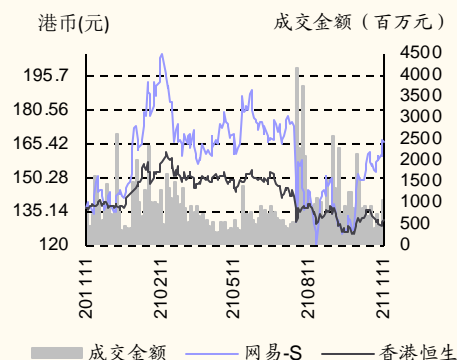


市价(港币): 166.400元

目标(港币): 201.00元

## 市场数据(港币)

流通港股(百万股) 3,455.12  
 总市值(百万元) 574,931.54  
 年内股价最高最低(元) 206.00/120.00  
 香港恒生指数 25247.99



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月  
 绝对 15.32 3.29 21.90  
 相对香港恒生 20.61 13.16 25.64

## 相关报告

- 《新游有望贡献 H2 业绩, 云音乐竞争格局改善-网易 21Q2 业绩点...》, 2021.9.2
- 《Q1 销售费率有所下降, 游戏递延持续上升-网易 2021 年一季度...》, 2021.5.20

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号: S1130520040001  
 yangxiaofeng@gzq.com.cn

## 网易:《哈利波特》手游或将打开欧美市场

## 主要财务指标

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	59,241	73,667	89,050	104,170	117,200
营业收入增长率	-11.79%	24.35%	20.88%	16.98%	12.51%
归母净利润(百万元)	21,238	12,063	14,048	16,822	19,615
归母净利润增长率	245.19%	-43.20%	16.45%	19.75%	16.60%
Non-GAAP 净利润(百万元)	15,663	14,706	17,102	19,975	22,627
摊薄每股收益(元)	6.147	3.491	4.066	4.869	5.677
每股经营性现金流净额	4.98	7.20	5.26	6.50	7.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.56%	14.69%	14.61%	14.89%	14.79%
P/E	27.07	47.66	40.93	34.18	29.31
P/B	9.36	7.00	5.98	5.09	4.34

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 基本结论

- 一、用户端: IP 粉丝国内仅占全球 5%, 上线用户规模已达原神七成:
  - 日活峰值超 600 万, 约为《原神》同期 73%; 核心用户群开始企稳。
  - 《魔法觉醒》较好满足长线运营的玩家留存逻辑: 1) 经济系统稳定而清晰, 账号交易活跃与保值较好; 2) 通过机制设计强化社交结构, 较多的女性玩家与年轻玩家有利于社交氛围形成; 3) 产品品质高, 以 IP 为起点, 玩家“二创”将为游戏带来持续生命力。
  - 海外用户空间: 国内“哈迷”群体规模约为全球 5%。书籍销量与系列收官电影票房情况代表了具有较强付费意愿与能力群体的占比。
- 二、ARPU 值: 预计长期稳态为《阴阳师》2 倍, 受重复卡牌升级需求拉动:
  - 上线 60 天稳居游戏畅销榜前 10, 游戏创收能力已经基本证明;
  - 长期稳态预计每用户收入 (ARPU) 可达《阴阳师》2 倍。游戏性质与《阴阳师》可比, 预计二者付费率相近, 叠加稳态 MAU 规模优势, 中枢估计长期稳态流水可达后者 2.3 倍;
  - 玩法充分发掘强度和外观两类需求, 特别是强度需求以抽取重复卡牌进而升级为核心, 吸引用户持续投入; 边际收益递减刺激充值, 同时避免差距过大形成用户“挤出”, 形成较好的中水平付费基础。
- 三、利润端: 低买量路线, 以社交“话题”形成营销影响。游戏买量水平显著低于可比游戏, 主要通过社交平台广泛传播各类“话题”实现营销效果。
- 四、海外发行: 中枢估计可带来 80%-114%国内当量毛利, 关注出海空间:
  - 游戏海外上线可行性高; 若海外流水为国内 1.5 倍、网易承担 30%-40%发行, 国外贡献毛利达国内 80%-114%; 后续关注海外发行情况。

## 投资建议

- 短期来看, 21H1 受益于《魔法觉醒》等游戏的畅销, 中长期看, 游戏长线运营、《暗黑》有望成为爆款、海外发行带来增量。我们基本维持前期判断, 预测公司 2021/2022/2023 营收分别为 891/1042/1172 亿元, Non-GAAP 净利润 171/200/226 亿元, EPS 分别为 4.07/4.90/5.75 元。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 游戏行业政策变化; 国内游戏表现不及预期; 海外上线效果不及预期。

## 内容目录

一、用户端：IP 粉丝国内仅占全球 5%，上线用户规模已达原神七成	4
1.1 日活峰值近 600 万，核心玩家群体已经开始稳定	4
1.2 长线留存之经济系统：稳定而清晰的充值逻辑，单账号价值与保质率高	4
1.3 长线留存之社交：“寝室”“社区”强化社交结构，用户结构利好社交氛围	6
1.4 长线留存之“二创”：诚意产品与角色认同，玩家“二创”等衍生反哺游戏	9
1.5 海外用户空间：国内“哈迷”群体规模约为全球 5%	12
二、ARPU 值：预计长期稳态为《阴阳师》2 倍，受重复卡牌升级需求拉动	13
2.1 《魔法觉醒》上线稳居畅销榜前十，长期 ARPU 值可达《阴阳师》2 倍	13
2.2 需求点：核心玩法兼有强度和外观需求，其他玩法拓展外观需求场景	14
2.3 “氪点”：“抽卡”均价适中，但持续强化空间大抬高购买频次	16
三、利润端：低买量路线，以社交“话题”形成营销影响	17
3.1 买量投入较低，预计可增厚利润	17
3.2 营销充分依托 IP，形成“话题”式的社交媒体影响	18
四、海外发行：中枢估计可带来 80%-114%国内当量毛利，关注出海空间	20
4.1 判断一：《魔法觉醒》大概率海外上线，而海外市场现有竞品影响有限	20
4.2 判断二：若网易承担发行 30%-40%，中枢估计海外毛利贡献达国内 80%-114%	22
4.3 判断三：华纳有参加手游发行的历史，关注海外发行实际效果	23
五、《永劫无间》全球卖出 600 万份，网易创新能力在海外市场验证	23
六、盈利预测与投资建议	24
七、风险提示	25

## 图表目录

图表 1：《哈利波特：魔法觉醒》与《原神》上线起周均日活走势	4
图表 2：《魔法觉醒》日活用户中核心玩家群体渐渐稳定	4
图表 3：《梦幻西游》2020 年 10 月-2021 年 10 月畅销榜排名走势	5
图表 4：《梦幻西游手游》与可比 MMORPG 手游在售头部账号均价（元）	5
图表 5：《梦幻西游手游》与可比 MMORPG 手游在售账号个数	5
图表 6：游戏内基础货币兑换及特惠礼包折扣	6
图表 7：《魔法觉醒》头部账号转卖价格与实际充值金额的关系	6
图表 8：《王者荣耀》DAU 走势（单位：万人）	7
图表 9：《王者荣耀》可以直接拉取 QQ/微信好友关系	7
图表 10：《王者荣耀》可直接邀请 QQ/微信好友共同	7
图表 11：游戏内的三种社交结构	8
图表 12：“社团”与“寝室”是在“学院”内部的社交层级	8
图表 13：特定话题下“社区”的讨论与 UCG 内容	9

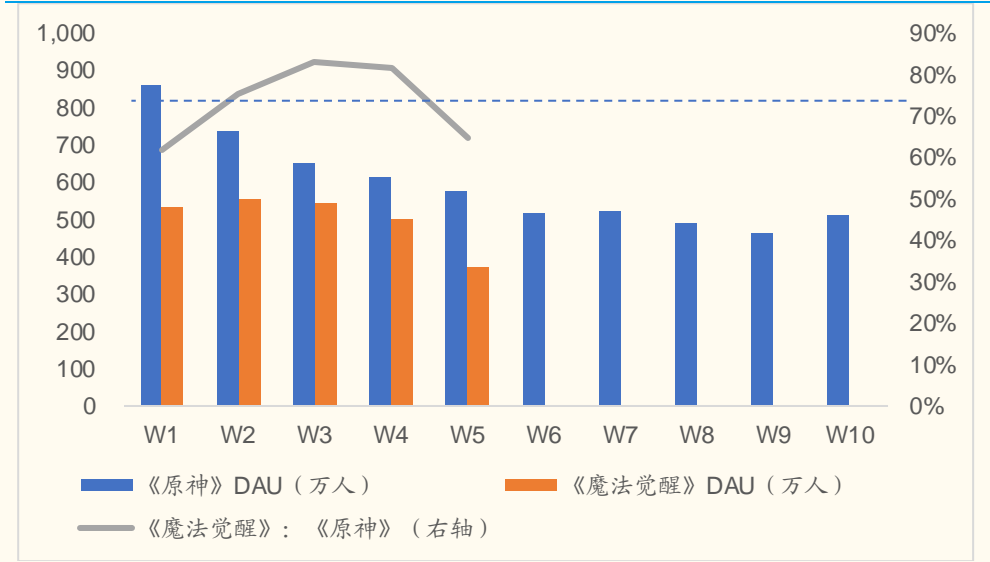
图表 14: 《魔法觉醒》与网易其他游戏玩家男女比.....	9
图表 15: 《魔法觉醒》与网易其他游戏玩家年龄段构成.....	9
图表 16: 《阴阳师》衍生番剧播放量与评分.....	10
图表 17: 《阴阳师》“大触觉醒”创作大赛.....	10
图表 18: 《阴阳师》每逢重要更新会引来活跃度的走高.....	10
图表 19: 霍格沃兹城堡实地场景.....	11
图表 20: 《魔法觉醒》对角巷场景.....	11
图表 21: 游戏通过各类游戏机制融入原作内容.....	11
图表 22: 《魔法觉醒》B 站相关热门标签总播放数与讨论量.....	12
图表 23: 全球商业价值 TOP20 排名 IP 价值 (单位: 10 亿美元).....	12
图表 24: 《哈利波特与死亡圣器 2》全球票房分布 (单位: 百万美元).....	13
图表 25: 《哈利波特: 魔法觉醒》游戏畅销榜排名走势.....	13
图表 26: 《魔法觉醒》与《阴阳师》“类战令”价格对比.....	14
图表 27: 以《阴阳师》为基础估测《魔法觉醒》长期稳态流水.....	14
图表 28: 《魔法觉醒》玩法包括四大类别.....	15
图表 29: 《魔法觉醒》的“CCG 卡牌+即时操作”玩法对玩家的三层要求.....	15
图表 30: 外观收集度会有“探索属性”加成.....	16
图表 31: “舞会”休闲玩法也是社交和展示外观的场所.....	16
图表 32: 《魔法觉醒》与《炉石传说》抽卡机制与成本对比.....	16
图表 33: 《魔法觉醒》各稀有度卡牌每级提升所需卡牌数量.....	17
图表 34: 《魔法觉醒》中主要变现点的属性分布.....	17
图表 35: 《魔法觉醒》与部分重点游戏买量情况对比.....	18
图表 36: 《魔法觉醒》活动策划.....	18
图表 37: B 站《魔法觉醒》官方账号视频播放量 (万).....	19
图表 38: 《魔法觉醒》官方账号在预下载定档前后的视频发布量与播放量.....	19
图表 39: “电话营销”引起网友讨论.....	20
图表 40: 《魔法觉醒》相关关键词阅读量与讨论量累计.....	20
图表 41: 游戏服务器已经设计了其他地区入口.....	21
图表 42: PVP 中可以进行“全球排位”.....	21
图表 43: “哈利波特”IP 相关主要端游.....	21
图表 44: 近年来基于“哈利波特”IP 的移动端游戏.....	22
图表 45: 国内与海外上线时的网易毛利水平推算的假设.....	22
图表 46: 海外市场带来毛利相对国内比例.....	23
图表 47: 《魔法觉醒》LOGO 上有 Portkey Games 标志.....	23
图表 48: 《指环王: 崛起之战》全球各地游戏畅销榜排名.....	23
图表 49: 《永劫无间》steam 端周销量排名.....	24
图表 50: 《永劫无间》好评率 78% 以上 (截至 11 月).....	24
图表 51: 《永劫无间》steam 与国服销售价格.....	24

## 一、用户端：IP 粉丝国内仅占全球 5%，上线用户规模已达原神七成

### 1.1 日活峰值近 600 万，核心玩家群体已经开始稳定

- 游戏上线后数周内日活微升企稳，约为《原神》上线时的 73% 水平。《哈利波特：魔法觉醒》(后文简称《魔法觉醒》) 9 月初上线，周均日活连续攀升，而在“十一”假期后开始略微下行，相比去年 9 月底上线的《原神》，后者上线时游戏行业相关政策更为宽松，且上线后即迎来“十一”假期，之后下行至 500 万水平，《魔法觉醒》的起步体量基本稳定在 600 万到 400 万之间，约为《原神》的 73% 水平。

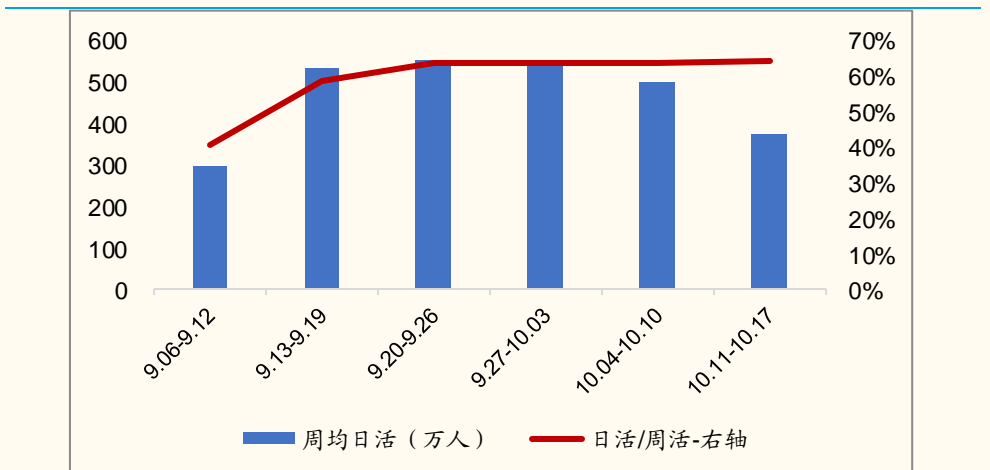
图表 1:《哈利波特：魔法觉醒》与《原神》上线起周均日活走势



来源：国金证券研究所

- 随时间拉长，日活收缩但核心玩家群体渐渐稳定。以日度活跃玩家指标来看，游戏玩家规模在上线第四周开始出现下行趋势，但是从日活玩家对周活跃玩家的渗透比例来看，这一水平相比上线首两周有较为明显提升，并且稳定在 63% 左右，说明当前玩家群体相对沉淀，核心玩家群体逐步稳定。

图表 2:《魔法觉醒》日活用户中核心玩家群体渐渐稳定



来源：国金证券研究所

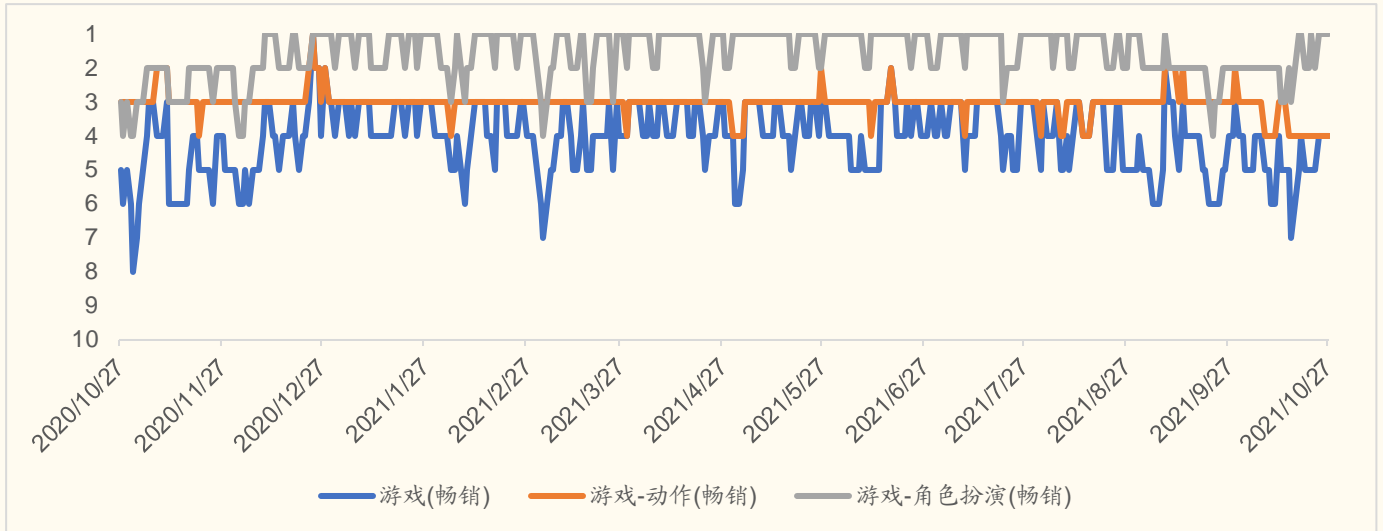
### 1.2 长线留存之经济系统：稳定而清晰的充值逻辑，单账号价值与保质率高

- 1.2.1 《梦幻西游手游》：经历 6 年仍为畅销榜前列，头部账号保值水平高



- 《梦幻西游》端游于 2003 年推出，2015 年手游版本上线，整个 IP 已经有近 20 年历史，手游也已经上线 6 年，但仍然站稳畅销榜前十，一方面是游戏自身情怀和品质吸引了一批稳定的粉丝，另一方面也是由于整体经济系统稳定，账号保值性强，使得玩家有持续的充值意愿。

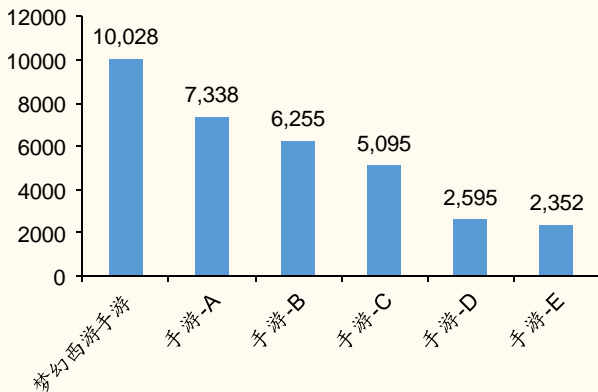
图表 3: 《梦幻西游》2020 年 10 月-2021 年 10 月畅销榜排名走势



来源：七麦数据，国金证券研究所

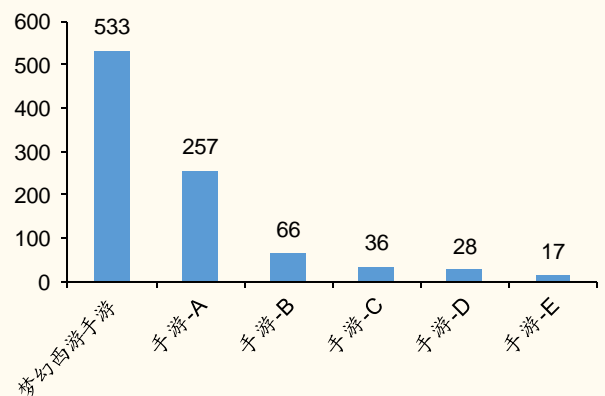
- 特别对于 MMO 类游戏而言，充值的性价比、属性数据的平衡是让玩家具有持续投入动力的基础，《梦幻西游手游》正是这方面的专家，体现在账号交易方面，《梦幻西游手游》在 5173 平台上的在售头部账号均价与在售账号数量均高于其他可比 MMORPG 手游，体现了其账号市场上的认可度与保值水平。

图表 4: 《梦幻西游手游》与可比 MMORPG 手游在售头部账号均价 (元)



来源：5173 账号交易平台，国金证券研究所

图表 5: 《梦幻西游手游》与可比 MMORPG 手游在售账号个数



来源：5173 账号交易平台，国金证券研究所

- 1.2.2 《魔法觉醒》: 经济系统简单、氪点逻辑清晰，保值水平较好
  - 游戏内货币系统相对清晰，直接充值、兑换比例稳定。游戏内的基础货币有“金币”、“宝石”两种形式，均可通过日常活动获得，其中“宝石”可通过直接充值获得，兑换比率为 1 元兑 10 宝石（无赠币），“金币”兑换比率为 1 宝石兑 10 金币，直接充值或兑换比例基本稳定。礼包购买有优惠，如基础魔咒指引等的折扣率名义上可以达到 4 折以下，但整体礼包设计较为简单，上线两个月并没有大幅度变化的趋势。

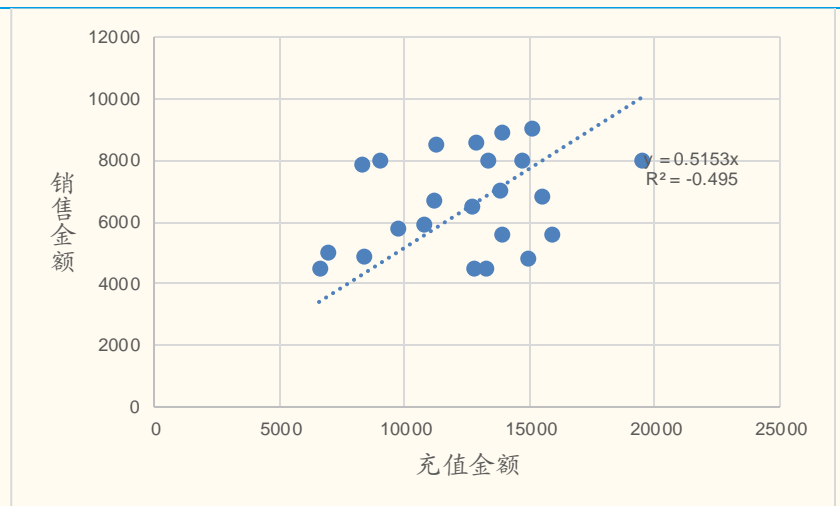
图表 6: 游戏内基础货币兑换及特惠礼包折扣

基础货币	宝石兑率	人民币兑率	
宝石	/	1 元: 10 宝石	
金币	1 宝石: 10 金币	1 元: 100 金币	
特惠礼包	名义标价	实际价格	折扣率
基础魔咒指引	17 元	6 元	3.5 折
基础魔咒指引 (7 日)	119 元	30 元	2.5 折
魔咒天天练	65 元	30 元	4.6 折
魔咒天天练 (7 日)	455 元	168 元	3.7 折
月卡	名义标价	实际价格	折扣率
豪华礼盒	118 元	88 元	7.5 折
金缎豪华礼盒	188 元	148 元	7.9 折

来源:《哈利波特:魔法觉醒》, 国金证券研究所

- **游戏账号保值程度仍然较高。**在 5173 游戏账号交易平台,《魔法觉醒》在售账号按照挂价选取的前 30 个头部账号,其中多数销售金额在 9000 元到 4500 元之间,由于开服时长关系,略低于《梦幻西游手游》的头部账号售价的水平,但也处于较高价格带。《魔法觉醒》有较为明确的充值记录,因此可以看出转卖的销售金额与实际充值成本之间关系基本稳定在 51%左右,折价水平较为适中。

图表 7:《魔法觉醒》头部账号转卖价格与实际充值金额的关系



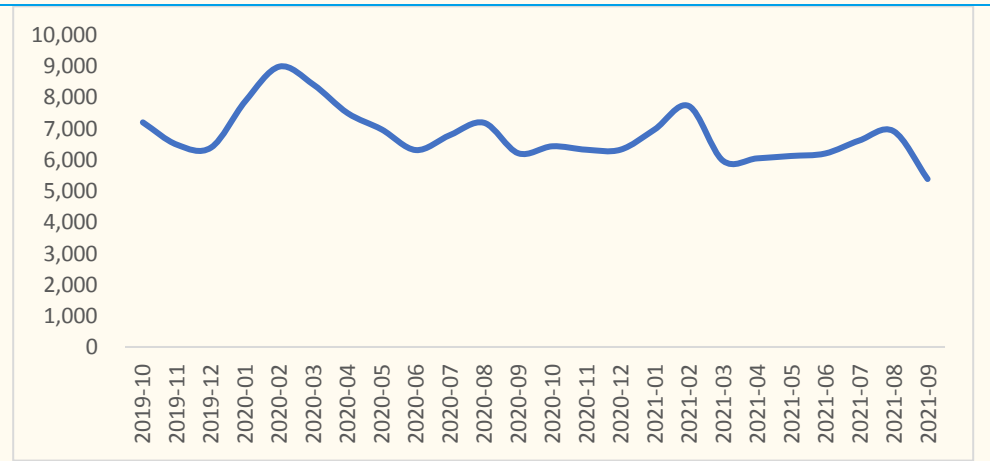
来源: 5173 账号交易平台, 国金证券研究所

### 1.3 长线留存之社交:“寝室”“社区”强化社交结构, 用户结构利好社交氛围

#### ■ 1.3.1 《王者荣耀》: 深度发掘社交关系, 助推形成高活跃

- 《王者荣耀》是以即时 PVP 对战为核心的 MOBA 游戏, 稳定的玩家基础人数是匹配撮合的基础, 因此游戏的持续热度需要有持续的高活跃玩家参与。数据端来看,《王者荣耀》的 DAU 长期保持在 5000 万以上, 体现为持续的大群体活跃, 这也是游戏得以长线运作的重要基础。

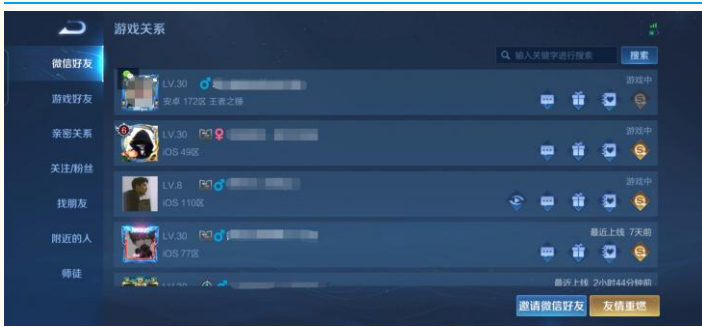
图表 8: 《王者荣耀》DAU 走势 (单位: 万人)



来源: 国金证券研究所

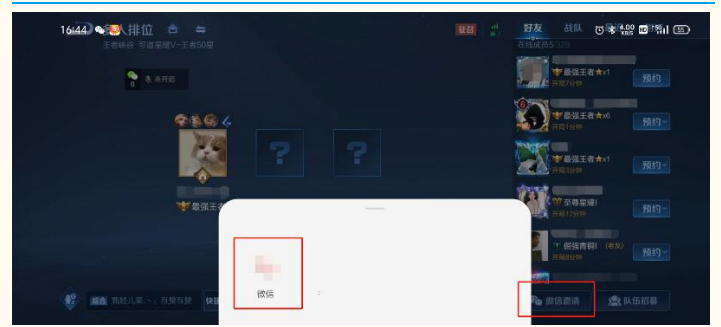
- **社交关系的挖掘在《王者荣耀》的长线运作中有重要作用。**《王者荣耀》作为腾讯公司旗下产品,可以直接链接到对应 QQ 或微信好友关系,如在游戏关系的列表中,最上方位置就是“微信(QQ)好友”,其次才是游戏好友,而在游戏准备阶段,玩家可以直接通过微信(QQ)邀请跳转到微信(QQ)应用,邀请未上线游戏的好友,基于社交强关系形成用户黏性的提升。“面对面开黑”等功能更是让社交关系的利用从线上延伸到了线下。

图表 9: 《王者荣耀》可以直接拉取 QQ/微信好友关系



来源: 《王者荣耀》, 国金证券研究所

图表 10: 《王者荣耀》可直接邀请 QQ/微信好友共同



来源: 《王者荣耀》, 国金证券研究所

- **1.3.2 《魔法觉醒》: “学院”、“寝室”、“社区”强化社交关系**
- **《魔法觉醒》中存在三类社交结构。**其中以“场景”为核心的交流类似其他游戏的常规“频道”交流;而以“学院”为起点的社交关系,和以“内容生产”为核心的非即时沟通的“社区”,二者构成了《魔法觉醒》独特的游戏社交生态。

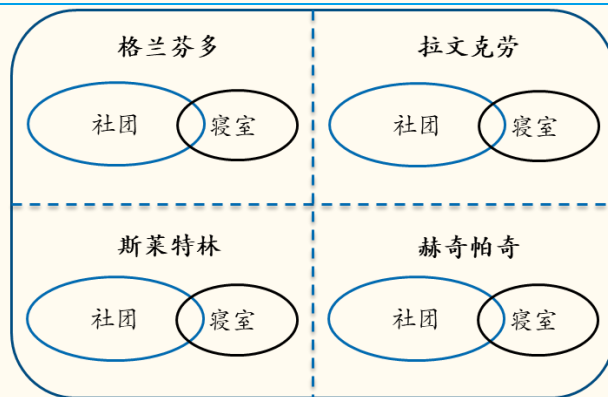
图表 11: 游戏内的三种社交结构

定位	具体层级	设定	关系强弱
以“学院”为起点, 范围逐级收缩	学院	每天两次学院间比拼, 获胜学院有“烟花”奖励	通过学院间的竞争增强组织性, 培养群体归属感
	社团	同学院玩家可组成社团, 每晚 9 点集结, 举行社团活动; 组队游戏有额外加成	通过社团活动互动、组队增强关系链、组织性
	寝室	同学院、同性别的 4 位玩家结成室友, 分享一个寝室空间; 有留言、合影、合作完成任务等功能; 组队游戏有额外加成	沟通频率较高, 包含强关系, 可能是线下朋友
内容生产, 非即时沟通	社区	针对玩法的攻略等 UGC 分享平台, 根据话题标签分类; 玩家可发布、点赞、评论、分享	类似微博, 通过相关性内容的输出形成广泛、非即时的互动
以“场景”为核心的交流	队伍	联机合作完成任务的临时小队, 支持语音沟通	以当下任务为主题形成互动
	当前场景	在任何具体场景下, 与出现在场景内的玩家互动交流、添加好友	强调临场感, 与场景内其他玩家直接互动, 较为弹性

来源:《哈利波特: 魔法觉醒》, 国金证券研究所整理

- 1) “学院”: 借用原作设定形成的“阵营”, 内部合作与外部竞争共同构成社交动力。原作的霍格沃兹学校中存在四大“学院”划分, 各学院有不同的特点、背景故事等, “哈利波特”爱好者往往各有偏好。《魔法觉醒》借用了“学院”的设定, 玩家选择心仪的“学院”(阵营)加入后, 每天参加特定项目, 为所在“学院”赢取分数, 在“学院比拼”得分较高的“学院”所属玩家将获得奖励。另外还有“学院互助”、“社团”等设计进一步强化“学院”的概念, 如“社团”对应常规游戏中的“公会”, 但《魔法觉醒》中限定为同一学院方可组建, 实际是强化了“学院”的设定, 增强了内部认同。
- 2) “寝室”: 目标是构建强社交关系。《魔法觉醒》中四名同“学院”且同性别的玩家可以组成“寝室”, 这四名玩家共享一个虚拟的“宿舍”空间, “室友”组队游戏有额外加成, 游戏也推出了如“共养魔法绿植”一类的活动增加“寝室”内的合作与互动, 活跃玩家也更偏好与活跃玩家组成“寝室”, 这一关系下对高频互动的需求明显, 因此“室友”之间往往有着较高的联系频率, 甚至本身就是线下好友, 从而互相影响, 形成游戏黏性。

图表 12: “社团”与“寝室”是在“学院”内部的社交层级



来源:《哈利波特: 魔法觉醒》, 国金证券研究所整理

- 3) “社区”: “内置微博”, 形成大量 UGC 内容。《魔法觉醒》的一项创新, 让玩家可以发布动态, 根据话题标签进行分类, 这些 UGC 内容有极强的自由度, 玩家可以发布文字、图片, 相互点赞、评论、分享, 如今已经形成了具备较强特色的内置的用户社区。



图表 13: 特定话题下“社区”的讨论与 UCG 内容

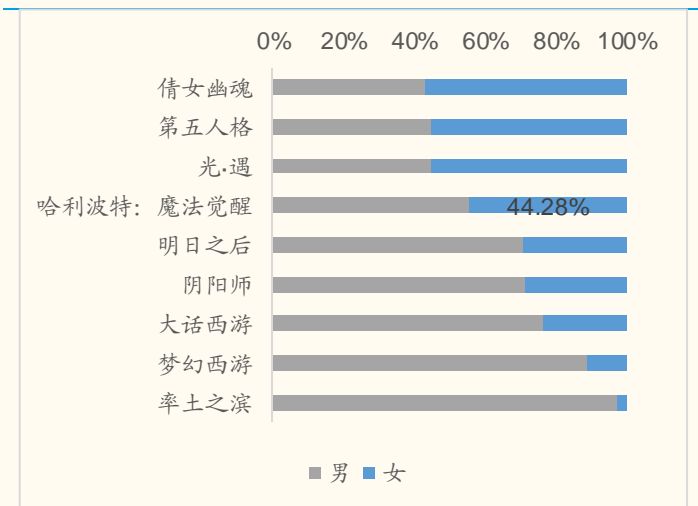


来源:《哈利波特: 魔法觉醒》, 国金证券研究所

■ 1.3.3 玩家以女性、年轻人为主,《魔法觉醒》社交氛围较好

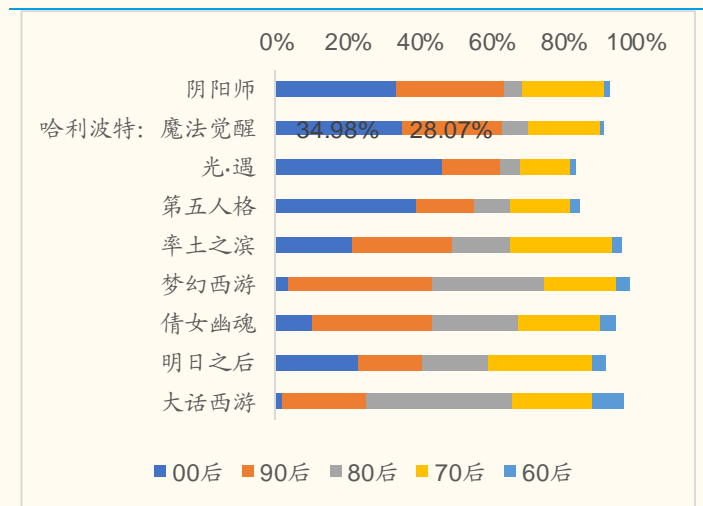
- 相比网易旗下其他游戏,《魔法觉醒》玩家中女性占比偏高,与《第五人格》、《光·遇》等游戏相近,体现了其对轻度玩家具有较强的吸引力,而合适的男女比例会使得游戏中的社交氛围更浓;
- 年龄段构成上,00后玩家与90后玩家占比达到63%,在可比游戏中仅略低于《阴阳师》,较年轻的玩家群体与“哈利波特”粉丝一致性较高,这一群体的创造力与分享欲也更强,会让“社区”板块更好发挥作用。

图表 14:《魔法觉醒》与网易其他游戏玩家男女比



来源: 国金证券研究所

图表 15:《魔法觉醒》与网易其他游戏玩家年龄段构成



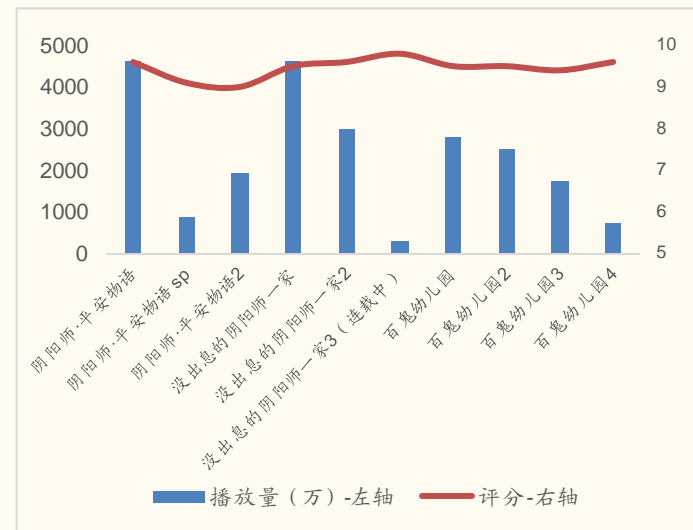
来源: 国金证券研究所

1.4 长线留存之“二创”: 诚意产品与角色认同, 玩家“二创”等衍生反哺游戏

- 1.4.1 《阴阳师》: 凭借广泛“二创”和“养崽”认同形成稳定用户群体

- 《阴阳师》衍生内容丰富，支持玩家“二创”，增强参与度与认同感。《阴阳师》游戏以日本平安时代为背景，以“阴阳师”安倍晴明的故事为蓝本，主要游戏角色多是日本民俗传说中的“式神”，这为官方剧情提供了相对成熟的世界观和背景故事基础，玩家会积极了解喜爱的“式神”的背景故事，而在这些故事的基础上有充分的再创作的空间，形成了丰富的衍生内容。玩家们乐于在社交平台沟通交流，基于共同爱好形成了一种弱社交关系。
- 《阴阳师》有多部衍生番剧，最高播放量在四千万以上，而评分大多在9分以上。官方同样支持玩家的“二创”，官方组织“大触觉醒”创作大赛，官方也会使用“养崽”、“为崽而战”之类在玩家间广泛使用的非正式表述，表达对玩家文化的支持与认可。

图表 16: 《阴阳师》衍生番剧播放量与评分



来源: Bilibili, 国金证券研究所

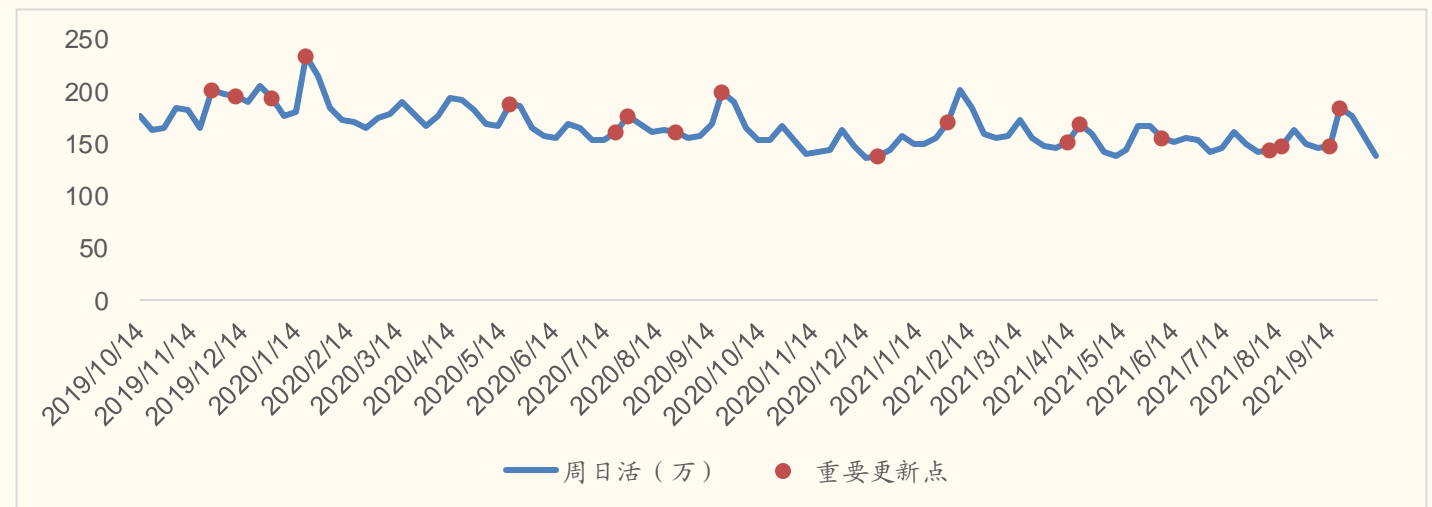
图表 17: 《阴阳师》“大触觉醒”创作大赛



来源: 《阴阳师》官方, 国金证券研究所

- 《阴阳师》持续不断的推出新的“式神”角色与活动，而核心用户群体对此抱有持续的热情，在活跃度上体现为周均日活的持续稳定，以及每逢重要更新（新“式神”角色推出、版本更新）前后，周均日活大多会呈现出走高的趋势。

图表 18: 《阴阳师》每逢重要更新会引来活跃度的走高



来源: 七麦数据, 国金证券研究所

- **1.4.2 《魔法觉醒》：巧妙结合玩法与 IP 内容，高还原可推动“二创”热度**
- **游戏采用“绘本风”与“局部 3D”营造神秘感和代入感。**《魔法觉醒》画面精致，具有油画质感，而自由探索的场景又是 3D 化的，多角度观摩带给玩家身临其境的感受，二者的结合勾勒出具有代入感的神秘魔法世界。另外，英式英语的对白和经典曲目的使用更是增强了原作与电影粉丝群体的认同。

图表 19：霍格沃兹城堡实地场景



来源：《哈利波特：魔法觉醒》，国金证券研究所

图表 20：《魔法觉醒》对角巷场景



来源：《哈利波特：魔法觉醒》，国金证券研究所

- **各类游戏机制巧妙还原原作设定。**“战令”系统、“公会”、主线章节，在游戏中成为了“作业”、“社团”、“学年手册”；各类活动、课程（副本）也是限时开放，就如同按课表上课和参加活动一般；对角巷中的古灵阁银行、魔杖店、长袍店都被一一还原，对应充值、外观购买等界面的实体化。

图表 21：游戏通过各类游戏机制融入原作内容

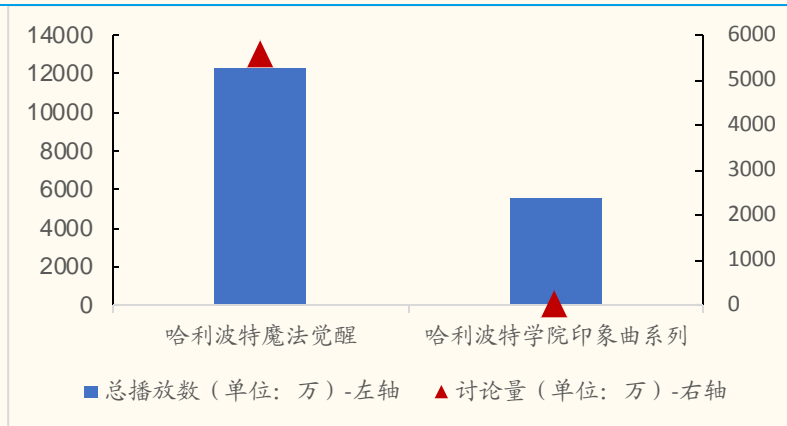
	原作内容	游戏体现机制
设定	学年手册	主线任务章节
	作业	“战令”系统
	课程	PVE、休闲玩法，根据“课表”安排调整开放时间
	社团	公会组织
	猫头鹰（送信的魔法生物）	邮箱
	学院得分机制（根据各学院学生的表现加分或扣分，争夺“学院杯”）	通过特定项目的玩家得分累计学院阵营分数，每天两次学院排名
场景	咒语	卡牌
	寝室	四人小团队的公共空间
	魁地奇比赛、舞会等活动场所	休闲玩法，限定开放时间
	图书馆	抽卡
	决斗俱乐部（学校官方组织的决斗练习场景）	PVP
	禁林（霍格沃兹附近的神秘而危险的地区）	rougelike 副本
	对角巷（购置魔法用品的校外场景）	各类购物、充值

来源：《哈利波特：魔法觉醒》，国金证券研究所

- **《魔法觉醒》相关内容的关注度高。**《哈利波特》系列作品有着较为完善的世界观和背景故事，这降低了“二创”的难度门槛，而玩家对“魔法世界”、“霍格沃兹”的喜爱会成为创作的根源动力。比如手游的 B 站官方账号通过测试期视频和同人作品的征集等活动，鼓励玩家进行分享和二次创作，形成了一些 B 站热门标题，飞瓜数据显示，官方账号在游戏开服当周的 UP 主涨粉排行榜中上升 22 位，位于涨粉榜第一。在 B 站热门话题中，《魔法觉醒》相关话题的浏览量极高，反映用户对手游的兴趣强烈。
- **“二创”作品也有可观的关注度。**飞瓜数据 B 站版显示，《魔法觉醒》位于手游推广榜第 3 名，曝光量为 675.7 万，关联作品数达 41334 件，其互动率超过了 10%，说明哈利波特手游的推广结果能够吸引网民的注意。



图表 22:《魔法觉醒》B 站相关热门标签总播放数与讨论量

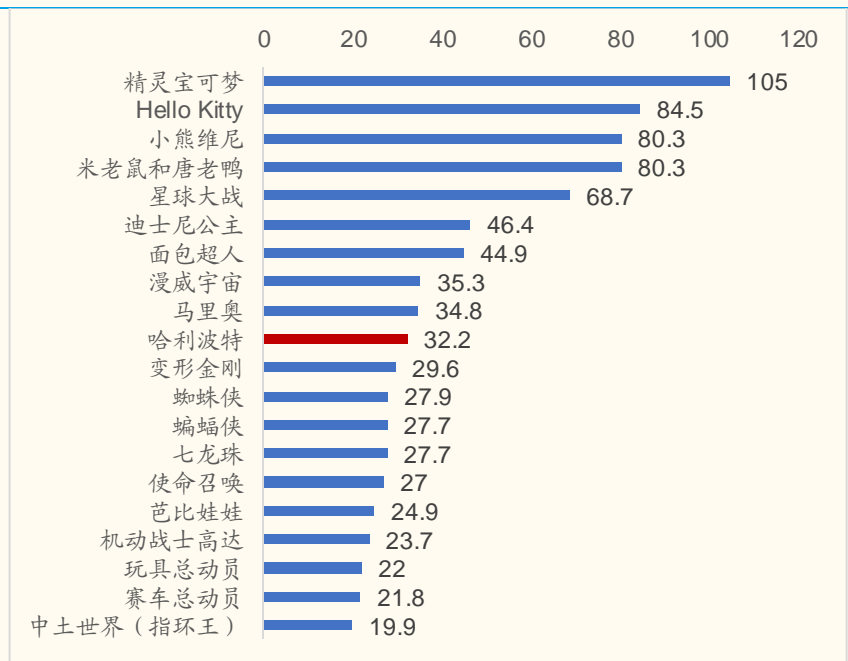


来源: Bilibili, 国金证券研究所; 数据截止 9 月底。

### 1.5 海外用户空间: 国内“哈迷”群体规模约为全球 5%

- “哈利波特”在全球 IP 商业价值排行榜位列第 10, 具备极强全球影响力。根据 statista 的统计, 截至 2021 年 8 月, “哈利波特”IP 全球商业价值达到 322 亿美元, 在 TOP20 的 IP 中位列第 10, 体现了其在全球各地的影响力与粉丝经济价值。

图表 23: 全球商业价值 TOP20 排名 IP 价值 (单位: 10 亿美元)



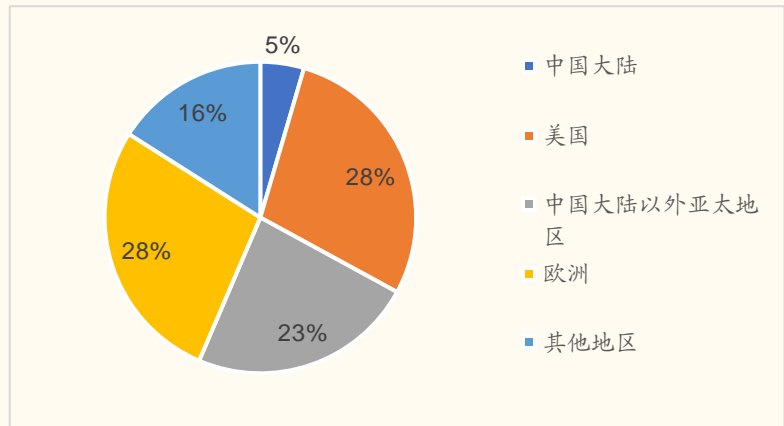
来源: statista, 国金证券研究所

#### ■ 国内“哈利波特”IP 市场空间约占全球 5%:

- 书籍销量看, 国内约占全球 4%。根据《哈利波特》官方网站 Wizing World 披露的数据, 截至 2018 年 2 月, 全系列书籍的全球销量已经突破 5 亿册; 而根据《北京青年报》的报道, 截至 2017 年 6 月, 国内的销量约 2000 万。
- 电影票房约占全球的 5%。取 2011 年上映的系列电影最后一部《哈利波特与死亡圣器 2》的成绩 (当时国内电影市场相对成熟), 全球票房超过 13 亿美元, 中国大陆票房约 6000 万美元, 占比不到 5%。

- 5%水平是具有较强付费意愿与能力群体的代表。国内书籍和电影市场在 2011 年之前受盗版分流较多，国内“哈迷”群体的规模及消费能力在全球的占比可能被低估，但购买正版书籍和贡献电影票房的群体往往有更强的变现意愿和能力，也就具备较为突出的代表性。

图表 24: 《哈利波特与死亡圣器2》全球票房分布(单位: 百万美元)



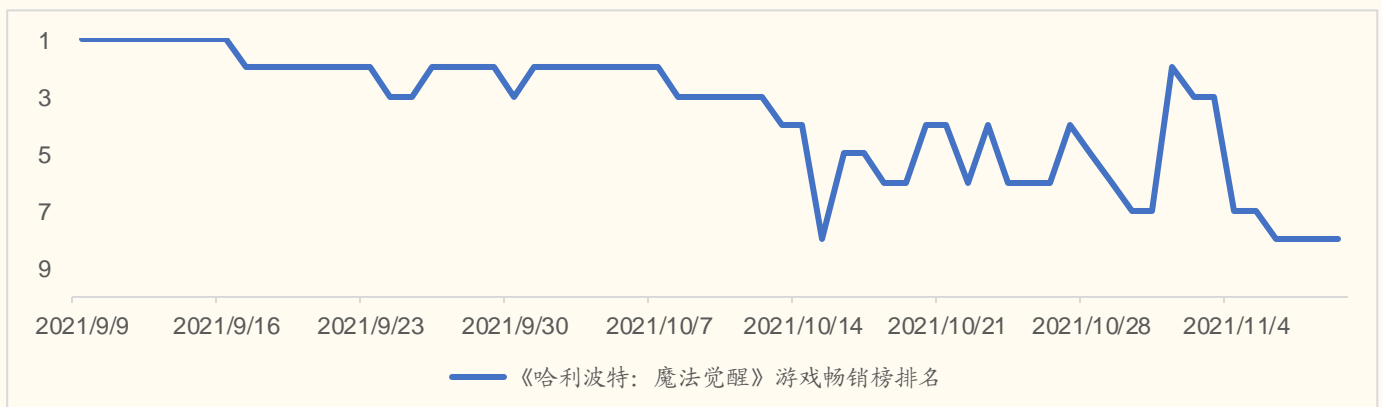
来源: Box Office, 国金证券研究所

## 二、ARPU 值: 预计长期稳态为《阴阳师》2 倍, 受重复卡牌升级需求拉动

### 2.1 《魔法觉醒》上线稳居畅销榜前十, 长期 ARPU 值可达《阴阳师》2 倍

- 上线 60 天稳居游戏畅销榜前 10。根据七麦数据,《魔法觉醒》上线已有两个月, 期间稳定在游戏畅销榜前 10 位, 游戏的创收能力已经基本体现。

图表 25: 《哈利波特: 魔法觉醒》游戏畅销榜排名走势



来源: 七麦数据, 国金证券研究所

- 长期稳态预计 ARPU 值可达《阴阳师》的 2 倍。我们基于“月活用户 (MAU) \* 付费率 \* 每付费用户收入 (ARPPU) = 流水”的模型进行测算, 并选择《阴阳师》手游作为可比游戏:
  - ARPPU: 结合“战令”价格, 预计《魔法觉醒》为《阴阳师》2.1 倍。根据七麦数据,《阴阳师》过去 12 个月流水约 28.4 亿元 (假设 iOS 端占比 30%), 对应 ARPU 约为 923.4 元。我们选取两款游戏“类战令”内购项目的价格进行对比, 其中《阴阳师》的“类战令”包括“普通花札”和“墨染花札”, 早期分别定价 30 元/月和 68 元/月, 之后“普通花札”改为免费, 付费玩家往往会购买“月度运势礼包”或“墨染花札”, 二者定价分别为 30 元/月和 68 元/月, “类战令”的支出没有



本质变化;《魔法觉醒》则是有“豪华礼盒”和“金缎豪华礼盒”,考虑到优惠券的存在,付费玩家分别实际需要支付 68 元/月和 128 元/月,若高档购买比从 10%提升到 30%,则《魔法觉醒》“类战令”支出为《阴阳师》的 2.19 到 2.08 倍,中枢估计 ARPPU 值倍数为 2.15。

图表 26:《魔法觉醒》与《阴阳师》“类战令”价格对比

	阴阳师	魔法觉醒	魔法觉醒/阴阳师	
低档价格(元)	30.0	68.0	2.27 倍	
高档价格(元)	68.0	128.0	1.88 倍	
综合 价格 (元)	高: 低=1:9	33.8	74.0	2.19 倍
	高: 低=2:8	37.6	80.0	2.13 倍
	高: 低=3:7	41.4	86.0	2.08 倍

来源:《阴阳师》,《哈利波特:魔法觉醒》,国金证券研究所

- **付费率:**考虑两款游戏可比性较高,假设为相近水平。网易《阴阳师》是 2016 年上线的回合制 RPG 游戏,该游戏同样存在抽卡、培养等元素,且该游戏的核心团队与此次上线的《魔法觉醒》的研发工作室同为 ZEN 工作室(近期已升级为事业部),两款游戏具有比较强的可比性,特别体现在付费率方面,我们假设该比例相同,则 ARPPU 的比值可替代 ARPU 的比值。
- **月活用户:**假设《魔法觉醒》稳态为《阴阳师》1.1 倍。《阴阳师》过去 12 个月 MAU 约为 320 万,峰值 MAU 曾达到 1038 万人;《魔法觉醒》9 月 MAU 为 1150 万,假设长期退至首月的 30%,约为 345 万。
- 综合以上假设,我们中枢估测魔法觉醒长期稳态流水约为阴阳师 2.32 倍,大约为 62-75 亿每年(上下浮动 10%)。

图表 27:以《阴阳师》为基础估测《魔法觉醒》长期稳态流水

	阴阳师	魔法觉醒	魔法觉醒/阴阳师
流水(亿元)	29.54	68.49	2.32 倍
MAU(万人)	320	345	1.08 倍
ARPU(元)	923.4	1985.3	2.15 倍

来源:七麦数据,国金证券研究所

## 2.2 需求点:核心玩法兼有强度和外观需求,其他玩法拓展外观需求场景

- 《魔法觉醒》的基本逻辑为:玩家通过日常玩法获得积分,从而解锁主线关卡和剧情,在日常玩法和主线中所获资源可用于增强自身实力。具体玩法上包括核心玩法、休闲玩法、社交三大类别。

图表 28:《魔法觉醒》玩法包括四大类别

玩法类别		场景	内容
核心玩法	单人 PVP	决斗俱乐部	单人 CCG 卡牌+即时操作
	多人 PVP		双人、三人模式，增加配合与“倒地-扶起”机制
	PVE	课堂	结合课堂学习的主题，增加“保护目标”、“击败特定目标”等内容
		禁林	增加 Rouge-Like 元素，有随机性
休闲玩法	跑酷	魁地奇球场	滑动躲避，即时反应
	音乐游戏	舞会	邀请或匹配玩家共同跳舞，根据音乐节奏点击
	你画我猜	占卜课	多人组队进行你画我猜
	知识问答	魔法史课	多人组队回答哈利波特相关问题
社交		个人界面	个人界面显示外观和收集度
		寝室	寝室内可以展示自己的房间布置
		场景	实景探索中显示的是玩家外观
		聊天频道	公共频道可以进行交流，引导其他人到玩家个人界面
		舞会	舞会玩法中显示玩家外观

来源:《哈利波特:魔法觉醒》,国金证券研究所整理

- 1) 核心玩法采用“CCG 卡牌+即时操作”，卡牌收藏为基础形成强度需求，场上形象构成外观需求。《魔法觉醒》有单人 PVP、多人 PVP、PVE 等玩法，而这些玩法的起点都是核心的“CCG 卡牌+即时操作”，再在其基础上增加新规则或元素形成。要取得胜利，喜欢钻研游戏机制的玩家可以通过研究卡牌构建合适的卡组，擅长操作的玩家也可以在即时操作中实现优势，但构建和操作的基础仍然是卡牌的收集与升级，这需要付出金钱或者精力，付费玩家则可以通过付费获得先发优势，也就形成了付费点。而在核心玩法中玩家形象同样会出现在场上，也就形成了外观需求。

图表 29:《魔法觉醒》的“CCG 卡牌+即时操作”玩法对玩家的三层要求

发生时间	对玩家的要求	卡牌/资源类别	数量	说明		
第一层:牌库	日常积累阶段	投入金钱或精力	回响	9	游玩过程中积累的资源库;均分传说/史诗/稀有/普通四类品质和不同强化等级	
			伙伴卡	12		
			召唤卡	26		
			咒语卡	36		
第二层:卡组	战斗前准备阶段	对游戏机制和卡牌的理解	回响	1	固定属性,构筑的起点,奠定卡组风格	
			伙伴卡	3	固定顺序,需要冷却时间;驻场单位,固定行动机制	
			手牌	召唤卡	8	随机顺序,消耗魔力;驻场单位,固定行动机制
				咒术卡		随机顺序,消耗魔力;即时生效
第三层:操作	战斗中即时操作	场面控制与操作能力	魔力	-	匀速增长,使用手牌的基础	
			手牌(顺序)	-	随机性,需要考虑卡牌配合	
			移动卡	有限	有限数量,可以用于躲闪	

来源:《哈利波特:魔法觉醒》,国金证券研究所整理

- 2) 休闲游戏与社交体系为非 CCG 玩家提供更多选择，同时外扩外观需求范畴。《魔法觉醒》为游戏经历较少的玩家提供了更多休闲和社交玩法，在核心玩法中展示的外观有了更多展示场景，如“舞会”是一款节奏类的音乐游戏，玩家可邀请其他玩家一起跳舞，在舞池上下都会展示玩家的外观，外观的“收集度”更是对部分 PVE 玩法中的属性（“探索属性”）有强化作用。

图表 30: 外观收集度会有“探索属性”加成



来源:《哈利波特:魔法觉醒》,国金证券研究所

图表 31:“舞会”休闲玩法也是社交和展示外观的场所



来源:《哈利波特:魔法觉醒》,国金证券研究所

## 2.3 “氪点”:“抽卡”均价适中,但持续强化空间大抬高购买频次

- **2.3.1 强度付费: 卡牌升级边际成本持续增加。**卡牌是核心玩法的重要基础,其来源是通过“图书馆通行证”进行抽取,或通过其他礼盒形式获取,每张卡牌都有品质和等级,品质体现为抽取时的难度,等级则需要同类卡牌来推高,是充值玩家主要投入的方向。
  - 1) 从抽卡的单价来看,《魔法觉醒》“氪金”价格偏高。《魔法觉醒》每抽约需要 10 元,对应 5 张卡牌,平均单卡价格 2 元,结合出现概率来计算,每张普通/稀有/史诗/传说出现需要付出成本约为 3.4/5.9/28.6/286.7 元,相比之下,《炉石传说》单抽约 6.47 元(以玩家常购买的 388 元 60 包计算),每张卡 1.29 元。结合概率来看,最核心的传说品质卡牌的抽取成本约为 129 元,不及《魔法觉醒》的 1/2,考虑到《炉石传说》中每张重复卡能够以 25% 的价格分解后用于转换其他卡,而哈利波特需要持续培养卡的等级,转化能力更低,所需卡量更高,单卡内在价值更低,因此其定价水平并不低于《炉石传说》。

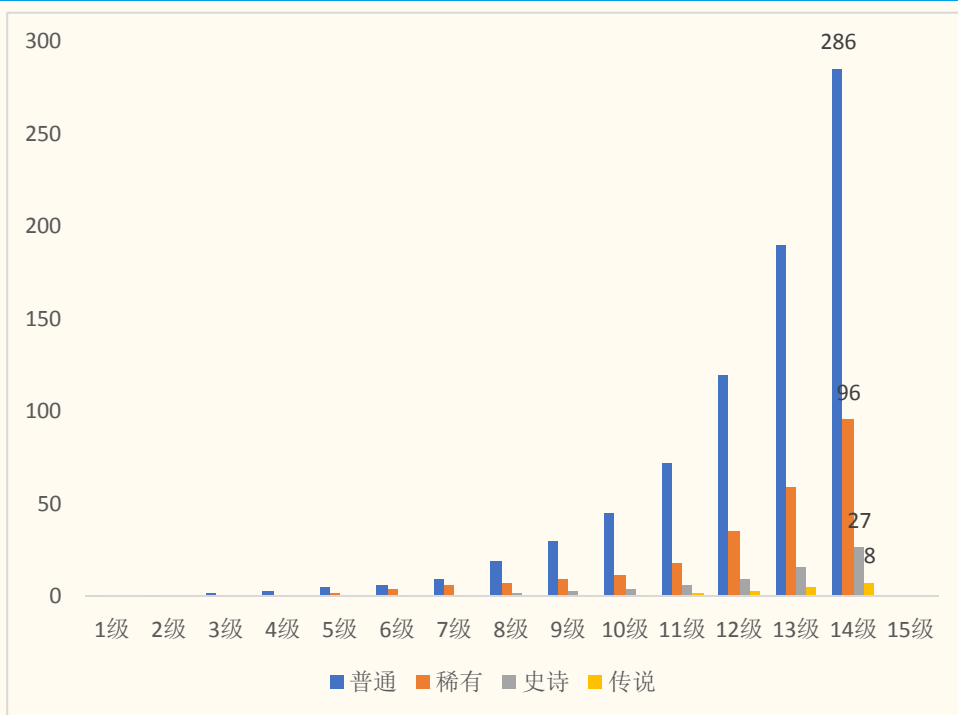
图表 32:《魔法觉醒》与《炉石传说》抽卡机制与成本对比

	哈利波特:魔法觉醒	炉石传说
每抽价格(元)	10.00	6.47
每抽对应卡牌(张)	5	5
单卡成本(元/张)	2	1.29
普通	3.43	1.62
稀有	5.88	8.62
史诗	28.57	21.33
传说	285.71	129.33

来源:《哈利波特:魔法觉醒》,《炉石传说》,国金证券研究所测算

- 2) 从数量来看,《魔法觉醒》卡牌升级需要卡牌数量加速增加,避免差距过大形成“挤出”。《魔法觉醒》中可通过消耗相同卡牌提升卡牌强度等级,普通、稀有、史诗、传说的初始等级分别为 1、3、6、9 级,均可提升至满级 15 级,每升一级所需卡牌数量会加速上升,如普通卡 13 级升 14 级需要 286 张,超过从 1 级升至 12 级之和,传说卡从获得到提升至 12 级需要 7 张,但从 13 级升 14 级就需要 8 张,玩家付费的边际提升在持续收缩,使得玩家差距不至于过大破坏体验造成“挤出”。

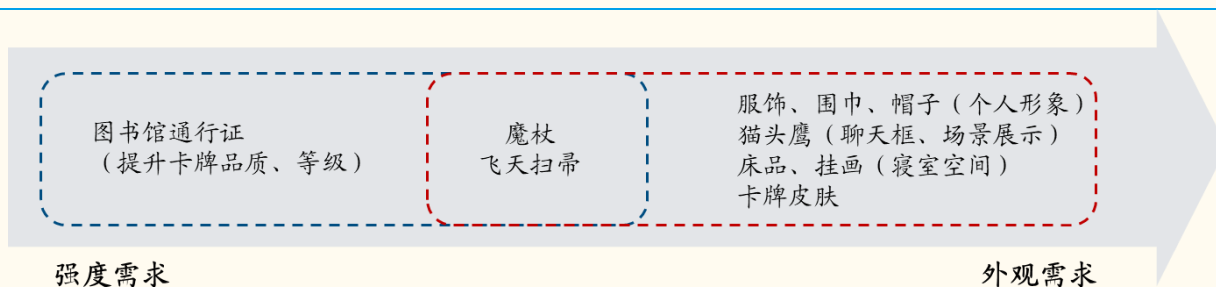
图表 33: 《魔法觉醒》各稀有度卡牌每级提升所需卡牌数量



来源:《哈利波特:魔法觉醒》,国金证券研究所整理

- 2.3.2 外观付费: 定价较高但大多是一次支出, 高频出新能产生更多的消费行为。** 偏好游戏内社交的玩家, 游戏中多处设置了外观更换功能。包括个人空间“宿舍”、卡牌皮肤, 最核心的是玩家人物的外观, 包括巫师服、魔杖、飞天扫帚、猫头鹰、神奇生物等等, 这些装扮大多需要使用“金币”或“宝石”购买, “宝石”购买价格一般在 180 个到 720 个之间, 部分稀有度较高的装扮只能通过“幸运轮盘”抽取, 每次抽取需要 200 个“宝石”, 整体定价较高。这一付费点的收入取决于游戏新装扮的推出频率。

图表 34: 《魔法觉醒》中主要变现点的属性分布



来源:《哈利波特:魔法觉醒》,国金证券研究所整理

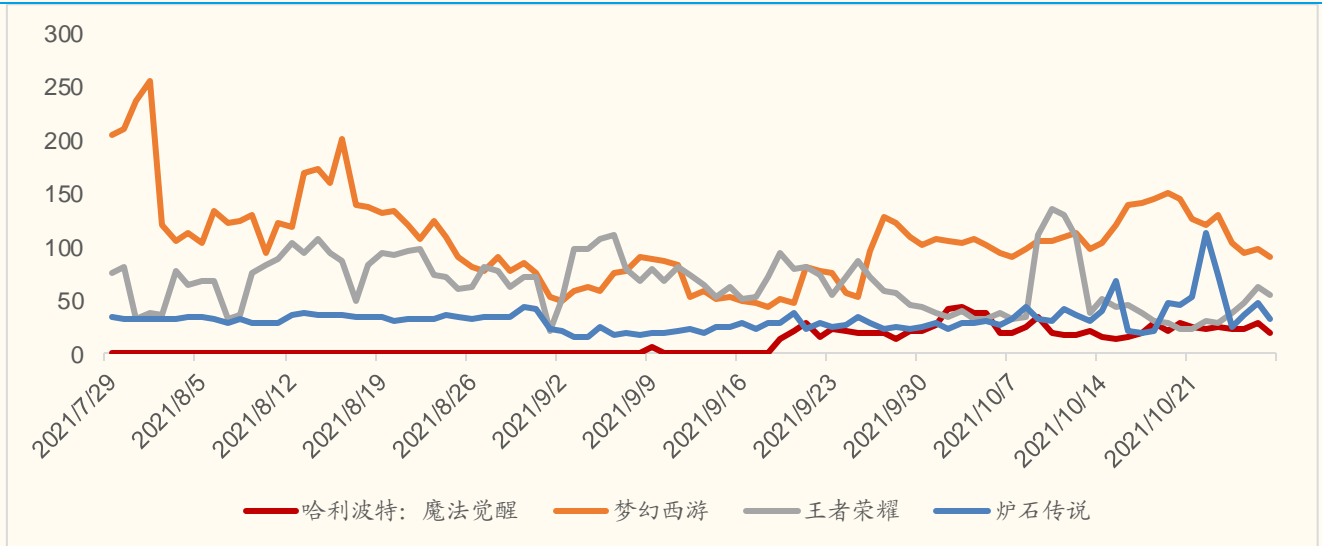
### 三、利润端: 低买量路线, 以社交“话题”形成营销影响

#### 3.1 买量投入较低, 预计可增厚利润

- 根据 App Growing, 《魔法觉醒》在上线前几乎没有买量投入, 上线后也维持较低量级, 总买量不足 100, 在游戏中买量排名 1000 名开外, 而同期来看, 网易在老牌 RPG 游戏《梦幻西游》、最近上新版本的卡牌游戏《炉石传说》的投入, 以及腾讯的《王者荣耀》的投入, 都显著高于《魔法觉醒》。**



图表 35: 《魔法觉醒》与部分重点游戏买量情况对比



来源: AppGrowing, 国金证券研究所

### 3.2 营销充分依托 IP, 形成“话题”式的社交媒体影响

- 开发期以来数次活动策划, 多取得积极的社交媒体反馈。游戏开发期开始, 网易就开始积极进行各项活动, 比如公测前的魔杖预约活动还使微博话题#哈利波特手游魔杖#登上热搜, 在榜时长达到 716 分钟之久。上线前已积累大量关注。

图表 36: 《魔法觉醒》活动策划

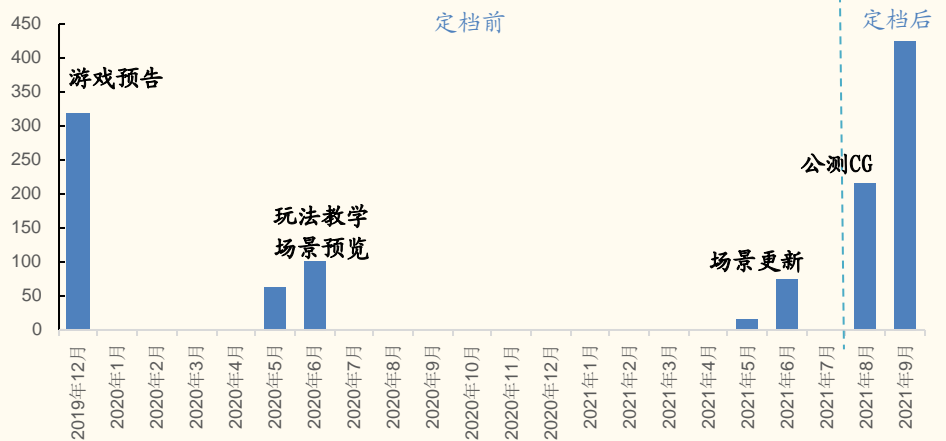
时间	营销活动	关键营销行为
2019/12/2	游戏预约	全平台发布视频&图文预告, 开放内测预约
2019/12/5	魔法绘卷活动	产出周边
2020/5/14	哈利波特 20 周年官博联动	魔法世界微博成立, 手游官博与之联动
2020/5/20	网易线上发布会	发布《海德薇变奏曲》; 预告双平台测试时间; 新玩法上线预告
2020/5/29	测试期间视频征集活动	鼓励玩家在微博、B 站、微信公众号分享游戏画面
2020/7/10	双平台测试反馈答疑	游戏平衡性问题&未来版本新内容推测
2020/8/6	与《哈利波特魔法石》联动	与电影重映宣传同步, 发布话题与转发抽奖活动
2020/8/21	同人作品赏	玩家二次创作
2021/5/20	网易线上发布会	分享游戏试听体验的设计理念
2021/6/10	参与 B 站“全能音乐挑战赛 2.0”	哈利波特学院印象曲系列主播招募&视频征集
2021/7/9	参展 BilibiliWorld 2021	首次线下实景还原游戏内霍格沃茨礼堂
2021/9/2	开启 5 天倒计时	哈利伙伴卡宣传视频曝光
2021/9/8	时装&剧情预告	曝光第一学年剧情宣传片&新卡组&8 大运营活动
2021/9/9	发布马尔福扮演者互动视频	答题、送礼包
2021/9/19	霍格沃兹穿搭征集	向女性玩家的游戏偏好倾斜

来源: 国金证券研究所整理

- 上线前夕关注度迅速走高。在《魔法觉醒》官方 B 站账号发布的视频中, 公测 CG 的播放量最高, 超过了 171 万, 在公测定档前近两年的时间里, 官方账号共发布 14 条视频, 累计观看量为 574.5 万。而公测定档后, 官方在 1 个月内集中发布 8 条视频, 其累计播放量就达到了 641.1 万。

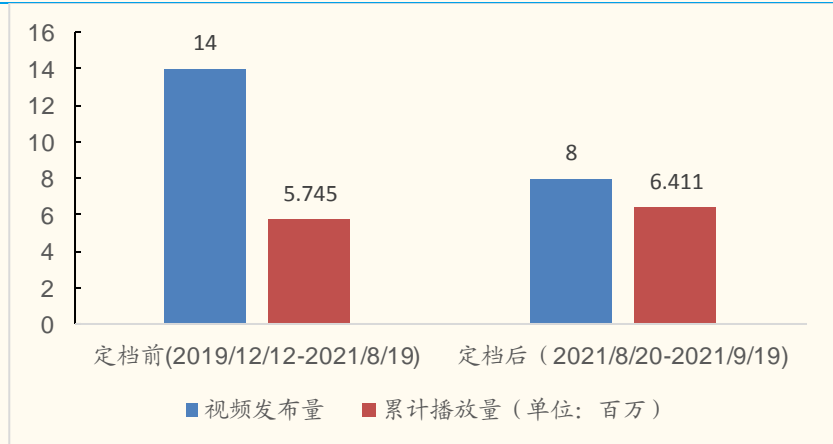


图表 37: B 站《魔法觉醒》官方账号视频播放量 (万)



来源: Bilibili, 国金证券研究所

图表 38: 《魔法觉醒》官方账号在预下载定档前后的视频发布量与播放量



来源: Bilibili, 国金证券研究所

- 独有“开学准备”环节，拉长玩家自发推广窗口期，进一步推高话题度。游戏于 2021 年 9 月 9 日正式开启，但正式上线的前两天就开展了预安装活动，玩家在此阶段可以创建角色、领取魔杖、参加分院仪式、游览对角巷等，对玩家而言，这些活动都是原作中主角入学霍格沃兹前的重要情节，“仪式感”充足，而对游戏运营方而言，这两天给了玩家充足的分享和邀请的时间，实现了良好的预热效果。如游戏开放预下载之后，网易还以“霍格沃茨招生办”的身份，向潜在用户拨打电话拉新，得到了网友的积极反馈，“你收到霍格沃兹的电话了吗”一度登上微博热搜。

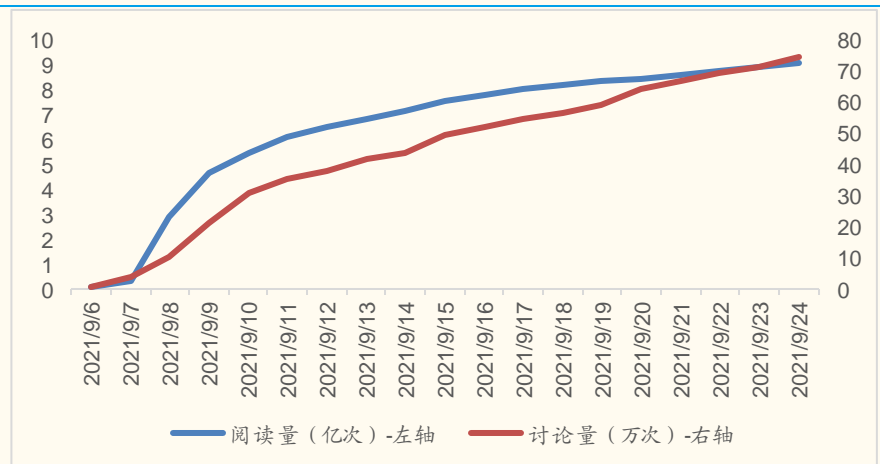
图表 39: “电话营销”引起网友讨论



来源: 新浪微博截图, 国金证券研究所

- **社交媒体口碑发酵, 多个话题登上微博热搜。**《魔法觉醒》相关博文的点赞数、转发数、评论数在游戏全平台上线当天到达高峰, 此后博文数仍有大幅上涨。“哈利波特魔法觉醒”、“哈利波特游戏上线”、“哈利波特魔法史题库”等微博话题在游戏开服前后相继登上热搜。自9月6日游戏上线前夕起三周内相关微博热搜话题阅读量合计超9亿, 讨论超74.4万。

图表 40: 《魔法觉醒》相关关键词阅读量与讨论量累计



来源: 微博热搜搜索引擎, 国金证券研究所

#### 四、海外发行: 中枢估计可带来 80%-114%国内当量毛利, 关注出海空间

##### 4.1 判断一: 《魔法觉醒》大概率海外上线, 而海外市场现有竞品影响有限

- **《魔法觉醒》推向海外已有较坚实基础。**游戏 IP 来自欧美, 文化兼容性强, 加上游戏的国内版本多处体现其全球发行计划, 如当前版本就已经设计了英文字幕、英文配音, 进入欧美等地区的本地化有一定基础; 游戏的 PVP 模式中也强调“全球排名”的特色; 服务器已经设置了欧美、日韩等地区服务器。预计海外上线在一段时间内就会提上日程。

图表 41: 游戏服务器已经设计了其他地区入口



来源:《哈利波特: 魔法觉醒》, 国金证券研究所

图表 42: PVP 中可以进行“全球排位”



来源:《哈利波特: 魔法觉醒》, 国金证券研究所

- 哈利波特 IP 广受欢迎，已有近 10 年无重要端游。“哈利波特”系列小说于 2007 年完结，系列电影的最后一部也于 2011 年上映。而在游戏方面，2001 年起，主机端就有依托该 IP 的游戏推出，其中 EA（美国艺电）出品的“哈利波特”系列游戏占据了较重要地位，而这一系列游戏到 2010 年也推出了最后一部，自 2013 年以来，“哈利波特”IP 进入了一段时期的空档期。近期吸引了较多关注的是预计 2022 年推出的开放世界 RPG《霍格沃茨：遗产》。

图表 43: “哈利波特”IP 相关主要端游

游戏名	类型	时间	出品方
霍格沃茨：遗产	开放世界 RPG	2022	艾薇岚奇软件
Book of Potions	AR	2013	London Studio
Book of Spells	AR	2012	London Studio
Harry Potter for Kinect	RPG 动作冒险游戏	2012	Eurocom
乐高哈利·波特：第 5-7 年	RPG 动作冒险游戏	2011	Double Eleven (Xbox One/PS4/Switch)
哈利·波特与死亡圣器	RPG 动作冒险游戏	2010	EA Bright Light Studio
乐高哈利·波特：第 1-4 年	RPG 动作冒险游戏	2010	Traveller's Tales; Double Eleven (Xbox One/PS4/Switch)
哈利·波特与“混血王子”	RPG 动作冒险游戏	2009	EA Bright Light Studio
哈利·波特与凤凰社	RPG 动作冒险游戏	2007	EA UK
哈利·波特与火焰杯	RPG 动作冒险游戏	2005	YUKE's Future Media Creators
哈利·波特与阿兹卡班的囚徒	RPG 动作冒险游戏	2004	KnowWonder (PC); EA (consoles); Griptonite Games (GBA)
哈利波特：魁地奇世界杯	体育类，动作游戏	2003	EA
哈利·波特与密室	RPG 动作冒险游戏	2002	EA/Eurocom
哈利波特与魔法石	RPG 动作冒险游戏	2001	KnowWonder (PC); Warthog (GC, Xbox, PS2); Griptonite (GBA, GBC); Argonaut (PS)

来源: 国金证券研究所整理

- 手游端产品多为海外休闲类游戏。近年来“哈利波特”手游端产品的出品方多为国外工作室，主要发行海外市场，类型也大多是解谜、三消等休闲类型，目前影响力也相对有限。

图表 44: 近年来基于“哈利波特”IP 的移动端游戏

游戏	哈利波特：解谜魔咒	哈利波特：巫师联盟	哈利波特：霍格沃茨之谜	神奇动物：魔法世界探奇
时间	2020	2019	2018	2016
类型	三消	AR 休闲	RPG 冒险	解谜
出品	Zynga	华纳兄弟旧金山工作室; Niantic	果酱城	Mediatonic
发行商	Portkey Games	Niantic	果酱城; Portkey Games; 网石游戏; 华纳兄弟	华纳兄弟
游戏画面/截图				

来源: Bilibili, 国金证券研究所整理

4.2 判断二: 若网易承担发行 30%-40%, 中枢估计海外毛利贡献达国内 80%-114%

- 我们基于如下假设进行敏感性分析。国内渠道中安卓、苹果、自有或买量渠道的流水占比为 30%、30%、40%，根据不同渠道的应用商店分成比例计算，渠道方的综合分成比例约为 36%，流水中另外支付 IP 方分成 15%，因此在国内流水中，网易可获得的毛利占流水 49%；海外上线时，若网易承担发行可获得毛利约为流水的 40%，不承担发行则获得 20%。

图表 45: 国内与海外上线时的网易毛利水平推算的假设

基本假设	分成/流水	计算依据
<b>国内</b>		
国内渠道分成	36%	安卓分成约 50%; 苹果分成 30%; 自有或买量渠道 0%
IP 方分成	15%	=分成/流水
网易毛利	49%	=1-渠道分成比例-IP 方分成比例
<b>海外</b>		
网易毛利比例 (参与发行)	40%	=网易毛利/流水
网易毛利比例 (不参与发行)	20%	

来源: 国金证券研究所

- 中枢估计海外市场流水为国内 1.5 倍到 2 倍，网易承担 30%-40% 的发行，则国外市场流水的毛利贡献可达到国内部分的 80%-114%。



图表 46: 海外市场带来毛利相对国内比例

		海外市场贡献毛利相对国内比例						
		25%	50%	100%	150%	200%	300%	400%
网易承担发行的市场空间比例	0%	10%	20%	41%	61%	82%	122%	163%
	10%	11%	22%	45%	67%	90%	135%	180%
	20%	12%	24%	49%	73%	98%	147%	196%
	30%	13%	27%	53%	80%	106%	159%	212%
	40%	14%	29%	57%	86%	114%	171%	229%
	50%	15%	31%	61%	92%	122%	184%	245%
	60%	16%	33%	65%	98%	131%	196%	261%
	70%	17%	35%	69%	104%	139%	208%	278%
	80%	18%	37%	73%	110%	147%	220%	294%
	90%	19%	39%	78%	116%	155%	233%	310%
100%	20%	41%	82%	122%	163%	245%	327%	

来源: 国金证券研究所测算

#### 4.3 判断三: 华纳有参加手游发行的历史, 关注海外发行实际效果

- 过往经验来看华纳多次参与“哈利波特”IP 手游发行。回顾 2016 年以来四款主要“哈利波特”IP 手游的发行, 3 款是由华纳兄弟公司或是旗下游戏品牌 Portkey Games 发行, 此次《魔法觉醒》官网游戏 LOGO 也有该公司的标志,《魔法觉醒》在海外地区特别是欧美地区的发行, 华纳兄弟预计仍将参与承担。
- 海外上线对于网易全球化战略具有价值。当前网易在欧美地区发行经验较少, 代表性的是近期与华纳合作, 在海外上线的《指环王: 崛起之战》, 该游戏在部分欧洲国家和地区取得了 iPhone 游戏畅销榜的前百, 未来网易还有《维京之王》计划推向海外,《魔法觉醒》的海外上线将帮助网易增加全球影响力和发行经验。

图表 47: 《魔法觉醒》LOGO 上有 Portkey Games 标志



来源:《哈利波特: 魔法觉醒》官网, 国金证券研究所

图表 48: 《指环王: 崛起之战》全球各地游戏畅销榜排名

排名	地区	数量
1		0
2-10	智利 #8	1
11-20	冰岛 #20	1
21-50	巴拿马 #25 比利时 #25 捷克共和国 #45 斯洛文尼亚 #23 美国 #38 奥地利 #38 德国 #42 卢森堡 #31 乌克兰 #26 亚美尼亚 #27 白俄罗斯 #50 法国 #37 哈萨克斯坦 #41 希腊 #50	14
51-100	澳大利亚 #56 印度尼西亚 #66 保加利亚 #63 芬兰 #57 罗马尼亚 #68 瑞士 #67 西班牙 #50 乌兹别克斯坦 #60 加拿大 #99 危地马拉 #75 波兰 #60 荷兰 #54 挪威 #63 新加坡 #53 匈牙利 #63 新西兰 #88 巴西 #73 爱尔兰 #83 俄罗斯 #89 克罗地亚 #63 瑞典 #61 土耳其 #70 意大利 #69	23

来源: 七麦数据, 国金证券研究所

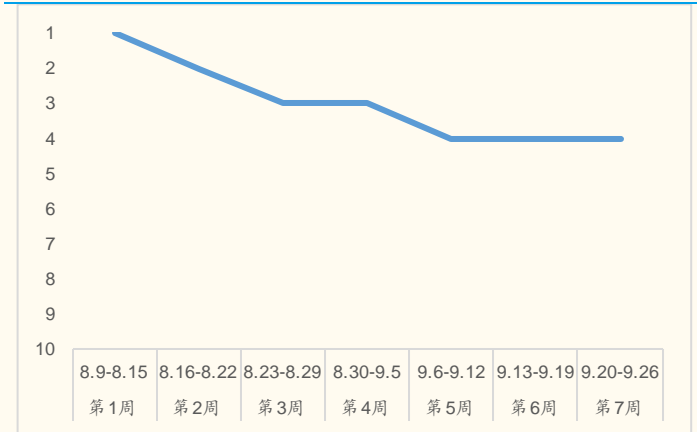
### 五、《永劫无间》全球卖出 600 万份, 网易创新能力在海外市场验证

- 上线 steam 四天空降周销量榜首。《永劫无间》由网易旗下子公司 24 Entertainment 打造, 2021 年 7 月 8 日开启不删档测试, 8 月 12 日 10:00 开启 Steam 全球公测, 尽管比国服开启晚一周, 但是 steam 端仍然广受欢迎, 当周登顶周销量榜首, 之后七周持续在销量榜前 4 位置。



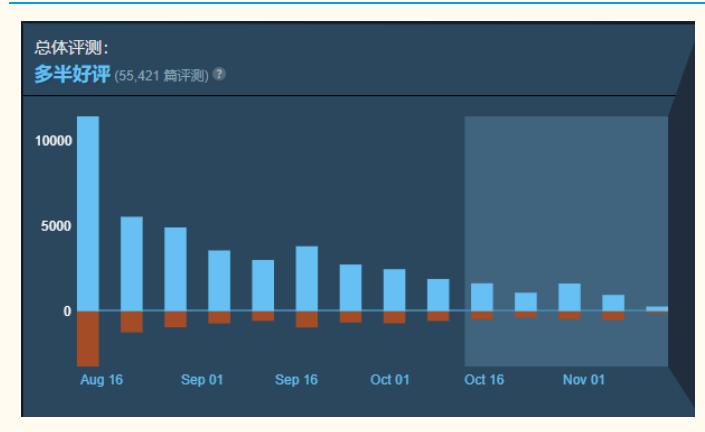
- 中国武侠主题为“吃鸡”玩法带来创新体验，好评近8成。《永劫无间》在“吃鸡”玩法的基础上，增加了“寻宝”、“振刀”、“飞索”等具有中国武侠特色的设定，这不但在国内玩家中充分认可，也受到了海外玩家的理解和喜爱，steam 上有 8 成玩家打出了好评，充分体现了游戏创新元素设计的成功。

图表 49: 《永劫无间》steam 端周销量排名



来源: steamDB, 国金证券研究所

图表 50: 《永劫无间》好评率 78% 以上 (截至 11 月)



来源: Steam, 国金证券研究所

- 全球卖出 600 万份，创下国产买断制游戏销量新纪录。11 月 10 日，官方宣布《永劫无间》全球销量突破 600 万份，若仅以最低价格（98 元/份）计算，国内仅买断流水也接近 6 亿元，考虑到其他版本以及内购流水可能更高。

图表 51: 《永劫无间》steam 与国服销售价格

	STEAM (\$)	国服 (元)
标准版	19.99	98
豪华版	34.99	168
终极版	49.99	248

来源: steam, 《永劫无间》官网, 国金证券研究所

## 六、盈利预测与投资建议

- 我们认为：公司核心的游戏业务具有行业内较强的竞争力，经典主力游戏有较长生命周期和收入贡献能力，以《哈利波特：魔法觉醒》、《永劫无间》、《王牌竞速》为代表的新上手游与端游取得了亮眼成绩，体现了网易的创新与开发能力；网易云音乐业务有望受益于独家音乐版权的取消；有道业务处于调整阶段，短期内保持平稳。
- **营收：**短期来看，公司三季度新游的国内表现基本符合预期，《哈利波特：魔法觉醒》、《永劫无间》等游戏将自三季度起持续带来业绩增量；长期来看，1) 公司有较强的持续运营能力产生可持续流水；2) 依托优秀 IP 的《暗黑破坏神：不朽》有望成为爆款带来新的增长点，原创游戏储备丰富，题材多样；3) 成功游戏的海外发行可进一步拓宽海外部分收入来源。因此我们基本维持之前预测水平，预计公司 2021/2022/2023 营业收入分别为 891/1042/1172 亿元，同比增速 20.9%/17%/12.5%。
- **成本与毛利率：**预计公司毛利率分别为 52.5%/52%/51.9%，与往年相比基本持平。

- **费用率：**今年以来游戏买量与有道业务营销支出收缩，预计近期销售费用率下降，21年到23年销售费用率分别为14.0%/13.6%/13.1%；管理费用与研发费用基本维持稳定，未来三年管理费用率分别为4.5%/4.4%/4.3%，研发费用率分别为14%/13.6%/13.4%。
- **利润：**长期来看，随着出海业务拓展带动营收规模扩大，公司利润水平随之提升。预计公司2021/2022/2023年归母净利润分别为140.5/168.2/196.2亿元，对应利润率15.8%/16.1%/16.7%。
- 综上，我们预测公司2021/2022/2023营收分别为891/1042/1172亿元，Non-GAAP净利润171/200/226亿元，EPS分别为4.07/4.90/5.75元。维持“买入”评级。

## 七、风险提示

- **游戏行业政策变化风险。**包括国内游戏行业防沉迷、版号下发推迟等不利因素的影响，将对整体游戏行业造成影响。
- **国内游戏表现不及预期风险。**公司在国内有数个主力游戏和重要新游戏贡献收入，若国内业绩不及预期可能对整体业绩产生重要影响。
- **海外上线策略变化或效果不及预期风险。**公司新游戏海外发行日程与具体策略仍未确定，本文基于一定程度合理假设进行预估，但若游戏出海效果不及预期，或具体策略发生变化，或将使游戏出海的最终业绩贡献变化。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)						
	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>67,156</b>	<b>59,241</b>	<b>73,667</b>	<b>89,050</b>	<b>104,170</b>	<b>117,200</b>	货币资金	5,389	3,246	9,117	10,914	15,870	22,100
增长率	24.1%	-11.8%	24.4%	20.9%	17.0%	12.5%	应收款项	8,590	8,848	10,574	13,126	15,147	17,157
<b>主营业务成本</b>	<b>38,753</b>	<b>27,686</b>	<b>34,684</b>	<b>42,299</b>	<b>50,002</b>	<b>56,373</b>	存货	5,018	651	621	758	896	1,010
%销售收入	57.7%	46.7%	47.1%	47.5%	48.0%	48.1%	其他流动资产	49,719	72,361	87,519	94,179	100,827	107,386
<b>毛利</b>	<b>28,403</b>	<b>31,555</b>	<b>38,983</b>	<b>46,751</b>	<b>54,168</b>	<b>60,827</b>	流动资产	68,716	85,105	107,831	118,977	132,740	147,653
%销售收入	42.3%	53.3%	52.9%	52.5%	52.0%	51.9%	%总资产	79.0%	75.9%	76.0%	73.7%	71.9%	70.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	5,246	9,294	11,711	16,711	21,711	26,711
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	5,379	4,622	4,555	4,797	5,095	5,441
销售费用	9,526	6,221	10,704	12,467	14,167	15,353	%总资产	6.2%	4.1%	3.2%	3.0%	2.8%	2.6%
%销售收入	14.2%	10.5%	14.5%	14.0%	13.6%	13.1%	无形资产	2,465	4,103	5,218	8,496	12,396	16,857
管理费用	3,192	3,130	3,372	4,007	4,583	5,086	非流动资产	18,252	27,019	34,044	42,563	51,762	61,568
%销售收入	4.8%	5.3%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	%总资产	21.0%	24.1%	24.0%	26.3%	28.1%	29.4%
研发费用	7,793	8,413	10,369	12,467	14,167	15,705	<b>资产总计</b>	<b>86,968</b>	<b>112,124</b>	<b>141,875</b>	<b>161,540</b>	<b>184,502</b>	<b>209,221</b>
%销售收入	11.6%	14.2%	14.1%	14.0%	13.6%	13.4%	短期借款	13,659	16,828	19,505	19,505	19,505	19,505
息税前利润 (EBIT)	7,893	13,791	14,538	17,810	21,251	24,682	应付款项	2,385	1,212	1,134	1,584	1,746	2,037
%销售收入	11.8%	23.3%	19.7%	20.0%	20.4%	21.1%	其他流动负债	19,066	20,202	26,104	30,962	36,566	40,944
财务费用	-588	-822	-1,599	299	281	231	流动负债	35,109	38,243	46,743	52,050	57,817	62,486
%销售收入	-0.9%	-1.4%	-2.2%	0.3%	0.3%	0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	447	840	1,337	1,337	1,337	1,337
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	35,556	39,083	48,081	53,387	59,154	63,823
营业利润	7,893	13,791	14,538	17,810	21,251	24,682	<b>普通股股东权益</b>	<b>45,232</b>	<b>61,454</b>	<b>82,127</b>	<b>96,174</b>	<b>112,997</b>	<b>132,611</b>
营业利润率	11.8%	23.3%	19.7%	20.0%	20.4%	21.1%	其中：股本	3	3	3	3	3	3
营业外收支	464	1,771	-765	0	0	0	未分配利润	45,212	61,523	93,220	107,268	124,090	143,705
税前利润	8,944	16,383	15,372	17,511	20,970	24,451	少数股东权益	6,180	11,588	11,667	11,979	12,352	12,787
利润率	13.3%	27.7%	20.9%	19.7%	20.1%	20.9%	<b>负债股东权益合计</b>	<b>86,968</b>	<b>112,124</b>	<b>141,875</b>	<b>161,540</b>	<b>184,502</b>	<b>209,221</b>
所得税	2,467	2,915	3,042	3,152	3,775	4,401	<b>比率分析</b>						
所得税率	27.6%	17.8%	19.8%	18.0%	18.0%	18.0%		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>6,477</b>	<b>13,469</b>	<b>12,330</b>	<b>14,359</b>	<b>17,195</b>	<b>20,050</b>	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	325	194	267	311	373	435	每股收益	1.781	6.147	3.491	4.066	4.869	5.677
归属于母公司的净利润	<b>6,152</b>	<b>21,238</b>	<b>12,063</b>	<b>14,048</b>	<b>16,822</b>	<b>19,615</b>	每股净资产	13.091	17.786	23.770	27.835	32.704	38.381
净利率	9.2%	35.8%	16.4%	15.8%	16.1%	16.7%	每股经营现金净流	3.883	4.983	7.203	5.264	6.496	7.184
Non-GAAP 归母净利润	<b>10,761</b>	<b>15,663</b>	<b>14,706</b>	<b>17,102</b>	<b>19,975</b>	<b>22,627</b>	每股股利	0.000	0.000	0.012	0.000	0.000	0.000
Non-GAAP 归母净利率	16.0%	26.4%	20.0%	19.2%	19.2%	19.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (百万元)</b>							净资产收益率	13.60%	34.56%	14.69%	14.61%	14.89%	14.79%
净利润	6,152	21,238	12,063	14,048	16,822	19,615	总资产收益率	7.07%	18.94%	8.50%	8.70%	9.12%	9.38%
少数股东损益	325	194	267	311	373	435	投入资本收益率	8.72%	12.50%	10.17%	11.32%	11.92%	12.17%
非现金支出	2,703	-6,277	4,596	702	763	825	<b>增长率</b>						
非经营收益							主营业务收入增长率	24.13%	-11.79%	24.35%	20.88%	16.98%	12.51%
营运资金变动	2,477	-358	4,771	1,958	2,959	1,987	EBIT 增长率	-35.06%	74.72%	5.42%	22.50%	19.32%	16.15%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>13,416</b>	<b>17,216</b>	<b>24,888</b>	<b>18,187</b>	<b>22,446</b>	<b>24,821</b>	净利润增长率	-42.54%	245.19%	-43.20%	16.45%	19.75%	16.60%
资本开支	-6,886	-3,329	-3,290	-5,000	-6,100	-7,200	总资产增长率	22.44%	28.93%	26.53%	13.86%	14.21%	13.40%
投资	-6,146	-27,025	-25,759	-11,000	-11,000	-11,000	<b>资产管理能力</b>						
其他	-537	8,217	-143	0	0	0	应收账款周转天数	23.3	25.7	22.7	24.1	23.4	23.7
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-13,570</b>	<b>-22,137</b>	<b>-29,192</b>	<b>-16,000</b>	<b>-17,100</b>	<b>-18,200</b>	存货周转天数	47.3	8.6	6.5	6.5	6.5	6.5
股权募资	-7,517	11	10,421	0	0	0	应付账款周转天数	22.5	16.0	11.9	13.7	12.7	13.2
债权募资	6,210	2,972	4,041	0	0	0	固定资产周转天数	29.2	28.5	22.6	19.7	17.9	16.9
其他	2,894	-1,900	-4,549	-390	-390	-390	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,587</b>	<b>1,083</b>	<b>9,913</b>	<b>-390</b>	<b>-390</b>	<b>-390</b>	净负债/股东权益	16.95%	19.74%	12.50%	9.18%	3.97%	-0.87%
<b>现金净流量</b>	<b>1,515</b>	<b>-3,809</b>	<b>5,771</b>	<b>1,797</b>	<b>4,956</b>	<b>6,231</b>	EBIT 利息保障倍数	-13.4	-16.8	-9.1	59.6	75.6	106.7
							资产负债率	40.88%	34.86%	33.89%	33.05%	32.06%	30.51%

**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;

中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402