

网易 (NTES.US)

证券研究报告

2018年12月03日

游戏王者回归，电商孕育未来，云音乐牵手百度协同内容生态，继续看好长期空间

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

周奕纯 联系人
zhouyichun@tfzq.com

受益于游戏增速回升及电商继续高增长，网易总收入超预期增长，毛利率环比持续改善，但净利率受研发费用率提升等影响承压。本季度网易总收入同比增长 35.1% 至 168.6 亿元，环比增长 3.5%，超出市场预期 1.2%。3Q18 毛利率为 44.8%，同比下降 2.9 个百分点，降幅持续收窄，环比提升 0.3 个百分点，主要受益于游戏业务毛利率提升。研发费用率提升使经调整归属股东净利润同比减少 25.3%、环比减少 17.1% 至 22.6 亿元，低于市场预期 0.5%，经调整净利率为 13.4%，同比降低 10.8 个百分点，环比降低 3.3 个百分点。

游戏多元化创新结合长线运营缓解短期压力，出海表现亮眼收入贡献首超 10%。3Q18 网易游戏业务收入同比增长 27.6% 至 103.5 亿元，增速持续回升；递延收入环比增加，递延收入占 TTM 游戏收入比例环比提升 1.6 个百分点至 19.8%，同比提升 3.2 个百分点。手游精品化叠加长线运营维持《阴阳师》等成熟产品生命力，多元化创新再筑增长新引擎，新游《神都夜行录》和《明日之后》流水表现突出，推动网易进入畅销榜 Top20 的手游矩阵整体排名中枢从上季度的 10-20 名提升至 2-10 名。本季度手游收入同比增长 27.0% 至 70.4 亿元，环比减少 6.4%，占国内手游市场的份额约为 19.8%。端游《逆水寒》贡献增量业绩，高品质匠心之作推动收入逆势增长。3Q18 端游收入同比增长 28.8% (vs. 同期腾讯手游收入 -15% YoY) 至 33.1 亿元，环比增长 30.1%。此外，游戏出海收入贡献持续提升，本季度海外收入占比首次超过 10%。根据 App Annie，网易三季度稳居中国手游出海发行商收入榜前二，后续将重点发力欧洲和北美市场。

电商业务继续高增长，聚焦新消费人群，以投入换未来。3Q18 网易电商业务收入同比增长 67.2% 至 44.6 亿元，环比增长 2.1%。由于电商业务尚处于投入期，毛利率持续承压，本季度毛利率为 10.0%，同比降低 1.5 个百分点，预计中短期内毛利率将维持在 9%-10%。网易考拉转型综合电商平台，带动人均变现和用户群体双重拓展。2018 年 9 月网易考拉 MAU 近 1,500 万，同比增长 96%，季度净增用户超过 100 万。近期政策利好跨境电商发展，我们认为考拉作为头部平台有望受益，公司计划在未来投入 200 亿美元进行全球直采。网易严选稳步扩充 SKU，目前 SKU 已超过 1.7 万个，相较去年同期不到 1 万。除了自有平台和考拉外，严选已陆续入驻天猫、京东、拼多多等电商平台，向品牌化继续发展，同时积极布局线下，拓展消费场景，首家严选线下实体店将于 12 月在杭州营业。公司预计严选 2018 年全年将实现 200 亿元 GMV，相比 2017 年 70 亿 GMV 实现翻倍式增长。此外，网易积极拥抱流量新玩法，陆续上线拼团、推手、小程序等社交电商模式。

网易云音乐瞄准年轻圈层构筑音乐社区，战略携手百度协同内容生态。网易云音乐目前的注册用户规模已达到 6 亿，相比去年净增 2 亿，用户以 90 后等年轻群体为主。网易云音乐 10 月 MAU 同比增长 36.6% 至 1.2 亿，人均使用时长同比增加 5%。本月，网易云音乐完成 6 亿美元融资，百度为战略投资方。融资完成后，网易云音乐的估值达到 35 亿美元。我们认为，网易云音乐与百度将在流量、技术、内容等方面实现深入合作与协同，全面提升竞争力。1) 流量：获得百度系产品的流量支持，尤其是百度 APP 和百度搜索的超级流量入口，同时接入 DuerOS 拓展线下场景；2) 技术：结合百度 AI、大数据和云计算等技术优势，强化个性化推荐功能，提升内容分发能力；3) 内容：与百度在版权资源共享、音乐人扶持等方面展开合作。

估值：网易当前市值对应 FY18/FY19 的 P/E 为 24.8x 和 20.0x，处于历史估值中枢偏上。我们认为，尽管当前国内游戏行业整体承受监管压力，但网易基于精品化战略和长线运营优势，已逐步形成多元化产品布局，且拥有一定版号储备，结合出海贡献持续提升，游戏业务的相对优势更加突出；电商业务持续高增长，中长期来看盈利能力有较大提升空间；云音乐携手百度有望提升竞争力，抢占更多市场份额。考虑公司每 ADS 现金 \$48 和稳定 25% 的分红率，以及超过 18 亿美元的未完成回购计划，同时 \$259.6 的平均回购价格较当前股价有一定支撑，我们看好网易公司的长期投资价值。

风险提示：政策风险，宏观经济风险，竞争加剧，游戏业务增速放缓，电商业务毛利率下滑，汇率风险



内容目录

1. 核心观点	4
1.1. 游戏业务：多元化创新结合长线运营缓解短期压力，出海表现亮眼收入贡献首超10%	5
1.2. 电商业务：聚焦新消费人群，以投入换未来	16
1.3. 网易云音乐：瞄准年轻圈层构筑音乐社区，战略携手百度协同内容生态	21
2. 财务数据分析	26
3. 估值与投资建议	32

图表目录

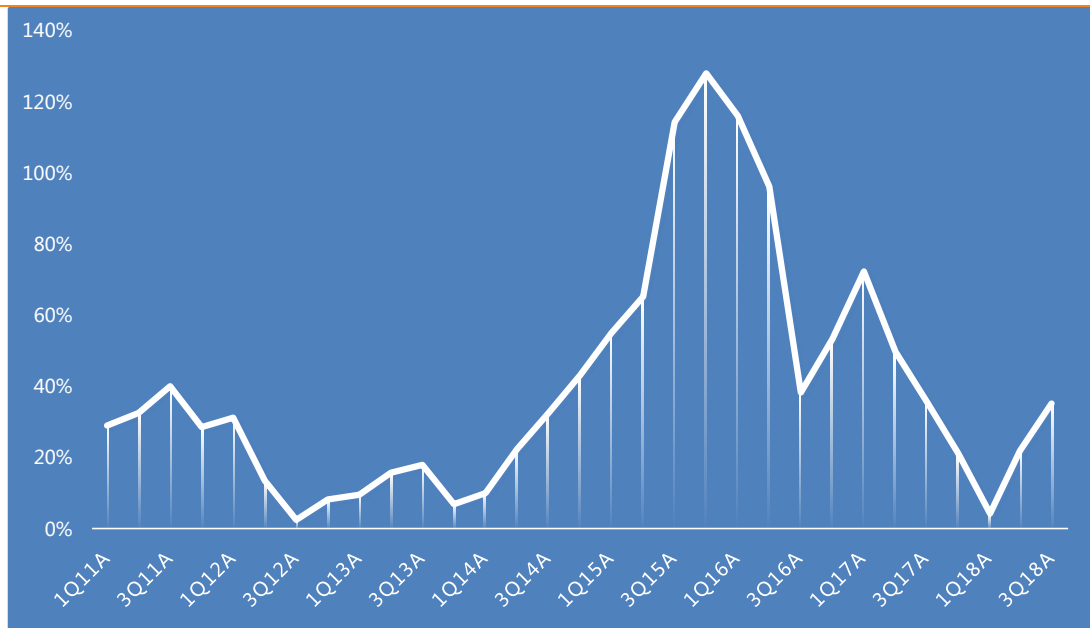
图 1：网易总体收入同比增速（1Q11A-3Q18A）	4
图 2：网易总收入及经调整归属股东净利润（4Q16A-3Q18A）	4
图 3：网易游戏业务收入同比增速（1Q11A-3Q18A）	5
图 4：腾讯和网易-中国移动游戏 CR2 市场份额（1Q15A-3Q18A）	5
图 5：网易递延收入及占 TTM 游戏收入比例（2010A-2017A，1Q17A-3Q18A）	6
图 6：网易核心手游在 iOS 中国游戏畅销榜 Top20 排名变化趋势（2018 年 5 月 13 日-2018 年 11 月 11 日）	6
图 7：《阴阳师》两周年庆版本活动	7
图 8：《阴阳师》iOS 中国游戏畅销排名趋势（2018 年 8 月 24 日-2018 年 11 月 21 日）	7
图 9：网易移动游戏发行数量（2Q14A-4Q18YTD）	8
图 10：网易近期发行移动游戏与类似主机游戏画面对比	8
图 11：网易研发投入及研发费用率（4Q16A-3Q18A）	9
图 12：《逆水寒》融入图灵技术的游戏画面效果	9
图 13：中国手游发行商出海收入 Top 10（iOS & Google Play，2018 年 9 月）	10
图 14：中国手游 APP 出海收入 Top 30（iOS & Google Play，2018 年 9 月）	10
图 15：《荒野行动》日本 iOS 畅销榜排名（2018 年 8 月 18 日-2018 年 11 月 15 日）	11
图 16：网易大神 APP 产品截图	11
图 17：网易大神可绑定游戏产品（截至 2018 年 11 月）	12
图 18：网易游戏会员俱乐部的三种会员方案	12
图 19：网易游戏超级会员卡和网易大会员卡权益	13
图 20：《楚留香》“吃鸡”模式-“生死剑冢”游戏画面	13
图 21：《暗黑破坏神：不朽》游戏画面	14
图 22：网易待发行游戏 Pipeline（不完全梳理）	14
图 23：网易游戏多元化布局	15
图 24：网易电商业务收入及同比增速和毛利率（1Q17A-3Q18A）	16
图 25：网易考拉 MAU 和单用户日均使用时长（2016 年 1 月-2018 年 10 月）	16
图 26：网易考拉与其他电商平台用户终端价格超过 3,000 元的比例对比（2018 年 9 月）	17
图 27：网易考拉 2018 年“双 11”销售额数据	17
图 28：网易考拉 2018 年下半年达成的品牌合作（不完全梳理）	18

图 29: 网易严选在其他电商平台的旗舰店-京东、天猫、拼多多	19
图 30: 网易考拉和网易严选的拼团模式	19
图 31: 网易推手产品界面	20
图 32: 主要电商平台微信小程序阿拉丁指数对比 (2018 年 10 月 29 日-2018 年 11 月 26 日)	20
图 33: 网易云音乐注册用户数增长趋势 (2013 年 4 月-2018 年 11 月)	21
图 34: 网易云音乐 MAU 和单用户日均使用时长 (2016 年 1 月-2018 年 10 月)	21
图 35: 16-25 岁移动网民 APP 偏好 Top 5 (3Q18)	22
图 36: 2017 年中国一二线城市移动网民 APP 偏好 Top 10	22
图 37: 网易云音乐 2018 年部分版权合作事项	22
图 38: 网易云音乐 “云梯计划”	23
图 39: 网易 LOOK 直播产品界面	23
图 40: 在线音乐行业 Top 5 APP 月活跃用户规模 (2018 年 7 月)	24
图 41: 网易云音乐与腾讯系音乐 APP 用户重合情况与主要运营指标 (2018 年 7 月)	24
图 42: 百度 DuerOS 适用场景	25
图 43: 百度搜索歌曲推荐音乐平台	25
图 44: 网易总收入及同比增速 (4Q16A-3Q18A)	26
图 45: 网易游戏业务收入及同比增速 (4Q16A-3Q18A)	26
图 46: 网易 PC 游戏业务收入及同比增速 (4Q16A-3Q18A)	27
图 47: 网易移动游戏业务收入及同比增速 (4Q16A-3Q18A)	27
图 48: 网易电商业务收入及同比增速 (4Q16A-3Q18A)	28
图 49: 网易总体毛利率及分业务毛利率 (1Q17A-3Q18A)	28
图 50: 网易营业利润及营业利润率 (4Q16A-3Q18A)	29
图 51: 网易运营费用率 (4Q16A-3Q18A)	29
图 52: 网易经调整归属股东净利润及净利率 (4Q16A-3Q18A)	30
图 53: 网易实际业绩与一致预期对比表 (3Q18)	30
图 54: 网易递延收入及占 TTM 游戏收入比例 (2010A-2017A, 1Q17A-3Q18A)	31
图 55: 全球主要游戏公司估值对比表	32
图 56: 网易 Forward PE Band	32

1. 核心观点

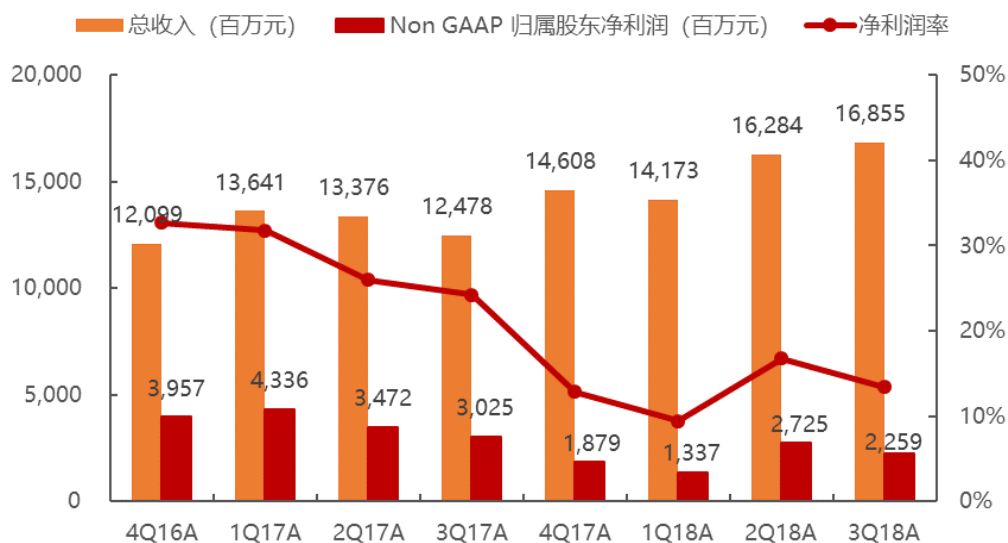
受益于游戏增速回升及电商继续高增长，网易总收入超预期增长，毛利率环比持续改善，但净利率受研发费用率提升等影响承压。本季度网易总收入同比增长 35.1%至 168.6 亿元，环比增长 3.5%，超出市场预期 1.2%，其中，游戏业务收入为 103.5 亿元，同比增长 27.6%，增速继续回升，为最近 5 个季度最高，环比增长 2.9%，占总体收入 61.4%。3Q18 整体毛利率为 44.8%，同比下降 2.9 个百分点，降幅持续收窄，环比提升 0.3 个百分点，主要受益于游戏业务毛利率提升（65.1%，+2.6pct YoY，+0.8pct QoQ）。而费用率（主要是研发费用率，Non-GAAP 为 12.0%，+3.8pct YoY，+1.6pct QoQ）提升使经调整归属股东净利润同比减少 25.3%、环比减少 17.1%至 22.6 亿元，低于市场预期 0.5%，归属股东净利率为 13.4%，同比降低 10.8 个百分点，环比降低 3.3 个百分点。

图 1：网易总体收入同比增速（1Q11A-3Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：网易总收入及经调整归属股东净利润（4Q16A-3Q18A）

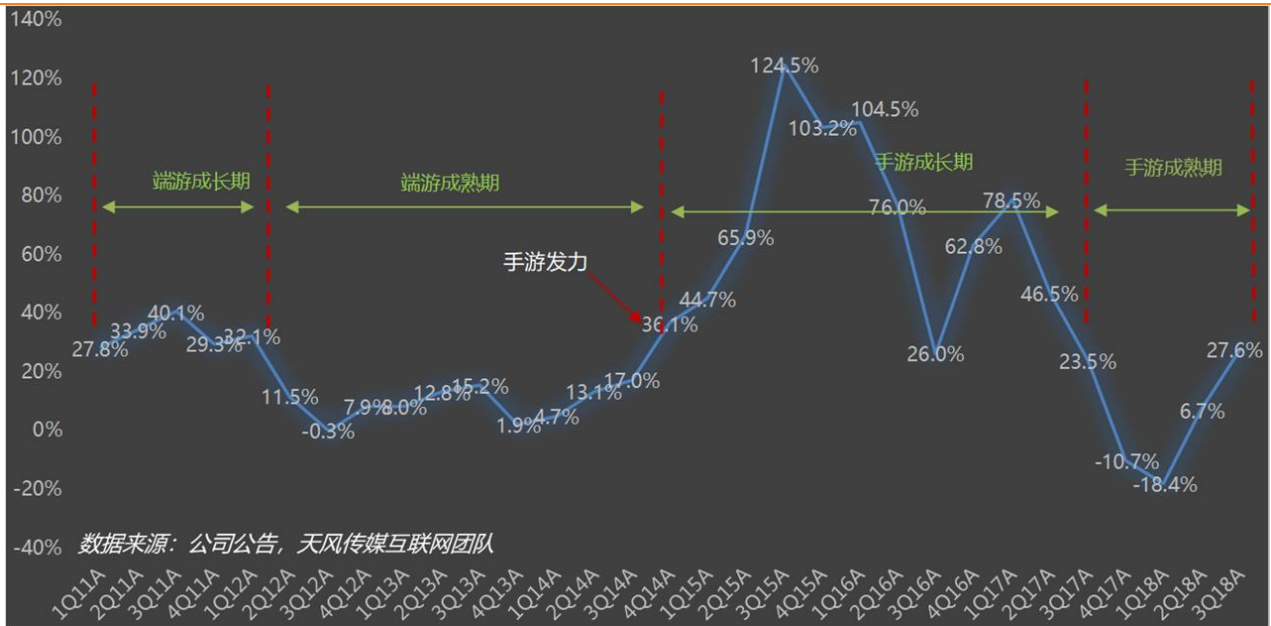


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1. 游戏业务：多元化创新结合长线运营缓解短期压力，出海表现亮眼收入贡献首超 10%

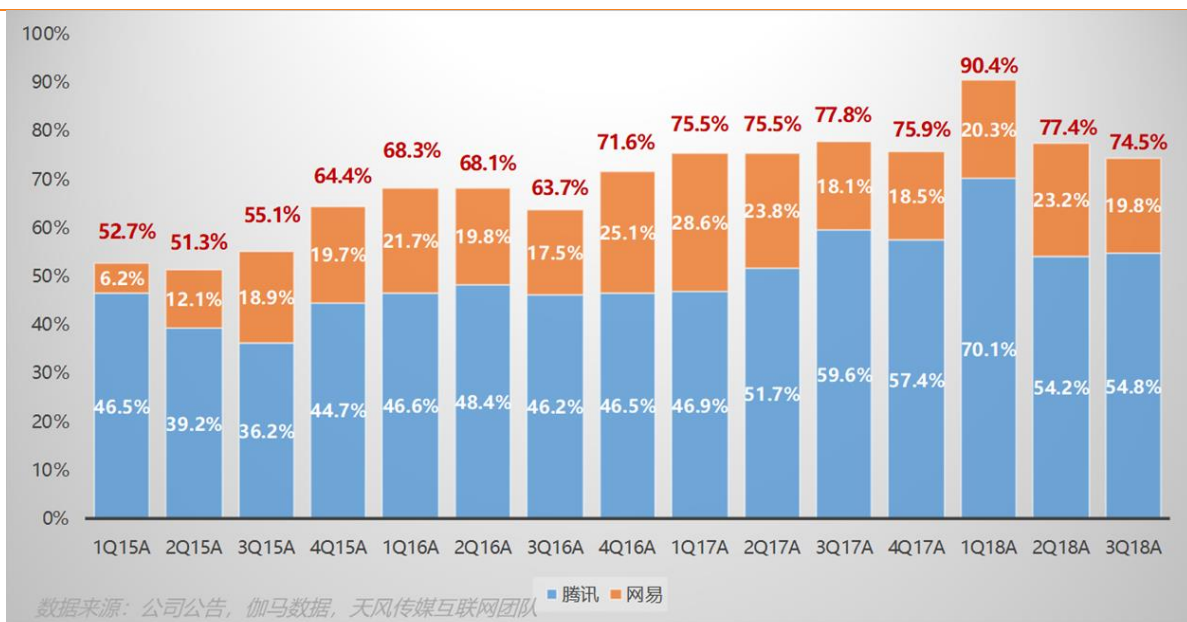
多元化产品齐发力，游戏增速回升王者归来。3Q18 网易游戏业务收入同比增长 27.6%至 103.5 亿元 (vs. 6.7% in 2Q18 vs. -18.4% in 1Q18)，增速持续回升，为最近 5 个季度最高，占总体收入的 61.4%。其中，PC 端游戏业务在《逆水寒》的带动下，收入逆势同比增长 28.8%至 33.1 亿元，环比增长 30.1%；手游业务在原有旗舰游戏持续贡献的基础上，新游表现亮眼并继续发力，收入同比增长 27.0%至 70.4 亿元，环比减少 6.4%，占国内手游市场的份额约为 19.8% (vs. 23.2% in 2Q18 vs. 20.3% in 1Q18)。本季度递延收入环比增加，递延收入占 TTM 游戏收入比例环比提升 1.6 百分点至 19.8%，同比提升 3.2 百分点。

图 3：网易游戏业务收入同比增速 (1Q11A-3Q18A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

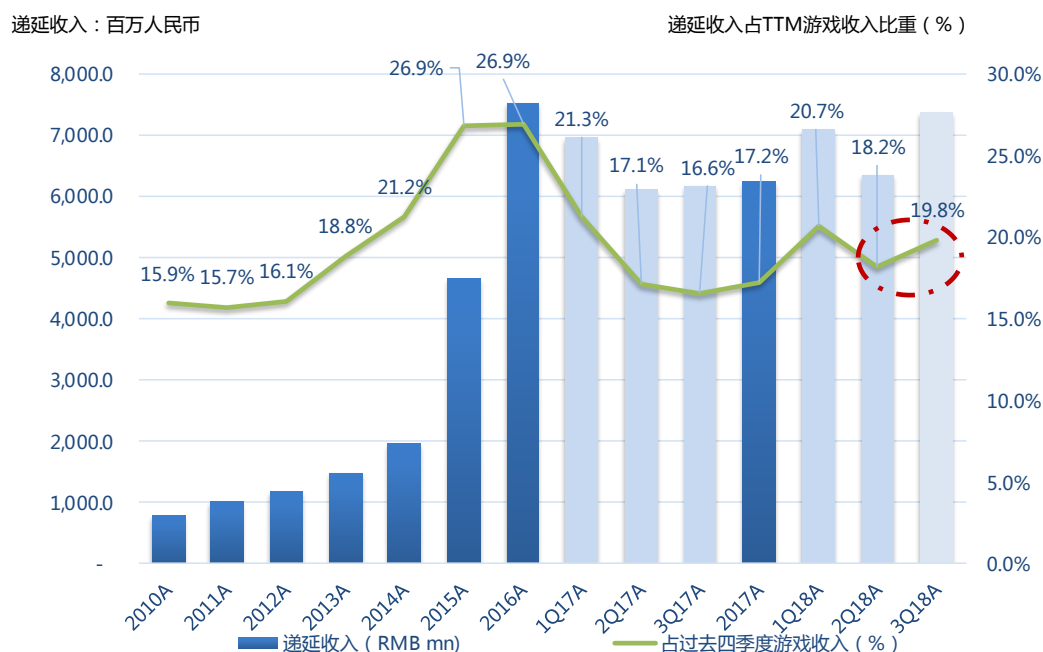
图 4：腾讯和网易-中国移动游戏 CR2 市场份额 (1Q15A-3Q18A)



资料来源：公司公告，伽马数据，天风证券研究所

注：腾讯和网易的手游收入包括来自海外市场的收入。

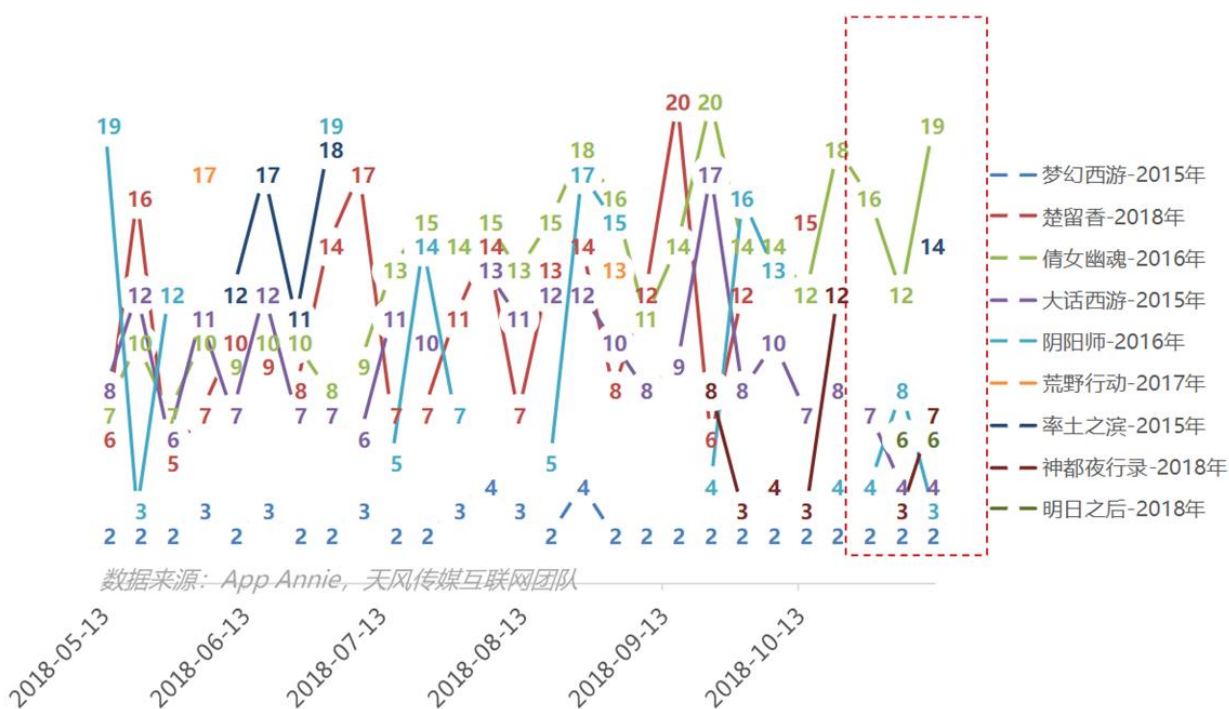
图 5：网易递延收入及占 TTM 游戏收入比例（2010A-2017A，1Q17A-3Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

手游精品化叠加长线运营推动成熟产品持续焕发新机，多元化创新再筑增长新引擎。我们根据 App Annie 的 iOS 中国游戏畅销榜统计，从每周日 Top 20 游戏来看，网易的成熟精品手游《阴阳师》等在持续运营中展现出较强的生命力，同时近期上线的新游《神都夜行录》和《明日之后》的流水表现突出，推动网易手游矩阵整体畅销排名中枢从上季度的 10-20 名提升至 2-10 名，预期四季度流水表现环比有望得到改善。

图 6：网易核心手游在 iOS 中国游戏畅销榜 Top20 排名变化趋势（2018 年 5 月 13 日-2018 年 11 月 11 日）



数据来源：App Annie，天风传媒互联网团队

资料来源：App Annie（2018 年 11 月 12 日），天风证券研究所

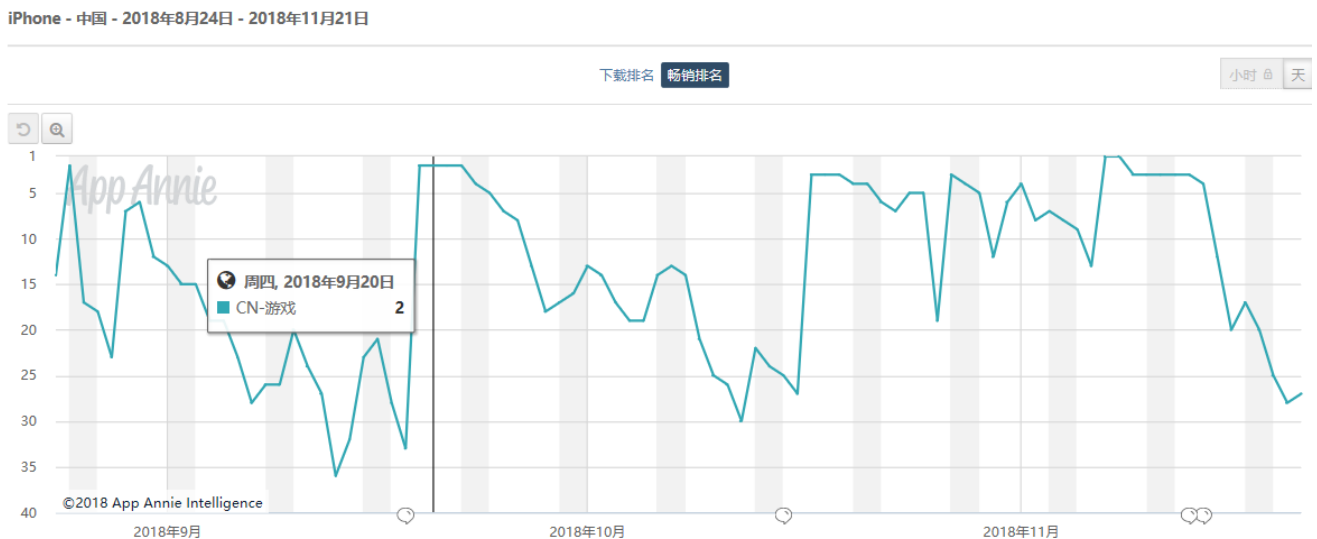
从成熟游戏来看，**网易凭借长线运营和创新能力，持续推动精品成熟手游维持突出的流水表现。**以《阴阳师》为例，9月推出两周年庆版本，上线新式神并更新了游戏美术、剧情玩法等，在版本更新当日即登上 iOS App Store 游戏畅销榜第二，通过持续的创新和运营，《阴阳师》上线两年仍维持较强的生命力。

图 7：《阴阳师》两周年庆版本活动



资料来源：《阴阳师》官网，天风证券研究所

图 8：《阴阳师》iOS 中国游戏畅销排名趋势（2018 年 8 月 24 日-2018 年 11 月 21 日）

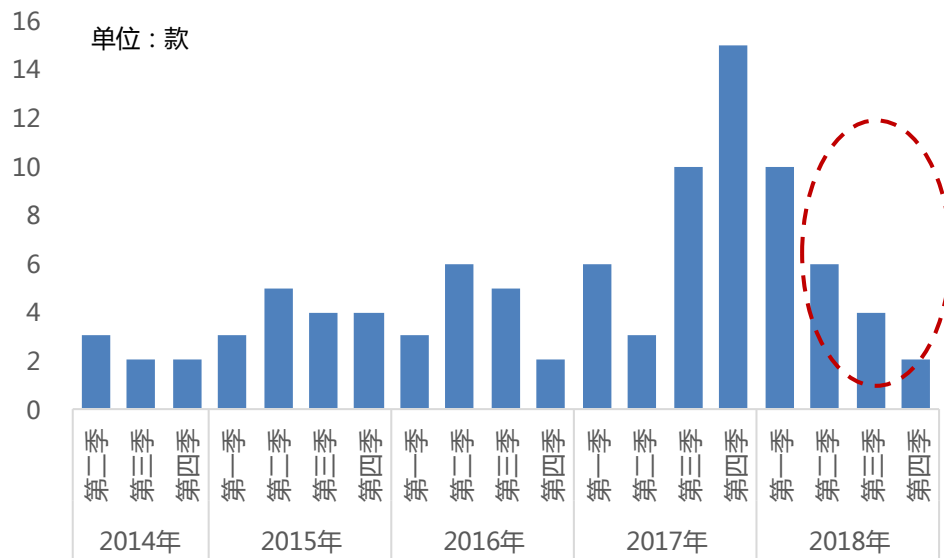


资料来源：App Annie，天风证券研究所

从新游来看，**网易手游发行节奏有所放缓，但多元化、精品化战略成效显著。**尽管受到市场环境及监管变化的影响，网易手游发行节奏相比前几个季度有所放缓，**单季度发行游戏数量从去年下半年至今年一季度的 10-15 款下降到近两个季度的 5 款左右，即平均一个月发行 1-2 款游戏。**

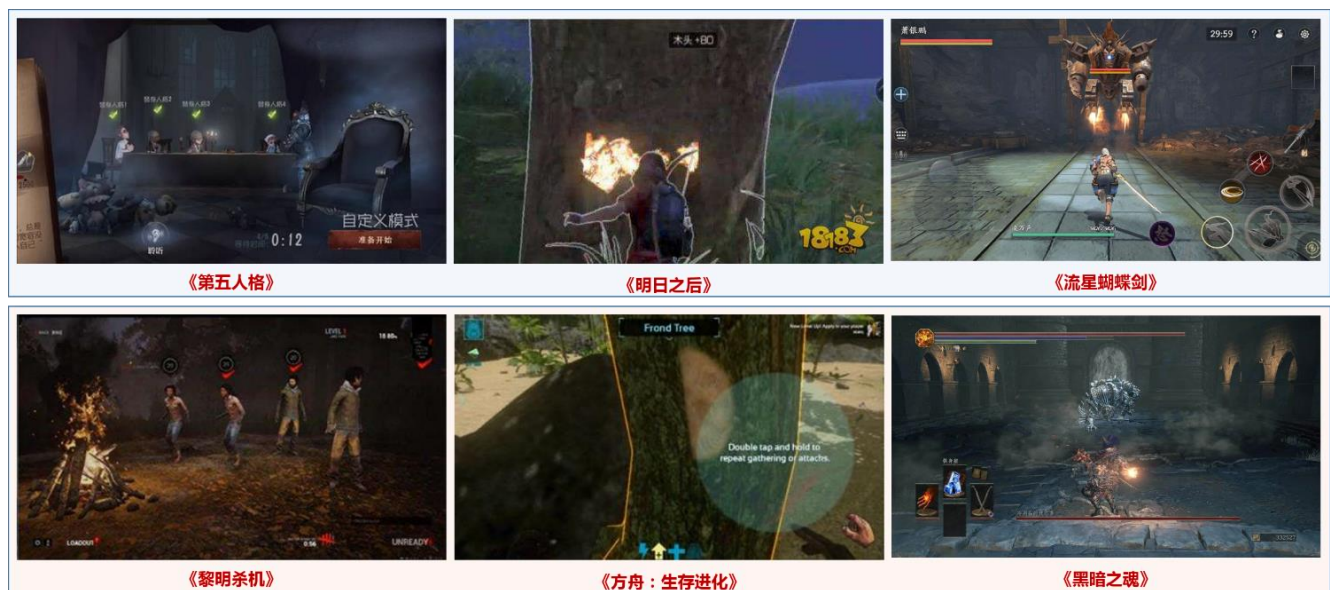
与此同时，精品化战略下的多元产品布局优势凸显，三季度以来的几款自研新游立足不同细分领域均取得出色表现，包括 8 月上线的 RPG 手游《流星蝴蝶剑》、9 月上线的卡牌收集类 RPG 手游《神都夜行录》（上线第三日登上 iOS 免费总榜第一，当月底登上畅销总榜第二），以及 11 月初上线的末日生存类手游《明日之后》（公测前预约量达 1,500 万，上线后长期位居免费总榜第一，畅销总榜前十、游戏榜前五）。值得注意的是，**网易自 18 年起逐步推出接近端游品质的手游，通过更高的品质吸引并留住用户，有助于延长游戏整体生命周期；但同时正如我们上季度所强调的，更多元、更高品质的手游需要持续的研发投入，短期费用率存在上涨压力。**

图 9：网易移动游戏发行数量（2Q14A-4Q18YTD）



资料来源：App Annie（2018年11月15日），天风证券研究所

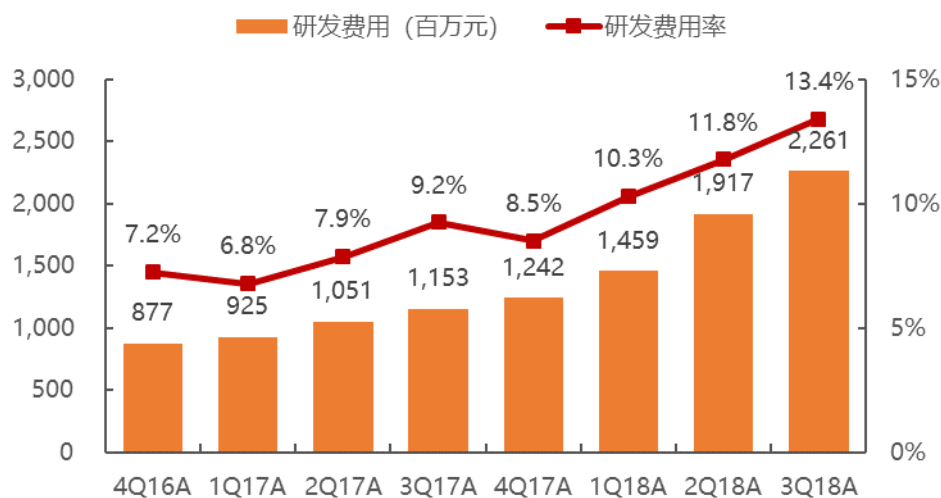
图 10：网易近期发行移动游戏与类似主机游戏画面对比



资料来源：网易游戏官网，游戏截屏，18183 网，PCGames，天风证券研究所

注：首行是网易推出的移动端游戏，第二行是对应的相似主机游戏。

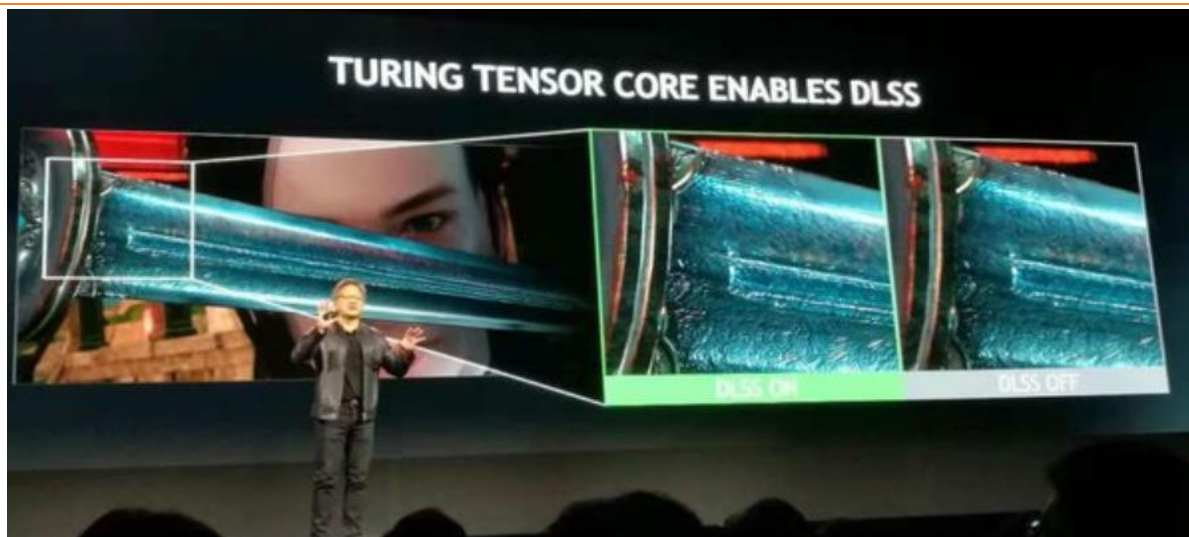
图 11: 网易研发投入及研发费用率 (4Q16A-3Q18A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

端游《逆水寒》贡献增量业绩, 高品质匠心之作推动收入逆势增长。3Q18 网易 PC 端游戏收入同比增长 28.8% (vs. 同期腾讯手游收入-15% YoY), 相较上季度同比增速为-2.2% (vs. 同期腾讯-5% YoY), 实现近 5 个季度首次且较大幅度的增长。由于《逆水寒》从 6 月底开始内测变现, 本季度 30% 的环比增长主要是《逆水寒》带来完整季度的流水贡献, 同时 8 月发布代理的《魔兽世界》新资料片《争霸艾泽拉斯》也带动付费用户数进而游戏收入增长。近日, 英伟达宣布《逆水寒》成为中国首款 RTX 游戏, 融入图灵技术, 通过光线追踪技术和 AI 重塑图形技术提供更逼真的游戏视觉效果, 游戏体验的大幅提升有望吸引并留存更多玩家。

图 12: 《逆水寒》融入图灵技术的游戏画面效果



资料来源: Yesky 天极网, 天风证券研究所

游戏出海收入贡献持续提升，本季度海外收入占比首次超过 10%。根据 App Annie，网易三季度稳居中国手游出海发行商收入榜前二，其中 8 月为首次登顶，7 月和 9 月位居第二，相比 Q2 排名第三明显提升，主要是受益于暑期《荒野行动》在日本与人气动漫《进击的巨人》联动营销效果突出，连续多月稳居 Sensor Tower 中国手游出海收入榜第一，以及《第五人格》于 7 月上线日本，并于 8 月进入中国手游出海收入榜第 21 名，9 月维持在 Top 30。目前网易游戏出海已在日本市场取得较突出的成绩，后续将发力欧洲和北美市场，逐步将精品手游推向全球。

图 13：中国手游发行商出海收入 Top 10 (iOS & Google Play, 2018 年 9 月)

排名	公司	排名变化
1	FunPlus	▲ 1
2	网易	▼ 1
3	IGG	=
4	智明星通	=
5	Game168	▲ 2
6	腾讯	▼ 1
7	龙创悦动	▼ 1
8	创酷互动	▲ 1
9	龙腾简合	▼ 1
10	游族	▲ 5

资料来源：App Annie，天风证券研究所

图 14：中国手游 APP 出海收入 Top 30 (iOS & Google Play, 2018 年 9 月)

1	荒野行动 网易	-	16	苏丹的复仇 ONEMT	▼
2	王国纪元 IGG	-	17	极品芝麻官 (韩语版) 创酷互动	▲
3	火枪纪元 FunPlus	-	18	Army Men Strike 原力棱镜	▼
4	PUBG Mobile 腾讯	-	19	拳皇98终极之战OL 掌趣科技	▼
5	阿瓦隆之王 FunPlus	▲	20	末日争霸：丧尸之战 龙创悦动	▼
6	列王的纷争 智明星通	▼	21	文明觉醒 莉莉丝	★
7	Mobile Legends 沐瞳科技	-	22	偶像梦幻祭 (日语版) 乐元素	▲
8	碧蓝航线 (日语版) Yostar	▲	23	海战游戏 Special Gamez	▲
9	放置奇兵 卓杭网络	▼	24	朕的江山 绝地科技	▲
10	崩坏3 米哈游	▲	25	Era of Celestials 游族网络	▲
11	城堡争霸 IGG	▼	26	神魔之塔 Mad Head	▲
12	末日孤城 龙创悦动	-	27	叫我官老爷 创酷互动	▲
13	王者荣耀 腾讯	▲	28	战地风暴 Tap4Fun	-
14	奇迹暖暖 Nikki Games & 智明星通	▼	29	野蛮时代 Tap4Fun	▼
15	战火与秩序 亮木软件	▼	30	第五人格 网易	▼

资料来源：Sensor Tower，天风证券研究所

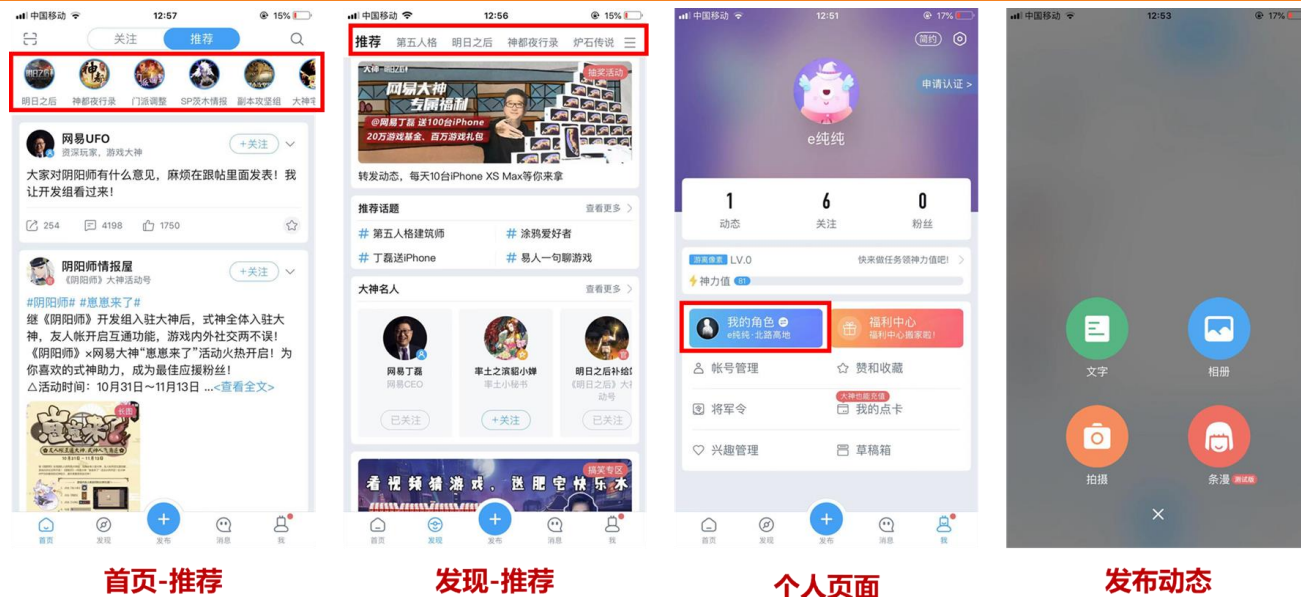
图 15: 《荒野行动》日本 iOS 畅销榜排名 (2018 年 8 月 18 日-2018 年 11 月 15 日)



资料来源: App Annie (2018 年 11 月 15 日), 天风证券研究所

连接玩家打造网易游戏社区，社交化有望进一步延长产品生命周期。社交战略产品“网易大神”上线以来逐步渗透网易的各个游戏产品，将原先不同游戏独立的账号关系打通为玩家与玩家之间的社交联系，有望通过社交化加强用户粘性和归属感，进一步延长游戏生命周期。截至目前，网易大神 APP 已接入《梦幻西游》、《阴阳师》、《楚留香》、《明日之后》等 18 款官服游戏，以及《楚留香》、《大话西游》、《第五人格》等 7 款渠道服游戏。

图 16: 网易大神 APP 产品截图



资料来源: 网易大神 APP, 天风证券研究所

图 17：网易大神可绑定游戏产品（截至 2018 年 11 月）



资料来源：网易大神 APP，天风证券研究所

不仅如此，网易升级游戏会员俱乐部，结合网易的多元产品矩阵，有望强化生态提升用户价值。2018 年 11 月起，网易升级游戏会员服务，推出三种会员方案，包括免费的网易游戏会员（可攒积分提升等级，随着等级提升可获得更多免费权益，包括头像框/称号、游戏礼包、周边折扣、夺宝等），以及需付费的网易游戏超级会员（328 元/年，可获得超过 20 款网易游戏产品的特权）和网易大会员（898 元/年，V5-6 会员可专享 98 元/年，可开通网易游戏、音乐、电商、邮箱等五大 VIP 服务）。其中，网易游戏会员可通过游戏充值消费、游戏在线时长及登录、俱乐部签到及留言互动等方式获取积分，有助于提升玩家的粘性和支出。首次测试期为 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 1 月 31 日，目前仅面向使用网易通行证手机或邮箱账号登录的玩家开放会员服务。

我们认为，网易基于游戏提供不同深度的会员服务，在强化玩家情感和身份认同的同时，更有望实现不同游戏之间、不同产品线之间的相互导流，激励单一产品的用户更多地成为多个产品的用户，进而强化用户对网易产品的粘性，强化生态，提升用户价值。

图 18：网易游戏会员俱乐部的三种会员方案



资料来源：网易游戏官网，天风证券研究所

图 19：网易游戏超级会员卡和网易大会员卡权益

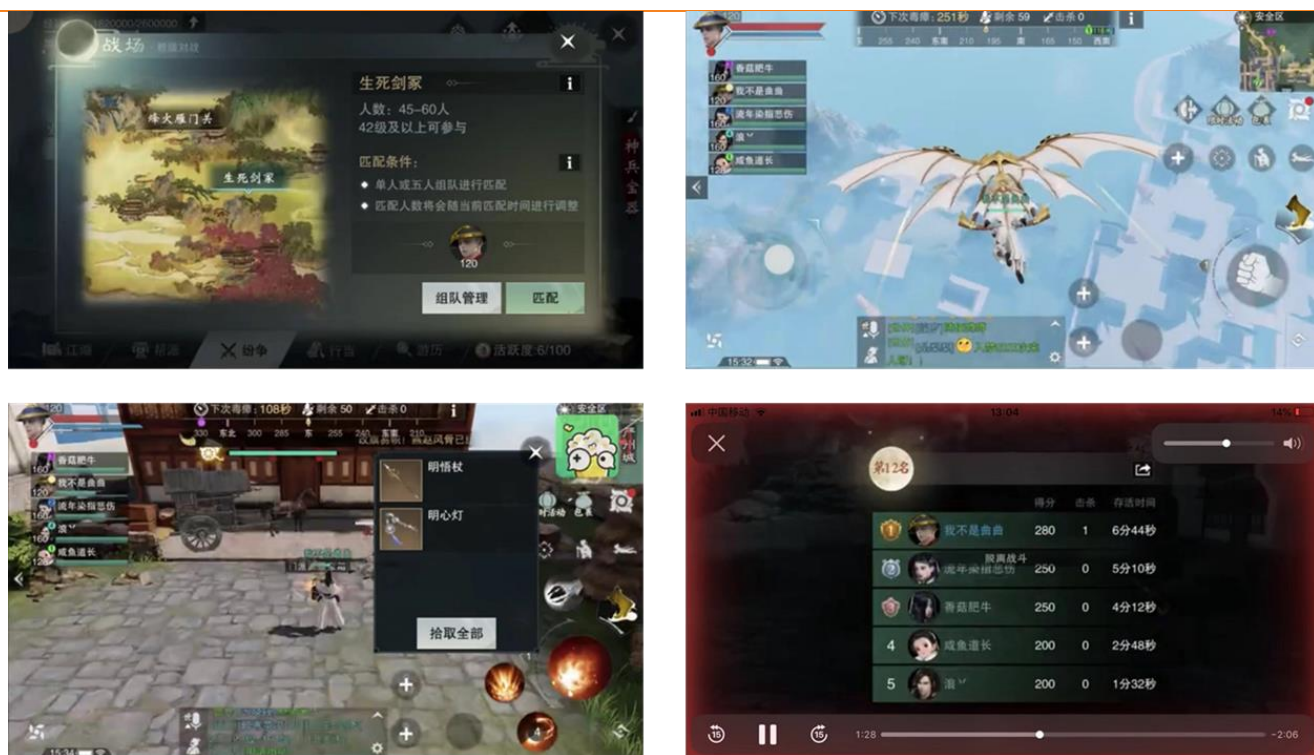


资料来源：网易游戏官网，天风证券研究所

从目前我们梳理的网易游戏 pipeline 来看，预期四季度上线新游数量相对较少，但网易仍可通过对已有游戏的持续创新与运营（比如《楚留香》于 11 月初面向较高等级玩家引入“吃鸡”模式的“生死剑冢”战场）、以及新游的继续发力和完整季度的业绩贡献（包括 Q3 上线的《流星蝴蝶剑》、《神都夜行录》以及 11 月上线的《明日之后》）来保持游戏业务的持续增长。面向 2019 年，网易还将进一步开发《梦幻西游》IP，推出手游《梦幻西游 3D 版》，在保留经典玩法的基础上，带来全新的移动端 3D 体验；11 月初，网易还宣布与暴雪合作研发 MMORPG 手游《暗黑破坏神：不朽》，预计明年将于全球发行。

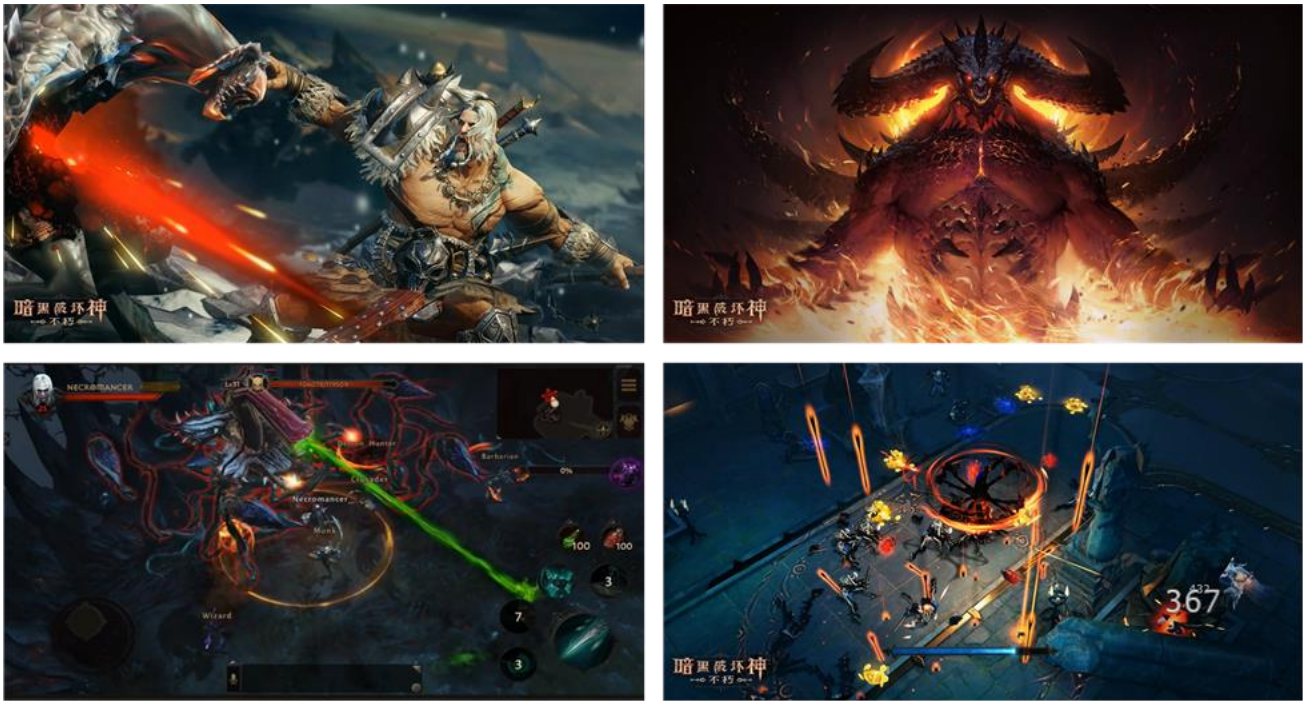
在目前国内游戏版号审批暂停的情况下，市场新游戏供给总量减少，我们认为网易结合精品化战略和长线运营能力，逐渐形成多元化产品布局，同时还拥有一定数量的版号储备，在国内市场的相对优势更加突出，同时持续发力海外已形成又一增长引擎，我们看好网易游戏在当前市场环境下的长期表现。

图 20：《楚留香》“吃鸡”模式-“生死剑冢”游戏画面



资料来源：《楚留香》APP，天风证券研究所

图 21:《暗黑破坏神:不朽》游戏画面



资料来源:《暗黑破坏神:不朽》官网,天风证券研究所

图 22: 网易待发行游戏 Pipeline (不完全梳理)

板块	序号	游戏名称	游戏类型	端游/手游	自研/代理	游戏状态
VR	1	Raw Data	VR动作	VR游戏	代理	待定
社交和情感	2	绘真·妙笔千山	中国风解谜	手游	自研	2018年5月20日开启测试, 开放预约
	3	Sky光·遇	社交冒险	手游	代理	2018年6月二测
生存与惊悚	4	迷室3	解谜	手游	代理	预计4季度上线
	5	迷室: 往逝	解谜	手游	代理	预计4季度上线
武侠江湖	6	花与剑	国风MMO	手游	自研	2018年9月安卓版号内测
	7	轩辕剑龙舞云山	国风MMO	手游	自研	原预计3季度全平台公测
游戏和脑洞	8	代号: Rider	骑宠竞技	手游	自研	2018年6月开启测试
	9	海岛纪元	冒险	手游	自研	2018年6月首测开启
	10	猫和老鼠	跑酷	手游	自研	2018年7月不限号测试
陆海空会战	11	猎手之王	动作沙盒竞技	手游	自研	开放官网预约
文明与战争	12	泰亚史诗	MMO	端游	自研	测试中
	13	权利与纷争	SLG	手游	自研	计费删档测试
	14	神谕文明	SLG	手游	自研	2018年9月删档测试
	15	战争怒吼	RTS	手游	代理	2018年8月小规模测试结束

资料来源: 网易游戏发布会, 网易游戏官网, 天风证券研究所

图 23：网易游戏多元化布局

游戏类型	游戏名称	上线时间	CGWR评分	题材及特点
国风基因	梦幻西游	2015年2月13日上线	8.5分	西游题材国民级回合制手游，长期位列畅销榜Top5
	倩女幽魂	2016年5月12日上线	n.a.	中国古典国风RPG手游
	大话西游2	2017年5月11日公测	8.0分	网易经典回合制游戏
	神都夜行录	2018年9月18日上线	8.0分	国风妖怪收集RPG手游
创造基因	我的世界	2017年7月14日限号不删档测试； 2017年8月8日不删档封测；	8.6分	-游戏在全平台销量1亿+，成为全球销量第二的游戏 -目前已有1,000+开发团队，3,000+优质内容，3亿+下载量 -同时引进PC和移动端我的世界，网易全版本代理
	明日之后	2018年10月31日上线	n.a.	兼具末日生存题材和端游美学的3D写实画面，预约量超过1,500万，腾讯手游助手平台活跃用户接近300万
侠义基因	逆水寒	2017年7月21日删档封测	9.1分	精美画面打造武侠世界，希望不负玩家众望，带来顶尖大作质量的游戏体验
	楚留香	2018年1月23日上线	7.0分	还原武侠江湖，高自由度的游戏玩法，希望能打破MMO框架。截止2018年2月5日位列iOS游戏畅销榜第四位，公测首日（2月1日）累计新增下载突破500万，DAU达280万
	三国志	2018年5月17日上线	7.5分	网易全球国服国战手游
	轩辕剑龙舞云山	2018年8月9日开启删档测试	n.a.	水墨国风茶系手游
	流星蝴蝶剑	2018年8月16日上线	n.a.	硬核侠义动作手游
竞技基因	决战！平安京	2017年12月31日上线	7.4分	网易顶级MOBA手游，将阴阳师IP与MOBA玩法结合，对细分类型玩家有较大吸引力；2018年4月在港澳台、东南亚上线，位列各地区排行榜前列
	第五人格	2018年3月31日	n.a.	网易自研3D视角非对称对抗竞技手游，截止2018年4月12日活突破1,000万，4月28日累计注册用户超过5,000万
	影之诗	2018年4月26日上线	8.3分	5分钟公平竞技卡牌手游；由日本Cygames公司开发，网易游戏代理的一款日式幻想题材卡牌对战手游
	非人学园	2018年6月21日	7.7分	热血漫画风MOBA
斗战基因	镇魔曲	2017年1月19日公测	7.9分	MMORPG类型；目前女性用户占比23%上升到45%，年龄由24.5岁降到21.7岁，一二线城市用户提升到70%以上；
	龙魂时刻	2017年6月29日不删档封测	8.1分	网易第一款3D无锁定动作网游，投入500万主办游戏赛事；PVP方面游戏有40人的工会战，以及5V5等的公平Rank赛
	魔法禁书目录	2017年8月29日上线	7.7分	网易最重要的二次元精品网游之一。其相关作品在日本电击文库销量常年保持第一，邀请动漫原班声优参与制作，天闻角川参与制作
	猎魂觉醒	2018年1月18日上线	7.8分	网易3D团队狩猎手游大作，将《怪物猎人》与《进击的巨人》末日题材因素创新结合，以次时代画面还原一个极富真实感的西方中世纪架空魔幻世界
幻想基因	光明大陆	2016年12月29日前端测试 2017年3月26日上线	7.8分	3D魔幻MMO，360度全自由视角，高清分辨率，动态战斗系统
	迷雾世界	2017年3月16日上线；2017年3月22日更新	7.3分	即时MMO；独特走位，多人组队，探索之上、魔幻史诗
	秘境对决	2017年7月27日删档封测，9月27日上线	n.a.	召唤师卡牌类游戏，自由搭配卡片。网易3D全新品类新游
	永远的7日之都	2017年11月22日上线	n.a.	城市传说题材的RPG游戏，以多英雄集即时战斗为主要玩法，拥有错综复杂的多剧情线可供探索挖掘，剧情与战斗体验都极其丰富，还邀请到了数十位知名声优助阵
沙盒射击竞技基因	荒野行动	2017年11月4日	8.4分	网易高自由度沙盒射击竞技类游戏，根据2017年4季度公司公告，全球累计注册用户超过1亿。根据极光大数据，2017年2月4日DAU超过2,100万
	终结者2：审判日	2017年11月4日	7.7分	网易高自由度沙盒射击竞技类游戏，根据2017年4季度公司公告，全球累计注册用户超过8,000万。根据极光大数据，2017年2月4日DAU超过620万
	孤岛先锋（原名：《代号：Alive》）	2018年1月31日安卓先锋测试	n.a.	网易上帝视角生存竞技类手游
	量子特攻	全球封测	n.a.	高自由度沙盒竞技游戏
	风云岛行动	n.a.	n.a.	高自由度沙盒竞技游戏
休闲竞技	玩具大乱斗	2017年9月30日上线	n.a.	四人同屏乱斗的创意玩法，操作简单、快节奏体验
	猪汤忍忍乐	2018年1月30日上线	n.a.	休闲竞技手游

资料来源：网易游戏发布会，网易游戏官网，新浪游戏，极光大数据，QuestMobile，天风证券研究所

1.2. 电商业务：聚焦新消费人群，以投入换未来

电商业务继续高增长，但利润受持续投入影响中短期承压。3Q18 网易电商业务收入同比增长 67.2%至 44.6 亿元，环比增长 2.1%，占总收入的 26.5%，同比提升 5.1 个百分点，环比下降 0.3 个百分点，已成为驱动收入增长的重要引擎。由于电商业务目前尚处于投入期，以及考拉日常化促销、严选高性价比为特点的模式和拼团等低价获客方式的应用，电商业务毛利率持续承压。本季度毛利率为 10.0%，同比降低 1.5 个百分点，环比基本持平（Q2 包含 618 大规模促销季）。我们预计中短期内电商业务毛利率将维持在 9%-10%，待业务规模效应逐渐显现后有望受益效率提升。

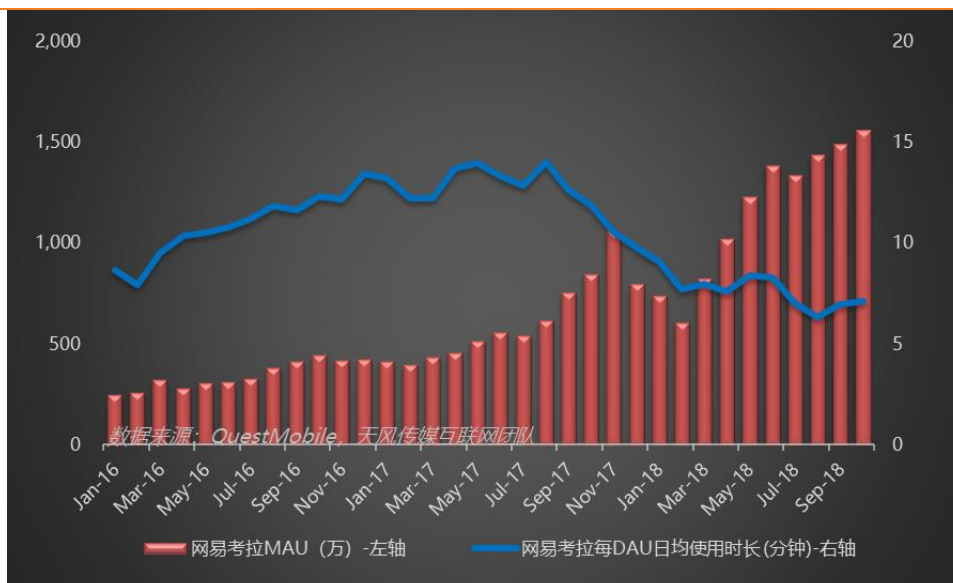
图 24：网易电商业务收入及同比增速和毛利率（1Q17A-3Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

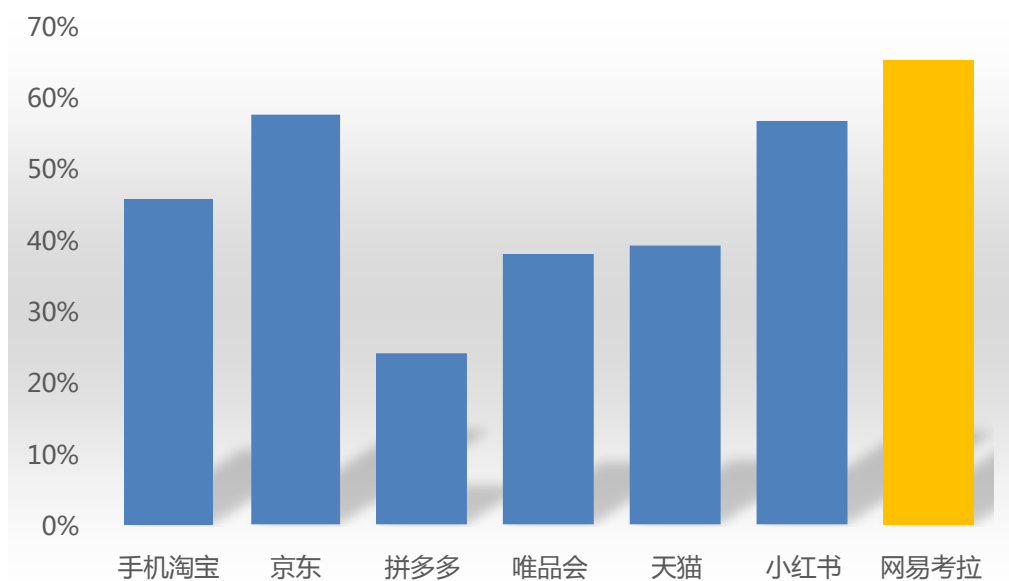
网易考拉转型综合电商平台，有望带动人均变现和用户群体双重拓展。“网易考拉海购”于 2018 年 6 月更名为“网易考拉”，正式转型为综合电商，拓展平台定位，为追求品质生活的新中产群体提供来自全球的精选商品。基于跨境电商业务，网易考拉持续积累相对高价值的用户群。根据 QuestMobile 的数据，2018 年 9 月网易考拉的 MAU 接近 1,500 万，同比增长 96%，季度净增用户超过 100 万；从消费潜力来看，网易考拉的用户中使用价格超过 3,000 元的终端占比接近 70%，在国内主要电商平台中排名第一，高于第二名京东近 10 个百分点，一定程度体现考拉用户的整体消费能力较强。随着平台定位拓宽、商品 SKU 扩充，考拉用户的人均 GMV 有望得到进一步提升。

图 25：网易考拉 MAU 和单用户日均使用时长（2016 年 1 月-2018 年 10 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 26：网易考拉与其他电商平台用户终端价格超过 3,000 元的比例对比（2018 年 9 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 27：网易考拉 2018 年“双 11”销售额数据



资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

政策利好跨境电商发展，考拉作为头部平台有望受益。近期跨境电商相关政策陆续出台，本月初在上海举办的首届中国国际进口博览会进一步彰显我国开放合作、促进全球贸易的态度，鼓励跨境电商行业发展，有望刺激消费潜力，进一步释放购买力。同时《电商法》即将于 2019 年 1 月 1 日起施行，将规范整体电商业的发展，利好商品质量有保障的跨境电商平台。

我们认为，网易考拉作为领先的全球精品电商平台，同时持续提升全球服务能力，有望乘跨境电商行业东风实现快速增长。网易考拉在进博会期间与超过 110 家企业签订累计近 200 亿元人民币的商品采购协议，并陆续与澳佳宝、达能、雀巢等近 10 家国际知名品牌签署战略升级协议，同时宣布考拉平台计划在未来投入 200 亿美元进行全球直采（包括进博会期间完成的采购订单在内）。

针对物流仓储能力，网易考拉公布将把保税区仓储面积由 104 万平米扩大到 180 万平米以上，同时将进一步提升跨境物流配送的时效性和精确性，预计次日达服务将覆盖全国超过 70% 的面积。今年 10 月，考拉还与全球航运及物流领军企业马士基达成全球运输与物流战略合作，将借助其遍布全球 130 个国家的运输与物流网络，为品牌商和消费者提供更高效、可控的物流运输服务，降低仓储物流成本，推动跨境电商业务持续增长。

图 28：网易考拉 2018 年下半年达成的品牌合作（不完全梳理）

时间	合作商	合作/升级	简况
2018年7月26日	Iluminage	战略合作	以色列智能美容品牌 ，由全球知名零售品牌联合利华和医疗美容设备公司赛诺龙医疗共同投资。通过此次合作，iluminage品牌旗下包括激光焕肤美容仪、彩光射频系列脱毛仪以及彩光射频便捷脱毛仪等产品将通过网易考拉逐步进入中国市场，并且双方后续还将在市场营销层面展开更深层次合作。
2018年8月28日	Medicura (每德)	战略合作	欧盟、德国双重有机认证、DLG终身质量奖的 德国知名保健品品牌 。双方表示除了在坚持自营直采以外，还将加快新品引进速度，通过营销、渠道落地等方式，帮助medicura不断拓展在华品牌影响力。
2018年8月23日	BLACKMORES (澳佳宝)	战略升级	澳洲领先膳食营养补充剂品牌 。与2015年首次签约合作不同，此次双方除自营直采合作外，还将助推中国全民健康计划：一方面BLACKMORES澳佳宝将基于网易考拉的用户数据，针对中国消费市场，研发更多适合中国消费者的膳食营养补充剂，并专供网易考拉；另一方面，BLACKMORES澳佳宝希望成为网易考拉全年销售业绩首个达2亿元的品牌，并将与网易考拉一起助推中国健康产业发展。
2018年8月27日	Kracie	战略合作	拥有130年历史的 日本美妆品牌 ，主要经营日化用品、药品、营养食品等。网易考拉除取得Kracie旗下肌美精面膜授权外，双方还将逐步扩散至肌美精全品类授权（包含眼膜、卸妆品等美妆个护类商品），并在共同开拓中国市场、共建正品保障体系等多方面进行深度合作。
2018年9月6日	达能集团	战略升级	法国健康食品公司 。达能计划将公司旗下更多的婴幼儿配方奶粉及辅食产品通过跨境电商形式引入中国市场，包括德国版爱他美、英国版爱他美、澳新版爱他美、荷兰牛栏以及禧贝品牌商品。
2018年10月9日	Baby Gourmet (贝贝美食家)	战略合作	加拿大知名的有机婴幼儿辅食品牌 。
2018年10月24日	LOVO家纺	战略合作	罗莱生活旗下家纺品牌 。一方面，网易考拉将引进LOVO家纺包括被芯、套件、枕芯、床垫、毛毯、夏令用品、婚庆用品在内的 全品类家纺产品线 ，通过全面布局，满足平台上不同价位的消费需求；另一方面，网易考拉还将根据平台消费者注重生活品质的特性，引进LOVO采用匈牙利、乌克兰高品质进口羽绒填充的高端寝具系列产品，进一步加码家居家纺高端线市场。
2018年10月24日	京都西川	战略合作	日本拥有452年历史的寝具品牌 。考拉将上线京都西川的“软管枕”、“鹅绒被”。
2018年10月24日	Irisette	战略合作	德国国民寝具品牌 。以创新精神、实惠价格和舒适体验著称，已经服务德国大众家纺消费市场60多年。拥有雄厚的供应链实力和全球原材料采购能力。考拉将上线Irisette的“羊毛被”、“鹅绒被”、“鹅绒枕”。

资料来源：网易新闻，搜狐科技，天风证券研究所

网易严选稳步扩充 SKU，线上线下渠道齐发力。截至 2018 年 11 月，网易严选平台的 SKU 已经超过 1.7 万个，相较去年同期 SKU 数量不到 1 万，严选在把控品质的基础上，持续提升商品丰富度，目前已与超过 500 家供应商达成合作。从销售渠道来看，除了自有平台和考拉，严选已陆续入驻天猫、京东、拼多多等电商平台，向品牌化继续发展，同时积极布局线下，拓展消费场景，首家严选线下实体店将于 12 月在杭州营业。公司预计严选 2018 年全年将实现 200 亿元 GMV，相比 2017 年 70 亿 GMV 实现翻倍式增长。

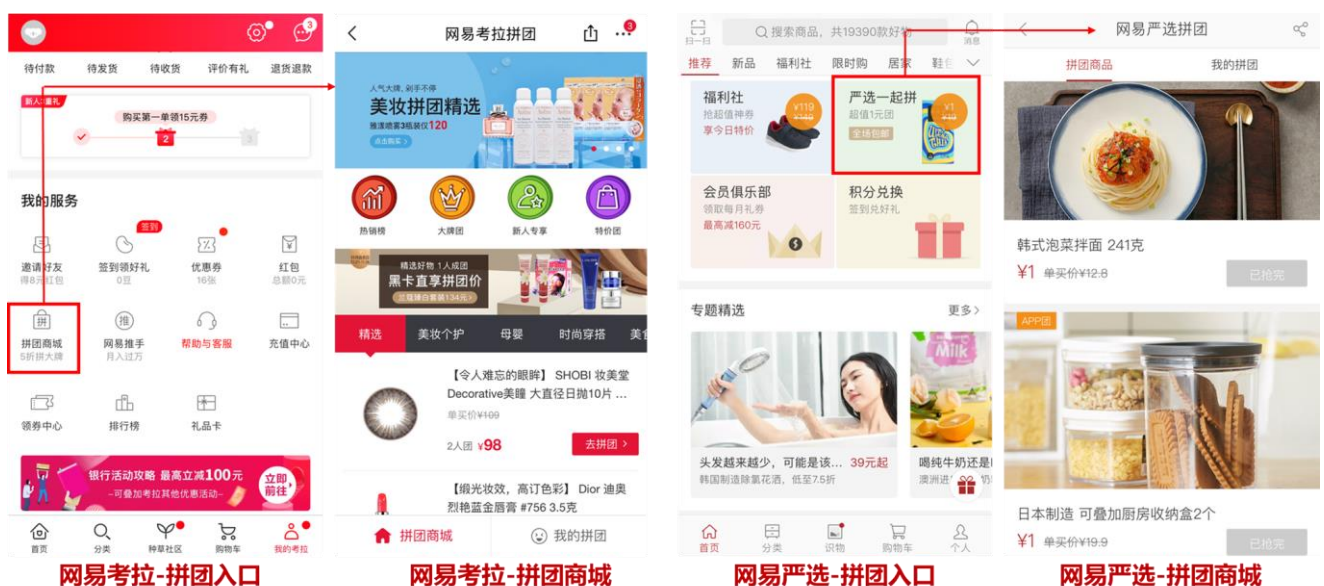
图 29：网易严选在其他电商平台的旗舰店-京东、天猫、拼多多



资料来源：京东 APP，天猫 APP，拼多多 APP，天风证券研究所

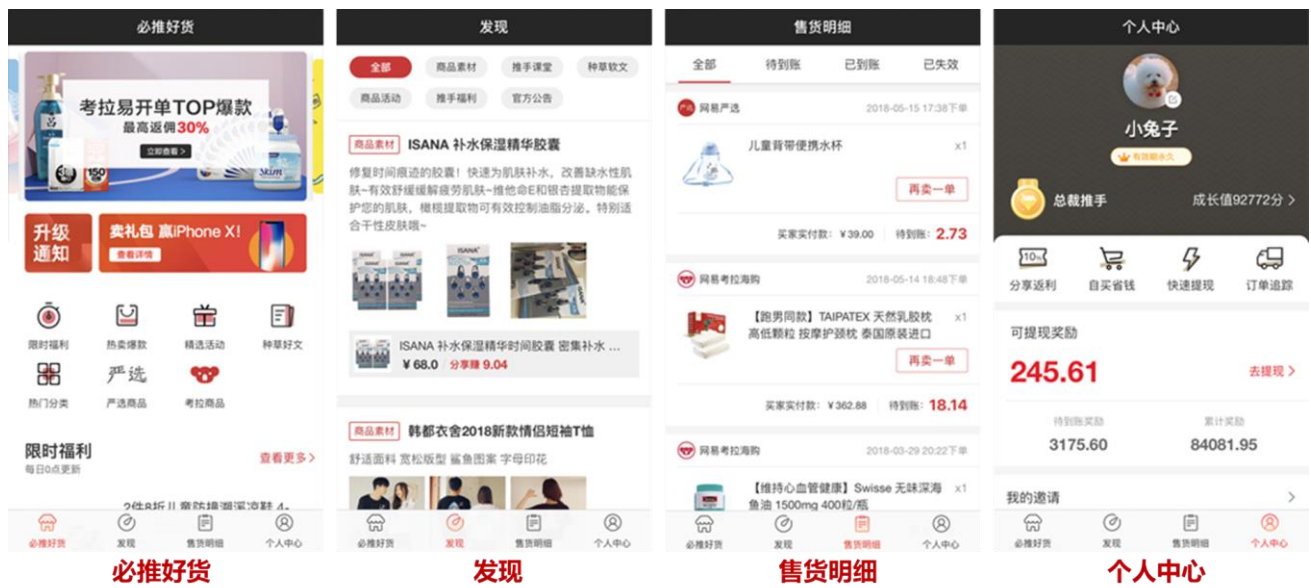
此外，网易积极拥抱流量新玩法，陆续上线拼团、推手、小程序等社交电商模式。目前，网易考拉和严选均已上线拼团业务，其中严选面向新用户提供多款“超值 1 元团”产品，有望以低价驱动获客。而网易推手则是网易推出的社交零售平台，推手可通过分享网易考拉和严选上的商品赚取收益，同时自购也可享有优惠，利用推手的社交关系实现裂变式传播，从而低成本获取用户。除了自有产品外，考拉和严选目前已开通微信小程序服务，借助微信流量红利推动业务扩张。根据阿拉丁指数，网易考拉商城小程序在最近一周（11月19日-11月25日）位列网络购物类小程序 Top 10，领先于唯品会 and 小红书。

图 30：网易考拉和网易严选的拼团模式



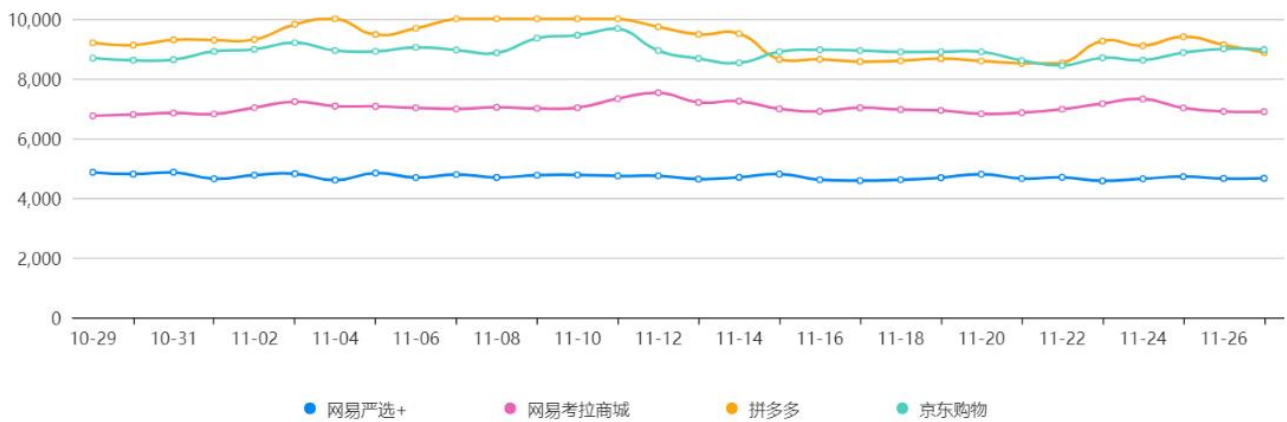
资料来源：网易考拉 APP，网易严选 APP，天风证券研究所

图 31：网易推手产品界面



资料来源：网易推手官网，天风证券研究所

图 32：主要电商平台微信小程序阿拉丁指数对比（2018年10月29日-2018年11月26日）



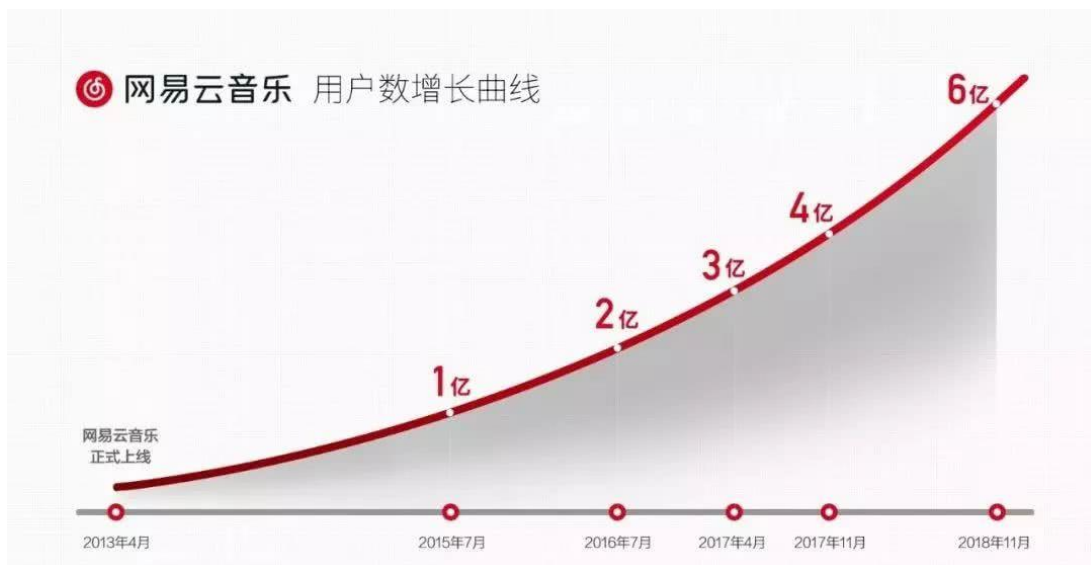
资料来源：阿拉丁指数，天风证券研究所

1.3. 网易云音乐：瞄准年轻圈层构筑音乐社区，战略携手百度协同内容生态

网易云音乐瞄准年轻圈层，连接 6 亿用户构筑音乐社区。网易云音乐于 2013 年 4 月上线，通过鼓励用户创建歌单进行分享，结合个性化推荐算法，促进拥有相同音乐喜好的用户产生连接和互动，满足多元细分的听歌及社交需求，同时结合高品质的产品体验（如推出“鲸云音效”），持续吸引年轻用户群体，目前已成为国内最活跃的音乐社区之一。

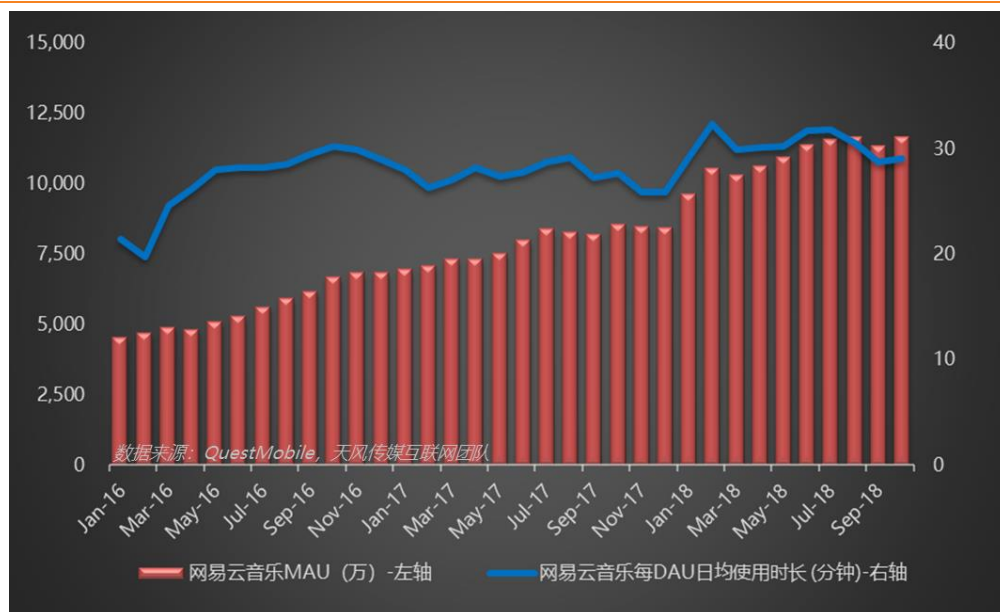
截至 2018 年 11 月，网易云音乐的注册用户规模已达到 6 亿，相比去年同期净增 2 亿，用户以 90 后等年轻群体为主，同时受到一、二线城市用户的广泛青睐。根据 QuestMobile 数据，网易云音乐 10 月 MAU 同比增长 36.6% 至 1.2 亿，人均使用时长同比增加 5%。从 UGC 内容库来看，网易云音乐的用户自主创建歌单累计超过 6 亿个，用户产生乐评累计超过 9 亿条，日均产生乐评数达到 160 万条。

图 33：网易云音乐注册用户数增长趋势（2013 年 4 月-2018 年 11 月）



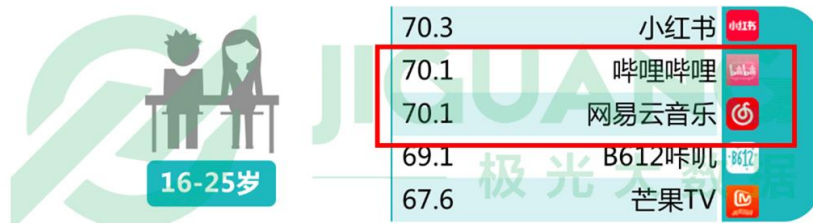
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 34：网易云音乐 MAU 和单用户日均使用时长（2016 年 1 月-2018 年 10 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 35：16-25 岁移动网民 APP 偏好 Top 5 (3Q18)



资料来源：极光大数据，天风证券研究所

图 36：2017 年中国一二线城市移动网民 APP 偏好 Top 10



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

网易云音乐持续扩充版权内容，深耕细分领域，同时发力独立音乐人培养，构建差异化内容竞争力。版权音乐方面，网易云音乐目前已经与超过 200 家音乐公司达成版权合作，获得超过 2,000 万首音乐授权，同时聚焦部分细分垂直领域，在欧美日韩音乐、国风音乐、电音、原创音乐等曲库具有较突出的优势。以电音领域为例，根据小鹿角智库的报告数据，超过 92% 的电音迷通过网易云音乐收听电音，相比第二名的虾米音乐仅为 31%。

在原创音乐人扶持与培养方面，网易云音乐陆续推出“石头计划”和“云梯计划”，为独立音乐人提供从推广、演出、培训、变现、周边等全方位扶持，并且推出短视频、直播（10 月上线独立音乐直播 APP “LOOK 直播”）等更丰富的内容形式，帮助音乐人多渠道积累粉丝和获取收益，同时丰富平台用户的音乐消费体验。参照腾讯音乐的盈利模式，我们认为直播业务有望成为网易云音乐的重要变现来源。此外从 10 月起，云音乐将每周二设为“网易音乐人推广日”，为独立音乐人提供更集中、丰富的推广资源。截至目前，网易云音乐平台入驻的原创音乐人超过 7 万名，累计上传原创音乐作品超过 120 万首，成为平台内容生态的重要组成部分。

图 37：网易云音乐 2018 年部分版权合作事项

日期	版权合作事件
2018年5月1日	网易云音乐与Big Hit 娱乐达成合作，旗下BTS（防弹少年团）的歌曲自5月1日起全面上架网易云音乐
2018年7月15日	网易云音乐宣布正式和乐华娱乐达成合作，旗下所有歌手、艺人及音乐作品的互联网音乐版权正式授权网易云音乐
2018年8月2日	网易云音乐与KING RECORDS达成版权合作，获批量日本动画音乐版权
2018年8月7日	小米音乐和网易云音乐达成转授权合作
2018年8月31日	网易云音乐为《中国音乐公告牌》官方指定的唯一音乐打榜平台
2018年9月10日	网易云音乐与NBC环球娱乐日本有限公司达成版权合作
2018年10月2日	网易云音乐与Loen Entertainment正式达成版权战略合作，获得所流通批量韩语音乐曲库授权
2018年10月11日	YY直播宣布与网易云音乐达成合作，将站内具有原唱能力的音乐人输送至网易云音乐

资料来源：腾讯新闻，新浪新闻，网易新闻，天风证券研究所

图 38：网易云音乐“云梯计划”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 39：网易 LOOK 直播产品界面



资料来源：LOOK 直播 APP，天风证券研究所

从竞争格局来看，网易云音乐用户规模稳居行业第二，用户活跃度和留存率领先。根据 QuestMobile 数据，目前网易云音乐的月度活跃用户规模仅次于腾讯系 APP，2018 年 7 月 MAU 为 1.16 亿，从独立 APP 角度来看排名行业第四，网易云音乐相对于腾讯系音乐 APP 的独占用户占比为 50.2%。从用户粘性来看，网易云音乐的人均使用次数和活跃率均较领先，且七日留存率达到 46.7%，明显高于腾讯系音乐 APP。

图 40：在线音乐行业 Top 5 APP 月活跃用户规模（2018 年 7 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 41：网易云音乐与腾讯系音乐 APP 用户重合情况与主要运营指标（2018 年 7 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

战略携手百度，生态协同有望提升竞争力。11月12日，网易云音乐完成新一轮融资，融资总额超过6亿美元，投资方包括百度、泛大西洋投资集团、博裕资本等，其中百度为战略投资方，而网易公司仍单独享有对网易云音乐的控制权。融资完成后，网易云音乐的估值达到35亿美元（约合243亿人民币），相比2017年4月的A轮融资投后估值80亿人民币提升2倍。

对网易云音乐而言，本轮融资除了扩充资金实力外，更重要的是与百度达成深入的战略合作，有望在流量、技术、内容等多方面实现协同，全面提升竞争力。1) **流量**：获得百度系产品的流量支持，尤其是百度APP和百度搜索的超级流量入口，为网易云音乐服务导流，同时接入DuerOS拓展线下场景，多渠道触达用户，进一步抢占用户时长；2) **技术**：结合百度的AI、大数据和云计算等技术优势，强化个性化推荐功能，提升云音乐的内容分发能力；3) **内容**：与百度在版权资源共享、音乐人扶持等方面进行合作。在百度生态的全面支持与协同下，我们认为网易云音乐将取得更快速增长，对标腾讯音乐，未来有望独立上市发展。

图 42：百度 DuerOS 适用场景



资料来源：DuerOS 官网，天风证券研究所

图 43：百度搜索歌曲推荐音乐平台

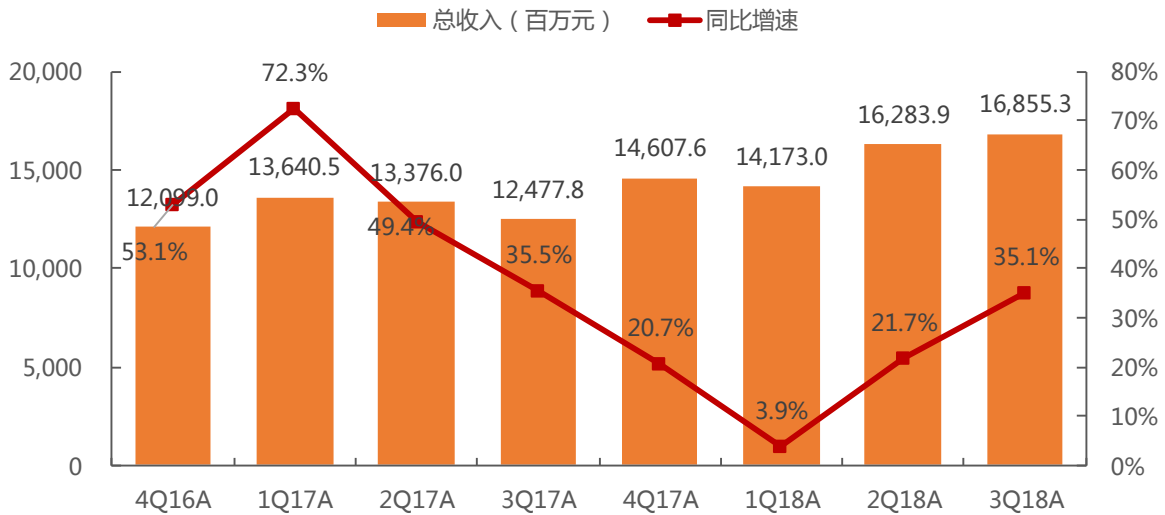


资料来源：百度搜索，天风证券研究所

2. 财务数据分析

收入：3Q18 收入为 RMB168.6 亿，同比增长 35.1%，增速继续回升，环比增长 3.5%，超出市场预期 1.2%。

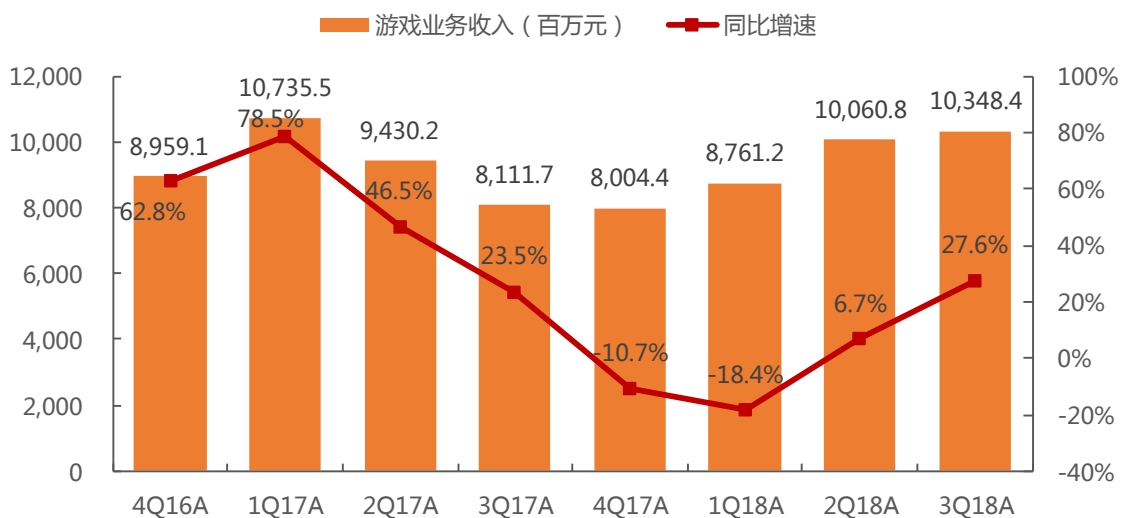
图 44：网易总收入及同比增速（4Q16A-3Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

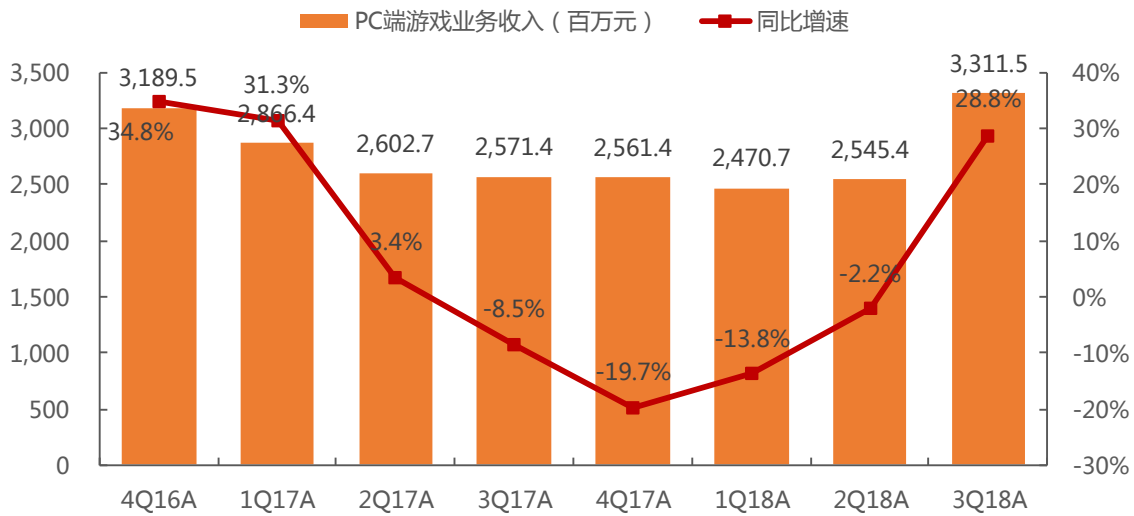
- 1) **游戏业务**：3Q18 收入为 RMB103.5 亿，同比增长 27.6%，增速进一步回升，环比增长 2.9%，占总体收入的 61.4%。
 - **端游**：3Q18 收入同比增长 28.8%至 RMB33.1 亿，环比增长 30.1%，考虑到端游行业整体处于下行阶段，网易端游业务逆势实现高增长实属不易。
 - **手游**：3Q18 收入达到 RMB70.4 亿，同比增长 27.0%，环比减少 6.4%，占游戏总收入的 68%，同比基本持平，环比下降 6.7 个百分点；本季度网易占中国手游行业的市场份额达到 19.8%，同比提升 1.7 个百分点。

图 45：网易游戏业务收入及同比增速（4Q16A-3Q18A）



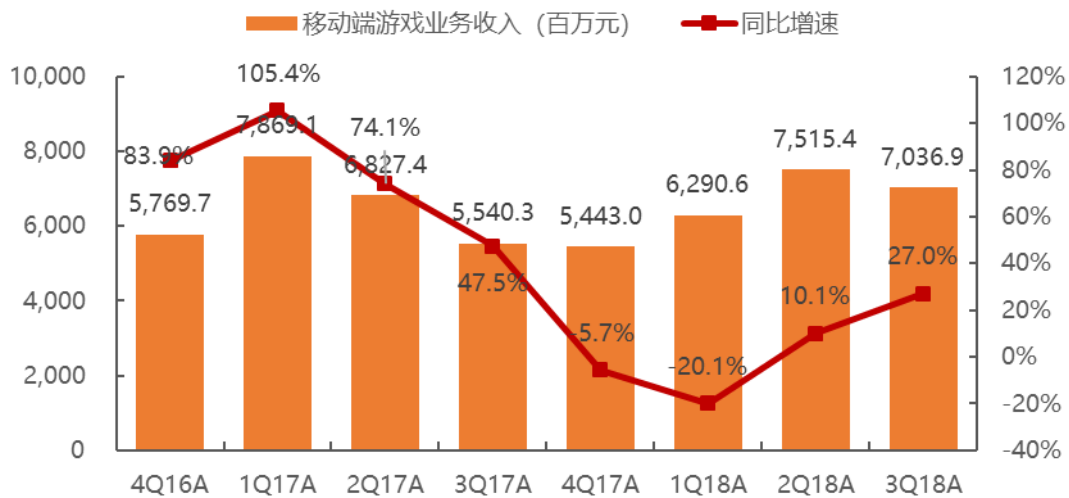
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 46: 网易 PC 游戏业务收入及同比增速 (4Q16A-3Q18A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

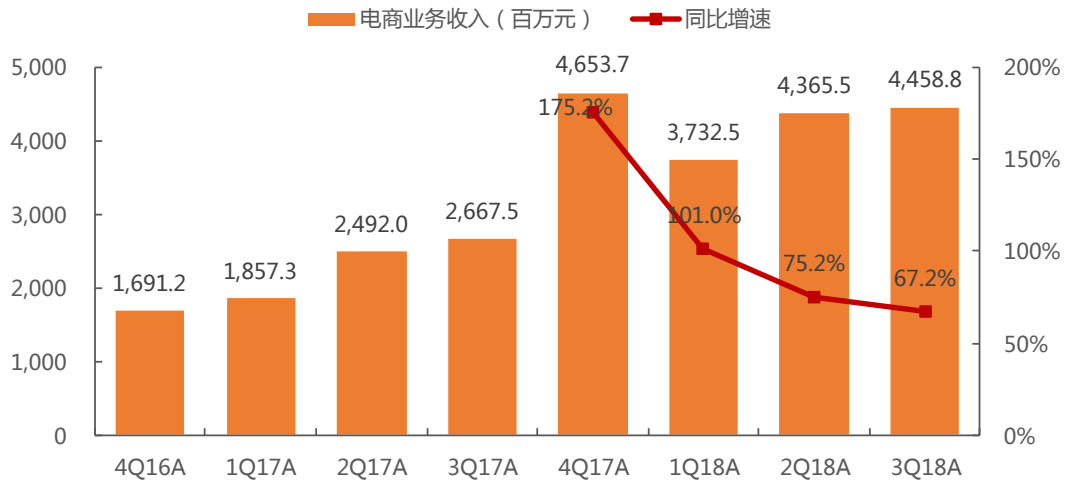
图 47: 网易移动游戏业务收入及同比增速 (4Q16A-3Q18A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

- 2) **电商业**务: 3Q18 收入达到 RMB44.6 亿, 同比增长 67.2%, 环比增长 2.1%, 占总营收的 26.5%, 同比提升 5.1 个百分点, 环比下降 0.3 个百分点。
- 3) **广告业务**: 3Q18 收入为 RMB6.4 亿, 同比增长 2.0%, 环比增长 1.6%。
- 4) **邮件及其他业务**: 3Q18 收入为 RMB14.0 亿, 同比增长 31.5%, 环比增长 14.7%。

图 48：网易电商业务收入及同比增速（4Q16A-3Q18A）

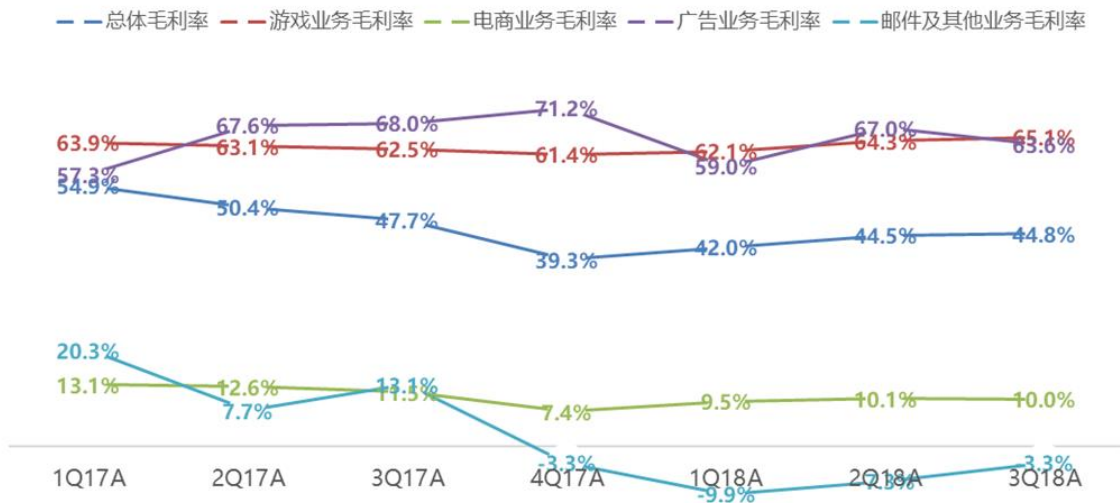


资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率：3Q18 毛利率为 44.8%，同比下滑 2.9 个百分点，环比提升 0.3 个百分点。

- 1) **游戏业务：**毛利率为 65.1%，同比提升 2.6 个百分点，环比提升 0.8 个百分点，主要是由于收入增长的同时部分成本相对固定，以及本季度毛利相对较高的 PC 端游戏收入占比提升。
- 2) **电商业务：**毛利率为 10.0%，同比下降 1.4 个百分点，环比基本持平，主要是受到本季度促销活动较多的影响。
- 3) **广告业务：**毛利率为 63.6%，同比下降 4.4 个百分点，环比下降 3.4 个百分点，主要是人员成本与内容采购成本增加。
- 4) **邮件及其他业务：**毛利率为 -3.3%，同比下降 16.4 个百分点，环比提升 4.0 个百分点，主要是由于收入结构变化，包括网易云音乐的收入贡献提升，以及部分相对高毛利的平台型业务收入减少，同时网易云音乐的版权成本增加亦对毛利率有所拖累。

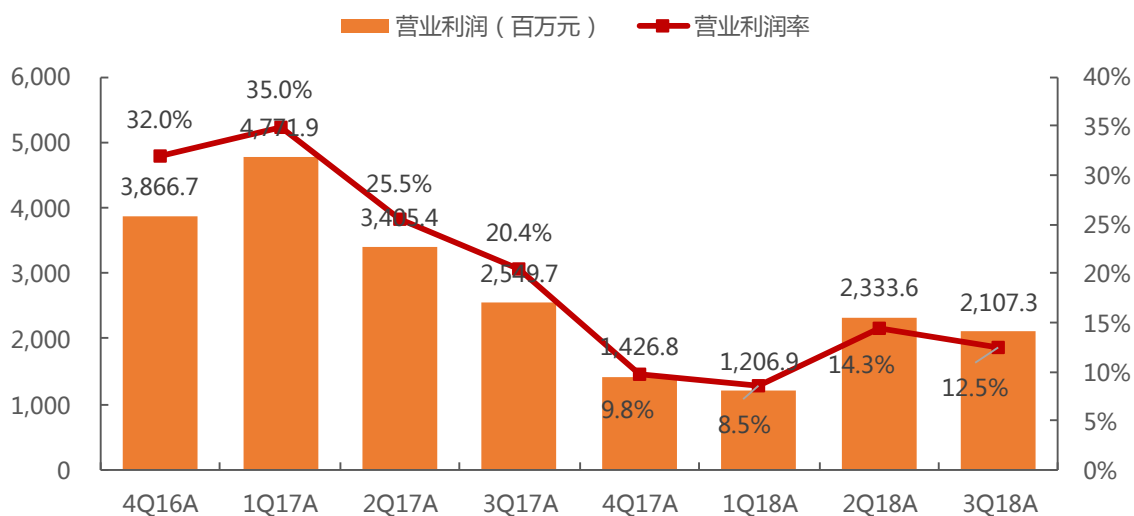
图 49：网易总体毛利率及分业务毛利率（1Q17A-3Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

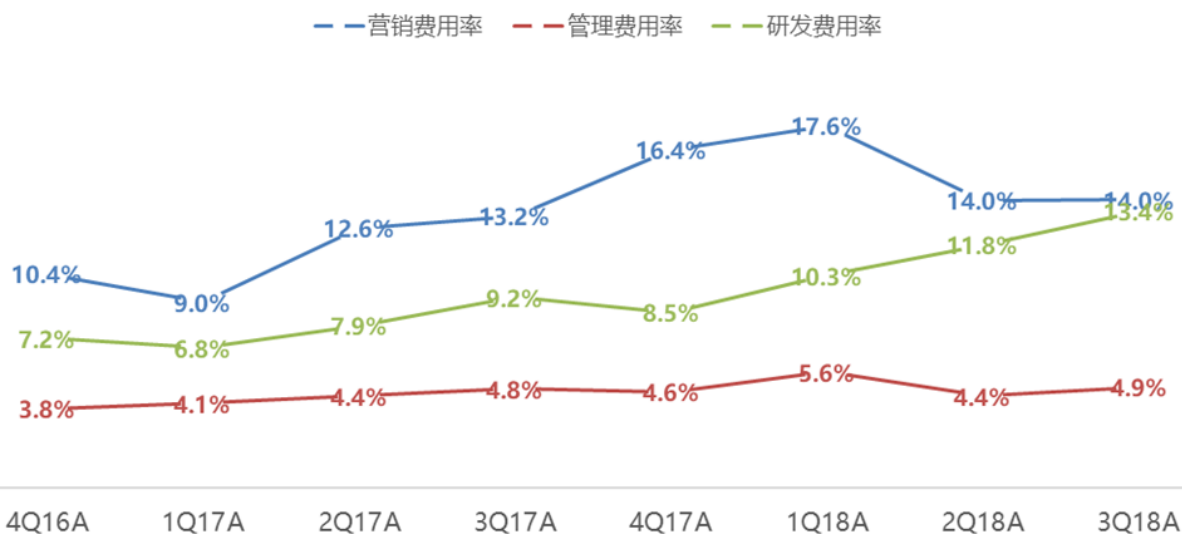
营业利润：3Q18 同比减少 17.4%至 RMB21.1 亿，环比减少 9.7%；营业利润率为 12.5%，同比下降 7.9 个百分点，环比下降 1.8 个百分点，主要是受到研发费用率提升(13.4%，+4.2pct YoY，+1.6pct QoQ) 的影响。

图 50：网易营业利润及营业利润率（4Q16A-3Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

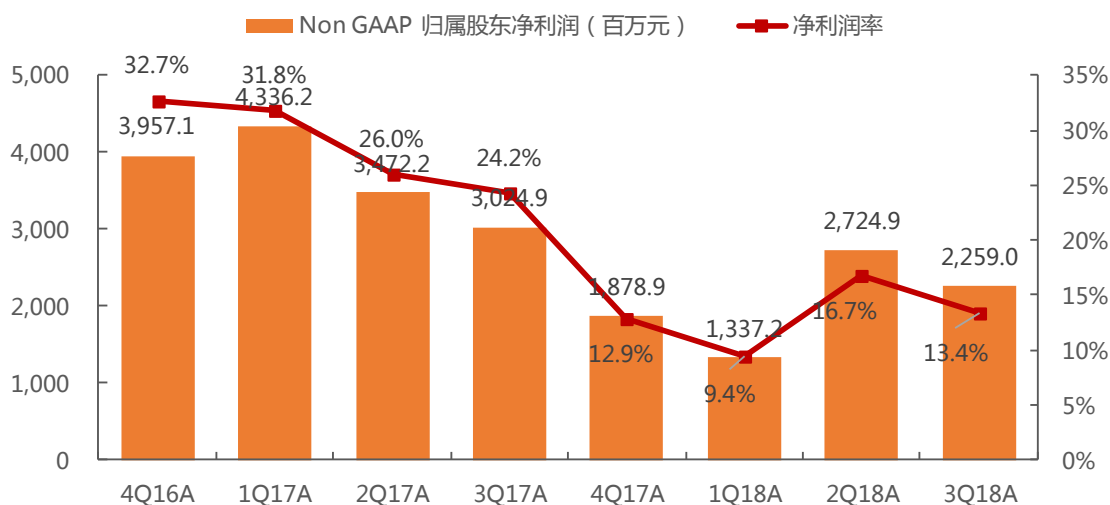
图 51：网易运营费用率（4Q16A-3Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

经调整归属股东净利润 (Non-GAAP)：3Q18 为 RMB22.6 亿，同比减少 25.3%，环比减少 17.1%，低于市场预期 0.5%；经调整归属股东净利率为 13.4%，同比下滑 10.8 个百分点，环比下滑 3.3 个百分点。

图 52: 网易经调整归属股东净利润及净利率 (4Q16A-3Q18A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 53: 网易实际业绩与一致预期对比表 (3Q18)

in RMB mn	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	3Q18E	
					一致预期 11月9日	实际 vs. 一致预期
Total revenue	14,608	14,173	16,284	16,855	16,654	1.2%
QoQ % Change	17.1%	-3.0%	14.9%	3.5%		
YoY % Change	20.7%	3.9%	21.7%	35.1%		
Cost of revenue	8,863	8,219	9,039	9,308		
Gross profit	5,745	5,954	7,245	7,547	7,140	5.7%
QoQ % Change	-3.4%	3.6%	21.7%	4.2%		
YoY % Change	-11.1%	-20.4%	7.5%	26.9%		
Gross margin	39.3%	42.0%	44.5%	44.8%	42.9%	1.9%
Operating profit	1,427	1,207	2,334	2,107	2,085	1.1%
QoQ % Change	-44.0%	-15.4%	93.3%	-9.7%		
YoY % Change	-63.1%	-74.7%	-31.5%	-17.4%		
Operating margin	9.8%	8.5%	14.3%	12.5%	12.5%	0.0%
Net income attri. to shareholders	1,286	752	2,107	1,596	1,653	-3.4%
QoQ % Change	-49.1%	-41.5%	180.2%	-24.2%		
YoY % Change	-65.1%	-80.8%	-29.1%	-36.8%		
Net margin	8.8%	5.3%	12.9%	9.5%	9.9%	-0.5%
Non-GAAP net income attri. to shareholders	1,879	1,337	2,725	2,259	2,271	-0.5%
QoQ % Change	-37.9%	-28.8%	103.8%	-17.1%		
YoY % Change	-52.5%	-69.2%	-21.5%	-25.3%		
Non-GAAP net margin	12.9%	9.4%	16.7%	13.4%	13.6%	-0.2%

资料来源: 公司公告, Bloomberg (2018年11月9日), 天风证券研究所

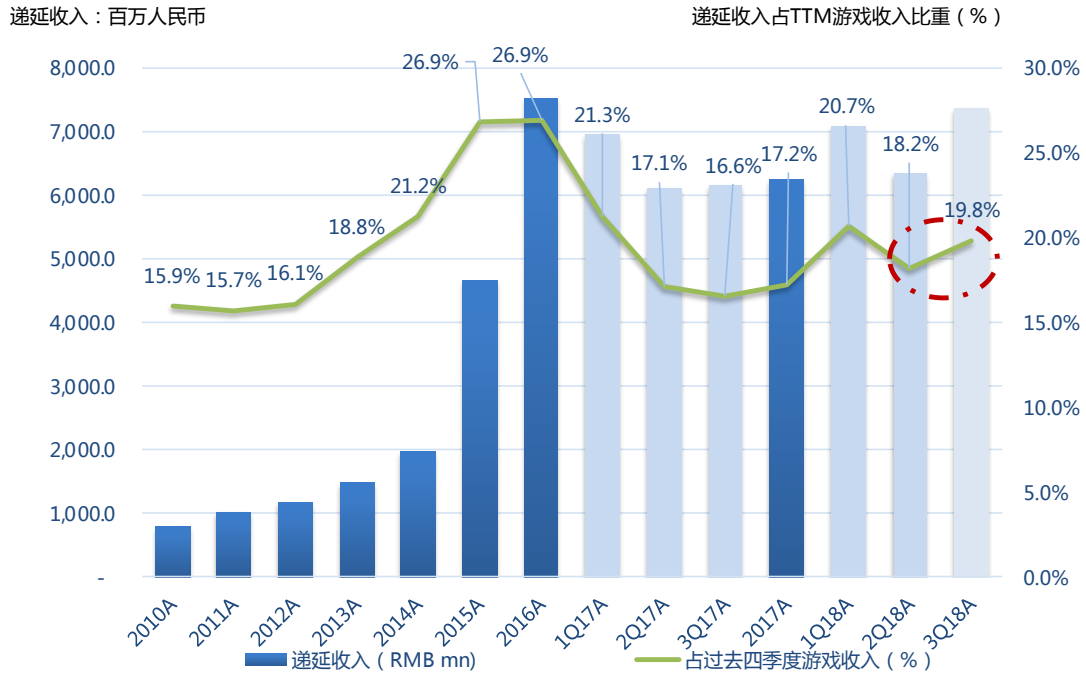
现金及现金等价物等: 截至2018年9月30日, 现金及现金等价物、定期存款和短期投资合计为RMB426亿, 每ADS现金达到\$48。

股利及股息率: 3Q18股息为每ADS \$0.45, 约占当期税后利润的25%。

股份回购: 公司于2018年11月追加10亿美元股份回购计划, 总金额由20亿美元增至30亿美元; 截至2018年9月30日, 已累计回购450万ADSs, 总价值约11.68亿美元, 平均回购价格约为\$259.6/ADS, 其中本季度新增回购110万ADSs, 新增部分价值2.56亿美元, 平均回购价格约为\$232.7/ADS。

递延收入：截至三季度末，递延收入为 RMB73.7 亿，较上季度末增加 15.9%；递延收入占 TTM 游戏收入比例环比提升 1.6 个百分点至 19.8%，同比提升 3.2 个百分点。

图 54：网易递延收入及占 TTM 游戏收入比例（2010A-2017A，1Q17A-3Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 估值与投资建议

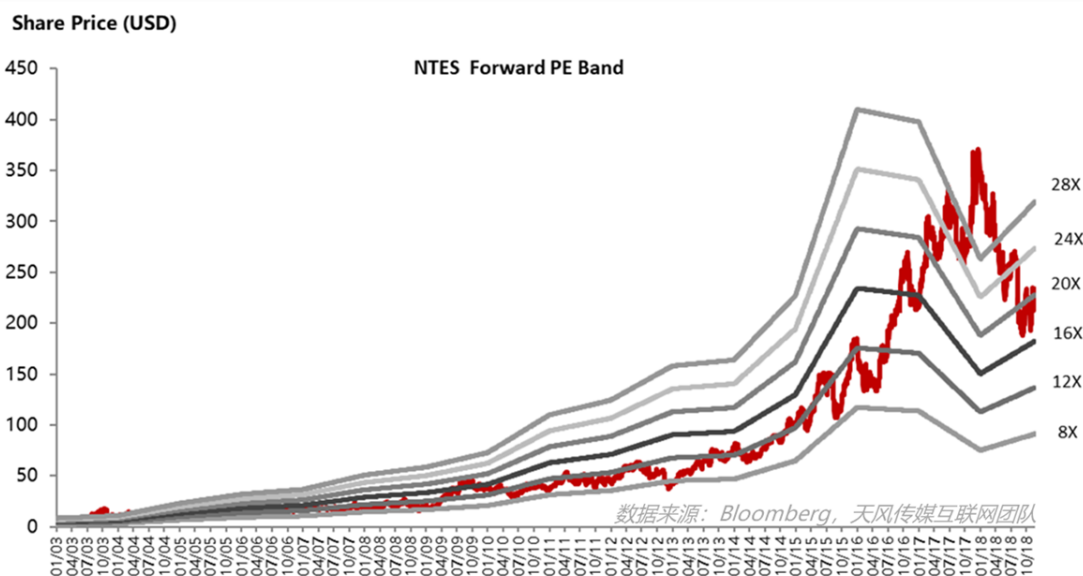
估值：网易当前市值对应 FY18/FY19 的 P/E 为 24.8x 和 20.0x，处于历史估值中枢偏上。我们认为，尽管当前国内游戏行业整体承受较大的监管压力，但网易基于精品化战略和长线运营优势，已逐步形成多元化产品布局，且拥有一定版号储备，结合出海贡献持续提升，游戏业务的相对优势更加突出；电商业务持续高增长，中长期来看盈利能力有较大提升空间；云音乐携手百度有望提升竞争力，抢占更多市场份额。考虑公司每 ADS 现金\$48 和稳定 25%的分红率，以及超过 18 亿美元的未完成回购计划，同时\$259.6 的平均回购价格较当前股价有一定支撑，我们看好网易公司的长期投资价值。

图 55：全球主要游戏公司估值对比表

Ticker	Company	FX	Last Close	Market Cap USD	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG			ROE		
					FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19
700 HK Equity	腾讯	HKD	291.2	354,209	37.6	31.0	25.8	10.1	7.7	5.8	10.3	7.8	6.0	2.4	1.9	1.6	31%	27%	24%
3888 HK Equity	金山	HKD	12.6	2,208	9.7	48.9	15.8	1.6	1.8	1.4	3.0	2.7	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	15%	2%	6%
NTES US Equity	网易	USD	233.6	30,676	16.4	24.8	20.0	3.6	2.7	2.1	4.0	3.2	2.5	5.9	8.9	7.2	28%	15%	16%
CYOU US Equity	畅游	USD	18.3	962	7.3	10.3	9.2	0.3	1.2	0.9	1.6	2.0	2.1	0.3	0.4	0.4	14%	11%	11%
777 HK Equity	网龙	HKD	13.9	945	138.7	39.4	23.5	1.3	1.1	0.9	1.7	1.4	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	1%	4%	6%
799 HK Equity	IGG	HKD	9.2	1,511	9.5	7.6	6.8	2.0	1.4	1.2	2.4	1.9	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	63%	63%	52%
游戏					16.1	24.5	15.5	2.3	2.7	2.0	3.2	3.2	2.6	2.8	3.8	3.1	20%	20%	19%
ZNGA US Equity	Zynga	USD	3.5	3,008	35.6	21.0	21.3	2.8	2.8	2.3	3.6	3.3	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	5%	8%	9%
ATVI US Equity	Activision Blizzard	USD	50.9	38,801	22.4	19.6	18.1	5.4	4.9	4.5	5.5	5.2	5.0	1.6	1.4	1.3	15%	19%	17%
EA US Equity	Electronic Arts	USD	84.0	25,385	22.0	19.7	18.4	4.5	4.1	4.1	5.2	4.9	4.9	1.4	1.3	1.2	28%	31%	26%
TTWO US Equity	Take-Two	USD	106.8	12,166	54.9	32.7	21.7	6.1	5.2	3.2	6.6	6.0	4.1	5.5	3.3	2.2	24%	27%	25%
GLUU US Equity	Glu Mobile	USD	6.9	991	n.a.	26.3	22.7	n.a.	n.a.	n.a.	3.5	2.6	2.3	n.a.	1.8	1.3	-5%	21%	27%
2432 JP Equity	Dena	JPY	2,118.0	2,830	11.1	13.6	23.0	1.7	1.7	1.7	2.2	2.3	2.3	10.2	12.5	21.1	13%	10%	5%
3632 JP Equity	Gree	JPY	472.0	1,013	8.6	15.1	16.0	0.4	0.4	0.3	1.8	1.5	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	12%	7%	6%
3765 JP Equity	Gungho Online	JPY	237.0	2,000	7.8	12.8	13.8	2.0	2.0	1.9	2.5	2.8	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	46%	20%	17%
2121 JP Equity	Mixi	JPY	2,457.0	1,703	3.6	4.7	6.6	0.3	0.2	0.2	0.9	1.0	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	37%	24%	15%
3938 JP Equity	Line	JPY	3,225.0	6,871	47.4	n.a.	139.0	3.7	2.9	2.5	4.5	3.6	3.1	0.8	n.a.	2.4	9%	0%	2%
095660 KS Equity	Neowiz Games	KRW	12,950.0	251	n.a.	11.7	12.2	1.1	0.9	0.8	1.6	1.3	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	0%	9%	8%
181710 KS Equity	NHN Entertainment	KRW	54,900.0	949	26.6	8.6	10.8	0.9	0.6	0.5	1.2	0.9	0.7	n.a.	n.a.	n.a.	3%	8%	6%
036570 KS Equity	NCSoft	KRW	474,000.0	9,191	21.3	22.4	16.9	5.1	5.1	4.0	5.9	6.0	5.0	0.9	1.0	0.7	22%	17%	19%
063080 KS Equity	Gamevil	KRW	54,600.0	318	22.7	23.9	10.7	3.3	3.5	2.4	3.1	3.1	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	6%	6%	12%
078340 KS Equity	Com2uS	KRW	133,600.0	1,519	11.1	12.5	9.9	2.0	2.0	1.3	3.4	3.5	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	22%	17%	18%
251270 KS Equity	NetMarble	KRW	9,306.8	9,307	27.8	42.4	24.3	3.5	4.0	2.9	4.3	5.0	3.8	1.5	2.3	1.3	16%	6%	9%

资料来源：Bloomberg (2018 年 11 月 23 日)，天风证券研究所

图 56：网易 Forward PE Band



资料来源：Bloomberg (2018 年 11 月 21 日)，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com