

公司研究

重磅新游《暗黑破坏神：不朽》国服上线，业绩增量确定性强

——网易-S (9999.HK) 重点新游戏上线点评

要点

事件：22年7月25日，网易重磅新游《暗黑破坏神：不朽》国服全平台上线，上线首日位居国内IOS游戏免费榜第1，畅销榜第6；截至7月25日17:00，taptap平台下载量达到27万+。

点评：《暗黑破坏神：不朽》游戏品质优秀，在MMO品类中具备较强竞争力，有望较快实现用户量积累。《暗黑：不朽》具备经验证的深度玩法，精致的艺术制作，更强的社交属性。《暗黑：不朽》为“暗黑”IP的首次手游化，还原IP特色，粉丝体验意愿高，有望带动流水增长。根据伽马数据，同为经典IP国内首次手游化的《哈利波特：魔法觉醒》国内首月流水预估超11亿元。

《暗黑破坏神：不朽》海外上线首月表现亮眼。根据Sensor Tower数据，《暗黑：不朽》六月初海外上线后登顶多地区IOS手游下载榜，22M6海外IOS+Google Play预估收入超过5400万美元，空降中国手游出海收入榜第三名。根据Appmagic数据，《暗黑破坏神：不朽》22M6下载量突破1000万。我们认为《暗黑：不朽》国服上线首月流水有望达4-8亿元人民币量级。根据Sensor Tower数据，《原神》全球IOS+Google Play首月流水2.45亿美元，国内IOS占比约34%；根据伽马数据，《原神》20M9上线首月国内全平台流水预估超7亿元人民币，测算得《原神》首月国内第三方安卓流水占比约20%。《暗黑：不朽》国内口碑较明显高于海外，商业模式用户接受度更高，我们认为，《暗黑：不朽》国内收入占比有望高于《原神》。7月25日17:00，《暗黑：不朽》在海外游戏媒体平台Metacritic的用户评分仅为0.4/10，国内taptap平台评分5.9/10。对比《原神》20年10月17日Metacritic用户评分7.4/10，20年9月20日taptap平台评分4.2/10。《原神》付费模式为抽卡，《暗黑：不朽》海外差评多由于高额道具内购，而国内对于MMO道具内购付费模式接受度较高。根据Sensor Tower数据，《暗黑：不朽》22M6海外IOS+Google Play预估收入超5400万美元，假设《暗黑：不朽》首月国内IOS收入占全球IOS+Google Play收入比例44%-64%，假设国内第三方安卓流水占比约20%。测算得国服首月全平台流水有望达3.6-8.1亿元人民币。

《暗黑破坏神：不朽》成功上线释放监管层面积积极信号。6月19日《暗黑：不朽》官网宣布原定6月23号上线的国服延期，引发市场对游戏内容等方面监管的担忧。我们认为，《暗黑：不朽》国服于7月25日实现上线，尽管在宣传预热方面较为低调，但仍是游戏行业监管的较强正向信号。

盈利预测、估值与评级：《暗黑破坏神：不朽》国服预计为网易22H2营收带来可观增量，维持公司2022-24年经调整归母净利润预测分别211/242/269亿元。国内游戏行业监管释放积极信号，看好网易作为头部游戏厂商，长线运营能力强，与暴雪等海外游戏厂商IP合作经验丰富，关注《永劫无间》手游和《逆水寒》手游的上线情况，维持目标价183港元，维持“买入”评级。

风险提示：版号监管风险；新游表现不及预期；买量成本；海外市场不及预期

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元人民币)	73,667.13	87,606.03	99,951.98	113,741.00	127,181.63
营业收入增长率	24.35%	18.92%	14.09%	13.80%	11.82%
Non-GAAP归母净利润(百万元人民币)	14,706.04	19,761.91	21,130.66	24,188.11	26,869.86
Non-GAAP归母净利润增长率	-6.11%	34.38%	6.93%	14.47%	11.09%
Non-GAAP EPS(元)	4.48	6.02	6.43	7.37	8.18
Non-GAAP PE	28.9	21.5	20.1	17.6	15.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-7-25，汇率：1港元=0.8625人民币

买入（维持）

当前价/目标价：150.3/183.0 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebcn.com

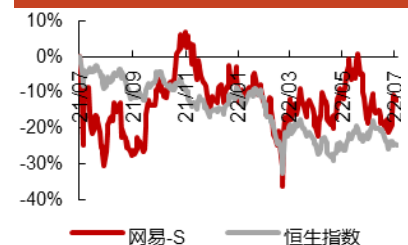
联系人：赵越

zhaoyue1@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	32.84
总市值(亿港元):	4935.84
一年最低/最高(港元):	109.1-182.6
近3月换手率(%):	15.0

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.4	10.2	12.7
绝对	2.0	9.8	-12.0

资料来源：Wind

相关研报

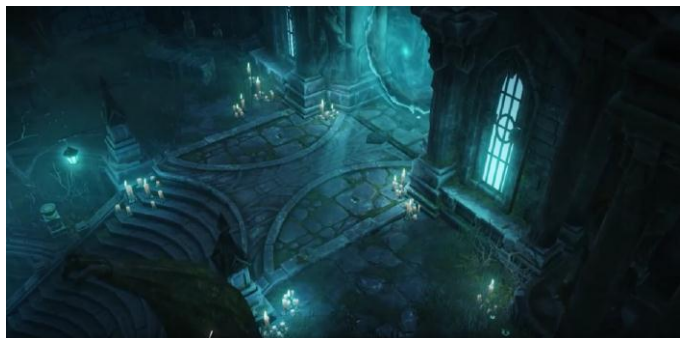
旗舰游戏表现稳定，期待22M6新品《暗黑破坏神》增量——网易-S (9999.HK) 2022年一季度业绩点评 (2022-05-25)
各业务齐迈步，在线游戏“稳”字当头——网易-S (9999.HK) 2021年四季度业绩点评 (2022-02-09)

图 1:《暗黑破坏神:不朽》游戏实机画面



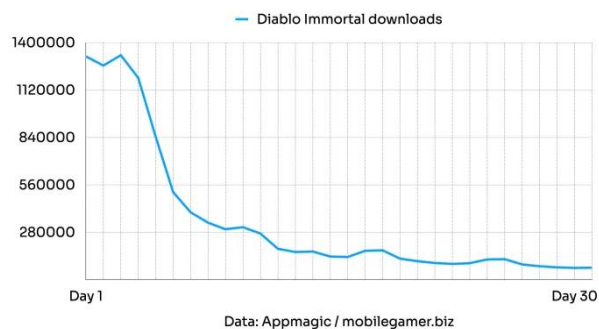
资料来源: 游戏官网

图 2:《暗黑破坏神:不朽》游戏实机画面



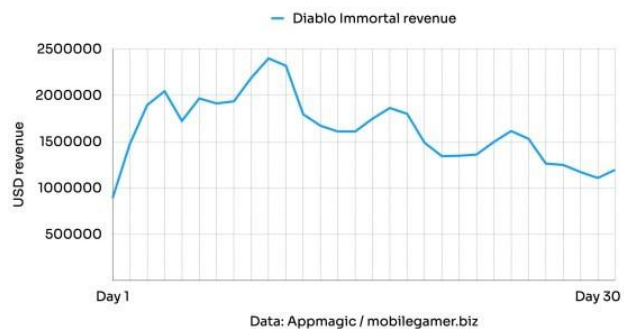
资料来源: 游戏官网

图 3:《暗黑破坏神:不朽》海外 IOS+Google Play 下载量趋势



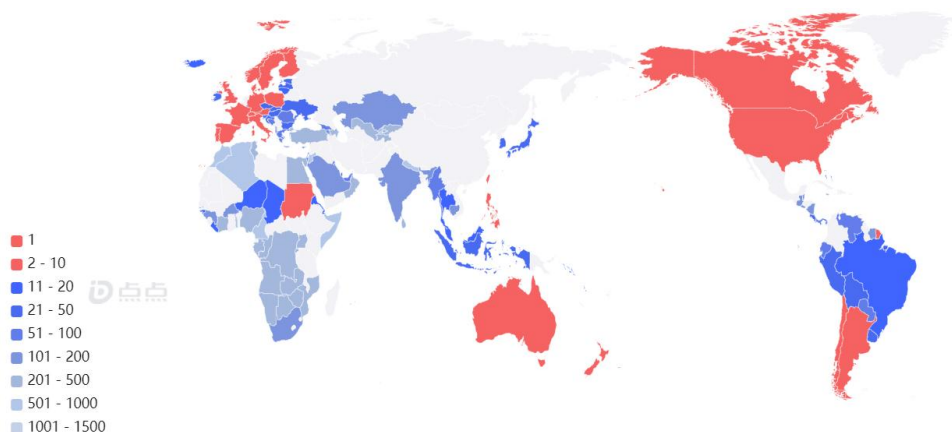
资料来源: Appmagic, mobilegamer.biz

图 4:《暗黑破坏神:不朽》海外 IOS+Google Play 收入趋势



资料来源: Appmagic, mobilegamer.biz, 扣除 30%渠道费用

图 5:《暗黑破坏神:不朽》海外 Google Play 角色扮演游戏免费榜全球排名 (22 年 7 月 25 日)



资料来源: 点点数据

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	73,667	87,606	99,952	113,741	127,182
营业成本	34,684	40,635	46,607	52,807	58,898
折旧和摊销	3,458	3,276	1,266	1,498	1,732
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	10,704	12,214	12,667	14,218	15,898
管理费用	13,741	18,340	19,617	21,838	24,165
财务费用	(1,599)	(1,520)	(1,070)	(1,081)	(1,095)
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1,610	2,948	549	549	549
营业利润	17,747	20,885	22,680	26,507	29,865
营业外支出	3,112	490	490	490	490
利润总额	15,372	21,104	22,818	26,646	30,003
所得税	3,042	4,128	4,463	5,212	5,869
净利润	12,330	16,976	18,355	21,434	24,134
少数股东损益	267	119	129	151	170
归属母公司净利润	12,063	16,857	18,226	21,283	23,965
Non-GAAP 归母净利润	14,706	19,762	21,131	24,188	26,870

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	24,888	24,927	17,172	23,694	27,623
投资活动产生现金流	(29,192)	(7,078)	(12,017)	(8,026)	(8,998)
融资活动现金流	9,913	(12,586)	(17,890)	1,436	1,506
净现金流	5,609	5,263	(12,734)	17,103	20,130

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	141,875	153,644	153,646	179,488	208,996
货币资金	83,248	88,130	75,395	92,499	112,629
交易型金融资产	13,339	12,282	13,000	12,000	11,000
应收账款	4,576	5,508	5,997	6,597	6,995
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	592	965	699	1,023	1,012
流动资产	107,831	113,120	102,750	120,509	141,155
可供出售投资	6,630	5,824	5,824	5,824	5,824
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4,550	5,434	7,116	8,593	9,858
无形资产	4,178	4,108	4,648	5,188	5,728
非流动资产	34,044	40,524	50,896	58,979	67,841
总负债	48,081	54,220	35,868	40,276	45,649
无息负债	28,576	33,593	34,593	39,001	44,374
有息负债	19,505	20,627	1,275	1,275	1,275
股东权益	93,794	99,424	117,779	139,212	163,347
股本	3	3	3	3	3
公积金	27,179	27,179	27,831	27,831	27,831
未分配利润	64,163	77,364	94,938	116,221	140,186
少数股东权益	11,667	4,096	4,225	4,376	4,545
归属母公司权益	82,127	95,328	113,554	134,837	158,802

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE