

网易-S (09999)

证券研究报告

2021 年 11 月 19 日

Q3 新游助力收入超预期，静待哈利波特利润释放

事件：公司于 11 月 16 日晚发布 Q3 业绩。网易 21Q3 营收 221.91 亿元 (34 亿美元)，yoy+18.9%，超 Bloomberg 预期 3.3pct。21Q3 毛利润达 118.11 亿元 (18 亿美元)，yoy+19.5%。21Q3 整体毛利率达 53.15%，yoy+0.17pct。21Q3 归母净利润 31.82 亿元 (4.94 亿美元)，yoy+6.14%。21Q3 净利率为 14.34%，yoy-0.63pct。21Q3 发派股利 0.045 美元/每股。21Q3 营业费用 80.36 亿元，yoy+14.5%，主要系人员成本和研发投入增加。21Q3 销售费用 31.34 亿元，yoy-8.97%，销售费用率 14.12%，yoy-4.33pct。21Q3 管理费用 11.40 亿元，yoy+45.44%，管理费用率 5.14%，yoy+0.93pct。21Q3 研发费用 37.61 亿元，yoy+34.85%，研发费用率 16.94%，yoy+1.99pct。

21Q3 在线游戏收入 158.99 亿元，yoy+14.7%。21Q3 在线游戏毛利率 64.5%，yoy+0.9pct，受手游和端游收入占比、自研和代理游戏收入占比的变动而小幅波动。截至 21Q3 末，递延收入为 RMB135.7 亿，yoy+30.8%。

21Q3 手游营收达 110.02 亿元，yoy+9%，qoq+5%，占整体游戏 69.2%，我们判断主要系 21Q1 上线《天谕》手游、《游戏王：决斗链接》、《忘川风华录》，Q2 上线《宝可梦大冒险》利润释放，Q3 暑期上线《有杀气童话 2》(7 月 29 日)、《王牌竞速》(7 月 23 日)、《漫威超级战争》(7 月 16 日)、《无尽的拉格朗日》(8 月 18 日)、《超激斗梦境》(9 月 17 日)、《哈利波特：魔法觉醒》(9 月 9 日)表现亮眼贡献增量收入。旗舰产品《梦幻西游》和《大话西游》保持高人气为游戏业务护航。21Q3 端游收入为 RMB48.97 亿，yoy+29%，qoq+21%，我们判断主要系多人竞技游戏《永劫无间》8 月 12 日上线登顶 Steam 热销榜，上线 90 天销量破 600 万打破国产买断制游戏销售记录，玩家遍布 160 个国家和地区，并入围游戏产业“金摇杆奖”。

哈利波特表现超预期，后续产品储备多元。《哈利波特：魔法觉醒》9 月 9 日上线后，游戏畅销榜 9/10/11 月均排名分别为 2/5/8。《指环王：崛起之战》(9 月 23 日)在欧洲、美洲、大洋洲和东南亚等上线。后续储备女性向《绝对演绎》、《永劫无间》主机及手游版本、大 ip《暗黑破坏神：不朽》等多款新品，并将在海外(港澳台已上线)推出《哈利波特：魔法觉醒》。

云音乐恢复上市，创新业务稳步发展。21Q3 创新及其他业务收入 49.04 亿元，yoy+25.74%，毛利率 15.6%，yoy-1.2pct。云音乐 11 月 16 日公告已提交第二次聆讯材料，并与摩登天空、英皇娱乐、中国唱片达成版权合作。21Q3 严选会员 yoy+216%，新增开卡 yoy+273%。双 11 严选成为淘系平台全时期销售额破亿品牌，并拿下京东双 11 全时期日用销售品牌榜第 1 名。

有道四大方向转型，学习硬件增长强劲。21Q3 有道收入 13.87 亿元，yoy+54.79%，毛利率为 56.6%，yoy+10.7pct，主要系学习服务净收入显著增长，规模效应增强以及教师薪酬结构进一步优化。有道将于 12 月 31 日正式终止义务教育阶段学科培训业务。业务重点已转向原有的学习硬件、素质教育、成人教育和教育信息化。有道词典笔双十一销量两年稳居天猫、京东电子词典榜首。9 月有道帮助数十家机构消课，助力行业平稳过渡。

投资建议：上线新游表现超预期，我们上调 21-22 年总营收 876.39/1171.33 亿元(原为 843.56/994.33 亿元)，同比增长 18.92%/33.65%，考虑自研合作游戏分成比例影响游戏毛利率及后续新作上线情况，调整 21-22 年 NON-GAAP 净利润 173.42/230.5 亿(原为 179.12 亿/210.23 亿)，同比增长 17.76%/32.92%。基于 SOTP 估值法，假设 21 年现金等价物为 983 亿元，我们给予网易的合理估值范围为 HKD7092-7559/USD910-970 亿，较 21 年 11 月 18 日价格 HKD177.8/USD112.4，存在 15%-23%/21%-29%的上涨空间，中位数对应目标价 HKD212.01/USD140.15，上涨空间为 19.24%/24.65%。

风险提示：市场竞争加剧的风险、新游戏产品上线或表现不及预期的风险、版本号发放不及预期、有道教育用户拓展不及预期。

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	177.8 港元
目标价格	212.0 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,455.12
港股总市值(百万港元)	614,319.88
每股净资产(港元)	29.11
资产负债率(%)	34.74
一年内最高/最低(港元)	207.80/117.20

作者

冯翠婷	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001	
fengcuiting@tfzq.com	
文浩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《网易-S-公司点评:高基准上营收稳定增长，热门新游戏贡献 H2 增量》2021-09-09
- 2 《网易-S-公司点评:全球化 IP 大作《哈利波特：魔法觉醒》9 月初上线》2021-08-02
- 3 《网易-S-公司深度研究:游戏全球化 IP 大作加码，网易云音乐拆分上市可期》2021-07-03



1. Q3 上线表现优异，后续多元品类储备充足

1.1. 网易新游 Pipeline

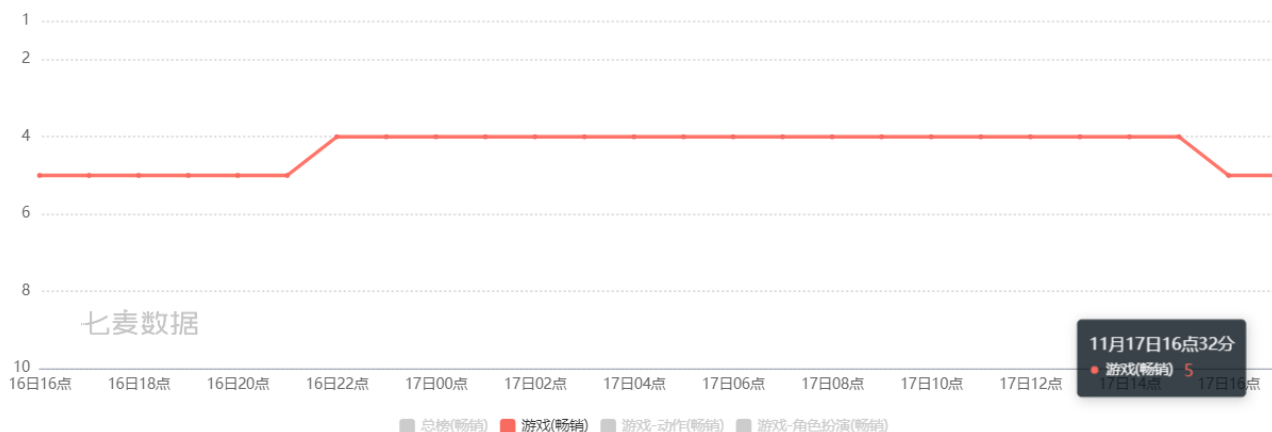
表 1：网易游戏 pipeline（更新于 2021/11/13）

序号	游戏名称	平台	游戏类型	来源	（预计）上线时间	TapTap 评分
1	漫威超级战争	手游	MOBA	自研	7 月 16 日上线	5.8
2	哈利波特：魔法觉醒	手游	卡牌 RPG	自研	9 月 9 日上线	6.2
3	工作细胞 IP	手游	二次元 RPG	自研		5.7
4	宝可梦大探险	手游	放置养成 RPG	自研	5 月 13 日已上线	4.9
5	星海求生	手游	RPG 生存冒险	自研	2022 年春季上线	7.1
6	月神的迷宫	手游	Roguelike 二次元	自研	7 月 27 日上线	7.7
7	有杀气童话 2	手游	MMORPG	自研	7 月 29 日上线	3.4
8	无尽的拉格朗日	手游	卡牌职人	自研	8 月 18 日上线	7.3
9	伊格效应	手游	PvP 卡牌	自研	已开启预约	8.6
10	暗黑破坏神	手游	ARPG	暴雪网易联合开发	2022 上线	6.8
11	代号： Onmyojiidolproject	手游	阴阳师养成	自研		9.5
12	代号·世界	手游	MMO 开放世界			9.7
13	阴阳师：妖怪小班	手游	RPG 休闲经济	自研	7 月 9 日开启限量删 档不计费测试	8.5
14	逆水寒手游	手游	3D 动作武侠	自研	8 月 20 日开启首测 预约	9.1
15	陈情令手游	手游	女性向	代理	公测预约中	5.1
16	冰汽时代：最后的家园	手游	SLG 模拟经营	代理	开启预约	7.2
17	星战前夜：无烬星河	手游	策略沙盒	代理	8 月 5 日上线	5.3
18	代号：ATLAS	手游	RPG	自研	10 月 26 日潮汐测试 开启	7.2
19	湮灭效应	手游	少女战棋	代理	5 月 25 日 iOSTestFlight 技术性 测试	8.3
20	Vikingard 维京之王	手游	历史养成 RPG			
21	绝对演绎	手游	女性向娱乐圈养成	自研	开启预约	9
22	魔兽世界经典怀旧服	端游	RPG	代理	602 上线燃烧的远 征；520 上线前夕	
23	我的世界中国版	端游	沙盒	代理	624 梦幻、西湖联动	
24	未知记录	手游	AI 剧情	自研		9.8
25	ProjectIN	手游	蒸汽朋克			
26	战争怒吼	手游	即时战略	自研		8.4
27	零号任务	手游	3D2v4 潜入对抗	自研	8 月 19 日首测	9
28	巅峰竞速	手游	3A 级竞速	CODEMASTER	2021 年夏天首测	8.8
29	王牌竞速	手游	休闲竞速	自研	7 月 23 日上线	6.9
30	超凡先锋	手游	RPG	自研	删档测试 6 月 11 日	7.1
31	蛋仔派对	手游	潮玩休闲	自研	9 月 28 日好碰友测 试	8.6
32	超激斗梦境	手游	二次元	自研	9 月 17 日上线	3.3

资料来源：网易游戏 520 发布会、TapTap、天风证券研究所

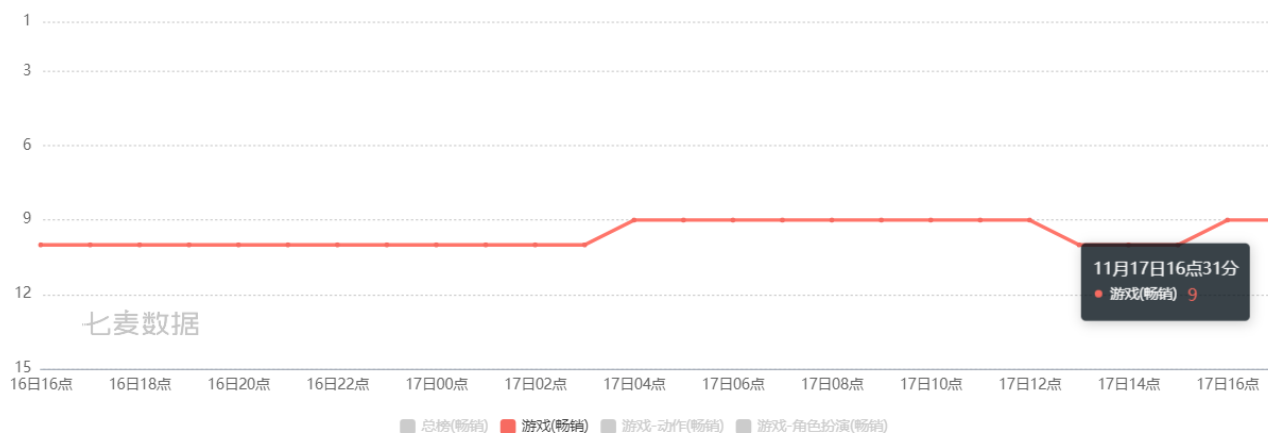
1.2. 老游戏及 21Q3 主要上线新游排名

图 1:《梦幻西游》近三月排名情况



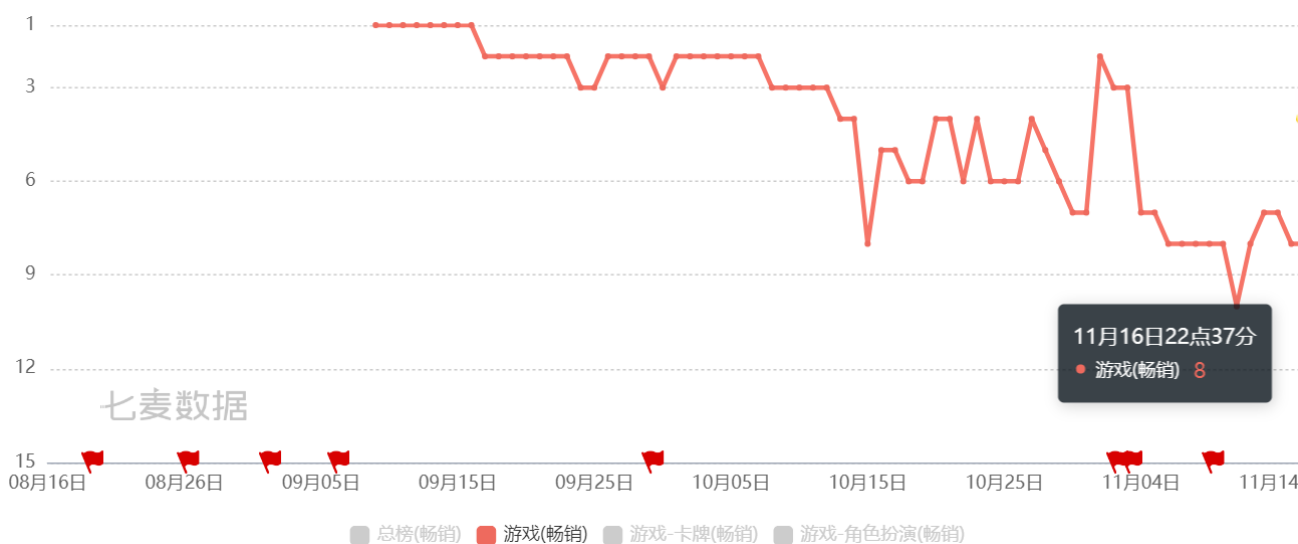
资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 2:《大话西游》近三月排名情况



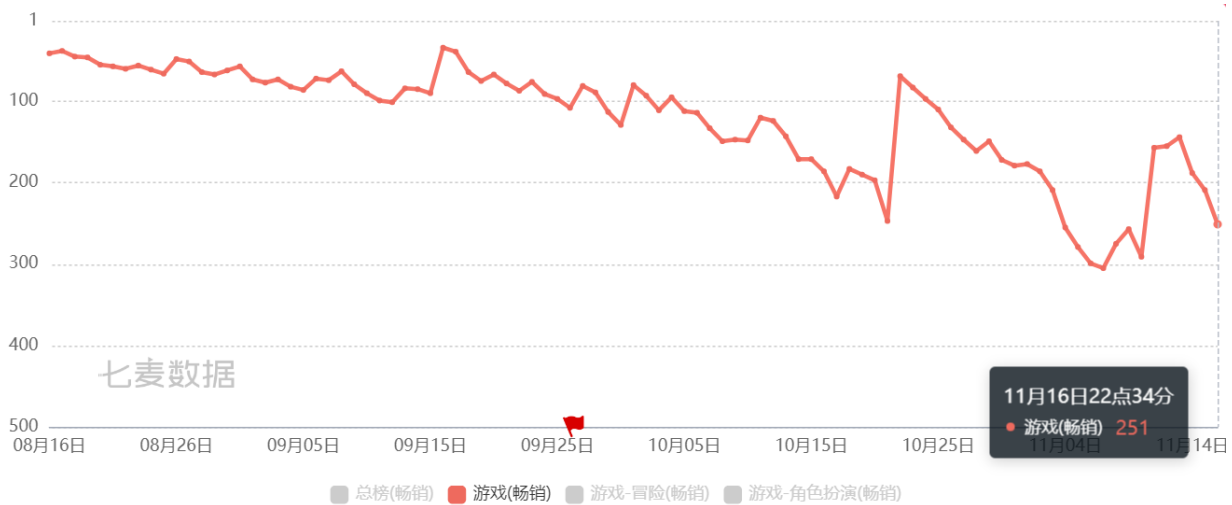
资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 3:《哈利波特：魔法觉醒》近三月排名情况



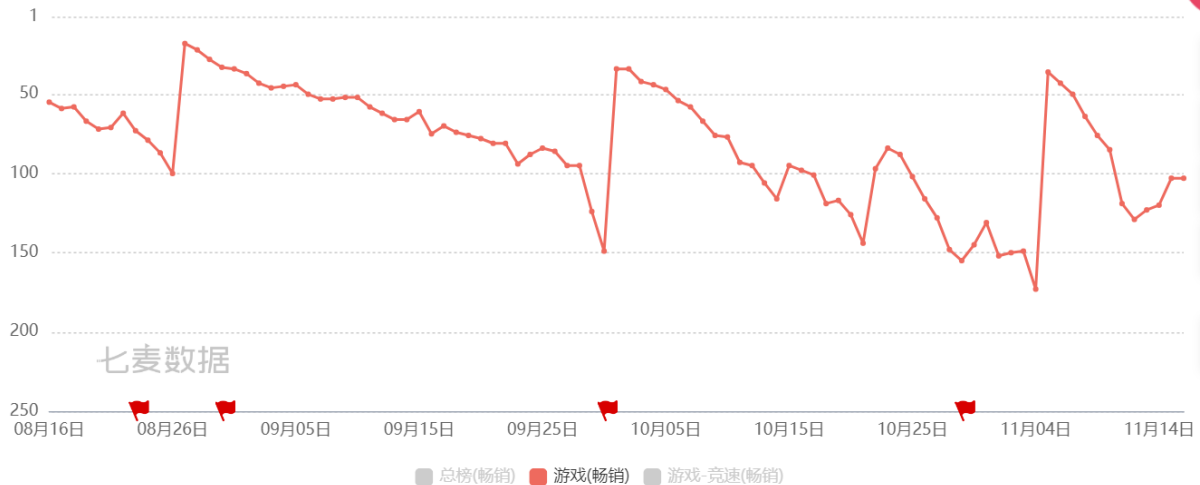
资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 4:《有杀气童话 2》近三月排名情况



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 5:《王牌竞速》近三月排名情况



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

2. 财务分析

2.1. 收入

21Q3 总收入 221.91 亿元（34 亿美元），yoy+18.9%。

1) 游戏业务：21Q3 游戏净收入为 158.99 亿元，yoy+14.7%。我们判断主要系报告期内旗舰类游戏产品《梦幻西游》和《大话西游》系列表现强劲，其它热门游戏产品如《明日之后》、《决战！平安京》和《阴阳师》等人气不减。新游方面，Q3 暑期上线《有杀气童话 2》（7 月 29 日）、《王牌竞速》（7 月 23 日）、《漫威超级战争》（7 月 16 日）、《无尽的拉格朗日》（8 月 18 日）、《超激斗梦境》（9 月 17 日）、《哈利波特：魔法觉醒》（9 月 9 日）表现亮眼贡献增量收入。端游多人竞技游戏《永劫无间》8 月全球上线登顶 Steam 热销榜首，上线 90 天销量破 600 万打破国产买断制游戏销售记录，玩家遍布全球 160 个国家和地区，并入围英国游戏产业“金摇杆奖”。

➢ **手游：**21Q3 手游收入达到 110.02 亿元，yoy+9%，qoq+5%，占整体游戏业务营收 69.2%。

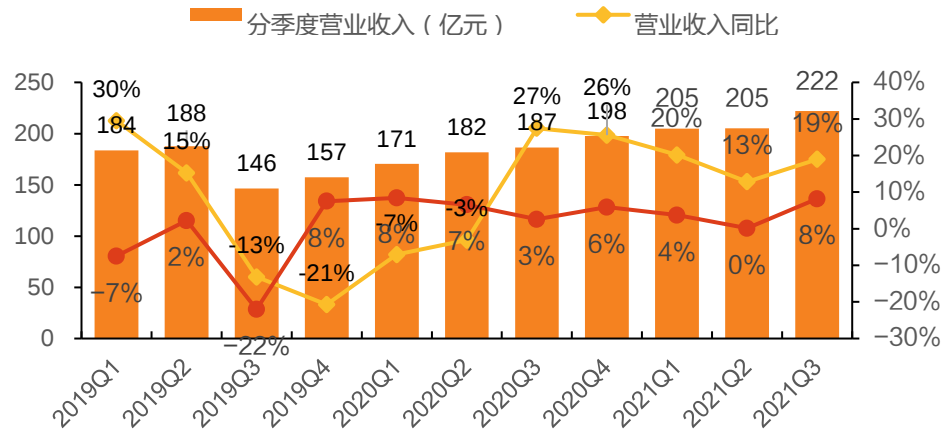
➤ **端游**: 21Q3 端游收入为 48.97 亿元, yoy+29%, qoq+21%, 占整体游戏业务营收 30.8%。

哈利波特表现超预期, 后续产品储备多元。《哈利波特: 魔法觉醒》9 月 9 日上线后, 游戏畅销榜 9/10/11 月均排名分别为 2/5/8。《指环王: 崛起之战》(9 月 23 日) 在欧洲、美洲、大洋洲和东南亚等上线。后续储备女性向《绝对演绎》、《永劫无间》主机及手游版本、大 ip《暗黑破坏神: 不朽》等多款新品, 并将在海外 (港澳台已上线) 推出《哈利波特: 魔法觉醒》

2) **有道业务**: 21Q3 有道收入 13.87 亿元, yoy+54.79%。

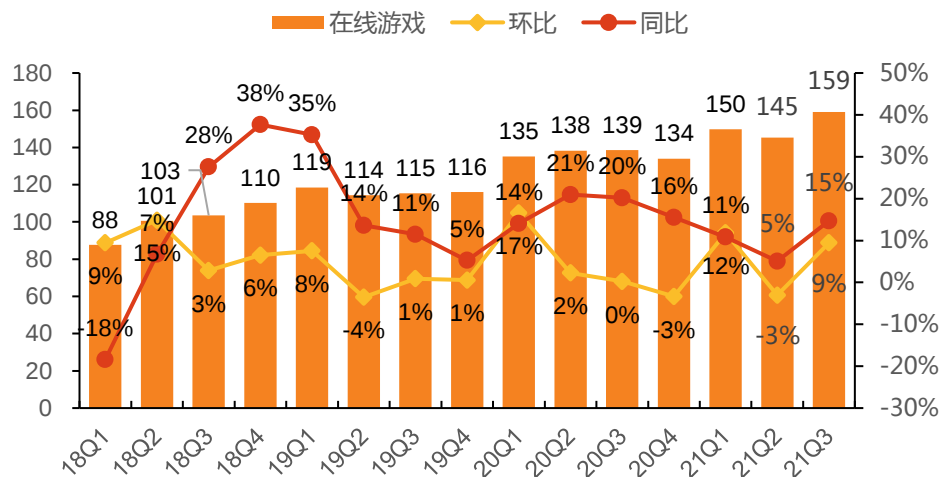
3) **创新业务及其他**: 21Q3 创新及其他业务收入 49.04 亿元, yoy+25.74%。

图 6: 网易总收入及同比增速



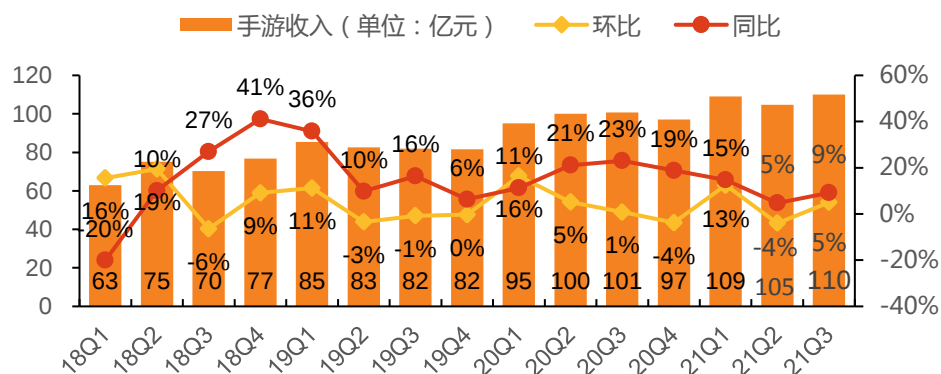
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 7: 网易游戏收入及同比增速 (单位: 亿元)



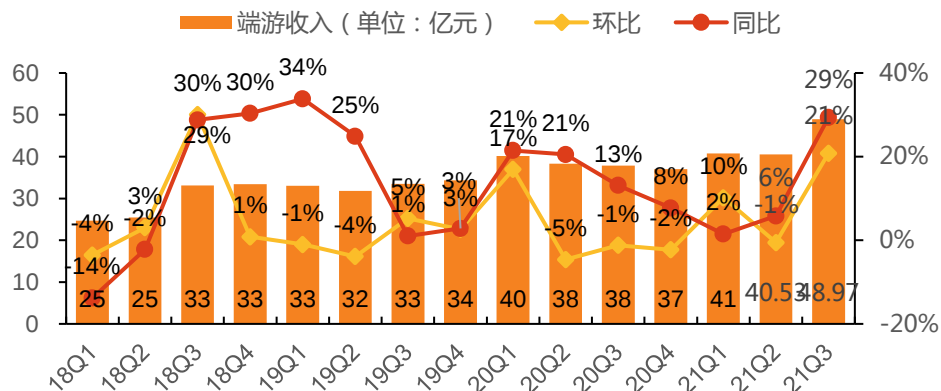
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：网易手游收入及同比增速



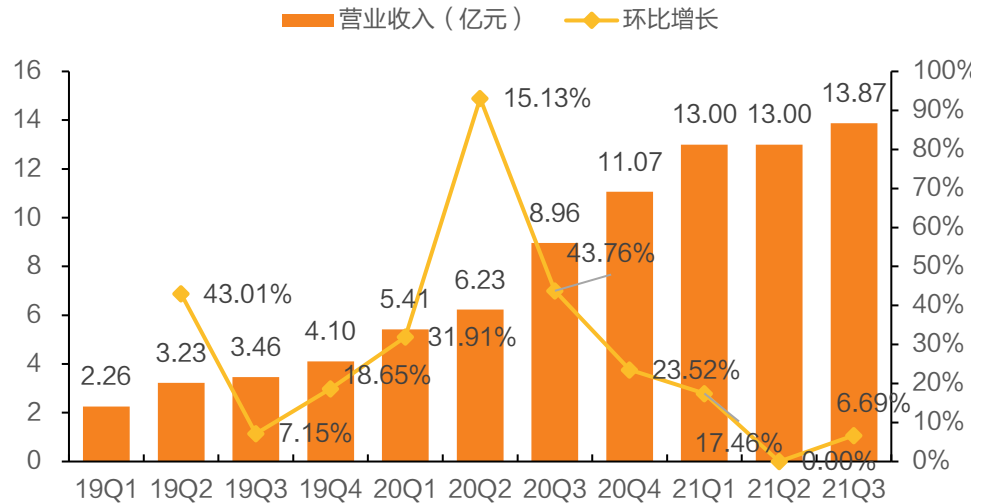
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：网易端游收入及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 10：网易有道收入及同比增速



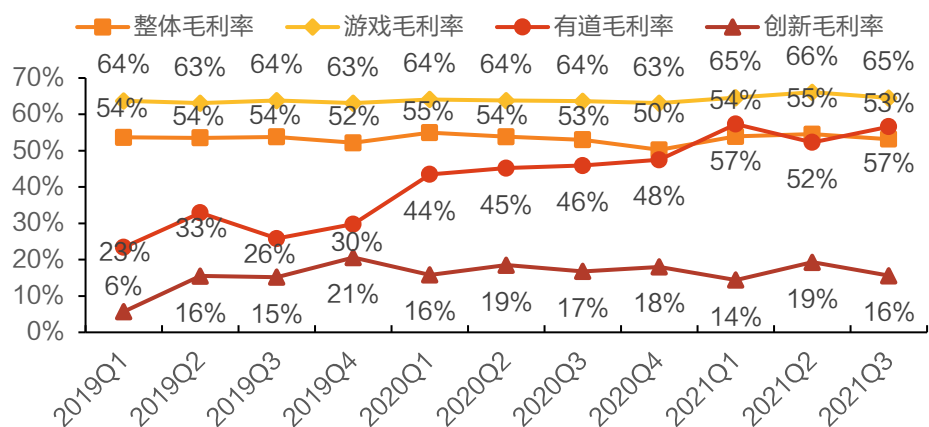
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 毛利率

21Q3 整体毛利率达 53.15%，yoy+0.17pct。

- 1) 游戏业务：**21Q3 在线游戏毛利率为 64.5%，yoy+0.9pct，受手游端游、自研代理游戏收入占比变动而小幅波动。
- 2) 有道业务：**21Q3 有道毛利率为 56.6%，yoy+10.7pct，主要系学习服务净收入显著增长，规模效应增强以及教师薪酬结构进一步优化。
- 3) 创新及其他业务：**21Q3 毛利率为 15.6%，yoy-1.2pct，主要系不同业务收入及毛利率变动影响。

图 11：网易总体毛利率及分业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 费用率

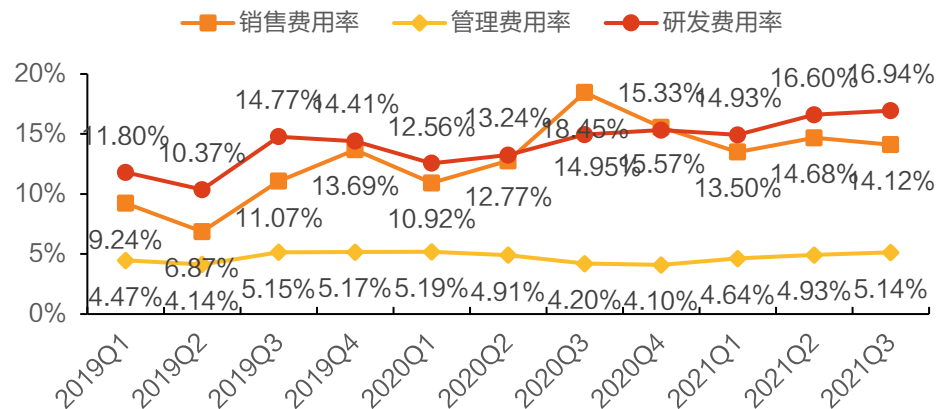
21Q3 营业费用 80.36 亿元，yoy+14.5%，主要系人员成本和研发投入增加。

21Q3 销售费用 31.34 亿元，yoy-8.97%，销售费用率 14.12%，yoy-4.33pct。

21Q3 管理费用 11.40 亿元，yoy+45.44%，管理费用率 5.14%，yoy+0.93pct。

21Q3 研发费用 37.61 亿元, yoy+34.85%, 研发费用率 16.94%, yoy+1.99pct。

图 12: 网易运营费用率

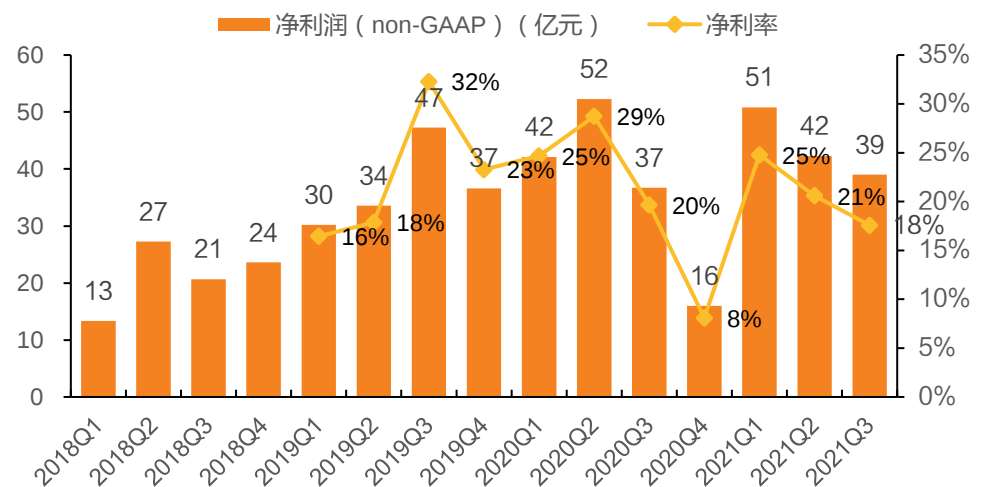


资料来源: 公司公告、天风证券研究所

2.4. Non-GAAP 净利润

21Q3 经调整归属股东持续经营净利润为 RMB39 亿, yoy+6.29%。经调整净利率为 17.57%, 同比下降 2.1pct。

图 13: 网易 Non-GAAP 净利润及同比增速

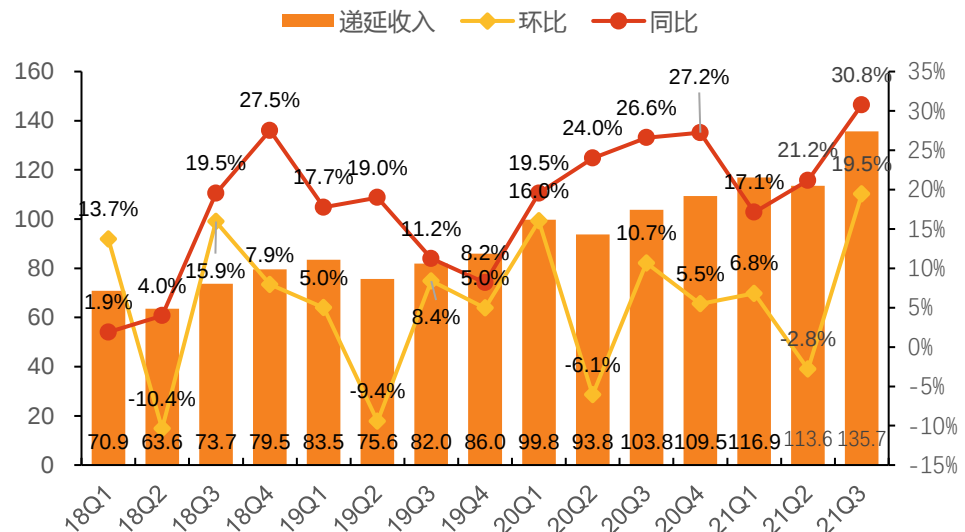


资料来源: 公司公告、天风证券研究所

2.5. 递延收入

截至 21Q3 末, 递延收入为 RMB135.7 亿, yoy+30.8%, qoq+19.5%。递延收入占 TTM 游戏收入比例为 23.07%, qoq+3.07 百分点。

图 14：网易递延收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.6. 现金及现金等价物

截至 2021 年 9 月 30 日,现金及现金等价物、定期存款和短期投资余额共计为 RMB983 亿。

2.7. 股利

2021Q3 股利为每股 0.045 美元(每股美国存托股 0.2250 美元), 现金分红达 0.30 亿美元, 现金分红率为 0.94%。普通股股利支付日期预计为 2021 年 12 月 13 日, 美国存托股股利支付日期预计为 2021 年 12 月 16 日。

2.8. 股份回购情况

2021 年 2 月 25 日, 公司宣布其董事会批准了一项新的股份回购计划, 即从 2021 年 3 月 2 日开始, 在不超过 24 个月的期限内, 可在公开市场回购总金额不超过 20 亿美元流通在外的美国存托股和普通股。截至 2021 年 9 月 30 日, 在该计划下公司已回购约 13.5 百万股美国存托股, 共计约 13 亿美元。公司 8 月 31 日宣布, 其董事会已批准修订, 将该计划的回购总金额扩展为不超过 30 亿美元。

公司 8 月 31 日还宣布, 其董事会批准了一项股份购买计划, 即从 2021 年 9 月 2 日开始, 在不超过 36 个月的期限内, 可在纽交所公开购买总金额不超过 0.5 亿美元流通在外的有道美国存托股。网易回购其美国存托股和普通股, 或购买有道美国存托股将取决于包括市场条件在内的多种因素。这些计划随时可能暂停或中止。截至 2021 年 9 月 30 日, 公司在该计划下已回购 10 万股美国存托股, 共计 180 万美元。

2.9. 所得税

21Q3 所得税费用为 8.08 亿元人民币, 上一季度和去年同期分别为人民币 11.13 亿元和 3.43 亿元。21Q3 有效税率为 19.6%, 上一季度和去年同期分别为 24.3%和 10.9%。有效税率反映了公司对每个季度适用的税务义务和权利的估计。

3. 网易云恢复上市, 递交第二次聆讯材料

21 年 8 月，网易云音乐正式通过港交所上市聆讯。但基于对市场整体环境等综合因素的考量，公司决定暂缓 IPO，并将选择更好时机尽快推进 IPO 相关事宜。目前随市场大环境渐趋稳定，网易云音乐重启 IPO。

2021Q1-Q3 网易云音乐总营收 51 亿元，yoy+52%；在线音乐板块收入 24.4 亿元，社交娱乐 26.7 亿元，在线音乐服务收入占比 47.7%，社交娱乐服务和其他收入占比 52.3%。毛利率 0.4%，主要系收入的大幅上升及控制内容授权费。营业成本 51 亿元，yoy+30.77%。截至 2021 年 9 月 30 日网易云音乐在线音乐月活跃用户数 1.842 亿人，社交娱乐月活跃用户数 2110 万人。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

4.1.1. 核心假设

➤ 收入假设

网络游戏业务：21Q3 移动游戏营收达 110.02 亿元，yoy+9%，qoq+5%，占整体游戏业务营收 69.2%，Q3 暑期上线《有杀气童话 2》（7 月 29 日）、《王牌竞速》（7 月 23 日）、《漫威超级战争》（7 月 16 日）、《无尽的拉格朗日》（8 月 18 日）、《超激斗梦境》（9 月 17 日）、《哈利波特：魔法觉醒》（9 月 9 日）表现亮眼贡献增量收入。旗舰产品《梦幻西游》和《大话西游》仍保持高人气为游戏业务护航。《哈利波特：魔法觉醒》9 月 9 日上线后，游戏畅销榜 9/10/11 月均排名分别为 2/5/8。《指环王：崛起之战》（9 月 23 日）在欧洲、美洲、大洋洲和东南亚等上线。后续储备女性向《绝对演绎》、《永劫无间》主机及手游版本、大 ip《暗黑破坏神：不朽》等多款新品，并将在海外（港澳台已上线）推出《哈利波特：魔法觉醒》。

21Q3 端游收入为 RMB48.97 亿，yoy+29%，qoq+21%，我们判断主要系多人竞技游戏《永劫无间》8 月全球上线登顶 Steam 热销榜首，上线 90 天销量破 600 万打破国产买断制游戏销售记录，玩家遍布全球 160 个国家和地区，并入围英国游戏产业“金摇杆奖”。

我们调高 2021-2022 年网络游戏业务收入分别为 629.17 亿/868.44 亿元（原值为 611.94 亿/732.12 亿元），同比增长 15.16%/38.03%。主要系考虑哈利波特及永劫无间上线表现超预期，考虑其流水递延至 2022 年释放。

有道业务：21Q3 有道收入 13.87 亿元，yoy+54.79%，毛利率为 56.6%，yoy+10.7pct，主要系学习服务净收入显著增长，规模效应增强以及教师薪酬结构进一步优化。有道将于 12 月 31 日正式终止义务教育阶段学科培训业务。业务重点已转向原有的学习硬件、素质教育、成人教育和教育信息化。基于学习硬件增长强劲及非 K12 用户增长，叠加 Q4 双十一对学习硬件销售催化，考虑 22 年素质成人教育转型，我们预计有道 2021-2022 年收入分别为 53.55/56.73 亿元（原值 48.05/42.83）。

创新业务及其他：21Q3 创新及其他业务收入 49.04 亿元，yoy+25.74%，毛利率为 15.6%，yoy-1.2pct，主要系不同业务收入及毛利率变动影响。网易云音乐与摩登天空、英皇娱乐、中国唱片达成版权合作，音乐版权逐步开放。全方位扶持音乐人赋能原创音乐，8 月上线 8.5 版本通过产品创新强化社区粘性。丰富的变现模式及短视频直播社交打赏有望托高 ARPPU 值。考虑有道云音乐 21Q3 社交服务收入快速增长，但长期付费用户转化途径不显著，网易严选 Q4 双十一叠加催化，我们调整 2021-2022 年创新业务收入分别为 193.67/246.17 亿元（原值 183.57/219.39 亿元）。

➤ 毛利率假设

网络游戏业务：21Q3 在线游戏毛利率为 64.5%，yoy+0.9pct，受手游端游、自研代理游戏

收入占比变动而小幅波动，22 年毛利率受部分游戏流水分成策略影响有降低。我们预计 2021-2022 毛利率分别为 64.91%/64.80%

有道业务：21Q3 有道毛利率为 56.6%，yoy+10.7pct，，主要系学习服务净收入显著增长，规模效应增强以及教师薪酬结构进一步优化。考虑未来四大转型方向，主营重心转向学习硬件等（高毛利率）业务，则预计 22 年毛利率提升。2021-2022 年毛利率分别为 55.59%/56.00%。

创新业务及其他：毛利率为 15.6%，yoy-1.2pct，主要系不同业务收入及毛利率变动影响。。版权垄断成为过去，预计版权采购成本将下降。我们预计 2021-2022 毛利率分别为 16.35%/16.50%。

表 2：网易分业务毛利率预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E
网易	53.43%	53.27%	52.90%	54.29%	54.04%
游戏	63.63%	63.43%	63.70%	64.91%	64.80%
有道	29.59%	28.40%	45.90%	55.59%	56.00%
创新业务	15.20%	15.10%	17.42%	16.35%	16.50%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 费用率、税率假设

费用率：

网络游戏及创新业务：季度受新游上线周期影响或有一定波动，与流水正相关，预计网易游戏及创新业务整体费用占比保持在 30%以下。

有道业务：受政策影响，我们认为销售及管理费用随业务减弱将同比减少，硬件服务端研发费用仍持续增长。

税率：假设 2021-2022 年网易对应税率为 22%/20%。

结合以上假设，我们认为网易 21-22 年营业收入为 876.39/1171.33 亿元，同比增长 18.92%/33.65%；NON-GAAP 净利润为 173.42/230.50 亿元，同比增长 17.76%/32.92%。

表 3：网易盈利预测总表

单位：亿	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	511.79	592.41	736.95	876.39	1171.33
YOY		15.75%	24.40%	18.92%	33.65%
网游收入	401.90	464.22	546.36	629.17	868.44
YOY		15.51%	17.69%	15.16%	38.03%
有道收入	7.32	13.05	31.68	53.55	56.73
YOY		78.36%	142.74%	69.05%	5.94%
创新业务收入	102.57	115.14	158.91	193.67	246.17
YOY		12.26%	38.01%	21.88%	27.10%
网易云音乐收入				79.00	91.98
营业成本	238.33	276.86	347.11	400.63	538.37
毛利润	273.46	315.55	389.83	475.76	632.97
YOY		15.39%	23.54%	22.04%	33.04%
销售费用	69.12	62.21	107.04	122.69	163.99
销售费用率	13.51%	10.50%	14.52%	14.00%	14.00%
管理费用	30.79	31.30	33.72	43.82	56.22

管理费用率	6.02%	5.28%	4.58%	5.00%	4.80%
研发费用	73.79	84.13	103.69	141.98	175.70
研发费用率	14.42%	14.20%	14.07%	16.20%	15.00%
经营利润	99.77	137.90	145.38	161.35	237.05
其他收入	10.99	25.93	8.34	31.93	22.07
税前收入	110.77	163.83	153.72	193.28	259.12
税率	22%	18%	20%	22%	20%
持续经营净利润	86.16	134.69	123.30	150.22	207.30
YOY		56%	-8%	22%	38%
非经损益	21.39	-79.63	0	0.00	0.00
少数股东权益	3.25	1.94	2.68	2.80	2.80
GAAP 净利润	61.52	212.38	120.63	147.42	204.50
YOY		245.22%	-43.20%	22.21%	38.72%
股权激励摊销	24.72	24.04	26.63	26.00	26.00
NON-GAAP 净利润	107.63	156.79	147.26	173.42	230.50
YOY		45.67%	-6.08%	17.76%	32.92%

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

4.2. 投资建议

公司作为中国领先互联网科技公司，聚焦于游戏业务，始终保持游戏行业领先地位，同时不断拓展业务边界，涉足在线教育、在线电商、在线音乐等板块。公司营收增速稳定，聚焦主营业务的策略成效显著：

游戏方面，老游戏稳定贡献收入，21H2-22H2 全球化 IP《哈利波特》、《暗黑破坏神》等大作上线加速游戏海外发展，拓展市场空间。强研发实力助力手/端游双端精品产出。业内顶尖研发水平及长线运营能力保证公司主营业务收入增长可持续性。

创新业务部分集合网易云音乐等口碑产品，分别处相关行业头部位置，未来随网易云音乐拆分上市，版权垄断减弱，内容社区差异化优势体现，用户数及付费率将进一步提升。

投资建议：根据上线新游表现超预期，我们上调 21-22 年总营收 876.39/1171.33 亿元（原为 843.56/994.33 亿元），同比增长 18.92%/33.65%，考虑自研合作游戏分成比例影响游戏毛利率及后续新作上线情况，调整 21-22 年 NON-GAAP 净利润 173.42/230.5 亿（原为 179.12 亿/210.23 亿），同比增长 17.76%/32.92%。基于 SOTP 估值法，假设 21 年现金等价物为 983 亿元，我们给予网易的合理估值范围为 HKD7092-7559/USD910-970 亿，较 21 年 11 月 18 日价格 HKD177.8/USD112.4，存在 15%-23%/21%-29% 的上涨空间，中位数对应目标价 HKD212.01/ USD140.15，上涨空间为 19.24%/24.65%。

5. 风险提示

➤ 市场竞争加剧的风险

中国网络游戏行业竞争激烈，若公司不能通过有效竞争稳固行业地位，将可能会造成玩家流失，市场份额也将会降低，将对公司的经营业绩产生不利影响。

➤ 新游戏产品上线或表现不及预期的风险

若公司对新游戏产品的研发、运营和周期管理等规划存在重大失误或由于受外部因素影响而发生偏离，造成新游戏产品的研发和运营效果无法满足用户偏好和市场需求，可能导致新游戏上线收益不及预期，削弱公司未来的盈利能力。

➤ 版号发放不及预期

版号政策或有变动，未来如果版号发放收紧将会影响网易的新游上线进程，对公司的经营能力产生影响。

➤ 有道教育用户拓展不及预期

有道近年来销售与营销费用涨幅明显，若公司在支出高额营销费用后并未取得预想中用户数量的增长或对公司业绩产生不利影响。

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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com