

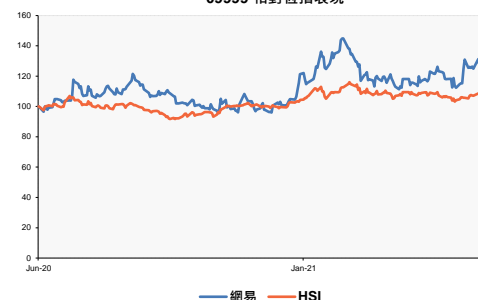
股份評論-網易-S (09999)

2021 年 06 月 03 日

重磅新遊戲前景可期 分拆有助價值重估
行業：互聯網服務
評級：買入
09999.HK, 9999HK
收市價：HKD180.30
目標價：HKD208.00
潛在升幅：15.00%

股價表現 (HKD)			
價格	180.30	1個月相對表現	3.7%
52週最高	207.80	6個月相對表現	33.0%
52週最低	125.00	52周相對表現	48.2%
52週Beta	0.97	年至今相對表現	22.5%

09999 股價表現

09999 相對恆指表現


資料來源：彭博 03/06/2021

公司簡介：

集團核心業務為在線遊戲，同時亦提供在線學習、音樂、電子商務、媒體服務等。

基礎分析：

- **集團首季業績穩健，新遊戲儲備充裕：**集團首季度收入按年增 20% 至人民幣約 205 億元，純利按年增 25% 至人民幣約 44 億元。其中在線遊戲收入可觀，在總收入中佔比 73%，同比漲幅為 10.8%；在線教育業務有道 (DAO) 和創新及其他業務 (包括網易雲音樂、網易嚴選等) 收入同比增幅分別為 147.5% 和 39.7%。後兩者的迅猛增長反映集團遊戲業務以外的盈利能力，未來有望成為集團的第二引擎。近期，集團於 520 線上發佈會上公佈了 27 款新遊戲，其中即將推出的新品《逆水寒手遊》、《哈利波特：魔法覺醒》、《陳情令》等主題知名度極高，廣泛受到市場關注和期待，有助於推動遊戲業務持續增長。
- **網易雲音樂已啟動上市，有望推動價值重估：**集團旗下在線音樂平台網易雲音樂主打「音樂 + 社區」模式，深受中國內地 90 年後出生人群的喜愛，具強大算法支持，可有效實現對用戶需求的推薦，正處於高速成長階段。2020 年年度月活躍用戶數達 1.8 億，該數據於 2018 年至 2020 年年均複合增長率為 31%；同期月付費用戶數年均複合增長率達 95%。雲音樂近期公佈與全球三大唱片公司之一 Sony Music 達成版權合作，並將在音樂宣傳、發布、在線 K 歌等領域進行創新合作，市場認為將有機會打破騰訊音樂多年來在中國內地的壟斷地位。雲音樂順利上市後有機會借助資本力量加速發展，推動母集團價值重估，開啟新增長引擎。

買賣策略：

據伽馬數據，2020 年中國移動遊戲市場實際銷售收入達人民幣 2,096 億元，同比增長 32.6%，且增速近三年逐年提升，同時 5G 高速網絡的加速普及將利於遊戲廠商研發前所未有的更優質的遊戲體驗，利好行業發展。

日線圖上集團股價自二月高位回落以來營造出三底型態，並於近日突破多條重要平均線，技術上較強勢，有機會繼續向上，投資者可考慮候股價回落於 \$175 附近收集，先上望二月高位 \$208，明確跌穿 \$165 止蝕。

風險提示：中國內地遊戲行業相關法規或政策的變化；網易雲音樂上市進程出現波折；新遊戲受歡迎程度及發展不及預期等。

查詢熱線：230 95555
www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



業績 (截至 2020 年 12 月 31 日止年度):

集團 2020 年度實現收入約人民幣 736.67 億元，同比增長 24.4%：

財務數字 貨幣: Default 週期: Fiscal Yearly (FY) 年份選取: 3

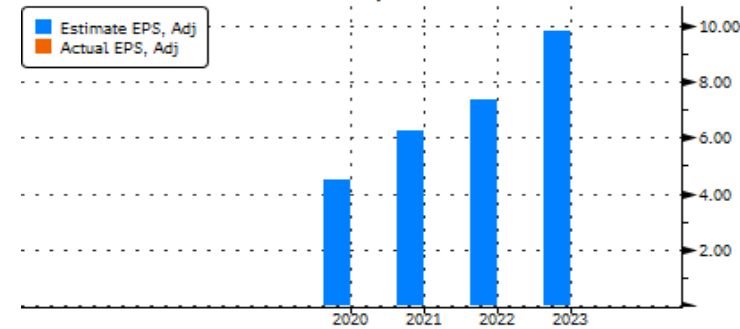
估值比率	Fiscal Year						
	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
市盈率	-	-	-	33.2x	23.7x	20.1x	15.1x
EV/EBIT	20.0x	18.3x	17.2x	24.8x	24.0x	19.2x	15.5x
EV/EBITDA	18.8x	14.9x	14.9x	20.0x	21.7x	17.5x	13.9x
P/S	-	-	-	6.8x	5.7x	4.8x	4.1x
P/B	-	-	-	6.3x	5.8x	4.9x	2.5x
股利率	-	-	-	-	1.4%	1.7%	1.7%
獲利比率 %							
	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
毛利率	56.4	53.4	53.3	52.9	52.5	52.6	52.8
EBITDA 獲利率	31.0	24.0	26.9	24.4	22.6	23.7	25.9
營業率	29.2	19.5	23.3	19.7	19.3	20.1	21.1
獲利率	24.1	12.0	35.8	16.4	19.9	20.1	20.6
資產報酬率	16.6	7.8	21.3	9.5	11.6	12.2	13.4
股本回報率	25.5	13.5	39.8	16.8	17.9	17.7	18.7
槓桿和覆蓋率							
	12/17	12/18	12/19	12/20			
流動比率	2.6	2.0	2.2	2.3			
速動比率	2.0	1.5	2.0	2.1			
EBIT/利息	141.1	31.4	32.9	58.7			
總債務/資本	0.1	0.2	0.2	0.2			
總債務/權益	0.1	0.3	0.2	0.2			
有效稅率 %	15.6	22.2	17.8	19.8			

損益表摘要	2FY	1FY	T12M	FY1 2020	FY1 2019	FY1 2018
收入	104,047	88,100	77,122	73,667	59,241	51,179
經營溢利	20,866	17,009	14,328	14,538	13,791	9,977
稅前淨利	23,316	19,884	16,126	15,372	16,383	11,077
非常項目前收入	20,953	17,552	12,893	12,330	13,469	8,616
淨利潤	18,771	15,752	12,951	12,063	21,238	6,152
非常項目前每股收益	7.38	6.26	-	-	-	-
每股收益	9.79	4.67	-	-	-	-
非常項目前稀釋每股收益	-	-	-	-	-	-
稀釋每股收益	-	-	-	-	-	-
每股股利	2.55	2.09	-	-	-	-
EBITDA	24,704	19,948	17,915	17,996	15,948	12,286
股本回報率	17.65	17.87	-	16.80	39.81	13.53

資料來源：彭博 03/06/2021

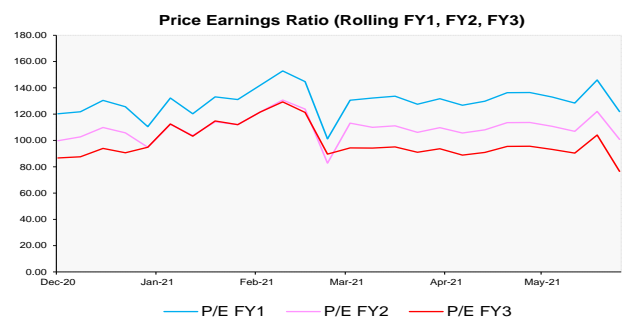
(人民幣百萬元計；資料來源：彭博 03/06/2021)

預測盈利：



資料來源：彭博 03/06/2021

預測市盈率：



資料來源：彭博 03/06/2021

同業市盈率比較：

			定價		表現		評價比率		Price Earnings						
			市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化								
			(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
代碼	公司名稱	次產業	貨幣 (當地)	最小	11,433	-9.9%	-31.6%	72.6x	62.1x	51.1x	39.6x	10.2x	7.9x	5.6x	
				最大	5,843,410	2.9%	47.8%	72.6x	62.1x	51.6x	662.1x	543.9x	71.7x	46.9x	
				平均	1,961,319	-3.0%	6.7%	72.6x	62.1x	51.4x	350.9x	196.1x	35.7x	25.0x	
9999	網易	Interactive Home Entertainme	HKD	593,818	593,818	2.3%	28.8%			32.7x	23.4x	19.8x	14.9x		
700	騰訊控股	Interactive Media & Services	HKD	5,838,612	5,843,410	-1.9%	3.8%	72.6x	62.1x	51.6x	39.6x	34.2x	27.5x	22.5x	
2400	心動公司	Interactive Home Entertainmer	HKD	29,114	29,114	-9.9%	47.8%			51.1x	662.1x	543.9x	71.7x	46.9x	
9990	祖龍娛樂	Interactive Home Entertainmer	HKD	11,433	11,433	2.9%	-31.6%					10.2x	7.9x	5.6x	

資料來源：彭博 03/06/2021

同業股本回報率比較：

			定價		表現		評價比率		Return on Equity %						
			市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化								
			(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
代碼	公司名稱	次產業	貨幣 (當地)	最小	11,433	-9.9%	-31.6%	17.4%	-36.6%	23.5%	-40.8%	2.0%	10.4%	16.4%	
				最大	5,843,410	2.9%	47.8%	33.2%	29.8%	106.6%	28.1%	29.0%	28.9%	30.8%	
				平均	1,961,319	-3.0%	6.7%	25.3%	6.8%	51.6%	-4.1%	16.4%	19.2%	21.9%	
9999	網易	Interactive Home Entertainme	HKD	593,818	593,818	2.3%	28.8%	25.5%	13.5%	39.8%	16.8%	17.9%	17.7%	18.7%	
700	騰訊控股	Interactive Media & Services	HKD	5,838,612	5,843,410	-1.9%	3.8%	33.2%	27.2%	24.7%	28.1%	18.4%	18.3%	18.5%	
2400	心動公司	Interactive Home Entertainmer	HKD	29,114	29,114	-9.9%	47.8%	17.4%	29.8%	23.5%	0.4%	2.0%	10.4%	16.4%	
9990	祖龍娛樂	Interactive Home Entertainmer	HKD	11,433	11,433	2.9%	-31.6%		-36.6%	106.6%	-40.8%	29.0%	28.9%	30.8%	

資料來源：彭博 03/06/2021

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



財務數字摘要：

CNY(百萬)	Fiscal Year	預測數字					預測數字				
		12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
損益表						資產負債表					
收入	59,241	73,667	88,100	104,047	120,338	流動資產總額	85,105	107,891			
- 銷貨成本	27,686	34,684				+ 現金及約當現金項目	3,246	9,117			
毛利	31,555	38,983	46,254	54,696	63,536	+ 短期投資	68,800	84,352			
- 銷售、一般及行政開支 (研究及開發成本)	17,765	24,445				+ 應收帳款及票據	4,169	4,576			
	8,413	10,369				+ 存貨	651	621			
						+ 其他流動資產	8,239	9,164			
經營溢利	13,791	14,538	17,009	20,866	25,445	長期資產總額	27,019	34,044			
- 利息費用	419	248				+ 長期投資	9,294	11,711			
- 匯兌損益	-25	3,112				固定資產總額	12,299	13,944			
- 淨營業外損失(收益)	-2,987	-4,194				累計折舊	3,506	4,437			
稅前淨利	16,383	15,372	19,884	23,316	28,069	+ 固定資產淨額	8,793	9,507			
- 所得稅費用	2,915	3,042				+ 其他長期資產	8,933	12,825			
非常項目前收入	13,469	12,330				流動負債總額	38,243	46,743			
- 非常項目稅後虧損	-7,963	0				+ 應付帳款	1,212	1,134			
- 少數股東權益	194	267				+ 短期借款	17,020	19,836			
非常項前稀釋每股收益						+ 其他短期負債	20,011	25,774			
調整後淨利潤*	13,275	11,923	17,552	20,953	24,838	總長期負債	840	1,337			
調整後每股收益			6.26	7.38	9.82	+ 長期借款	280	475			
每股股利			2.09	2.55	2.59	+ 其他長期借款	560	862			
股利支付比%	70.6	145.7	0.33	0.35	0.26	總負債	39,083	48,081			
總流通股數						+ 長價先股	0	0			
稀釋後在外流通股數						+ 少數股權	11,588	11,667			
息稅折舊攤銷前盈餘(EBITDA)	15,948	17,996	19,948	24,704	31,164	+ 股本及資本公積	3,916	27,832			
*淨收入不包括非經常性損益和 一次性收費。						+ 保單盈餘及其他權益	57,537	54,295			
						股東權益合計	73,041	93,794			
						總負債及權益	112,124	141,875			
						每股帳面價值			25.68	30.11	59.48
						每股有形資產帳面價值					

現金流量	預測數字					比率分析	預測數字				
	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E		12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
淨利	21,238	12,063	15,752	18,771	21,652	評價比率					
+ 折舊及攤銷	1,862	3,458				市盈率		33.2x	23.7x	20.1x	15.1x
+ 其他非現金調整數	-5,525	4,596				EV to EBIT	17.2x	24.8x			
+ 非現金資金變動	-358	4,771				EV to EBITDA	14.9x	20.0x	21.7x	17.5x	13.9x
營業活動現金流量	17,216	24,888				價格/營收			5.7x	4.8x	4.1x
+ 固定資產處分	61	18				價格/帳面價值			5.8x	4.9x	2.5x
+ 資本支出	-1,209	-1,056	-2,305	-2,697	-3,453	股利率			1.4%	1.7%	1.7%
+ 投資增加		-2,408				獲利比率					
+ 投資減少額	407	722				毛利率	53.3%	52.9%	52.5%	52.6%	52.8%
+ 其他投資活動	-21,395	-26,469				EBITDA獲利率	26.9%	24.4%	22.6%	23.7%	25.9%
投資活動現金流量	-22,137	-29,192				營業率	23.3%	19.7%	19.3%	20.1%	21.1%
+ 支付股利	-8,841	-4,280				獲利率	35.8%	16.4%	19.9%	20.1%	20.6%
+ 短期借款變動	2,972	4,041				資產報酬率	21.3%	9.5%	11.6%	12.2%	13.4%
+ 長期借款增加	0	0				股本回報率	39.8%	16.8%	17.9%	17.7%	18.7%
+ 長期借款減少	0	0				槓桿及覆蓋率					
+ 股本增加	11	21,912				流動比率	2.23	2.31			
+ 股本減少	0	-11,491				速動比率	1.99	2.10			
+ 其他融資活動	6,970	-106				利息保障率(EBIT/I)	32.91	58.67			
融資活動現金流量	1,112	10,075				總債務/資本	0.19	0.18			
現金淨變動	-3,809	5,771				總負債/股東權益	0.24	0.22			
自由現金流量 (CFO-CAPEX)	16,007	23,833				其他					
公司自由現金流量	16,352	24,031				資產週轉率	0.60	0.58			
權益自由現金流量	19,039	27,891				應收帳款週轉率	14.50	16.85			
每股可用現金流量						應付帳款週轉率	22.60	29.53			
						存貨週轉率	32.26	54.54			
						有效稅率	17.8%	19.8%			

資料來源：彭博 03/06/2021

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

股份評級準則：

升跌幅	建議評級	內容
>10%	買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅高於 10%
>5% 至 10%	保守性買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 >5-10%
0 至 5%	中性	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 0-5%
< 0%	減持	預測未來 12 個月內股票現價潛在跌幅高於 0%

風險披露

以上資料僅供參考，並不構成及不應被視為對任何人作出認購或出售的要約。招商永隆銀行有限公司（「本公司」）為招商銀行的全資附屬公司。招商局集團內的公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本資料所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因應該等證券或投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。本資料所載資料乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠及準確之資料來源。然而，本公司並無核實所有資料，亦不表示有關資料對閣下所需用途是否準確或完整，故不應加以依賴。本公司並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。本資料所載述的意見、估算及其他資料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投資涉及風險。證券價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本資料提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及／或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

Disclaimer

The above information is for reference only and does not constitute and should not be regarded as any offer to purchase or sell. CMB Wing Lung Bank Limited is the wholly-owned subsidiary of China Merchants Bank. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services. The information herein (including any expression of opinion or forecast) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable and accurate at the date indicated. However, we have not verified all the information and we do not represent that it is accurate or complete for your purpose and it should not be relied upon as such. We may not, and have no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. Opinions, estimates and other information contained herein may be changed or withdrawn without prior notice.

Investment involves risks. The price of securities may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information may not suit every investor's needs. Therefore, an investor should make an appraisal of the risks involved in investing in these products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any decision made is suitable with regards to that investor's circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

查詢熱線：230 95555
www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司