

网易-S (09999.HK)

游戏全球化及元宇宙固本，有道、云音乐两翼齐飞

2022年09月21日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

方光照（分析师）

田鹏（联系人）

fangguangzhao@kysec.cn

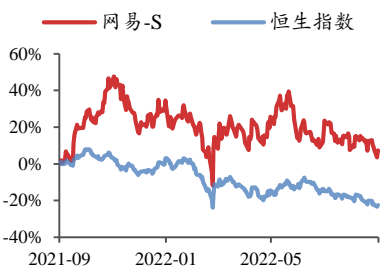
tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790121100012

日期	2022/9/20
当前股价(港元)	132.30
一年最高最低(港元)	188.90/108.30
总市值(亿港元)	4,344.72
流通市值(亿港元)	4,344.72
总股本(亿股)	32.84
流通港股(亿股)	32.84
近3个月换手率(%)	11.94

股价走势图



数据来源：聚源

● **游戏全球化与元宇宙为体，有道、云音乐为翼，首次覆盖给予“买入”评级**
公司拥有强大的原创 IP 打造与游戏研发能力，研发与发行出海有望驱动业绩持续增长，有道、云音乐为重要“两翼”，或进一步打开成长空间。我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 1028.12、1187.55、1341.30 亿元，归母净利润分别为 185.74、224.53、255.41 亿元，对应当前股本的 EPS 分别为 5.66、6.84、7.78 元，当前股价对应 PE 分别为 20.9、17.3、15.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **全球头部 IP 产品表现亮眼，验证“全球头部 IP+创新玩法”产品逻辑**

根据 Appmagic,《暗黑破坏神：不朽》海外上线首月流水超 4900 万美元，国服上线首月维持在 IOS 游戏畅销榜前 4 名,《暗黑破坏神：不朽》与即将上线的《哈利波特：魔法觉醒》海外版有望延续亮眼表现，长期贡献可观业绩增量。通过发力欧美市场与海外自主发行，精细化运营能力有望从日本市场复制到欧美市场，更多海外自主发行产品的推出或带动公司利润率提升。《永劫无间》端游销量突破 1000 万，打破国产买断制游戏记录，且已上线主机版，后续手游上线或进一步扩大 IP 用户与流水规模，同时公司积极布局海外主机游戏研发，或更受益于主机游戏转手游红利。

● **多元布局元宇宙，虚拟内容开发优势助力固本强基**

公司在元宇宙相关领域具备领先技术储备，且持续探索元宇宙概念产品商业化落地。公司在打造虚拟社会、经济模型等方面积累的丰富经验，或为公司开发元宇宙产品带来领先优势。元宇宙与游戏的结合或重塑游戏商业模式，进一步扩大公司游戏用户规模并提升用户时长与 ARPU。

● **有道、云音乐发展或提速，成为公司重要的“两翼”**

基于渠道优势与强劲需求，有道智能硬件成长空间仍广阔，或驱动有道业绩持续增长。云音乐依靠原创内容与独特音乐社区，打造差异化优势，造就平台高用户粘性与活跃度。受益于独家版权模式终结后的头部版权回归，用户规模与付费率提升空间大，版权成本下降带动毛利率持续提升，为云音乐盈利重要驱动力。

● **风险提示：游戏表现不及预期、游戏版号政策变化、直播行业政策变化等风险。**

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,667	87,606	102,812	118,755	134,130
YOY(%)	24.4	18.9	17.4	15.5	12.9
净利润(百万元)	12,063	16,857	18,574	22,453	25,541
YOY(%)	-43.2	39.7	10.2	20.9	13.8
毛利率(%)	52.9	53.6	53.8	53.6	52.7
净利率(%)	16.4	19.2	18.1	18.9	19.0
ROE(%)	14.7	17.7	16.3	16.5	15.8
EPS(摊薄/元)	3.7	5.1	5.7	6.8	7.8
P/E(倍)	32.2	23.0	20.9	17.3	15.2
P/B(倍)	4.1	3.9	3.3	2.8	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所（以 2022 年 9 月 20 日，1 港币=0.8941 人民币进行换算）

目 录

1、 公司是国内领先的“产品型”互联网公司.....	5
1.1、 发展历程：以游戏业务为核心，互联网业务多元发展.....	5
1.2、 股权结构：公司股权结构集中，管理团队稳定且富有经验.....	5
1.3、 主营业务：游戏业务为主，教育、音乐快速发展，创新业务拓展公司边界.....	6
1.4、 财务状况：游戏为主要收入来源，公司盈利能力稳定.....	7
2、 深厚研发积累构筑游戏业务高壁垒，出海或打开成长空间.....	9
2.1、 游戏业务核心竞争力来自于强大的原创 IP 打造与游戏研发能力.....	9
2.1.1、 自研原创 IP 系列产品，构成游戏业务基本盘.....	9
2.1.2、 完备的研发体系与创新机制，是网易打造经典 IP 或爆款产品的秘籍.....	12
2.2、 未来驱动力——全球 IP、全球发行、主机游戏改手游.....	15
2.2.1、 全球头部 IP 产品拓展市场与用户覆盖范围，或贡献重要业绩增量.....	15
2.2.2、 发力欧美市场与海外自主发行，打开出海天花板.....	17
2.2.3、 公司或受益于主机游戏转手游红利.....	19
3、 多元布局元宇宙，虚拟内容研发优势助力固本强基.....	21
3.1、“人”：虚拟人技术较成熟，开展元宇宙营销商业新模式.....	21
3.2、“场景”：虚拟场景助力数字经济，商业化前景广阔.....	22
3.3、“经济系统”：游戏经济系统引入区块链合约，或进一步延长游戏生命周期，提高 LTV.....	25
4、 有道智能硬件优势扩大，智能学习生态或为又一增长曲线.....	26
5、 独家版权模式终结，为云音乐成长提速带来新机.....	27
6、 盈利预测与估值.....	29
6.1、 关键假设.....	29
6.1.1、 营业收入.....	29
6.1.2、 期间费用率.....	29
6.2、 盈利预测.....	30
6.3、 估值.....	30
6.4、 投资建议与评级.....	30
7、 风险提示.....	31
附：财务预测摘要.....	32

图表目录

图 1： 公司业务多元化发展.....	5
图 2： 丁磊为公司实际控制人.....	6
图 3： 公司主营业务包括游戏、在线教育、在线音乐、创新业务及其他.....	7
图 4： 公司营收规模整体呈增长趋势.....	8
图 5： 剥离网易考卡拉后，公司归母净利润重回增长趋势.....	8
图 6： 游戏业务构成公司收入基本盘（亿元）.....	8
图 7： 公司有道、云音乐收入同比快速增长.....	8
图 8： 公司毛利率、净利率稳重有升.....	8
图 9： 游戏业务毛利率稳定，其他业务毛利率逐步提升.....	8
图 10： 2021 年 8 月-2022 年 8 月，《梦幻西游》手游保持在 IOS 畅销榜前 10 位.....	9
图 11： 2021 年 8 月-2022 年 8 月，《大话西游》手游基本保持在 IOS 畅销榜前 40 位.....	10
图 12： 2021 年 8 月-2022 年 8 月，《倩女幽魂》手游基本保持在 IOS 畅销榜前 40 位.....	10

图 13: 《梦幻西游》IP 持续向游戏圈外延伸	11
图 14: 公司构建了技术、美术等中台机制支持游戏研发	12
图 15: 公司持续加大研发投入	13
图 16: 2017-2021 年公司平均年研发投入处于国内游戏行业第一梯队	13
图 17: 公司形成了完善的游戏研发培训体系	14
图 18: 《永劫无间》将武侠动作与“吃鸡玩法”相融合	14
图 19: 《永劫无间》特色振刀系统	14
图 20: 《哈利波特: 魔法觉醒》在中国香港地区 IOS 畅销榜排名保持前列	15
图 21: 《暗黑》手游传承暗黑系列美术风格	15
图 22: 《暗黑》手游传承暗黑系列“刷怪爆装”内核	15
图 23: 《暗黑破坏神: 不朽》海外上线首日在全球 93 个国家和地区登顶 IOS 游戏免费榜	16
图 24: 《暗黑破坏神: 不朽》国服上线首月维持在 IOS 游戏畅销榜前 4	17
图 25: 2021 年公司三款游戏入围中国手游在日本收入 TOP20	18
图 26: 公司持续在官方 YouTube 频道推出《指环王: 崛起之战》相关内容	18
图 27: 全球主机游戏市场规模增速放缓, 手游市场规模增速仍较快	19
图 28: 《永劫无间》主机版已于 6 月 23 日登录 Xbox	20
图 29: 截至 8 月 26 日《永劫无间》手游预约量超 239 万	20
图 30: 2022 年 4 月游戏版号开始重新发放	21
图 31: 网易伏羲的 AI 捏脸技术可以根据用户上传的照片自动生成虚拟形象	22
图 32: 次世文化推出的虚拟人翎与多个品牌展开商业合作	22
图 33: 易现通过 AR 技术打造创意展厅	23
图 34: 易现打造实景 AR 剧本游戏	23
图 35: 网易星球出售艺术、体育等数字藏品, 且基本处于售罄状态	23
图 36: 浙江省商务厅在网易瑶台举办首场沉浸式云展会	24
图 37: 网易瑶台的虚拟场景可以进行汽车展示	24
图 38: 伏羲通宝可以在游戏内进行流转	25
图 39: 有道营业收入受“双减”政策影响较小	26
图 40: 有道收入结构呈多元化趋势	26
图 41: 国内智能学习硬件预计市场空间广阔	26
图 42: 有道智能硬件业务收入保持较快增长	26
图 43: 云音乐独立音乐人数量快速增长	27
图 44: 截至 2021 年 12 月, 云音乐独立音乐人数量高于 TME	27
图 45: “音乐人+用户”协力促进社区发展	28
图 46: 2021 年云音乐曲库数量已接近 TME	28
图 47: 2019-2021 年云音乐毛利率持续提升	28
表 1: 公司高管团队具备丰富经验	6
表 2: 网易持续打造原创端游 IP	9
表 3: 网易持续打造原创手游 IP	10
表 4: 网易推出《阴阳师》IP 系列游戏	11
表 5: 网易与多个全球头部 IP 展开合作	12
表 6: 公司旗下众多产品皆基于自研引擎开发	13
表 7: 公司海外自主发行产品储备丰富	19
表 8: 公司海外游戏布局以主机游戏为主	20
表 9: 公司投资布局多家虚拟人相关公司	22

表 10: 云音乐持续获取头部音乐版权	28
表 11: 截至 9 月 20 日, 公司 PE (2023E) 与 PEG (2023E) 低于可比公司平均值	30

1、公司是国内领先的“产品型”互联网公司

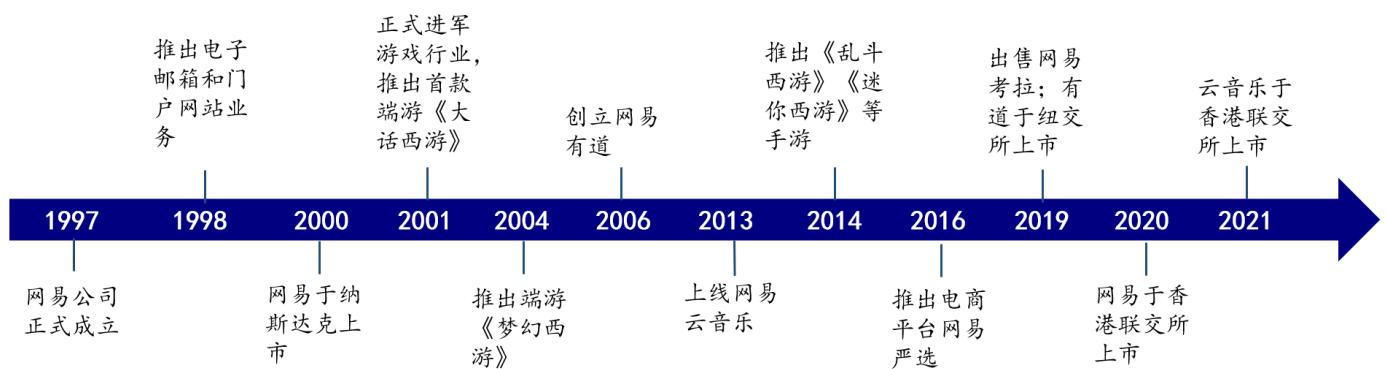
1.1、发展历程：以游戏业务为核心，互联网业务多元发展

以门户网站起家 (1997-2000 年)：公司成立于 1997 年，最早以门户网站及电子邮箱业务起家，1998 年，公司从软件开发商转型为互联网技术公司，从电子邮箱业务转向门户网站模式，与新浪、搜狐一同发展为著名的“三大门户”；2000 年 6 月公司成功于纳斯达克上市，成为国内首批海外上市的互联网公司；老牌邮箱业务在初期也成为公司内容产品的流量入口，根据公司公告，截至 2018 年末网易邮箱累计注册用户达 10.3 亿。

转型网络游戏 (2001-2013 年)：公司 2001 年正式成立在线游戏事业部，开始向游戏自研方向进军。2001 年公司推出首款 MMORPG 端游《大话西游》，后于 2004 年推出的自研游戏《梦幻西游》，成为了国产网络的标杆产品，根据公司公告，《梦幻西游》历史最高同时在线人数达 271 万人。除自研游戏的成功外，2008 年公司还获得了暴雪多款经典端游代理权，负责《魔兽争霸》《星际争霸》等产品在中国的运营，与暴雪建立了深厚合作关系。

端转手与多元化发展 (2014-至今)：2011 年起，公司宣布向手游领域进军。2014 年，公司推出的第一批手游产品《迷你西游》《乱斗西游》等获得成功后，又陆续推出《梦幻西游》《大话西游》《阴阳师》《楚留香》等爆款手游，成功完成从端游向手游的转型，并迅速抢夺手游市场，正式确立了在手游行业的领先地位。在游戏业务快速发展的同时，公司也在积极向其他互联网领域拓展。在泛娱乐方面，公司 2013 年推出网易云音乐；在电商方面，2015 年推出网易严选；在线教育方面，网易有道推出有道精品课进军互联网教育行业。

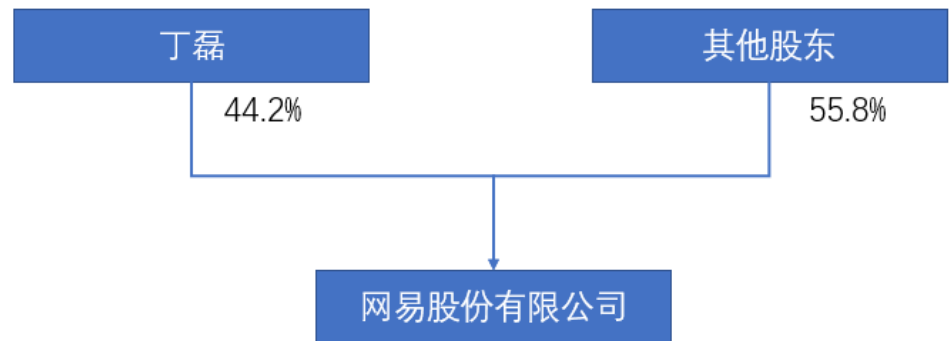
图1：公司业务多元化发展



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、股权结构：公司股权结构集中，管理团队稳定且富有经验

公司股权结构集中，丁磊为第一大股东。根据公司公告，截至 2022 年 3 月 31 日，丁磊实际拥有公司股权 44.2%，为公司实际控制人。公司股权结构集中，创始人丁磊具有较高话语权。

图2：丁磊为公司实际控制人


资料来源：公司公告、开源证券研究所

管理团队稳定且富有经验，是公司长久稳定发展的基石。公司创始人丁磊毕业于电子科技大学并于1997年创立了网易公司，其自1999年7月起担任董事，并自2005年11月起担任首席执行官。公司管理团队大部分于公司任职10年以上或在相关领域具有丰富经验。

表1：公司高管团队具备丰富经验

姓名	职位	加入时间	履历
丁磊	首席执行官	1997年	毕业于电子科技大学并取得通讯技术理学学士学位，1997年创办网易，2005年11月起担任首席执行官。
杨昭烜	首席财务官	2017年	曾任 J.P. Morgan 中国科技、媒体和通信及投资银行部担任执行董事，并于中国香港任职近十年。
胡志鹏	副总裁、雷火事业群负责人	2007年	毕业于浙江大学并取得硕士学位，曾任微软亚洲研究院研究员。
周枫	高级副总裁、有道 CEO	2004年	拥有清华大学计算机科学学士学位和硕士学位以及加州大学伯克利分校计算机科学博士学位，曾在 ChinaRen Inc. 担任软件工程师。

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、主营业务：游戏业务为主，教育、音乐快速发展，创新业务拓展公司边界

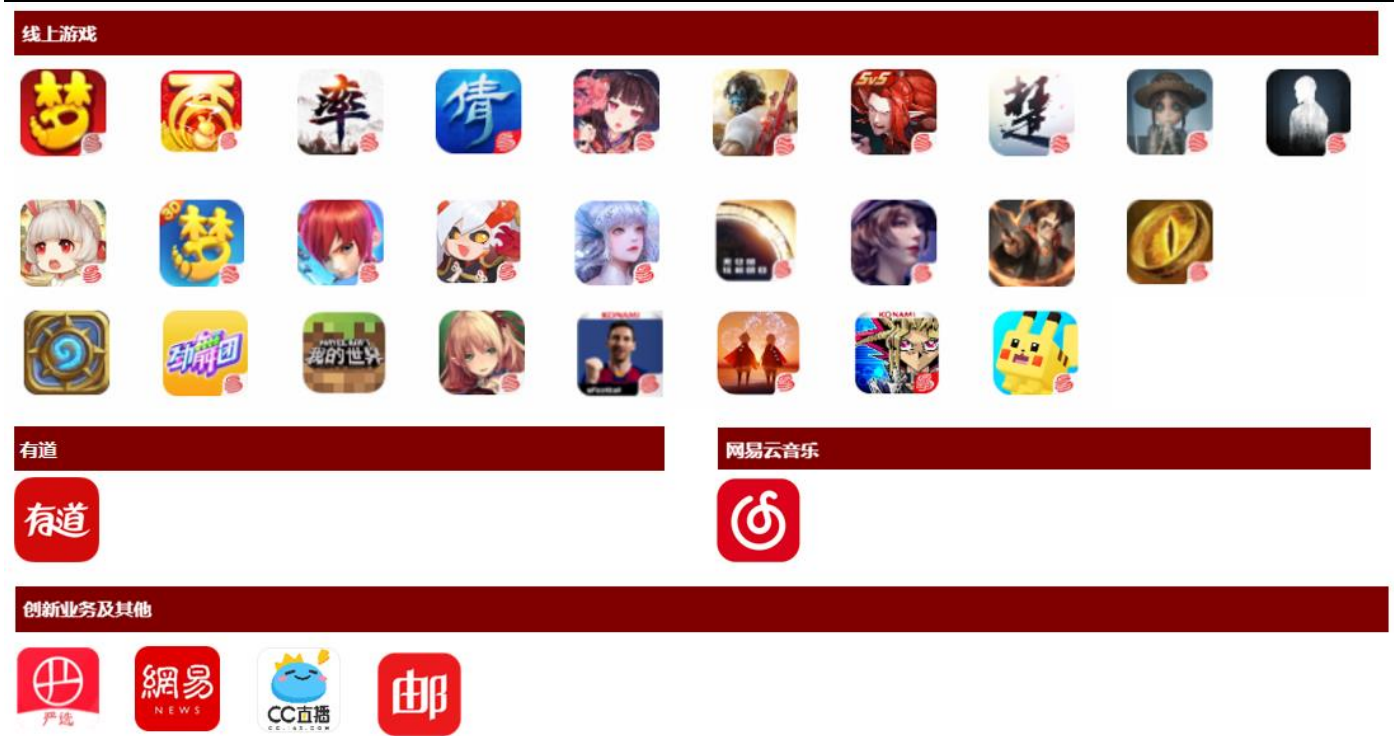
游戏业务：经典 IP 长线运营，新游寻求品类突破，出海打开业务增量。公司2001年正式成立在线游戏事业部，经过20多年的快速发展，公司已跻身全球头部游戏公司，Newzoo 数据显示，公司在2021年全球十大游戏公司中位列第6。截至2021年，公司正在运营中的游戏产品有100余款，经典自主研发游戏包括《梦幻西游》《大话西游》《阴阳师》《率土之滨》《哈利波特：魔法觉醒》等，代理游戏包括《魔兽世界》《炉石传说》《守望先锋》《我的世界》《光·遇》等多款风靡全球的游戏。

在线教育：以学习工具为起点，构筑完整智能学习生态。 网易有道依托强大的互联网、AI 等技术手段，围绕学习场景，打造了一系列深受用户喜爱的学习产品和服务，包括有道词典、有道词典笔等现象级学习工具。根据有道公司公告，2021 年有道全线产品月活跃用户约 1.13 亿。

在线音乐：打造受年轻人青睐的独特音乐社区。 网易云音乐是公司旗下一款专注于发现和分享的音乐产品，其以“传递音乐美好力量”为使命，引领音乐产品从“播放器时代”进入“在线社区时代”。根据云音乐公司公告，截至 2021 年云音乐在线音乐服务月活用户超 1.84 亿人，曲库数量超 8000 万首，超 9 成活跃用户为 90 后 00 后，用户增速及留存率均处于行业领先水平。云音乐也是中国领先的原创音乐平台，在业内首个发起原创音乐扶持计划，坚定助推中国原创音乐繁荣发展。截至 2022 年 6 月，云音乐注册独立音乐人超 52.9 万。

创新业务及其他：以差异化策略，不断拓展公司边界。 公司创新业务及其他包括电商（网易严选）、邮箱（网易邮箱）、传媒（网易新闻）、文创（网易文创）等。网易严选定位新中产生活方式品牌，持续发力打造口碑爆款产品。根据公司公告，2021 年网易严选全渠道用户同比增长超 80%；2021Q4，Pro 会员数同比增长 134%。

图3：公司主营业务包括游戏、在线教育、在线音乐、创新业务及其他



资料来源：公司 IR 官网、开源证券研究所

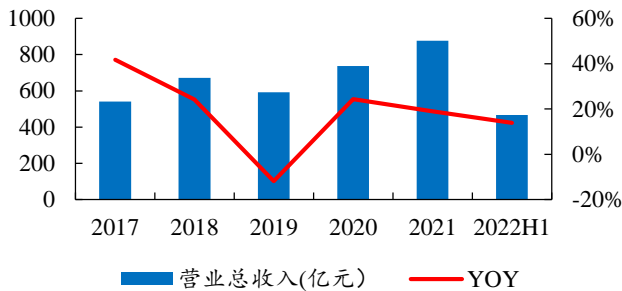
1.4、财务状况：游戏为主要收入来源，公司盈利能力稳定

公司经营稳健，营收规模持续增长。公司 2019-2021 年及 2022H1 分别实现营业收入 592.41、736.67、876.06、467.15 亿元，除 2019 年受剥离网易考拉影响营收有所下滑外，公司营收规模同比持续增长，同比增速分别为-11.79%、24.35%、18.92%、13.82%。

剥离网易考拉后，公司归母净利润重回增长趋势。2019 年，公司将网易考拉以 19 亿美元的价格出售给了阿里巴巴，导致 2019 年公司归母净利润偏高，剥离掉网易

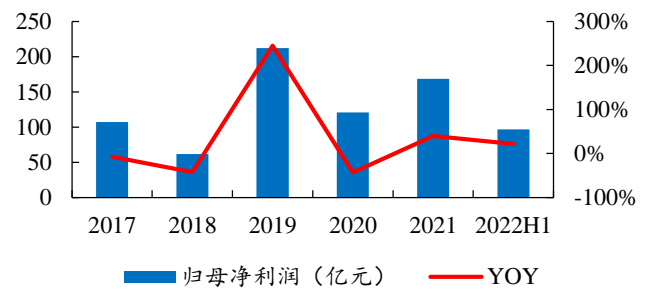
考拉后，公司业绩不再受网易考拉亏损拖累，归母净利润重回增长通道。

图4：公司营收规模整体呈增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

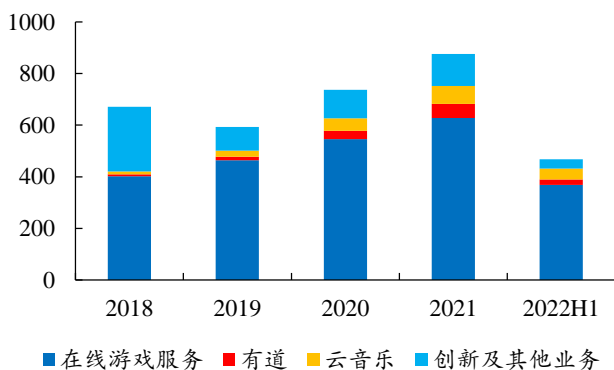
图5：剥离网易考拉后，公司归母净利润重回增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

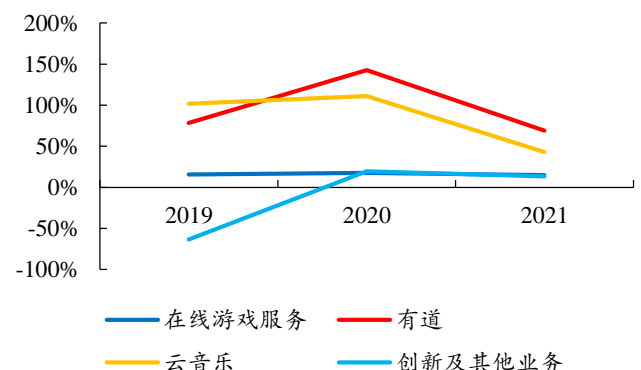
游戏业务构成公司收入基本盘，有道、云音乐商业化进程加快。游戏业务为公司主要收入来源，2019-2021年及2022H1游戏业务收入占比分别为78.36%、74.13%、71.69%、78.74%。此外，有道和云音乐收入增长亮眼，收入占比持续提升，公司多元化发展成果初显。2019-2021年有道和云音乐收入占比分别为2.20%、4.30%、6.11%和3.91%、6.65%、7.99%。

图6：游戏业务构成公司收入基本盘（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

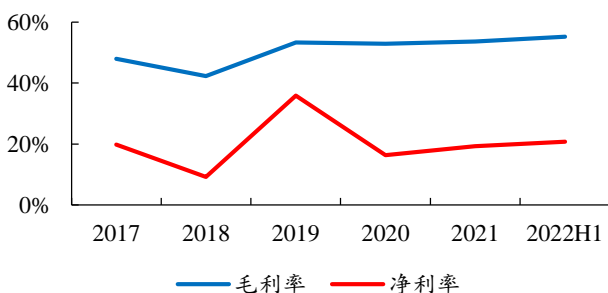
图7：公司有道、云音乐收入同比快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

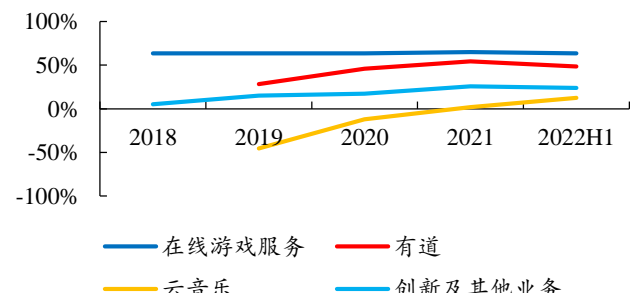
公司盈利能力稳定，有道、云音乐、创新及其他业务毛利率逐步提升。除2019年受剥离网易考拉影响毛利率和净利率波动较大外，公司毛利率、净利率处于稳步增长趋势。分业务来看，游戏业务毛利率稳定，2018-2022H1毛利率稳定在64%左右，有道、云音乐、创新业务及其他等业务商业化进程不断推进，毛利率逐步提升。

图8：公司毛利率、净利率稳重有升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：游戏业务毛利率稳定，其他业务毛利率逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、深厚研发积累构筑游戏业务高壁垒，出海或打开成长空间

2.1、游戏业务核心竞争力来自于强大的原创 IP 打造与游戏研发能力

2.1.1、自研原创 IP 系列产品，构成游戏业务基本盘

坚持自研原创 IP，建立端游时代领先优势。在端游时代，由于国内游戏环境和游戏研发能力较弱等原因，国内网游市场主要以海外 IP 为主，如《传奇》《奇迹》《魔兽世界》等，而公司坚持自研原创 IP，并通过玩法创新与长线运营，成功打造了一批原创端游 IP，并至今保持活跃生命力。其中，《大话西游》《梦幻西游》等 IP 奠定了公司在 MMORPG 品类的领先优势，至今仍为公司业绩重要来源，并与此后推出的《天下》《倩女幽魂》等 IP 一同构成了网易的端游 IP 体系。

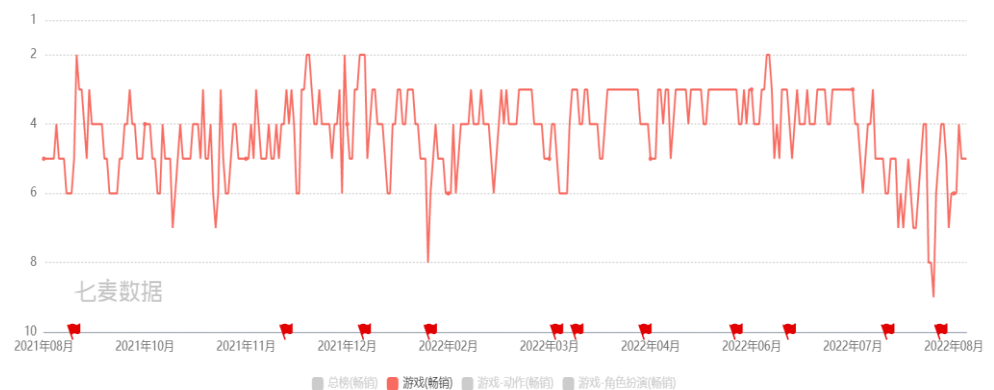
表2：网易持续打造原创端游 IP

端游 IP 名称	首次推出时间
大话西游	2001 年
梦话西游	2003 年
倩女幽魂	2012 年
天下	2013 年
天谕	2015 年
镇魔曲	2015 年
大唐无双	2017 年
逆水寒	2018 年
永劫无间	2021 年
超激斗梦境	2021 年

资料来源：公司公告、开源证券研究所

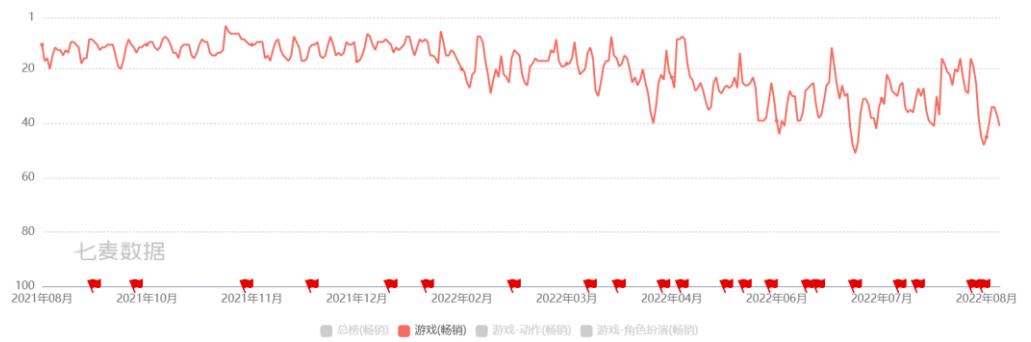
经典 IP 成功端转手，奠定游戏业务基本盘。在手游时代到来后，公司逐渐将游戏业务重心从端游转移到手游，陆续推出经典 IP 的手游产品，并全面升级品牌化战略，端游、手游联动，深入挖掘 IP 品牌价值最大化。根据七麦数据，公司的经典 IP 《梦幻西游》手游 2015 年上线后迅速登上 IOS 畅销榜榜首，截至 2022 年 8 月，《梦幻西游》手游仍保持在 IOS 畅销榜前 10 位。此外，截至 2022 年 8 月公司有三款端游 IP 改编手游基本保持在 IOS 畅销榜前 40 位，持续为公司贡献可观收入和利润。

图10：2021 年 8 月-2022 年 8 月，《梦幻西游》手游保持在 IOS 畅销榜前 10 位



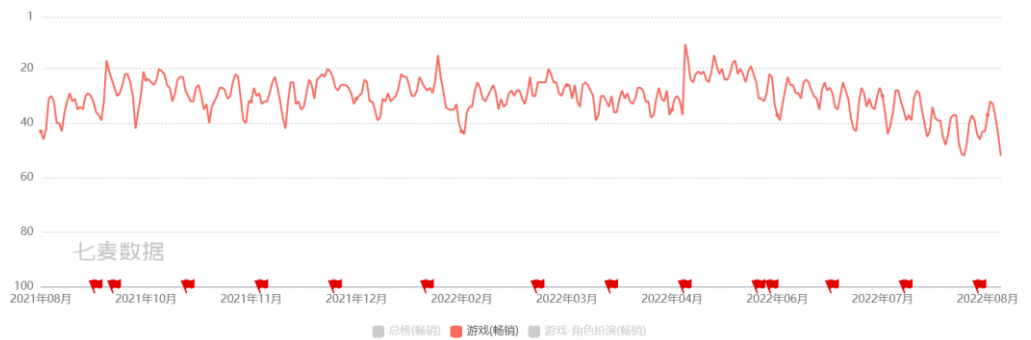
资料来源：七麦数据

图11: 2021年8月-2022年8月,《大话西游》手游基本保持在IOS畅销榜前40位



资料来源: 七麦数据

图12: 2021年8月-2022年8月,《倩女幽魂》手游基本保持在IOS畅销榜前40位



资料来源: 七麦数据

以爆款游戏开局,以精品化思路培育手游IP。在完成端游经典IP向手游转型的同时,公司也在积极打造原创手游IP,以二次元卡牌手游《阴阳师》为例,其凭借独特的剧情人设和超高品质的和风美术设计,成为了2016年的现象级产品。根据App Annie数据,《阴阳师》上线近一个月就实现了App Store全球总收入排名第一的成绩。在打造出爆款游戏后,公司抓准对审美要求更高的年轻用户的喜好,采用年轻人更熟悉的自黑式段子营销、玩梗式话题营销等策略,以话题中心的KOL引领更多的年轻人喜欢上《阴阳师》,使《阴阳师》相对小众的题材为更多用户所认知。

表3: 网易持续打造原创手游IP

手游IP名称	首次推出时间
率土之滨	2015年
阴阳师	2016年
荒野行动	2017年
一梦江湖	2018年
第五人格	2018年
明日之后	2018年

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

经典原创IP不断延伸,构建游戏产品矩阵。在自研游戏IP获得成功后,公司除了通过精细化运营手段和不断推出新内容保持游戏本身长久运营外,同时还将IP与不同玩法结合,推出IP系列游戏,打造游戏产品矩阵,进一步扩大IP影响力和提

升用户和收入规模。以《阴阳师》IP 为例，公司在《阴阳师》IP 基础上推出了丰富的系列游戏，玩法包括 MOBA、卡牌策略、模拟养成以及冒险 PRG 等，其中既包含了较轻度的卡牌策略手游《阴阳师：妖怪屋》，也包含较重度的 MOBA 手游《决战平安京》，从而满足用户的不同玩法需求，扩大 IP 受众。

表4：网易推出《阴阳师》IP 系列游戏

游戏名称	类型	上线时间
《阴阳师》	二次元卡牌	2016 年
《决战平安京》	MOBA	2018 年
《阴阳师：百闻牌》	卡牌策略	2019 年
《阴阳师：妖怪屋》	模拟养成	2020 年
《阴阳师：妖怪小班》	推理社交	测试中
《代号·世界》	冒险 PRG	已推出官网
《代号：Onmyoji idol project》	偶像养成	预约中

资料来源：各游戏官网、开源证券研究所

游戏 IP 持续破圈，构建泛娱乐生态。为了经典游戏 IP 能够突破游戏圈层，触达更多用户，实现游戏 IP 向泛娱乐甚至文化 IP 的转化，公司持续进行 IP 拓展探索，并形成了完善的游戏 IP 扩张路径。以《梦幻西游》IP 为例，公司基于丰富的游戏内容与游戏内社交关系，举办了线下的嘉年华、见面会以及赛事等活动，以形成 IP 用户社群。同时公司还不断地丰富和完善《梦幻西游》IP 的叙事性，推出了动画片《天命之路》《时空之隙》，影视剧《指尖少年》等影视作品。此外，《梦幻西游》IP 进一步与实景体验相结合，与线下景点联动，并推出了梦幻主题乐园，将游戏 IP 拓展到更大的用户圈层，构建完整泛娱乐生态。

图13：《梦幻西游》IP 持续向游戏圈外延伸



资料来源：2022 N.GAME 网易游戏开发者峰会

引入全球头部 IP，进一步丰富 IP 矩阵。公司自主原创 IP 往往基于中国传统文化而构建，在《阴阳师》IP 中首次尝试了日本传统文化与二次元风格，而基于西方文化的 IP 较少。为覆盖更多用户需求并加强出海竞争力，公司与宝可梦、漫威等多个全球头部 IP 展开合作。这些全球头部 IP 往往已经过几十年的积累，形成完整世界观，开发难度相对较小，且影响力较大，自带吸量效应，因此现阶段全球头部 IP 改编游戏具有较好的投入产出比。凭借研发、品牌、资金等优势，公司成功与多个全球头部 IP 达成合作，全球头部 IP 与原创 IP 共同构成了公司的 IP 体系壁垒。

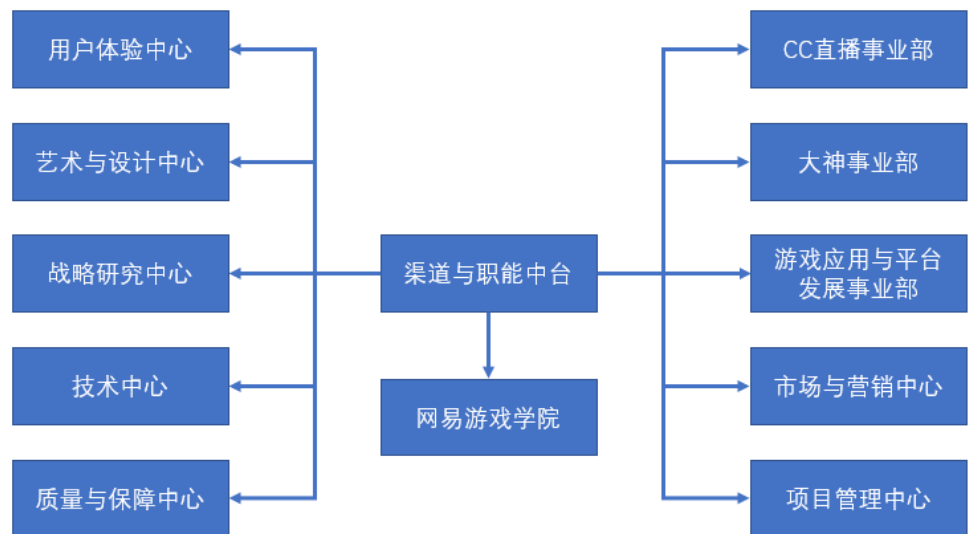
表5：网易与多个全球头部 IP 展开合作

合作 IP	产品
暗黑破坏神	暗黑破坏神：不朽
精灵宝可梦	宝可梦大探险
哈利波特	哈利波特：魔法觉醒
EVE	星战前夜：无尽星河
指环王	指环王：崛起战争
漫威	漫威：超级争霸战

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.2、完备的研发体系与创新机制，是网易打造经典 IP 或爆款产品的秘籍

研发体系完备，中台机制为游戏研发提供有力支撑。公司游戏业务经过 20 余年的发展，已经形成了完备的研发团队，根据公司公告，截至 2021 年，公司员工人数达 32064 人，研发人员占比超过 50%。从组织架构来看，游戏业务已发展成“事业群—事业部—工作室—项目组”的纵向管理结构，研发体系主要由网易互动娱乐事业群与雷火事业群构成，两大事业群下属的几十个事业部与工作室几乎覆盖所有的产品品类。此外，公司还搭建了渠道与职能中台，从技术、美术、用户体验、市场与渠道等方面为游戏研发提供统一支持，其中技术中台结合云平台、大数据平台等，有效提升了公司游戏研发效率，而美术中台提高了美术、音乐等素材的复用率，保证了公司游戏的高美术水准。

图14：公司构建了技术、美术等中台机制支持游戏研发


资料来源：游戏日报公众号、网易招聘公众号、开源证券研究所

注重自下而上的研发模式，为玩法与品类创新提供更大空间。公司不同于腾讯自上而下的游戏立项机制，而多采用制作人提出立项方案，由评审委员会进行评审的自下而上的游戏立项机制。公司的游戏立项评审委员会由公司高层组成，负责决策被工作室提报上来的新项目是否可行，如果确定立项，再根据封测、内测的玩家反馈进行评级，高评级的项目能够获得更多的宣发资源。这使得公司内部立项方向更为宽松，很多具有创新性的产品更有机会获得立项。

深耕底层技术，自研游戏引擎进一步夯实研发壁垒。引擎是游戏行业最重要的

底层技术之一，它直接影响一个项目的研发流程与开发效率，甚至足以决定一款游戏表现力的上限。除了在产品上的投入，公司还不断投入自研游戏引擎，2005 年公司发布了首个游戏引擎 NeoX，此后持续扩展和优化游戏引擎，为适应手游开发需要，公司又开发了适配手游的 3D 游戏引擎 Messiah。NeoX 与 Messiah 引擎为公司系统性的开发具有高质量的光效、音效、特效、物理效果和动画以及其他关键游戏功能的手游提供了有效支持，且自研引擎与自研游戏往往可以相互促进，进一步公司夯实研发壁垒。

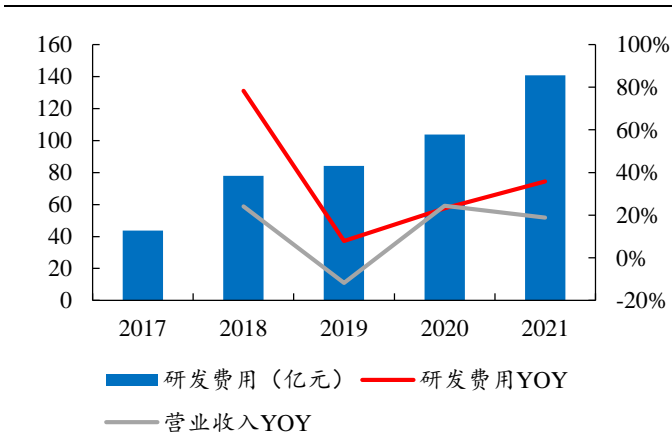
表6：公司旗下众多产品皆基于自研引擎开发

引擎	游戏名称
NeoX	大话西游
	梦幻西游
	阴阳师
	镇魔曲
	天下3
Messiah	荒野行动
	楚留香
	绿茵信仰
	暗黑破坏神：不朽

资料来源：公司公告、开源证券研究所

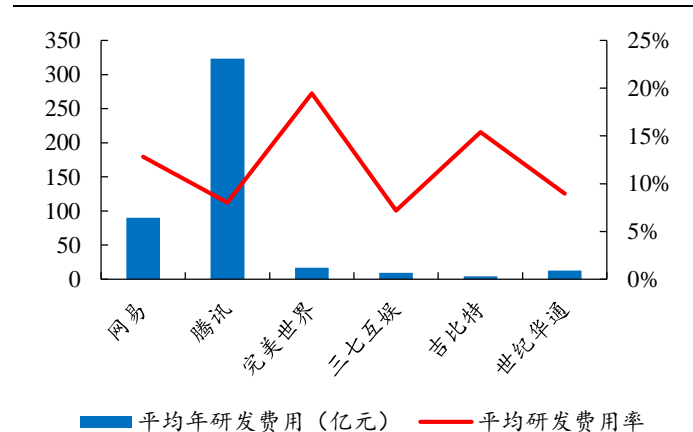
持续加大研发投入，保持领先研发能力。公司在收入增长的同时持续加大研发投入，2018-2021 年研发费用同比增长率总体高于营业收入同比增长率。从行业横向对比来看，2017-2021 年在国内头部游戏公司中，公司平均每年研发投入规模仅次于腾讯，达 90.04 亿元，研发费用率排名第三，达 12.81%。持续的高研发投入为公司完善研发体系，提升爆款产品打造能力提供了坚实基础。

图15：公司持续加大研发投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2017-2021 年公司平均年研发投入处于国内游戏行业第一梯队



数据来源：Wind、开源证券研究所

内外结合，培养游戏研发人才。游戏研发能力的来源是游戏研发人才，而国内目前尚缺少游戏相关专业教育体系，为此公司在内部建立了网易游戏学院。在公司所开展的《小号飞升·梦想起航：新人 MINI 培训项目》中，公司为校招新人设计了游戏研发能力培养项目。通过独创的“1-3-2”培养体系，帮助校招新人快速的提升自身能力。同时作为游戏化教学最早的成功案例，为后续各学习项目陆续传承，

发扬和拓展了游戏化教学法并逐步成熟化，形成了可持续运作的培训设计体系。除了内部的网易游戏学院外，在外部公司也积极选拔培养人才。2020年，公司首次推出高校开发者专项培育计划第一届开发者培训赛，通过在游戏内选拔培养的方式，让“游戏爱好者”进阶为“游戏开发者”。同时以校企合作为切入点，发现和培养更多游戏研发人才。

图17：公司形成了完善的游戏研发培训体系



资料来源：公司公告、开源证券研究所

游戏行业人口红利逐渐消失，产品创新或为公司带来“精品红利”。近年来，游戏行业人口红利逐渐消失，行业整体日趋成熟，游戏玩法逐渐固化，与之矛盾的是玩家对游戏的要求不断提高。在新的竞争环境下，依靠产品创新及精品化，公司或最先抓住了游戏产品进化过程中的“精品红利”。以《永劫无间》为例，《永劫无间》将武侠动作与“吃鸡”玩法进行融合，并加入独特的动作系统和风格各异的兵器，大量的创新使玩家耳目一新。同时其为国内首款基于 Unity 引擎开发并支持 NVIDIA DLSS 的游戏，能达到高帧率渲染效率以及媲美原生画质的图形效果。游戏中的 AI 捏脸功能引发社交媒体的热烈讨论，光头强、皮卡丘等捏脸形象形成了 UGC 的出圈传播。根据《永劫无间》游戏官网公告，2021年8月上线的《永劫无间》截至2022年6月13日销量已突破1000万份，创造了国产买断制游戏的新纪录。截至2022年7月31日，Steam上有8成玩家打出了好评，《永劫无间》创新尝试的成功为产品带来了销量和口碑双丰收。

图18：《永劫无间》将武侠动作与“吃鸡玩法”相融合



资料来源：《永劫无间》游戏

图19：《永劫无间》特色振刀系统



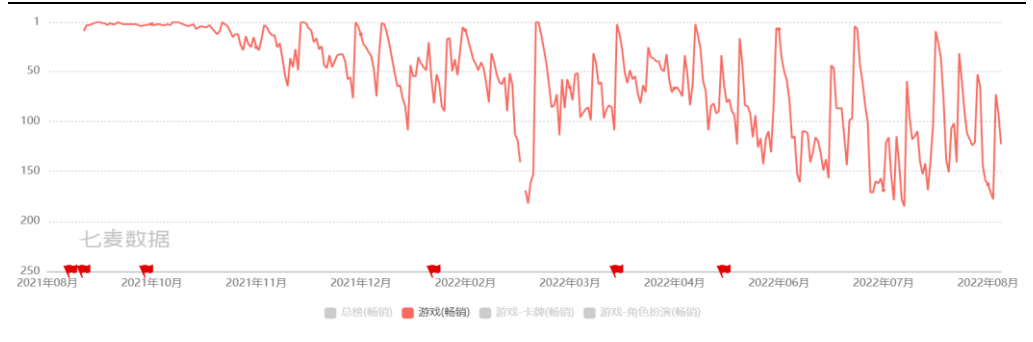
资料来源：《永劫无间》游戏

2.2、未来驱动力——全球 IP、全球发行、主机游戏改手游

2.2.1、全球头部 IP 产品拓展市场与用户覆盖范围，或贡献重要业绩增量

《哈利波特：魔法觉醒》《指环王：崛起之战》等产品验证公司“顶级全球化 IP+创新玩法”逻辑。公司目前合作有《哈利波特》《指环王》《漫威》等全球头部 IP，且均储备有手游产品，其中《哈利波特：魔法觉醒》已于 2021 年在中国大陆和中国港澳台地区上线，根据 Sensor Tower 数据，《哈利波特：魔法觉醒》国内首月流水达 23 亿；根据七麦数据，截至 2022 年 8 月，《哈利波特：魔法觉醒》在中国港澳台地区保持在 IOS 畅销榜前 200 名；根据 data.ai 数据，截至 2022 年 5 月《指环王：崛起之战》全球累计收入 3780 万美元，其中 6 成收入来自美国市场。《哈利波特：魔法觉醒》《指环王：崛起之战》等产品在国内外市场的表现，初步验证了公司“顶级全球化 IP+创新玩法”产品逻辑。

图20：《哈利波特：魔法觉醒》在中国香港地区 IOS 畅销榜排名保持前列



资料来源：七麦数据

“暗黑题材+MMO 框架”，《暗黑破坏神：不朽》兼顾新老玩家体验。《暗黑破坏神：不朽》很好的继承了暗黑游戏的精髓，总体思路仍遵循了暗黑游戏“练级”和“刷装备”驱动逻辑。首先，在剧情上，游戏时间线被安排在了《暗黑 2》与《暗黑 3》之间，玩家游戏机会补完《暗黑破坏神》系列中缺失的诸多重要剧情。第二，在战斗系统、职业划分与装备体系中，《暗黑破坏神：不朽》仍然延续了系列的诸多经典设定，并针对手游平台的操作模式与玩家习惯进行了优化与调整。同时，《暗黑破坏神：不朽》作为一款手游，也做了很多创新和优化，使其能够在手游市场立足。《暗黑破坏神：不朽》引入了多人任务框架，增加资源获取成就感，保证了丰富的游戏性和和不违背暗黑玩法的社交环境，让玩家即便长时间在线也能有动态的体验感。此外，简化的天赋树和装备数值系统与碎片化的战斗体验，更容易被大众玩家接受，降低了新玩家门槛。

图21：《暗黑》手游传承暗黑系列美术风格

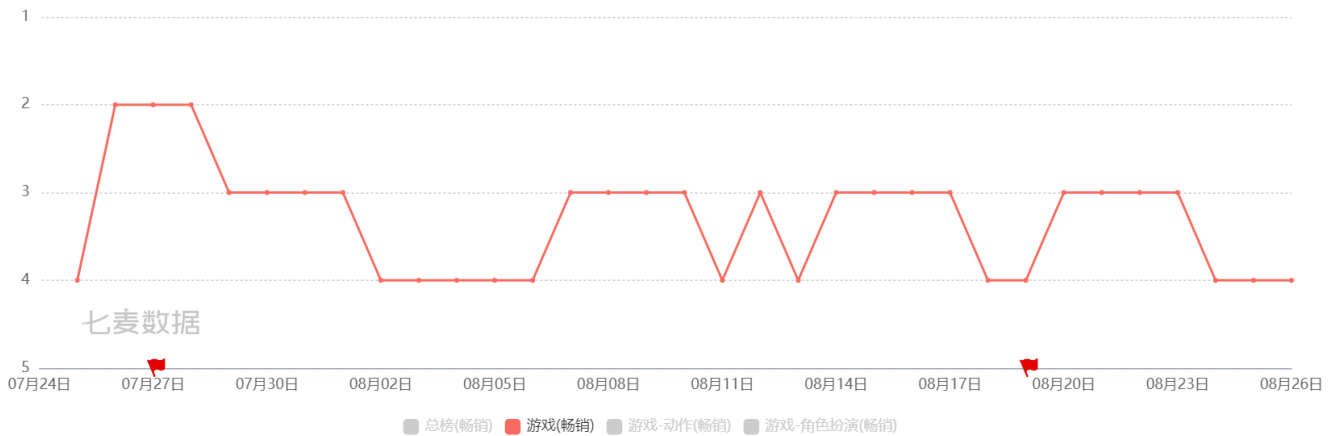


资料来源：TapTap

图22：《暗黑》手游传承暗黑系列“刷怪爆装”内核



资料来源：TapTap

图24：《暗黑破坏神：不朽》国服上线首月维持在 IOS 游戏畅销榜前 4


资料来源：七麦数据

2.2.2、发力欧美市场与海外自主发行，打开出海天花板

日本市场优势明显，发力欧美市场，打开出海收入空间。公司游戏出海的发展可以分为两个阶段：第一个阶段是 2017 年后打开日本市场，第二个阶段是近年来开始发力欧美游戏市场。二次元卡牌游戏《阴阳师》的上线帮助公司游戏出海正式走上正轨，其在 2017 年 2 月上线日本后，迅速成为游戏畅销榜 Top50 的产品，是 2017 年在日本成绩最好的出海游戏之一。在此之后，公司连续在日本发行的《荒野行动》《第五人格》和《明日之后》三款游戏，都成为日本市场的头部产品，构成公司游戏出海的主要收入来源。目前公司游戏出海呈现出市场不均衡的特点，Sensor Tower 数据显示，2021 年日本市场贡献了公司海外游戏收入 75.5% 的流水，欧美市场收入占比较低，提升空间仍大，基于在日本市场积累的出海经验，近年来公司开始重点发力欧美市场，目前公司已在全球自主发行了《指环王：崛起之战》，与暴雪合作的《暗黑破坏神：不朽》已在全球上线，与华纳兄弟合作的《哈利波特：魔法觉醒》也将在 2022 年上线海外，随着公司在全球范围发行更多的游戏，与更多全球头部公司进行合作，公司的全球市场竞争力有望进一步增强，成为公司游戏业务新的增长点。

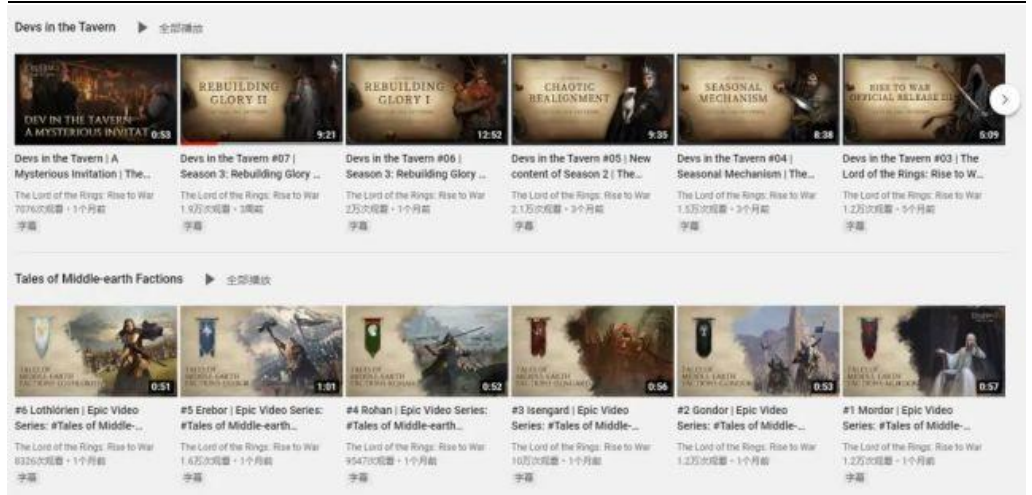
图25：2021年公司三款游戏入围中国手游在日本收入 TOP20



资料来源：Sensor Tower、开源证券研究所

公司本地化精细运营能力有望从日本市场复制到欧美市场。根据 data.ai 数据，截至 2022 年 5 月公司自主全球发行的《指环王：崛起之战》全球累计收入 3780 万美元，其中 6 成收入来自美国市场，其在美国市场的成功，除了 IP 影响力与游戏品质也来源于公司的精细化运营。在《指环王：崛起之战》官方 YouTube 频道上，公司发行团队每个月都会推出新的视频，涵盖新版本介绍、官方攻略等众多玩家较为关注的内容。值得注意的是，这些视频并不只是简单的游戏演示，而是由装扮成剧中人物的主持嘉宾通过对话的方式进行演绎。为了增强“观影”体验，后期团队在视频调色等细节上也按照电影的风格对这些视频进行了充分打磨。这些视频数万次的真实播放量，证明了欧美玩家对公司沉浸式运营理念的认可。

图26：公司持续在官方 YouTube 频道推出《指环王：崛起之战》相关内容



资料来源：YouTube《指环王：崛起之战》频道

公司海外自主发行产品储备丰富，或有助于提升游戏出海收入规模。公司游戏出海，除日本市场外，主要是作为研发方与头部全球发行公司合作。目前公司储备了丰富的面向全球市场的自研自发产品，有望于2022年下半年在日本市场自主发行《哈利波特：魔法觉醒》，未来公司或将更多尝试自主海外发行，提升海外发行收入规模与利润率。

表7：公司海外自主发行产品储备丰富

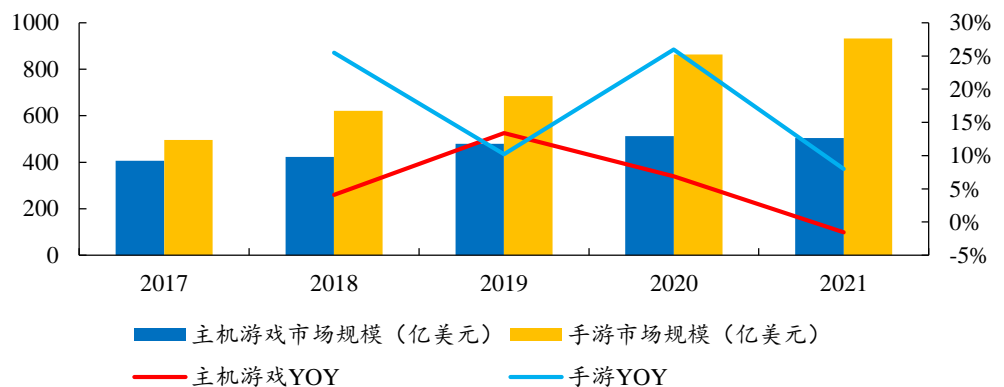
	上线时间	游戏类型	平台
《哈利波特：魔法觉醒》海外版	预计 2022 年	卡牌 RPG	手游
《蛋仔派对》海外版	-	休闲竞技	手游
《零号任务》	7 月 8 日海外测试	非对称竞技	手游
《ZOX：最后一小时》	-	TPS	手游
《萤火突击》	2022Q3 海外测试	吃鸡	手游

资料来源：DataEye、开源证券研究所

2.2.3、公司或受益于主机游戏转手游红利

游戏多端化趋势明显，主机游戏转手游红利或依然存在。在手游发展过程中，头部端游所积累下来的品牌力和用户基础能有效带动用户转化，因此存在着明显的端转手红利，众多游戏公司的头部产品如腾讯的《和平精英》、完美世界的《梦幻新诛仙》、吉比特的《问道》手游以及公司的《梦幻西游》等都是由端游 IP 转化而来。随着大部分头部端游已经成功改编为手游和手游表现力的持续提升，端转手的市场机会逐渐变小，而表现力更强且改编较少的主机游戏转手游或成为重要市场机会。同时 2019 年以来全球主机游戏市场规模增速持续下滑，主机厂商因用户门槛较高和付费模式限制等面临着增收难题，纷纷寻找手游化机会。公司具备研发与品牌优势，且与众多头部游戏公司保持良好合作关系，或在与头部主机厂商合作中占据先机而更受益于主机游戏转手游红利。

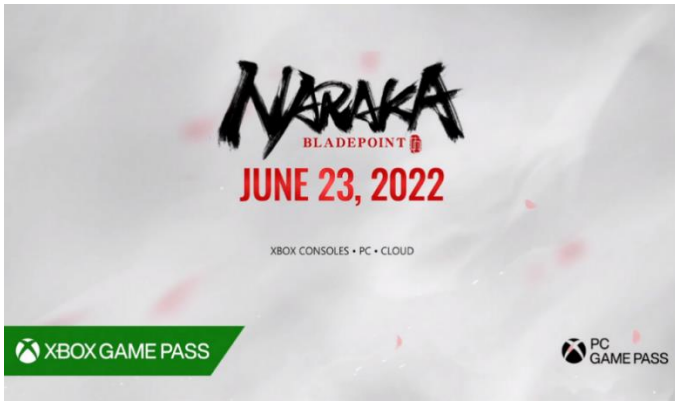
图27：全球主机游戏市场规模增速放缓，手游市场规模增速仍较快



数据来源：Newzoo、开源证券研究所

《永劫无间》手游将于2022年上线，或依靠独特玩法品类成为国内头部产品。《永劫无间》端游获得成功后，公司亦开始了游戏的主机化与手游化。根据《永劫无间》游戏官网，《永劫无间》主机版已于6月23日登录Xbox平台，手游版也将于2022年上线，目前《永劫无间》手游在TapTap预约量已超239万。作为独具特色的

武侠风格“吃鸡”游戏，《永劫无间》在手机端细分品类竞品较少。我们认为《永劫无间》有望凭借独特玩法和高品质以及在端游中积累的丰富内容，在上线后成为国内头部产品，且保持较长生命周期，持续为公司贡献业绩。

图28: 《永劫无间》主机版已于6月23日登录 Xbox


资料来源:《永劫无间》游戏官网

图29: 截至8月26日《永劫无间》手游预约量超239万


资料来源: TapTap

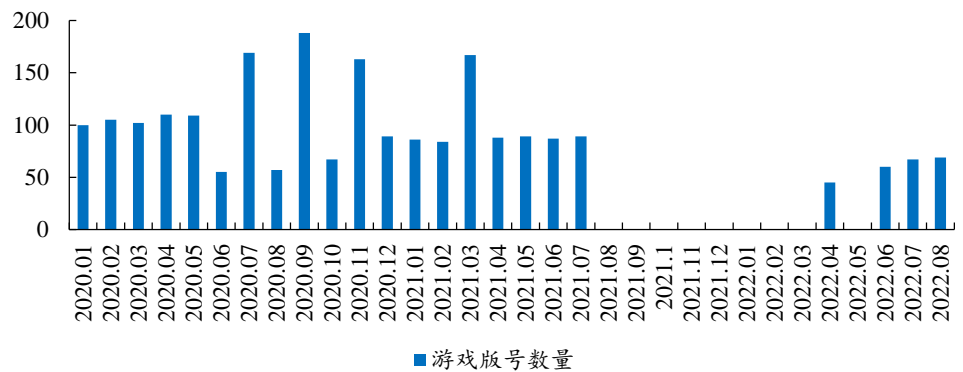
海外研发布局以主机游戏为主，或为后续转手游提供支撑。2019年，公司在加拿大蒙特利尔成立第一家海外游戏工作室，雇佣当地成熟的游戏开发人员。此后，公司开始在全球范围内，通过组建和收购游戏工作室，加强人才体系的建设。公司在海外的人才体系以3A游戏开发为主，并且日本游戏行业人才是重点关注对象。日本拥有成熟的3A游戏制作人体系和与国内相近的游戏文化，更加方便公司在日本搭建和管理开发团队。随着全球化人才体系的构建，公司主机游戏与海外本地化研发能力有望持续提升。未来主机游戏陆续后，或可在高品质基础上通过改编为手游降低游戏门槛，扩大用户规模，为公司业绩带来长期驱动力。

表8: 公司海外游戏布局以主机游戏为主

时间	游戏公司/工作室	地区	开发游戏类型
2022年7月	Jar of Sparks	美国	主机
2022年5月	Jackalope Games	美国	主机
2022年1月	名越工作室	日本	主机
2021年10月	草蜢工作室	日本	主机
2021年9月	Kepler Interactive	英国	主机、PC
2021年9月	Grounding	日本	主机、VR
2021年5月	Lightforge Games	美国	手游
2021年3月	Theorycraft Games	美国	手游
2020年6月	樱花工作室	中国、日本	主机
2019年11月	Bossa Studios	英国	手游
2019年7月	蒙特利尔工作室	加拿大	主机

资料来源: 游戏日报、开源证券研究所

游戏版号发放或重回常态化，有望加速全球IP产品国内上线，提升游戏业务增速。2022年4月，时隔近8个月，国家新闻出版署发放了2022年第一批游戏版号，随后在6、7、8月各发放了一批游戏版号。2022年发放的游戏版号数量随同比有所减少，但是连续几批游戏版号的发放或代表国内游戏版号重回常态化，版号发放的常态化有望加速公司的全球头部IP产品在国内上线，同时公司产品在国内和海外发行布局将更加灵活，有利于公司产品商业价值最大化。

图30：2022年4月游戏版号开始重新发放


数据来源：国家新闻出版署、开源证券研究所

3、多元布局元宇宙，虚拟内容研发优势助力固本强基

公司基于多元化业务，从用户需求出发，持续加大研发投入，经过长期技术积累，已在 VR、AR、人工智能、引擎、云游戏、区块链等元宇宙相关领域具备领先技术储备。从“人、场景、经济系统”等方面持续布局元宇宙，目前公司旗下网易星球、虚拟人、瑶台沉浸式会议系统等元宇宙概念产品已陆续落地，且投资了多家虚拟人领域创新公司，推动从前端研发到终端商业场景应用的元宇宙全链路探索。

我们认为元宇宙的应用或最早体现在游戏、社交、NFT、虚拟人等方面，其中开放世界游戏具备等元宇宙要素，或为元宇宙雏形，而与开放世界游戏联系最紧密的 MMORPG 则为公司传统优势品类。公司在打造虚拟社会、经济模型等方面积累的丰富经验，或为公司开发元宇宙产品带来领先优势。元宇宙与游戏的结合或进一步扩大游戏用户规模并提升用户时长与 ARPU，驱动公司长期业绩持续增长。凭借技术与内容优势，在 NFT、虚拟人等领域商业化逐渐成熟过程中，公司有望快随获取领先市场份额，通过 To C 或 To B 变现为公司贡献业绩增量。

3.1、“人”：虚拟人技术较成熟，开展元宇宙营销商业新模式

网易伏羲提供基于 AI 的虚拟人技术方案。网易伏羲成立于 2017 年，是公司内部专业从事游戏与泛娱乐 AI 研究和应用的研究机构。网易伏羲推出的有灵虚拟人技术方案由伏羲 AI 算法团队提供技术支持，由公司美术团队量身打造专属虚拟形象，提供原画、建模、纹理贴图、绑定、材质及 shader 设置等全流程服务，并支持 API、中间件、私有化部署等服务形式，有效降低了虚拟人的技术门槛，或加快促进虚拟人的多场景应用，为元宇宙产品或平台提供更丰富内容支撑。

图31: 网易伏羲的 AI 捏脸技术可以根据用户上传的照片自动生成虚拟形象



资料来源: 网易伏羲官网

积极布局虚拟人，尝试元宇宙营销新路径。在虚拟人产业布局上，公司通过自营、联运、代理等方式，打造了多元的虚拟人 IP 矩阵。公司成立二十多年来，共创造了 5000 多个虚拟游戏角色，并深度投入虚拟人开发和运营，还通过投资虚拟人公司世悦星承、次世文化等，联动内部原创内容团队持续共建，共同构建了公司虚拟人资源库，并且已应用到营销领域与品牌在元宇宙世界中实现多维共创。

图32: 次世文化推出的虚拟人翎与多个品牌展开商业合作



资料来源: Xmov 魔法科技公众号

表9: 公司投资布局多家虚拟人相关公司

公司名称	公司类型	代表产品
Genies	虚拟形象技术公司	The Warehouse
Imvu	虚拟人社区	Imvu
Maestro	虚拟交互式演唱会直播公司	Maestro
小冰科技	虚拟人开发商	微软小冰
次世文化	虚拟人研发与运营商	虚拟人 翎
世悦星承	虚拟人开发商	虚拟偶像 Reddi

资料来源: 财联社、开源证券研究所

3.2、“场景”: 虚拟场景助力数字经济, 商业化前景广阔

孵化 AI 技术公司，以 AI 驱动 AR 商业化落地。易现孵化于公司人工智能事业部，该部门 2011 年建于网易杭州研究院，为公司提供全栈 AI 技术应用和探索，触达近 33 亿注册用户，为元宇宙的构建提供底层技术支持。2015 年，易现开始进入 AR 和数据智能领域。在 AR 领域，易现帮助内容开发者高效地针对多端流量开发高

质量 AR 内容，提高其运营效率以及盈利，加快 AR 产业的商业化落地，目前已在游戏、移动广告、教育、新零售和旅游等商业化场景中进行有效探索。例如易现与公司盘古工作室联合推出的 AR 游戏《悠梦》多次受到苹果官方推荐，与云音乐、农夫山泉合作推出的“乐瓶”成为国内首例 AR 营销案例。在数据智能领域，易现基于公司积累的丰富数据进行用户行为挖掘分析，形成系统化工具，并以 SaaS 服务应用于电商运营和游戏发行场景，在公司海外游戏发行业务中起到重要作用，或助力海外发行收入快速增长。

图33: 易现通过 AR 技术打造创意展厅



资料来源: 易现官网

图34: 易现打造实景 AR 剧本游戏



资料来源: 易现官网

数字藏品目前收入量级尚小，未来或具备广阔商业化空间。公司于 2017 年开始进行区块链技术研究，此后区块链引擎多次迭代，目前已推出了司法存证链、数字版权平台、可信数字身份服务平台等多个产品与服务。其中，网易星球数字藏品平台可以为 IP 方提供数字藏品的合约铸造、产品营销、用户管理等整套的品牌解决方案。也为藏家提供了数字藏品的二次创作、兑换、购买、赠送，及收藏分享等服务。目前网易星球发售的 NFT 每份价格在 30 至 40 元之间，每款 NFT 发售数量在 1000 至 10000 份之间，且已上线 NFT 基本处于售罄状态，即每款 NFT 的可产生收入 3 万至 40 万元。目前每周推出的 NFT 为 10 款左右，预计 NFT 可产生的年化收入为 1560 万至 2 亿元左右。此外，网易星球数字藏品业务由 C 端向 B 端的拓展有望提供更多商业化空间。

图35: 网易星球出售艺术、体育等数字藏品，且基本处于售罄状态



资料来源: 网易星球公众号

网易瑶台探索沉浸式办公场景，应用场景有望进一步拓展。2021年8月，网易伏羲正式发布沉浸式虚拟会议系统“瑶台”，其创造了一个全新的古风沉浸式虚拟会议世界，区别于传统视频会议的单一呈现方式，瑶台系统支持按照需求设置多种风格的活动场地，并且能高精度复刻真实的会议场景，提供PPT共享、畅聊、同声翻译等全面的会务功能。且为了增加真实性和参与感，参会者还能上传照片打造专属虚拟形象。依托于网易伏羲的AI智能捏脸技术，平台会对肖像照片和人脸特征进行精准还原，并通过肖像网络分析人脸特征，重建人脸三维信息，结合风格化网络学习数据，生成特定风格的容颜，如发型、肤色、五官。我们认为高需求、多场景、低门槛的应用将推动瑶台的加速发展，其底层技术与产品逻辑或可进一步拓展到更多线上场景，加快实现元宇宙产品的商业化落地。

图36：浙江省商务厅在网易瑶台举办首场沉浸式云展会



资料来源：网易瑶台官网

网易传媒基于网易瑶台技术，尝试元宇宙营销。公司通过元宇宙全产业链上的技术和产品布局，业内领先的内容创意能力、IP运营能力，以网易传媒为主体，开展元宇宙营销探索。2022年4月26日，在“元力·无界”网易传媒×蓝色宇宙战略合作发布会，网易传媒与蓝色光标子公司蓝色宇宙达成战略合作，双方将合作推出基于网易瑶台与蓝色宇宙技术支持的面向汽车行业的全新元宇宙营销解决方案——AutoMeta，帮助品牌加速元宇宙应用落地。

图37：网易瑶台的虚拟场景可以进行汽车展示



资料来源：网易直播

3.3、“经济系统”：游戏经济系统引入区块链合约，或进一步延长游戏生命周期，提高 LTV

在游戏内引入区块链智能合约，有望实现虚拟资产保值和转移。基于区块链技术公司推出了可实现跨游戏、跨服务器流通的底层架构伏羲宝，伏羲通宝是基于区块链智能合约生成的创新性游戏内物品，伏羲通宝具有可以分布式存储于不同游戏中的特点，可以打破同一游戏不同服务器间的隔阂，甚至可以打通不同游戏世界间的壁垒。伏羲通宝作为一个不可篡改、不可伪造的游戏道具，可以作为一般等价物用于在不同服务器和游戏之间进行游戏虚拟资产流通的介质。目前伏羲通宝已经接入了公司旗下《逆水寒》《新倩女幽魂》《流星蝴蝶剑》《天谕》等游戏。公司有望通过伏羲通宝，建立起行业统一的游戏虚拟资产管理标准，并且改变未来游戏研发的分工协作模式，并使游戏内资产可以通过伏羲通宝得以保值和转移。

图38：伏羲通宝可以在游戏内进行流转



资料来源：伏羲通宝官网

完善的**游戏经济模型与虚拟资产的保值和转移相融合**或进一步延长游戏生命周期，提高 LTV。游戏生命周期的长短除了取决于游戏本身玩法、数值设计和运营能力外，部分游戏的生命周期也取决于游戏经济系统的设计。以公司旗下的《梦幻西游》端游为例，《梦幻西游》运营近二十年仍能保持增长，除游戏玩法设计优秀外，完善的经济系统发挥的作用也至关重要，《梦幻西游》的点卡和游戏内货币长期保持着稳定的比例关系，也使得游戏内道具价值保持相对稳定，形成了大 R 用户消费游戏内容与道具，普通玩家消费游戏内容并提供道具的稳定用户关系与结构，从而实现了游戏的超长线运营。在游戏经济系统中引入伏羲通宝，或可使游戏内资产价值保持相对稳定，促进游戏内经济的动态平衡，延长游戏生命周期，同时提高用户付费意愿与交易需求，公司可通过交易佣金、提供服务等方式，拓展变现渠道，进一步提升游戏 LTV。

4、有道智能硬件优势扩大，智能学习生态或为又一增长曲线

有道多元业务优势凸显，受“双减”政策影响较小。有道成立于2006年，主要业务包括学习服务、智能硬件与在线营销服务。其中，学习服务包括有道精品课、网易云课堂、中国大学MOOC等线上课程，以及有道数学、有道乐读、有道背单词、有道口语、有道阅读等内容互动课；智能硬件包括有道智能笔、有道词典笔、有道翻译蛋、有道翻译笔等智能设备；在线营销服务包括通过效果定价的效果广告和品牌广告服务。有道业务多元，受“双减”政策影响较小，根据公司公告，截至2021Q3，K9学科培训业务占有道收入比例为25%，剔除K9学科培训业务后，有道2021Q4营收达10.49亿元，同比下滑5.3%；2021年全年收入达40亿元，同比增长48.9%；在Non-GAAP会计准则下，有道2021Q4实现净利润0.31亿元，首次实现季度盈利。

图39：有道营业收入受“双减”政策影响较小

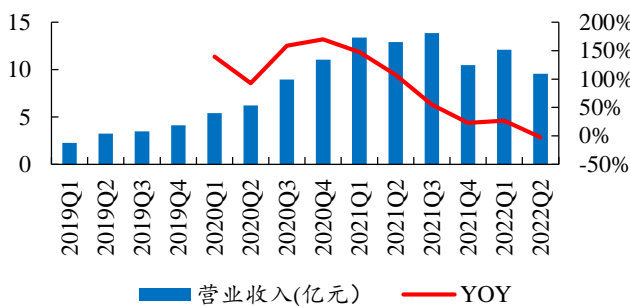
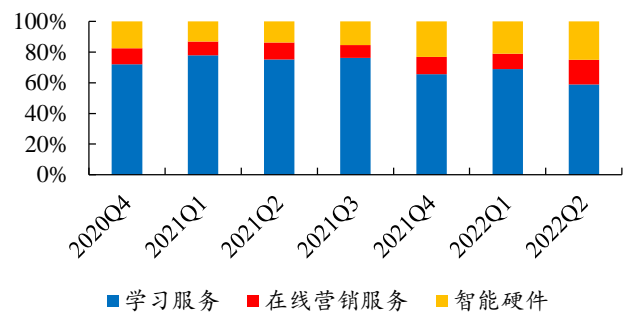


图40：有道收入结构呈多元化趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

以AI为驱动，智能硬件筑起新护城河。相比在线教育市场，智能硬件或拥有更大规模的市场潜力，根据多鲸教育研究院数据，2020年国内教育智能硬件市场规模达343亿元，预计2024年市场规模达953亿元，市场空间广阔。2017年有道开始发力智能硬件领域，制定了以AI为驱动、赋能智能硬件产品、打造有道核心竞争力的策略，依靠技术和产品上的创新能力，先后推出有道翻译蛋、有道词典笔、有道听力宝等产品，其中有道词典笔2020、2021连续两年排名天猫、京东平台电子词典类目品牌销售额第一。多年技术、产品、渠道上的积累让有道智能硬件板块在转型期依然表现出色，继续扩大行业领先优势。根据公司公告，有道智能硬件营收保持快速增长，2021年收入达9.8亿元，同比增长81.6%。

图41：国内智能学习硬件预计市场空间广阔

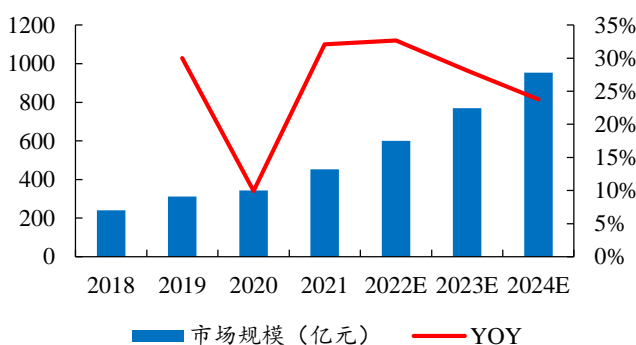
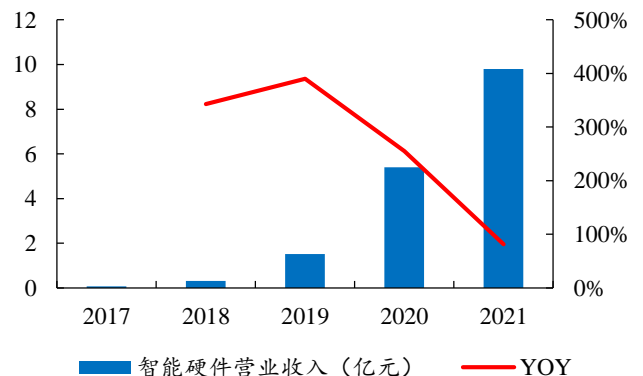


图42：有道智能硬件业务收入保持较快增长



数据来源：多鲸教育研究院、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

四大方向构筑智能学习生态，探索新增长曲线。根据公司公告，在“双减”政策出台后，有道重新明确了未来的四大方向——智能学习硬件、素质教育、成人教育，以及教育信息化。素质教育方面，有道已经形成了以编程、围棋、美术、科学、阅读力、机器人为代表的多元化素质教育课程体系。成人教育领域，有道被浙江省人力资源和社会保障厅列入“继续教育新建基地名单”。教育信息化领域，2021年有道与浙江、合肥、厦门和苏州达成战略合作，为学校 and 教师提供有道智能学习终端和相关解决方案，同时有道还与苏州市政府签署了战略合作伙伴关系，共同打造城市智能教育解决方案。有道的三项业务、四大发展方向有望形成涵盖“应用-服务-设备”的有道在线教育产品矩阵，线上线下全方位地为用户提供教育服务，构筑了完善的智能学习生态。

5、独家版权模式终结，为云音乐成长提速带来新机

多计划扶持独立音乐人，打造独特原创内容曲库。云音乐主要业务在线音乐服务、社交娱乐服务及其他，均围绕音乐内容展开，在音乐内容的构建上，云音乐除了不断获取版权音乐，也持续发力原创音乐。公司自2016年发起系统性的音乐人扶持计划“石头计划”后，陆续推出“云梯计划”、“硬地围炉夜”、“星辰集·词曲创作大赛”、“点亮现场行动”等措施扶持原创音乐人，丰富独立音乐曲库。根据公司公告，截至2022年6月，云音乐注册独立音乐人超52.9万人，同比增长约70%，云音乐注册独立音乐人曲库收录超230万首曲目，云音乐已成为中国最大的独立音乐人在线孵化器。截至2021年6月，云音乐注册独立音乐人的曲目播放量占平台所有音乐流媒体播放量的47%以上，其中隔壁老樊、沈以诚、颜人中、房东的猫等多位音乐人作品年播放量达到十亿乃至数十亿，独立音乐人曲库构成了云音乐独特内容壁垒。

图43：云音乐独立音乐人数量快速增长

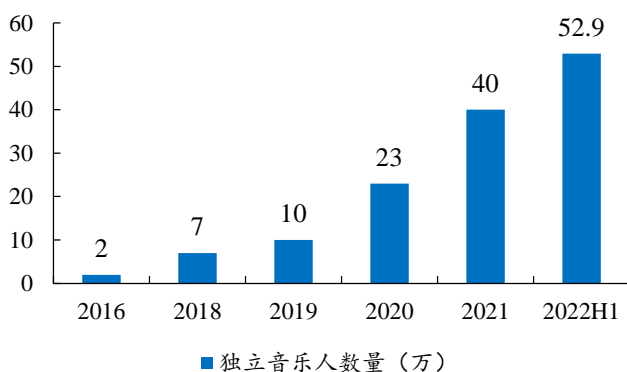
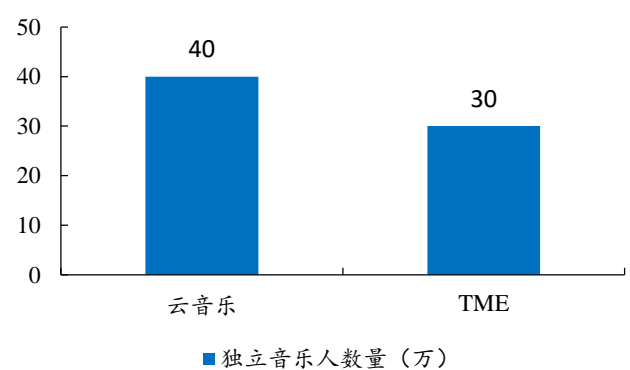


图44：截至2021年12月，云音乐独立音乐人数量高于TME



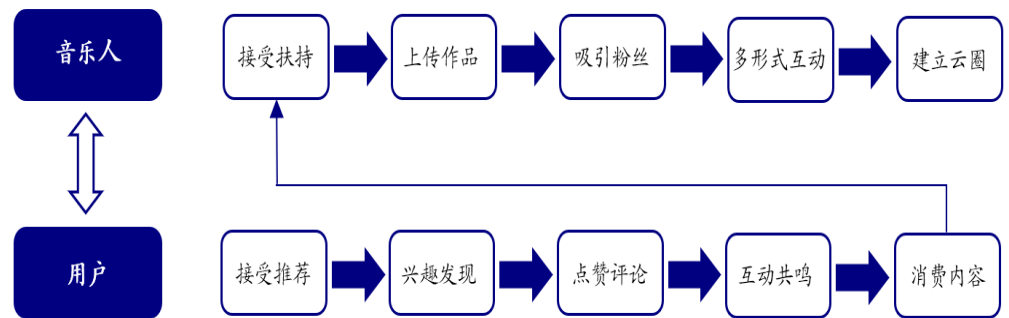
数据来源：《中国音乐人生存现状报告》、云音乐公司公告、开源证券研究所

数据来源：云音乐公司公告、TME公司公告、开源证券研究所

独特音乐社区氛围，构筑高竞争壁垒。根据云音乐公司公告，截至2021年底，近一半的用户在听歌的同时会浏览评论区，有27%的用户在平台上创造内容，短视频、Mlog、帖子、博客、歌单、意见、评论等用户生成的内容进一步扩展了平台音乐内容的多样性，增强了用户体验和参与度。同时，作为第一大独立音乐人在线孵化平台，平台内独立音乐人创作的音乐资源能够降低平台内容成本，并吸引粉丝参与社区内互动与相关活动，有利于输出更多优质UGC资源，构筑良好社区生态；而良好社区氛围和庞大用户数量带来的流量与资金又会激励音乐人生产更多高质量作

品提供给平台，促进其发展。音乐人和粉丝之间形成了良性循环，能够共同促进网易云音乐的社区粘性提高。

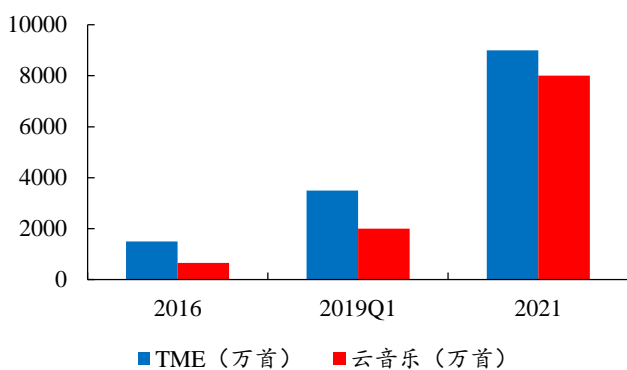
图45：“音乐人+用户”协力促进社区发展



资料来源：云音乐公司公告、开源证券研究所

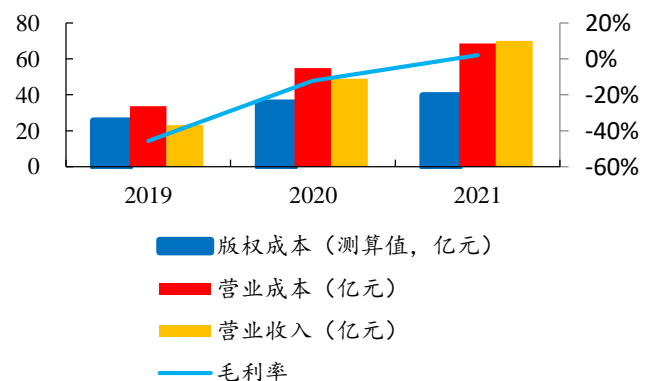
独家版权模式终结，或助力云音乐破解“核心曲库”难题，带动付费率与毛利率提升。根据 TME 公司公告和云音乐公司公告，截至 2021 年底，云音乐曲库数量已超过 8000 万，同期 TME 曲库数量为 9000 万首，在曲库数量上云音乐已接近 TME。同时云音乐不断补足“核心曲库”，独家版权授权协议被禁止后，云音乐已陆续获得了摩登天空、英皇娱乐、福茂唱片、SM、YG 等音乐版权授权。“核心曲目”的持续回归，有望刺激用户消费欲望，促进在线音乐用户规模与付费率提升。此外，在 2021 年 7 月针对腾讯音乐集团的反垄断处罚中，国家监管总局明令禁止高额预付金等版权费用支付方式，有望促使音乐版权付费方式变为以播放量结算为主，同时禁止独家版权亦将降低上游版权方议价能力，使版权价格长期回归理性区间。根据我们的测算，2019-2021 年云音乐版权成本占营业成本及营业收入的比例逐年下降，2021 年音乐版权成本约占营业成本的 57.8%和营业收入的 56.7%，音乐版权成本回归理性有利于云音乐毛利率进一步提升，持续改善盈利能力。

图46：2021 年云音乐曲库数量已接近 TME



数据来源：云音乐公司公告、TME 公司公告、开源证券研究所

图47：2019-2021 年云音乐毛利率持续提升



数据来源：云音乐公司公告、开源证券研究所

表10：云音乐持续获取头部音乐版权

主要版权方	合作时间	地区	版权方简介	合作内容
摩登天空	2021.11	华语	拥有众多独立原创音乐版权	音乐版权
英皇娱乐	2021.11	华语	中国香港娱乐集团	音乐版权
中国唱片集团	2021.11	华语	国内第一家规模化、集团	音乐版权

主要版权方	合作时间	地区	版权方简介	合作内容
			化管理的大型音像出版机构	
风华秋实	2021.11	华语	国内知名音乐公司，拥有众多音乐人及乐队的版权	音乐版权
乐华娱乐	2021.12	华语	国内领先的大型娱乐公司，旗下拥有丰富的优质明星艺人和音乐作品	音乐版权
福茂唱片	2022.04	华语	旗下拥有丰富的歌手和音乐作品，是中国台湾最大的独立唱片公司	音乐版权
SM 娱乐公司	2022.06	韩语	引领全球范围内 K-POP 潮流的综合性娱乐集团，在北美和欧洲等海外市场拥有很强的国际影响力。	音乐版权
YG 娱乐公司	2022.07	韩语	韩国最大的娱乐经纪公司之一，也是韩国拥有最多 Hip Hop 歌手的娱乐公司。	音乐版权

资料来源：云音乐公司公告、开源证券研究所

6、盈利预测与估值

6.1、关键假设

6.1.1、营业收入

游戏业务：公司研发壁垒深厚，《梦幻西游》手游与端游、《大话西游》手游与端游等老游戏流水稳定，《哈利波特：魔法觉醒》《暗黑破坏神：不朽》《永劫无间》手游等产品在国内与海外的陆续上线有望为游戏业务贡献重要增量。我们预测 2022-2024 年公司游戏业务收入增速分别为 18.3%、16.2%、13.4%。

有道业务：有道业务多元，受“双减”政策影响有限，智能硬件业务优势持续扩大，成人教育、素质教育、教育信息化等业务持续发展。我们预测 2022-2024 年公司有道业务收入增速分别为 16.7%、22.2%、17.2%。

云音乐业务：云音乐依靠原创音乐内容与独特社区氛围构建竞争壁垒，独家版权模式的终结或为云音乐带来发展机遇。我们预测 2022-2024 年公司云音乐业务收入增速分别为 29.3%、23.6%、20.2%。

创新业务及其他：网易严选、CC 直播、广告服务、高端电子邮件等产品及服务收入有望保持持续增长。我们预测 2022-2024 年公司创新业务及其他收入增速分别为 9.8%、8.5%、6.9%。

6.1.2、期间费用率

销售费用率：我们预测伴随着新游戏上线节奏，公司销售费用率会有所波动，但总体呈下降趋势，2022-2024 年销售费用率分别为 14.0%、13.1%、12.5%。

管理费用率：我们预测随着公司规模效应的形成，管理费用率有望逐渐下降，

2022-2024 年管理费用率分别为 5.0%、4.8%、4.6%。

研发费用率：我们预测公司将持续保持较高研发投入，研发费用率维持在较高水平，2022-2024 年研发费用率分别为 16.0%、16.0%、16.0%。

6.2、盈利预测

公司以研发能力见长，一方面坚持游戏精品化，发挥公司研发优势，并持续拓展游戏品类，收入规模与国内市场占有率有望持续提升。另一方面，公司加快出海进程，以精品游戏和本地化运营巩固日本地区优势，以全球头部 IP 产品打开欧美市场，有望享受中国游戏出海收入整体规模提升与公司所占出海收入份额提升双重红利。我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 1028.12、1187.55、1341.30 亿元，同比分别增长 17.4%、15.5%、12.9%；归属于母公司股东的净利润分别为 185.74、224.53、255.41 亿元，对应当前股本的 EPS 分别为 5.66、6.84、7.78 元。

6.3、估值

游戏业务为公司主要收入来源，我们选取腾讯控股（0700.HK）、动视暴雪（ATVI.O）、Take-Two（TTWO.O）、艺电（EA.O）作为行业可比公司，采用相对估值法中的 PE 和 PEG 估值方法对公司进行估值。动视暴雪、Take-Two 与艺电 2022-2023 年的净利润采用彭博一致预期，腾讯控股与网易 2022-2023 年的净利润采用开源证券研究所的盈利预测数据。基于 2022 年 9 月 20 日收盘价，公司 PE（2023E）为 17.30 倍，PEG（2023E）为 1.12，均低于可比公司的平均值，公司估值具备一定吸引力。

表11：截至 9 月 20 日，公司 PE（2023E）与 PEG（2023E）低于可比公司平均值

股票代码	公司名称	收盘价(元)	当前市值 (亿)	基期净利润 (2021A, 亿)	预测净利润 (2023E, 亿)	2021-2023 年净利 润 CAGR	PE (2023E)	PEG (2023E)
0700.HK	腾讯控股	HKD293.40	HKD 28220	¥ 2248.22	¥ 1395.8	-21.21%	18.08	-0.85
ATVI.O	动视暴雪	\$75.04	\$587	\$26.99	\$28.17	2.16%	20.84	9.64
TTWO.O	Take-Two	\$121.69	\$203	\$4.18	\$4.24	0.72%	47.84	66.90
EA.O	艺电	\$120.54	\$335	\$7.89	\$11.94	23.02%	28.07	1.22
平均值							28.71	25.92
9999.HK	网易-S	HKD 132.30	HKD 4345	¥ 168.57	¥ 224.53	15.41%	17.30	1.12

资料来源：开源证券研究所（基于 2022 年 9 月 20 日收盘价，所用汇率为 1 港币=0.8831 人民币；动视暴雪、Take-Two 与艺电 2023 年净利润采用彭博一致预期，腾讯控股与网易 2023 年净利润采用开源证券研究所的盈利预测数据；PEG 的计算剔除负值）

6.4、投资建议与评级

我们看好公司基于强大的原创 IP 打造与游戏研发能力，不断加大全球化研发与发行布局，以“全球头部 IP+创新玩法”产品逻辑进一步打开海外市场，以加强海外自主发行提升业务上限，以主机游戏转手游寻找新的增长点，同时《哈利波特：魔法觉醒》《暗黑破坏神：不朽》等全球头部 IP 产品在国内与海外的陆续上线或贡献重要增量。此外，元宇宙与游戏的结合或重塑游戏商业模式，进一步扩大游戏用户规模并提升用户时长与 ARPU，公司凭借多年游戏研发经验所积累的虚拟体验设计和技术能力，有望在元宇宙与游戏结合的探索中占据先机，进一步夯实游戏业务优势。有道业务持续转型，围绕智能学习硬件、素质教育、成人教育，以及教育信息化四大方向构建智能学习生态，打造又一增长曲线。云音乐或受益于独家版权终结带来的头部版权回归，带动用户规模与付费率提升，版权成本的下降或驱动云音乐毛利率持续提升，成为盈利重要驱动力。**首次覆盖，给予公司“买入”评级。**

7、风险提示

(1) **游戏表现不及预期**：若已上线运营老游戏流水有明显下滑以及新游戏流水不及预期，或导致公司业绩承压。

(2) **游戏版号政策变化**：若游戏版号暂停发放或数量减少，或导致公司游戏产品国内上线延期。

(3) **直播行业政策变化**：针对直播打赏的限制政策或影响云音乐直播服务变现。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	107,831	113,120	137,547	165,902	197,896
现金	9,117	14,498	38,560	61,349	91,390
应收账款	10,574	11,576	14,565	16,520	18,462
存货	621	965	976	1,108	1,342
其他流动资产	3,160	3,004	4,693	4,862	5,404
非流动资产	34,044	40,524	39,460	38,386	37,307
固定资产及在建工程	4,555	5,434	4,341	3,238	2,130
无形资产及其他长期资产	5,218	4,257	4,286	4,315	4,344
资产总计	141,875	153,644	177,006	204,288	235,203
流动负债	46,743	50,501	54,343	58,206	63,368
短期借款	19,505	19,352	18,562	19,140	19,018
应付账款	5,417	5,522	6,739	5,923	6,829
其他流动负债	21,822	25,627	29,041	33,144	37,521
非流动负债	1,337	3,719	4,533	5,339	5,369
长期借款	-0	1,275	1,275	1,275	1,275
其他非流动负债	1,337	2,444	3,258	4,064	4,094
负债合计	48,081	54,220	58,876	63,545	68,738
股本	1,607	1,664	1,652	1,652	1,652
储备	-0	-0	0	0	0
归母所有者权益	82,127	95,328	113,902	136,355	161,896
少数股东权益	11,667	4,096	4,228	4,388	4,570
负债和股东权益总计	141,875	153,644	177,006	204,288	235,203

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	14,580	17,245	20,526	25,522	29,397
税前利润	12,063	16,857	18,574	22,453	25,541
折旧和摊销	-3,458	-3,276	1,064	1,074	1,078
营运资本变动	5,707	3,544	756	1,836	2,596
其他	267	119	132	160	182
投资活动现金流	-22,217	-4,764	4,326	-3,311	765
资本开支	0	235	0	0	0
其他	-15,538	1,281	4,326	-3,311	765
融资活动现金流	13,508	-7,100	-791	578	-122
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
其他	13,508	-7,100	-791	578	-122
汇率变动对现金的影响	-316	-399	0	0	0
现金净增加额	5,871	5,381	24,061	22,789	30,041
期末现金总额	9,117	14,498	38,560	61,349	91,390

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	73,667	87,606	102,812	118,755	134,130
营业成本	34,684	40,635	47,543	55,150	63,422
营业费用	10,704	12,214	14,394	15,557	16,766
管理费用	3,372	4,264	5,141	5,700	6,170
其他收入/费用	9,536	9,389	12,352	14,145	15,661
营业利润	15,372	21,104	23,383	28,203	32,110
净财务收入/费用	-1,599	-1,520	-931	-1,750	-2,675
其他利润	1,599	1,520	931	1,812	2,718
除税前利润	15,372	21,104	23,383	28,265	32,153
所得税	3,042	4,128	4,677	5,653	6,431
少数股东损益	267	119	132	160	182
归母净利润	12,063	16,857	18,574	22,453	25,541
EBITDA	14,538	16,417	19,285	23,347	26,311
扣非后净利润	12,063	16,857	18,574	22,453	25,541
EPS	3.67	5.13	5.66	6.84	7.78

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	24.4	18.9	17.4	15.5	12.9
营业利润(%)	5.4	-37.3	-10.8	-20.6	-13.9
归属于母公司净利润(%)	-43.2	39.7	10.2	20.9	13.8
获利能力					
毛利率(%)	52.9	53.6	53.8	53.6	52.7
净利率(%)	16.4	19.2	18.1	18.9	19.0
ROE(%)	14.7	17.7	16.3	16.5	15.8
ROIC(%)	201.2	214.9	667.9	-655.4	-453.4
偿债能力					
资产负债率(%)	42.1	38.0	35.7	33.3	31.2
净负债比率(%)	51.3	54.5	49.8	45.2	41.3
流动比率	2.3	2.2	2.5	2.9	3.1
速动比率	0.4	0.5	1.0	1.3	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8
应收账款周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应付账款周转率	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
存货周转率	0	0	0	0	0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.7	5.1	5.7	6.8	7.8
每股经营现金流(最新摊薄)	4.4	5.3	6.3	7.8	9.0
每股净资产(最新摊薄)	28.6	30.3	36.0	42.9	50.7
估值比率					
P/E	32.2	23.0	20.9	17.3	15.2
P/B	4.1	3.9	3.3	2.8	2.3

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn