

证券研究报告

公司研究

公司点评

网易-S (9999.HK)

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师  
执业编号: S1500522010001  
联系电话: 17317141123  
邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 网易-S (9999.HK)：《暗黑破坏神：不朽》市场表现火爆，存量游戏稳中向好

2022年07月25日

**事件：**网易-S(9999.HK)和暴雪联合开发的游戏《暗黑破坏神：不朽》国服于7月25日上线，市场表现火爆，同时公司存量游戏表现良好，后续新品储备充足。

**点评：**

- **《暗黑破坏神：不朽》海外成绩单亮眼，国服上线表现火爆。**6月2日，由暴雪和网易联合出品的MMORPG新游《暗黑破坏神：不朽》上线海外，并迅速登顶美国、英国、德国、韩国和日本等多个市场iOS手游下载榜榜首。根据Sensor Tower的统计数据，《暗黑破坏神：不朽》海外上线首月即收获了约1500万次的下载量和约5400万美元的预估流水（未包含PC端流水，因此实际月流水应高于5400万美元）。这也意味着《暗黑破坏神：不朽》已经成为《暗黑破坏神》系列有史以来收入最高的一款作品。《暗黑破坏神：不朽》国服7月25日上线国内，上线首日便登上App Store推荐位。此外，截至7月25日12:30，《暗黑破坏神：不朽》位列中国iOS免费榜榜首，iOS畅销榜排名第8，TapTap下载量突破20万。我们认为《暗黑破坏神：不朽》海外服有望凭借IP的强大影响力和游戏的高品质收获稳定良好的流水，同时打开欧美市场，为后续游戏出海奠定良好基础。同时《暗黑破坏神》国服作为一款重磅IP的3A级手游，有望延续海外优异表现，为公司国内游戏大盘增长注入“强心针”。
- **存量游戏表现稳定，保障公司流水基本盘。**根据data.ai数据显示，公司长青游戏《梦幻西游》上半年流水表现稳中有升。此外，该游戏近半年在iOS畅销榜排名中稳居前10，我们认为该游的良好表现主要是由于暑期来临，玩家的在线时长和付费情况得到明显提升。同时《梦幻西游》推出新资料片和品牌升级后的全新概念“梦幻人生”，不断丰富并扩充IP内容以增强对玩家的吸引力，从而有助于提升用户新增和活跃度。同时《大话西游》流水表现稳定且畅销榜稳居Top50，《阴阳师》稳居iOS游戏畅销榜前100且流水稳中有增，《率土之滨》流水有所增长且保持在iOS游戏畅销榜前30，可见公司老游表现良好，保障公司流水基本盘。此外，凭借买量、新颖独特的题材以及近期推出的全新个人协议玩法，公司于21年8月发行的科幻题材SLG手游《无尽的拉格朗日》的iOS畅销榜排名逆势上升，目前稳居在iOS畅销榜Top15，俨然成为网易在SLG赛道的第二大作品。该游戏本质上是在“率土like”的框架下进行创新得到的，反映了公司SLG品类方法论的适用性和市场的认可度。综上，我们认为公司的长线运营实力佳，游戏创作的底层逻辑可以复用，因而公司的游戏业务具有旺盛的生命力，未来发展可期。
- **加速出海步伐，游戏后续储备丰富。**公司后续还将推出《永劫无间》的主机及手游版本、《倩女幽魂隐世录》等多款重磅游戏，新游产品线丰富，为公司未来游戏业务发展的良好预期提供有利支撑。此外，公司将于2022年内在海外市场推出《哈利波特：魔法觉醒》，哈利波特作为全球化IP，海外粉丝基础深厚，同时游戏美术风格设计也兼顾了全球各个不同国家哈迷，因此我们认为该游戏有望凭借和欧

美地区玩家偏好的高度契合而贡献良好的业绩增量。此外公司加码布局海外研发在人才储备上延续全球化方向。2022年1月，网易在日本成立新的游戏工作室 Nagoshi Studio，将专注于开发在全球发布的高质量主机游戏；5月，网易成立首家美国第一方工作室 Jackalope Games，主要致力于开发 PC 和主机游戏；7月，网易在北美成立全新工作室 Jar of Sparks，专注于打造下一代叙事驱动的动作游戏。我们认为在行业优秀领军人物的带领下，海外工作室的未来成绩可期，助力网易产出更为当地化和更富创新色彩的新游，从而助力公司海外市场的拓展，释放业绩增量。

- **投资建议：**《暗黑破坏神：不朽》海外上线首月流水表现非常亮眼，同时国服7月25日上线市场反馈火爆，我们预计《暗黑破坏神：不朽》有望成为网易的又一头部产品和公司重要的业绩增长点。此外，公司全球化步伐进一步加快，在海外建立多个工作室，人才储备向全球化发展。而且公司后续将推出《永劫无间》的主机及手游版本、《倩女幽魂隐世录》等多款重磅游戏，于年内在海外市场推出《哈利波特：魔法觉醒》，公司新品储备丰富，有望驱动公司加速增长。再加上公司核心产品表现良好对游戏收入有持续稳定贡献，因此在多重因素的催化下，公司游戏业务有望保持稳中有升。Bloomberg 一致预期 22-24 年收入为 993.48/1119.75/1234.44 亿元，同比增长 13.40%/12.71%/10.24%，经调整净利润为 204.70/236.48/268.46 亿元，同比增长 3.58%/15.53%/13.52%，对应 PE 为 25x/21x/18x，建议密切关注。
- **风险因素：**市场竞争加剧的风险，游戏行业监管趋严风险，游戏上线表现不及预期风险，汇率波动风险等。

## 游戏介绍

充分继承暗黑破坏神 IP 内核，实现传统与创新的平衡。《暗黑破坏神：不朽》的剧情承接 2 代和 3 代，其六大职业保留了《暗黑 2》、《暗黑 3》职业系统的经典与核心部分，同时还对不同职业不同形式的独特战斗体验以及场景设计上进行充分还原。此外，《暗黑破坏神：不朽》在视听维度具有优秀的表现力，进一步夯实暗黑系列的底层基础。虽然《暗黑破坏神：不朽》诸多玩法体系都有一定程度的精简，降低操作的门槛，但其整体的操作体验和表现力在手机仍然优秀，且它在有限的条件下，尽可能还原了暗黑系列的战斗风格与打击感。同时《暗黑破坏神：不朽》提供大型多人在线体验（MMORPG），玩家可以在枢纽城市和其他玩家聚会，查看他们的装备，和其他玩家进行互动。总体而言，《暗黑破坏神：不朽》整体借一种更加线性的养成体验和碎片式的战斗乐趣来源，既可以让老玩家感受到“暗黑系列游戏”的纯正乐趣，也降低大众手游玩家的上手门槛，提升了大部分用户的游戏体验。

图 1：《暗黑破坏神：不朽》六大职业选择



资料来源：《暗黑破坏神：不朽》，信达证券研发中心

图 2：《暗黑破坏神：不朽》游戏截图



资料来源：《暗黑破坏神：不朽》，信达证券研发中心

图 3：《暗黑破坏神：不朽》游戏截图



资料来源：《暗黑破坏神：不朽》，信达证券研发中心

氪金引争议，暴雪回应“以出色的玩法为主”。自《暗黑破坏神：不朽》上线后，游戏内的氪金系统引起较大争议。对此，暴雪总裁回应称，公司在考虑货币化时，最优先的讨论事项是如何为数亿玩家提供免费的《暗黑破坏神》体验，让他们可以在游戏中获得 99.5% 的内容体验，而且绝大多数玩家并没有在这款游戏中花钱。

图 4:《暗黑破坏神：不朽》的商城截图



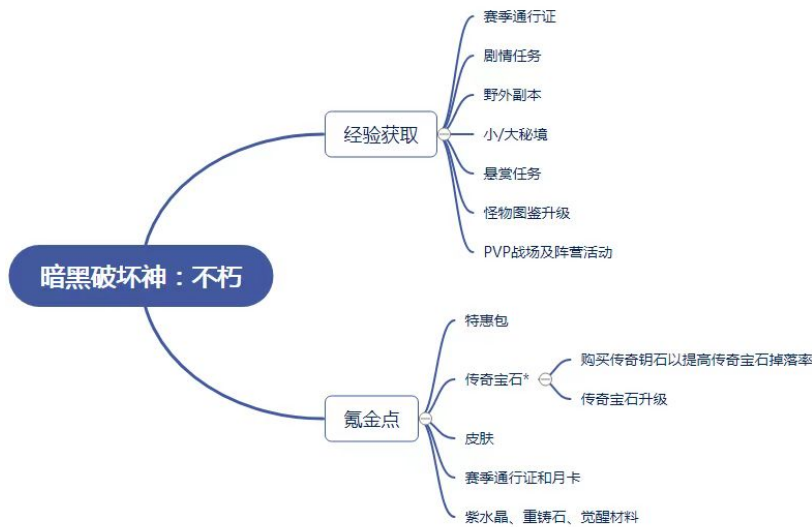
资料来源：《暗黑破坏神：不朽》，信达证券研发中心

图 5:《暗黑破坏神：不朽》的商城截图



资料来源：《暗黑破坏神：不朽》，信达证券研发中心

图 6:《暗黑破坏神：不朽》玩法及氪金点简介



资料来源：《暗黑破坏神：不朽》，信达证券研发中心

## 风险因素

市场竞争加剧的风险；  
 游戏行业监管趋严风险；  
 游戏上线表现不及预期风险；  
 汇率波动风险等。

## 研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商、新消费等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice最佳分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liuolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

