

網易 (9999.HK)

全球手遊行業的領先者，有道 K-12 業務增長空間巨大

香港 | TMT 行業 | 首次覆蓋

16 Nov 2020

投資概要

網易為國內一家領先的互聯網公司

網易為國內一家領先的互聯網公司，成立於 1997 年，以典型的中文門戶網站起家，如媒體及電子郵件服務。2001 年起，公司將其戰略拓展至在線遊戲領域，根據 App Annie 的數據，按 2019 年 iOS 及 Google Play 綜合用戶支出計算，公司現已成為全球第二大移動遊戲公司。2006 年，公司推出智能學習平台有道，有道更於 2019 年在美國紐交所分拆上市。2013 年公司推出音樂流媒體平台網易雲音樂平台。2016 年，公司推出其電商平台嚴選，嚴選為一家主流的自有品牌商品平台。公司的業務主要可分為三大板塊，遊戲、有道以及其他創新業務如網易雲音樂及嚴選。公司於 2000 年在美國納斯達克交易所上市，並於 2020 年於港交所作二次上市。

公司與騰訊的遊戲定位差異

公司與騰訊在遊戲類型定位方面有著明顯的差異。騰訊主打遊戲《王者榮耀》及《和平精英》均為中度遊戲，且具有社交性質。這些遊戲入門門檻相對簡單，男女皆宜，因此擁有較高 MAU 的特質，再加上這些遊戲均背靠微信及 QQ 等社交網絡，故此這兩款遊戲基本壟斷同類型輕中度遊戲市場，市面上基本沒有幾款同類作品。相反，公司自端遊時代便深耕 MMORPG 等重度遊戲，但因重度遊戲用戶平均遊戲時長較高，而且遊戲氦金屬性較高，氦金屬及玩家遊戲時長將直接影響遊戲內角色的強弱，因此重度遊戲的 MAU 較低，但同時卻擁有較高的 ARPU 及較長生命週期的屬性。考慮到騰訊於中輕度遊戲的絕對先天優勢，公司避開與騰訊正面競爭，主打重度遊戲實屬明智選擇。

公司 K-12 線上教育業務初露鋒芒，增長強勁

公司至 2018 年期開始專注 K-12 業務，推出了數款產品針對 K-12 學生，包括有道數學、有道樂讀等使用 AI 技術的學習工具性產品。有道 2019 年更推出專門針對學齡兒童的有道培優小班 APP。此外，公司還提供一系列的 K-12 線上精品課程（包括 K-12 線上課後補習班以及 K-12 線上編程班）。在 K-12 業務商業模式方面，有道依然秉持以學習產品（包括 APP 及其他工具）為用戶的主要引流，而在線課程為公司變現的主要渠道。有道 2019 年的 K-12 付費學生人數為 35.9 萬人，佔有道精品課程總付費學生人數的 43%，該佔比按年更上升了約 24 個百分點，可見公司自 2018 年起的 K-12 業務佈局效果顯著，促使其可充分捕捉國內 K-12 線上教育的高需求及增長潛力。此外，有道於疫情期間通過於央視視頻、B 站等平台合作（聯合央視視頻推出“疫情防控開學第一課”以及聯合 B 站上線直播課程），有效地增加了其於 K-12 線上教育市場的品牌曝光率及知名度，此舉有望進一步加速公司進軍 K-12 在線教育市場及促使其霸佔一定的市場份額。

估值

我們預計公司 2020/2021/2022 年的 Non-GAAP 每股盈利分別為 5.06/5.75/6.53 元人民幣。我們採用了分部求和估值法為公司進行估值。我們推算出公司合理估值為 5,969 億元港元，給予公司目標價 HKD172.8，對應 2020/2021/2022 年的 Non-GAAP 每股盈利 PE 29.85x/26.31x/23.14x。首次覆蓋給予“買入”評級。

風險

1) 新遊戲未能拿下版號 2) 有道發展不及預期 3) 遊戲流水遜預期 4) 創新業務未能尋找合適變現模式

買入（首次）

現價 HKD 139.40

(現價截至 11 月 12 日)

目標價 HKD 172.80 (+24%)

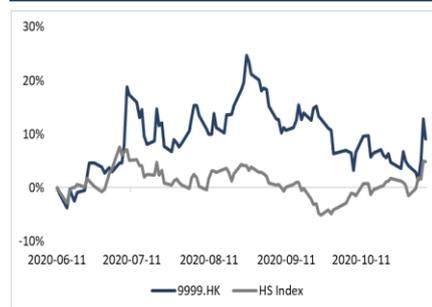
公司資料

普通股股東(百萬股):	3,455
市值(港幣百萬元):	483,255
52 周最高價/最低價(港幣元):	167.0/125.0

主要股東 %

丁磊	44.70%
Orbis Investment Management	5.10%

股價 & 恒生指數



Source: Wind, Phillip Securities (HK) Research

財務資料

CNY mn	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Net Sales	59,241	71,588	83,375	96,643
Net income	21,238	14,518	16,872	19,592
EPS	6.59	4.20	4.88	5.67
P/E, x	18.6	29.2	25.1	21.6
Non-GAAP NI	15,663	17,499	19,853	22,573
Non-GAAP EPS	4.86	5.06	5.75	6.53
Adj. P/E, x	25.2	24.2	21.3	18.8
BVPS	19.42	27.56	31.27	35.58
P/BV, x	6.4	4.5	3.9	3.4
ROE, Adj (%)	25.0	18.4	18.4	18.4
ROA, Adj (%)	14.0	11.9	12.3	12.6

(現價截至 11 月 12 日)

Source: 公司數據, Phillip Securities Est.

研究員

趙明志 (+ 852 2277 6514)

kevinchiu@phillip.com.hk

行業概況及預測

中國手遊海外市場

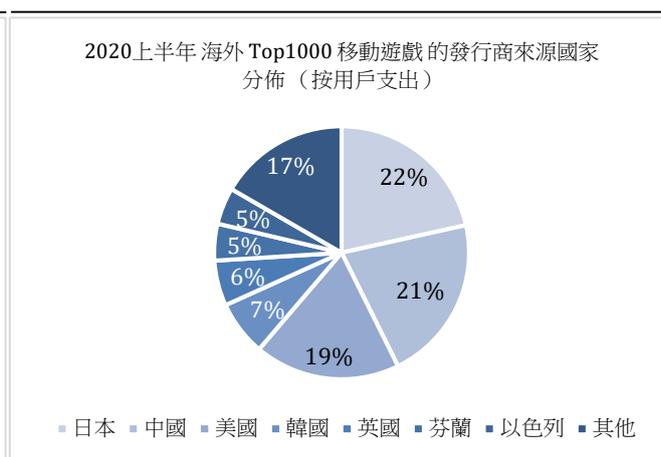
近年不少手遊公司陸續開始部署其海外市場業務，主要因為 1) 海外手遊市場發展潛力巨大，成熟市場如歐美日韓等地區手遊滲透率尚有上升空間，而發展中市場的手遊玩家及 ARPU 仍有巨大提升空間。相反，中國手遊市場已進入成熟期，增長亦明顯較此前緩慢。2) 中國遊戲市場實屬政策性行業，國家相關部門於 2018-2019 年發佈了多項遊戲監管措施（包括對未成年人的監管以及遊戲時長限制），並於 2018 年一度暫停對遊戲版號的審批，對國內遊戲行業影響巨大。儘管目前版號審批已恢復，但未來中國的手遊市場仍存在一定的政策風險。相反，海外市場遊戲目前普遍僅通過“遊戲分級制”來進行監管，即使用針對不同年齡段玩家適用遊戲的分級標準來監管。由此可見，海外遊戲市場的政策變化風險及監管強度明顯較國內市場低，因此拓展海外市場將有助中國手遊行業參與者減少政策風險。根據弗若斯特沙利文，2014 年至 2018 年中國海外手遊市場的規模錄得複合年增長率 57.5% 的顯著增長，且預計 2018 年至 2023 年將以複合年增長率 20.0% 的速度增長。目前中國手遊出海已取得優異的成績，根據出海研究院統計，在 2019 年美國 Google Play Store 免費榜及暢銷榜 Top 100 中，來自中國的 App 已分別佔據 15 個及 20 個名額。而在 2019 年韓國手遊暢銷榜 Top 100 中，共有 30 款中國手遊。根據 App Annie 數據，2020H1 中國出海手遊商在海外市場的市佔率按年提升了 2.9ppt，達至 21.2%，只僅此於日本的 21.5%。

圖一：中國海外手遊市場規模（億元人民幣）



來源：弗若斯特沙利文, PSHK

圖二：2020 上半年海外手遊市場市佔率

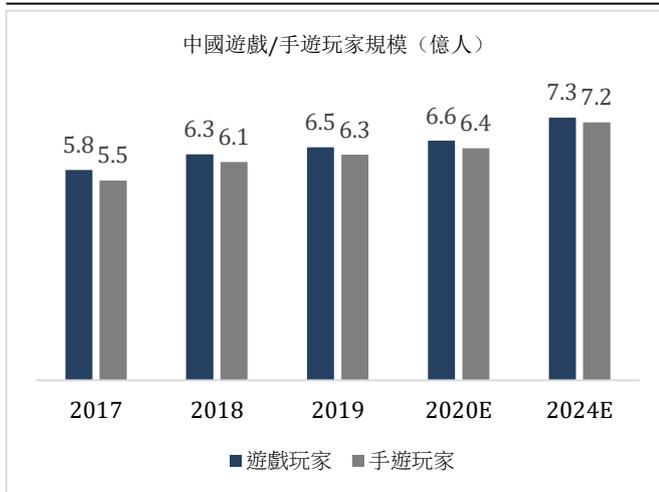


來源：App Annie, PSHK

中國遊戲買量市場

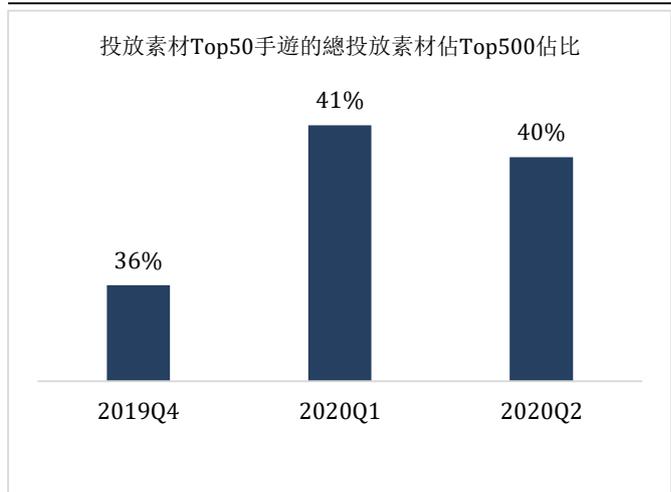
買量（即購買流量以作遊戲推廣）目前已是遊戲發行過程中不可或缺的一部分。近年來，中國遊戲市場用戶增長逐漸緩慢，根據弗若斯特沙利文，中國遊戲玩家/手遊玩家數量 2019 年至 2024 年 CAGR 預計將為 2.4%/2.7%。即使在疫情影響的背景下，中國遊戲玩家規模增長依舊緩慢，根據《2020 年度 1-6 月中國遊戲產業報告》，中國 2020 年上半年遊戲玩家規模為 6.57 億人，同比僅上升了 1.97%。國內用戶增長紅利的逐漸消退意味著對於遊戲商而言，獲客難度亦相對提升。另一方面，根據熱雲數據，2020 年 Q1/Q2 中國投放素材量 Top50 手遊的總投放素材量佔中國投放素材量 Top500 手遊的總投放素材量約 41%/40%，對比 2019Q4 的 36% 大幅提升了 5ppt/4ppt，意味著買量市場逐漸頭部化。根據 DataEye-ADX 平台，騰訊旗下遊戲《亂世王者》於 2020 年上半年遊戲買量榜單上排名第 13，此前騰訊甚少出現於買量市場中，騰訊旗下遊戲流量主要靠其多元化的自有渠道，《亂世王者》卻是騰訊首款的買量遊戲。遊戲商獲客難度的提升再加上頭部遊戲商入局中國買量市場等種種原因導致近期買量市場成本急速上升。

圖三：中國遊戲/手遊玩家規模



來源：弗若斯特沙利文, PSHK

圖四：投放素材 Top50 手遊的總投放素材佔 Top500 佔比

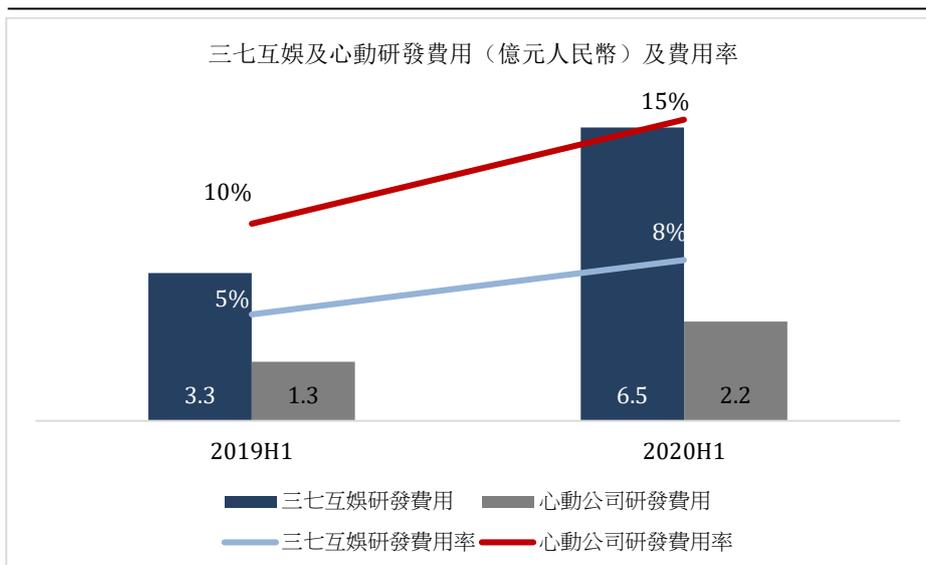


來源：熱雲數據, PSHK

遊戲市場精品化是大勢所趨，加強遊戲研發能力是手遊商的生存之道

在買量成本高企的大環境下，遊戲研發能力以及遊戲質量變得尤其重要。買量成本的上升一方面將擠壓非精品遊戲的生存空間，另一方面亦令手遊商更加重視遊戲本身的質量以獲客及留存用戶。再加上隨著玩家消費日益理性，遊戲商能否透過提供優質遊戲以挖掘存量用戶價值將成為關鍵所在。此外，隨著國家對遊戲監管逐漸規範，版號審批亦較此前更為嚴謹，倒逼遊戲精品化，手遊商將提升遊戲生命週期以應對版號審批越趨嚴謹的問題。以上種種原因紛紛推動遊戲行業精品化，我們認為增加遊戲研發投入及加強遊戲研發能力為手遊商的唯一生存之道。以三七互娛（A股上市公司）及心動公司（港股上市公司）為例，三七互娛/心動公司 2020H1 的研發費用分別為 6.45/2.18 億元人民幣，按年上升 99%/68%，研發費用率亦分別按年上升 2.7ppt/5.5ppt。

圖五：三七互娛及心動研發費用及費用率

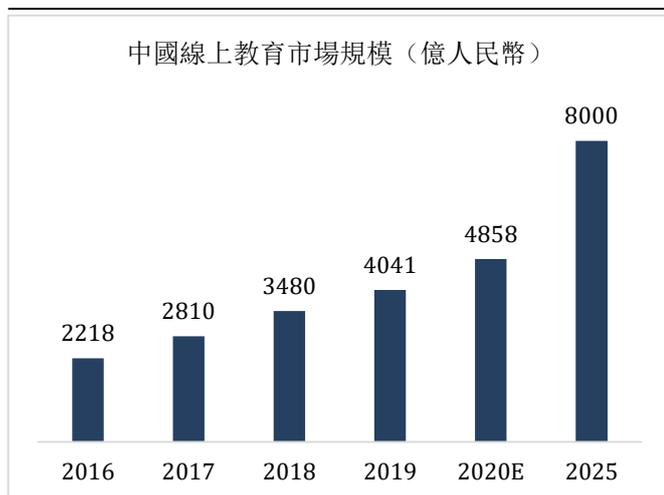


來源：Wind, PSHK

疫情普及了中國線上教育

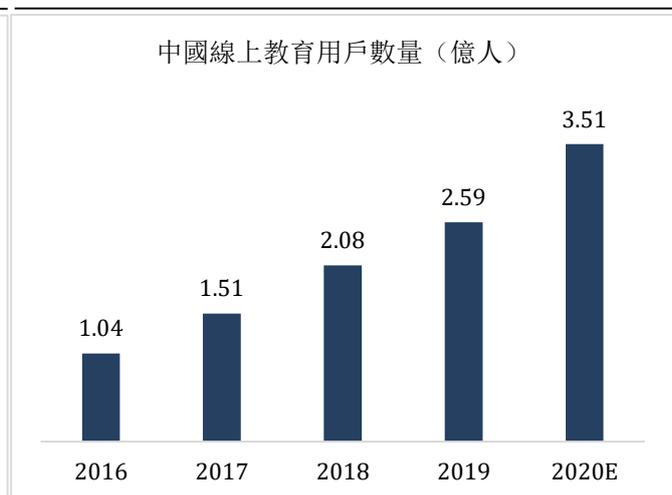
中國線上教育市場過往一直保持穩定增長，根據艾媒諮詢，中國線上教育市場規模從 2016 年的 2,218 億元人民幣上升至 2019 年的 4,041 億元人民幣，期內 CAGR 為 22.1%。受到疫情的影響，中國線上教育市場規模將加速發展，預計該規模於 2020 年將達至 4,858 億元人民幣，同比增長 20.2%。該行業預計於未來將受惠於人工智能及大數據等技術的升級，規模將穩步增長，預計將於 2025 年達至約 8000 億元人民幣。此外，受疫情及“停學不停課”政策影響，傳統院校也紛紛使用線上教育來進行教學，此舉大大提升了線上教育用戶規模及線上教育的滲透率，尤其是 K-12 階段的教學。根據艾媒諮詢，預計中國線上教育用戶規模將於 2020 年達至 3.51 億人，同比增長 36%。此外，近期有不少政策扶持在線教育行業，包括於 2019 年下半年發佈的《關於促進在線教育健康發展的指導意見》提及要推進“互聯網+教育”概念及加強在線教育人才培養。近期，五中全會通過的十四五規劃更首次提及“要發揮線上教育優勢，完善終身學習體系，建設學習型社會”。

圖六：中國線上教育市場規模



來源：艾媒諮詢，PSHK

圖七：中國線上教育用戶數量



來源：艾媒諮詢，PSHK

K-12 線上教育市場增長潛力最為突出

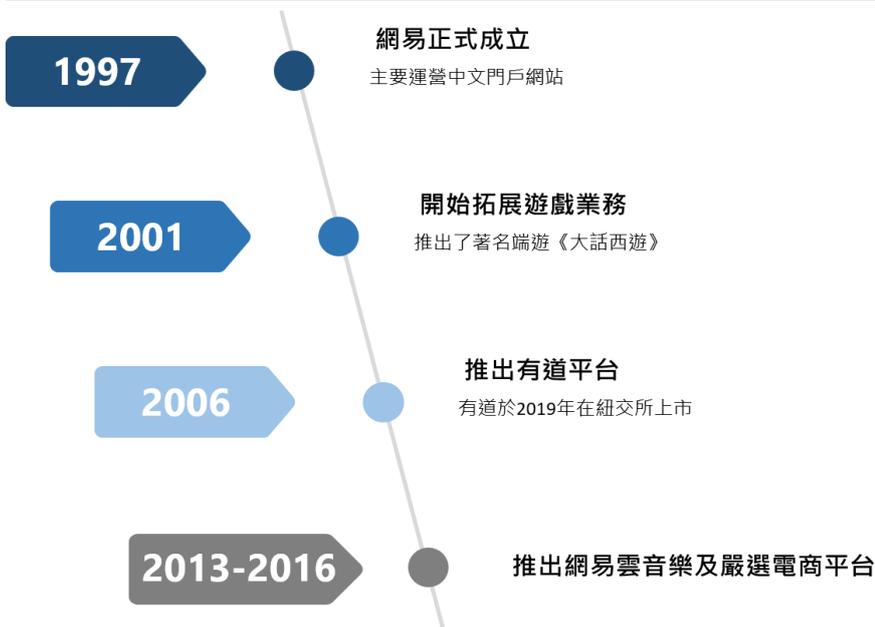
目前線上教育市場主要可分為 5 大細分領域，分別為早幼教、K-12 教育、高等教育、素質教育以及職業培訓。根據艾媒諮詢，對比其他細分領域，K-12 線上教育市場需求較大，線上教育滲透率也較高，主要原因為 1) 國內社會對孩子教育的重視度逐漸提升 2) 中國家庭可支配收入的提升 3) 中國 K-12 年齡段的孩子對互聯網的熟悉度不斷提高以及 4) 國內中小學升學的壓力逐漸提升。另一方面，根據中國科學院數據，受疫情以及“停學不停課”的政策影響，中國 K-12 線上教育滲透率於 2020 年 3 月份已達至巔峰水平，約為 85%，雖然隨著疫情逐漸受控以及國內 K-12 的復學，該滲透率將會大幅下降，但大部分 K-12 學生已於疫情期間養成了使用線上教育平台的習慣，因此國內 K-12 線上教育市場預計在疫情消退後仍能保持較高的滲透率。根據中國科學院數據，預計 2020 年的 K-12 線上滲透率將達至 35%，且預計將於 2022 年達至 55%。此外，目前 K-12 線上教育人群的分佈主要位於一二線城市，三四五線城市的合共市佔率為 23%（根據中國科學院），但隨著三四五線城市的教育消費力逐漸提高以及三四五線人民對線上教育認知度的提升，三四五線城市的 K-12 線上教育市場規模將會實現翻倍式的增長，實屬藍海市場。基於以上原因，我們認為 K-12 線上教育市場未來增長潛力巨大。

公司概况及競爭優勢

網易為國內一家領先的互聯網公司

網易為國內一家領先的互聯網公司，成立於 1997 年，以典型的中文門戶網站起家，如媒體及電子郵件服務。2001 年起，公司將其戰略拓展至在線遊戲領域，根據 App Annie 的數據，按 2019 年 iOS 及 Google Play 綜合用戶支出計算，公司現已成為全球第二大移動遊戲公司。2006 年，公司推出智能學習平台有道，有道更於 2019 年在美國紐交所分拆上市。2013 年公司推出音樂流媒體平台網易雲音樂平台。2016 年，公司推出其電商平台嚴選，嚴選為一家主流的自有品牌商品平台。公司的業務主要可分為三大板塊，遊戲、有道以及其他創新業務如網易雲音樂及嚴選。公司於 2000 年在美国納斯達克交易所上市，並於 2020 年於港交所作二次上市。

圖八：公司發展歷程



來源：公司, PSHK

圖九：公司產品矩陣



來源：公司招股書

網易遊戲業務

全球第二大的移動遊戲公司

公司 2001 年開始部署其遊戲業務，並專注於端遊研發，2001 年 12 月推出其首款 MMORPG 端遊《大話西遊》，隨後公司於 2002 年 8 月推出《大話西遊 2》，並於 2004 年 1 月推出第二款原創 MMORPG《夢幻西遊》端遊。《大話西遊 2》及《夢幻西遊》分別於 2013 年升級為《大話西遊 2 經典版》和《夢幻西遊電腦版》，而截至目前，這兩款遊戲仍備受玩家喜愛且仍為公司貢獻穩定收入。2013 年，公司為捕捉手遊市場的高增長，開始拓展其遊戲業務至移動遊戲，並於同年推出其首款手遊《夢幻西遊 2 口袋版》。目前公司的商業模式為“手遊為主，端遊為輔”，2019 年手遊佔總遊戲收入佔比高達 71%。截止 2019 年底，公司已發行超過 100 款手遊（自研+代理發行），遊戲種類多樣，包括 MMORPG、CCG（集換式卡片遊戲）、第一人稱射擊遊戲、對抗競技類遊戲和 SLG 遊戲等。其中最受玩家喜愛的絕對是公司自主研發及“端轉手”的《夢幻西遊手遊》和《大話西遊手遊》。代理遊戲僅佔公司遊戲收入的一小部分，2017/2018/2019 年的代理遊戲佔遊戲收入佔比分別為 10.8%/9.5%/9.6%。

圖十：公司核心的自主研發手遊

遊戲	類型	上線時間	遊戲	類型	上線時間 重大更新日期	
夢幻西遊 2 口袋	回合制 MMORPG	2013 年 7 月	端遊	大話西遊 2 經典版（大話西遊 2 全面升級版本）	2002 年 8 月	
夢幻西遊手遊	回合制 MMORPG	2015 年 3 月			2013 年 9 月	
大話西遊手遊	回合制 MMORPG	2015 年 9 月		夢幻西遊電腦版（前稱夢幻西遊 2）	2004 年 1 月	
率土之濱	三國題材 SLG	2015 年 10 月			2013 年 7 月	
陰陽師	CCG 及 RPG	2016 年 9 月		新倩女幽魂（倩女幽魂 2 的新版本）	2012 年 4 月	
荒野行動	對抗競技	2017 年 11 月			2015 年 9 月	
第五人格	對抗競技	2018 年 4 月		逆水寒	3D MMORPG、 經典古裝設定	2018 年 6 月
夢幻西遊三維版	3D MMORPG	2019 年 12 月				

來源：公司，PSHK

公司自研的手遊於上線後均獲得良好的表現。根據 App Annie 數據，公司旗下共有 4 款遊戲於 2020 年 9 月份打進了 IOS 中國遊戲收入 Top10 榜單，這 4 款遊戲分別為《夢幻西遊》（第 4 名）、《大話西遊》（第 8 名）、《率土之濱》（第 5 名）以及《陰陽師》（第 6 名）。

圖十一：App Annie 9 月中國 IOS 遊戲收入排名

#	收入排行	公司
1	Honour of Kings (王者榮耀)	Tencent (騰訊)
2	Game For Peace (和平精英)	Tencent (騰訊)
3	Sangokushi Strategy (三國志戰略版)	Alibaba Group (阿里巴巴集團)
4	Fantasy Westward Journey (夢幻西遊)	NetEase (網易) 37games (三七互娛)
5	All Within The Boundaries (率土之濱)	NetEase (網易) VNG Entermate GAME Dreamer (晶綉科技)
6	Onmyoji (陰陽師)	NetEase (網易) ZQGame (中青寶) Mamba Interactive (曼巴互娛)
7	Three Kingdoms Fantasy Land (三國志幻想大陸)	Alibaba Group (阿里巴巴集團)
8	Westward Journey Online (大話西遊)	NetEase (網易) 37games (三七互娛)

來源：App Annie，PSHK

《夢幻西遊》為公司第一款“現象級”手遊，上線於 2015 年 3 月 15 日，上線僅 2 小時即登頂 iOS 免費榜首位，上線 11 小時即登上 iOS 暢銷榜第一。3 月 28 日起更霸佔了 iOS 16 個榜單的首位，包括 iPhone 動作遊戲暢銷榜、iPad 總暢銷榜、iPad 遊戲暢銷榜、iPad 動作遊戲暢銷榜等，此後更長期獨攬 iOS 暢銷榜首位。截止目前，遊戲仍穩定保持於中國 iOS 遊戲暢銷榜 Top10。

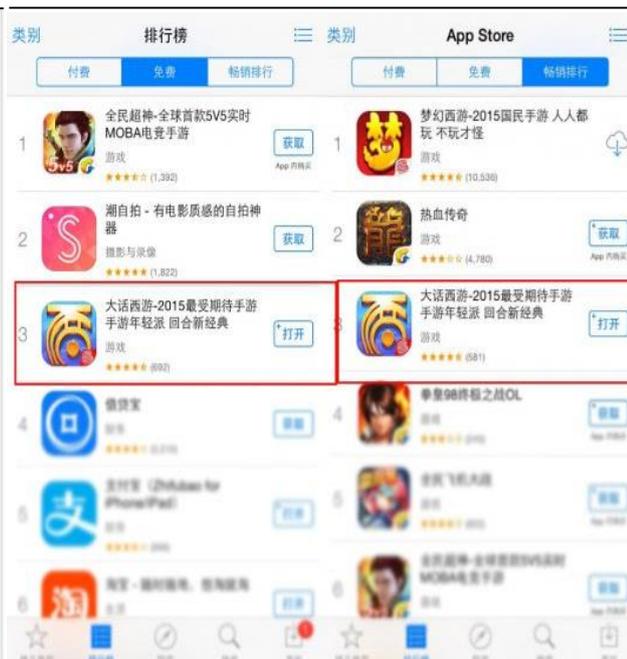
《大話西遊》為公司第二款“現象級”手遊。《大話西遊》手遊是基於端遊《大話西遊》打造的回合制 MMORPG 手遊，於 2015 年 9 月 10 日上線，上線後不到一天即登 App Store 暢銷榜及免費榜第三位。截至目前，該遊戲持續保持中國 iOS 遊戲暢銷榜 Top20。

圖十二：《夢幻西遊手遊》霸佔中國 iOS 16 個榜單



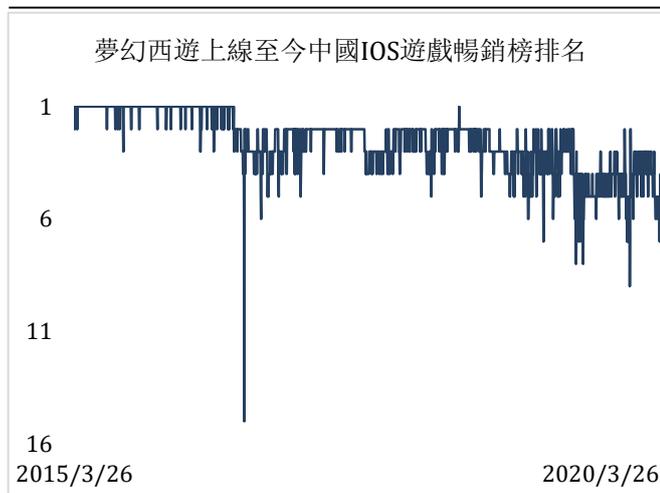
來源：應用雷達，遊戲陀螺

圖十三：《大話西遊手遊》上線首日中國 iOS 排名



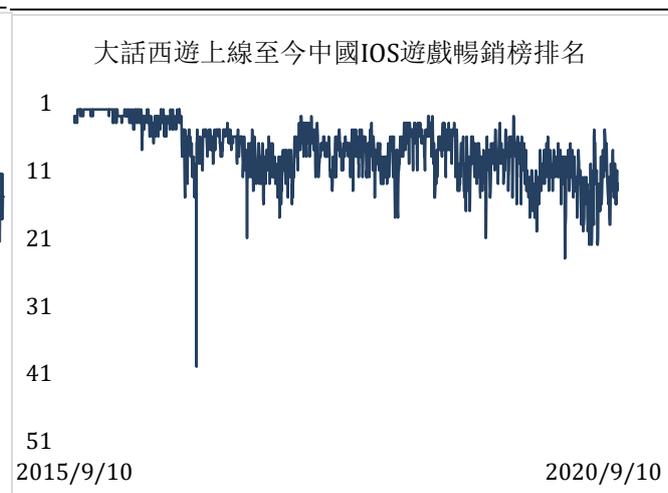
來源：App store

圖十四：夢幻西遊手遊上線至今中國 iOS 遊戲暢銷榜排名



來源：七麥數據，PSHK
截止 2020 年 10 月 31 日

圖十五：大話西遊手遊上線至今中國 iOS 遊戲暢銷榜排名

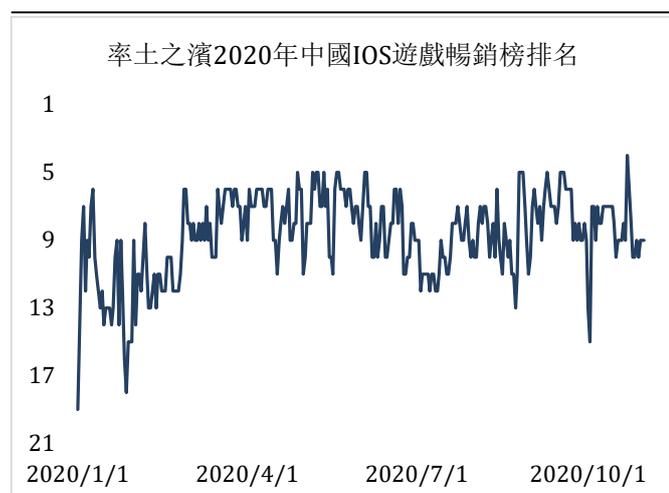


來源：七麥數據，PSHK
截止 2020 年 10 月 31 日

《率土之濱》為公司一款以三國為題材的 SLG 遊戲，於 2015 年 10 月上線，當時國內 SLG 市場並沒如今的火爆，公司可算是其中首位開拓國內 SLG 市場的遊戲商。遊戲上線初期表現並沒有像其他爆款遊戲一樣制霸多個榜單，該遊戲上線後 2 個月才首次登上 IOS 遊戲暢銷榜 Top40。話需如此，《率土至濱》完美展現出 SLG 遊戲高生命週期及穩定流水的特質，上線後 5 年一直保持穩定表現，上線後在 IOS 暢銷榜排名逐步上升，從上線後第一年的平均排名 Top50 到第二年的 Top35，再到第三年的 Top25，目前排名穩定保持於 Top20，甚至多次打進 Top10。

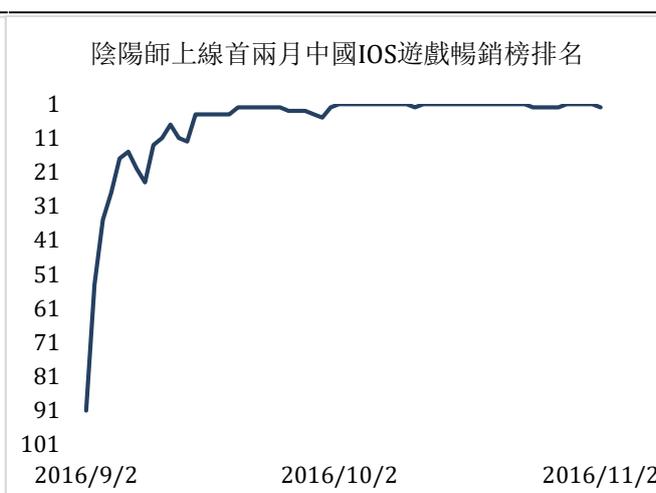
《陰陽師》為一款 RPG+CCG 手遊，於 2016 年 9 月 2 日上線 IOS 平台，同年 9 月 9 日，全平台公測。遊戲上線後一段時間就登頂 IOS 暢銷榜第一名，10 月份更霸榜兩週。

圖十六：2020 年初至今率土之濱中國 IOS 暢銷榜排名



來源：七麥數據，PSHK
截止 2020 年 10 月 31 日

圖十七：《陰陽師》上線首月的中國 IOS 暢銷榜排名



來源：七麥數據，PSHK
截止 2020 年 10 月 31 日

公司的遊戲儲備

根據公司官網披露，公司目前共有數十款遊戲儲備，遊戲品類及玩法多樣。其中包括著名 IP《哈利波特》、《POKEMON》、《遊戲王》等所衍生的手遊如《哈利波特：魔幻覺醒》、《寶可夢大探險》、《遊戲王：決鬥鏈接》等。遊戲類型包括 RPG、策略、卡牌、MMOPRG 等。

圖十八：公司頭部遊戲儲備

遊戲	類型	TapTap 評分	TapTap 預約人數
哈利波特：魔幻覺醒	策略、卡牌	6.2	490,823
寶可夢大探險	RPG、收集、放置	6.4	160,310
遊戲王：決鬥鏈接	卡牌	7.2	268,920
暗黑破壞神：不朽	ARPG	7.2	1,137,747
陳情令	古風、RPG	3.9	36,692
代號 MOON	二次元、RPG	7.9	48,853
戰三國八陣奇謀	策略、三國	8.3	44,446

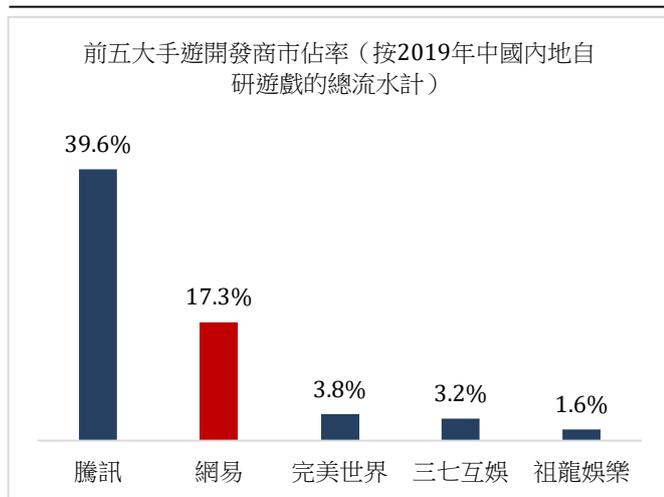
來源：公司官網，TapTap，PSHK
截止 2020 年 11 月 2 日

公司於 MMORPG 等重度遊戲類型有著絕對的龍頭地位

公司絕大部分的頭部遊戲均為 MMORPG 遊戲，如《夢幻西遊手遊》、《大話西遊手遊》等。根據弗若斯特沙利文，按 2019 年中國內地自研遊戲的總流水計，公司為全中國第二大移動遊戲開發商，市佔率為 17.3%。若單按 2019 年中國內地自研 MMORPG 的總流水，公司為全中國第一大移動遊戲開發商，市佔率為 33.0%。以上數據足以展現公司行業內首屈一指的研發能力，在 MMORPG 類型更是一枝獨秀，擁有行業絕對領先的研發技術及團隊。根據弗若斯特沙利文，對比其他手遊品類，MMORPG 手遊在中國擁有最高的市佔率，未來市場規模增長更高於所有手遊類型，預計 MMORPG 市場 2019-2024 年的 CAGR 為 19.7%，遠超手遊市場平均的 11.7%。此外，在眾多的遊戲品類中，MMORPG 遊戲更擁有較長平均生命週期、最高的 ARPU 以及最高的用戶年均付費率。公司前瞻性地佈局及深耕 MMORPG 遊戲領域，有望可成為未來 MMORPG 手遊市場規模高增長的其中主要受惠者。

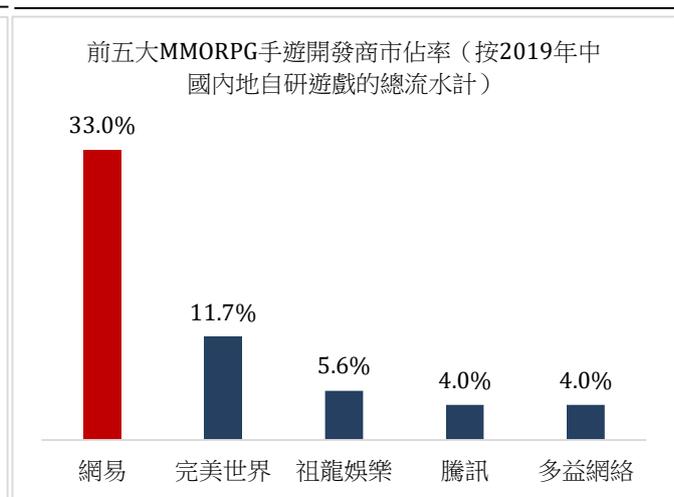
公司與騰訊（另一遊戲龍頭）在遊戲類型定位方面有著明顯的差異。騰訊主打遊戲《王者榮耀》及《和平精英》均為中度遊戲，且具有社交性質。這些遊戲入門門檻相對簡單，男女皆宜，因此擁有較高 MAU 的特質，再加上這些遊戲均背靠微信及 QQ 等社交網絡，故此這兩款遊戲基本壟斷同類型輕中度遊戲市場，市面上基本沒有幾款同類作品。相反，公司自端遊時代便深耕 MMORPG 等重度遊戲，但因重度遊戲用戶平均遊戲時長較高，而且遊戲氪金屬性較高，氪金量及遊戲時長將直接影響遊戲內角色的強弱，因此重度遊戲的 MAU 較低，但同時卻擁有較高的 ARPU 及較長生命週期的屬性。考慮到騰訊於中輕度遊戲的絕對先天優勢，公司避開與騰訊正面競爭，主打重度遊戲實屬明智選擇。

圖十九：前五大中國手遊開發商市佔率



來源：弗若斯特沙利文, PSHK

圖二十：前五大中國 MMORPG 手遊開發商市佔率



來源：弗若斯特沙利文, PSHK

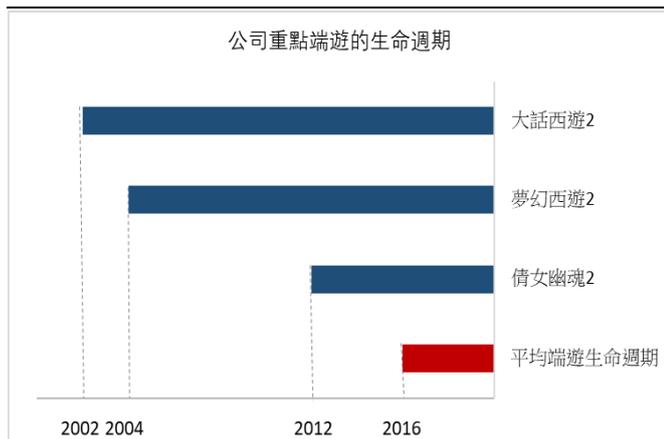
公司強大的遊戲研發及運營能力

截止 2019 年底，公司共有超過 10,000 名研發人員，包括程序員、網絡工程師及平面設計師。研發人員佔公司總員工佔比約 50%。公司擁有兩款自有遊戲引擎，NeoX 和 Messiah，公司的自有引擎為其研發團隊帶來更大的靈活性及自主性，使得公司可順利完成“端轉手”的轉型。公司的自研遊戲的收入佔其總遊戲收入的絕大部分，2019 年自研遊戲收入佔比約為 90%。公司強大的研發能力促使公司不斷打造出爆款產品，從 2015 年的“夢幻西遊”及“大話西遊”到 2016/2017 年上線的“陰陽師”及“荒野行動”。目前公司正於暴雪（美股上市公司）合作開發遊戲《暗黑破壞神®：不朽 TM》，這是暴雪以其代表作《暗黑破壞神》（Diablo）系列進軍手遊的里程碑產品。公司亦於 2019 年在加拿大成立遊戲工作室，藉此進一步增強其全球研發能力。

另一方面，公司一直高度關注產品的生命週期和可擴展性。根據騰訊遊戲學院，一款端遊的平均生命週期為 3-5 年，但公司旗下端遊《大話西遊》及《夢幻西

遊》分別於 2002/2004 年上線，截止目前，這兩款遊戲已分別穩定運營了 18/16 年，遠高於行業平均，主要歸功於公司對遊戲的運營維護，這兩款遊戲均於 2013 年上線了重大更新版本，促使遊戲玩家對遊戲保持新鮮感，減低 ARPU 的衰退。至於手遊方面，根據弗若斯特沙利文，中國手遊的平均生命週期為 3-12 個月，但公司旗下的主打手遊《夢幻西遊手遊》、《大話西遊手遊》、《率土之濱》及《陰陽師》等均已上線了 4-5 年，但仍穩定保持於中國手遊收入排行榜前 10 名。

圖二十一：公司重點端遊生命週期



來源：公司，騰訊遊戲學院, PSHK

圖二十二：公司重點手遊生命週期

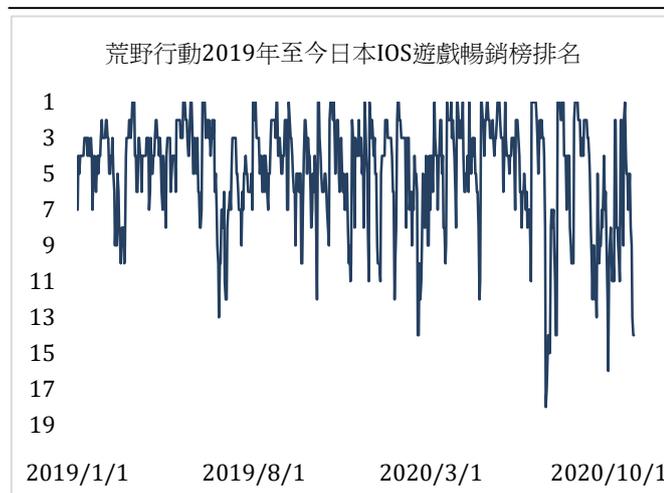


來源：公司，沙利文, PSHK

公司遊戲於全球的影響力

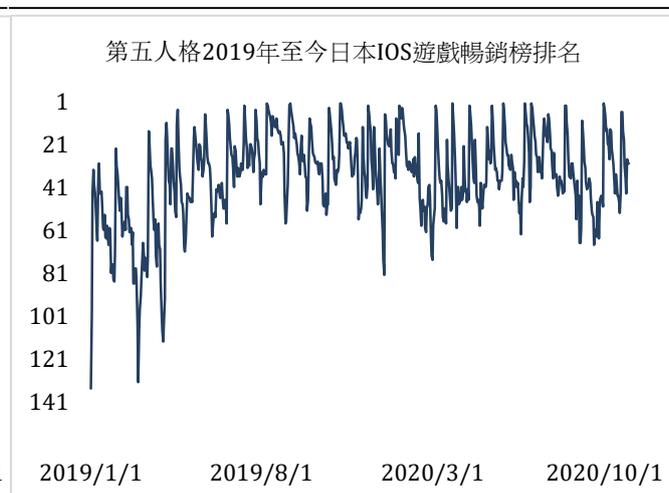
公司近年不斷積極地進行全球擴張，至 2015 年起，公司已於海外市場推出超過 50 款手遊。憑藉公司產品 IP 巨大的影響力以及本土化運營/買量/營銷策略，不少遊戲已於海外市場（包括最難撬動的日本市場）錄得亮眼表現。其中包括 1) 《荒野行動》至 2017 年在日本市場推出，便備受日本玩家喜愛，多次登上日本區 IOS 暢銷榜榜首。該款遊戲於 2020 年（遊戲上線 3 年後）仍穩定保持日本 IOS 暢銷榜 Top20，並多次登上榜首。2) 《第五人格》2018 年於日本市場上線，2019 年 9 月亦登上日本 IOS 暢銷榜第一。3) 2019 年底於多個東南亞市場推出的《漫威超級戰爭》亦囊括多個地區的 iOS 下載榜榜首。我們預計公司未來將於海外地區上線更多遊戲，包括與動視暴雪合作研發的《暗黑破壞神：不朽》及自研手遊《哈利波特：魔幻覺醒》等重磅遊戲。目前公司海外遊戲收入佔比較低，2019 年海外遊戲收入僅佔公司總遊戲收入的 11%，未來具有較大的增長空間。

圖二十三：荒野行動 2020 年日本 IOS 遊戲暢銷榜排名



來源：七麥數據, PSHK
截止 2020 年 10 月 31 日

圖二十四：第五人格 2020 年日本 IOS 遊戲暢銷榜排名



來源：七麥數據, PSHK
截止 2020 年 10 月 31 日

公司 IP 的多渠道變現能力

公司旗下擁有多個原創 IP，包括《大話西遊》、《夢幻西遊》、《陰陽師》等。公司更將其原創 IP 與遊戲、動漫、影視等娛樂內容形式結合，打造了一個完整的 IP 生態鏈。IP 生態鏈為公司原創 IP 實現多渠道變現。以陰陽師為例，公司除了基於陰陽師 IP 打造了 3 款遊戲《決戰！平安京》（MOBA 遊戲）、《陰陽師：百聞牌》（CCG）及《陰陽師妖怪屋》（模擬遊戲），公司更基於陰陽師 IP 製造了一部電影（侍神令）、兩部音樂劇（大江山之章、平安繪卷）、多部動漫，及推出了一家以陰陽師 IP 為主題的咖啡店。基於同 IP 打造的不同娛樂內容形式不但可有效地為 IP 實現多渠道變現，更可大大提升該 IP 的影響力，從而提升公司 IP 遊戲（主要業務）的受歡迎度。

圖二十五：侍神令電影宣傳圖片



來源：Google，PSHK

圖二十六：陰陽師主題咖啡店宣傳圖片



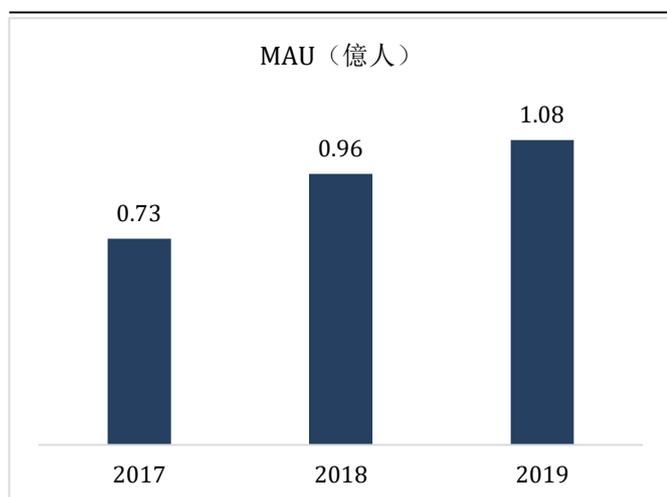
來源：公司官網，PSHK

有道業務

有道的兩大收入來源為學習服務及產品業務及在線市場服務業務

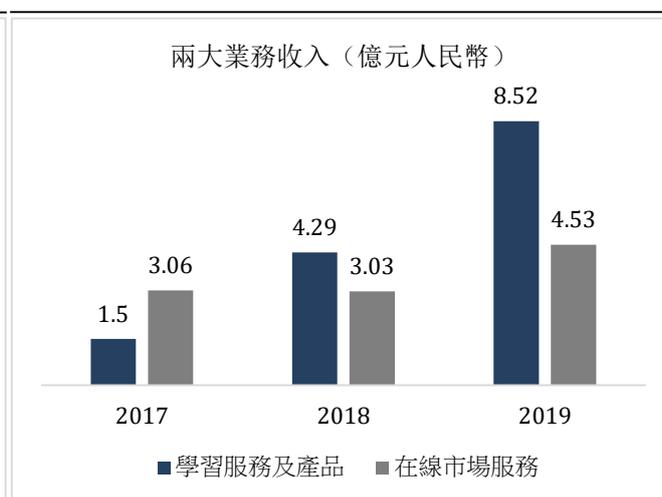
公司於2006年成立有道，並於2007年推出旗艦產品有道詞典，截止目前，有道詞典仍是中國擁有最多活躍用戶的其中一款語言類APP。有道詞典為公司吸引了巨大的用戶群體，憑藉詞典強大的品牌，公司隨後推出了其他學習服務，包括在線課程以及互動學習程序，以滿足學前、中小學和大學生以及成人用戶的終身學習需求。除了提供學習服務及產品，有道同時也提供不同形式的廣告服務（在線市場服務），因此公司兩大收入來源分別為學習服務及產品業務和在線市場服務業務。2017/2018/2019的學習服務及產品業務收入佔總有道收入佔比分別為32%/59%/65%，收入佔比有著按年逐漸上升的態勢。有道在2019年10月於美國納斯達克交易所上市。有道2019年全球的平均MAU約為1.08億人，並在國內及海外多個市場均取得成功。11月5日，中國品質認證中心為四家國內在線教育機構頒發了首個國家級在線教育服務認證證書，有道旗下精品課程獲頒“在線教育服務認證”5A級認證證書。

圖二十七：有道 MAU



來源：有道年報，PSHK

圖二十八：有道兩大業務收入明細



來源：有道年報，PSHK

圖二十九：有道學習服務及產品業務的產品矩陣



來源：公司招股書

學習服務及產品業務

有道的學習服務及產品業務主要包括在線課程（如有道精品課程、中國大學MOOC等）、銷售智能產品（有道詞典筆）以及APP付費增值服務（如有道翻譯官）。有道學習服務及產品業務收入近年來迅速增長，從2017年的1.5億元人民幣增長至2019年的8.5億元人民幣，期間CAGR為138%。其中，在線課程的收入佔比佔學習服務及產品業務總收入的絕大部分，在線課程的2017/2018/2019年收入分別為1.15/3.29/6.08億元人民幣，佔學習服務及產品業務總收入的77%/77%/71%。有道在線課程2019年的收入同比接近翻倍，主要因為1）K-12付費學生的同比強勁增長，2019年註冊付費學生人數約為35.9萬人，同比

大增 185.2%。2) 有道精品課程 2019 年的客單價同比大漲 61%，達至 899 人民幣。

圖三十：有道精品課程客單價



來源：有道年報，PSHK

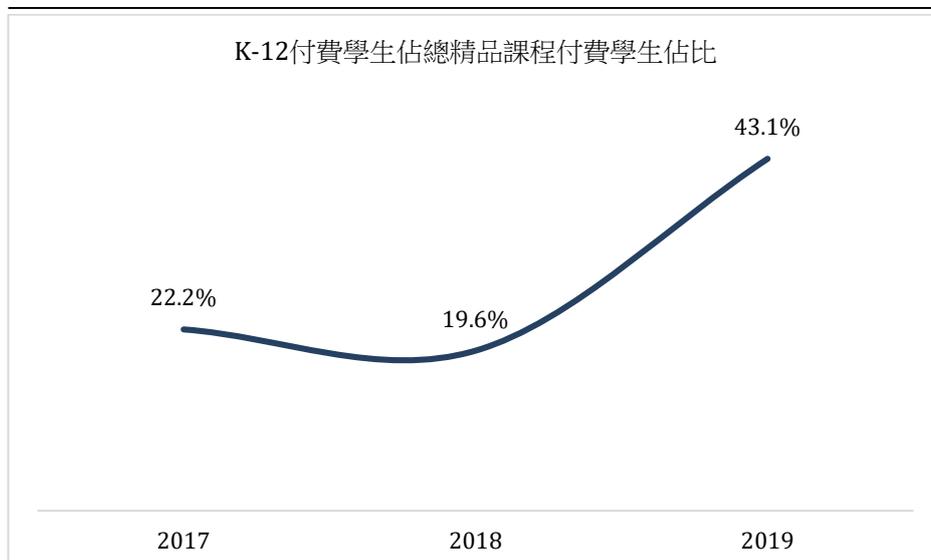
圖三十一：公司 K-12 註冊付費學生人數



來源：有道年報，PSHK

公司至 2018 年期開始專注 K-12 業務，推出了數款產品針對 K-12 學生，包括有道數學、有道樂讀等使用 AI 技術的學習工具性產品。有道 2019 年更推出專門針對學齡兒童的有道培優小班 APP。此外，公司還提供一系列的 K-12 線上精品課程（包括 K-12 線上課後補習班以及 K-12 線上編程班）。在 K-12 業務商業模式方面，有道依然秉持以學習產品（包括 APP 及其他工具）為用戶的主要引流，而在線課程為公司變現的主要渠道。有道 2019 年的 K-12 付費學生人數為 35.9 萬人，佔有道精品課程總付費學生人數的 43%，該佔比按年更上升了約 24 個百分點，可見公司自 2018 年起的 K-12 業務佈局效果顯著，促使其可充分捕捉國內 K-12 線上教育的高需求及增長潛力。此外，有道於疫情期間通過與央視視頻、B 站等平台合作（聯合央視視頻推出“疫情防控開學第一課”以及聯合 B 站上線直播課程），有效地增加了其於 K-12 線上教育市場的品牌曝光率及知名度，此舉有望進一步加速公司進軍 K-12 在線教育市場及促使其霸佔一定的市場份額。

圖三十二：K-12 付費學生佔總精品課程付費學生佔比



來源：有道年報，PSHK

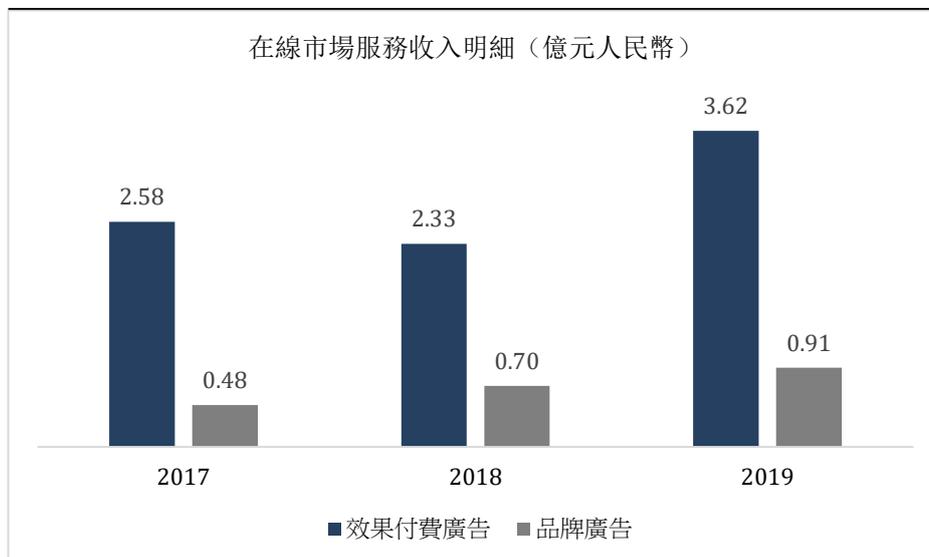
有道精品課程的創新教育模式

有道精品課程為有道旗下大班教學的教育品牌，課程包括 K-12 課程、外語課程、興趣班等。截止目前，有道精品課程已覆蓋少兒至大學全年齡端。有道精品課程從以前的直播大班教學演變成現今的雙師大班教學（即名師講課、輔督督學的教學模式），使得線上教學變得更為高效。目前有道精品課程已擁有一套獨特的技術平台，包括直播/錄播系統，題庫，模擬考試等系統。有道更嘗試使用 AI 技術，在現有的雙師教學上加入 AI 元素，推出了創新的互動大班模式。互動大班模式通過 AI 技術，在課程中加入智能化機器輔助的互動環節（如智能批改題目以及即使查看作業批改結果等功能），以提高用戶體驗及教學效果。

在線市場服務

有道的在線市場服務主要為有道產品矩陣所提供的廣告服務，有道巨大的用戶流量使得有道廣告平台具有廣告投放的價值。公司提供一系列的廣告形式，包括橫幅廣告、視頻廣告等。公司主要提供 CPC（cost per click）的效果付費廣告（Performance-Based Advertisement），即廣告費用是基於用戶的廣告點擊數量。效果付費廣告佔在線市場服務總收入的絕大部分，2017/2018/2019 的佔比分別為 84.4%/76.9%/80.0%。公司於 2017/2018/2019 年分別擁有約 3,000/1,800/2,400 個效果廣告客戶。此外，公司還提供收取固定廣告費用的品牌廣告服務（Brand Advertisement Services）。為了進一步留存客戶，公司更提供其他免費的增值服務，如廣告效果分析及廣告管理等營銷服務。

圖三十三：在線市場服務收入明細

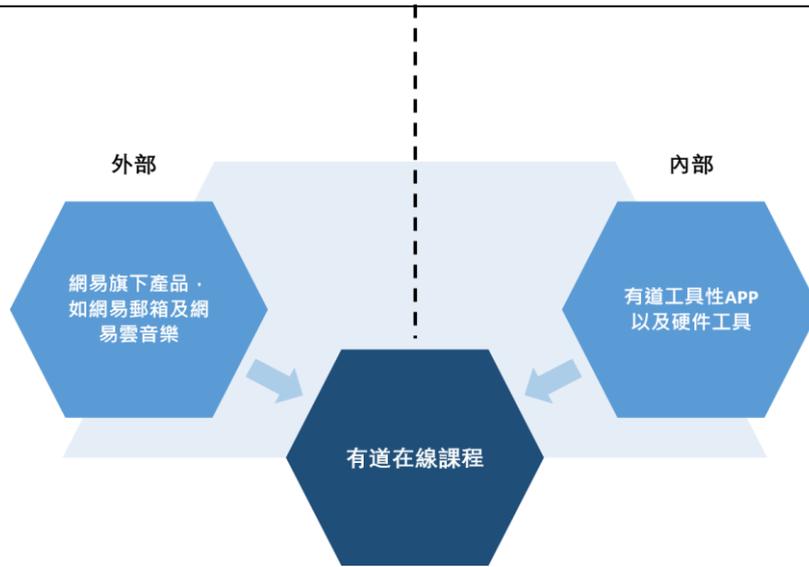


來源：有道年報，PSHK

網易旗下產品為有道提供的引流，大大減低了有道的獲客成本

我們認為儘管有道已獨立於美國上市，但有道仍是網易其中不可或缺的業務板塊之一。網易旗下產品一直為有道提供大量引流，公司管理層亦曾表示網易旗下產品如網易郵箱及網易雲音樂等均為有道重要客戶的主要來源。再加上上文所述的“工具性 APP 引流，課程變現”模式亦為有道內部作用戶引流，此舉大大減低了有道的獲客成本，增強其於在線教育新興市場的競爭優勢。

圖三十四：公司內外部的用戶引流



來源：PSHK

財務分析及預測

收入分析

公司的收入從 2017 年的 444 億元人民幣上升至 2019 年的 592 億元人民幣，期內 CAGR 為 15.4%。其中，收入佔比最高的在線遊戲業務表現穩定，從 2017 年的 363 億元人民幣上升至 2019 年的 464 億元人民幣，期內 CAGR 為 13.1%。遊戲業務增長的主要原因為半新遊戲《明日之後》、《第五人格》及《率土之濱》等的海內外優異流水表現。此外，公司有道業務及創新業務收入的 2017-2019 年 CAGR 分別為 69.2%，22.3%。有道業務收入期內的高增長主要由學習服務及產品（包括在線課程）所驅動。

展望將來，考慮到公司強大的遊戲研發能力及過往新遊戲上線後海內外的表現，我們預計公司的在線遊戲收入將保持穩定增長。2020 年的在線遊戲業務將受惠於宅經濟而增幅較大，約為 20%，2021 及 2022 年的增幅將會回歸至約 13-14% 水平左右。至於有道業務，我們認為其目前正處於“高營銷費用投入、高收入增長”的階段，再加上疫情於 2020 年上半年大大普及了 K-12 線上教育，有道 2020 上半年的 K-12 業績增長強勁，銷售額及付費註冊學生人數均錄得較大的增幅，有道於 2020 上半年更新增了多款 K12 學科（包括小學數學、高中語文等），新學科將成為其未來新的業績增長驅動力。因此我們預計有道 2020 年全年的收入將會實現爆發式的增長，約為 120%，而 2021/2022 年的收入增長則分別為 80%/60%。最後我們認為公司創新業務包括網易雲音樂平台等目前仍處於貨幣化摸索的階段，未來 3 年創新業務收入保守預計將按年增長 13%。

圖三十五：公司收入明細

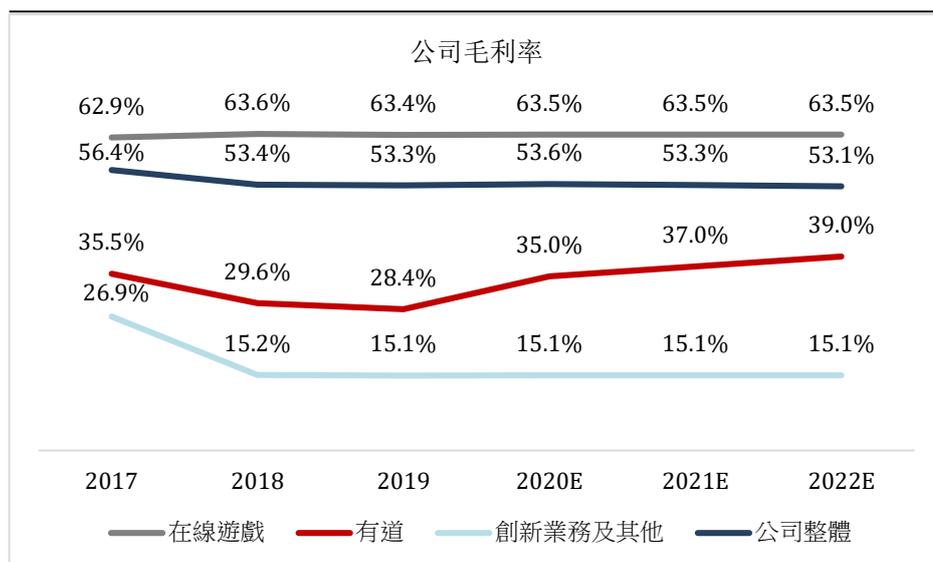


來源：Wind, PSHK

毛利率及期間費用率

公司 2018-2019 年的整體毛利率非常穩定，分別為 53.4% 及 53.3%。其中，因在線遊戲業務已相對成熟，2018 年及 2019 年在線遊戲業務的毛利率基本持平，分別為 63.6% 及 63.4%。創新業務的毛利率亦一樣，基本持平於 15.2% 水平。創新業務較低的毛利率主要由於其（包括網易雲音樂平台）目前尚未摸索出最佳的變現模式。而有道的 2019 年的毛利率則同比小幅下降，從 2018 年的 29.6% 下跌至 2019 年的 28.4%。我們預計公司在線遊戲業務及創新業務未來的毛利率將均保持穩定，分別為 63.5% 及 15.1%。至於有道業務，我們認為未來線上課程的毛利率將會隨著付費學生人數增加所產生的規模效應而相應上升。我們預計有道 2020/2021/2022 年的毛利率將分別為 35%/37%/39%。

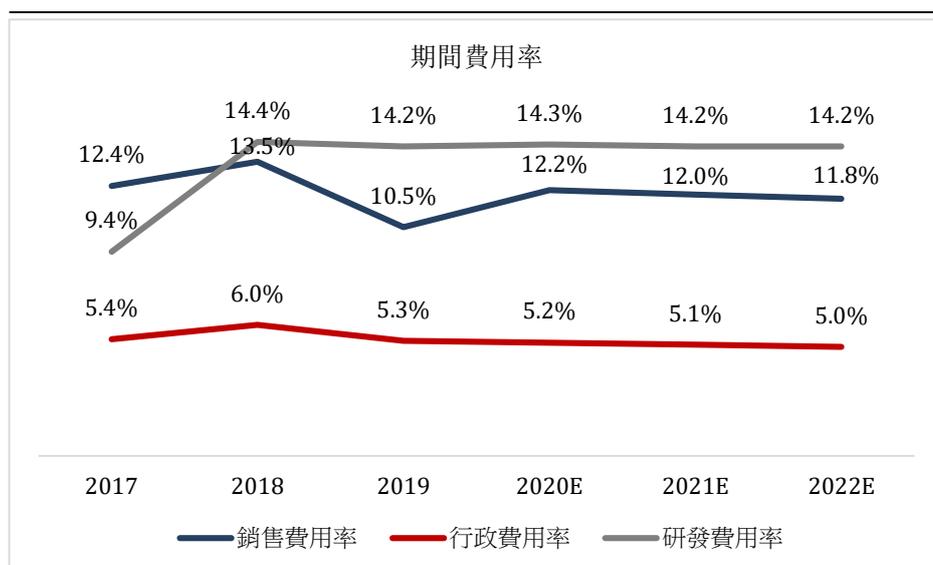
圖三十六：公司毛利率



來源：Wind, PSHK

我們認為對比 2019 年，公司未來的銷售費用率將會有所提高。主要原因為 1) 遊戲買量成本的提升 2) 有道業務目前處於“高收入增長，高營銷投入”的階段，其 2020 年第二季度銷售費用率高達 74.4%，但我們認為此較高的費用率將會隨著收入的高速增長而逐漸下降。基於以上原因，我們預計公司 2020-2022 年的銷售費用率將分別為 12.2%/12.0%/11.8%。另一方面，公司 2017-2019 年的行政費用率穩定保持在約 5% 水平左右，我們預計該費用率未來將繼續保持穩定。最後，公司至 2018 年起加大了對研發的投入，2018 年研發費用率同比上升了約 5pcts，隨後穩定保持在約 14% 水平。我們認為公司強大的研發體系為其主要的護城河，因此預計公司未來將會保持其 2018-2019 年約 14% 的研發費用率，以持續打造爆款遊戲，維持其競爭優勢。

圖三十七：公司期間費用率



來源：Wind, PSHK

估值

我們預計公司 2020/2021/2022 年的 Non-GAAP 每股盈利分別為 5.06/5.75/6.53 元人民幣。我們採用了分部求和估值法為公司進行估值。

1) 截止 2020 年 11 月 12 日收市，港股上市的頭部及頸部遊戲公司 2021 年平均 PE 約為 22x。但公司作為行業一大龍頭，估值上將會有一定的溢價。我們預計公司在線遊戲業務 2020/2021/2022 年 Non-GAAP 淨利潤分別為 168.8/187.6/207.0 億元人民幣，給予公司 2021 年目標 PE 25x，市值為 5330.6 億港元，對應 2020/2021/2022 年 PE 27.8x/25.0x/22.7x。

2) 截止 2020 年 11 月 12 日收市，美股上市在線教育公司平均 2021 年市銷率為 5.8x。考慮到有道目前規模較其他上市公司小，因此我們給予有道 4x 的 2021 年目標市銷率。我們預計有道的 2020/2021/2022 年的歸母收入為 16.8/30.3/48.4 億元人民幣，因此預計公司的有道持股市值為 137.5 億港元，對應 2020/2021/2022 年 PS 7.2x/4.0x/2.5x。

3) 我們預計公司創新業務的 2020/2021/2022 年的歸母收入為 97.6/110.3/124.6 億元人民幣，我們給予公司創新業務 4x 2021 年目標市銷率，目標持股市值為 501.2 億元港元，對應 2020/2021/2022 年 PS 4.5x/4.0x/3.5x。

綜上，我們推算出公司合理估值為 5,969 億元港元，給予公司目標價 HKD172.8，對應 2020/2021/2022 年的 Non-GAAP 每股盈利 PE 29.85x/26.31x/23.14x。首次覆蓋給予“買入”評級。（匯率：0.88 人民幣/港元）（現價截至 11 月 12 日）

圖三十八：同行估值

公司	股份編號	收盤價	市值	市盈率				市銷率			
				TTM	2020E	2021E	2022E	TTM	2020E	2021E	2022E
(原幣) (百萬元人民幣)											
港股遊戲公司											
心動公司	2400 hk equity	34.20	13,281	29.8x	27.1x	20.0x	15.0x	3.7x	3.9x	3.0x	2.5x
騰訊控股	700 hk equity	577.00	4,729,200	45.0x	38.7x	30.9x	26.1x	11.0x	9.9x	8.0x	6.7x
網易	9999 HK equity	139.40	411,866	-	17.6x	15.2x	12.1x	-	5.8x	4.9x	4.3x
友誼時光	6820 hk equity	2.15	4,011	8.8x	7.5x	5.7x	5.0x	2.1x	1.7x	1.3x	1.2x
網龍	777 hk equity	16.76	8,041	10.7x	9.3x	7.3x	6.2x	1.3x	1.3x	1.1x	1.0x
禪遊科技	2660 hk equity	1.17	1,019	6.0x	3.6x	3.3x	3.1x	1.5x	1.0x	0.9x	0.8x
祖龍娛樂	9990 hk equity	16.90	11,785	-	18.1x	10.4x	8.2x	-	6.5x	3.5x	2.6x
創夢天地	1119 hk equity	3.84	4,169	12.9x	8.2x	7.1x	6.4x	1.3x	1.3x	1.2x	1.0x
中手遊	302 hk equity	3.00	5,978	19.5x	7.4x	5.9x	5.2x	1.6x	1.4x	1.1x	1.0x
IGG	799 HK equity	8.23	8,666	5.8x	6.3x	7.4x	7.1x	2.1x	1.9x	1.8x	1.8x
			平均值	17.3x	14.4x	11.3x	9.4x	3.1x	3.5x	2.7x	2.3x
			中位數	11.8x	8.7x	7.3x	6.8x	1.8x	1.8x	1.6x	1.5x
A股遊戲公司											
三七互娛	002555 CH equity	27.51	58,108	20.4x	20.2x	16.9x	14.3x	3.9x	3.6x	2.9x	2.5x
巨人網路	002558 CH equity	17.60	35,629	34.7x	32.3x	26.9x	24.1x	14.0x	13.0x	11.2x	9.6x
世紀華通	002602 CH equity	7.90	58,875	20.8x	15.0x	12.1x	11.5x	3.6x	3.4x	3.1x	2.8x
完美世界	002624 CH equity	28.80	55,861	31.2x	22.6x	18.9x	16.3x	5.6x	5.3x	4.5x	3.9x
吉比特	603444 CH equity	436.36	31,359	33.5x	27.2x	21.7x	18.3x	11.8x	11.1x	8.6x	7.3x
			平均值	28.2x	23.5x	19.3x	16.9x	7.8x	7.3x	6.1x	5.2x
			中位數	31.2x	21.4x	17.9x	15.3x	4.8x	4.4x	3.8x	3.4x
美股遊戲公司											
美商藝電	EA US equity	118.93	230,376	26.2x	25.6x	22.2x	20.0x	6.2x	6.7x	5.8x	5.5x
任天堂	NTDOY US equity	64.41	442,027	-	3.4x	15.9x	17.2x	-	4.8x	4.7x	5.0x
索尼	SNE US equity	85.91	736,549	-	19.9x	19.3x	18.7x	-	1.4x	1.4x	1.3x
動視暴雪	ATVI equity	75.12	392,269	27.4x	22.9x	22.0x	19.3x	7.7x	7.4x	7.1x	6.6x
			平均值	26.8x	18.0x	19.8x	18.8x	7.0x	5.1x	4.7x	4.6x
			中位數	26.8x	21.4x	20.7x	19.0x	7.0x	5.7x	5.2x	5.2x
港股線上教育公司											
新東方在線	1797 hk equity	26.60	21,382	-	-	-	-	19.7x	19.9x	12.0x	7.5x
美股線上教育公司											
好未來	TAL US Equity	70.06	275,086	450.1x	252.2x	124.3x	60.4x	11.1x	12.3x	9.5x	6.7x
跟誰學	GSX US Equity	70.34	113,705	257.9x	-	1277.4x	98.1x	17.0x	15.8x	8.9x	6.1x
有道	DAO US Equity	24.15	18,252	-	-	-	-	11.9x	6.0x	3.3x	2.2x
無憂英語	COE US Equity	23.33	3,607	52.0x	38.4x	21.7x	-	2.0x	1.8x	1.5x	-
			平均值	253.3x	145.3x	474.4x	79.2x	10.5x	9.0x	5.8x	5.0x
			中位數	257.9x	145.3x	124.3x	79.2x	11.5x	9.2x	6.1x	6.1x
美股音樂平台											
聲田	SPOT US Equity	249.99	328,136	-	-	-	-	5.4x	5.3x	4.4x	3.6x
騰訊音樂	TME US Equity	14.95	170,289	85.0x	35.6x	28.3x	22.5x	11.9x	5.8x	4.8x	4.0x
			平均值	85.0x	35.6x	28.3x	22.5x	8.7x	5.6x	4.6x	3.8x
			中位數	85.0x	35.6x	28.3x	22.5x	8.7x	5.6x	4.6x	3.8x

來源：Bloomberg, 數據截止 11 月 12 日，美股數據截止於 11 月 11 日

財務報表

財務摘要

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation Ratio					
P/E ratio, x	64.6	18.6	29.2	25.1	21.6
Adjusted P/E ratio, x	36.8	25.2	24.2	21.3	18.8
P/B ratio, x	8.7	6.4	4.5	3.9	3.4
Per share data (RMB)					
EPS	1.90	6.59	4.20	4.88	5.67
Non-GAAP EPS	3.33	4.86	5.06	5.75	6.53
BVPS	14.14	19.03	27.56	31.27	35.58
Growth & Margin					
Revenue Growth	25.6%	-10.0%	40.4%	14.6%	14.0%
Operating income growth	-23.2%	38.2%	13.5%	17.3%	16.2%
Net income Growth	-42.5%	245.2%	-31.6%	16.2%	16.1%
Non-GAAP Net income Growth	N/A	45.5%	11.7%	13.5%	13.7%
Gross Profit Margin	53.4%	53.3%	53.6%	53.3%	53.1%
Operating profit Margin	19.5%	23.3%	21.9%	22.0%	22.1%
Net Profit Margin	12.0%	35.8%	20.3%	20.2%	20.3%
Non-GAAP Net Profit Margin	21.0%	26.4%	24.4%	23.8%	23.4%
Key Ratios					
ROE, Adj	23.4%	25.0%	18.4%	18.4%	18.4%
ROA, Adj	12.4%	14.0%	11.9%	12.3%	12.6%

現價截至 11 月 12 日

綜合損益表

(RMB million)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net Revenue					
Online game	40,190	46,423	55,707	63,506	71,762
Youdao	732	1,305	2,871	5,167	8,268
Innovative business and others	10,257	11,514	13,010	14,702	16,613
Total Net Revenue	51,179	59,241	71,588	83,375	96,643
Cost of Sale	(23,832)	(27,686)	(33,245)	(38,917)	(45,341)
Gross Profit	27,346	31,555	38,343	44,458	51,302
S&M expense	(6,912)	(6,221)	(8,734)	(10,005)	(11,404)
Admin expense	(3,079)	(3,130)	(3,723)	(4,252)	(4,832)
R&D expense	(7,378)	(8,413)	(10,237)	(11,839)	(13,723)
Operating profit	9,977	13,791	15,650	18,362	21,343
Investment income (loss), net	(22)	1,306	1,306	1,306	1,306
Interest income (net)	587	822	675	882	1,273
Exchange losses	(52)	25	-	-	-
Others	587	439	368	368	368
Pre tax income	11,077	16,383	17,999	20,918	24,290
Income tax	(2,461)	(2,915)	(3,335)	(3,876)	(4,500)
Net (loss)/income from discontinued operation	(2,139)	7,963	-	-	-
Net income	6,477	21,431	14,664	17,043	19,790
Non controlling interest	325	194	147	170	198
Net Income Attributable To Parent	6,152	21,238	14,518	16,872	19,592
Non-GAAP Net Income Attributable to Parent	10,761	15,663	17,499	19,853	22,573
EPS	1.90	6.59	4.20	4.88	5.67
Non-GAAP EPS	3.33	4.86	5.06	5.75	6.53

綜合財務狀態表

(RMB million)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Current Asset					
Cash and cash equivalent	4,977	3,246	34,216	46,250	60,266
Accounts receivable	4,002	4,169	5,106	5,947	6,893
Inventories	1,066	651	1,235	1,506	1,832
Others	58,670	77,039	77,039	77,039	77,039
Total Current Asset	68,716	85,105	117,597	130,741	146,029
Non Current Asset					
Property, equipment and software, net	4,672	4,622	5,363	6,223	7,221
Land use rights, net	3,272	3,707	3,707	3,707	3,707
Operating lease right-of-use assets, net	-	464	464	464	464
Long-term investments	5,245	9,294	10,600	11,907	13,213
Others	5,064	8,933	8,933	8,933	8,933
Total Non Current Asset	18,252	27,019	29,067	31,233	33,538
Total Asset	86,968	112,124	146,663	161,975	179,567
Current Liabilities					
Accounts payable	1,201	1,212	1,517	1,776	2,069
Short-term loans	13,659	16,828	16,828	16,828	16,828
Deferred revenue	7,718	8,602	9,745	11,350	13,156
Others	12,531	11,600	12,069	12,692	13,294
Total Current Liabilities	35,109	38,243	40,159	42,646	45,347
Total Non Current Liabilities	447	840	840	840	840
Total Liabilities	35,556	39,083	40,999	43,486	46,187
Equity					
Ordinary shares	3	3	3	3	3
Additional paid-in capital	-	3,914	3,914	3,914	3,914
Reserve	45,229	57,537	90,013	102,667	117,361
Noncontrolling interests	794	1,139	1,286	1,456	1,654
Total Equity	46,026	62,593	95,215	108,040	122,932
Redeemable noncontrolling interests	5,386	10,449	10,449	10,449	10,449
Total Liabilities, Equity and Redeemable NCI	86,968	112,124	146,663	161,975	179,567

綜合現金流量表

(RMB million)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net income	6,477	21,431	14,664	17,043	19,790
Depreciation and amortization	2,060	2,614	1,089	1,263	1,466
change in working capital	-1,301	-1,072	395	1,376	1,428
Others	6,179	-5,757	-887	-887	-887
Net cash generated from operating activities	13,416	17,216	15,261	18,794	21,796
Capex	-3,911	-3,329	-1,830	-2,123	-2,464
Others	-9,659	-18,808	0	0	0
Cashflow from investing activities	-13,570	-22,137	-1,830	-2,123	-2,464
Cashflow from financing activities	1,587	1,083	17,539	-4,637	-5,317
Net change in cash and cash equivalents	1,434	-3,838	30,970	12,034	14,015
Cash at beginning	8,691	10,207	6,397	37,367	49,401
Foreign exchange	82	29	0	0	0
Cash and cash equivalents at the year end	10,207	6,398	37,367	49,401	63,416
Cash, cash equivalents and restricted cash of held	-537	-1	0	0	0
Cash, cash equivalents and restricted cash of continuing operations, end of the year	9,669	6,397	37,367	49,401	63,416

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within \pm 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2020 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES

Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN

Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA

PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA

Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm