

2022年08月03日

游戏热爱者，满舵出海风光正好

网易-S (9999.HK)

▶ 游戏研运底座坚实，核心 IP 流水长青

近二十年深耕，公司已经具备丰满的产品矩阵及过硬研发壁垒。①目前公司在 MMO、SLG、CCG 及竞技等赛道均有核心产品持续贡献流水，兼顾手游、端游、主机多平台。②高研发投入及强技术团队保证公司品类先发探索能力，爆款不断涌现、新游储备亦丰富。③强运营实力加持下，经典 IP 十余年仍为流水中流砥柱，新游亦有望复刻经典产品长生命周期属性，实现流水接续。

▶ 出海战略再加码，全球化 IP 在手攻略欧美

①公司已于日本市场取得出海先机，系 2021 年出海日本收入第一的国内厂商，本地化运营链条下《荒野行动》《第五人格》成为日本国民级竞技手游，2022 年 7 月多次进入日本畅销榜前十。②公司是头部厂商暴雪及微软的长期合作伙伴，2022 年 6 月合作开发手游《暗黑破坏神：不朽》上线，八周创下流水一亿美元、下载量逾两千万记录，主要收入来自美、日、韩地区，再次验证全球化 IP 端转手出海逻辑。③公司国际化 IP 储备丰富，下半年《哈利波特：魔法觉醒》亦将全球上线，版号收紧后，看好欧美成为继日本之后的出海下一垒，持续创造业绩增量。

▶ 云音乐用户付费意愿提升，有道业务转型推进中

①云音乐业务已打开“社区生态+独立音乐人”差异化路线，于内容版权领域切入小众赛道，强社群运营能力提升用户认同感，持续探索会员、广告、专辑销售、直播等多元化盈利模式，2021 全年在线音乐及社交娱乐服务付费用户数高增 81.31%/108.90%，收入亦实现 26.92%/60.87%双增长，毛利率扭亏为盈至 2.04%，21Q1 增加至 12.17%，商业变现能力不断提升，成本结构亦优化。②有道业务自“双减”后逐步转型，发力素质教育及成人培训，文学素养、围棋和国际象棋等核心品类已逐步孵化成熟，考研及职业资格证书培训亦增长迅速。智能硬件领域，除核心产品词典销量稳健外，陆续推出多款新硬件如智能灯、听力宝，看好后续增长潜力。

投资建议

公司游戏业务研运底盘稳健，老游流水长青，重点发力出海业务，《暗黑破坏神：不朽》表现出色，看好后续《哈利波特：魔法觉醒》及其他国际化 IP 出海表现；有道业务持续转型，预计素质课程及成人教育课程将拉动营收增长，教师薪酬

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格(港元):	
最新收盘价(港元):	139
股票代码:	9999
52 周最高价/最低价(港元):	188.9/108.3
总市值(亿港元)	4,564.75
自由流通市值(亿港元)	4,564.75
自由流通股数(百万)	3,283.99



分析师: 赵琳

邮箱: zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

结构优化下成本将得到有效控制，智能硬件 SKU 逐渐丰满，增长动能释放；云音乐业务“社区生态+独立音乐”差异化打法明确，社交娱乐业务处于高速成长期，商业化前景明朗。预计公司 2022-2024 年分别实现营收 997.94/1145.59/1277.57 亿元，实现归母净利润 184.07/223.46/253.15 亿元，对应 EPS 分别为 5.60/6.80/7.71 元，对应 2022 年 8 月 2 日 139 港元/股收盘价，PE 分别为 24.80/20.43/18.03 倍，参考 2022 年 8 月 2 日人民币港元汇率为 1.16，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

游戏流水不及预期风险；版号政策存在一定不确定性；直播行业面临规范等。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73667.13	87606.03	99794.30	114559.31	127756.74
YoY (%)	24.35%	18.92%	13.91%	14.80%	11.52%
归母净利润(百万元)	12062.75	16856.84	18406.50	22345.93	25315.31
YoY (%)	-43.20%	39.74%	9.19%	21.40%	13.29%
毛利率 (%)	52.92%	53.62%	55.52%	56.65%	57.48%
每股收益 (元)	3.60	5.15	5.60	6.80	7.71
ROE (%)	0.15	0.18	0.16	0.16	0.16
市盈率	40.98	30.59	24.80	20.43	18.03

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 网易：引领行业创新的头部游戏厂商	6
1.1. 发展历程：以游戏为主线丰满羽翼，新业务亦有亮点	6
1.2. 业务布局：设置游戏、有道、音乐、创新四分部	8
1.3. 股权结构：长期稳定，创始人拥有绝对控制权	9
2. 游戏业务：强自研实力及 IP 矩阵，战略重心转向出海	11
2.1. 壁垒：多品类玩法先行者，研运底座坚实	12
2.2. 出海：日本为第二主场，全球化 IP 在手攻略欧美	21
3. 有道、云音乐及创新业务稳健发展，多元结构建设中	25
3.1. 有道业务：四大板块布局智能学习，教育业务转型进行时	25
3.2. 云音乐：社区生态+独立音乐人矩阵，开辟音乐平台差异化道路	26
3.3. 创新业务：ODM 严选平台成本优化、毛利率提升	28
4. 财务分析：盈利水平稳健成长，成本费用可控	30
5. 盈利预测	33
6. 风险提示	35
6.1. 游戏流水不及预期风险	35
6.2. 版号政策存在不确定性	35
6.3. 直播行业监管风险	35

图表目录

图 1 自研端游获市场验证, 代理国际厂商 MMO	6
图 2 2014-2016 公司主要产品	7
图 3 2017 年至今主要手游产品及海外工作室布局	7
图 4 2019Q3-2022Q1 公司收入结构	8
图 5 2019Q3-2022Q1 公司四大业务分部毛利率	8
图 6 网易组织架构	9
图 7 网易股权结构	9
图 8 2007-2021 游戏业务营业收入及毛利率	11
图 9 2019Q3-2022Q1 游戏业务营业收入及毛利率	11
图 10 2019Q3-2022Q1 递延收入及同比增速	12
图 11 自研引擎 MESSIAH 应用于手游《一梦江湖》	13
图 12 2022 年 6 月公司 IOS 渠道主要游戏流水情况 (百万元)	14
图 13 《阴阳师》美术风格独特	15
图 14 《阴阳师》及衍生游戏联动知名 IP《银魂》	15
图 15 《哈利波特: 魔法觉醒》复刻原著经典场景	15
图 16 《漫威对决》系出现漫威角色最多的手游	15
图 17 三国题材手游《率土之滨》系 SLG 赛道头部产品	16
图 18 硬科幻 SLG《无尽的拉格朗日》系“率土 LIKE”产品	16
图 19 《荒野行动》日服宣传图	16
图 20 非对称竞技手游《第五人格》	17
图 21 《永劫无间》销量破千万	17
图 22 《梦幻西游》手游近一年来保持游戏畅销榜前十位	18
图 23 《梦幻西游》联动线下文旅	18
图 24 《梦幻西游》营销计划强调 IP 与用户关系	18
图 25 “阴阳师”宇宙 IP 矩阵一览	19
图 26 手游玩家付费区间情况 (虚线标注为网易产品)	20
图 27 2021 年日本手游发行商收入前十	21
图 28 《荒野行动》日服联动《海贼王》	22
图 29 《第五人格》日服联动《名侦探柯南》	22
图 30 《第五人格》2022 夏季电竞赛事在日本进行	22
图 31 《第五人格》官方 Vtuber 本地人气较高	22
图 32 《不朽》系暴雪核心 IP《暗黑破坏神》首次手游化	23
图 33 《不朽》中的 22 种付费货币/道具	23
图 34 《使命召唤手游》为腾讯出海收入重要来源之一	24
图 35 《哈利波特: 魔法觉醒》已在全球范围投放宣传	24
图 36 2017-2022Q1 年网易有道营业收入 (亿元)	25
图 37 有道营业收入结构	25
图 38 网易有道部分智能设备	26
图 39 新品有道听力宝	26
图 40 网易云音乐为独立音乐人提供激励	27
图 41 网易严选系 ODM 电商平台	28
图 42 创新及其他业务收入及毛利情况	29
图 43 2018-2021 收入及毛利情况	30
图 44 2020Q1-2022Q1 收入及毛利情况	30
图 45 2018Q1-2022Q1 公司费用率季节性波动情况	31
图 46 2020Q1-2022Q1 销售费用情况	31

图 47 2020Q1-2022Q1 研发费用情况	31
图 48 2020Q1-2022Q1 管理费用情况	32
图 49 2020Q1-2022Q1 净利润情况	32
表 1 网易海外工作室	13
表 2 公司端游产品以古风 MMORPG 为主	14
表 3 网易 520 发布会公布储备产品情况（预约量/下载量截至 2022.8.3）	17
表 4 网易云盈利模式	26
表 5 云音乐业务经营数据	28
表 6 分业务预测数据	33
表 7 网易公司估值参考（以 2022 年 8 月 2 日收盘价为基准）	34

1. 网易：引领行业创新的头部游戏厂商

1.1. 发展历程：以游戏为主线丰满羽翼，新业务亦有亮点

根据业务重心，公司发展历程可以划分为四个阶段。

1) 1997-2000：门户网站起家

公司1997年6月成立于广州，同年11月推出中国第一家免费邮箱系统。1998年5月公司设立门户网站163，与新浪网、搜狐网并称“中国三大门户”，2000年6月，网易于美国纳斯达克上市。

2) 2001-2013：自研端游获市场验证，代理国际厂商MMO

公司自研+代理双管齐下布局游戏业务。2001年网易收购国内首个开放式图形MUD引擎天夏科技，成立在线游戏事业部。同年，网易推出首款MMORPG《大话西游》，2004年1月推出《梦幻西游Online》，两款自研IP奠定MMO回合制赛道霸主地位；2008年公司获暴雪独家授权，运营《星际争霸II》、《魔兽争霸III》等世界级IP端游及游戏平台战网，为此后IP矩阵及出海奠基。

同期多元化业务不断拓展，陆续推出网易新闻、LOFTER、网易云音乐等产品。

图1 自研端游获市场验证，代理国际厂商MMO



资料来源：公开资料，华西证券研究所

3) 2014-2016：成功切入手游赛道，持续拓展业务边界

进入移动互联网红利期，端转手浪潮下，2015年3月，《梦幻西游》手游上线，运营五年保持超400万月活。此后《大话西游》亦成功手游化，公司陆续推出SLG手游《率土之滨》、MMO手游《倩女幽魂》，同时布局移动电商领域，考拉海淘、网易严选陆续上线。

图 2 2014-2016 公司主要产品



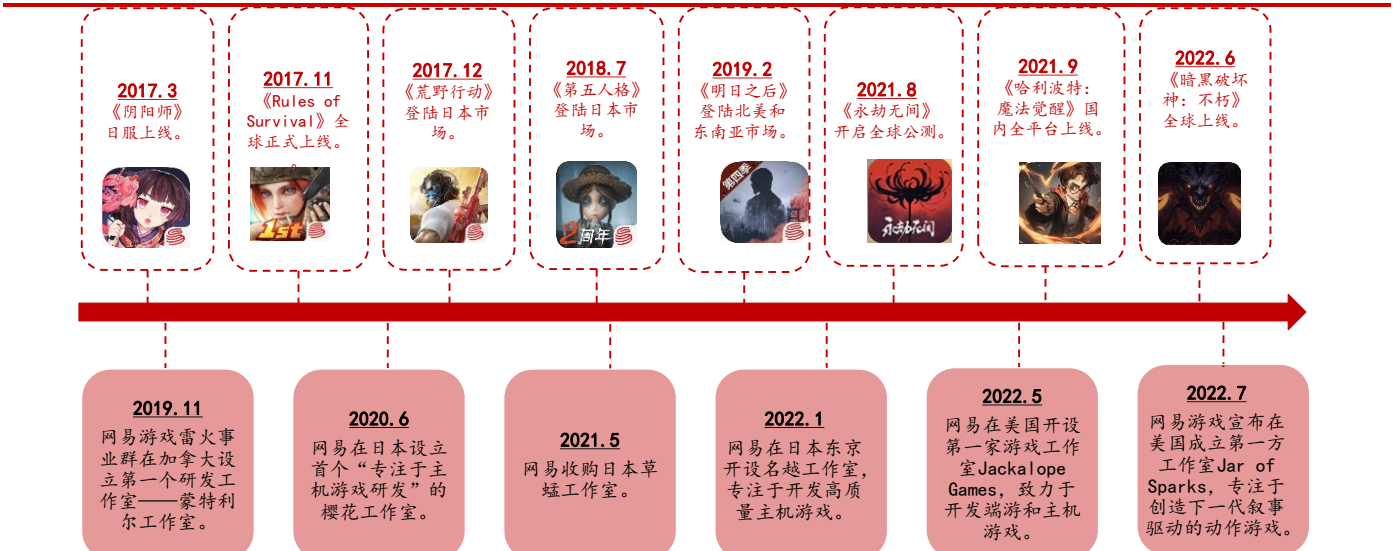
资料来源：公开资料，华西证券研究所

4) 2017 至今：出海日本告捷，战略重心向海外倾斜

2017 年 3 月《阴阳师》日服正式上线，此后《荒野行动》、《Rules of Survival》于日本市场取得佳绩。2018 年后，版号政策收紧，国内游戏市场增长受阻，公司战略向海外倾斜。

2018 年，本地化运营策略下《第五人格》、《率土之滨》复践出海日本成功路径，《明日之后》《漫威超级战争》等陆续开拓北美及东南亚市场，陆续于美国、加拿大及日本三地设立工作室，同时低调扩大海外投资版图。

图 3 2017 年至今主要手游产品及海外工作室布局



资料来源：公开资料，华西证券研究所

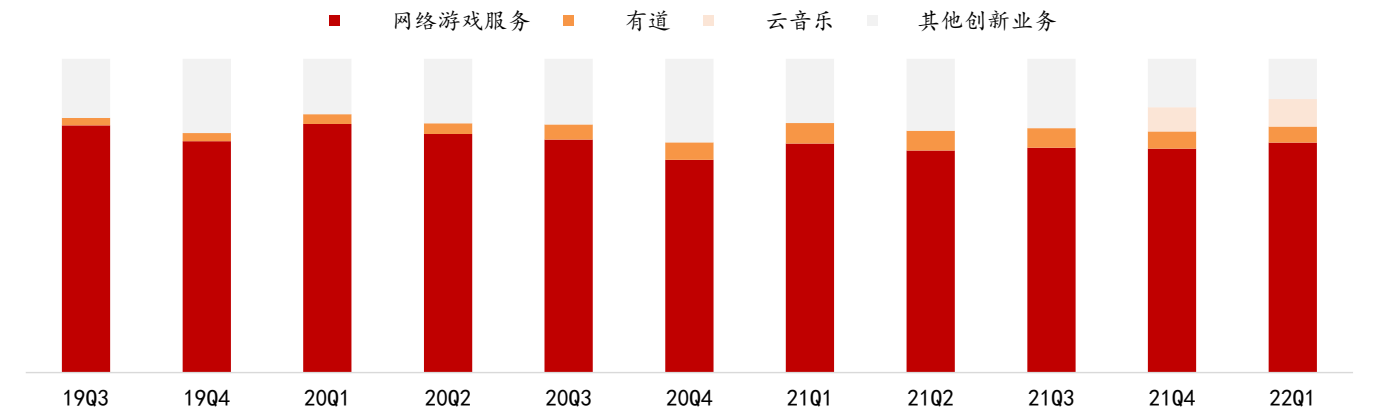
2022 年后，厂商出海进入白热化竞争阶段，公司旗下《指环王》《暗黑破坏神：不朽》等大 IP 巨作海外发行，精品卡牌手游《哈利波特》亦计划出海。

1.2. 业务布局：设置游戏、有道、音乐、创新四分部

网易的主营业务由在线游戏、有道、云音乐及创新业务构成。其中游戏业务为网易的支柱业务，2022Q1 收入占比 73.33%；有道业务主要包括在线知识产品、在线课程、智能硬件和数字化产品四个板块，2022Q1 收入占比 5.10%；云音乐业务由在线音乐与社交娱乐板块构成，2022Q1 收入占比 8.78%；创新业务收入主要来自网易严选、CC 直播、网易邮箱及广告收入等，2022Q1 收入占比 12.80%。

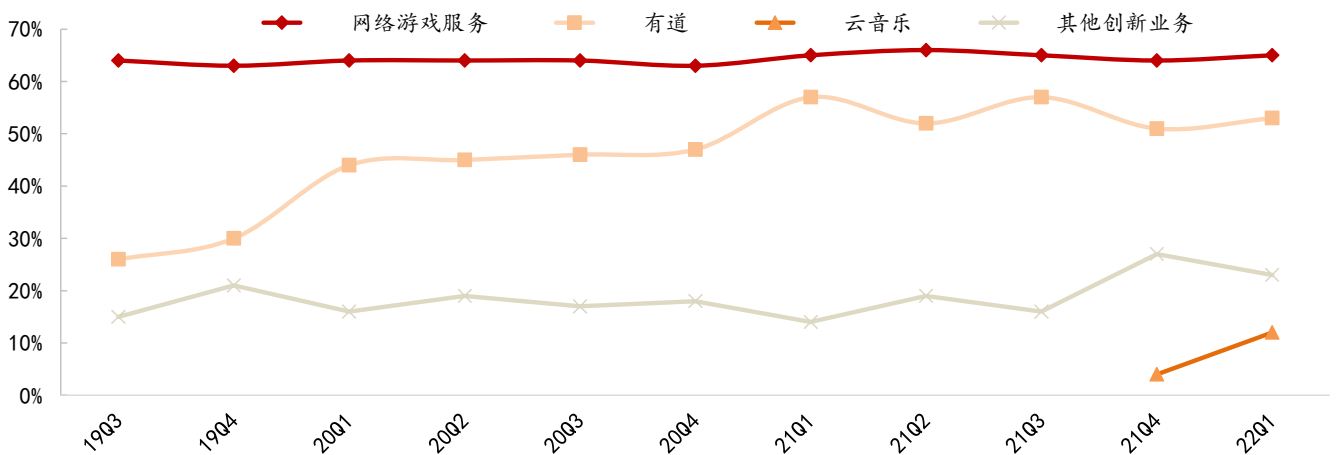
从各业务毛利率来看，游戏贡献高毛利，有道及云音乐毛利持续改善。

图 4 2019Q3-2022Q1 公司收入结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2019Q3-2022Q1 公司四大业务分部毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司组织架构条线清晰。在线游戏部门下辖网易互娱、杭州雷火两个事业群，其中网易互娱主营端游业务，杭州雷火主营手游业务，另外还设有上海网之易主营海外游戏代理运营，形成“事业群—事业部—工作室—项目组”纵向管理结构，此外有道事业群、云音乐事业部、严选事业部、杭州研究院事业群、传媒事业群等亦多线发展。

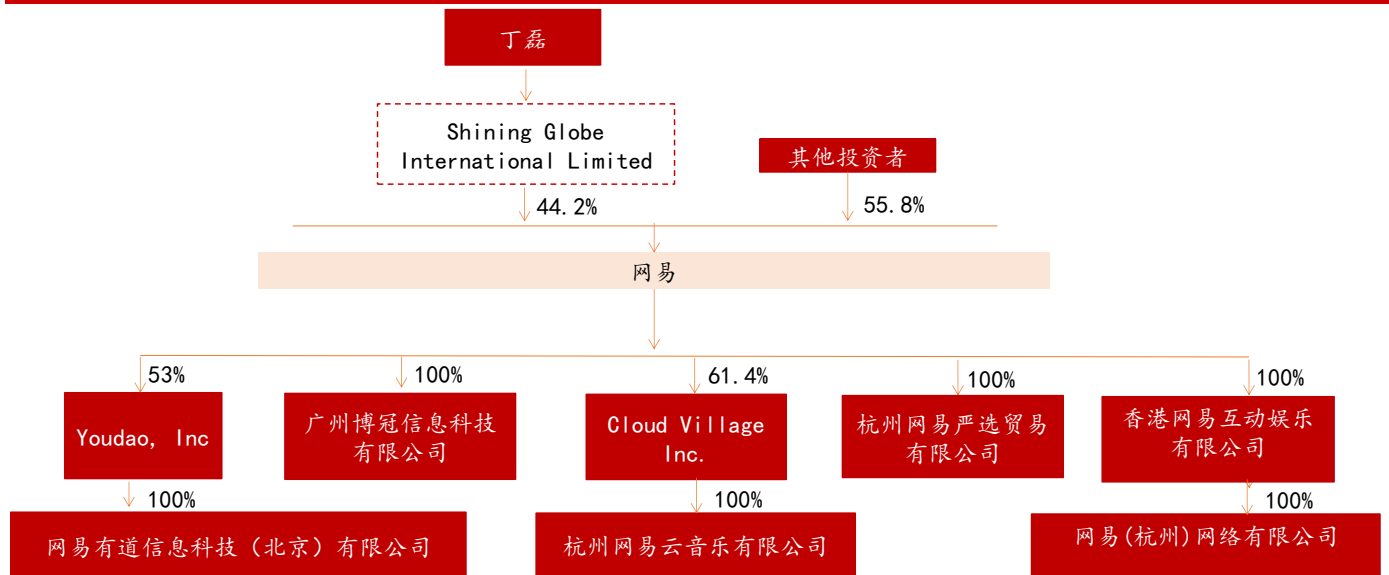
图6 网易组织架构



资料来源：网易校招，运营鸟，华西证券研究所

1.3. 股权结构：长期稳定，创始人拥有绝对控制权

图7 网易股权结构



资料来源：公司财报，华西证券研究所

公司采取 VIE 架构控股，股权集中且稳定度高。创始人丁磊通过 Shining Globe International Limited 间接持股公司 44.20% 股权，拥有对公司绝对控制权。此外，公司采取 VIE 架构，其境内主要控股子公司分别对应其四大业务板块，包括以在线游戏为主的网易（杭州）网络有限公司（100% 控股），以在线教育为主的有道信息技术

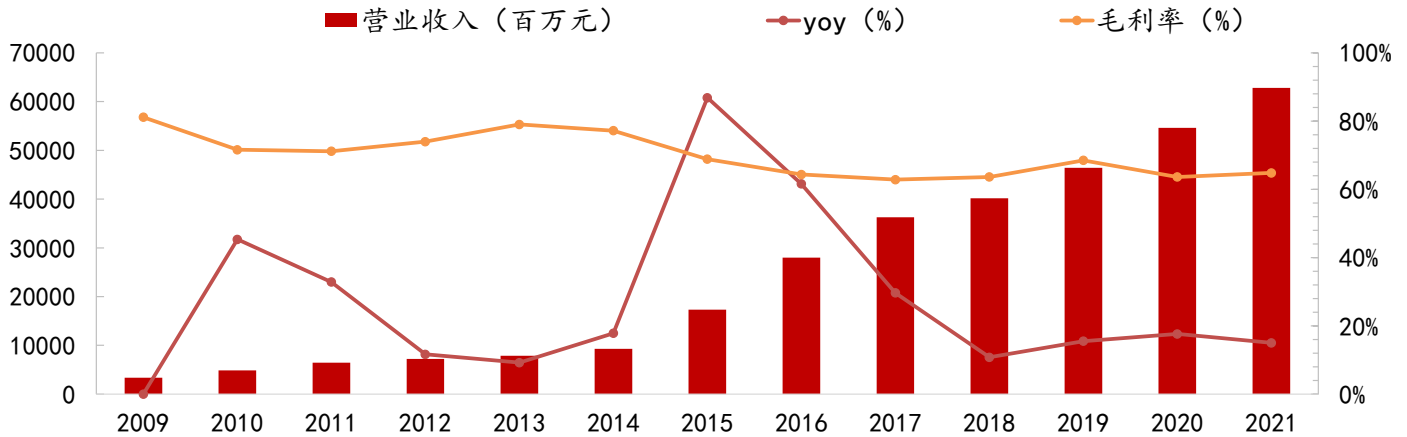
有限公司（持股 53.0%），以在线音乐为主的杭州网易云音乐科技有限公司（持股 61.4%）以及以电子商务为主的杭州网易严选贸易有限公司（100%控股）。

目前公司首席执行官为创始人丁磊，首席财务官为杨昭烜。创始人注重产品品质，核心管理团队稳定。创建网易后，丁磊曾多次强调技术发展和精品战略，追求极致化的产品品质。不盲目追逐市场热点，以匠心与热爱为用户提供优质互联网产品。此外，网易的核心管理团队长期保持稳定，现任董事会成员亦均任职十年以上。

2. 游戏业务：强自研实力及 IP 矩阵，战略重心转向出海

游戏业务为公司主要收入来源。2022Q1 实现营收 172.73 亿元，同比增长 15.29%，占比为 73.33%，游戏收入受新游上线节奏影响逐步推高。近年来精品化趋势影响下研发投入加大，渠道分成及第三方分成成本亦提升，毛利率同比仅微增 0.5pct。

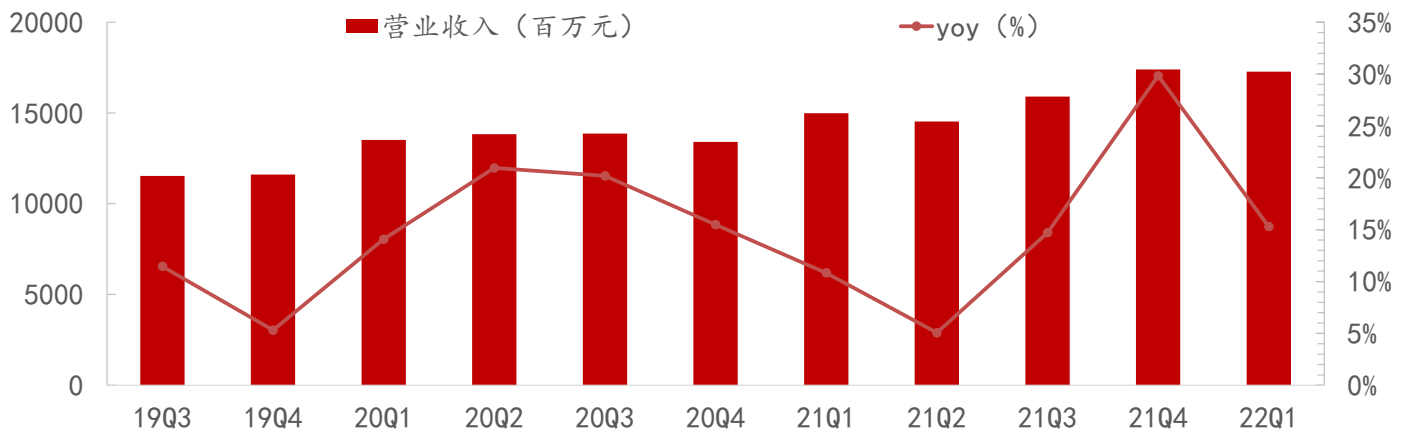
图 8 2007-2021 游戏业务营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

产品收入结构变动反映海外业务地位提升。从收入结构来看，2022Q1 手游部分实现收入 115.55 亿元，同比增长 5.96%，高于腾讯手游同期增速（3%），占游戏收入整体比例为 66.9%，相比 21Q1（72.8%）和 21Q4（68.3%）占比持续下滑，2022Q1 端游实现收入 57.2 亿元，同比增长 40.47%，近三季度以来同比平均增速约为 40%，主要系以端游为主要产品的海外业务占比提升、《永劫无间》持续贡献流水所致，且一季度受春节假期影响，端游流水季节性升高。

图 9 2019Q3-2022Q1 游戏业务营业收入及毛利率

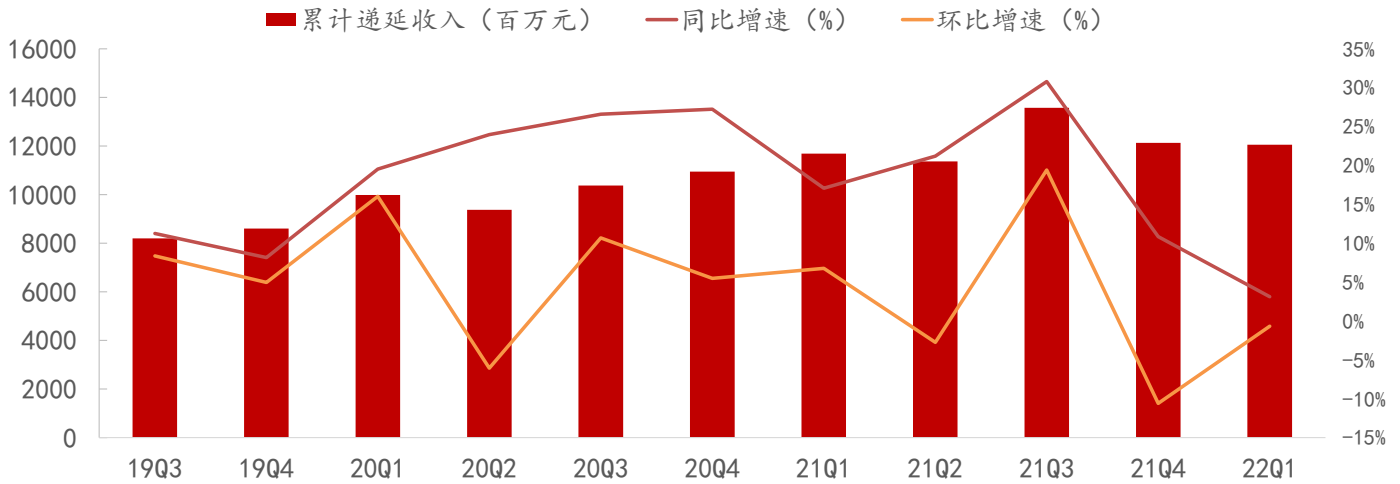


资料来源：公司公告，华西证券研究所

从收入预期来看，2022Q1 递延收入（剔除网易有道）同比下降 3%、环比增长 1%，主要系行业大环境增长受阻、转向存量竞争所致。随着 2022 年 4 月版号常态化发放、

公司进一步加速出海战略，重磅游戏《暗黑破坏神：不朽》上线、《哈利波特手游》年内出海，预计未来游戏业务收入将迎来增长。

图 10 2019Q3-2022Q1 递延收入及同比增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为，近二十年深耕，公司已经具备过硬的研发实力及丰满的产品矩阵，老游长线运营，持续贡献流水；新品类探索下爆款不断涌现，有望复刻经典产品长生命周期属性。未来，海外市场将继续成为公司战略重心，预计日本市场优势将延续，全球化 IP 加持下欧美市场有望成为业绩增量。

2.1. 壁垒：多品类玩法先行者，研运底座坚实

2.1.1. 研发实力过硬，跨平台、跨品类身先布局

公司研发底蕴深厚，研发团队、开发计划及创新氛围形成良性循环，为成功游戏的高质量制作和扩展提供保障。

- ① 互娱及雷火两大事业群聚集 1.5 万人规模的研发团队，同时大量吸收海外 3A 制作人才。下属事业部各司其事，各自布局 MMO、CCG、SLG 等赛道，头部 IP 如《梦幻西游》《天下》等各自拥有专门事业部，ZEN 事业部先后开发《阴阳师》、《哈利波特》等 CCG 手游，第十事业部陆续推出《率土之滨》《轮回的拉格朗日》等 SLG 产品；公司大量吸收来自育碧、EA、世嘉、万代等厂商的 3A 大作制作人，丰富研发团队。

表 1 网易海外工作室

工作室名称	国别	设立时间	核心人员	主要游戏品类
网易 Montreal	加拿大	2019	Guillaume Picard: 前育碧动画总监。 Mathieu Girard: 前育碧高级 3D 动画师, 曾参与《刺客信条起源》。 Robert Demas: 3D 动画师, 曾参与《彩虹六号》制作。 Joey Russo: 设计总监, 曾参与《古墓丽影暗影》。	PC/主机
Jackalope Games	美国	2022	Jack Emmert: 数十年的 MMORPG 制作经验, 曾参与《英雄之城》、《无冬之夜》、《星际迷航 OL》和《DC 宇宙 OL》。	PC/主机
Jar of Sparks	美国	2022	Jerry Hook: Xbox 的创始成员, 曾参与《光环》和《命运》系列。 Greg Stone: 曾担任《DOOM》《光环无限》的制片人 Steve Dyck: 曾担任《光环》的动画总监和设计总监。	PC/主机
Grasshopper (草蜢)	日本	2021	《火爆摔角 III》《杀手 7》制作人须田刚一	主机 /PC/移动
Sakura (樱花)	日本	2020	前万代南梦宫开发本部长赤塚哲也; 前万代南梦宫制作人小泽健司; 原《生化危机 2》制作人 Gez Fry; 前 CAPCOM 游戏设计师吉田亮介	主机 /PC/移动
Nagoshi (名越)	日本	2022	《如龙》系列总制作人名越稔洋;《如龙》系列制作人佐藤大辅;《审判之眼》制作人细川一毅	主机 /PC/移动

资料来源: TapTap, 游戏官网, 华西证券研究所

- ② 底层技术完善, NeoX、Messiah 双自有引擎持续迭代, 相比采用第三方商业引擎, 提升公司手游开发效率、降低能耗, 形成创新良性循环。目前 Messiah 已经成长为全平台次世代游戏引擎, 涵盖 MMO、FPS、TPS、ARPG、赛车、体育竞技等多个游戏品类, 开发出《天下》手游、《楚留香》、《荒野行动》等产品。
- ③ 立项机制自下而上, 创新氛围浓厚。事业部机制下, 团队发起游戏立项, 公司用三个月到半年不等的对项目进行审核评估, 陆续孵化出《第五人格》《惊梦》《花语月》《猫和老鼠》等现象级产品。

图 11 自研引擎 MESSIAH 应用于手游《一梦江湖》



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

目前公司在主要赛道均有精品游戏坐镇，基本盘稳固。

1) MMORPG 筑基，端转手后优势不减，持续贡献流水

千禧年前后，MMORPG 品类占据游戏市场，公司较早形成先发优势。以西游 IP 为依托，2001 年公司推出首款 MMORPG 产品《大话西游》端游，2004 年推出《梦幻西游》端游，两款产品迭代至今，受益于早期积累的用户群体及 MMORPG 游戏天然长周期性特点，在公司持续长线运营下，稳健贡献流水。据 Superdata 数据，2020-2021 年，《梦幻西游》端游流水始终保持全球 3-4 位，与《地下城与勇士》《穿越火线》《英雄联盟》等全球级 IP 保持相近流水规模。目前，公司端游产品仍以 MMORPG 为主要赛道。

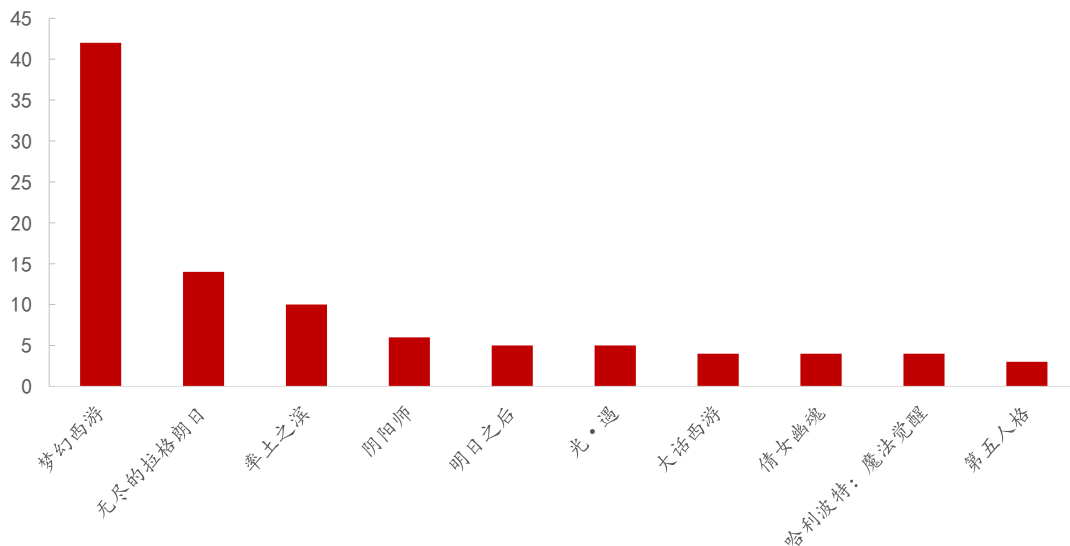
表 2 公司端游产品以古风 MMORPG 为主

产品名称	类型	推出日期
大话西游经典版	古风 MMORPG	2002/8
梦幻西游	古风 MMORPG	2004/1
天下 3	古风 MMORPG	2011/10
新倩女幽魂	古风 MMORPG	2012/4
逆水寒	古风 MMORPG	2018/6
永劫无间	古风武侠吃鸡	2021/7

资料来源：公司公告，华西证券研究所

端转手时期，《梦幻西游》成功手游化，公司切入移动游戏赛道。在前期 MMORPG 运营经验及用户基础加持下，2015 年 2 月上线的《梦幻西游》手游迅速取得成功，当年公司游戏收入同比上升 86.85%，此后《大话西游》《倩女幽魂》《一梦江湖》等 MMORPG 手游陆续上线，截至 2019 年，公司在 MMORPG 赛道市占率高达 33%。从 sensor tower 苹果商店流水数据来看，截至 2022 年 6 月，《梦幻西游》仍为公司流水贡献比例最高的手游。

图 12 2022 年 6 月公司 IOS 渠道主要游戏流水情况（百万元）



资料来源：SensorTower，华西证券研究所

2) 卡牌+IP, CCG 赛道先后产出爆款

手游时代用户偏好转向轻量及碎片化,《阴阳师》是公司在卡牌游戏赛道的首次成功尝试。妖怪题材早有《犬夜叉》《阴阳师》《滑头鬼之孙》《巷说百物语》等动画及文学作品奠基,用户接受度高,凭借极强美术设计风格及社交营销破圈策略,吸引女性及二次元玩家成为用户增量,《阴阳师》2016 年上线后不到两个月实现 1000 万 DAU,亚洲传统怪谈元素亦帮助产品迅速进入日韩及东南亚市场,2017 年 2 月日本上线后维持一周免费榜第一佳绩。由于游戏本身具备轻度化特征,近年来衍生出多款手游、动漫、音乐剧及线下产品,IP 价值凸显。

图 13 《阴阳师》美术风格独特



资料来源:公司官网,华西证券研究所

图 14 《阴阳师》及衍生游戏联动知名 IP《银魂》



资料来源:公司官网,华西证券研究所

《哈利波特:魔法觉醒》、《漫威对决》延续 IP+CCG 打法。《哈利波特》重磅 IP 保证用户基本盘, PvP 之外引入社交及 RPG 元素,付费场景更加多元,首月流水过十亿,上线后连续 8 天占据 iOS 畅销榜第一位;《漫威对决》融合卡牌及自走棋玩法,于东南亚市场取得较好表现。

图 15 《哈利波特:魔法觉醒》复刻原著经典场景



资料来源:公司官网,华西证券研究所

图 16 《漫威对决》系出现漫威角色最多的手游



资料来源:公司官网,华西证券研究所

3) SLG: 出海兵家必争之地, 三国、中土、硬科幻全题材覆盖

策略游戏在海外市场积累深厚,端游已有日本《三国志》系列、SEGA《全面战争》系列以及席德梅尔的《文明》系列,步入手游时代,SLG 成为海外市场最先崛起的重度手游品类。SLG 游戏需要进行长期买量,回收周期约为 10-12 个月,且付费点后置、运营周期长,头部厂商优势凸显。

公司目前主要 SLG 产品均已实现海外发行，其中①三国题材 SLG《率土之滨》凭借地块占领及赛季制核心玩法开拓“率土 LIKE”品类，上线 5 年仍是国内细分品类头部，稳定保持畅销榜 10-15 名上下；②硬科幻战舰题材 SLG《轮回的拉格朗日》凭借过硬故事线及庞大世界观稳定贡献流水，③中土题材 SLG《指环王：崛起之战》切入科幻 SLG 赛道，于 28 国进入畅销榜 TOP10。

图 17 三国题材手游《率土之滨》系 SLG 赛道头部产品 图 18 硬科幻 SLG《无尽的拉格朗日》系“率土 LIKE”产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所



资料来源：公司官网，华西证券研究所

4) 竞技：吃鸡赛道海外及 PC 端表现亮眼，非对称竞技融合电竞概念

2017 年《绝地求生》吃鸡玩法爆火，腾讯迅速取得版权，网易吃鸡手游《荒野行动》及《Rules of Survival》转战出海，前者于 2017 年底登陆日本市场，次年苹果+谷歌商店总收入超 4.56 亿美元，其中近 80%来自日本，至今仍为公司出海游戏流水中流砥柱，截至 2022 年 5 月稳坐国产游戏出海日本收入第一位。

图 19 《荒野行动》日服宣传图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2018 年，公司切入非对称竞技小众赛道，将端游《黎明杀机》追逃式对抗玩法移植至移动端，推出《第五人格》，当月下旬下载量突破 5000 万，收获 1000 万日活玩家，后续融合电竞打法，赛事范围辐射全亚洲。

2021 年买断制端游《永劫无间》上线，融合国风元素及吃鸡竞技玩法，搭建起本体付费+游戏内非数值向付费的成熟商业模式，2021 年 12 月份同时在线玩家数峰值突破 18.7 万，2022 年 6 月全球销量突破 1000 万份，达成国产买断制游戏新里程碑。

图 20 非对称竞技手游《第五人格》



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 21 《永劫无间》销量破千万



资料来源：公司官网，华西证券研究所

精品化导向下版号数量收窄，游戏业务打法趋向谨慎。2022 年 520 发布会上，网易公布了《逆水寒》手游、《永劫无间》手游、《暗黑破坏神：不朽》等新游，相比 2021 年发布会公布 31 款未上线储备，公司新游明显缩量，重心转移至《梦幻西游》《大话西游》《天下》《倩女幽魂》《阴阳师》等旗舰游戏更新及重大 IP 衍生，持续发扬运营长板。

表 3 网易 520 发布会公布储备产品情况（预约量/下载量截至 2022.8.3）

产品名称	类型	预约量/下载量(万人)
逆水寒手游	古风 MMORPG	45
永劫无间手游	武侠吃鸡	226
射雕	古风开放世界 RPG	-
绿茵信仰	足球竞技	-
蛋仔派对	休闲竞技	114
战争怒吼	RTS	10
暗黑破坏神：不朽	ARPG	3500

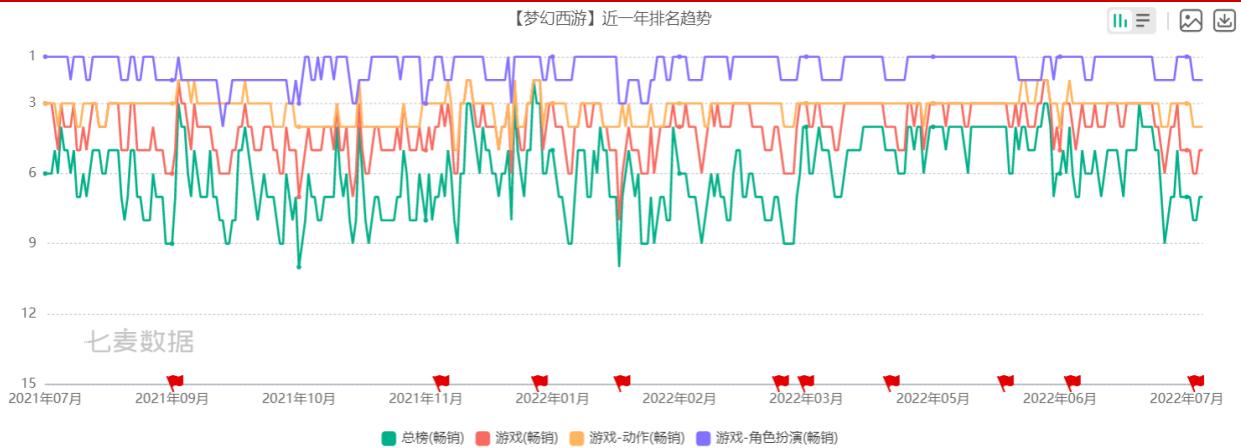
资料来源：TapTap，游戏官网，华西证券研究所

2.1.2. 深挖 IP 价值、长线迭代更新，保证核心用户留存

公司强运营能力已得到市场验证，通过长线迭代、IP 衍生等手段提高核心用户留存及生命周期，且优势赛道具有强社交及付费点后置属性，氪金场景多元，单用户价值高。

1) 西游 IP 近二十年长青，验证强运营能力

图 22 《梦幻西游》手游近一年来保持游戏畅销榜前十位



资料来源：七麦数据，华西证券研究所

《梦幻西游》《大话西游》端游及手游生命周期贯穿国产游戏发展史，二十年间玩法持续更新迭代，核心用户基本盘稳定，手游至今蝉联畅销榜 TOP10。除通过规律性更新及平衡性调整拓展游戏内容外，运营策略遍及博物文旅、电竞赛事、动漫文娱等跨界领域，深耕 IP 文化价值。根据 2022 年发布会信息，《梦幻西游》IP 将整合内容营销、国风文化、时尚潮流、品牌事件在内的营销赛道，持续构建统一的 IP 大品牌。

图 23 《梦幻西游》联动线下文旅



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 24 《梦幻西游》营销计划强调 IP 与用户关系

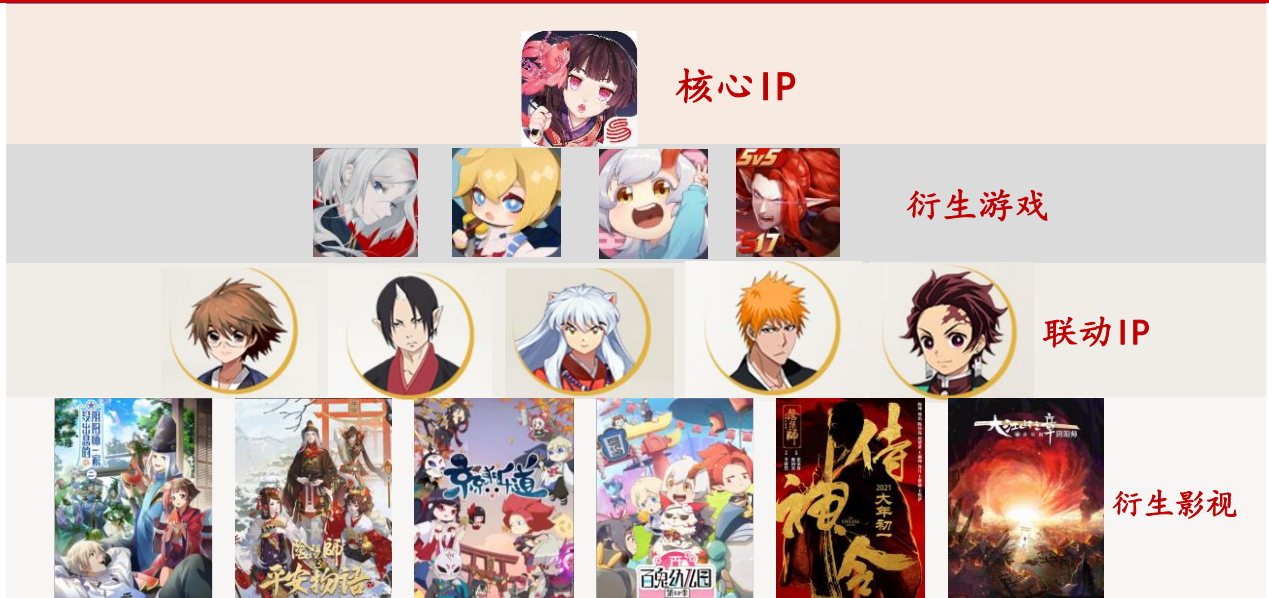


资料来源：公司官网，华西证券研究所

2) 社交、二创、电竞及跨界联动，多渠道挖掘 IP 价值

以《阴阳师》宇宙为例，起源手游的《阴阳师》IP 已衍生形成强内容矩阵，纵贯游戏、动漫、电影、戏剧赛道，与同题材日本动漫多次联动推出稀有式神，同时与日本潮流造型人物发行商 SANRIO、吉祥物熊本熊合作推出皮肤装饰，复践游戏上线之初通过女性玩家及同人社区二创破圈路径，用户创作生态依然旺盛。

图 25 “阴阳师”宇宙 IP 矩阵一览



资料来源：游戏官网，华西证券研究所

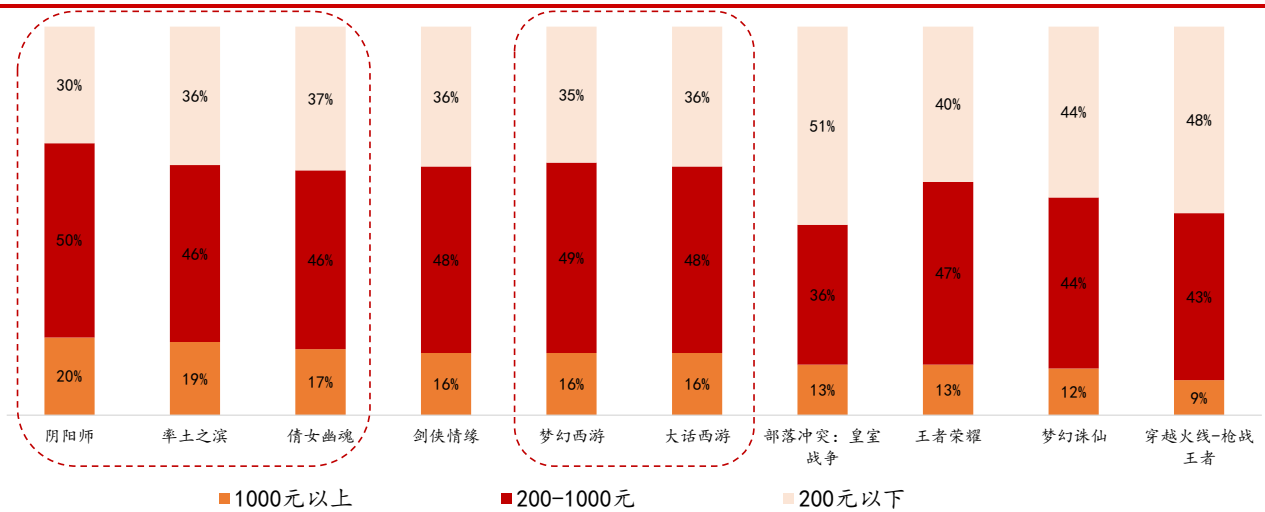
非对称竞技手游《第五人格》亦延续跨界营销策略，与伊藤润二、《剪刀手爱德华》、《弹丸论破》等贴合游戏调性的文娱 IP 多次周期性联动，同时鼓励用户二创，延续用户热情；定期举办线下电竞赛事亦有力提升产品留存，目前《第五人格》已形成 COA 全球赛及 IVL 职业联赛体系，赛事范围辐射全亚洲。

3) 氪金场景多元，兼顾大 R 及中小 R 玩家

MMORPG、SLG、CCG 等优势赛道均具有长周期、高付费意愿特点。①《西游》系列 MMO 产品采用时长/道具付费机制，社交、对抗设计促进用户付费，稳定货币系统保证道具交易保值，是公司贡献流水主力；②SLG 类产品推进节奏较慢，受沉没成本及策略对抗属性影响，一旦账号形成规模，通过付费获取资源意愿更强，核心玩家留存周期长、忠诚度更高，大 R 及中小 R 玩家均可在争取资源过程中确定合适玩法；③CCG 卡牌游以“抽卡”为核心付费环节，具有用户粘性强、操作空间大、收益性高等特点，卡牌套组与玩家实力存在正相关。

Quest Mobile 调研显示，公司产品的大 R 玩家比例普遍偏高，与腾讯系高 DAU、低 ARPPU 打法形成差异化。

图 26 手游玩家付费区间情况（虚线标注为网易产品）



资料来源：Quest Mobile, 华西证券研究所

从有关部门监管态度来看，目前尚未针对成年人出台明确氪金数额限制，2016年《关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知》要求厂商明示概率规则，2021年音数协负责人表示应当针对抽卡次数设置上限。目前公司抽卡策略已作出相应调整，进一步降低合规风险，如《哈利波特：魔法觉醒》玩家抽卡前需要“图书馆通行证”，抽卡被视作玩家购买道具赠品，《暗黑破坏神：不朽》玩家抽卡前需要完成通关任务。

2.2. 出海：日本为第二主场，全球化 IP 在手攻略欧美

2.2.1. 日本：高排名验证本地化运营能力，布局渐深入

1) 日本市场系公司游戏业务除中国外的主场，近年来布局不断深化。

2021 年日本移动游戏市场收入为 184.5 亿美元，是仅次于美国的第二大手游市场。2017 年《阴阳师》日服上线，日系怪谈风格迅速为日本玩家接受，日本主流厂商重点布局主机及 RPG 游戏，竞技手游投入相比之下少于国内厂商，《荒野行动》、《率土之滨》、《第五人格》陆续取得成功，且长线运营至今，游戏生命力不衰。

Sensor Tower 数据显示，网易系 2021 年唯一进入日本发行商收入前十的国内厂商。根据 APP ANNIE2022 年 5 月厂商出海日本数据，网易《荒野行动》为国产游戏收入第一，跳出国内厂商视野来看，2022 年 7 月上半月，15 天中《荒野行动》有 11 天进入畅销榜 Top10，连续三天蝉联畅销榜榜首，《第五人格》亦在七月进入畅销榜前五，在市场分散、头部排名变动迅速的日本手游市场已属佳绩。

图 27 2021 年日本手游发行商收入前十



资料来源：Sensor Tower，华西证券研究所

2) 近五年深耕，本地化运营体系基本建成。

公司在日本市场已经形成了全链条运营体系，上线初期通过外围创意素材提升线上线下泛用户关注度，在社媒平台通过游戏福利、明星矩阵提升热度，此后依靠初期筛选的认证主播和激励活动构建内容池，核心用户圈层形成后通过举办电竞赛事、IP 联动、鼓励同人二创等手段维持内容新意，吸引新用户。

图 28 《荒野行动》日服联动《海贼王》



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 29 《第五人格》日服联动《名侦探柯南》



资料来源：公司官网，华西证券研究所

《荒野行动》《第五人格》均具有强竞技属性，网易于自成体系的日本电竞市场取得一席之地，进一步提升用户活跃度。①2018 年《荒野行动》举办“荒野 Championship”冠军决赛，赛事历时超过 3 个月，参赛队伍超过 9 万支，人数超过 50 万人，日本老牌游戏媒体 Famitsu 评价称“日本最高级别的电竞大赛”；②《第五人格》电竞年播放量超过 1 亿分钟，是唯一跻身日本电竞 Tier1 的手游，对比其他的 Tier1 项目，第五人格联盟的年投入仅为 30%，赛事日均观看量约为其他 Tier1 赛事的 2.5 倍。对比非赛事周末，赛事周末的充值、DAU 和新增分别增长 8.2%、4.9%、13.8%，拉新作用显著。

对 IP 内容的旺盛需求、同人文化的超强粘性是日本游戏市场的显著特点。网易出海产品频繁与本地动漫及娱乐 IP 联动，运营方鼓励并展示同人二次创作，2021 年《第五人格》关键词频繁登上推特热搜累积超过 30 次，大量二次元同人作者基于电竞形成了活跃创作社群，此外上线 Vtuber（虚拟主播）、模仿偶像事务所方式运营电竞职业选手团体等亦帮助公司 IP 进一步实现本地化。

图 30 《第五人格》2022 夏季电竞赛事在日本进行



资料来源：第五人格官方频道，华西证券研究所

图 31 《第五人格》官方 Vtuber 本地人气较高



资料来源：2022 网易 520 发布会，华西证券研究所

3) 投资、招揽大师级制作人，研发次世代主机游戏

《永劫无间》全球销量破千万，验证端游依然具备良好商业价值，相比国内，日本游戏产业起步更早、积累深厚，主机及端游用户消费习惯基本形成，精品游戏市场广阔。网易在日本陆续通过收购、招揽方式开设三个工作室，负责人均有丰富主机游

戏开发经验，任职历史中不乏世嘉、万代、卡普空等知名厂商，监制作品包含《如龙》《怪物猎人》《鬼泣》等成功商业化作品及《杀手 7》《银色事件》等强风格独立游戏。

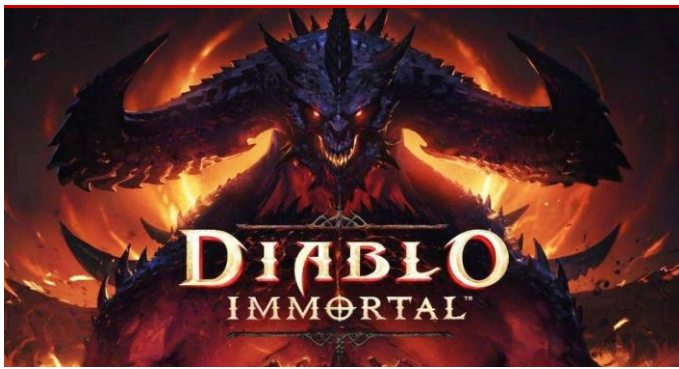
参考日本本地化运营体系已经形成、吸收多个日本精品端游制作团队，我们认为，强运营能力下，优势头部产品将继续贡献流水，在研端游产品上线后将为公司创造全球收入。

2.2.2. 欧美：关键一垒，看好《暗黑破坏神：不朽》长期表现

公司在欧美市场长期缺少头部产品，《暗黑破坏神：不朽》上线八周流水超一亿美元，有望进一步拉升出海收入。

SensorTower 数据显示，六月初 MMORPG 《暗黑破坏神：不朽》上线，迅速登顶美国、英国、德国、韩国和日本等市场 iOS 手游下载榜榜首，空降六月海外收入榜第 3 名，截至 2022 年 7 月 28 日营收突破 1 亿美元（不含国内市场收入），在全球手游畅销榜上排名第 13，在 MMORPG 品类营收高居全球第 2，仅次于《梦幻西游》。从地区分布看，美国是《暗黑破坏神：不朽》的头号营收市场，韩国和日本分列第二三名。

图 32 《不朽》系暴雪核心 IP《暗黑破坏神》首次手游化 图 33 《不朽》中的 22 种付费货币/道具



资料来源：公司官网，华西证券研究所



资料来源：《暗黑破坏神：不朽》，Youtube 频道 Josh Strife Hayes，华西证券研究所

《暗黑破坏神：不朽》系公司长期合作伙伴暴雪旗下重要 IP，其端游 1996 年上线，于欧美及国内市场粉丝基础稳固，上线前全球预约量超过 3500 万。本次手游版本网易与暴雪联合开发，海外地区由暴雪发行。参考 Metacritic 评分及 Youtube 游戏玩家测评，市场对游戏画面及剧情质量做出肯定，目前负面评价主要集中于其氪金机制。

我们认为《暗黑》延续了网易游戏一贯中大 R 友好的特征，以通关后抽取奖励为核心氪金场景，付费机制与《暗黑》系列端游迥异，以强 IP+过硬游戏体验为核心竞争力，引入 MMO 玩法，产品生命周期长，长线来看核心用户群体稳固，将有力推动欧美市场收入增长，日韩市场对抽卡玩法适应性更高，亦将贡献收入。

全球级端游 IP 移植系国内厂商出海主流打法之一。2019 年动视与腾讯合作开发的《使命召唤手游》全球累计收入已超过 15 亿美元，至今仍列出海游戏收入榜单前十位；另一端转手作品《Apex 英雄手游》自 2022 年 5 月全球发布以来累计下载量超过 2600 万次，刨除苹果和谷歌 30% 平台分成后的营收突破 2000 万美元。

图 34 《使命召唤手游》为腾讯出海收入重要来源之一



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 35 《哈利波特：魔法觉醒》已在全球范围投放宣传



资料来源：公开资料，华西证券研究所

网易始终与头部国际厂商保持良好合作，自 2008 年起陆续代理暴雪《暗黑破坏神》《魔兽世界》《星际争霸》《守望先锋》、微软《我的世界》等多款头部端游，暴雪亦明确表示有意将旗下端游 IP 手游化。结合 IP 粉丝基本盘稳固，我们认为背靠海外国民级 IP 的《哈利波特：魔法觉醒》将在国际市场收获丰厚流水，后续暴雪核心 IP 端转手有望，若微软收购暴雪后合作模式延续，将刺激海外市场收入进一步提升。

从海外储备来看，2019 年起网易陆续于加拿大、美国设立工作室，核心人员拥有 3A 大作及主机游戏开发资历，彰显精品化端游野心。手游领域，《哈利波特：魔法觉醒》已在日本放出宣传物料，预计本年内将全球化上线，看好欧美市场后续表现；MMO 模式“魂系”新游《代号：烛》亦将正式上线，继日本之后，欧美市场有望成为网易出海的重要一垒。

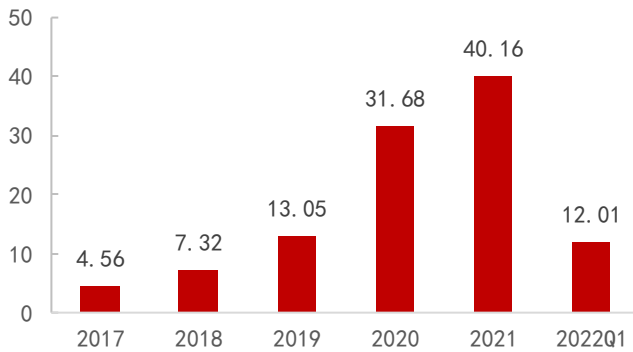
3. 有道、云音乐及创新业务稳健发展，多元结构建设中

3.1. 有道业务：四大板块布局智能学习，教育业务转型进行时

有道成立于 2006 年，是网易旗下利用大数据提供移动互联网应用的子公司，依靠搜索技术起家，目前已推出网易有道词典、有道精品课、有道云笔记等一系列代表性产品。

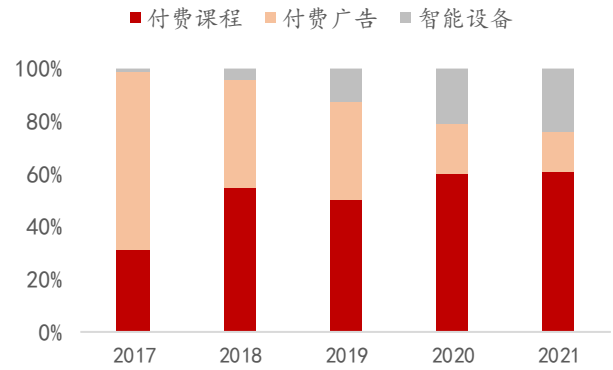
2022Q1 有道业务实现收入 12.00 亿元，同比增长 26.6%；毛利率 53.5%，增长 1.1pct，净亏损逐步收窄。公司业务收入主要划分为付费课程、付费广告及智能设备三大板块。其中，网易有道词典为代表的智能设备多年累计的大流量为付费课程持续引流，有道外部渠道流量及智能设备用户为在线课程引流，在线课程用户又成为广告、智能硬件、B 端开放授权服务等收入的主要来源。

图 36 2017-2022Q1 年网易有道营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 37 有道营业收入结构



资料来源：公司财报，华西证券研究所

1) 付费课程：

目前公司的付费课程产品包括 STEAM（素质课程）、成人和职业课程以及中国大学 MOOC，其中以素质课程为主要增长点，围棋、象棋等核心精品课程孵化成熟。成人教育方面，英语课需求端承压，我们看好相对刚需的考研及考证成人培训。预计公司客户群转换将逐步完成，与出售 K12 学科类业务线后的课程调性更加匹配。

2) 智能设备：

网易有道与第三方共同设计研发智能设备，并交付于第三方生产厂家进行生产制造。其中明星产品有道词典笔自上市以来销量快速增长，新品 AI 学习机、有道听力宝、智能灯等销量亦稳健。2022 年，有道词典笔 618 全周期独占鳌头，霸榜京东和天猫电子词典类目销量、销售额双料冠军；有道听力宝登顶京东复读机类目销量销售额第一，豪夺天猫热卖榜第一位。

图 38 网易有道部分智能设备



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 39 新品有道听力宝



资料来源：公司官网，华西证券研究所

3) 付费广告：

有道通过旗下平台提供多种形式的广告服务，其中主要收入来源是按点击收费的广告解决方案。

3.2. 云音乐：社区生态+独立音乐人矩阵，开辟音乐平台差异化道路

网易云音乐是国内目前最活跃的音乐社区之一，集音乐、电台、直播、社交等功能为一体，采用个性化推荐算法推送音乐内容，鼓励用户自建歌单并分享，凭借业内前列的激励政策吸引大量独立音乐人入驻。网易云主要通过 TO C 端音乐付费的方式进行盈利，付费点包括会员、音乐、直播及票务，前三种构成网易云音乐商业化的主要驱动。

表 4 网易云盈利模式

盈利模式	盈利渠道	具体盈利模式
B2B 模式	唱片公司授权	服务商通过授权等方式创收
	单曲付费下载模式	免费收听，付费下载
B2C 模式	会员付费形式	购买会员，免费下载音乐及获取相关服务
	付费免流量	与移动运营商合作，通过歌曲免流量吸引用户
	在线直播	音乐与歌手直播，获取打赏
	演出门票	推广演出信息，吸引用户购票
支持原创音乐人	支持原创音乐人，吸引用户流量，使模式向上延伸	

资料来源：公开新闻，华西证券研究所

网易云成为音乐赛道头部产品的核心逻辑是社区氛围+差异化内容。版权领域网易云并不具有先发优势，因此转而鼓励用户进行内容创造及互动，以提升用户粘性。网易云鼓励用户通过创作丰富内容，如创建自定义歌单、流媒体播客等，同时网易云鼓励用户音乐评论，评论区内容已成为网易云特色标签之一，截至 2022Q1 近半用户听歌时浏览评论区。

聚合小众音乐下沉用户市场，大力扶持独立音乐人。自 2016 年启动“石头计划”起，网易云对独立音乐人进行培养与支持，此后陆续推出“星声计划”“星辰集词曲创作营”“音乐人训练班”“云梯计划”等，激励手段由增加曝光、现金激励拓展至收益分成、专辑售卖。

截至 2022Q1，公司日活跃用户平均每日使用时长为 82 分钟（同比提升 5.5 分钟）；公司用户生产内容歌单累计达 32.5 亿个；以用户生产内容为导向的播客用户覆盖率达 20%；平台独立音乐人数量达 45 万，同比增长 70%，独立音乐人曲库达 200 万首，差异化内容生态基本形成。

图 40 网易云音乐为独立音乐人提供激励



资料来源：网易云音乐，华西证券研究所

公司主要业务分为在线音乐服务、社交娱乐服务及其他。在线音乐服务以会员订阅为基础，开展广告、数字专辑销售等多元化变方式。公司直播业务自 2018 年下半年推出以来快速发展，我们看好音乐业务在社交基础加成下的商业化前景。

近年来，营业收入高速增长，毛利率由负转正，商业化前景可期。2021 年该分部实现营业总收入 18.89 亿元，同比增长 60.91%，主要系在线音乐服务收入和社交娱乐服务收入快速增长所致。2018-2021 年业务毛利率持续提升，2021 年毛利率实现由负转正达 2.04%，成本得到有效控制。2022Q1，在线音乐服务和社交娱乐服务付费用户数分别高增 26.96%/72.94%，单用户月付费收入分别下降-4.48%/-26.40%，毛利率增高至 12.17%。截至 2022Q1，云音乐业务占公司收入比重为 8.78%。

表 5 云音乐业务经营数据

	2018	2019	2020	2021	2022Q1
在线音乐服务月活跃用户数 (百万人)	105.10	147.20	180.50	182.60	181.7
yoy	-	40.06%	22.62%	1.16%	-0.49%
月付费用户数 (千人)					
在线音乐服务	4,201.10	8,626.50	15,961.50	28,940.40	36741.7
yoy	-	105.34%	85.03%	81.31%	26.96%
社交娱乐服务	5.80	91.70	327.10	683.30	1181.7
yoy	-	1481.03%	256.71%	108.90%	72.94%
每月每付费用户收入 (元)					
在线音乐服务	8.90	9.30	8.40	6.70	6.4
yoy	-	4.49%	-9.68%	-20.24%	-4.48%
社交娱乐服务	-	477.60	573.80	448.10	329.8
yoy	-	-	20.14%	-21.91%	-26.40%
收入 (亿元)					
在线音乐服务	10.00	18.00	26.00	33.00	8.85
yoy	-	80.00%	44.44%	26.92%	-
社交娱乐服务及其他	-	5.00	23.00	37.00	1182.4
yoy	-	-	360.00%	60.87%	-
毛利率	-114.74%	-45.58%	-12.16%	2.04%	12.17%

资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.3. 创新业务：ODM 严选平台成本优化、毛利率提升

公司创新业务主要包括严选平台、传媒、直播等。电商平台严选主要销售自有品牌产品，包括消费电子产品、食品、服装、家居用品、厨具和其他日用品，产品主要向中国的原始设计制造商 (ODM) 进行采购，通过自有平台销售。

在严选的 ODM 模式下，严选与国内精选制造商建立紧密合作关系，以设计和制造产品，并将其直接销售予用户。ODM 模式使严选能够通过消除品牌溢价并剔除分销商和零售商等渠道中间商，进而以较低的成本提供优质的商品。

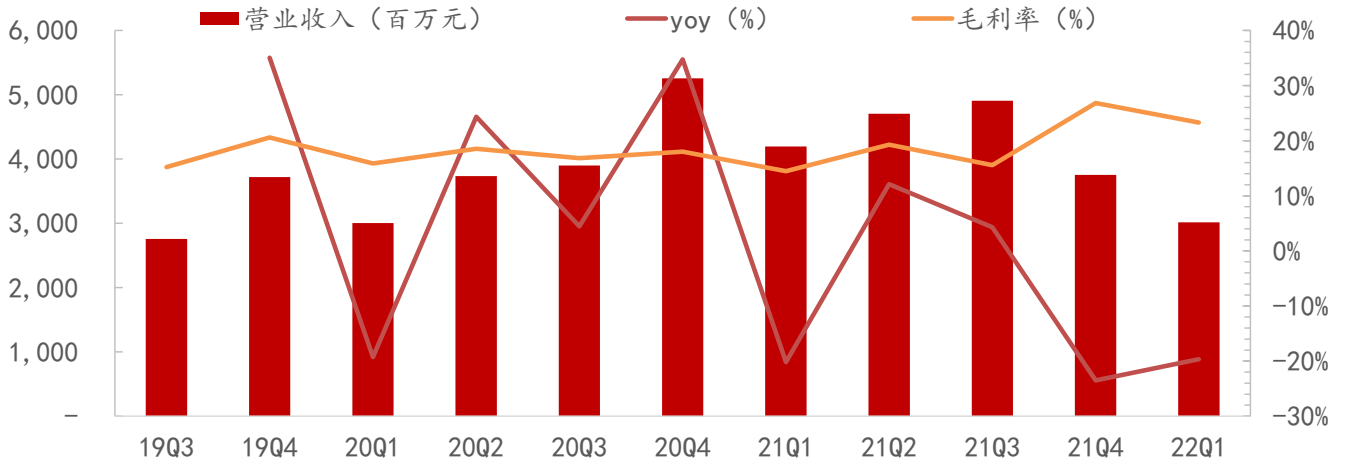
图 41 网易严选系 ODM 电商平台



资料来源：公司官网，华西证券研究所

严选业务毛利率持续优化，预计二季度营收实现回升。2022Q1 网易创新及其他业务净收入 30 亿元，占收入比重为 12.80%，毛利率为 23.3%，同比上升 8.9pct。2022 年 618，网易严选持续聚焦品牌化战略，全渠道运营策略助力各渠道稳步增长。其中，网易严选淘系渠道销售额同比增长 80%、抖音快手渠道同比增长 75%、京东渠道同比增长超 62%，持续发挥宠物、居家床品、家清等优势品类优势，猫粮、浴室香氛、乳胶枕、果冻被等多爆品领跑细分赛道，在京东、天猫、抖音快手等多个渠道霸榜。

图 42 创新及其他业务收入及毛利情况

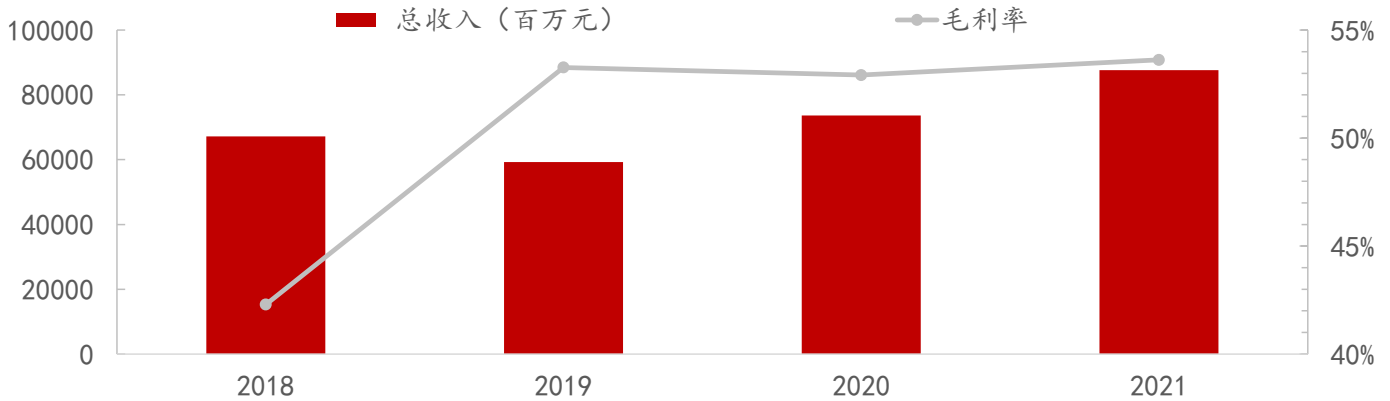


资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 财务分析：盈利水平稳健成长，成本费用可控

公司2019年来收入稳健增长。2021年实现收入876.06亿元，同比增长18.92%，2022Q1实现收入235.56亿元，同比增长14.81%；毛利率整体平稳上升，2021全年毛利率53.62%，同比增长0.70pct；2022Q1实现毛利率54.49%，单季同比增长0.62pct。公司收入呈现显著季节性波动，主要系Q1、Q4公共假期较多，游戏收入较高所致。

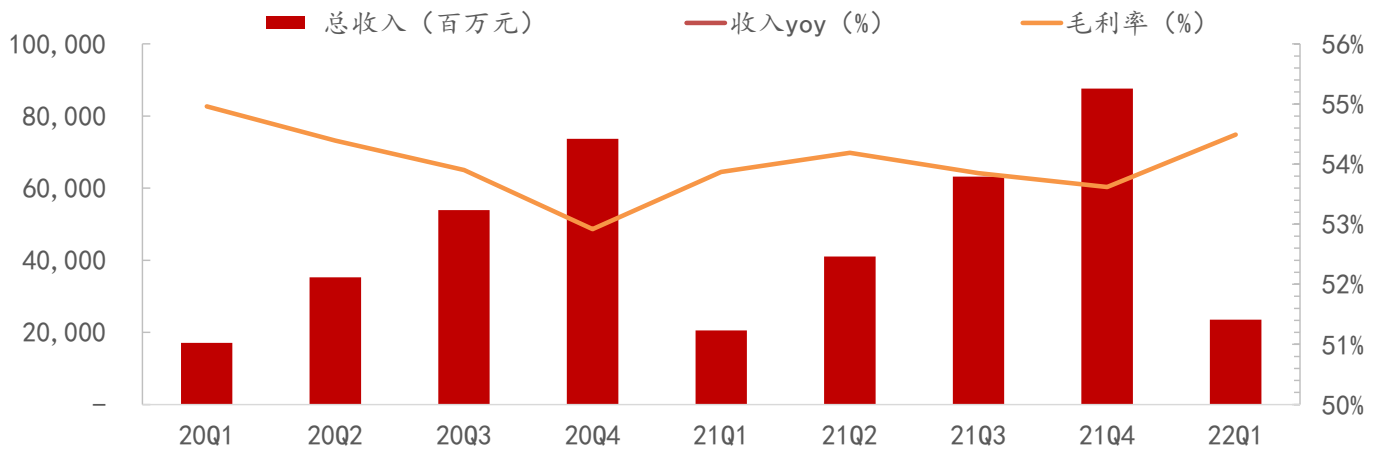
图 43 2018-2021 收入及毛利情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

毛利率回升，销售成本进入下行阶段。受公司海外战略影响，在线游戏开发成本整体上升，2022Q1同比增长13.26%，环比下降73.62%，受公司成本管控政策影响，预计未来销售成本增速将持续趋缓。

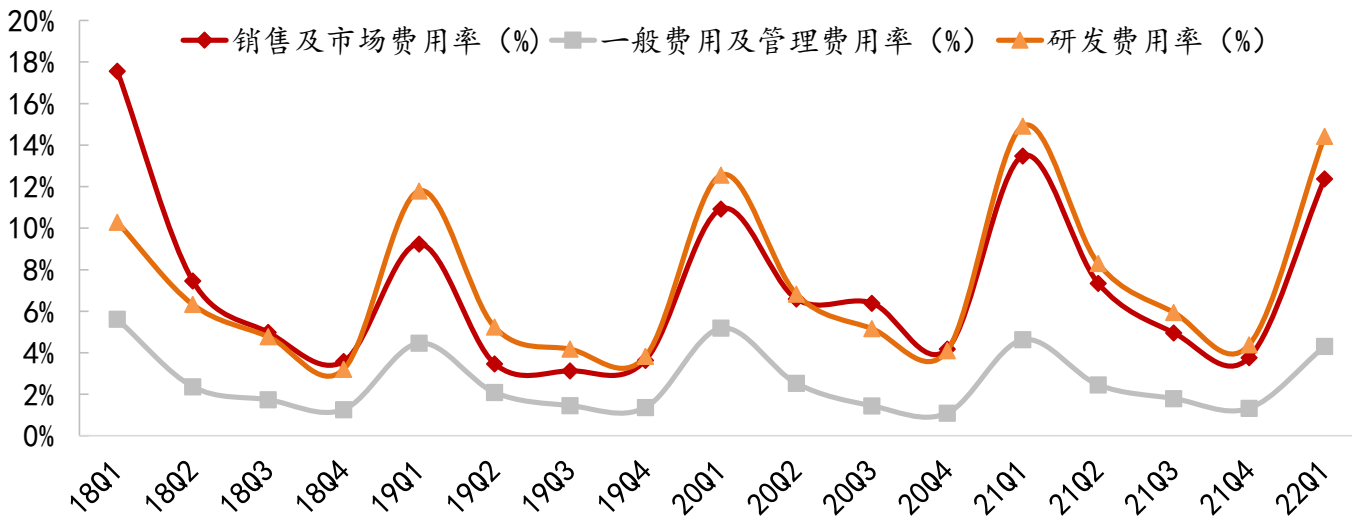
图 44 2020Q1-2022Q1 收入及毛利情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

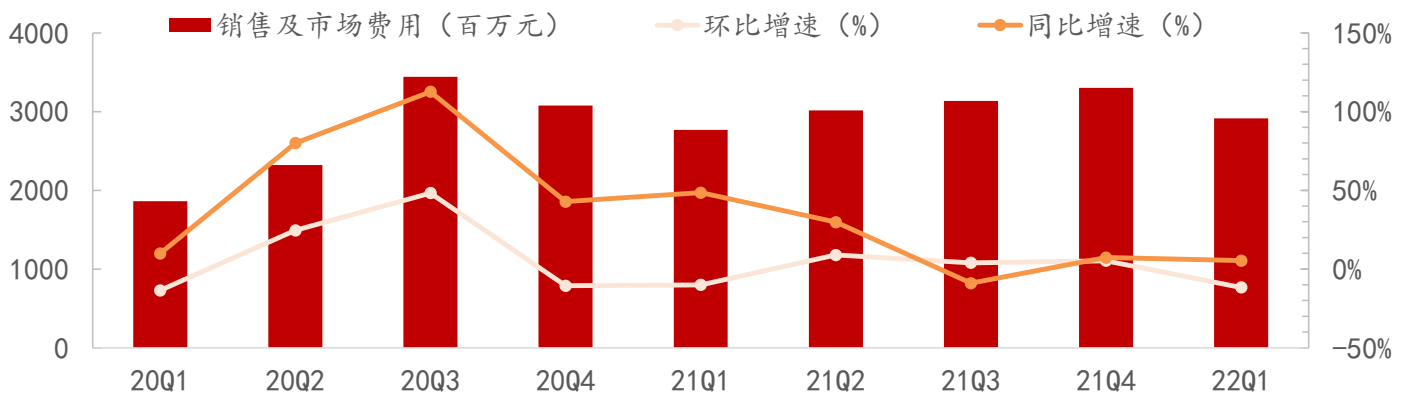
公司销售费用短期波动整体可控，研发费用趋势向上。受季节性流量成本及产品上新节奏影响，2022Q1销售费用支出29.15亿元，同比增长5.38%。研发费用率总体呈上升趋势，由员工薪酬及福利开支构成，主要系公司长期重视技术研发及精品化内容打造所致，2022Q1支出33.98亿元，同比上升11.04%。管理费用基本维稳，2022Q1支出10.16亿元，单季管理费用率为4.31%。

图 45 2018Q1-2022Q1 公司费用率季节性波动情况



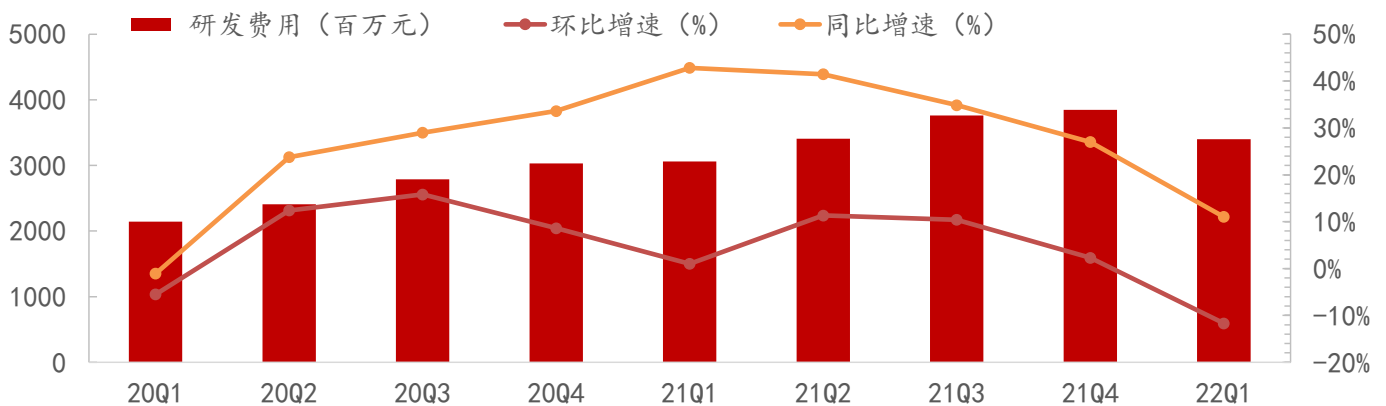
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 46 2020Q1-2022Q1 销售及市场费用情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

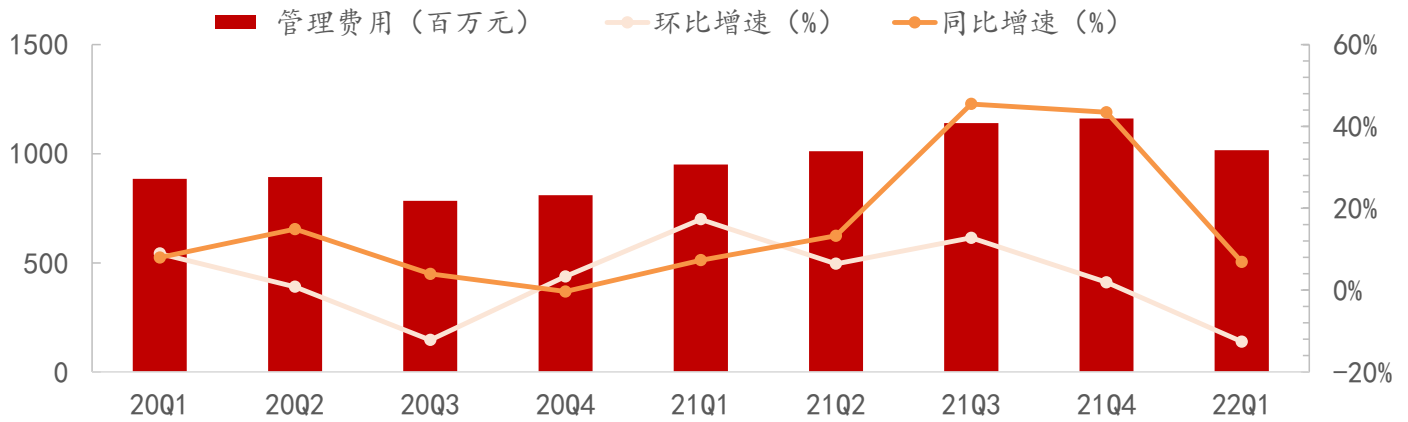
图 47 2020Q1-2022Q1 研发费用情况



请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：公司公告，华西证券研究所

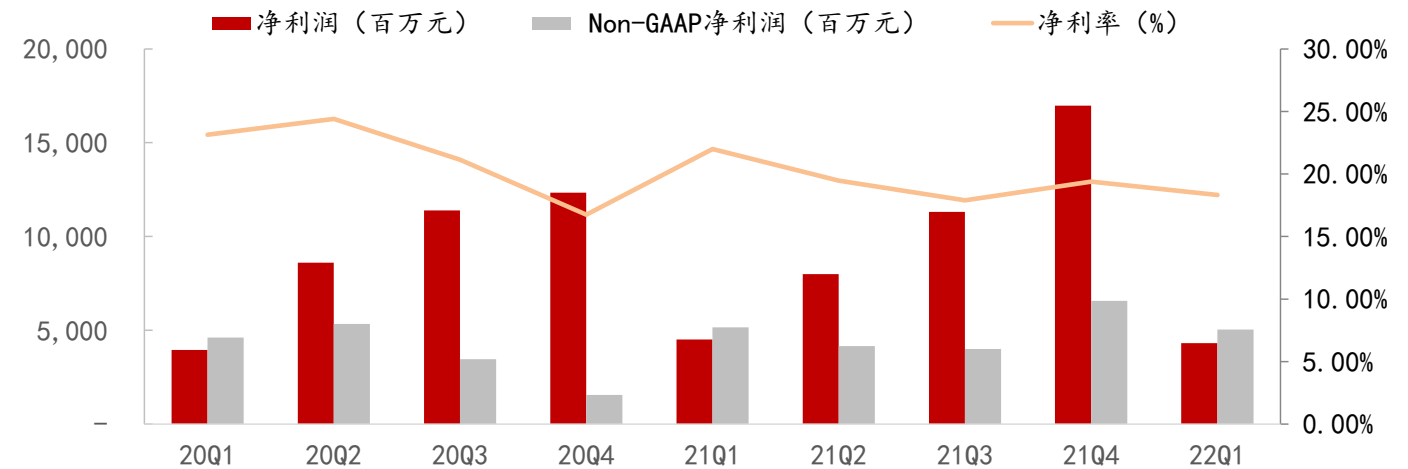
图 48 2020Q1-2022Q1 管理费用情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

游戏业务为利润主要来源，盈利能力逐步修复。参考子公司财报，当前有道及云音乐业务尚未实现盈利，游戏+创新及其他业务贡献公司全部盈利，并且创新业务2022Q1占比12.8%，游戏业务系公司盈利的重要来源，故净利润季节性变动较大。2021年公司实现净利润168.57亿元，同比增长39.74%，NON-IFRS净利润198.81亿元，同比增长32.78%；2022Q1公司实现净利润43.94亿元，同比微降1.02%；NON-IFRS净利润50.39亿元，同比微降2.25%。

图 49 2020Q1-2022Q1 净利润情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 盈利预测

1) 游戏业务:

手游业务来看,《暗黑破坏神:不朽》取得骄人成绩后,看好《哈利波特:魔法觉醒》表现。公司复践国际化 IP 手游化路径,叠加老游戏稳定流水,海外表现将拉动收入增长。

端游业务来看,6个海外工作室及海外投资对主机及 PC 端领域产品开发助力,长线稳健运营下《梦幻西游》《永劫无间》预计将维持稳定流水,看好未来1-2年间3A级新作推向市场,扩大次世代主机游戏市场份额。

预计公司 2022-2024 年游戏业务营收分别为 744.38/882.57/1002.66 亿元。游戏业务毛利率方面,伴随渠道打法改变、新买量渠道及效果直播崛起,预计公司 2022-2024 年游戏业务毛利率为 65.00%/65.20%/65.40%。

2) 有道业务:

预计素质教育及考研考证等成人教育业务将持续增长,智能硬件及工具类应用亦将在疫情管控放松后销量回升,预计公司 2022-2024 年有道业务营收分别为 50.86/51.38/53.94 亿元,毛利率为 54.82%/55.37%/55.92%。

3) 云音乐:

参考 2022Q1 毛利率超 12%,社交娱乐业务 MAU 快速增长,独立音乐人矩阵及社区生态差异化路线下,我们预测云音乐业务将受直播等社交娱乐服务收入拉动,毛利率亦将改善,预计公司 2022-2024 年云音乐业务实现营收 76.97/84.67/91.44 亿元,毛利率为 12.40%/13.70%/15.30%。

4) 创新业务及其他:

公司创新业务主要依靠严选、直播收入增长驱动,预计随宏观经济环境转暖、消费需求回升,电商平台收入亦将增长,我们预测公司 2022-2024 年创新业务及其他营收分别为 125.72/126.98/129.52 亿元,毛利率为 26.10%/26.36%/26.62%。

表 6 分业务预测数据

	2021A	2022E	2023E	2024E
游戏业务 (百万元, %)				
手游	44,215.74	53,058.89	63,670.67	73,221.27
端游	18,590.71	21,379.32	24,586.22	27,044.84
总收入	62,806.45	74,438.21	88,256.89	100,266.11
毛利率	64.81%	65.00%	65.20%	65.40%
有道业务 (百万元, %)				
收入	5,354.36	5,086.64	5,137.51	5,394.39
毛利率	54.28%	54.82%	55.37%	55.92%
云音乐业务 (百万元, %)				
收入	6,997.62	7,697.38	8,467.12	9,144.49
毛利率	2.04%	12.40%	13.70%	15.30%
创新业务 (百万元, %)				
收入	12,447.59	12,572.07	12,697.79	12,951.75
毛利率	25.84%	26.10%	26.36%	26.62%
合计				

营业收入 (百万元)	87,606.03	99,794.30	114,559.31	127,756.74
yoy	18.92%	13.91%	14.80%	11.52%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司游戏业务研运底盘稳健，老游流水长青，重点发力出海业务，《暗黑破坏神：不朽》表现出色，看好后续《哈利波特：魔法觉醒》及其他国际化 IP 出海表现；有道业务持续转型，预计素质课程及成人教育课程将拉动营收增长，教师薪酬结构优化下成本将得到有效控制，智能硬件 SKU 逐渐丰满，增长动能释放；云音乐业务“社区生态+独立音乐”差异化打法明确，社交娱乐业务处于高速成长期，商业化前景明朗。预计公司 2022-2024 年分别实现营收 997.94/1145.59/1277.57 亿元，实现归母净利润 184.07/223.46/253.15 亿元，对应 EPS 分别为 5.60/6.80/7.71 元，对应 2022 年 8 月 2 日 139 港元/股收盘价，PE 分别为 24.80/20.43/18.03 倍，参考 2022 年 8 月 2 日人民币港元汇率为 1.16，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7 网易公司估值参考 (以 2022 年 8 月 2 日收盘价为基准)

代码	证券简称	市盈率 PE		
		21A	22E	23E
9888.HK	百度集团-SW	31.96	40.99	23.35
9898.HK	微博-SW	17.11	12.88	8.57
0700.HK	腾讯控股	15.96	19	15.49
9626.HK	哔哩哔哩-SW	-16.87	-8.22	-11.63
6633.HK	青瓷游戏	-18.06	6.02	2.78
BIDU.O	百度	32.06	41.46	23.61
GOOGL.O	谷歌 (ALPHABET)-A	25.23	20.37	17.29
META.O	脸书 (META PLATFORMS)	23.42	13.15	10.96

资料来源：公司官网，华西证券研究所

6. 风险提示

6.1. 游戏流水不及预期风险

游戏市场增速放缓，市场进入存量竞争时期，产品市场反馈存在一定不确定性，存在流水不及预期风险。

6.2. 版号政策存在不确定性

2022 年 4 月起版号恢复常态化发放，截至 2022 年 8 月前四批版号名单均未出现公司产品，现有储备产品能否取得版号存在不确定性。

6.3. 直播行业监管风险

2022 年起《关于进一步规范网络直播营利行为促进行业健康发展的意见》、《网络主播行为规范》等直播行业监管意见陆续落地，2022 “ 清朗 ” 专项运动将直播作为重点治理领域，公司直播业务存在监管风险，自查成本将提升。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	87606.03	99794.30	114559.31	127756.74	净利润	16856.84	18406.50	22345.93	25315.31
YoY (%)	18.92%	13.91%	14.80%	11.52%	折旧和摊销	3275.73	281.69	480.24	554.58
营业成本	40635.23	44385.17	49664.04	54319.29	营运资金变动	3187.99	2189.14	1973.25	3107.74
销售费用	12214.19	14599.91	15958.11	17847.62	经营活动现金流	24926.73	17839.41	21789.27	25988.41
管理费用	4263.55	4690.33	5384.29	6004.57	资本开支	-3110.01	-4400.00	-3300.00	-4600.00
财务费用	-1519.71	-724.91	-1306.26	-1940.11	投资	-3771.16	-3980.00	-7980.00	-7980.00
利润总额	21104.46	23046.44	27978.93	31696.84	投资活动现金流	-7078.29	-5212.33	-8112.33	-9412.33
所得税	4128.27	4510.19	5475.48	6203.07	股权募资	-12924.33	1000.00	1000.00	1000.00
净利润	16976.19	18536.25	22503.45	25493.77	债务募资	1122.76	-2000.00	-2000.00	-2000.00
归属于母公司净利润	16856.84	18406.50	22345.93	25315.31	筹资活动现金流	-12585.57	-1000.00	-1000.00	-1000.00
YoY (%)	39.74%	9.19%	21.40%	13.29%	现金净流量	5207.51	11627.09	12676.95	15576.08
每股收益(元)	5.15	5.60	6.80	7.71	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
货币资金	14498.16	26125.24	38802.19	54378.27	营业收入增长率	18.92%	13.91%	14.80%	11.52%
存货	964.73	775.86	1171.75	958.42	净利润增长率	39.74%	9.19%	21.40%	13.29%
其他流动资产	3003.51	3492.80	4009.58	4471.49	盈利能力				
流动资产合计	113120.25	121690.25	136325.94	152614.54	毛利率	53.62%	55.52%	56.65%	57.48%
长期股权投资	18804.90	28804.90	38804.90	48804.90	净利润率	19.24%	18.44%	19.51%	19.82%
固定资产	5433.86	5552.17	5567.06	5873.70	总资产收益率 ROA	10.97%	10.56%	11.19%	11.10%
无形资产	4256.60	8256.60	11061.46	14800.23	净资产收益率 ROE	17.68%	16.18%	16.42%	15.69%
非流动资产合计	40523.67	53621.98	65421.74	78447.15	偿债能力				
资产合计	153643.92	175312.23	201747.68	231061.69	流动比率	2.24	2.31	2.45	2.61
短期借款	19352.31	17352.31	15352.31	13352.31	速动比率	2.16	2.23	2.36	2.52
应付账款及票据	985.06	1351.00	1262.89	1596.02	现金比率	0.29	0.50	0.70	0.93
其他流动负债	25626.90	28940.35	33222.20	37049.45	资产负债率	35.29%	32.14%	29.39%	26.88%
流动负债合计	50501.33	52633.38	55565.37	58385.62	经营效率				
长期借款	1275.14	2275.14	3275.14	4275.14	总资产周转率	0.59	0.61	0.61	0.59
其他长期负债	2443.58	2443.58	2443.58	2443.58	每股指标 (元)				
非流动负债合计	3718.72	4718.72	5718.72	6718.72	每股收益	5.15	5.60	6.80	7.71
负债合计	54220.05	57352.10	61284.09	65104.34	每股净资产	29.12	34.63	41.44	49.15
股本	2.79	2.79	2.79	2.79	每股经营现金流	7.61	5.43	6.63	7.91
少数股东权益	4095.80	4225.55	4383.07	4561.53	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	99423.88	117960.13	140463.58	165957.35	估值分析				
负债和股东权益合计	153643.92	175312.23	201747.68	231061.69	PE	30.59	25.82	21.27	18.77
					PB	5.41	4.18	3.49	2.94

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券研究所免责声明

华西证券研究所股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。