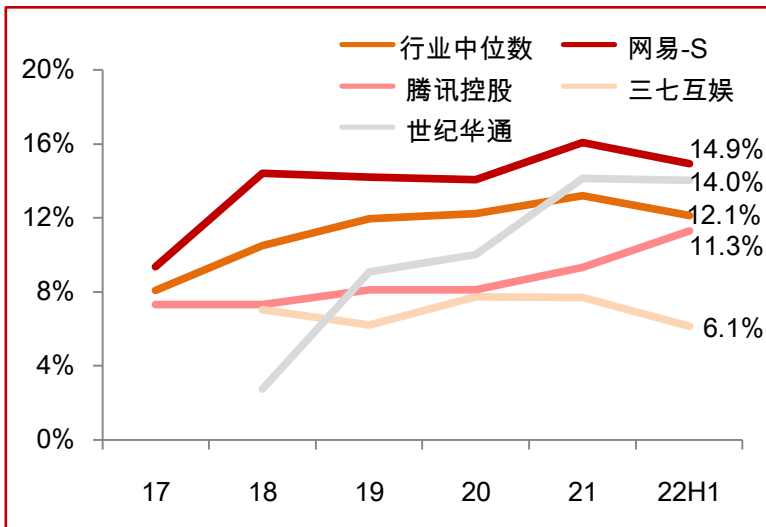
资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

图 21: 五年一期管理费用率变化趋势和同业比较



资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

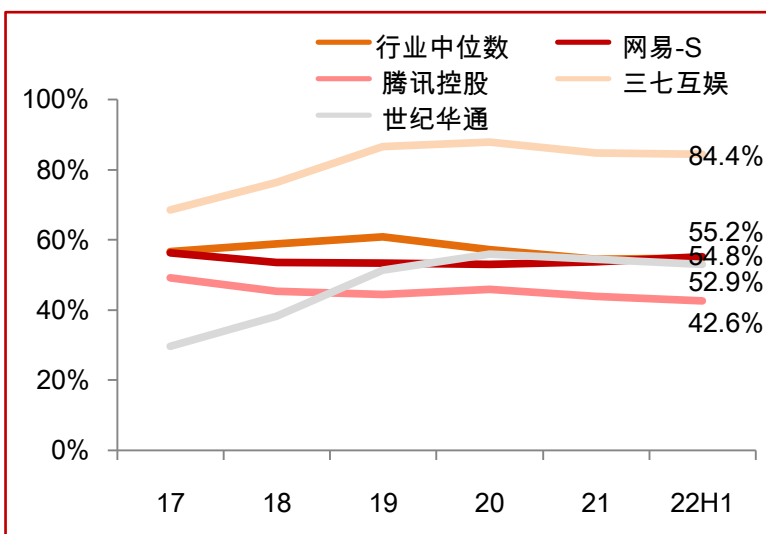
图 22: 五年一期研发费用率变化趋势和同业比较



资料来源: 东财 Choice, 华通证券国际研究部

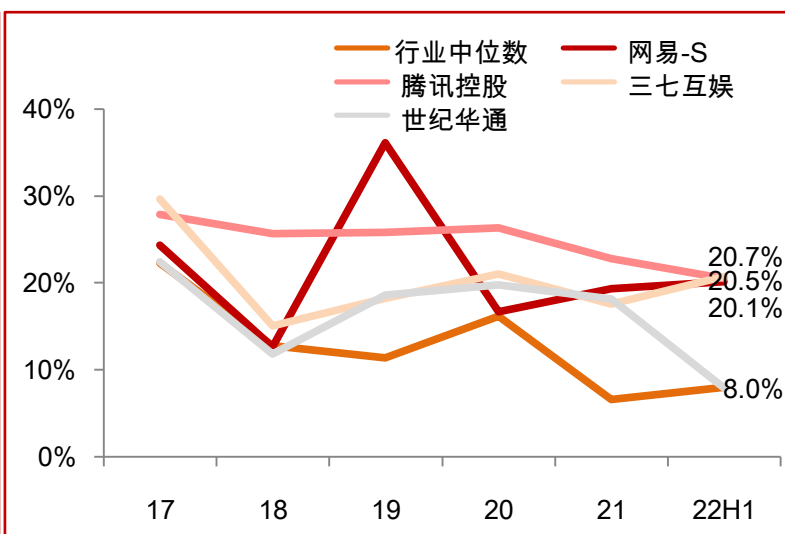
公司盈利能力相关指标分析。公司毛利率五年一期内保持平稳, 2022H1, 公司毛利率为 55.2%, 略高于行业中位数, 显著优于腾讯控股, 主要为公司游戏业务收入占比高于腾讯。公司同期销售净利率为 20.5%, 与可比公司腾讯控股、三七互娱趋同, 显著优于行业中位数。从 ROE 来看, 五年一期公司 ROE 均高于行业中位数, 特别是从 2019 年以来行业中位数持续走弱, 公司逐渐与行业中位数拉开差距, 大型游戏公司的优势愈加明显。2022H1, 公司 ROE 为 18.4%, 而同期行业中位数为 0.0%。

图 23: 五年一期毛利率变化趋势和同业比较



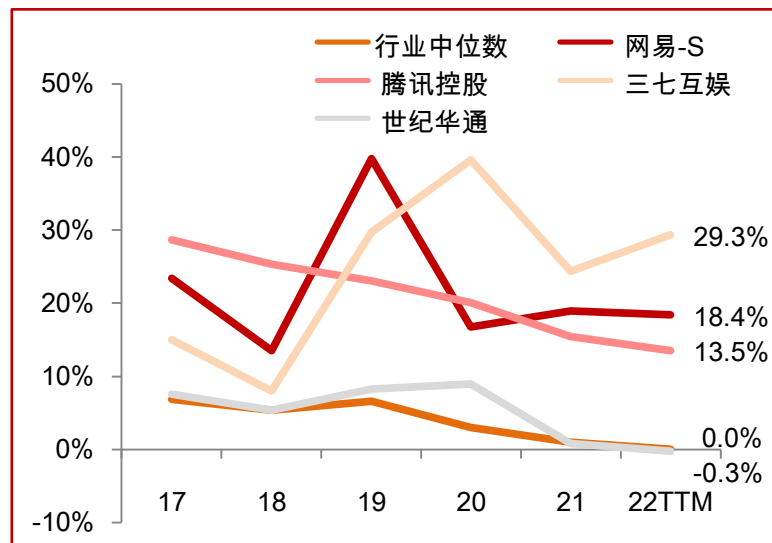
资料来源: 东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 24: 五年一期净利率变化趋势和同业比较



资料来源: 东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 25：五年一期 ROE 变化趋势和同业比较



资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

## 2. 2. 2022-2024 年公司毛利率分业务版块预测

**游戏业务板块：**公司游戏及相关增值服务业务版块 2022Q2 的毛利率为 64.9%，Q1 和去年同期分别为 62.2%和 63.2%，相比均有所提高。我们认为随着游戏行业监管的趋严，加速了抗风险能力较弱的中小游戏公司的退出，头部游戏公司的市场占有率还将会逐步扩大，行业集中度趋于进一步提高，从而增强头部公司的议价能力。同时考虑游戏业务毛利率已经较高，边际效益的递减，我们预测 2022 年-2024 年公司游戏及相关增值服务业务板块毛利率分别为 64.0%、64.5%和 64.8%。

**有道业务板块：**公司有道业务 2022Q2 的毛利率为 42.8%，上一季度和去年同期分别为 53.1%和 52.3%。考虑到在双减政策实施后，公司业务转型过程中学习服务业务收入未来占比会持续减少，同时结合转型的教育智能硬件业务毛利率低于学习服务业务的情况，我们预测 2022 年-2024 年公司有道业务板块的毛利率分别为 44.0%、38.0%和 35.5%。

**云音乐业务板块：**公司云音乐业务 2022Q2 的毛利率为 13.0%，上一季度和去年同期分别为 12.2%和 4.1%。我们认为未来公司会员付费比例目前并不高，随着用户内容付费的意识不断增强将会带动公司收益质量逐步提高，同时参考业务规模较大的腾讯音乐毛利率情况，所以我们预测 2022 年-2024 年公司云音乐业务板块的毛利率分别为 14.0%、17.5%和 19.5%。

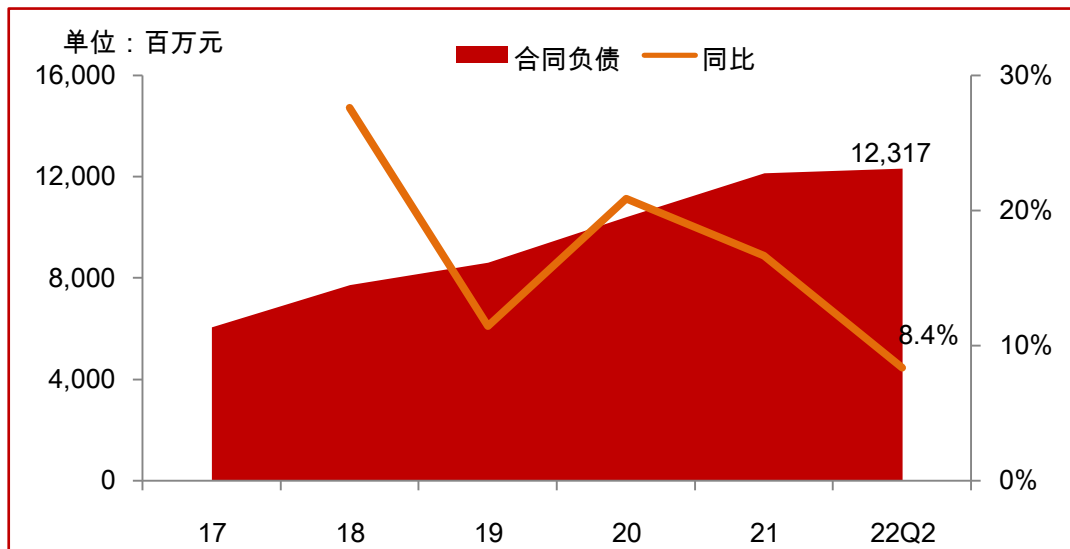
**创新及其他业务板块：**2022Q2，公司创新及其他业务的毛利率为 25.8%，上一季度和去年同期分别为 21.7%和 27.3%，毛利率环比已开始企稳回升。鉴于公司创新及其他业务收入增长较

快,带来 ODM 严选业务等的规模化效应增强以及广告业务的触底回升,我们预测 2022 年-2024 年公司创新及其他业务板块的毛利率分别为 26.0%、27.5%和 28.0%。

### 2.3. 结合公司合同负债情况, 预测未来公司营收走向

公司合同负债主要为游戏业务尚未确认的递延收入, 随着时间推移将逐步释放转化为未来收入的重要组成部分。2017 年-2021 年, 公司合同负债金额均保持着双位数增长, 2022 年上半年受到游戏版号停发的影响, 截至 Q2 期末合同负债金额为 123.17 亿元, 同比增长率有所下降至 8.4%, 但仍然保持着稳健增长。随着游戏版号解禁, 版号月发放量呈现稳步增加的良好态势, 同时以目前合同负债变动情况作为参考, 我们预计公司 2022 年-2024 年营业收入仍将保持稳健增长的良好态势。

图 26: 2017-2022Q2 公司合同负债变动趋势



资料来源: 公司公告, 华通证券国际研究部

### 2.4. 2022-2024 年公司分业务板块收入预测

**游戏业务板块:** 公司存量游戏运营平稳、收入稳健增长, 后续游戏储备丰富, 含多款期待值高的口碑产品, 其中:《永劫无间》、《逆水寒》等自研 IP 端游的后续手游开发进展顺利, 预计上述端游转手游上线后开启长线运营的确定性高, 有望为公司提供可观持续增量游戏收入。同时, 考虑游戏生命周期内的收入分布情况, 我们预测 2022 年-2024 年公司游戏业务板块收入同比增速分别为 15.5%、17.0%和 14.5%。

**有道业务板块:** 虽然双减政策的实施和公司的业务转型会对学习服务业务收入会带来一定不利影响, 但公司在转型赛道教育智能硬件业务上的市场拓展效果已经显现, 同时结合参考教





育智能硬件市场未来增长潜力，我们预测 2022 年-2024 年公司有道业务板块收入同比增速分别为-15.0%、5.0%和 11.5%。

**云音乐业务板块：**随着国内用户群体的不断增长和用户内容付费意识的不断增强，在音乐独家版权时代被打破后，公司云音乐业务收入特别是其中的社交娱乐服务业务收入保持着强劲增长。通过 2022H1 营收情况来看，直播新规的政策对公司业务收入影响有限，我们预测 2022 年-2024 年公司云音乐业务板块收入同比增速分别为 31.5%、26.0%和 22.5%。

**创新及其他业务板块：**2022Q2，公司广告业务环比已触底回升。Q2 报告期后，国内疫情有效得到控制的良好态势有望持续，将有利于大众消费需求的回暖，网易严选以及广告服务收入增长的确性提高。我们预测 2022 年-2024 年公司创新及其他业务板块收入同比增速分别为 6.0%、7.0%和 6.5%。

**表 3：2022-2024 年公司收入预测**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
游戏业务	54,609	62,806	72,541	84,874	97,180
YOY	17.6%	15.0%	15.5%	17.0%	14.5%
有道	3,168	5,354	4,551	4,779	5,328
YOY	142.7%	69.0%	-15.0%	5.0%	11.5%
云音乐	4,896	6,998	9,202	11,594	14,203
YOY	111.2%	42.9%	31.5%	26.0%	22.5%
创新及其他业务	10,995	12,448	13,194	14,118	15,036
YOY	19.6%	13.2%	6.0%	7.0%	6.5%
<b>合计</b>	<b>73,667</b>	<b>87,606</b>	<b>99,489</b>	<b>115,365</b>	<b>131,747</b>
<b>YOY</b>	<b>24.4%</b>	<b>18.9%</b>	<b>13.6%</b>	<b>16.0%</b>	<b>14.2%</b>

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

### 3.2022-2024 年公司整体业绩预测

参考公司过往五年一期的期间费用率趋势，结合降本增效相关措施收益的逐步释放以及版号解禁后买量等销售推广活动力度的加大，我们预测 2022 年-2024 年公司销售费用率分别为 13.5%、13.8%和 14.0%，管理费用率分别为 4.6%、4.5%和 4.5%，研发费用率分别为 14.8%、14.6%和 14.4%，财务费用率分别为-2.2%、-2.0%和-1.9%。

进而我们预测 2022 年-2024 年公司归母净利润分别为 185.70、219.62 和 253.88 亿元，同比增长分别为 10.2%、18.3%和 15.6%；摊薄 EPS 分别为 5.49、6.45 和 7.42 元/股，同比增长分别为 9.5%、17.6%和 15.0%（公司预测期间详细财务报表和主要指标数据请见报告正文末附表）。

## 4. 公司估值分析

### 4.1. P/E、P/B、P/S 模型估值

根据前述公司整体业绩预测，我们测算得到 2022 年公司对应的 P/E、P/B、P/S 分别为 14.1、2.2 和 2.6。

表 4：2022-2024 年相对估值模型预测数据

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
P/E	21.6	15.5	14.1	12.0	10.5
P/B	2.8	2.6	2.2	1.9	1.6
P/S	3.5	3.0	2.6	2.3	2.0

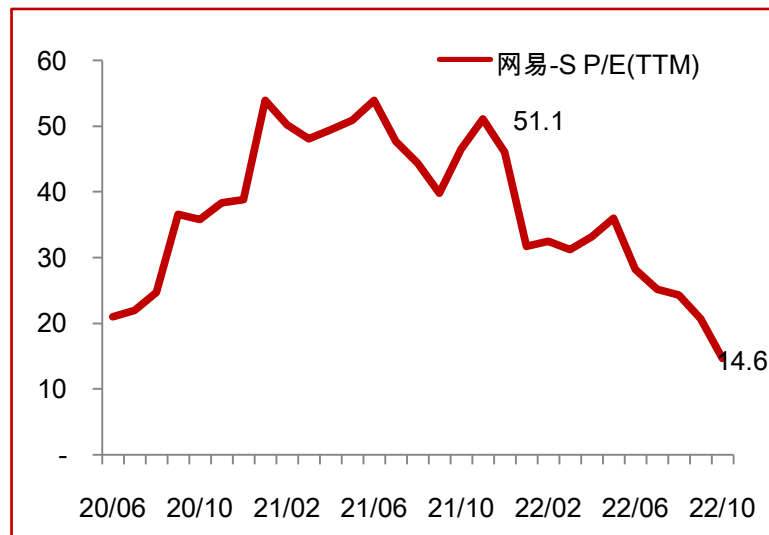
资料来源：华通证券研究部

注：相关指标计算以 2022 年 10 月 28 日公司港股收盘价及当日汇率折算后为基准

当前公司 PE (TTM) 为 14.6，估值位于公司港股二次上市以来的最低位，距离近 12 个月以来的最高点 51.1，已经大幅回撤 71.4%。

从同期可比公司 P/E (TTM) 上看，公司目前估值水平低于多数可比公司，与国内 A 股上市游戏公司龙头吉比特估值水平大致相当。

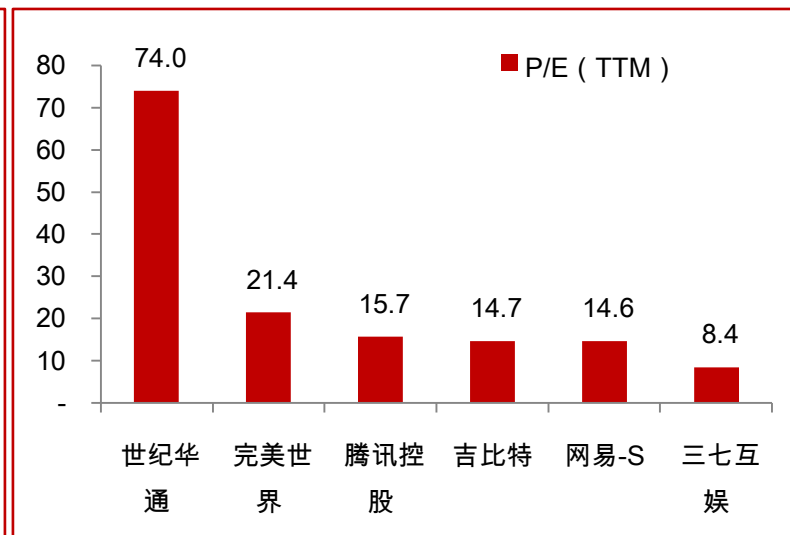
图 27：公司港股二次上市以来 PE (TTM) 趋势



资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

注：以 10 月 28 日汇率折算

图 28：各大可比公司 PE (TTM) 比较



资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

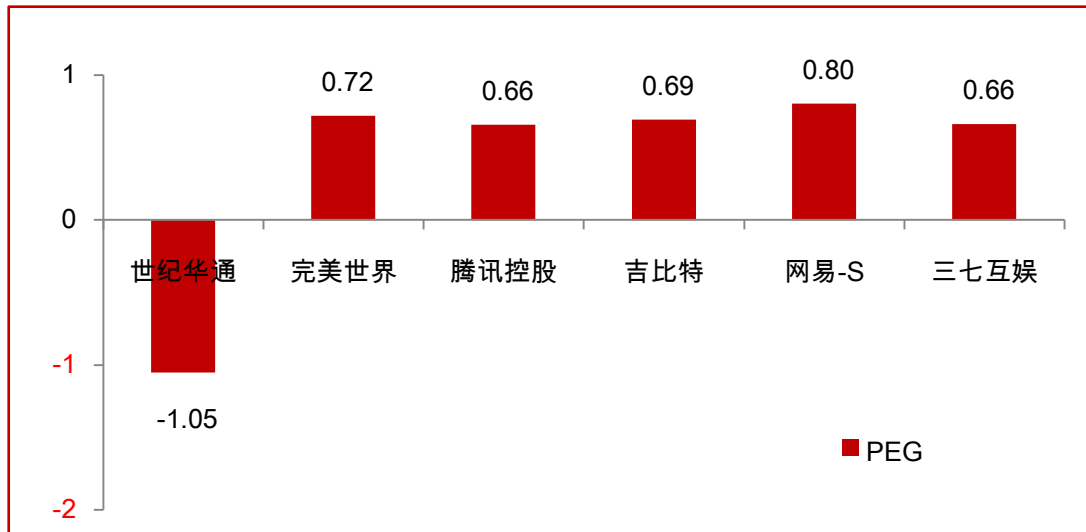
注：以 10 月 28 日各公司收盘价、汇率为基准计算

以含港美股的申万游戏行业公司动态 PE 中位数 14.0 为基准，同时考虑可比公司情况以及作为国内游戏行业龙头公司的估值溢价，我们给予公司 19-22 倍 PE 估值，结合对应预测 2022 年 EPS (摊薄) 5.49 元/股，从而得到公司合理股价区间为 114.11-132.12 港元/股。

## 4.2. PEG 模型

根据 2022-2024 年业绩预测,以 2022 年 10 月 28 日公司港股收盘价及当日汇率折算后为基准(注:计算以预测期(N年)PE 为分子,预测期对应次年(N+1年)EPS 预期增长率\*100 为分母),计算得到 2022-2024 年公司 PEG 分别为 0.80、0.80 和 0.87。从绝对数上看,预测期各年 PEG 均小于 1,公司股价存在明显的低估;从参考可比公司来看,除世纪华通为负数外,其他可比公司 2022 年预测 PEG 均显著低于 1,行业整体估值水平目前偏低。

图 29: 2022 年可比公司 PEG 情况



资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

## 4.3. DCF 模型

我们同时采用 DCF 模型对公司进行估值,相关主要假设如下:

- (1). 无风险利率  $R_f$ : 以近 5 年来十年期国债收益率的中位数为基准,预计为 3.23%;
- (2). 股权市场风险溢价:以 Damodaran 今年 1 月最新公布的中国权益市场风险溢价数据 4.94% 为基准,结合今年以来权益市场不确定性增加、美联储未来加息预期等因素导致市场风险偏好下降,我们调高了国内权益市场风险溢价水平,预计股权市场风险溢价为 5.44%;
- (3). Beta: 通过近三年数据回归测算公司个股 Beta 值为 1.39;
- (4). 税后债务资本成本  $K_d$ : 以人民银行最新公布的 5 年期以上 LPR 为基准,结合公司实际税率,预计为 3.44%;
- (5). 永续增长率  $g$ : 结合我国 GDP 增速,预计为 3.0%;
- (5). 公司快速增长期假设为 2022-2031 年,维持 10 年,之后进入永续增长阶段。



基于以上假设，我们测算得到 WACC 为 10.27%，对应预测各年 FCFF 后，进而得出公司整体估值为 3,995.71 亿元（注：由于截至 2021 年期末溢余资产中包含对外投资，考虑到今年以来的权益资本市场整体下行，基于谨慎性原则，我们调整为以 2022Q2 期末数作为基准，再整体进行 20%折价后估算），以 10 月 28 日港币汇率折算后对应股价为 129.91 港元/股，该测算价格落于前述 PE 估值模型的合理股价区间内（114.11-132.12 港元/股）。

表 5：采用 DCF 估值模型测算公司股权价值

单位：百万元	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E	31E	永续期	合计
EBIT*(1-T 实际)	16,970	20,305	23,611	24,477	27,170	29,724	32,043	34,030	35,596	36,664	1,100	281,690
FCFF	16,871	24,744	27,673	29,670	32,934	36,030	38,840	41,248	43,146	44,441	45,774	381,370
PV-FCFF	16,066	21,368	21,672	21,071	21,211	21,043	20,572	19,812	18,794	17,555	248,664	447,828
21 年溢余资产	27,923											
21 年净负债	72,230											
21 年少数股东权益	3,951											
公司股权价值	399,571											

资料来源：华通证券国际研究部

表 6：DCF 估值模型敏感性分析

单位：百万元		WACC						
		8.77%	9.27%	9.77%	10.27%	10.77%	11.27%	11.77%
g	2.25%	478,555	438,934	404,642	374,680	348,284	324,859	303,937
	2.50%	491,849	449,932	413,839	382,443	354,891	330,523	308,824
	2.75%	506,246	461,774	423,691	390,722	361,909	336,520	313,982
	3.00%	521,892	474,560	434,271	399,571	369,380	342,879	319,435
	3.25%	538,954	488,407	445,662	409,050	377,347	349,634	325,207
	3.50%	557,634	503,454	457,961	419,229	385,862	356,824	331,328
	3.75%	578,175	519,864	471,281	430,188	394,983	364,492	337,831

资料来源：华通证券国际研究部

## 5. 公司未来六个月内投资建议

### 5.1. 公司股价催化剂分析

**美联储大幅加息货币政策靴子落地。**11 月 2 日，美联储如市场预期宣布本年度连续第四次加息 75BP，也为年内第六次加息，截至目前全年已经累计加息 375BP。与以前不同的是，在此次加息声明中有如下表述：在确定未来加息安排时，将考虑货币政策的累积紧缩效应，货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及其政策对于经济和金融环境的影响。此番表述市场解读为暗示在接下来的会议上加息节奏将放缓。在随后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔也暗示了未来加息速度可能放缓。根据会后 FEDWATCH 数据显示，市场预期加息利率上限区间为 5-5.25%，目前加息空间为上限为 125BP，留给美联储的加息相关货币政策空间已经相对有限。



加息货币政策靴子落地，有利于处于高位的股权市场风险溢价水平的回落，利好高 Beta 股票估值水平提升。

**行业处于筑底阶段，随着版号恢复发放，行业整体有望迎来估值修复。**游戏行业在经历了 2020 年疫情带来的宅经济消费模式所推动的行业收入快速增长后，由于受到去年游戏版号停发、快速增长后基数较高的影响，近两年同比行业增速有所回落，目前游戏行业整体估值处于筑底阶段。随着游戏版号的解禁，版号月发放量呈现稳步增加的良好态势，游戏行业有望迎来估值修复。

**中小游戏公司加速退出，行业集中度进一步提高。**2021 年，从游戏业务收入占比来看，腾讯的市场份额达 51%，网易的市场份额为 18%，二者合计市场份额近 70%，已形成了国内游戏行业的双寡头格局。而游戏行业监管的趋严，进一步加速了现金流较小，抗风险能力较弱的中小游戏公司退出。在 2021 年版号停发仅半年时间内就有 1.4 万家游戏公司注销，甚至有多家之后获得版号的游戏公司没能熬过寒冬，已经进行了业务转型调整或注销。而头部企业拥有着资金和资源优势，游戏行业集中度提升的趋势将愈发明显，有利于行业龙头企业提高对用户的议价能力，进一步提升营收质量。

**大额股份回购有利于恢复市场信心，优化公司估值水平。**2021 年 2 月，公司在美股市场宣布股份回购计划：在不超过 24 个月的期限内，可在公开市场回购总金额不超过 20 亿美元流通在外的美国存托股和普通股。2021 年 8 月，公司宣布将该计划的回购总金额增加至不超过 30 亿美元。截至 2022Q2 报告期末，公司已回购约 2,360 万股美国存托股，共计回购金额约 23 亿美元，该计划尚有约 7 亿美元可用于后续股份回购。大额股份回购有利于恢复市场信心，同时回购股份如进行注销后，将提高公司 EPS，从而优化公司估值水平。

**公司后续游戏储备丰富，含多款期待值高的口碑产品。**通过 TapTap 游戏平台数据梳理，公司目前已开放玩家预约游戏高达数十款，其中：《永劫无间》、《逆水寒》等口碑自研端游的后续手游开发进展顺利，仅在 TapTap 平台预约玩家人数已分别达到了 254 万和 76 万。《永劫无间》端游运营一年来收入保守估计收入超过了 20 亿；《逆水寒》端游近期开启的 4 周年活动有近 90 万玩家参与，其手游开发人员超 400 人预计研发投入已超 7 亿元。我们预计上述端游转手游后开启长线运营的确定性高，有望为公司提供可观持续增量游戏收入。

## 5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 123 港元/股，对应 2022 年 P/E、P/B、P/S 分别为 20.5、3.2 和 3.8。2022 年 10 月 28 日港股收盘价为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 30.9% 的上涨空间。



## 6.公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“强烈推荐（首次）”的投资评级。

### 华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

**附表：财务报表预测与主要财务比率**

资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	9,117	14,498	18,652	21,099	23,573
定存及受限资金	74,131	73,631	93,022	107,866	123,184
应收账款	4,576	5,508	7,030	7,509	9,095
存货	592	965	1,067	1,107	1,355
预付及其他流动资产	6,077	6,236	7,878	8,992	10,184
短期投资	13,273	12,282	14,923	17,305	19,762
固定及无形资产	4,555	5,435	6,256	7,141	8,087
土地及经营租赁使用权	4,951	5,152	3,815	3,523	3,230
递延所得税资产	1,087	1,298	1,492	1,730	1,976
定存及长期股权投资	18,341	24,629	27,571	30,437	33,769
<b>资产合计</b>	<b>141,875</b>	<b>153,644</b>	<b>186,184</b>	<b>211,324</b>	<b>239,484</b>
应付账款	1,134	985	1,046	1,272	1,354
应付职工薪酬	3,539	4,133	4,344	4,540	5,158
应交税费	4,283	4,537	4,477	4,615	5,270
短期借款	19,505	19,352	30,830	29,288	26,433
递延收益	10,399	12,133	13,431	15,574	17,786
预提债项及其他应付款	7,338	9,361	9,949	11,536	13,175
递延所得税负债	713	1,346	1,492	1,730	1,976
长期经营租赁负债	475	732	732	732	732
长期借款	-	1,275	1,275	1,211	1,093
<b>负债合计</b>	<b>48,081</b>	<b>54,220</b>	<b>68,040</b>	<b>71,028</b>	<b>73,575</b>
归属于母公司股东权益	82,127	95,328	113,898	135,860	161,248
少数股东权益	11,667	4,096	4,246	4,435	4,660
<b>股东权益合计</b>	<b>93,794</b>	<b>99,424</b>	<b>118,144</b>	<b>140,295</b>	<b>165,908</b>

资本结构 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资产负债率	33.9%	35.3%	36.5%	33.6%	30.7%
流动比率	2.3	2.2	2.2	2.5	2.7
速动比率	2.3	2.2	2.2	2.4	2.7

现金流量表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>12,330</b>	<b>16,976</b>	<b>18,721</b>	<b>22,151</b>	<b>25,613</b>
折旧与摊销	3,458	3,276	2,518	2,666	2,829
资产减值准备	99	366	119	132	154
运营资本变动及其他	9,001	4,308	3,465	7,030	6,961
<b>经营活动现金流</b>	<b>24,888</b>	<b>24,927</b>	<b>24,823</b>	<b>31,979</b>	<b>35,558</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>(29,192)</b>	<b>(7,078)</b>	<b>(26,900)</b>	<b>(21,944)</b>	<b>(23,308)</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>9,913</b>	<b>(12,586)</b>	<b>6,835</b>	<b>(7,032)</b>	<b>(9,203)</b>
现金净变动	5,771	5,208	4,758	3,003	3,047
期初现金余额	6,398	12,169	17,376	22,134	25,137
期末现金余额	12,169	17,376	22,134	25,137	28,184

利润表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>73,667</b>	<b>87,606</b>	<b>99,489</b>	<b>115,365</b>	<b>131,747</b>
营业成本	34,684	40,635	46,341	52,894	59,903
销售费用	10,704	12,214	13,431	15,920	18,445
管理费用	3,372	4,264	4,477	5,134	5,836
研发费用	10,369	14,076	14,724	16,843	18,972
<b>营业利润</b>	<b>14,538</b>	<b>16,417</b>	<b>20,515</b>	<b>24,574</b>	<b>28,591</b>
财务费用	(1,599)	(1,520)	(2,189)	(2,307)	(2,503)
其他收益	737	710	696	808	922
税前利润	15,372	21,104	23,401	27,688	32,017
减：所得税	3,042	4,128	4,680	5,538	6,403
净利润	12,330	16,976	18,721	22,151	25,613
少数股东损益	267	119	150	189	225
<b>归母净利润</b>	<b>12,063</b>	<b>16,857</b>	<b>18,570</b>	<b>21,962</b>	<b>25,388</b>

财务指标 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>					
营收增长率	24.4%	18.9%	13.6%	16.0%	14.2%
营业利润增长率	5.4%	12.9%	25.0%	19.8%	16.3%
归母净利润增长率	-43.2%	39.7%	10.2%	18.3%	15.6%
<b>盈利能力</b>					
销售毛利率	52.9%	53.6%	53.4%	54.2%	54.5%
销售费用率	14.5%	13.9%	13.5%	13.8%	14.0%
管理费用率	4.6%	4.9%	4.5%	4.5%	4.4%
研发费用率	14.1%	16.1%	14.8%	14.6%	14.4%
净利率	16.7%	19.4%	18.8%	19.2%	19.4%
ROE	16.8%	19.0%	17.2%	17.1%	16.7%
ROA	9.7%	11.5%	11.0%	11.1%	11.4%
ROIC	10.9%	13.5%	12.6%	12.6%	13.0%
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.8	17.4	15.9	15.9	15.9
应付账款周转率	3.2	3.2	3.4	3.4	3.3
现金循环周期	-86.8	-85.0	-85.3	-84.7	-86.3
<b>估值倍数</b>					
P/E	21.6	15.5	14.1	12.0	10.5
P/S	3.5	3.0	2.6	2.3	2.0
P/B	2.8	2.6	2.2	1.9	1.6
<b>每股指标</b>					
每股收益 (摊薄)	3.60	5.01	5.49	6.45	7.42
每股净资产	28.0	29.5	34.9	41.2	48.5
每股经营现金流	7.4	7.4	7.3	9.4	10.4

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部



## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。