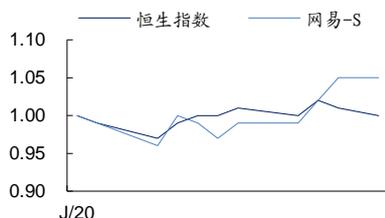


证券研究报告—海外公司深度报告
海外
互联网
网易-S(09999)
买入

合理估值: 162-175 元 昨收盘: 136 元 (首次评级)

2020年07月03日

一年该股与恒生指数走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	3455
总市值/流通(百万元)	469,896
上证综指/深圳成指	2,980/11,814
12个月最高/最低(元)	137.2/125.0

证券分析师: 王学恒

电话: 010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030002

联系人: 谢琦

电话: 021-60933157

E-MAIL: xieqi2@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

海外公司深度报告

稳健的国内, 蓬勃的出海

● 股价复盘: 游戏是最大的基本面

自2000年6月在纳斯达克上市以来, 网易带给投资人的年化回报率是27.5%, 在同时代的互联网企业中处于中上等水平。历史上, 公司股价经历了3次大级别的启动期: 1) 2000-2004年, 由商业模式驱动, 股价涨幅为436%; 2) 2008-2014年, 由端游驱动, 股价涨幅为421%; 3) 2015年及以后, 由手游驱动, 股价涨幅为167%。2019年, 公司剥离电商业务, 游戏再次成为公司最大的基本面。

● 国内: IP长青, 稳健为主, 其游戏具备一定的“消费特性”

网易头部游戏的特点是用户规模相对较低, 而付费深度较高。公司在国内的头部游戏具有以下两个特点: 1) 自研游戏占比较高: 2019年新品游戏中, 网易自研产品占比为84.2%, 而腾讯为57.9%; 2) 经典IP运营时间长, 上线多年依旧具备旺盛的生命力。如《梦幻西游》运营接近17年仍保持着较高收益。公司主要通过IP联动和IP衍生来延长游戏的生命周期。

● 增量空间: 蓬勃的游戏出海, 海外收入有望实现3年翻3倍

网易已成功将其擅长的RPG、卡牌类游戏推向日韩市场, 摸索出从IP选取, 游戏研发、发行, 推广运营的全流程打法, 并成功延伸到了没有内容IP加持的FPS品类。根据公司近期游戏布局情况, 多款重磅新游将在2020年下半年至2021年上线, 并布局全球市场, 如《暗黑破坏神: 不朽》、《Westworld: Awakening (西部世界)》、《哈利波特: 魔法觉醒》等。我们测算, 公司海外手游收入有望实现3年翻3倍。

● 风险提示

游戏市场竞争激烈的风险; 政策风险; 游戏出海表现不及预期的风险; 全球疫情的系统性风险等。

● 估值及投资建议

结合绝对估值与相对估值, 我们给予公司6个月目标价162-175港币, 相对于当前的涨幅空间为19%-29%, 首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	59,241.1	69,204.4	81,828.0	94,667.0
(+/-%)	15.8%	16.8%	18.2%	15.7%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	15,679.1	17,971.2	21,236.0	24,826.4
(+/-%)	45.7%	14.6%	18.2%	16.9%
Non-GAAP 每股收益(元)	4.5	5.2	6.1	7.2
EBIT Margin	27.7%	26.5%	26.5%	26.9%
净资产收益率(ROE)	34.6%	20.5%	20.5%	20.3%
市盈率(PE)	27.4	23.9	20.2	17.3
EV/EBITDA	26.8	24.6	21.3	18.4
市净率(PB)	7.6	6.5	5.5	4.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: Non GAAP 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为，网易具备全球顶尖的手游研发及游戏运营实力，经典头部游戏均具有相对较低的 DAU、大 ARPPU 值的特点，经过多年运营已经积攒起众多核心粉丝，其游戏具备一定的消费属性，与其他游戏公司相比，稳定性更高。

海外是公司未来的主要增量，网易通过《荒野行动》、《阴阳师》、《第五人格》的优异表现，成功打通日韩市场，多款重磅新游将在 2020 年下半年至 2021 年上线，并布局全球市场。考虑到网易较强的手游研发及产品运营能力，我们测算其海外手游收入有望达到 148-175 亿元，实现 3 年 3 倍的增长。

预计公司 2020/2021/2022 年每股收益 5.2/6.2/7.2 元，Non GAAP 下可持续的利润增速分别为 15%/18%/17%。结合绝对估值与相对估值，给予目标价 162-175 港币，相对于当前的涨幅空间为 21%-31%，首次覆盖给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，公司国内头部游戏的稳健表现将持续。

第二，出海头部新游《暗黑破坏神：不朽》、《哈利波特：魔法觉醒》、《指环王：崛起》将带动公司未来三年业绩增长。

与市场的差异之处

市场或认为，网易的内容属性远高于平台属性，导致其业绩稳定性较差。我们通过分析发现，网易所擅长的游戏类型具备长线运营的特点，且公司已摸索出 IP 衍生及 IP 联动等长线运营模式，其游戏稳定性应显著优于大部分游戏公司。

股价变化的催化因素

多款重磅新游将在 2020 年下半年至 2021 年上线，并布局全球市场，如与动视暴雪合作开发的《暗黑破坏神：不朽》，VR 游戏《Westworld: Awakening（西部世界）》，IP 衍生游戏《哈利波特：魔法觉醒》、《指环王：崛起》等。若能在欧美市场取得突破，公司的收入天花板有望被进一步打开。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，游戏市场竞争激烈的风险。

第二，政策风险。

第三，游戏出海表现不及预期的风险。

第四，全球疫情的系统性风险等。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 163-172 港币	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 162-175 港币	7
投资建议	7
股价复盘: 游戏是最大的基本面	7
稳健的国内: IP 长青, 游戏更具“消费特性”	12
为什么网易做出的是《大话西游》而不是《王者荣耀》?	12
经典游戏长线运营, 具备一定消费属性	15
核心财务指标: 稳字当头	19
增量空间: 蓬勃的游戏出海	21
海外手游市场具备充分的拓展空间	21
腾讯 VS 网易: 资本布局 VS 产品布局	25
网易出海: IP 生态能力+本土化推广运营策略攻下日韩市场	25
前景展望: 内容化 IP 为核心, 网易有望进一步开拓海外市场	31
盈利预测	36
假设前提	36
未来 3 年盈利预测	36
盈利预测的敏感性分析	37
风险提示	37
附表: 财务预测与估值	39
国信证券投资评级	40
分析师承诺	40
风险提示	40
证券投资咨询业务的说明	41

图表目录

图 1: 网易股价共经历三次急促上涨期	8
图 2: 2000-2003 年网易营收拆分 (百万元)	9
图 3: 2004-2005 年, 电信运营商相关收入及占公司收入比重 (百万元)	9
图 4: 2004-2020 年腾讯 VS 网易跑赢指数百分点 (%)	10
图 5: 2004-2020 年腾讯 VS 网易股价年涨跌幅 (%)	10
图 6: 网易电商业务收入及占比	11
图 7: 网易电商业务收入占比及公司整体净利率	11
图 8: 网易电商业务收入及增速 (百万元, %)	11
图 9: 出售考拉后公司股价迎来了新一轮的上涨	11
图 10: 网易游戏收入及占公司收入比重 (百万, %)	12
图 11: 网易游戏毛利及占公司总毛利比重 (百万, %)	12
图 12: 单款游戏发布对股价具有短期刺激作用	12
图 13: 2019 年 6 月手游二级行业用户规模 (万)	13
图 14: 腾讯手游 ARPPU 范围 (元)	13
图 15: 腾讯微信、QQ MAU 情况 (百万)	14
图 16: 《王者荣耀》自上线以来畅销榜排名	14
图 17: 《梦幻西游》近一年游戏免费榜排名在 100-300 之间	15
图 18: 《梦幻西游》近一年游戏畅销榜排名稳居 Top8	15
图 19: 《阴阳师》近一年游戏免费榜排名在 100-400 之间	15
图 20: 《阴阳师》近一年游戏畅销榜排名稳居 Top50	15
图 21: 网易 VS 腾讯新品游戏构成	16
图 22: 网易游戏代表性长线自研移动游戏年流水排名变化	16
图 23: 《明日之后》iOS 免费榜排名	16
图 24: 《第五人格》X《女神异闻录》	17
图 25: 《第五人格》X《伊藤润二惊选集》	17
图 26: 网易泛娱乐 IP 产业链布局	18
图 27: 张艺兴代言《梦幻西游》手游	18
图 28: 杨洋代言《倩女幽魂》	18
图 29: 国内头部游戏公司经营性净现金流 (亿元)	20
图 30: 国内头部游戏公司净经营现金流增速 (亿元)	20
图 31: 腾讯 VS 网易各季度递延收入 (百万元)	20
图 32: 网易游戏毛利率 (%)	21
图 33: 网易游戏业务中自研占比	21
图 34: 网易各年度分红总额 (亿)	21
图 35: 2015-2022E 年中国移动游戏出海市场规模 (亿元, %)	22
图 36: 2015-2022E 年中国移动游戏出海市场占比 (%)	22
图 37: 美国 Google Play Top200 中国游戏 App 数量	22
图 38: 中国自研游戏国内及海外市场收入增速 (%)	22
图 39: 中国移动游戏市场实际收入及增长率 (亿元, %)	23
图 40: 中国移动游戏用户规模及增长率 (亿, %)	23
图 41: 2019H1 年中国移动游戏发行竞争格局 (%)	23

图 42: 2016-2019 年下发游戏版号数量 (款, %)	23
图 43: 2017H1-2019H1 手游市场参数	24
图 44: 中国 vs 海外手游用户增量 (亿人)	24
图 45: 中国 vs 海外手游用户增速 (%)	24
图 46: 2015-2022E 年全球移动游戏市场规模及增速 (亿元, %)	24
图 47: 2018 年手游 ARPU 占人均可支配收入占比	24
图 48: 2017-2022E 年全球游戏市场按终端划分 (亿元)	25
图 49: 中国自研游戏出海实际销售收入及增速 (亿美元, %)	25
图 50: 2018 年亚洲以外热门手游品类年收入及增长率-App Store	25
图 51: 2018 年亚洲以外热门手游品类年收入及增长率-Google Play	25
图 52: 《阴阳师》游戏界面	27
图 53: 《阴阳师》部分式神	27
图 54: 《阴阳师》户外广告	28
图 55: 《阴阳师》手办	28
图 56: 《阴阳师》x 熊本熊	29
图 57: 《阴阳师》x 《鬼灭之刃》	29
图 58: 《阴阳师》泛娱乐布局	29
图 59: 《荒野求生》出海历程	30
图 60: 《荒野行动》补漏车	30
图 61: 2019 上半年日本市场 Top250 游戏类别 (按用户支出)	30
图 62: 荒野行动畅销榜收入排名	31
图 63: 《荒野行动》日本免费榜下载排名	31
图 64: 《荒野行动》五五王者祭活动宣传图	32
图 65: 2019 年 5 月日本 iOS 产品收入榜	32
图 66: 网易的产品策略	32
图 67: 2017 年打入美国 APP store 游戏类单日 Top5 的中国 iPhone 手游及入榜总天数	33
图 68: 2018 年 2 月中国手游下载量 Top30	33
图 69: 网易游戏出海空间测算 (% , 亿元)	36
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较	7
表 5: 中国主流互联网公司年化收益率 (上市以来)	8
表 6: 互联网公司上市以来相对纳斯达克指数涨跌幅 (%)	8
表 7: 网易头部游戏及所属类型	14
表 8: 网易经典 IP 衍生情况	19
表 9: 《阴阳师》主要海外市场成绩	26
表 10: 网易代理海外游戏 IP 梳理	34
表 11: 网易代理海外影音 IP 梳理	34
表 12: 网易海外工作室投资梳理	35

综合绝对估值和相对法估值，我们认为公司估值在162-175港币元，相对当前仍有21%-31%的溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：163-172 港币

1) 公司游戏的研发、运营实力强劲，国内经典头部游戏的优异表现有望持续；
 2) 海外手游市场为增量市场，日韩市场的成功验证了公司游戏出海战略的跑通，考虑到网易全球顶尖的手游研发实力，我们测算公司未来在海外手游市场的占比将持续提升。基于对公司游戏业务的看好，我们测算其2020-2022年营收增速分别为17%/18%/16%；毛利率及费用率基本保持平稳；Non GAAP下可持续的利润增速分别为15%/18%/17%。

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率		15.17%	15.75%	16.82%	18.24%	15.69%	14.69%	13.69%	12.69%
毛利率	56.36%	53.43%	53.27%	53.95%	54.12%	54.17%	54.17%	54.17%	54.17%
管理费用/营业收入	14.73%	20.43%	19.49%	19.12%	19.43%	19.49%	19.49%	19.49%	19.49%
销售费用/销售收入	12.39%	13.51%	10.50%	10.75%	10.34%	10.02%	10.02%	10.02%	10.02%
所得税税率	15.58%	22.21%	17.79%	17.79%	17.79%	17.79%	17.79%	17.79%	17.79%
股利分配比率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

表 2: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.90	T	17.79%
无风险利率	3.10%	Ka	8.95%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.92
公司股价 (港币)	133	Ke	9.08%
发行在外股数 (百万)	3455	E/(D+E)	97.44%
股票市值(E, 百万元)	469,896	D/(D+E)	2.56%
债务总额(D, 百万元)	12,370	WACC	8.96%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	3.00%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用FCFF估值方法，得到公司的合理价值区间为163-172港币。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于WACC和永续增长率较为敏感，表3是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.8%	8.9%	8.96%	9.1%	9.2%
永续增长率变化	3.3%	179.20	175.96	172.84	169.82	166.92
	3.2%	177.11	173.95	170.92	167.98	165.15
	3.1%	175.08	172.02	169.06	166.21	163.45
	3.0%	173.13	170.15	167.27	164.49	161.80
	2.9%	171.25	168.34	165.54	162.83	160.20
	2.8%	169.43	166.60	163.86	161.22	158.66
	2.7%	167.66	164.91	162.24	159.66	157.16

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 162-175 港币

我们选取与网易同为移动游戏巨头的公司腾讯进行比较, 采用 PE 法进行估值。考虑到网易在国内稳健的游戏表现, 以及在海外市场即将发布重磅手游, 叠加疫情所带来的游戏行业景气度提升, 我们给予公司 2021 年 24-26 倍 PE, 对应目标价 162-175 港币。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (6月29日)	EPS (元) -Non GAAP			PE			PB	总市值 (亿元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
9999.HK	网易	33.7	4.54	5.20	6.15	27.4	23.9	20.2	9.59	4278
同类公司:										
0700.HK	腾讯控股	485	9.87	12.75	15.73	44.7	34.6	28.1	6.85	42182

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

结合绝对估值与相对估值, 我们给予公司 6 个月目标价 162-175 港币, 相对于当前的涨幅空间为 21%-31%, 首次覆盖给予“买入”评级。

股价复盘: 游戏是最大的基本面

年化收益率为 28%, 投资回报率显著跑赢指数, 在同时代的互联网公司中处于中等偏上水平: 自 2000 年 6 月在纳斯达克上市以来, 网易带给投资人的年化回报率是 27.5%, 在同时代的互联网企业中处于中上等水平。与市占率不断扩张、投资战略激进的腾讯相比, 网易的运营战略偏保守, 错过了社交、电商、短视频等大级别的互联网红利, 相比之下投资回报率较低; 网易的主要收入来自于游戏, 其商业模式要显著优于长视频及在线音乐, 因此, 公司的投资回报率显著跑赢上市时间较短的爱奇艺和腾讯音乐。整体上来看, 网易的投资回报率大幅跑赢指数: 同期, 纳斯达克的综合年化回报率是 4.8%, 网易的年化回报大幅跑赢指数。不考虑股价“一拆四”的影响, 截至 2020 年 6 月 17 日, 网易的股价应为 1884.02 美元, 为 IPO 价格 (15.5 美元) 的 122 倍。

表 5: 中国主流互联网公司年化收益率 (上市以来)

序号	证券代码	证券简称	区间收益率 (%)
1	0700.HK	腾讯控股	50.8
2	BIDU.O	百度	29.1
3	NTES.O	网易	27.6
4	BABA.N	阿里巴巴	22.5
5	IQ.O	爱奇艺	14.6
6	WB.O	微博	12.2
7	TME.N	腾讯音乐	2.9
8	SOHU.O	搜狐	-1.6

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

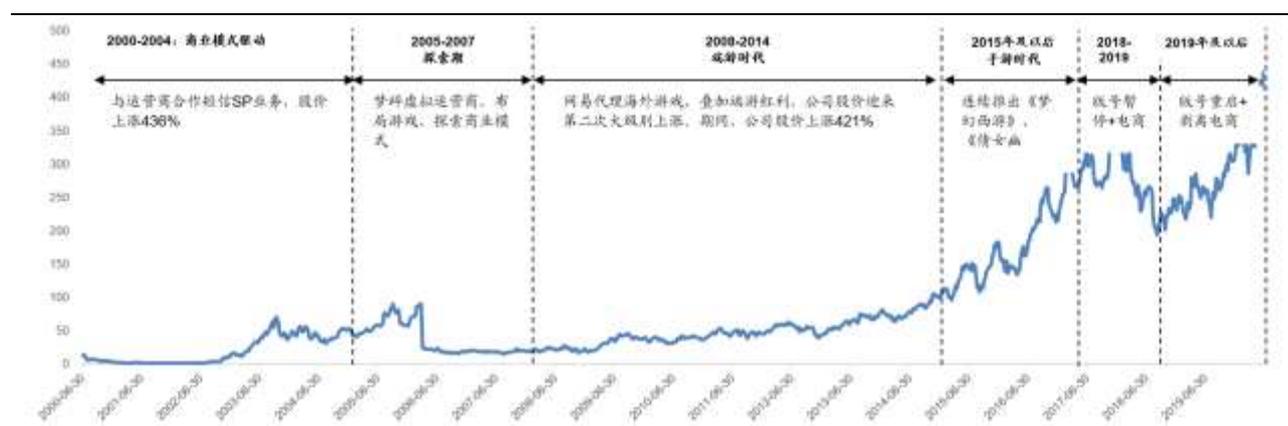
表 6: 互联网公司上市以来相对纳斯达克指数涨跌幅 (%)

序号	证券代码	证券简称	区间相对指数涨跌幅 (%)
1	NTES.O	网易	15,504.5
2	BIDU.O	百度	550.5
3	IQ.O	爱奇艺	14.2
4	WB.O	微博	-71.1
5	SOHU.O	搜狐	-179.2

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

历史上, 网易的股价共经历了 3 次启动期。复盘网易历史股价表现, 我们发现, 其股价共经历了 3 次大级别的启动: 1) 2000-2004 年, 由商业模式驱动, 股价涨幅为 436%; 2) 2008-2014 年, 由端游驱动, 股价涨幅为 421%; 3) 2015 年及以后, 由手游驱动, 股价涨幅为 167%。

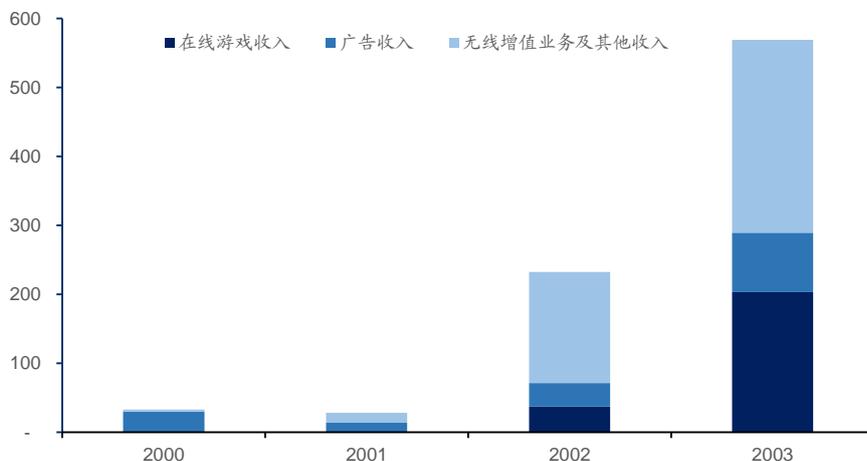
图 1: 网易股价共经历三次急促上涨期



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2002-2004 年, 网易凭借与运营商合作的短信 SP 业务的成功, 寻找到了适合的商业模式, 致股价逆势攀升。2000 年 6 月, 网易登陆纳斯达克, 恰逢美联储宣布加息, 流动性减少, 当时的网易, 除网络广告外, 没有找到其他适合的商业模式, 导致公司在上市的前两年跌幅均在 70%以上。2002 年, 无线增值业务兴起, 腾讯和网易相继提出成为虚拟运营商的战略目标, 该业务为公司提供了较强的利润引擎, 致公司股价逆势上涨。截至 2002 年底, 无线增值业务在网易中的占比已经达到了 69%, 相应的, 2002 年, 网易股价上涨超过 10 倍。这是网易上市后, 股价的第一轮强势上涨, 主要源于商业模式的改变。

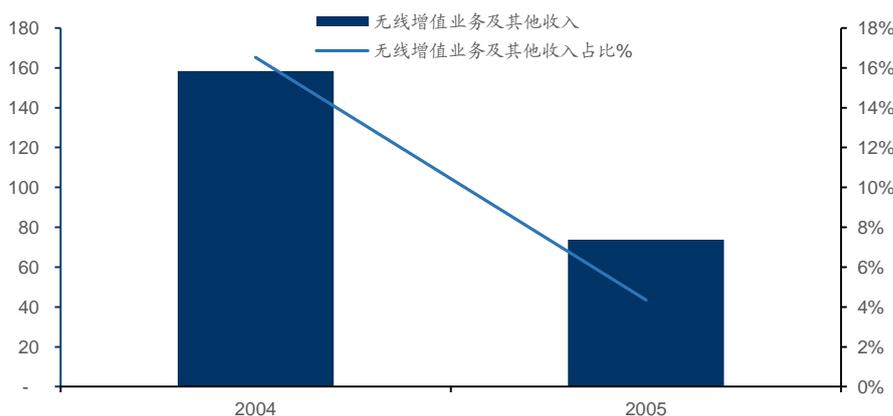
图 2: 2000-2003 年网易营收拆分 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2005 年, 腾讯、网易梦碎虚拟运营商, 致公司股价大幅跑输指数。腾讯、网易在增值业务方面的繁荣发展引起了国有电信企业的集体警惕。2005 年 7 月, 信产部下发通知, 明确规定: 除中国电信和中国网通能够在部分地区进行电脑到电话 (PC to Phone) 方式的网络电话商用试验外, 任何单位和个人不得从事这项业务, 至此, 民间互联网企业的“虚拟运营商”之梦就此破裂。这一年, 在纳斯达克指数大涨 245% 的情况下, 网易股价的年涨幅仅为 6.12%, 大幅跑输指数。此后, 公司股价进入了近 3 年的探索, 一直到 2008 年, 公司代理暴雪游戏, 股价迎来了新一轮的上涨。

图 3: 2004-2005 年, 电信运营商相关收入及占公司收入比重 (百万元)



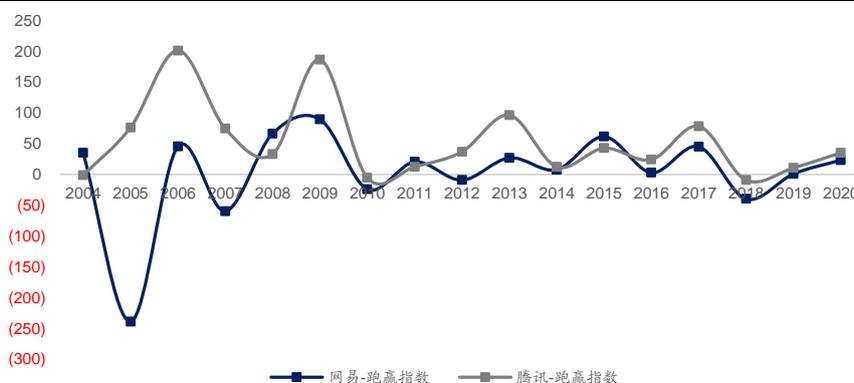
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2008 年, 网易代理暴雪游戏, 至此, 公司股价迎来重生。早在 2001 年, 网易就开始布局游戏业务, 到 2005 年, 公司无线增值业务全面萎缩, 而游戏的营收已经达到了 13.8 亿元, 占公司总收入比例超过了 85%。2008 年 8 月, 暴雪娱乐与网易在中国成立合资公司, 并将暴雪旗下的《星际争霸 II》、《魔兽争霸 III: 混乱

之治》、《魔兽争霸 III: 冰封王座》独家授权给网易。2008 及 2009 年，网易股价分别跑赢纳斯达克指数 67% 及 90%。在此后的 10 多年里，游戏占公司的收入比重一直保持在 60% 以上，成为了网易最大的收入引擎。值得注意的是，自 2008 年网易代理暴雪游戏以来，其股价表现与腾讯保持了较高的同步性。

2015-2018 年，手游爆发，《梦幻西游》领衔，股价迎来第三轮急促上涨。2015 年 3 月，网易基于端游《梦幻西游 2》推出回合制角色扮演手游《梦幻西游》，该游戏的 iOS 版正式上架 App Store 的 4 天之内，就登上了 iPhone、iPad 的免费榜与畅销榜双榜首；2016 年 5 月 13 日，《倩女幽魂》手游首发，5 月 14 日成功登顶免费游戏榜榜首，夺得角色扮演类第一名；同年 9 月，公司推出《阴阳师》手游，上线 50 余天后，日活跃用户便超过 1000 万。此后，网易的经典手游便一直停留在畅销榜前列。

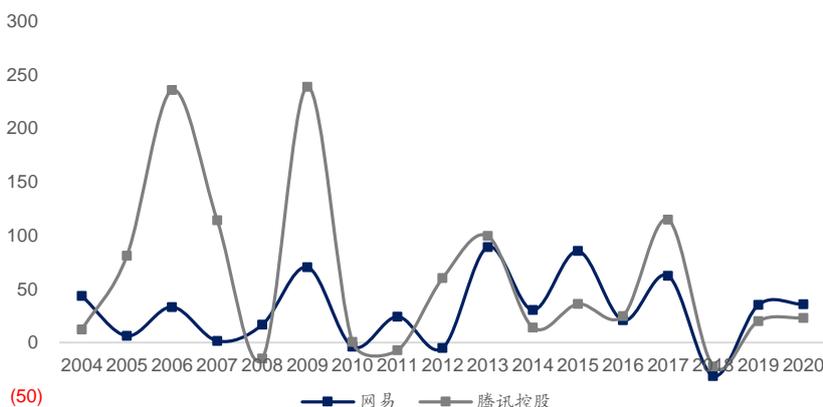
图 4: 2004-2020 年腾讯 VS 网易跑赢指数百分点 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

注: 网易对应纳斯达克指数, 腾讯对应恒生指数

图 5: 2004-2020 年腾讯 VS 网易股价年涨跌幅 (%)

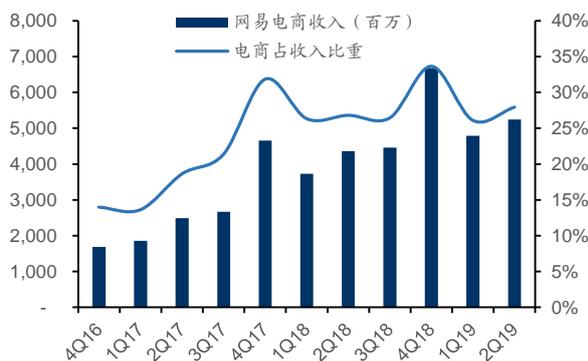


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

电商业务拉低净利率，致使公司股价进入低迷期。网易从 2000 年开始尝试电商业务，2014 年正式发力，并于 2018 年开始单独披露电商业务营收，2018Q4，其电商业务占到了公司总收入的 34%。然而，与收入侧的繁荣景象不同，电商

业务的发展，对公司的财务指标产生了负面影响：1）网易的电商业务以自营为主，其毛利率比同期的游戏业务低 50 个百分点。伴随着网易电商业务收入占比的不断提升，2016Q4-2019Q2，公司的毛利率从 53%降低到了 43%。2）拉高了公司的整体费用率。在毛利率下降及费用率提升的双重影响下，公司整体净利率出现下滑，2016Q4-2019Q2，公司 Non-GAAP 下的净利率从 31%降低到了 19%。

图 6：网易电商业务收入及占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

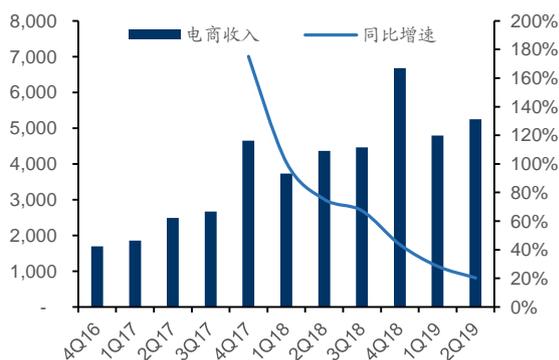
图 7：网易电商业务收入占比及公司整体净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

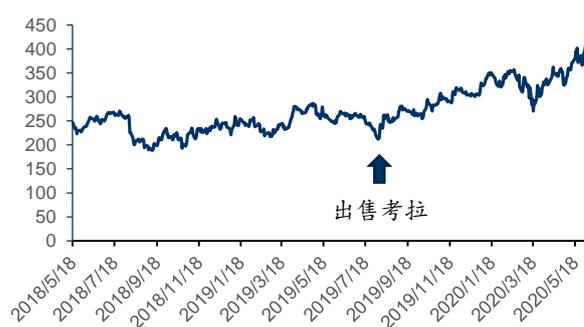
电商业务退潮后，网易的股价进入了新一阶段的上涨。2018 年之后，网易电商业务的营收增速出现了明显的下滑。2019Q1，其营收增速仅为 28%，增速环比降低约 15%。不仅是网易，同期京东的收入增速也出现了明显的下滑：2019 年，京东的营收增速由前一年的 40%降低到了 28%。线上零售行业的增速滑坡，迅速反应在了网易的财报中。2018 年，公司净利润同比下滑 42.54%，为上市以来的最低水平。2019 年 9 月，阿里作价 20 亿美金收购考拉，至此，电商业务在网易退潮，剥离了“烧钱换规模”的业务后，网易的股价迎来了新一轮的上涨。

图 8：网易电商业务收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：出售考拉后公司股价迎来了新一轮的上涨



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

当前，游戏业务是网易股价的核心驱动力。2019 年，网易剥离电商业务后，游戏占公司收入比重再次恢复到 80%以上。2020Q1，游戏业务占公司收入比重高达 84%，游戏毛利占公司总毛利比重为 92%。游戏收入的波动直接影响公司总营收及净利润。长期来看，游戏收入与股价变动趋势基本一致。直至 2016 年底，强劲增长的游戏总收入是股价的支撑力。短期来看，头部游戏新品发布能够拉动股价提升，《大话西游》、《梦幻西游》、《阴阳师》及代理暴雪游戏一经发布，

市场反响热烈。

图 10: 网易游戏收入及占公司收入比重 (百万, %)



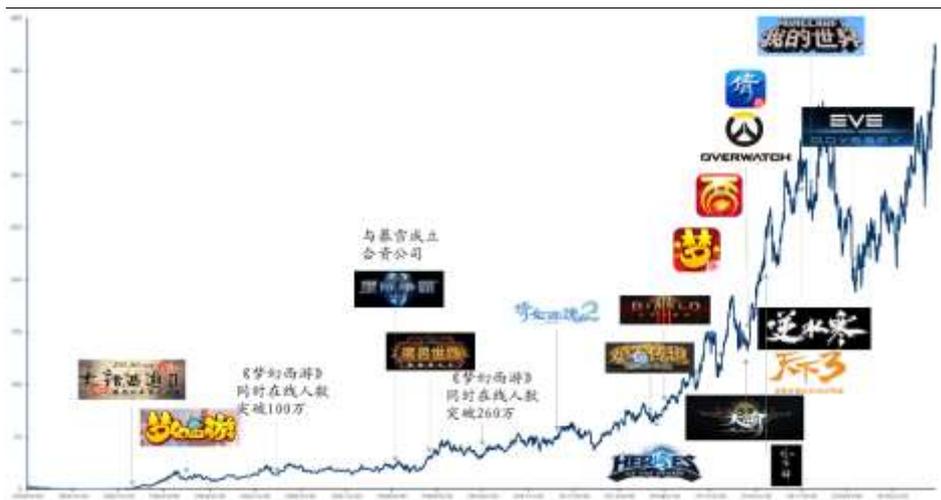
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 网易游戏毛利及占公司总毛利比重 (百万, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 单款游戏发布对股价具有短期刺激作用



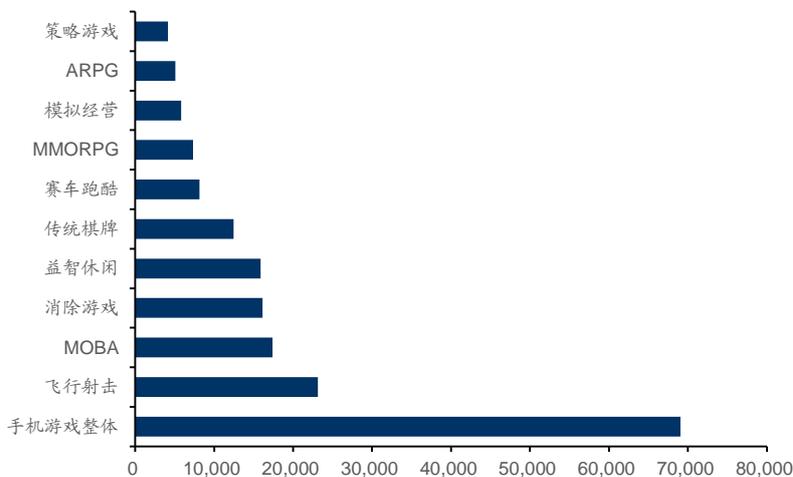
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

稳健的国内: IP 长青, 游戏更具“消费特性”

为什么网易做出的是《大话西游》而不是《王者荣耀》?

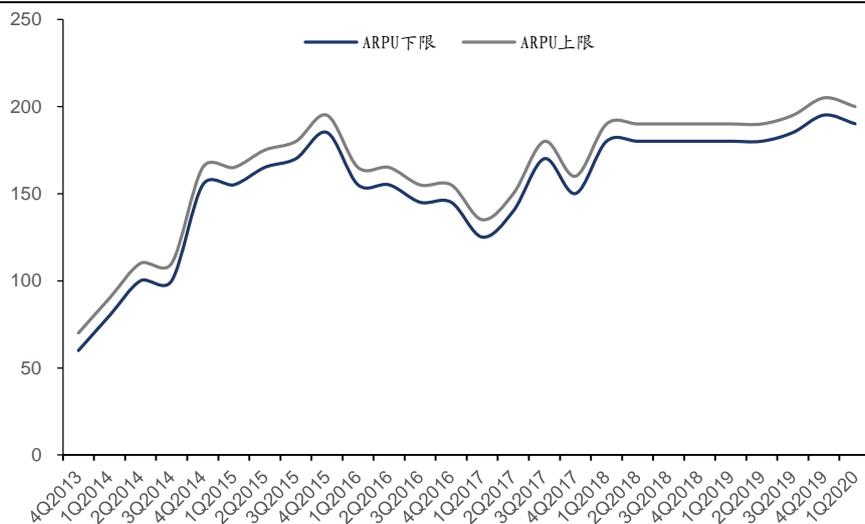
从游戏的表现来看, 腾讯似乎更擅长做大 DAU、低 ARPPU 值的超休闲及中度游戏, 如《王者荣耀》、《和平精英》等, 这些游戏由于操作难度小、新人上手门槛低, 且具有一定的社交属性, 在腾讯的运营下成长为了“国民级”的手游。根据 Questmobile 数据, 2019 年 6 月, 腾讯主攻的游戏类型飞行射击、MOBA 类游戏的 MAU 为 2.3 亿及 1.7 亿, 而网易主攻赛道 MMORPG 类游戏 MAU 仅为 7332 万人。

图 13: 2019 年 6 月手游二级行业用户规模 (万)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

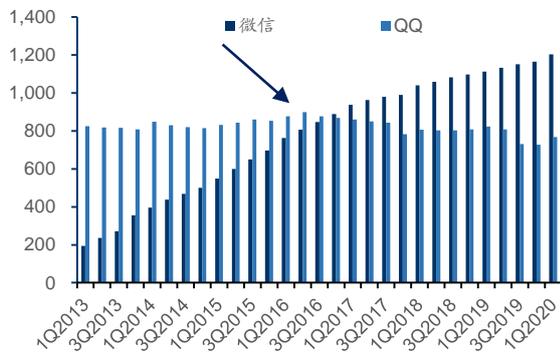
图 14: 腾讯手游 ARPPU 范围 (元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

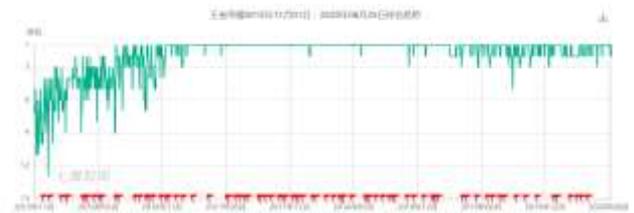
不同的资源禀赋, 使网易更加注重经典 IP 的打磨。众所周知, 腾讯在游戏分发方面, 拥有微信和 QQ 这两个流量宝库。2015 年 11 月, 腾讯推出《王者荣耀》时, 微信及 QQ 的 MAU 分别达到了 7 亿及 8.5 亿, 这是其他游戏厂商所不具备的。这种先天优势非常适合推广轻度、超休闲、及具有社交属性的中度竞技游戏。而社交属性的游戏与社交产品相似, 均存在着“赢者通吃”的特性。由此,《王者荣耀》上线后, 多年蝉联畅销榜的榜首, 而榜单 Top10 中, 几乎不存在同类竞争者。

图 15: 腾讯微信、QQ MAU 情况 (百万)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16: 《王者荣耀》自上线以来畅销榜排名



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

网易在端游时代就具有 MMORPG 游戏的运营经验, 叠加竞争对手腾讯在轻度、中度竞技游戏中的绝对优势, 主攻 MMORPG 类的游戏对网易而言是更加合理的选择。网易的头部手游《大话西游》、《梦幻西游》、《倩女幽魂》、《阴阳师》、《逆水寒》等均为回合制 RPG 类游戏或 MMORPG 类游戏。

表 7: 网易头部游戏及所属类型

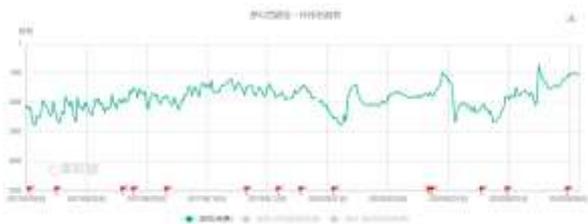
游戏	类型	端游/手游	自研/代理
《大话西游 Online II》	MMORPG	端游	自研
《梦幻西游》	MMORPG	端游	自研
《星际争霸 II》	RTS	端游	代理
《魔兽世界》	MMORPG	端游	代理
《倩女幽魂》	MMORPG	端游	自研
《暗黑破坏神 3》	ARPG	端游	代理
《风暴英雄》	竞技、ARTS	端游	代理
《炉石传说》	卡牌	端游	代理
《梦幻西游手游》	MMORPG	手游	自研
《守望先锋》	FPS	端游	代理
《大话西游手游》	MMORPG	手游	自研
《天谕》	MMORPG	端游	自研
《倩女幽魂手游》	MMORPG	手游	自研
《率土之滨》	SLG	手游	自研
《天下手游》	MMORPG	手游	自研
《阴阳师》	二次元、RPG	手游	自研
《天下 3》	MMORPG	端游	自研
《逆水寒》	MMORPG	端游	自研
《我的世界》	Sandbox	端游	代理
《PlusEVE Online》	MMO、Sandbox	端游	代理
《明日之后》	MMO	手游	自研
《荒野行动》	FPS	手游	自研
《第五人格》	竞技	手游	自研

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

网易头部游戏的特点是用户规模相对较低, 而付费深度较高, 这是由游戏的所属品类所决定的。我们以网易的经典游戏《阴阳师》和《梦幻西游》为例进行说明。近一年内,《梦幻西游》在游戏免费榜中排名在 100-300 名之间震荡, 而在游戏畅销榜中稳居 Top8,《阴阳师》的表现与之类似。这是由该类游戏的付费机制所决定的。在这类游戏中, 玩家前期在游戏中的金钱、时间投入会直接影响到竞技水平的强弱, 厂商也可以通过这种方式, 以氪金的深度对玩家进行划

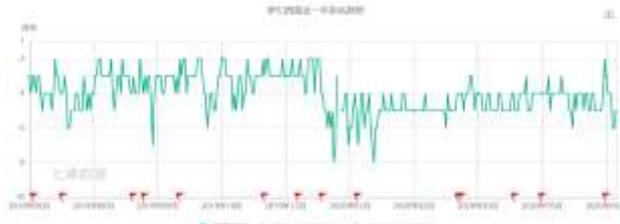
分，大R、小R及休闲玩家在战斗力方面有着极大的差别。这种机制会最大化头部玩家的付费深度，也会大幅提升新手的入门门槛，导致游戏新手留存率较低。反观腾讯所擅长的《王者荣耀》、《和平精英》这类竞技游戏，玩家在时间、金钱方面的投入对竞技结果影响较小，大部分的付费项目发生在购买新英雄或皮肤方面。这种机制会提升游戏的平衡性，为新人玩家提供较好的游戏体验，最大化网络效应。

图 17: 《梦幻西游》近一年游戏免费榜排名在 100-300 之间



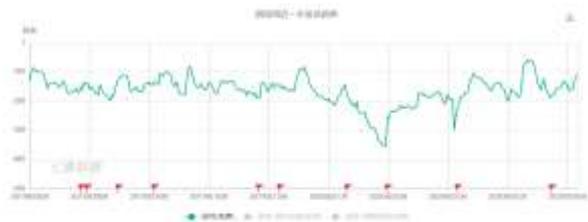
资料来源：七麦数据、国信证券经济研究所整理

图 18: 《梦幻西游》近一年游戏畅销榜排名稳居 Top8



资料来源：七麦数据、国信证券经济研究所整理

图 19: 《阴阳师》近一年游戏免费榜排名在 100-400 之间



资料来源：七麦数据、国信证券经济研究所整理

图 20: 《阴阳师》近一年游戏畅销榜排名稳居 Top50

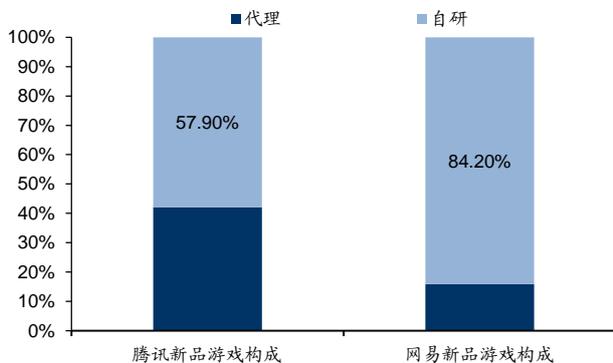


资料来源：七麦数据、国信证券经济研究所整理

经典游戏长线运营，具备一定消费属性

网易的游戏具备一定的消费属性。大多数游戏产品周期性明显，上线流水即巅峰。而网易的游戏具备一定的消费属性，具有以下两个特点：1) 自研游戏占比较高：2019 年新品游戏中，网易自研产品占比为 84.2%，而腾讯为 57.9%；2) 经典 IP 运营时间长，上线多年依旧具备旺盛的生命力。以高品质游戏为基础，网易拥有一套系统化和整体化的长线产品运营模式。凭借顶级研发实力，在稳步推出新游的基础上强化 IP 品牌文化，升级游戏的社会价值是网易游戏的核心战略。

图 21: 网易 VS 腾讯新品游戏构成



资料来源: 伽马数据、国信证券经济研究所整理

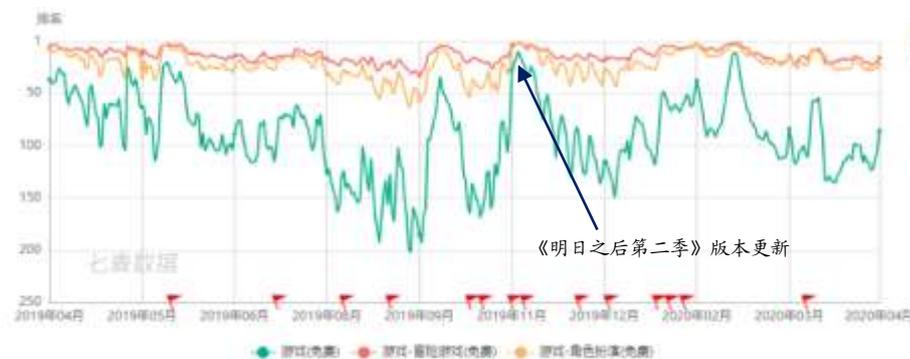
图 22: 网易游戏代表性长线自研移动游戏年流水排名变化



资料来源: 伽马数据、国信证券经济研究所整理

网易擅长剧情类游戏，这类游戏适合内容深耕，从而拉长其生命周期。通过梳理网易国内游戏的表现，可以看到其热门品类集中于 MMORPG、SLG、卡牌类等。而此类游戏给深耕内容提供了可能性，研发团队可以通过增加人物角色、增设副本内容和支线人物等方式持续吸引玩家。内容不仅能带给玩家新鲜感和沉浸感，还会影响其最核心的体验。内容的迭代更新对游戏玩家具有持续的吸引力，如《明日之后》在上线一年后，从免费榜第一下滑到 150 名左右，而在更新了《明日之后第二季》的新版本后立刻重回免费榜 TOP10，畅销榜 TOP7。

图 23: 《明日之后》iOS 免费榜排名



资料来源: 七麦数据、国信证券经济研究所整理

网易游戏的打磨研发周期较长，后续通过玩法迭代和 IP 联动能够延长游戏生命周期。通过梳理网易国内游戏的上线节奏，我们发现，其经典 IP 的研发时间相对较长。原因在于剧情类游戏对内容的打磨和玩法的构建更加复杂，且从 0 到 1 的研发没有端游的数据作为参考，工作量更大。相比之下，腾讯的《PUBG Mobile》手游开发仅用时四个月，而网易的《明日之后》、《阴阳师》、《逆水寒》等经典 IP 的打磨时间都在三年以上。

网易主要通过 IP 联动和 IP 衍生来延长游戏的使用寿命。

IP 联动能够有效拉升游戏热度和玩家活跃度。公司在联动对象的选择上遵循画风一致、世界观一致的策略，从核心玩家向泛用户波动。从其热门游戏的历史表现来看，IP 联动得到了玩家的一致好评，能够显著提升玩家活跃度。例如，

重度游戏在上线 1 个月后，重回免费榜 TOP50 是一件相对困难的事情。然而网易的诸多游戏通过联动实现了上线多年后重回免费榜 TOP10 的成绩。2017 年下半年到 2019 年初，网易共有 9 款产品和超过了 20 个 IP 进行联动，联动对象包括电影、漫画、游戏、动画等。同时，渗透到游戏内容、故事线、玩法的深度联动，让 IP 和游戏内部有很好的交集。这些交集不仅仅来自于画风的一致性的呈现，还包括了对游戏内活动内容的设计（关卡、BOSS），游戏的活动奖励等，联动效果十分显著。如《第五人格》与《女神异闻录》的联动版本上线当日，游戏从畅销 103 名一跃攀升到第 17 名。

图 24: 《第五人格》X《女神异闻录》



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 25: 《第五人格》X《伊藤润二惊悚集》



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

通过 IP 衍生扩大用户底盘，并反哺游戏本身。 网易通过将游戏、动漫、文学、影视等内容进行整合，构建出完整的泛娱乐 IP 生态链。这个生态链能够触及更广的潜在用户群。至今，网易已经成功为多款游戏 IP 构建了完整的泛娱乐生态：如 2003 年上线的《梦幻西游》推出了《梦幻西游之化境飞升》等四季动漫、泡面番《梦幻西游》，前者在豆瓣获得 9.0 的高分。2018 年情人节，《梦幻西游》与国内喜马拉雅 FM、萌音工作室合作出品情人节特别广播剧《心之所向》。线下领域，《梦幻西游》手游与传统酒店行业 7 天酒店联合打造梦幻主题房，进一步扩大品牌影响力。到了今天，上线 17 年的《梦幻西游》早已超出了一款游戏的范畴，其系列衍生游戏的成绩十分亮眼，如《梦幻西游》手游常年出现在畅销榜 TOP5，《梦幻西游三维版》自 2020 年初上线以来基本稳定在畅销榜 TOP20。通过泛娱乐布局扩大影响力和互动性，并将获得的流量持续的输送到系列衍生游戏中，是网易独有的长线运营节奏。同样的 IP 衍生方式在《第五人格》、《阴阳师》等诸多游戏上都取得了不错的成绩。

图 26: 网易泛娱乐 IP 产业链布局



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 27: 张艺兴代言《梦幻西游》手游



资料来源: 梦幻西游官网, 国信证券经济研究所整理

图 28: 杨洋代言《倩女幽魂》



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

表 8: 网易经典 IP 衍生情况

版本	领域	衍生内容
阴阳师	音乐剧	大江山之章、平安绘卷
	周边	服饰、家居、手办、饰品等
	动漫	没出息的阴阳师一家、百鬼幼儿园、阴阳师-平安物语
	IP 衍生游戏	决战! 平安京、阴阳师: 百闻牌、阴阳师: 妖怪屋
	虚拟偶像	雪女、大天狗、茨木童子、犬神均担任过代言人
	IP 联动	滑头鬼之孙、怪化猫、鬼灯的冷彻、犬夜叉、境·界等
	电影/电视剧	侍神令
梦幻西游	IP 衍生游戏	梦幻西游手游、梦幻西游无双版、梦幻西游三维版等
	动漫	梦幻西游之天命之路、梦幻西游之化境飞升等
	周边	手办、服饰、公仔等
	电影/电视剧	梦幻西游
第五人格	周边	公仔、手办、服饰等
非人学园	IP 联动	我的英雄学院、灵能百分百、流浪地球
率土之滨	周边	手办、服饰、数码配件等
	周边	手办、服饰、数码配件等
永远的七日之都	周边	手办、服饰、数码配件等
	IP 联动	摩卡少女樱、命运石之门

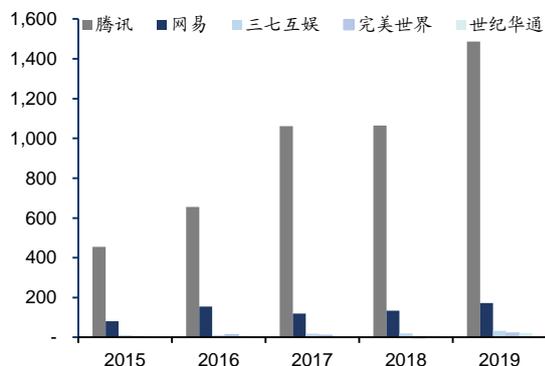
资料来源: 伽马数据、国信证券经济研究所整理

核心财务指标: 稳字当头

业务的特征最终会反应在财务指标上。通过对比行业内游戏公司的核心财务、运营指标会发现: 与其他游戏厂商相比, 网易、腾讯两大巨头均具有稳健、充沛的现金流。相比于腾讯在游戏领域大手笔的投资布局, 网易的特点是更加稳健。这一特点, 在现金流、游戏递延收入、游戏的毛利率、公司分红、创始人持股等核心指标方面均有体现。

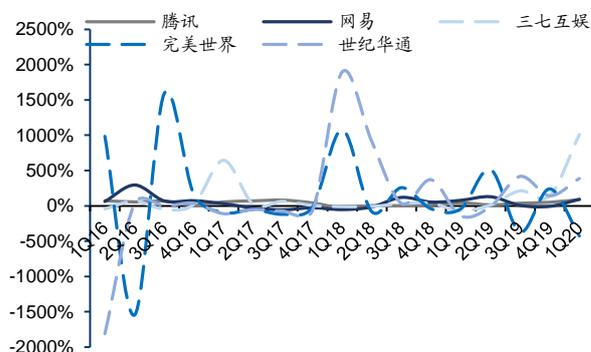
现金流: 与其他游戏公司相比, 腾讯和网易的经营性净现金流体量大、波动小: 对于以游戏为主业的公司而言, 现金流是最为重要的财务指标之一。2019 年, 网易的经营性净现金流为 172 亿元, 约为同期腾讯的 11%, 三七互娱的 5 倍。且腾讯、网易在运营头部产品较多, 产品生命周期较长, 与其他产品驱动型游戏公司相比, 其现金流表现十分稳健。

图 29: 国内头部游戏公司经营净现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

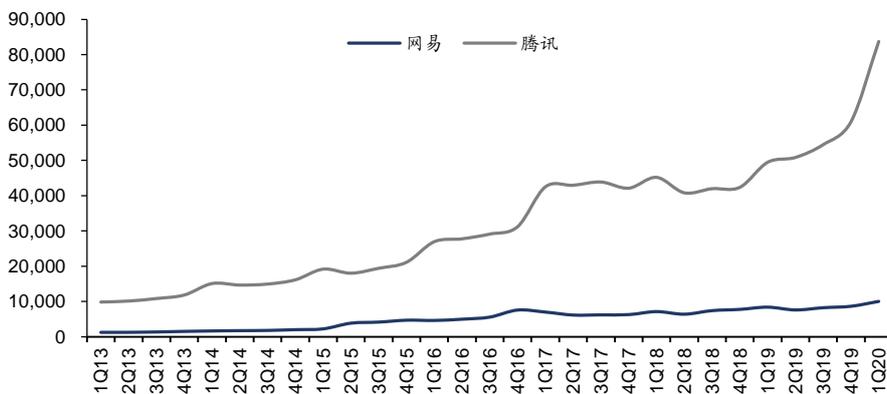
图 30: 国内头部游戏公司净经营现金流增速 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

递延收入: 对游戏公司而言, 递延收入具备一定的可调节性。从 2013 年以来, 网易的递延收入呈稳健上升态势, 反映出公司良好的经营质量。2020Q1, 网易递延收入为 99.81 亿元, 同比增长 19.5%。递延收入的稳步增长, 有望为后续公司的净利润提供良好的“安全垫”。

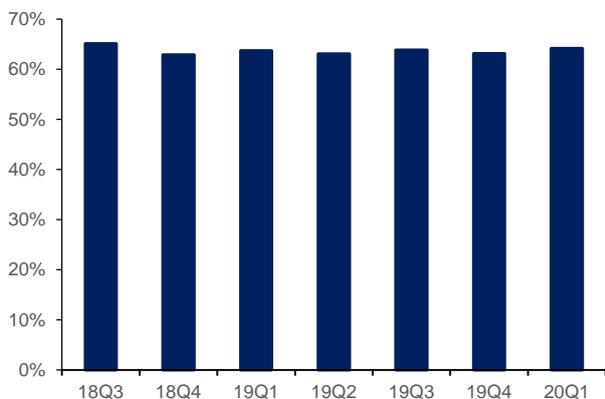
图 31: 腾讯 VS 网易各季度递延收入 (百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

游戏毛利率: 与腾讯不同, 网易的游戏收入以自研为主。2019 年, 自研游戏占其总收入的 90%。相应的, 其游戏业务毛利率一直稳定 63% 及以上。2020Q1, 网易的游戏业务毛利率为 64.1%, 环比提升 1pct。

图 32: 网易游戏毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

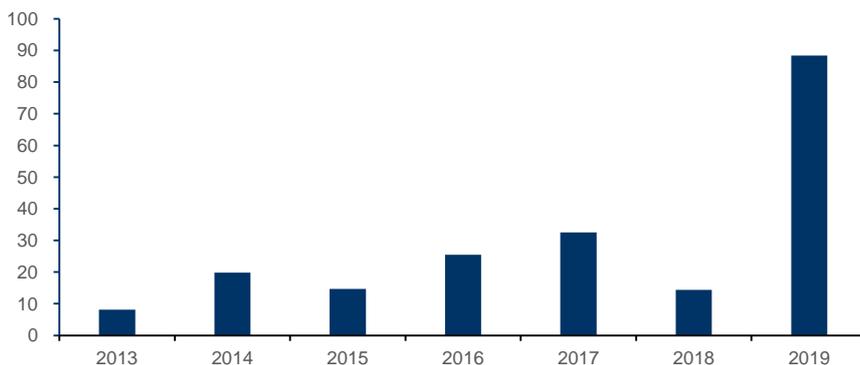
图 33: 网易游戏业务中自研占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

分红: 网易是唯一一个按季度分红的中概股, 且现金分红的比例远高于美国的苹果公司。从 2014 年开始, 网易严格实施“按季分红”, 截至 2019 年已累计分红超过 200 亿元。

图 34: 网易各年度分红总额 (亿)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

创始人丁磊持股比例高达 44.7%, 是中国互联网企业中 CEO 持股比例最高的公司。远高于腾讯(马化腾持股比例为 8.58%)、阿里巴巴(马云持股比例为 6%)、京东(刘强东持股比例为 15.1%)等头部互联网公司。一方面, 这体现了创始人相对稳健、保守的战略, 同时也和网易多年来的主业及运营思路有关: 网易的核心主业是游戏, 爆款游戏自带巨额现金流及利润, 公司不需要大幅融资, 以至于稀释自身股权。

增量空间: 蓬勃的游戏出海

海外手游市场具备充分的拓展空间

中国是当之无愧的手游强国, 孕育全球领先的手游研发商。2019 年, 中国移动游戏出海的市场规模约为 514 亿元, 同比增长 22%, 出海市场占比约为 26.9%。

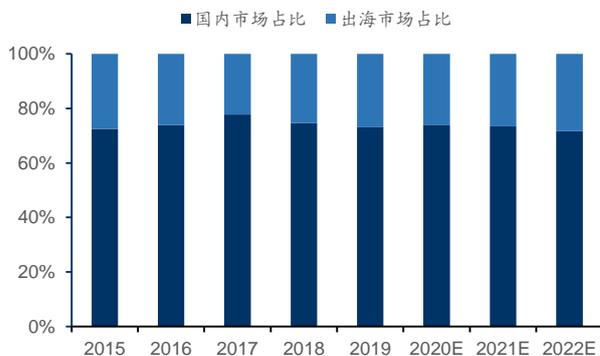
2019年，美国 Google Play 免费榜、畅销榜 Top100 中，中国占据 15% 及 20% 的市场份额。韩国移动游戏畅销榜 Top100 中，有 30 款来自于中国。反观手游入华情况，由于本土厂商实力强劲，中国自研游戏收入增速始终高于整体游戏市场增速，只有极少数的海外大厂能够在中国手游市场中分得一杯羹。

图 35: 2015-2022E 年中国移动游戏出海市场规模 (亿元, %)



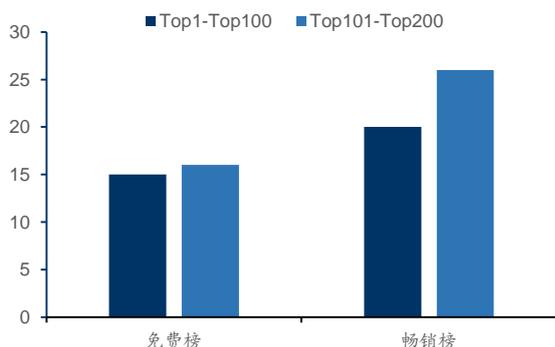
资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 36: 2015-2022E 年中国移动游戏出海市场占比 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 37: 美国 Google Play Top200 中国游戏 App 数量



资料来源: 出海研究院, 国信证券经济研究所整理

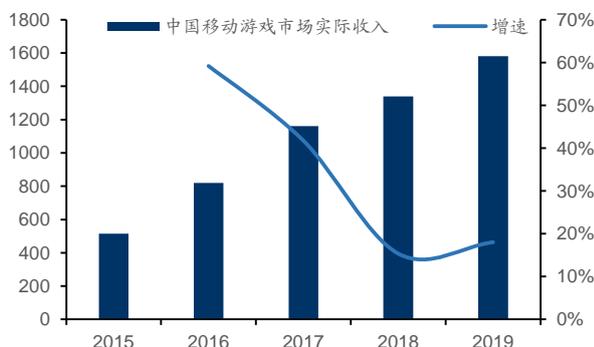
图 38: 中国自研游戏国内及海外市场收入增速 (%)



资料来源: GPC&IDC, 国信证券经济研究所整理

中国手游市场已步入成熟期，存量市场竞争日益激烈。自 2018 年游戏版号管制以来，中国游戏市场缺少了上千款获准进入市场的潜在新游，市场及用户规模的增速始终处于缓慢增长状态。2019 年移动游戏用户为 6.2 亿人，相比 2018 年仅增加 0.2 亿人，市场已进入成熟期。供给端来看，中国移动游戏行业“马太效应”越发明显，腾讯受益于渠道优势和对顶级 IP 的收购，拿下了全国超过 50% 的移动游戏市场份额。在需求和供给的双重压力下，国内各游戏公司将目光放在了海外手游市场，力求通过出海寻找新的增长点。

图 39: 中国移动游戏市场实际收入及增长率 (亿元, %)



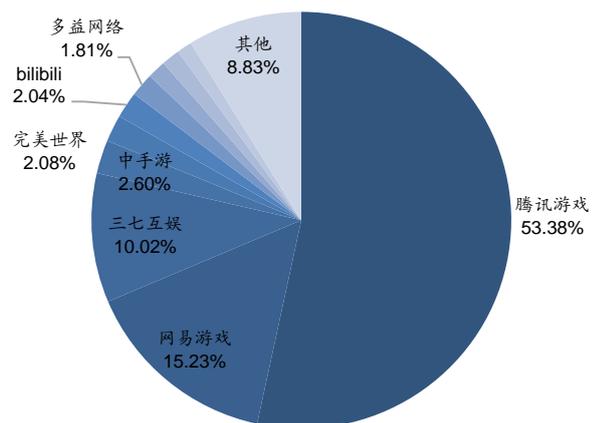
资料来源: GPC&IDC, 国信证券经济研究所整理

图 40: 中国移动游戏用户规模及增长率 (亿, %)



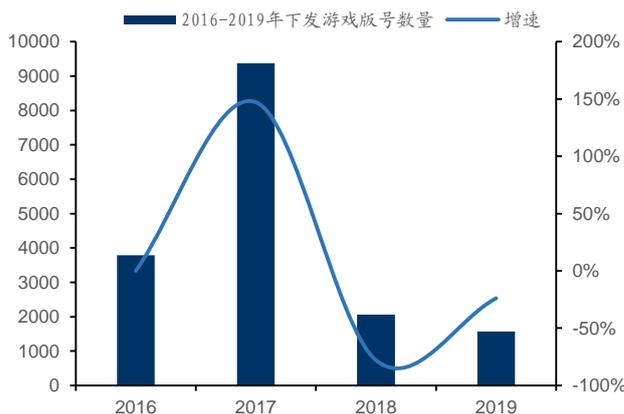
资料来源: GPC&IDC, 国信证券经济研究所整理

图 41: 2019H1 年中国移动游戏发行竞争格局 (%)



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

图 42: 2016-2019 年下发游戏版号数量 (款, %)



资料来源: 广电总局, 国信证券经济研究所整理

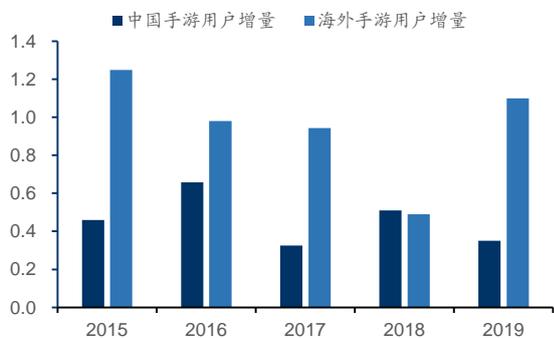
移动游戏正在全球范围内迅速升温, 手游 ARPU 提升空间大。根据 App Annie 报告, 2019 年, 全球移动市场的下载量趋于平缓, 而游戏使用时长及用户支出仍保持强劲的增长势头。艾瑞数据显示, 2019 年, 全球移动游戏的市场规模约为 4157 亿元, 同比增长 10.6%, 市场规模约为中国的 2 倍。从用户付费意愿来看, 2018 年中国手游 ARPU 为 33 美元, 占比人均可支配收入 0.83%, 显著高于游戏成熟市场美、日、韩, 从侧面证明了海外手游市场的用户付费还有很大的提升空间。用户规模上, 海外市场呈现出明显的增量特征, 2019 年海外手游用户规模同比增加 1.1 亿人, 同比增速 6.9%, 是近 5 年来首次明显高于国内手游用户增速。根据市场成熟度模型, 全球移动市场的增长已经来到了由用户时长带动收入起飞的下半场。

图 43: 2017H1-2019H1 手游市场参数



资料来源: App Annie, 国信证券经济研究所整理

图 44: 中国 vs 海外手游用户增量 (亿人)



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

图 45: 中国 vs 海外手游用户增速 (%)



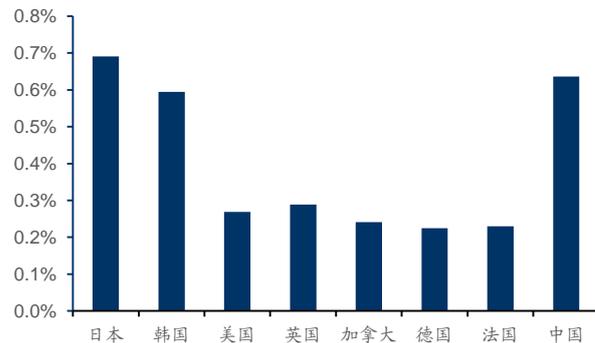
资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

图 46: 2015-2022E 年全球移动游戏市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 47: 2018 年手游 ARPU 占人均可支配收入占比



资料来源: Newzoo, 国信证券经济研究所整理

海外游戏手游化、手游重度化的趋势在显现, 对中国手游厂商而言是重大的机遇。中国手游出海表现良好, 2019 年中国自主研发的网络游戏海外市场销售收入 116 亿美元, 同比增长 20.9%, 超过全球移动游戏市场规模增速 (9.7%), 比去年同期增长率高 5.1%。随着 5G 时代的到来, 端游在硬件性能上的优势将会被逐渐削弱, 手游化程度有望进一步加深。西方手游市场重度化趋势明显, 2018

年，App Store 热门手游中动作类增速明显，收入较 2017 年上涨 42%；Google Play 热门手游中，角色扮演类、探险类游戏增长最为明显，收入较 2017 年均上涨 51%，且角色扮演类一跃成为市场份额排名第三的热门手游品类。这对于擅长重度手游开发的中国厂商更为有利。

图 48: 2017-2022E 年全球游戏市场按终端划分(亿元)



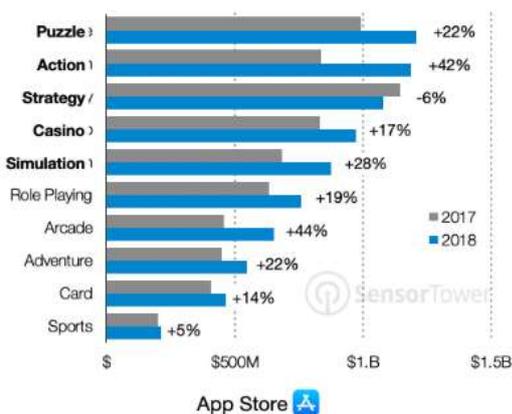
资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 49: 中国自主研发游戏出海实际销售收入及增速(亿美元, %)



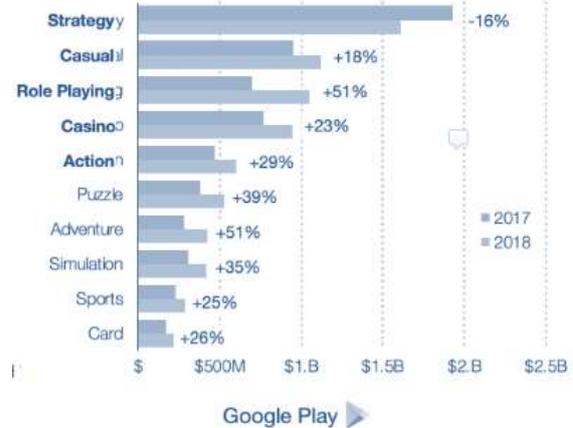
资料来源: GPC&IDC, 国信证券经济研究所整理

图 50: 2018 年亚洲以外热门手游品类年收入及增长率-App Store



资料来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

图 51: 2018 年亚洲以外热门手游品类年收入及增长率-Google Play



资料来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

腾讯 VS 网易: 资本布局 VS 产品布局

网易凭借自主发行走向国门。腾讯从 2018 年才开始真正发力手游出海，此前凭借前瞻的投资眼光及强大的资本实力，收购全球顶级游戏公司并建立战略联盟，并在 2019 年迅速切入国际市场；网易自 2013 年开始尝试游戏出海，凭借高质量的精品游戏布局海外市场。

网易出海: IP 生态能力+本土化推广运营策略攻下日韩市场

网易依靠其强大的 IP 生态能力和本土化推广运营策略，陆续将其擅长的 RPG、卡牌类游戏成功的推向了日韩市场，摸索出从 IP 选取，游戏研发、发行，推广运营的全流程打法，并成功延伸到了没有内容 IP 加持的 FPS 品类。网易的游戏出海之路，始于《阴阳师》，成熟于《荒野行动》，目前已经完成了日韩市场的

出海探索，并摸索出了一套成熟的出海策略。其游戏出海共分为以下几个阶段：

第一阶段，缺乏本土化运营和推广经验，《倩女幽魂》折戟东南亚。2013年，网易开始探索海外市场。先是在同属东亚文化圈的越南投入大量成本，架设当地服务器，并于同年12月在越南上线了国内爆火的《倩女幽魂2》；次年3月《英雄三国》开启泰服测试。然而，由于这些头部游戏题材和内容都根植于中国传统文化，很难被当地玩家接受和理解。加上宣发经验少，推广力度弱，两款游戏都没有在当地市场取得亮眼的成绩。出海第一阶段以平淡收场。

第二阶段，《阴阳师》打通游戏出海发行运营全流程，以日韩为主，覆盖全球，多地区畅销榜第一。凭借精良的制作和深入二次元群体喜好的精准推宣，“网易和风匠心巨制”手游《阴阳师》国内预约人数突破百万，于2016年9月上线后迅速蹿红，在国内连续蝉联多个APP商店下载榜榜首，上线后四个月流水超30亿。2017年2月，《阴阳师》在堪称国产游戏最难攻克的市场进行自主发行，取得日本区App Store免费游戏榜第一及Google Play免费新游戏榜第二；8月韩文版上线，首日即登顶App Store免费榜；11月泰文版上线，长期位居App Store和Google Play畅销榜前五。得益于网易的出色IP运营能力，《阴阳师》在二次元游戏的领先地位保持至今，并拥有了一个横跨游戏、电影、音乐剧、番剧和周边的庞大IP宇宙。2018年，伽马数据测算“阴阳师”IP价值高达468亿元（当时已经创造收入仅为91亿元），展示出网易精品化IP的长线运营实力。

表 9：《阴阳师》主要海外市场成绩

版本	主要成绩
中文版	2016年10月3日开启海外加速区，在全球各个国家和地区上线中文版之后，立即取得了App Store新西兰、澳大利亚、加拿大畅销榜第一；英国畅销榜第八；美国畅销榜第十等佳绩
韩文版	2017年8月1日开启韩国区，首日上线即登顶App Store免费榜第一，此后长期位于APP Store畅销榜前十，并获韩国2017游戏G-Rank手游部门独创性奖项
繁体版	2016年12月16日开启亚洲区，在港台双地区取得APP Store & Google play畅销双榜第一，获Google play2017香港区最佳对战游戏奖
泰文版	2017年11月9日开启泰国区，长期位于App Store & Google play畅销榜前五
日本版	2017年2月23日开启日本区，取得App Store免费榜第一及Google Play免费榜第二，入围Google play2017日本区年度最佳游戏榜单

资料来源：伽马数据、国信证券经济研究所整理

网易在IP题材选取上有精准的把控和长远的规划，擅长将内容IP融入MMORPG、卡牌等剧情类游戏。对于剧情类游戏来说，内容背景决定了游戏受众，故事线的构建决定了游戏生命力和玩家体验。网易拥有众多以内容为基础的长线IP，如“梦幻西游”、“大话西游”等，对于内容题材选取经验丰富，把控力度强。《阴阳师》的故事背景为梦枕貘的小说《阴阳师》，以此为例可以看出网易在IP题材选取上的考量：

1) 文化内涵受众广，题材包容性强：小说中对于妖魔鬼怪等设定与国内的鬼神论类似，捕捉、召唤精灵、妖怪鬼怪以及式神等都是人们熟知且广为流传的奇幻题材，且在日本社会有着很深的文化基础，为其出海日本埋下伏笔。

2) **原作 IP 内容丰富，拥有核心粉丝圈**：小说从 1988 年第一卷出版至今已出版十九卷，其改编案例跨越多个领域（如同名改编电影于 2001 年上映，并拿下多项奖项），拥有一批文化追随者；对于游戏制作来说，原作已经构建起了完整的故事线，游戏逻辑设定有所可依。

3) **有剧情铺垫，认知门槛低，带入性强**：《阴阳师》中每个式神都有自己的故事，有了剧本的铺垫，声优更容易代入角色情感，玩家也能够感受到角色的情感变化，引发情感共鸣。

研发实力硬核，文化挖掘、声优美术以及玩法的顶级配置给予玩家绝佳的游戏体验。主要体现在以下方面：

1) **《阴阳师》的世界观是对文化的深度挖掘**：游戏研发团队对文化的理解达到了行业领先水准，能够将日本数不尽的妖怪文化串联成故事，游戏中“阴阳师”、“御灵”、“式神”的描述都基本符合日本在阴阳道中对阴阳术的描写，同为二次元热门手游的《崩坏 3》则没有剧情设置，相比之下玩家的代入感略逊一筹。

2) **美术与声优水平极高**：《阴阳师》声优阵容豪华，使用全日文配音，且聘请的均为日本知名大牌声优，高品质的美术也受到玩家的一致认可。

3) **游戏玩法独特，玩家氪金动力十足**：卡牌类手游往往包含了“收集”、“社交”、“任务”、“升级”以及卡牌获取，但《阴阳师》在传统公会系统基础上，增加 LBS 机制，通过设立目标来增加玩家合作动力；《阴阳师》还是目前卡牌游戏中唯一一个既没有高概率也没有保底机制的手游，避免了玩家之间的“贫富差距”过大，对游戏萌新更为友好。

图 52: 《阴阳师》游戏界面



资料来源：游戏官网，国信证券经济研究所整理

图 53: 《阴阳师》部分式神



资料来源：游戏官网，国信证券经济研究所整理

自建发行团队，定位二次元目标群体精准定制活动、广告，在游戏门槛极高的日本实现“现象级”营销效果。尽管二次元文化在日本素来盛行，《阴阳师》的背景故事又建立在日本传统故事的基础上，打入日本难度依旧很大。《阴阳师》进入日本的尝试，其背后是改造本地文化后的反向输出，在文化源头要被接受并不容易，容错率更低，稍有不慎就可能被舆论倾覆。在这样的高难度市场中，网易选择自建发行团队，除了能够对发行各个环节拥有更大的掌控权外，**更重要的在实际操作中积累经验，打通出海流程。**前期宣发环节，《阴阳师》团队通过以下途径引爆日本市场：

1) **有针对性的大规模广告投放**：线上获得 Google Play 和 App Store 的预注册大图推荐、在日本评测网站 Appbank 取得推荐位；与日本最大的二次元媒体

Animate Times、二次元视频网站 niconico 合作，进行声优、绘师以及脚本团队直播等活动；线下则在秋叶原投放大量户外广告、参加各大动漫展会等。

2)不断强化品牌形象:营销策划团队在推广的过程中随时随地强调音乐、画面、声优等方面的高质量，进行洗脑式的宣传，使其成为了《阴阳师》手游的形象标签。

3)官方引导建立玩家建立自传播生态，低代价高精度实现曝光:同人文化是最容易产生线下效应的，营销团队打通漫展资源，联合 KOL、画师、cos 圈开展活动，带动大量二次元用户参与到传播中去。一系列营销推广成效显著，在上线前日服预约人数超过 35 万(预约时间不到三个月)，上线当天直冲 APP Store 免费榜第一。上线 50 天下载量超 200 万，成为当时日本市场成绩最好的国产手游。

图 54: 《阴阳师》户外广告



资料来源: 游戏官网, 国信证券经济研究所整理

图 55: 《阴阳师》手办



资料来源: 游戏官网, 国信证券经济研究所整理

硬核运作实力,从爆款产品打造长青 IP 文化圈,通过内容挖掘扩大潜在用户群。MMORPG 类手游的生命周期往往较短,只有通过较强的维护运作能力才能延续游戏生命力。网易的内容类 IP 长线运营策略主要分为两条路:

1) 游戏内: IP 深度联动+玩法迭代+系列游戏推出。除了游戏内玩法的不断更新,将知名 IP 与游戏的联动内化到游戏的玩法中,而非单纯的上线一款新皮肤来“吸金”是为游戏持续注入生命力的一大途径。上线至今《阴阳师》已经与《鬼灭之刃》、熊本熊等知名 IP 进行了联动,这些合作的达成,也从侧面说明了《阴阳师》受到了日方的认可。此外,2018 年网易 520 新品发布会上,上线三周年的《阴阳师》公布了三款衍生游戏,分别是轻度休闲产品《阴阳师:妖怪屋》、偶像养成游戏《阴阳师:百闻牌》以及 MOBA 竞技游戏《决战!平安京》,进一步扩充阴阳师宇宙。

图 56: 《阴阳师》x 熊本熊



资料来源: 游戏官网, 国信证券经济研究所整理

图 57: 《阴阳师》x 《鬼灭之刃》



资料来源: 游戏官网, 国信证券经济研究所整理

2) 游戏外: 形成泛娱乐 IP 圈层, 覆盖小说粉、游戏粉、影视粉、明星粉, 构筑庞大用户群。从内容打造出的 IP, 不仅能触达游戏玩家、原作内容粉丝, 在后续的影视 IP 联动上也有望能触达更大的用户群体。加上卡牌类、RPG 类手游操作简单门槛低, 画质精美富有吸引力, 易被非重度游戏玩家群体接受。围绕《阴阳师》主题, 网易陆续推出官方漫画、音乐剧、泡面番等作品, 均获得了极佳的口碑。2017 年《阴阳师》音乐剧发布, 以“国内原创游戏+日本 2.5 次元舞台剧”的形式引起了大量关注, 日本和中国在内的 34 场演出场场爆满, 微博“阴阳师音乐剧”至今阅读量达到 5.4 亿;《阴阳师: 平安物语》系列番剧在 B 站均分超过 9.0, 播放量逼近 7000 万, 得到了粉丝的广泛认可。

图 58: 《阴阳师》泛娱乐布局



资料来源: 阴阳师官网, 国信证券经济研究所整理

第三阶段: 产品+推广运营发力, 本土化策略持续奏效

《荒野行动》抓住吃鸡手游空白期切入, 并在日本得到强正向反馈后从全球转向深耕日本。2017 年 2 月 PUBG 端游公测引发全球吃鸡热潮, 网易抓住了吃鸡手游在全球市场的空白, 迅速响应, 在同年 12 月推出其首个自研、全球自发的产品《荒野求生》手游。在 2017 年 12 月到 2018 年 1 月的全球化过程中, 数据显示日本留存情况明显好于其他主要市场, 长期留存几乎是巴西和美国市场的 3-4 倍。然而在传统认知中, 日本游戏市场高度封闭, 本土以任天堂为首的游戏厂商占据市场的绝对份额, 游戏题材聚焦于二次元、萌文化; 手游行业

变化少，主机厂商专注主机游戏开发，其他本土厂商游戏品类和品质发展慢。《荒野行动》在日本市场上的初步成功意义重大，说明了当地市场在吃鸡品类存在巨大蓝海。基于此，出海团队将战略重心从全球布局转向了深耕日本市场。

图 59: 《荒野求生》出海历程



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

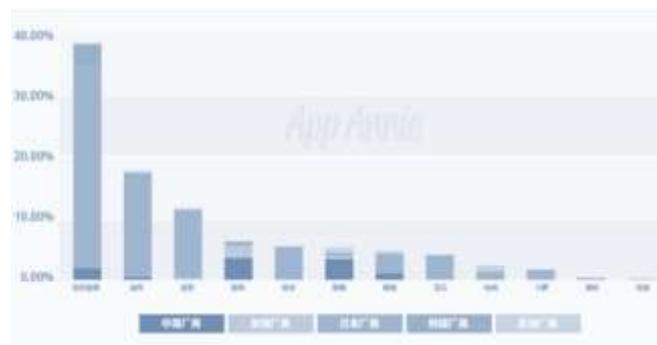
《荒野行动》能够引爆日本市场，靠的是产品品质和 UGC 内容形成的超强传播。首先，在产品研发上，精雕细节：如为了方便玩家在作战中判断敌人位置，率先加入地图脚步声提示功能，让无法凭声音定位的玩家可以瞬间找到敌人，大大减少了普通玩家上手难度；雪地场景中加入了脚印、车辙等细节设定，使游戏体验更具真实感；2018 年开发都市地图，将场景从荒野、平原变成了楼房密集的城市，并引入日本传统文化元素，大大丰富了游戏的可玩性。其次，营销造势，利用 UGC 力量形成超强传播：《荒野行动》的营销团队于 2018 年 1 月在 Twitter 上开展的 UGC 内容创作大赛吸引了超过 1000 个投稿，总观看数量突破 600 万次；游戏中极具中国特色的“补漏车”引起了大量玩家自发传播，众多游戏视频在 YouTube 上爆火并登上热搜榜第一。

图 60: 《荒野行动》补漏车



资料来源: 游戏官网, 国信证券经济研究所整理

图 61: 2019 上半年日本市场 Top250 游戏类别 (按用户支出)



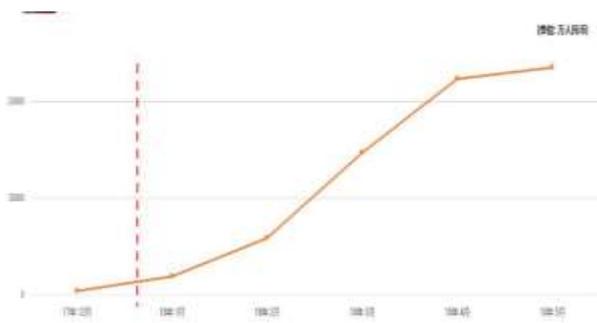
资料来源: APP Annie, 国信证券经济研究所整理

《荒野行动》热度的维持，靠的是 IP 深度联动和善于结合热点做创新营销。与《阴阳师》拥有完整的故事线不同，《荒野行动》没有强大的内容背景加持，对玩法和游戏内容的迭代要求更高。每逢联动活动，游戏会根据 IP 特点，推出全新的玩法模式。如与《进击的巨人》联动时，游戏内不仅更新了三位游戏主角的皮肤，还把动画里的立体机动装置引入游戏当中，玩家在拾取立体机动装置后，即可在游戏中实现飞檐走壁，战斗中巨人还会出现在地图中攻击玩家，高度还原动画设定。与此同时，网易善于结合当地热点做创新营销。如 4 月份日本因疫情宣布进入紧急状态，同一时期《荒野行动》曝出全服发放“金券 bug”事件，为 S11 赛季预热。这期间，《荒野行动》多次登上推特热搜，吸引大量用户

回流，免费榜、畅销榜双榜排名也得到大幅提升。

《荒野行动》在日本市场上赢得了稳定的成绩和口碑，完成了对日本市场出海打法的探索。根据 Sensor Tower 公布的数据，2018 年《荒野行动》在日本收入为 4.65 亿人民币（日本收入占比超过该游戏全球总收入的 70%），付费玩家人数超过 150 万。并在日本 Google Play Best of 2018 中拿到年度最佳奖、玩家投票奖、以及对抗游戏奖三项大奖；成为有史以来国产手游在日本所取得的最好成绩。

图 62: 荒野行动畅销榜收入排名



资料来源: Mobile Index, 国信证券经济研究所整理

图 63: 《荒野行动》日本免费榜下载排名



资料来源: App Annie, 国信证券经济研究所整理

前景展望: 内容化 IP 为核心, 网易有望进一步开拓海外市场

总结单品爆发经验, 复刻本土化推广运营策略, 为后续产品在日本市场取得成绩铺路。因地制宜的推广方式能够有效避免文化冲突带来的负面影响, 降低出海门槛。除《荒野行动》、《阴阳师》之外,《第五人格》《明日之后》《机动都市阿尔法》等产品也曾相继登顶日本 App Store 免费榜, 这些成功案例证实了网易所摸索出的本土化推广运营策略是有效的。

网易在日本持续采用与知名 IP 深度联动的形式, 多次拉升游戏热度, 延长游戏生命周期。如继银魂、妖精的尾巴、EVA 等合作之后, 近期《荒野行动》相继与七大罪、炎炎消防队等人气动画联动、《第五人格》与《枪弹辩驳》进行联动等, 都取得了正面的市场反馈。

注重线上+线下的立体化推广, 创造热点话题带动用户参与。如《荒野行动》纪念日当天, 官方推出“五五王者祭”活动, 联合 5 名人气主播开启长达 10 小时的直播马拉松, 累计观看数量超过 200 万。期间霸占日本推特热搜第一, 并吸引了超过 16 万玩家投稿参与。单 5 月 1 日一天,《荒野行动》在日本收入就达 860 万美元(折合人民币约 6000 万元), 一举登上 App Annie 统计的 5 月 iOS 产品收入榜第一。

图 64: 《荒野行动》五五王者祭活动宣传图



资料来源: 游戏官网, 国信证券经济研究所整理

图 65: 2019 年 5 月日本 iOS 产品收入榜

排名	产品名称	公司
1	Knives Out (荒野行动)	NetEase (网易) LongE (腾讯)
2	Monster Strike (怪兽大作战)	Xflag China (盛旗) mixi (Mixi)
3	Puzzle & Dragons (帕斯卡与龙长斯)	GungHo Online Entertainment (ガンホー・オンライン)
4	Professional Baseball Spirits A (プロ野球スピリッツA)	KONAMI (科乐美)
5	Dragon Quest Walk (ドラゴンクエストウォーク)	SQUARE ENIX (スクウェア・エニックス)

资料来源: APP Annie, 国信证券经济研究所整理

公司对内容的把控力强, 擅长以 IP 为支点打造泛娱乐文化圈, 扩大其潜在用户。海外市场的游戏发行渠道较为单一, 对产品力的考验更为严格。从《剑网三》到《阴阳师》, 网易始终坚持其“引领圈层做产品”的理念。IP 的本质是共同话题的圈层, 寻找文化圈层切入, 并利用优质资源 (推广、运营、设计等) 带动圈层。一款游戏的影响力不再局限于他的玩家, 而是通过对其背后的 IP 精细化、内容化运营撬动更大的市场, 在游戏续作、周边、漫画、影视、真人剧目等方面挖掘价值空间, 从多个领域进一步拓展 IP 的整体价值。这样构建出的生态圈生命周期长、受众广, 且模式可复制。对于没有 IP 背景的游戏, 则通过 IP 深度联动, 将联动 IP 融入到游戏体系、玩法、策略、话题中去, 不断推高游戏热度。

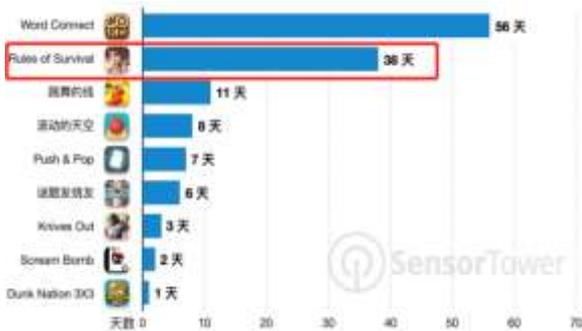
图 66: 网易的产品策略



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

日韩市场的成功体现了网易的差异化打法在海外跑通。IP 对于游戏来说是至关重要的, 在 IP 加持下, 玩家会更乐于去尝试进入游戏内体验。如通过与顶级端游开发商签订手游开发协议, 进行端转手。腾讯的热门手游《CODM》、《PUBG MOBILE》等均从此角度切入。网易同样具有“端转手”的研发能力: 其自研推出的端游《天下》、《大话西游》、《梦幻西游》、《镇魔曲》、《逆水寒》、《倩女幽魂》等也陆续完成了手游版本研发; 吃鸡手游《Rules of Survival》是 2017 年唯一曾登顶美国 App Store 的 iPhone 作品, 位列游戏类单日下载榜第一名七天, 体现了网易的手游研发实力。然而, 大型端游 IP 的手游改编权获取价格高昂, 且十分有限。因此, 网易的战略聚焦内容挖掘, 深耕剧情类游戏, 同时与泛娱乐 IP 深度联动来获取热度: 如以影视 IP (如《大话西游》)、小说 IP (如《阴阳师》、《第五人格》) 为基础自创游戏 IP 等。

图 67: 2017 年打入美国 APP store 游戏类单日 Top5 的中国 iPhone 手游及入榜总天数



资料来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

图 68: 2018 年 2 月中国手游下载量 Top30



资料来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

影视、小说等文化 IP 资源丰富，网易在海外市场存在较大的想象空间。1) 各国知名文化类 IP 丰富程度远大于端游 IP，其获取成本相对低廉；2) 网易对于文化 IP 的内容挖掘能力已经得到了验证，能够将原作 IP 内容融合到游戏玩法中去，在 MMORPG、卡牌类有较大的发展空间；3) 泛娱乐 IP 储备丰富，目前网易与暴雪、漫威、微软及华纳兄弟等全球顶级 IP 拥有者及工作室都有着密切的合作，拥有华纳兄弟的《猫和老鼠》、《哈利波特》(将推出《哈利波特：魔法觉醒》手游) 系列授权等。4) 以日韩市场为参考，依靠高度本土化的推广运营能力，网易在剧情类游戏相对冷门的欧美、加拿大等市场已取得初步成功。如 2017 年末《终结战场》(原《终结者 2: 审判日》) 海外版本正式上线，连续登上美国、法国、新西兰等七个国家和地区 App Store 游戏免费榜的榜首，截至去年底全球下载量达 2 亿 8000 万，与《荒野行动》不相上下。《明日之后》则成功走出亚洲，拿下美国、加拿大、泰国等 App Store 游戏免费榜前 3 名。截至目前，《明日之后》全球下载量已突破 2 亿次。

表 10: 网易代理海外游戏 IP 梳理

IP 授权方	游戏名称	首次上线时间
Zynga	泰坦黎明	2017 年 5 月
KONAMI	实况俱乐部	2014 年 5 月
	实况: 王者集结	2018 年 4 月
	实况足球	2018 年 6 月
	实况球会经理	2020 年 2 月
微软 (Mojang)	我的世界	2009 年 5 月
	我的世界 Minecraft	2009 年 5 月
CCP	EVE Online	2003 年 5 月
	星河前夜: 无烬星河	TBD
动视暴雪	魔兽世界	2004 年 11 月
	星际争霸 2	2010 年 7 月
	暗黑破坏神 3	2012 年 5 月
	炉石传说	2014 年 3 月
	风暴英雄	2015 年 1 月
	守望先锋	2016 年 5 月
	暗黑破坏神: 不朽 TM	TBD

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 11: 网易代理海外影音 IP 梳理

IP 授权方	游戏名称	游戏上线时间
华纳兄弟	猫和老鼠	2015 年 5 月
	哈利波特: 魔法觉醒	2017 年 11 月
终结者	终结战场	TBD
漫威	漫威超级战争	TBD
任天堂	宝可梦大探险	TBD
HBO/Survivors	Westworld: Awakening	TBD

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

技术向投资布局+自建海外工作室, 网易未来将为海外玩家提供更多品质高、体验好的游戏产品。网易近两年海外工作室的投资布局速度加快, 仅 2019 年就与《尘埃》系列、F1 赛车系列开发商 Codemaster、《黎明杀机》的开发商 Behavior Interactive 等在内的五家海外游戏工作室达成了战略合作关系, 并入股 Second Dinner 工作室(其创始人为前《炉石传说》的执行制作人兼暴雪副总裁 Hamilton

Chu)。同时，为了增强自身研发能力，研发出更符合海外玩家文化审美和品味偏好的高品质游戏，网易也逐步开始招募海外团队。2019年7月，宣布将在加拿大魁北克省蒙特利尔成立游戏研发工作室，招募当地优秀人才；9月在印尼设立海外发行岗，作为开拓东南亚市场的根据地，反映出网易在全球范围寻找优秀内容开发者、孵化精品游戏的意愿。

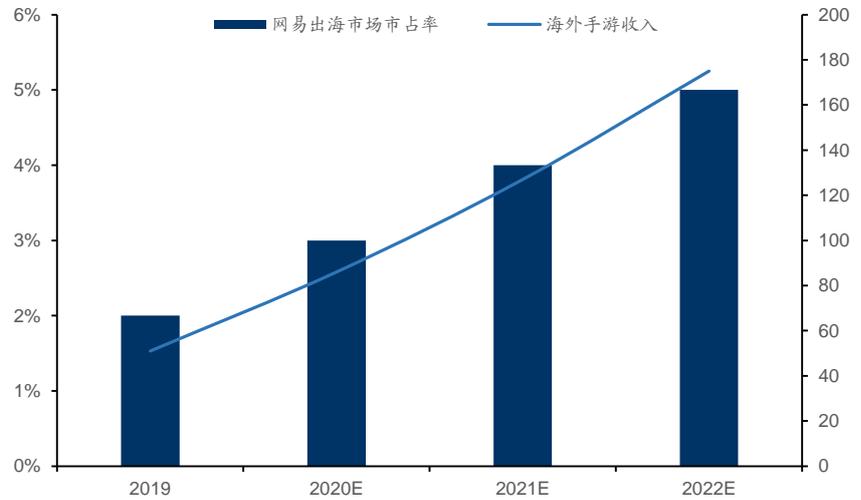
表 12: 网易海外工作室投资梳理

国家	工作室	投资时间	工作室类型	代表游戏
芬兰	Reforged Studios	2015.10	手机游戏工作室	
美国	Niantic	2017.11	软件开发公司，2015年从Google分离成为独立公司	精灵宝可梦 Go
英国	Jumpship	2018.7		科幻题材 Somerville
美国	Bungie	2018.6	独立游戏工作室	射击游戏《命运 2》
英国	Improbable	2018.7		
美国	Second Dinner	2019.1	游戏开发商	超级英雄类
法国	Quantic Dream	2019.1	电视游戏开发商	电视游戏《暴雨》、《超凡双生》
加拿大	Behavior Interactive	2019.7	独立视频游戏开发商	《黎明杀机》
英国	Bossa Studios	2019.11	游戏开发制作商	《漂泊世界》、《我是面包》
英国	Codemasters	2019	游戏开发制作商	尘埃、F1 赛车系列

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

发力欧美，多款重磅新游将集中上线，网易游戏海外收入有望在 3 年内翻 3 倍。根据近期游戏布局情况来看，多款重磅新游将在 2020 年下半年至 2021 年上线，并布局全球市场。如与动视暴雪合作开发的《暗黑破坏神：不朽》，VR 游戏《Westworld: Awakening (西部世界)》，IP 衍生游戏《哈利波特：魔法觉醒》、《指环王：崛起》等，都将进一步重点拓展欧美市场，推动手游出海的发展进程。自 2018 年第三季度公司游戏出海占比达到 10% 以来，增长相对迟缓，主要原因是新游尚处于研发阶段，主要收入来自原有游戏。随着多款新游研发工作完成并逐步上线，将为公司收入带来强劲增长动力，游戏出海的高速增长期即将到来。2019 年，海外手游市场规模为 2320 亿元，网易海外手游收入为 51 亿元（整体游戏收入占比为 11%）。考虑到网易较强的手游研发及产品运营能力，我们假设未来 3-5 年内，公司在海外手游市场的份额将从 2% 增长至 4%~5%，其海外手游收入有望达到 148~175 亿元。

图 69: 网易游戏出海空间测算（%，亿元）



资料来源: Newzoo, 伽马数据, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

- 1) 游戏出海为公司游戏带来显著增量, 预计 2020/2021 年游戏收入增速分别为 14%/16%;
- 2) 得益于在线教育行业本身景气度较高, 及网易生态体系的导流能力, 预计 2020/2021 年有道收入增速分别为 121%/96%;
- 3) 创新及其他业务方面, 网易云音乐尚未找到最适合变现的商业模式, 邮箱业务预计保持稳定, 广告业务受宏观环境因素影响继续承压, 我们预计该业务 2020/2021 年收入增速分别为 15%/12%。

未来 3 年盈利预测

表：未来3年盈利预测表

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	59241	69204	81828	94667
营业成本	27686	31871	37545	43383
销售费用	6221	7443	8460	9490
管理费用	13038	14939	17609	20162
财务费用	(847)	(717)	(678)	(804)
营业利润	16383	18364	21698	25421
利润总额	16383	18364	21698	25421
归属于母公司净利润	15,679	17,971	21,236	24,826
EPS	4.54	5.20	6.15	7.19
ROE	35%	20%	20%	20%

按上述假设条件，我们得到公司 2020-2022 年收入分别为 692、818、9478 亿元，Non GAAP 下归属母公司净利润 180/212/248 亿元。

盈利预测的敏感性分析

盈利预测情景分析

表：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2019	2020E	2021E	2022E
乐观预测				
营业收入(百万元)	59,241.1	70,200.7	84,286.6	98,833.9
(+/-%)	15.8%	18.5%	20.1%	17.3%
non-GAAP 归母净利润(百万元)	15,679.1	22,964.3	27,567.2	32,631.4
(+/-%)	45.7%	46.5%	20.0%	18.4%
non-GAAP 每股收益(元)	4.5	6.6	8.0	9.4
中性的预测				
营业收入(百万元)	59,241.1	69,204.4	81,828.0	94,667.0
(+/-%)	15.8%	16.8%	18.2%	15.7%
non-GAAP 归母净利润(百万元)	15,679.1	17,971.2	21,236.0	24,826.4
(+/-%)	45.7%	14.6%	18.2%	16.9%
non-GAAP 每股收益(元)	4.5	5.2	6.1	7.2
悲观的预测				
营业收入(百万元)	59,241.1	68,208.0	79,405.7	90,618.8
(+/-%)	15.8%	15.1%	16.4%	14.1%
non-GAAP 归母净利润(百万元)	15,679.1	13,295.8	15,461.7	17,899.8
(+/-%)	45.7%	-15.2%	16.3%	15.8%
non-GAAP 每股收益(元)	4.5	3.8	4.5	5.2
总股本(百万股)	3455.12	3455.12	3455.12	3455.12

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

政策风险

公司所处的游戏赛道与政策强相关，行业政策可能会随时变动，政策的收紧对于公司的业务开展具有较大的影响。

估值的风险

我们采取绝对估值与相对估值相结合的方法，计算得到公司的合理股价为 162-175 港币，该估值建立在较多的假设前提上，特别是对于公司未来自由现金流、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假设和可比公司估值参数的选取，均加入了分析师的个人判断。可能会由于对公司金融科技业务的竞争格局、流水增速及提费速率过于乐观的估计，导致公司股价被高估的风险。

盈利预测的风险

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1) 游戏出海为公司游戏带来显著增量，预计 2020/2021 年收入增速分别为 14%/16%；
- 2) 得益于在线教育行业本身景气度较高，及网易生态体系的导流能力，预计 2020/2021 年有道收入增速分别为 121%/96%；
- 3) 创新及其他业务方面，网易云音乐尚未找到最适合变现的商业模式，邮箱业务预计保持稳定，广告业务受宏观环境因素影响继续承压，我们预计该业务 2020/2021 年收入增速分别为 15%/12%。

受市场环境或宏观经济的影响，以上盈利预测存在不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3246	1594	4635	7890
应收款项	8848	10336	12221	14138
存货净额	651	766	899	1036
其他流动资产	3540	4135	4889	5656
流动资产合计	85105	85652	94906	104596
固定资产	4622	7978	11319	14560
无形资产及其他	10242	14153	18041	21940
投资性房地产	2862	2862	2862	2862
长期股权投资	9294	12392	15965	19538
资产总计	112124	123036	143092	163495
短期借款及交易性金融负债	16828	12370	14286	14495
应付款项	4369	5146	6040	6959
其他流动负债	17046	19982	23490	27016
流动负债合计	38243	37498	43815	48469
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	840	1120	1416	1416
长期负债合计	840	1120	1416	1416
负债合计	39083	38618	45231	49885
少数股东权益	11588	11805	12061	12362
股东权益	61454	72614	85800	101248
负债和股东权益总计	112124	123036	143092	163495

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	6.15	4.31	5.09	5.96
每股红利	0.00	1.08	1.27	1.49
每股净资产	17.79	21.02	24.83	29.30
ROIC	124%	122%	98%	87%
ROE	35%	20%	20%	20%
毛利率	53%	54%	54%	54%
EBIT Margin	28%	27%	27%	27%
EBITDA Margin	32%	30%	30%	30%
收入增长	16%	17%	18%	16%
净利润增长率	245%	-30%	18%	17%
资产负债率	45%	41%	40%	38%
息率	0.0%	0.8%	0.9%	1.1%
P/E	27.4	23.9	20.2	17.3
P/B	7.6	6.5	5.5	4.6
EV/EBITDA	26.8	24.6	21.3	18.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	59241	69204	81828	94667
营业成本	27686	31871	37545	43383
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	6221	7443	8460	9490
管理费用	13038	14939	17609	20162
财务费用	(847)	(717)	(678)	(804)
投资收益	1306	549	611	822
资产减值及公允价值变动	439	439	489	456
其他收入	1495	1707	1707	1707
营业利润	16383	18364	21698	25421
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	16383	18364	21698	25421
所得税费用	2915	3267	3860	4523
少数股东损益	194	217	256	300
归属于母公司净利润 (GAAP)	21238	14880	17581	20598

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	21238	14880	17581	20598
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	2614	2286	2525	2775
公允价值变动损失	(439)	(439)	(489)	(456)
财务费用	(847)	(717)	(678)	(804)
营运资本变动	4651	1794	1925	1623
其它	145	217	256	300
经营活动现金流	28208	18737	21799	24841
资本开支	(6373)	(9113)	(9265)	(9460)
其它投资现金流	(24226)	0	(3441)	(3613)
投资活动现金流	(34647)	(12211)	(16278)	(16646)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	0	(3720)	(4395)	(5149)
其它融资现金流	4296	(4458)	1916	209
融资活动现金流	4296	(8178)	(2480)	(4940)
现金净变动	(2143)	(1652)	3040	3255
货币资金的期初余额	5389	3246	1594	4635
货币资金的期末余额	3246	1594	4635	7890
企业自由现金流	14361	10063	13023	15837
权益自由现金流	19332	5115	14509	15643

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032