

網易 (9999.HK)

蛋仔派對成彩蛋 憧憬新遊陸續上線

中國 | 遊戲 |

公司簡介

網易 (9999.HK) 為中國互聯網科技公司，主要業務是遊戲及相關增值服務，致力於提供以內容創新為核心的優質在線服務，開發並營運多款在中國廣受歡迎以及長盛不衰的手機遊戲和電腦遊戲。除遊戲外，網易的其他業務包括：其控股子公司有道 (紐交所代號：DAO) 提供科技型智能學習服務和產品，控股子公司雲音樂 (港交所代號：9899) 提供在線音樂服務與豐富的音樂社區體驗，以及旗下自營生活方式品牌網易嚴選。

公司 2022 第四季業績點評

網易 (9999.HK) 在 2022 年第四季淨收入為 25354.1 百萬元(人民幣，下同)，同比上升 4.0%，環比上升 3.8%。毛利潤為 13244.4 百萬元，同比上升 2.5%，環比下跌 3.6%。毛利率為 52.2%，同比下跌 0.8 個百分點。營業利潤為 4433.4 百萬元，同比下跌 6.5%。非公認會計準則(Non-GAAP)下歸屬於公司股東的持續經營淨利潤為 4811.4 百萬元，同比下跌 27.1%。

按業務類型劃分收入

遊戲及相關增值服務淨收入為 19085.7 百萬元，同比上升 1.6%，環比上升 2.1%。來自於在線遊戲的淨收入佔遊戲及相關增值服務淨收入的 91.8%，FY2022Q3 和 FY2021Q4 該佔比分別為 92.9%和 92.6%。而來自於手遊的淨收入佔在線遊戲淨收入的 66.4%，FY2022Q3 和 FY2021Q4 該佔比為 68.6%和 68.3%。另外，遊戲及相關增值服務的毛利率為 59.1%，同比下跌 1.8 個百分點，環比下跌 5.9 個百分點，其毛利潤同比和環比下跌主要由於第四季度一次性確認若干代理遊戲的版權費用。

有道淨收入為 1454.0 百萬元，同比上升 9.0%，環比上升 3.7%。毛利率為 53.3%，同比上升 2.6 個百分點，環比下跌 0.9 個百分點。有道毛利潤同比和環比增長主要得益於智能硬件以及在線營銷服務的收入貢獻增加。而毛利率環比略有下降，主要由於智能硬件銷售收入貢獻提升，不過相較學習服務而言，該業務的毛利率水平較低。至於毛利率同比上升主要由於智能硬件毛利率上升。

雲音樂淨收入為 2376.3 百萬元，同比上升 25.8%，環比上升 0.8%。毛利率為 17.8%，同比上升 13.7 個百分點，環比上升 3.6 個百分點。雲音樂毛利潤同比和環比

26 Apr 2023

買入

現價 143.8HKD

(現價截至 4 月 24 日)

目標價 179.8HKD (+25.03%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	3296.0
市值 (港幣億元):	4508.9
52 周最高價/最低價 (港幣):	173/84.01

主要股東 %

Shining Globe International Limited	44.2%
-------------------------------------	-------

股價 & 恆生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

RMB \$' mn	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Net Sales	73667.1	87606.0	96495.8	111556.8	130908.6
Net Profit	12330.2	16976.2	19843.3	22935.3	26458.6
Diluted EPS (RMB)	3.6	5.0	6.2	7.2	8.5
P/E ratio, x	39.9	28.7	23.3	20.1	16.9
Dividend Yield, %	0.8%	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

輝立證券研究部 研究員

郭燦東 (+852 2277 6514)

elviskwok@phillip.com.hk

增長分別得益於在線音樂服務和社交娛樂服務的淨收入增長，以及成本管制持續改善。

創新及其他業務淨收入為 2438.2 百萬元，同比上升 3.4%，環比上升 23.9%。毛利率為 31.5%，同比上升 1.0 個百分點，環比上升 6.0 個百分點。創新及其他業務毛利潤同比和環比上升主要得益於網易嚴選的毛利潤增加。至於其毛利率環比改善，主要得益於嚴選和廣告服務毛利率上升。而其毛利率同比略有增加，主要得益於網易嚴選毛利率的改善，並被廣告服務毛利率下跌所部分抵消。

遊戲業務

重點遊戲與前瞻

《蛋仔派對》是網易於 2022 年 5 月推出的潮玩休閒競技遊戲，遊戲玩法和風格等較輕鬆歡樂，適合全年齡玩家遊玩，亦因為具娛樂性而適合直播或與朋友一起遊玩，具有非常高的社交屬性。遊戲自上線以來人氣不斷上升，目前為網易有史以來日活躍用戶數最高的遊戲，根據數據調查機構 Sensor Tower 的數據，《蛋仔派對》在去年 12 月、今年 1 月均位列蘋果應用商店全球熱門移動遊戲下載量榜首，成為全球下載量最高的遊戲。而七麥數據近日公佈的 2023 年 1 月熱門遊戲排行榜顯示，《蛋仔派對》超越《王者榮耀》和《原神》蟬聯下載榜冠軍；在收入榜上也上升至前五。據七麥數據預估，該遊戲近一個月僅來自 iPhone 渠道的收入就達到 2260 萬美元。

遊戲變現能力方面，遊戲主要透過玩家購買遊戲幣再購買「戰鬥通行證」(battle pass)以及「抽蛋」(以抽獎的形式抽取時裝)這兩種形式變現。兩種主要變現模式都是能夠延長、持續地吸引玩家消費，而且玩家基數越大，對《蛋仔派對》的收入越有利。

《暗黑破壞神:不朽》方面，雖然上線初期表現非常亮麗，但是遊戲各項數據下行速度較快。根據 Sensor Tower(數據不包括中國或其他地方的第三方安卓平台，下同)，遊戲在 2023 年 3 月國內及海外收入合共為 6 百萬美元，下載數為 27 萬。而遊戲的國內數據在網易旗下熱門遊戲中位於中下游水平，考慮到遊戲是一款推出不足一年的 MMORPG(大型多人在線角色扮演遊戲)以及遊戲初上線時亮麗的表現，情況令人失望。

至於其他熱門遊戲表現則較為平穩，值得注意的是大部分熱門遊戲已經推出了數年時間，尤其是海外熱門遊戲如《荒野行動》和《第五人格》等已進入成熟期，收入和下載量隨著遊戲熱度逐漸下降而下跌。而且除了《暗黑破壞神:不朽》之外，網易近年在海外市場未能推出熱門遊戲的情況同樣令人擔心。

根據Sensor Tower，公司熱門移動遊戲在2023年3月份的詳細表現如下(收入以美元計算):

推出日期	遊戲名稱	國內收入(百萬)	國內下載(千)	海外收入(百萬)	海外下載(千)	總收入(百萬)
27/5/2022	蛋仔派對	36	5000	0	0	36
25/3/2015	夢幻西遊	23	100	0.02	<5	23.02
14/11/2017	荒野行動	0.3	50	7	90	7.3
31/3/2018	第五人格	3	200	4	100	7
20/10/2015	率土之濱	6	70	0.3	<5	6.3
2/6/2022	暗黑破壞神:不朽	2	70	4	200	6
28/6/2018	實況足球	4	80	0	0	4
31/10/2018	明日之後	3	100	1	40	4
9/1/2016	陰陽師	3	70	0.2	<12	3.2
21/3/2023	大話西遊:歸來	3	200	0	0	3
5/12/2016	倩女幽魂	3	30	0	0	3
9/9/2015	大話西遊	3	30	0	0	3
20/6/2019	光·遇	2	200	0	0	2
18/8/2021	無盡的拉格朗日	2	60	0	0	2
9/9/2021	哈利波特: 魔法覺醒	1	50	0	0	1

展望未來，網易準備推出《大話西遊：歸來》、《逆水寒》、《超凡先鋒》、《巔峰極速》和《永劫無間》等手遊，並將在海外市場推出《哈利波特：魔法覺醒》，當中多款遊戲值得投資者留意。

《大話西遊：歸來》為輕量放置型手遊，遊戲需要玩家每日投放的時間較少，適合現時玩家時間碎片化的大環境，而且其 IP《大話西遊》為網易的長青樹，多年來為網易帶來穩定收入。目前《大話西遊：歸來》已獲得版號並在 3 月 2 日開放全平台公測，根據 Sensor Tower 的數據，遊戲在 2023 年 3 月的收入為 3 百萬美元，下載量為 20 萬，我們認為以一款上線不足一個月的遊戲來說表現相當不錯，收入仍有進一步上升的潛力。

《逆水寒》分為電腦版及手機版，兩者都是具有宏大開放世界的武俠題材 MMORPG 遊戲。電腦版方面，遊戲在上線初期因其豐富的遊戲元素和精美的畫風，在國內非常受玩家歡迎，至今遊戲已經推出四周年。據內媒報導，遊戲今年初的四周年活動吸引舊玩家回流數目達到 60 萬。另外，自暴雪娛樂與網易解除在中國的合作關係後，暴雪娛樂旗下遊戲，例如《魔獸世界》等的伺服器關閉，大量習慣遊玩開放世界 MMORPG 的玩家在國內沒有同類遊戲選擇，此時網易授意《逆水寒》團隊與《魔獸世界》團隊合作，按照《魔獸世界》玩法內容和玩家們的遊戲習慣等，在《逆水寒》推出名為「魔獸老兵服」的特別伺服器。而該伺服器的各項改動使該伺服器在國內好評如潮，開服之後有接近一百萬名玩家加入。我們認為電腦版《逆水寒》的周年慶以及推出特別伺服器帶來的效果讓人驚喜，為《逆水寒》這 IP 重新帶來熱度及良好口碑，亦有利之後手機版《逆水寒》上線。此外，電腦版《逆水寒》將在 6 月 23 日推出四周年資料片，預計為遊戲帶來新一波熱度。手機版《逆水寒》方面，遊戲在電腦版的基礎上作出改良及新增遊戲玩法，更貼近手機玩家的習慣，加上遊戲中的非玩

家角色(NPC)將使用 ChatGPT 同源底層 AI 技術，我們預期手機版將為玩家帶來新鮮感，而不止是簡單的將電腦版移植到手機上。據內媒報導，手機版《逆水寒》在去年 6 月投入的總成本已達到 6 億，反映網易非常重視這款遊戲。目前遊戲已獲得版號並預定在 6 月 30 日進行公測，遊戲官網預約人數已達到約 1833 萬(截至 3 月 7 日)，我們認為以這款遊戲的遊戲性和口碑等因素，這款遊戲或會是今年度網易最重磅的遊戲，投資者應密切留意遊戲上線後的表現，若表現出色或會成為股價上升的催化劑。

《超凡先鋒》為生存射擊手遊，玩法與騰訊的《PUBG: Mobile》(長期位於全球手遊前十名)和《荒野行動》等大逃殺遊戲略有不同，料這款遊戲並不會直接搶佔到《PUBG: Mobile》的中國市場。目前遊戲官網預約人數已達到約 1084 萬(截至 3 月 7 日)，不過公測時間未定。雖然遊戲預約人數頗多，但是由於遊戲早已在 2022 年 1 月就在台灣等海外地區上線，而且表現強差人意，我們對這款遊戲上線後的表現不會有太大期望，建議投資者先觀望遊戲在內地上線後的整體情況。

《永劫無間》手遊版目前未有確實公測時間，我們考慮到遊戲在電腦版的口碑非常良好，是首個全球銷量突破一千萬的國產買斷制遊戲，加上武俠風格的動作冒險類大逃殺遊戲適合在手機上遊玩，我們認為遊戲上線後反應不俗，值得投資者期待。

《哈利波特：魔法覺醒》海外版(歐美及日本等市場)目前仍然未有確實公測時間，據數據調查機構Wikimili，在2021年統計的全球最賺錢的50個IP之中《哈利波特》排名第十，總收入約322億美元，數據反映IP在全球非常熱門，潛在收入極高。而網易這款遊戲在國內上線時曾引起熱潮，根據Sensor Tower，截至2022年10月，遊戲僅靠中港台市場累計收入就達到3.58億美元，在《哈利波特》系列的遊戲中排名第二。我們認為由於這IP在歐美及日本等市場較為熱門，若然遊戲在這些市場上線，有良好的收入潛力。

海外遊戲業務

據內地數據統計平台遊戲陀螺，網易自 2019 年一共成立 7 家海外遊戲工作室。近年網易投資多項遊戲相關的業務，例如在 2022 年收購曾製作多款 3A(意指高投入和高質量)遊戲的法國知名遊戲開發商 Quantic Dream 以及在 2023 年 1 月收購加拿大遊戲工作室 SkyBox Labs，這個工作室曾與一些大型遊戲工作室如 Xbox Game Studios 等，共同合作包括 Minecraft 等全球知名遊戲。另外，網易在 2022 年把不少知名的遊戲設計師收歸旗下，例如小林裕幸《Resident Evil》系列(全球總銷量超過 1 億套)部分遊戲的製作人，以及名越稔洋(《人中之龍》系列的製作人，該系列的全球總銷量達 1400 萬份以上)。網易正透過收購能力優秀的工作室及人才來支持全球的發展，雖然製作優質遊戲或需要數年時間，甚至短期內未必會帶來實際收入，但是長遠來說對於網易的口碑及發展海外市場方面均有非常大幫助。

另外，網易在 2023 年 2 月成立了名為 Spliced 的海外遊戲工作室，據內媒報導，這個工作室的目標為致力用原創 IP 打造世界級在線遊戲，目前正招募具有 3A 遊戲和 100 人以上規模的大型遊戲工作經驗的人員。團隊成員曾參與過《GTA》和《使命召喚》等全球知名遊戲的開發工作。

自去年十一月動視暴雪宣佈與網易解除合作關係後，動視暴雪旗下遊戲的中國服已全部關閉，雖然相關收入僅佔網易總收入中的低單位數，對網易收入的影響相當輕微，而且《暗黑破壞神:不朽》是以獨立合約形式營運，不受解除合作影響，但是我們認為網易與動視暴雪往後再有合作的可能性非常低，網易已失去開發暴雪手上全球著名IP的潛在發展機會。

內地重新審視遊戲產業價值

近月官媒先後兩次發表文章，呼籲不要忽視遊戲行業背後的科技價值，認為遊戲產業能幫助其他相關科技行業發展以及培育計算機科學和人工智能等領域高水平科技人才，並提升產業的國際影響力。我們認為這些言論對遊戲行業非常正面，代表行業的政策風險正逐漸減少，同時改善市場預期。不過在青少年限玩政策方面，由於當中涉及青少年發展等中央重視的問題，我們則認為不會有任何鬆綁。

有道業務概況

自實施「雙減」等一系列針對學生課外學習的政策後，基本杜絕大部分有關 K12(小學、初中及高中階段的教育)的課外收費學習服務，而這種一位老師對多個學生的線上線下教育服務模式往往固定成本較低，而且在內地的需求很高，能為公司帶來非常大的收入增長及較高的毛利率，但是由於內地政策改變，這嚴重影響有道原有的業務布局、收入預期及毛利率，目前有道大部分的課程都是免費提供。

現時有道主要收入來自學習相關的智能硬件，例如有道詞典筆等。目前有道詞典筆英語學習翻譯機二代(專業版)在香港的售價約 1200 港元，可見產品銷售目標是中國較為富裕的群體，我們認為銷售這種智能硬件的固定成本較高，毛利率亦不及學習服務，而且客戶群體數目有限，預計有道的收入會僅會隨著國民可支配收入提升下錄得輕微增長。

雲音樂業務概況

雲音樂業務增長良好，公司透過不斷與國內外知名音樂廠牌簽署版權合作協議，充實內容庫的音樂曲目並發展差異化社區，加上由於公司改變定價措施，2022 年月活躍人數上升了 3.7%至 189.4 百萬人，而在線音樂服務的月付費用戶數上升了 32.2%至 38267.1 千人，社交娛樂服務的月付費用戶數上升了 95.0%至 1332.3 千人，而在線音樂服務的每月每付費用戶收入輕微下降了

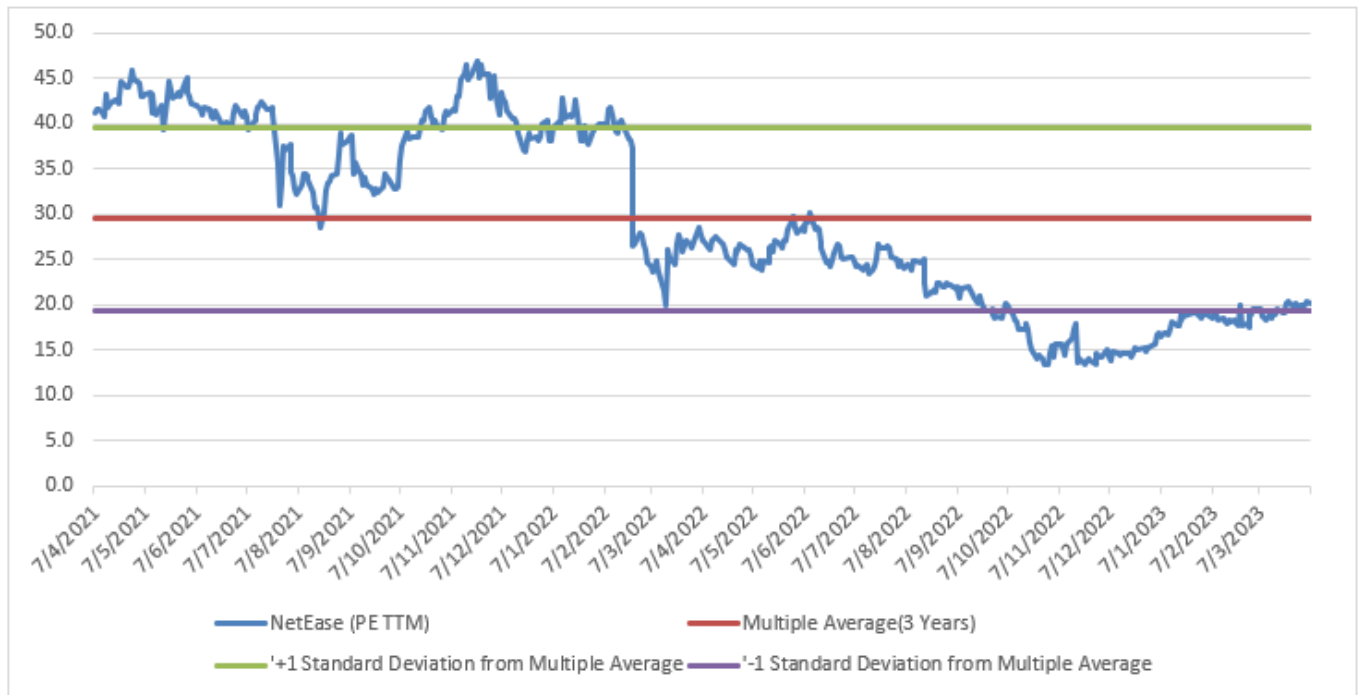
1.5%至 6.6 元，社交娛樂服務的每月每付費用戶收入則下降 27.2%至 326.0 元。另外，公司由於業務規模擴大及版權成本結構優化，毛利率持續改善。

網易嚴選概況

網易嚴選是一個目標消費群為內地新中產(年收入超過 15 萬人民幣或家庭年收入超過 20 萬人民幣)的精品電商平台，網易嚴選旗下品牌的商品都是一線品牌製造商直供，而且需要通過全球權威檢驗機構檢測才能上架，不過由於是原廠委託設計代工(ODM)的形式生產，平台只參與設計和階段性驗收環節，產品的關鍵原料及核心生產環節均依賴第三方，使產品質量難以完全把控。目前公司沒有自家的物流團隊，商品主要通過順豐物流配送，所有商品提供 30 天退貨和 2 個工作日快速退款的服務。自 2020 年，公司宣布退出「雙十一電商大戰」，並稱「雙十一」鼓吹過度消費和為銷售數字狂歡，隨後平台定位轉為打造品牌為主，宣傳理性消費，避開了與其他平台電商在流量和價格上的競爭。另外，公司在 2022 年 9 月推出子品牌網易天成，主打中高端寵物市場。根據艾瑞諮詢 2021 年中國寵物消費趨勢白皮書中的預測，中國 2023 中國寵物行業規模將達到 4456 億元，2020 年至 2023 年的年均複合增長率為 10.51%，其中寵物食品佔整個寵物產業鏈 40%。另外，調查顯示國內人均養 1.8 類寵物，當中狗類佔 70%及貓類佔 56%，代表貓狗為國內主要的寵物類型。我們認為隨著養寵物的群體增加，國內對高品質的寵物食品需求將會上升，中高端國產寵物食品市場具增長潛力，網易天成發展這個市場能享受行業增長紅利。整體而言，由於京東推出「百億補貼」，我們憂慮這些依賴流量的電商平台會有新一輪的價格戰並影響毛利，而網易嚴選等精品電商具有品牌效應，受價格戰的影響較少。而且，隨著中國「後疫情」時代來臨，重振經濟和加大內需等成為中國 2023 年發展主軸，政經環境明朗化有望增加市民的消費信心，消費升級下利好精品電商的發展。

估值及投資建議

我們認為中國遊戲行業已經進入復甦期，遊戲版號審批恆常化將持續利好網易在內的遊戲企業，而版號獲批的遊戲正陸續上線將利好一眾遊戲公司的收入。至於網易今年度有數款重點遊戲推出市場，或會成為股價的催化劑。加上，網易持續投資海外優秀工作室及人才均長遠利好網易。我們預測公司 2023-2024 年的淨利潤增長率分別為 12.9%及 15.4%，歸屬於公司股東的每股淨利潤在 2023-2024 年分別為 7.17 及 8.52 人民幣，對應市盈率(P/E) 20.1/16.9x，而公司三年平均 P/E 約 30.3，我們認為公司重點新遊陸續上線和《蛋仔派對》表現出色能帶動收入增長，給予公司 2023 年 22 倍 PE，並給予目標價 179.8 港元(以人民幣兌港元匯價 1.14 元計算)，給予「買入」評級。(現價截至 4 月 24 日)



Source: Winds, Phillip Securities (HK) Research

風險因素

新遊表現不及預期或上線延期 / 遊戲相關監管政策收緊

財務資料:

Consolidated Statement of Profit or Loss

Dec Y/E, RMB mn	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Total net revenues	73667.1	87606.0	96495.8	111556.8	130908.6
Online game services	54608.7	67819.3	74566.5	85751.4	100329.2
Youdao	3167.5	5354.4	5013.2	5197.4	5388.5
Cloud Music	4895.7	6997.6	8992.2	11555.4	14849.1
Innovative businesses and others	10995.2	7434.8	7923.9	9052.5	10341.9
Total cost of revenues	(34683.7)	(40635.2)	(43729.7)	(50614.7)	(59850.2)
Online game services	(19847.8)	(26007.4)	(27784.4)	(31709.3)	(37099.9)
Youdao	(1713.2)	(2448.1)	(2430.7)	(2448.2)	(2538.2)
Cloud Music	(5491.1)	(6854.9)	(7699.1)	(9893.7)	(12713.7)
Innovative businesses and others	(7631.6)	(5324.7)	(5815.4)	(6563.5)	(7498.4)
Total gross profit	38983.4	46970.8	52766.1	60942.0	71058.4
Selling and marketing expenses	(10703.8)	(12214.2)	(13402.7)	(15494.6)	(18182.5)
General and marketing expenses	(3371.8)	(4263.5)	(4695.8)	(5428.7)	(6370.4)
Research and development expense	(10369.4)	(14076.0)	(15039.0)	(17386.3)	(20402.3)
Total operating profit	14538.4	16417.1	19628.6	22632.4	26103.2
Investment income, net	1610.0	2947.7	54.0	1733.1	2033.7
Interest income, net	1598.6	1519.7	2149.7	2280.4	2676.0
Exchange gains/(losses),net	(3112.2)	(490.5)	1571.2	595.9	699.3
Other, net	737.2	710.4	846.8	1000.0	1173.5
Profit before income tax	15372.1	21104.5	24250.3	28241.8	32685.7
Income tax	(3041.8)	(4128.3)	(5031.8)	(5306.6)	(6227.1)
Net income from continuing operations	12330.2	16976.2	19218.4	22935.3	26458.6
Net income from discontinued operations	0.0	0.0	624.9	0.0	0.0
Profit for the year	12330.2	16976.2	19843.3	22935.3	26458.6
EPS(RMB)	3.6	5.0	6.2	7.2	8.5
DPS(HKD)	1.2	1.8	2.3	2.7	3.2
Dividend payout ratio	35.5%	20.8%	33.1%	33.1%	33.1%
Weighted shares outstanding	3349.8	3367.5	3296.0	3202.7	3109.3

Consolidated Statement of Financial Position

Dec Y/E, RMB mn	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Current assets					
Cash, cash equivalents and restricted cash	12168.6	17376.1	27588.3	29749.8	28092.4
Time deposits	71079.3	70754.8	84947.7	93675.7	109925.8
Accounts receivable, net	4576.4	5508.0	5002.9	5783.7	6787.0
Inventories	621.2	964.7	993.6	1148.7	1348.0
Prepayments and other current assets, net	6112.4	6235.9	5448.3	6298.6	7391.3
Short-term investments	13273.0	12281.5	7622.7	8812.4	10341.1
Assets held for sale	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
Total current assets	107831.0	113121.6	131603.5	145469.0	163885.5
Non-current assets					
Property, equipment and software, net	4549.9	5433.9	6342.3	6873.7	7449.7
Land use right, net	4178.3	4108.1	4121.8	4121.8	4121.8
Deferred tax assets	1086.8	1298.0	1480.8	1480.8	1480.8
Time deposits	6630.0	5823.8	2973.8	5427.0	6368.4
Other long-term assets, net	17593.1	23857.5	26238.8	28857.8	31738.1
Assets held for sale	5.5	1.1	0.0	0.0	0.0
Total non-current assets	34043.5	40522.3	41157.5	46761.1	51158.8
Total Assets	141874.6	153643.9	172761.0	192230.1	215044.3
Current liabilities					
Accounts payable	1134.4	985.1	1507.1	1923.2	2256.8
Salary and welfare payables	3538.7	4133.3	4732.9	5402.9	6167.6
Taxes payable	4282.8	4537.1	2813.1	5277.4	6192.9
Short-term loans	19504.7	19352.3	23875.7	28648.7	33618.4
Contract liabilities	10398.9	12132.7	12518.9	14472.8	16983.4
Accrued liabilities and other payables	7883.9	9360.9	11381.1	12538.8	14713.9
Total current liabilities	46743.5	50501.3	56828.8	68263.7	79932.9
Non-current liabilities					
Deferred tax liabilities	713.4	1345.9	2126.1	2126.1	2126.1
Long-term loans	0.0	1275.1	3655.0	3655.0	3655.0
Other long-term liabilities	623.7	1097.7	1277.6	1277.6	1277.6
Total non-current liabilities	1337.2	3718.7	7058.7	7058.7	7058.7
Total liabilities	48080.7	54220.0	63887.5	75322.3	86991.6
Redeemable noncontrolling interests	10796.1	145.2	136.4	136.4	136.4
Equity					
Equity attributable to equity holders of the company	82126.8	95328.1	104731.3	112796.5	123977.7
Non-controlling interests	871.0	3950.6	4005.7	3974.8	3938.6
Total equity	82997.8	99278.6	108737.0	116771.3	127916.3
Total liabilities and equity	131078.5	153498.7	172624.5	192093.6	214907.9

Consolidated Statement of Cash Flow

Dec Y/E, RMB mn	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
CFO	24888.2	24926.7	27709.2	36063.7	40071.3
Net income before tax	12330.2	16976.2	19843.3	22935.3	26458.6
Depreciation and amortization	3457.8	3275.7	2858.2	3969.3	4170.9
change in working capital	4771.5	3188.0	3497.4	4875.6	4404.3
Others	4328.7	1486.8	1510.4	4283.6	5037.6
CFI	(29192.4)	(7078.3)	(7369.7)	(19490.6)	(26347.3)
Total Capex	(3272.9)	(3038.5)	(2602.0)	(4500.7)	(4746.8)
short-term and long-term investments, net	879.7	(3780.4)	2282.9	(3517.2)	(4088.5)
Time deposits, net	(26638.5)	9.2	(6726.8)	(11181.2)	(17191.4)
Others	(160.7)	(268.7)	(323.8)	(291.5)	(320.6)
CFF	9913.1	(12585.6)	(10237.7)	(14411.6)	(15381.4)
short-term and long-term loans, net	4041.1	1708.2	4845.0	4773.0	4969.7
Cash paid for repurchase	(11491.0)	(12910.5)	(8328.1)	(11591.9)	(11591.9)
Dividend paid to NetEase's shareholders	(4280.5)	(3508.4)	(6723.7)	(7592.7)	(8759.3)
Others	21643.5	2125.1	(30.9)	0.0	0.0
Cash and CE at Beg.	6397.9	12168.6	17376.1	27588.3	29749.8
Net Change in Cash	5608.9	5262.9	10101.8	2161.5	(1657.4)
FX impact	161.9	(55.4)	110.4	0.0	0.0
Cash and CE at Y/E	12168.6	17376.1	27588.3	29749.8	28092.4

Key Financial Data

Dec Y/E	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Valuation Ratio					
P/E ratio	39.9	28.7	23.3	20.1	16.9
Dividend Yield, %	0.84%	1.25%	1.62%	1.88%	2.23%
Per share data(RMB)					
EPS	3.60	5.01	6.17	7.17	8.52
BVPS	24.78	29.48	32.99	36.46	41.14
DPS(HKD)	1.21	1.80	2.33	2.70	3.21
Growth & Margin					
Growth					
Revenue Growth	24.4%	18.9%	10.1%	15.6%	17.3%
Gross Profit Growth	23.5%	20.5%	12.3%	15.5%	16.6%
Operating Profit Growth	5.4%	12.9%	19.6%	15.3%	15.3%
Net Profit Growth	N/A	39.7%	20.6%	12.9%	15.4%
Margin					
Gross Profit Margin	52.9%	53.6%	54.7%	54.6%	54.3%
Operating Profit Margin	19.7%	18.7%	20.3%	20.3%	19.9%
Net Profit Margin	16.4%	19.2%	21.1%	20.6%	20.2%
Key Ratios					
ROE	14.7%	17.7%	19.4%	20.4%	21.4%
ROA	8.5%	11.0%	11.8%	11.9%	12.3%

現價截至 2023 年 4 月 24 日

來源：PSHK Est.

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 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>.

© 2023 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

Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000

Tel (+61) 3 8633 9803 Fax (+61) 3 8633 9899

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