

网易-S (09999)

匠心铸精品，创新造生态

网易股权集中，管理团队资历深厚，主营业务游戏稳定贡献收入，有道板块增长迅猛。公司实控人兼创始人丁磊持股 44.7%，高层均毕业于世界名校。19 年公司重组业务分为游戏、有道、创新及其他业务三大类，并剥离网易考拉。20 年公司营业收入 736.7 亿元，同比+24%，在线游戏业务营收 546.1 亿元，占比 71.9%，同比 18%；有道营收 32 亿元，同比+143%；创新业务及其他营收 159 亿元，同比+38%。整体毛利润 389.8 亿元，同比+23.5%，毛利率达 52.9%。20 年公司销售费用 107 亿元，同比大幅+72%，主要系游戏和有道的营销推广费用加大。20 年受投资及汇兑损失影响，公司持续经营利润为 123.3 亿元，同比下降 8%。

游戏业务：强自研实力+长线运营经验助推精品化时代新发展。 网易游戏业务自研基因浓厚，自研游戏收入占比达 90%；产品矩阵丰富，目前提供超过 140 款游戏；行业地位领先，内地手游市场份额行业第二。在手游市场空间巨大以及精品化的市场趋势下，网易凭借其性能强大的自研引擎以及长线运营的发展战略将迎来全新发展。我们认为网易具备四大核心竞争力：①顶尖的研发能力，研发人员过万②明星制作人数量众多③自有引擎独树一帜，NeoX 引擎已有 20 余项独创性技术专利，产品游戏性及画面表现均处于顶尖水准④IP 创新联动运营优秀。未来 MMORPG 市场的火爆（CAGR+19.1%）和手游出海的持续加速将给网易带来新的增长点。与暴雪联合研发的《暗黑破坏者：不朽》或为出海带来大的增量。

有道业务：疫情推动在线教育渗透率上升，销售费用催化进入快速扩张期。 20 年疫情催化在线教育用户规模增加并逐渐向三、四线城市渗透。有道业务目前处快速扩张期，20 年收入为 32 亿元，同比+143%，其中有道销售费用全年共 27 亿元，同比+333%。有道精品课 ARPPU 提升 49.4% 至 1343 元，付费人数大幅增长 152% 至 209.7 万人。

创新业务：在线音乐头部应用+品质电商黄金赛道赋能。 2020 年创新业务及其他收入为 159 亿，同比增长 38%，主要受网易云音乐、网易 CC 直播及严选电商业务的收入推动。网易云音乐 MAU1.51 亿，凭独特音乐社区建设增强用户粘性，丰富变现方式提高 ARPPU 值。网易严选主打品牌电商概念，并开展线下严选 HOME，符合新消费对高品质的追求，顺精品化电商趋势，品类扩张+供应链完善促进用户数量增加及复购率回升。

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。公司营收保持稳定增速，聚焦主营业务的策略成效显现。游戏方面，老游戏稳定贡献收入，版号正常化后 21 年多款游戏陆续上线，其中不乏《哈利波特》、《暗黑破坏神》等 IP。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。有道教育业务涉足 K12 黄金赛道，随渗透率逐渐提升及前期运营搭建逐渐完善，利润有望在 21 年逐渐释放。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，未来随产品优化，用户数及付费率或将进一步提升。**我们认为网易 21-22 年营业收入为 922/1135 亿元，同比增长 25.2%/23.11%；持续经营净利润为 159/189 亿元，同比增长 29%/19%。**基于 SOTP 估值法，我们认为网易的合理估值范围为 HKD7325-7811 亿（截至 2020 年 12 月 31 日，现金及现金等价物、定期存款和短期投资合计为 RMB1001 亿），较 21 年 2 月 26 日收盘后市值 HKD5735 亿，存在 28%-36% 的上涨空间，中位数对应目标价 HKD219.05，上涨空间为 32%。网易 S 首次覆盖给予“买入”评级。

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、版号发放不及预期、有道教育用户拓展不及预期、市场估值波动等的风险、创新业务表现不及预期

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	171.6 港元
目标价格	219.05 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)	592,898.16
每股净资产(港元)	23.77
一年内最高/最低(港元)	207.80/125.00

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：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司介绍：匠心打磨产品，不断扩张边界	7
1.1. 发展历史：领军在线游戏行业，多元场景同步裂变	7
1.2. 股权结构及管理团队：股权结构稳定，管理团队资历深厚	8
1.3. 财务状况：营收稳健增长，费用控制良好	9
1.4. 业务构成：游戏业务为主业，有道、创新业务稳定增长	11
2. 游戏业务：自研引擎+长线运营助推精品化时代新发展	12
2.1. 游戏业务介绍：游戏常青树品牌行业地位领先	12
2.1.1. 历史沿革与现状分析：自研基因浓厚、产品矩阵丰富、行业地位领先	12
2.1.2. 市场潜力与市场趋势分析：手游市场空间巨大，网易新游引领精品化市场浪潮	14
2.1.3. 网易游戏发展战略分析：长线运营+内容创新铸就常青业务	15
2.1.4. 网易游戏业务季度收入情况分析	17
2.2. 核心竞争力分析：四大核心竞争力铸就游戏常青树	20
2.2.1. 庞大的研发团队、优秀的人才培训计划和不菲的研发投入奠定网易顶尖研发能力基础	20
2.2.2. 明星制作人、策划人层出不穷，自研产品成绩斐然	22
2.2.3. 自有引擎独树一帜，AI 技术助推游戏业务多个环节	23
2.2.4. 以匠心打造 IP 创新联动	24
2.3. 未来增长点分析：MMORPG 市场火爆与手游出海持续加速	25
2.3.1. MMORPG 品类基本盘优势不减，IP 大作带来新增量	25
2.3.2. 手游出海持续加速，日本已成网易“第二主战场”	27
3. 有道：专注精品课程，四大业务板块形成闭环	29
3.1. 在线教育 K12 板块渗透率仍有提升空间	30
3.2. “AllinK12”，有道深入布局在线教育	31
3.2.1. K12 重点投入，针对不同年龄层提供差异化服务	31
3.2.2. 学习服务拉升有道板块毛利，营销拓宽业务收入想象空间	32
3.2.3. 技术整合与高粘性用户形成有道竞争优势	34
4. 创新业务不断扩充，稳中有增寻求突破	35
4.1. 网易云音乐：社区建设+内容扩充打造核心壁垒	38
4.1.1. 数字音乐市场环境向好，平台方加速多元变现	41
4.1.2. 独特社区+精确私人化歌单，打造 Z 世代专属音乐天地	43
4.1.3. 着力扩展内容版权，多项计划支持独立音乐人发展	46
4.2. 网易严选：自营电商平台，供应链质优高效	47
4.3. 网易 CC 直播：实现对游戏业务的协同拓展	50
5. 盈利预测与投资建议	51
5.1. 盈利预测	51
5.1.1. 核心假设	51
5.1.2. SOTP 估值	53
5.2. 投资建议	55

6. 风险提示.....56

图表目录

图 1: 网易公司发展历程	7
图 2: 网易股权结构	8
图 3: 网易营业收入	9
图 4: 网易营业收入 (17-18 年剔除考拉业务口径)	9
图 5: 网易分季度营业收入	9
图 6: 网易分业务营业收入	10
图 7: 网易分业务毛利率	10
图 8: 网易三费占比	11
图 9: 网易分季度净利润	11
图 10: 网易 2019 年在线游戏收入分布情况	12
图 11: 网易 vs 腾讯内地游戏市场份额 (包含端游) 历史变动	14
图 12: 2019 年自研移动端 MMORPG 国内市场份额情况	14
图 13: 2019 年自研移动端 MMORPG 国外市场份额情况	14
图 14: 2018-2022 全球移动游戏市场收入及增长率预测	15
图 15: 网易 Messiah 引擎开发的第一款手游《天下》界面图	15
图 16: 网易经典游戏《梦幻西游》界面图	16
图 17: 《阴阳师》界面图	17
图 18: 《阴阳师》iOS 畅销榜排名	17
图 19: 网易在线游戏业务季度收入变动情况 (单位: 亿元)	18
图 20: 网易手游业务季度收入变动情况 (单位: 亿元)	18
图 21: 网易端游业务季度收入变动情况 (单位: 亿元)	18
图 22: 网易端游占比历史情况	19
图 23: 2018Q1-2020Q4 递延收入变动情况 (单位: 亿元)	19
图 24: 递延收入在季度收入中占比变动情况	19
图 25: T-1 期新增递延收入变动与 T 期游戏业务收入变动情况对比 (单位: 亿元)	20
图 26: 网易游戏事业部划分	20
图 27: 网易游戏学院第四期公开日, 聚焦游戏美术的现场和未来	21
图 28: 网易 vs 腾讯 vs 动视暴雪研发费用率	21
图 29: 网易 vs 腾讯 vs 动视暴雪研发费用绝对值对比 (单位: 亿元)	22
图 30: 腾讯营业收入增速与研发费用增速对比	22
图 31: 网易营业收入增速与研发费用增速对比 (18 年吃鸡类游戏)	22
图 32: 网易即将上线游戏研发数量占比情况	23
图 33: 腾讯即将上线游戏研发数量占比情况	23
图 34: 《荒野行动》界面图	23
图 35: 《天谕》公测首届捏脸大赛获奖结果	24

图 36: 《第五人格》联动《伊藤润二惊选集》	24
图 37: MMORPG 市场规模	25
图 38: 各游戏品类市场规模年复合增长率	25
图 39: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 (亿美元)	27
图 40: 2020 年中国出海手游收入前 100 类型收入占比	27
图 41: 2020 年中国出海重点地区手游收入占比	27
图 42: 《荒野行动》2019 年于日本区 iOS 游戏畅销榜数度登顶	28
图 43: 2020 年中国手游出海收入 TOP30 中网易产品排名趋势 (iOS&GooglePlay)	29
图 44: 有道产品矩阵	30
图 45: 2015-2020 年中国 K12 在线教育用户规模及预测	31
图 46: 2015-2020E 中国 K12 在线教育用户规模及预测	31
图 47: 2020 我国 6-18 岁各年龄段人口结构	31
图 48: 有道少儿词典与有道词典导流	32
图 49: 有道云笔记与有道云笔	32
图 50: 2019Q1-2020Q4 有道营业收入	33
图 51: 有道营收占比	33
图 52: 19Q1-20Q4 有道分业务毛利率	34
图 53: 有道精品课 ARPPU 值 (元)	35
图 54: 有道精品课付费人数(万人)	35
图 55: 有道成年付费学员人数 (万人)	35
图 56: 有道 K12 付费学员人数 (万人)	35
图 57: 公司创新业务一览	35
图 58: 创新业务净收入 (亿元)	36
图 59: 创新业务营业成本(亿元)	37
图 60: 创新业务毛利润及毛利率 (亿元)	37
图 61: 中国移动互联网月活跃用户规模	38
图 62: 全网月人均单日使用时长 (单位: 小时)	38
图 63: 全网月人均打开 APP 个数 (单位: 个)	38
图 64: 网易云音乐发展历程	38
图 65: 网易云主界面及重要功能入口	39
图 66: 网易云变现方式	40
图 67: 主要变现界面	40
图 68: 网易云音乐 VIP 联动促销一览	40
图 69: 黑胶 VIP 及音乐报付费价格	41
图 70: 中国在线音乐市场产值 (亿元)	41
图 71: 资本投入谨慎, 行业资源流向日趋集中	41
图 72: 中国手机音乐客户端用户规模及增长率 (亿元)	42
图 73: 2020 年 12 月中国在线音乐 app 月活用户排名 (万人)	42
图 74: 平台方加速多元变现	43
图 75: 2019 年 12 月中国主流手机音乐客户端年龄分布	43

图 76: 2020 年 11 月 Z 世代用户在移动音乐行业 APP 渗透率 TOP10	44
图 77: 网易云音乐月新安装量及月留存率	44
图 78: 2019 中国手机音乐客户端用户输出内容受欢迎程度调查	44
图 79: 网易云音乐月均使用时长	45
图 80: 网易云音乐歌单界面	45
图 81: 音乐 app 用户社区参与度分析	46
图 82: 网易云云村	46
图 83: 2019 年中国手机音乐客户端用户选择平台首要考量因素	46
图 84: 网易严选界面	48
图 85: 网易严选模式	48
图 86: 主流品质电商 “品质感” 印象调查	49
图 87: 主流品质电商权益保障认可度调查	49
图 88: 网易严选线下首店（上海）	49
图 89: 严选 homeX 亚朵酒店合作	50
图 90: CC 直播主要以网易自由游戏为主	50
图 91: cc 直播承接暴雪嘉年华	51
图 92: 网易（NTES.O）PE Band（LTM）	55
表 1: 公司管理团队	8
表 2: 网易销售费用情况（亿元）	11
表 3: 网易已上线主要自研手游	12
表 4: 网易主要自研端游产品	13
表 5: 全球十大移动应用发行商，按 iOS 及 GooglePlay 综合用户支出计（2019 年）	13
表 6: 2019 年 MMORPG 手游排名（以平均月活人数为划分依据）	14
表 7: 2003-2017 年《梦幻西游》资料片	16
表 8: 网易目前明星制作人	22
表 9: 网易 MMORPG 已上线手游	25
表 10: 网易即将上线游戏基本情况一览	26
表 11: 2020 年中国游戏厂商出海收入 TOP10（iOS&GooglePlay）	28
表 12: 有道财务简表	34
表 13: 创新业务介绍一览	36
表 14: 网易云主要业务	39
表 15: 网易云音乐 2020 年版权合作一览	47
表 16: 网易云音乐人扶持计划	47
表 17: 传统电商 vs 品牌电商	48
表 18: 毛利率假设	52
表 19: 网易盈利预测表	52
表 20: 游戏业务估值	53
表 21: 有道业务估值	53

表 22: 创新业务及其他估值.....	54
表 23: 网易 SOTP 估值表.....	54
表 24: 可比公司估值表.....	54

1. 公司介绍：匠心打磨产品，不断扩张边界

网易公司是中国领先的互联网技术公司。1997 年创始人兼 CEO 丁磊先生在广州创办网易，2000 年在美国纳斯达克上市 (NTES.O)，2020 年 6 月网易 (9999.HK) 赴港二次上市，发行价 123 港元，募资 210 亿港元。在开发互联网应用、服务及其它技术方面，网易始终保持中国业界领先地位。网易公司推出了门户网站、在线游戏、邮箱、在线教育、电子商务、在线音乐等多种服务。2019 年，网易深入推进战略聚焦，专注于在线游戏主业，同时积极布局教育、音乐、电商等核心赛道，在内容消费领域取得重大突破。

1.1. 发展历史：领军在线游戏行业，多元场景同步裂变

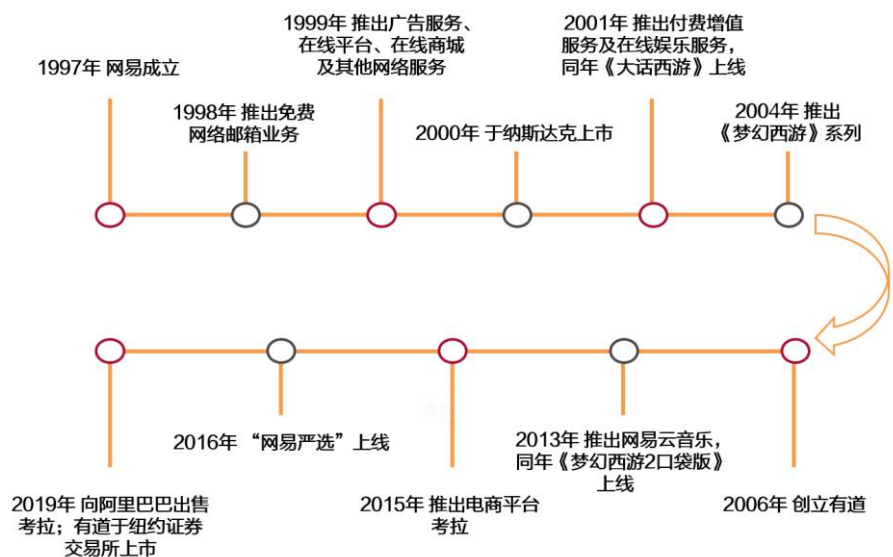
第一阶段 (1997 年-2000 年)：起家于门户网站、电子邮箱，搭乘互联网热潮登陆纳斯达克。 网易成立于 1997 年，1998 年初网易率先研发中国首个电子邮箱系统，和新浪、腾讯、搜狐一起被称为四大门户。彼时中国互联网行业开启商业化道路，电脑逐渐普及，网易抓住 PC 互联网热潮于纳斯达克上市 (NTES.O)。

第二阶段 (2001 年-2012 年)：转型开启游戏业务，精品自研+代理奠定地位，布局在线教育。 伴随 PC 互联网普及成熟，网易开始布局端游业务，自 2001 年起公司陆续打造了《大话西游》、《梦幻西游》等长生命周期经典 IP。2008 年起，网易获得动视暴雪多款经典端游代理权，在国内推出《魔兽争霸》、《星际争霸》等在线游戏，也在国际游戏市场打开了知名度。与此同时，有道在 2007 年推出产品“有道词典”，网易公开课、网易云阅读在后续年度逐渐推出。有道一贯的盈利模式为“吸引/沉淀用户-广告变现”，对产品的打磨为在线课程的蓄力爆发。

第三阶段 (2013 年-2018 年)：布局在线音乐，手游爆发，边界扩张至电商。 2013 年网易云音乐上线，网易开始布局在线音乐，以评论搭建音乐社区，扶持原创音乐创作和变现，上线两年后用户数破亿。2015 年起进军手游市场，网易上线《梦幻西游手游》，至今仍为网易贡献大量流水。2015 年推出电商平台考拉，2016 年“网易严选”上线。

第四阶段 (2019 至今)：打造精品+全球化战略。 2019 年网易向阿里巴巴出售考拉业务，有道于纽约证券交易所上市，网易回归精品游戏主线。2019 年网易云游戏与华为达成合作，网易在香港二次上市。

图 1：网易公司发展历程

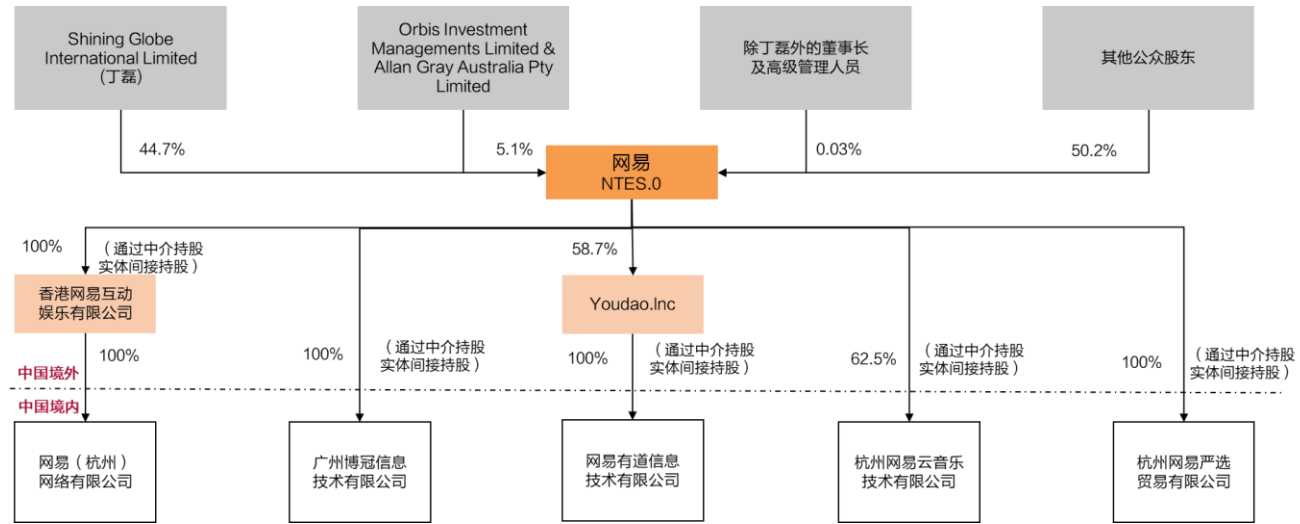


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 股权结构及管理团队：股权结构稳定，管理团队资历深厚

公司实控人兼创始人丁磊持有 44.7% 股权，股权较为集中。网易最大股东 Shining Globe International Limited 由丁磊全资拥有。机构投资者 Orbis Investment Management Limited & Allan Gray Australian Pty Limited 持股 5.1%，为第二大股东。公司主要控股子公司包括网易（杭州）网络有限公司（100% 控股），从事在线游戏服务；有道信息技术有限公司（持股 58.7%），从事在线教育业务，以及杭州网易严选贸易有限公司（100% 控股），从事电商服务。

图 2：网易股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司主要高管均有名校学历背景和丰富管理经验，网易董事会及高管成员较为稳定。创始人丁磊自 2005 年起担任首席执行官，现任董事会成员均任职十年以上，行业经历和管理经验丰富。

表 1：公司管理团队

成员	职位	主要履历
丁磊	董事兼首席执行官	1997 年创立网易，历任网易联席首席技术执行官，首席架构师，自 2005 年 11 月起担任网易首席执行官至今，毕业于电子科技大学并取得通讯技术理学学士学位
杨昭烜	首席财务官	前 J.P.Morgan Securities(Asia Pacific) Limited 中国 TMT 及投资银行部担任执行董事，并于香港任职近 10 年，于 2017 年 6 月起担任首席财务官
郑玉芬	董事	网易公司审计、薪酬及提名委员会的成员，中国大陆注册会计师
李廷斌	董事	2002 年 4 月起即担任公司董事，于 2002 年 4 月至 2007 年 6 月间，担任首席财务官，毕业于香港理工大学取得会计学专业文凭
董瑞豹	董事	1999 年 12 月即担任公司董事，2003 年担任公司执行董事，参与公司的整体管理工作；于 2004 年至 2009 年间担任首席运营官
唐子期	董事	审计、薪酬及提名委员会的成员，美国注册会计师协会会员及香港会计师公会会员，毕业于英格兰南安普敦大学并取得会计和统计学社会科学荣誉学士学位
冯仑	董事	2005 年 7 月起即担任公司董事，取得了中国社会科学院法学博士学位、中共中央党校法学硕士学位及西北大学经济学文学学士学位
梁民杰	董事	审计、薪酬及提名委员会的成员，毕业于香港大学并取得社会科学学士学位

资料来源：公司公告、天风证券研究所

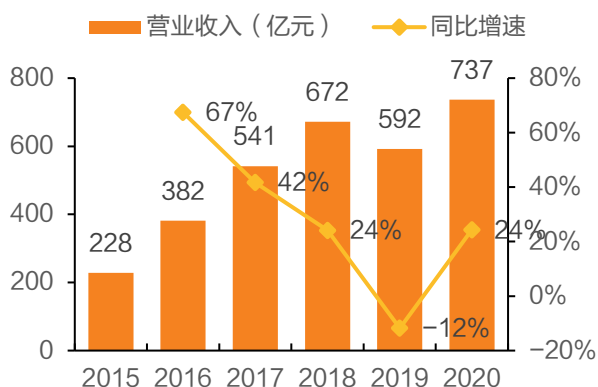
创始人丁磊个人色彩对企业文化及战略影响深厚。创始人丁磊毕业于电子科技大学通信专

业，丁磊从小喜欢无线电，高中时期就开始在苹果电脑上写游戏，1995年丁磊辞去电信局的工作，筹款50万创立网易公司。丁磊专注随性的个人特质对网易的战略发展产生了很大的影响，回顾网易20多年的发展历程，不盲目追逐市场热点，以匠心与热爱为用户提供优质互联网产品。丁磊眼光独特，推崇跟随和精品战略，带领网易走了一条和主流互联网公司完全不同的路，这也让网易在今天的全球性危机中不至于太被动。

1.3. 财务状况：营收稳健增长，费用控制良好

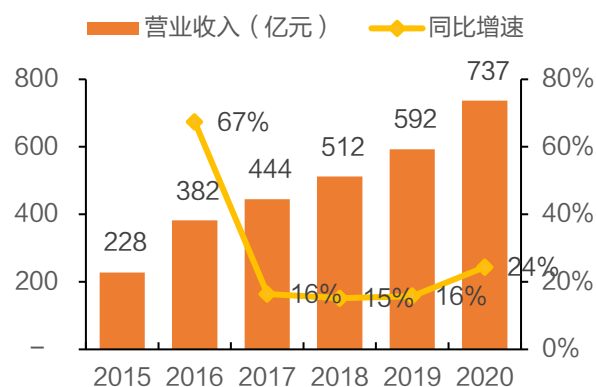
公司营业收入稳健增长，游戏业务表现出色，有道保持强劲增长势头、创新业务收入贡献创新高。公司18-20年营业收入分别为672亿/592亿/737亿，同比增长24%/-12%/24%，19年业绩受19Q3剥离考拉业务影响，20年主要系在线游戏服务收入546亿元，同比增长18%，以及有道业务收入31.68亿元，同比增长143%，多项主营业务增长亮眼。

图3：网易营业收入



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图4：网易营业收入（17-18年剔除考拉业务口径）

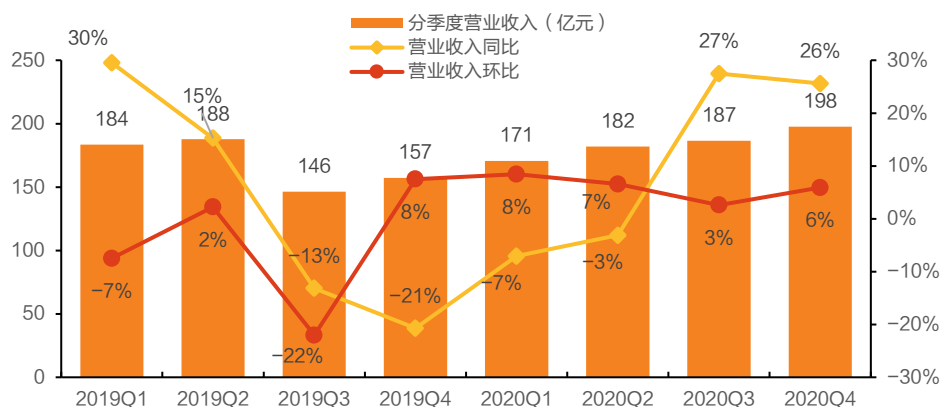


资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：网易美股19Q3之前含考拉，剔除考拉营收后为港股数据。

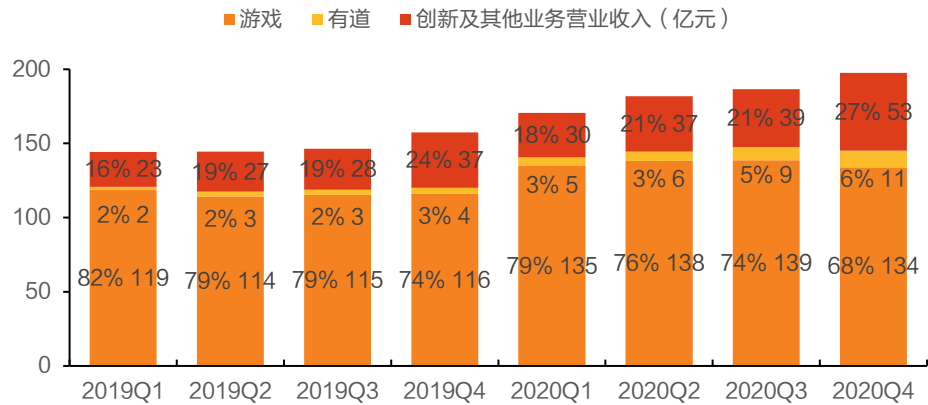
20Q4 营业收入达198亿，同增25.6%。20Q4 在线游戏服务业务收入134亿元，同比增长15.5%。有道收入11亿元，同比增长169.7%，主要得益于学习服务和产品净收入显著增长。创新及其他业务收入53亿元，同比增长41.2%，网易云音乐业绩改善。

图5：网易分季度营业收入



资料来源：公司公告、天风证券研究所

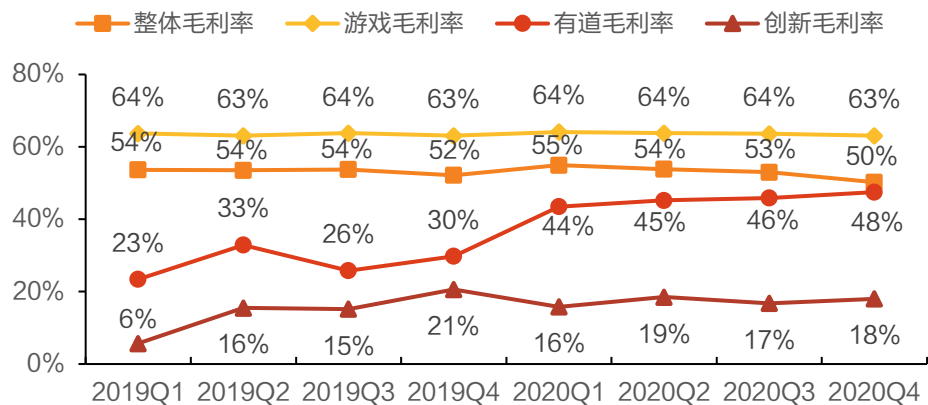
图 6：网易分业务营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所，注：营业收入：亿元、收入占比：%

公司整体毛利率保持稳定，2020Q4 毛利率达 50.24%。其中在线游戏业务毛利率达 63.1%，在线游戏服务的毛利率总体比较稳定，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。有道毛利率 47.5%，其毛利率环比及同比上涨主要由于销售费用驱动收入增长，规模效应增强、教师薪酬结构的进一步优化以及毛利率相对较高的有道词典笔销量显著增加。创新业务及其他毛利率 18.0%，其毛利率的环比上涨主要由于广告服务毛利率上涨，其同比下降主要由于网易 CC 直播平台毛利率下降。

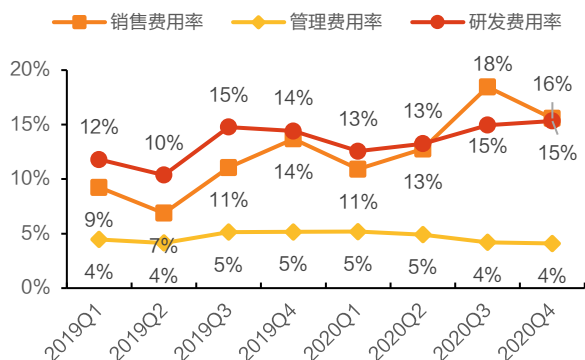
图 7：网易分业务毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

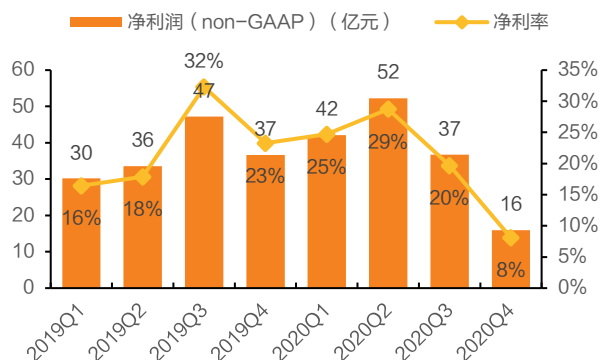
营业费用率下降，Q4 销售费用减少研发费用增加。Q4 营业费用合计 69.2 亿，上一季度和去年同期分别为 70.2 亿和 52.3 亿。环比减少主要由于有道市场推广费减少，其同比增加主要由于在线游戏服务及有道市场推广费增加，以及人员成本和研发投入的增加。20Q4 销售费用高达 30.8 亿，研发费用率在 20Q4 环比略提升，总体稳定在 15%，系公司持续开发技术难度更高的游戏产品，以及对有道产品技术的投入。20Q4 净利润 (non-GAAP) 为 16 亿元，同比下滑 56%，利润率 8.1%，这一部分由于 20Q4 净汇兑损失 18 亿元，考虑到这部分汇兑损失，公司净利润为 34 亿，同比下滑 8%。按照 20Q4 人民币兑美元汇率由 6.7896 跌至 6.5250，公司的美元储备约为 68 亿元，相较于 20Q3 公司约 57 亿美金的美元储备，上升 11 亿美金。

图 8：网易三费占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：网易分季度净利润



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 2：网易销售费用情况 (亿元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
网易销售费用	16.95	12.90	16.20	21.54	18.63	23.21	34.43	30.769
yoy					9.89%	79.99%	112.58%	42.84%
qoq		-23.93%	25.57%	32.99%	-13.50%	24.60%	48.31%	-10.64%
有道销售费用	0.64	1.22	2.31	2.06	2.99	4.45	11.48	8.05
yoy					367.71%	264.36%	396.99%	291.10%
qoq		91.01%	89.05%	-10.91%	45.38%	48.80%	157.87%	-29.89%
占销售费用比	3.77%	9.47%	14.26%	9.55%	16.06%	19.18%	33.34%	26.16%
占有道收入比	28.34%	37.85%	66.77%	50.14%	55.26%	71.42%	128.11%	72.71%
除有道外销售费用	16.31	11.68	13.89	19.48	15.64	18.76	22.95	22.72
yoy					-4.14%	60.69%	65.27%	16.62%
qoq		-28.43%	18.93%	40.29%	-19.72%	19.97%	22.31%	-1.01%
占销售费用比	96.23%	90.53%	85.74%	90.45%	83.94%	80.82%	66.66%	73.84%
占除有道外收入比	9.00%	6.33%	9.72%	12.71%	9.47%	10.68%	12.92%	12.18%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.4. 业务构成：游戏业务为主业，有道、创新业务稳定增长

在 2019 年将考拉出售阿里以及有道单独分拆上市之后，网易业务构成为在线游戏、有道、创新业务及其他。

➤ 游戏业务：经典 IP 长线运营，“端改手”产品延续热度

2019 年网易在线游戏业务收入中，海外和国内收入占比分别为 11%和 89%，自研和代理收入占比分别为 90%和 10%，端游和手游收入分别占比 29%和 71%。网易旗舰端游生命周期表现亮眼，《梦幻西游》、《魔兽世界》等产品均稳定运行超过十年，成为业界长生命周期端游 IP 代表。近三年手游增长明显，旗下端游改手游产品占据优势。

➤ 网易有道：受益在线教育提振，重点关注 K12 增长

网易有道诞生于 2006 年，以搜索产品和技术起家，2007 年有道词典上线，2014 年推出在线课程“有道课堂”，2018 年有道宣布“AllinK12”战略。目前，网易有道已经涵盖四大业务版块：1) 包括以有道精品课为核心的在线课程和有道少儿英语等互动学习软件的**在线教育版块**；2) 包括有道云笔记、有道智云在内的 AI 技术**云服务版块**；3) 包括有道词典、有道翻译官在内的**语言翻译工具**；4) 翻译王、词典笔等学习辅助型**智能硬件**。

➤ 创新业务：创新业务稳定发展，打造网易多元生态

创新业务主要为网易云音乐、网易严选、CC 直播以及网易邮箱等（2019 年网易将考拉业务出售给阿里）。网易云音乐通过社区化运营、扶持独立音乐人，吸引了大量年轻用户，

自 2013 年上线七年时间，注册用户数超过 8 亿。网易严选为网易自营精品电商品牌，主打高品质高性价比商品，为网易公司实现高导流，CC 直播则主要服务于网易游戏生态。

2. 游戏业务：自研引擎+长线运营助推精品化时代新发展

2.1. 游戏业务介绍：游戏常青树品牌行业地位领先

2.1.1. 历史沿革与现状分析：自研基因浓厚、产品矩阵丰富、行业地位领先

网易的游戏业务已有近 20 年历史，自研基因浓厚，覆盖领域广阔，产品矩阵丰富。2001 年 12 月，网易推出首款自研 MMORPG《大话西游》端游，随后又成功推出多款优质自研 MMORPG 端游，包括《梦幻西游》、《天下 3》、《新倩女幽魂》等。2013 年开始，网易进军手游业务，推出了包括《梦幻西游手游》、《率土之滨》、《阴阳师》、《第五人格》等多款自研手游，覆盖包括 MMORPG、CCG、SLG 在内的诸多游戏类别，形成了丰富的产品矩阵。网易招股说明书表明，公司目前提供超过 140 款手游和端游，游戏品类十分丰富。

图 10：网易 2019 年在线游戏收入分布情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 3：网易已上线主要自研手游

自研手游名称	游戏类型	上线时间
《梦幻西游 2 口袋版》	回合制 MMORPG	2013 年 7 月
《迷你西游》	CCG	2014 年 4 月
《乱斗西游》	CCG 及 MOBA	2014 年 10 月
《梦幻西游手游》	回合制 MMORPG	2015 年 3 月
《大话西游手游》	回合制 MMORPG	2015 年 9 月
《率土之滨》	SLG	2015 年 10 月

《倩女幽魂手游》	实时 MMORPG	2016 年 5 月
《阴阳师》	CCG 及 RPG	2016 年 9 月
《荒野行动》	对抗竞技	2017 年 11 月
《RulesofSurvival》	对抗竞技	2017 年 11 月
《一梦江湖》	实时 MMORPG	2018 年 1 月
《第五人格》	对抗竞技	2018 年 4 月
《神都夜行录》	CCG 及 RPG	2018 年 9 月
《明日之后》	合作生存 RPG	2018 年 11 月
《轩辕剑龙舞云山》	MMORPG	2019 年 10 月
《梦幻西游三维版》	3DMMORPG	2019 年 12 月

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 4：网易主要自研端游产品

自研端游	年份	类型
《大话西游》	2001	2DMMORPG 经典古装设定
《大话西游 2 经典版》	2002	2DMMORPG 经典古装设定
《梦幻西游》	2004	2DMMORPG 经典古装设定
《天下 3》	2011	3DMMORPG 经典古装设定
《新倩女幽魂》	2012	2.5DMMORPG 经典古装设定
《逆水寒》	2018	3DMMORPG 经典古装设定

资料来源：公司公告、天风证券研究所

网易游戏业务目前行业地位领先，MMO 赛道优势显著。根据 AppAnnie 的数据，按照 2019 年 iOS 和 GooglePlay 综合用户支出计算，网易是全球第二大移动应用提供商，排名仅次于腾讯。从国内市场来看，根据游戏工委的数据结合公司公告数据，网易 2020 年 Q1-Q3 在国内游戏市场（包含端游）市场份额分别为 14%/15%/15%，在手游市场市场份额分别为 17%/20%/20%。

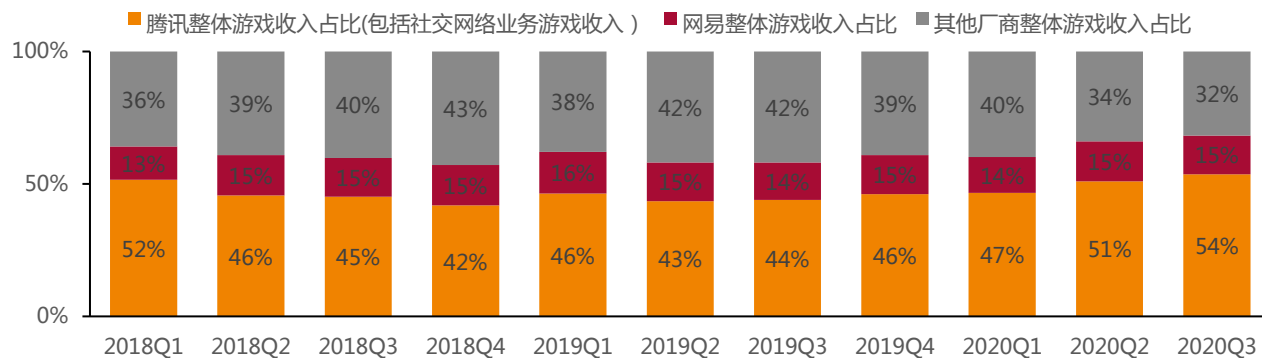
表 5：全球十大移动应用发行商，按 iOS 及 GooglePlay 综合用户支出计（2019 年）

排名	公司	国籍
1	腾讯	中国
2	网易	中国
3	动视暴雪	美国
4	Supercell	芬兰
5	万代南梦宫	日本
6	Netmarble	南韩
7	Playrix	爱尔兰
8	索尼	日本
9	Playtika	以色列
10	InterActiveCorp(IAC)	美国

资料来源：AppAnnie、公司公告、天风证券研究所

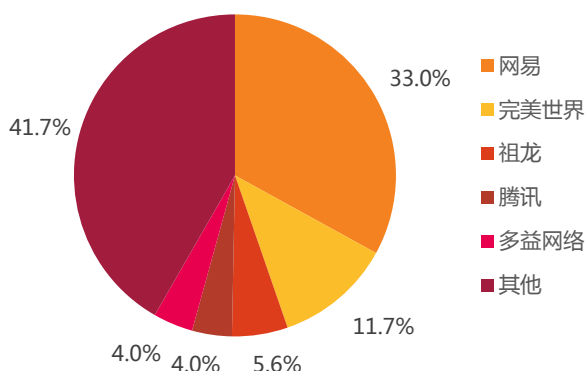
而在国内市场的 MMO 赛道，网易占据了 MMO 市场份额的 33%，居于行业首位。结合游戏葡萄的推测，以 2019 年内地平均月活跃人数作为比较标准，网易自研的 MMORPG 在 MMORPG 手游 Top5 种包揽了第三、四、五名。从海外市场来看，根据 2019 年国产游戏厂商自研 MMO 在海外市场的流水，排名最高的依旧是网易，占比达 18.3%，其次是腾讯，祖龙排名第三。综合上述两个方面，网易在 MMO 上优势十分显著。

图 11：网易 vs 腾讯内地游戏市场份额（包含端游）历史变动



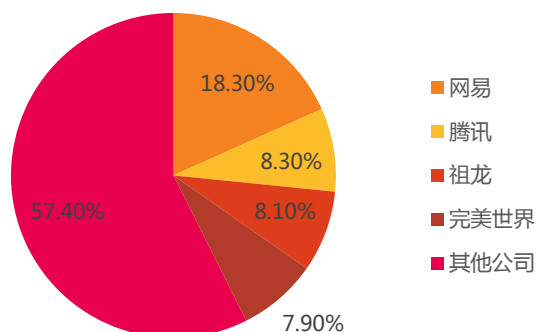
资料来源：公司公告、游戏工委、伽马数据、天风证券研究所

图 12：2019 年自研移动端 MMORPG 国内市场份额情况



资料来源：游戏葡萄、Frost&Sullivan、天风证券研究所

图 13：2019 年自研移动端 MMORPG 国外市场份额情况



资料来源：游戏葡萄、Frost&Sullivan、天风证券研究所

表 6：2019 年 MMORPG 手游排名（以平均月活人数为划分依据）

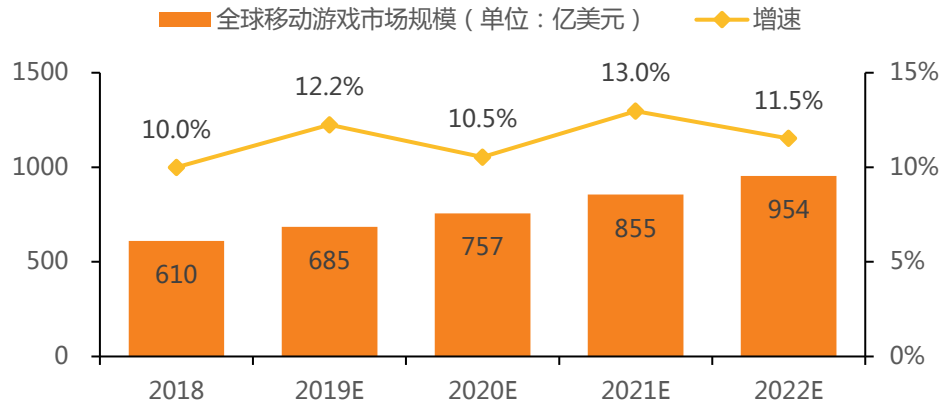
排名	MMORPG 游戏	公司名称	2019 年内地平均月活跃人数（百万人）
1	《龙族幻想》	祖龙娱乐	3.28
2	《神武 4》	多益网络	3.21
3	网易游戏 1	网易	3.19
4	网易游戏 2	网易	3.14
5	网易游戏 3	网易	2.15

资料来源：Frost&Sullivan、游戏葡萄、天风证券研究所（注：游戏葡萄推测排名 3-5 的游戏可能分别是《梦幻西游》《大话西游》以及《梦幻西游三维版》、《倩女幽魂》手游、《一梦江湖》中的三款。）

2.1.2. 市场潜力与市场趋势分析：手游市场空间巨大，网易新游引领精品化市场浪潮

市场潜力来看，全球移动游戏市场的快速增长将带来巨大的增长空间。根据 Newzoo 的测算，2018 年-2022 年移动游戏市场年均复合增长率为 11.82%，2022 年移动游戏市场收入预计将达到 954 亿美元。

图 14：2018-2022 全球移动游戏市场收入及增长率预测



资料来源：Newzoo、网易招股说明书、天风证券研究所

从市场趋势来看，网易游戏正在引领游戏精品化的市场浪潮。随着用户规模增速的放缓，中国手游精品化是大势所趋。在第三届中国移动游戏大会上，网易 CEO 丁磊表示，网易在移动游戏领域走的是精品路线（权威）。网易的精品化是建立在自有游戏引擎的强大性能之上的。典型代表作为网易于 2016 年发布的自研手游《天下》，这款游戏也是网易自主研发的 3D 游戏引擎 Messiah 的第一款应用作品。该款手游还被网易选派参加第二十一届 E3（The Electronic Entertainment Expo）大展。

图 15：网易 Messiah 引擎开发的第一款手游《天下》界面图



资料来源：游戏官方论坛、天风证券研究所

2.1.3. 网易游戏发展战略分析：长线运营+内容创新铸就常青业务

网易游戏业务坚持采用长线运营及内容创新的发展战略，实现了全球范围的持续长远发展。

长线运营方面，网易坚持用户导向的核心价值观，努力维护游戏生态以实现长远发展。以《梦幻西游》为例，该系列自 2004 年开始运营，至今依然深受欢迎。根据 AppAnnie 的数据，按照 2019 年用户支出统计，其手游版在中国及全球分别排名第二和第七。这一成绩主要归功于网易在游戏生命周期内推出的接近 30 个重要拓展包，以及网易游戏运营、用户社群维护等诸多方面的长期努力。截至 2017 年，《梦幻西游》已推出 20 部资料片。

图 16：网易经典游戏《梦幻西游》界面图



资料来源：游戏官方论坛、天风证券研究所

表 7：2003-2017 年《梦幻西游》资料片

资料片名称	推出时间	更新内容
欢乐家园	2004 年	家居装饰、宠物宝、佣人房
神鬼玄机	2004 年	新地图等
美丽人生	2005 年	游戏内孩子、卡牌系统、官职系统
梦幻化境	2005 年	飞升玩法、装备套装、强化装备
天命之战	2006 年	武神坛、生死劫
宝藏	2007 年	副本玩法、帮派迷宫
法宝传奇	2007 年	法宝、新地图
坐骑天下	2008 年	坐骑、跨服争霸赛
上古神符	2009 年	符石系统、生活技能、新地图
出神入化	2011 年	提高人物等级上限、新武器、新地图、奇经八脉玩法
功成名就	2011 年	宝宝内丹、成就系统、新剧情
点石成金	2012 年	新武器、新地图、仙玉系统
梦幻西游 2	2013 年	新门派、新剧情
腾云驾雾	2014 年	看戏玩法、奇遇玩法、飞行祥瑞
异兽奇兵	2014 年	灵饰、进阶宝宝
群雄逐鹿	2015 年	X9PK 玩法、经脉系统迭代、神器转
金戈铁马	2015 年	战骑、轮回秘境玩法
超凡入圣	2016 年	渡劫
聚圣三界	2017 年	新场景
神器	2017 年	神器

资料来源：《梦幻西游》官网、天风证券研究所

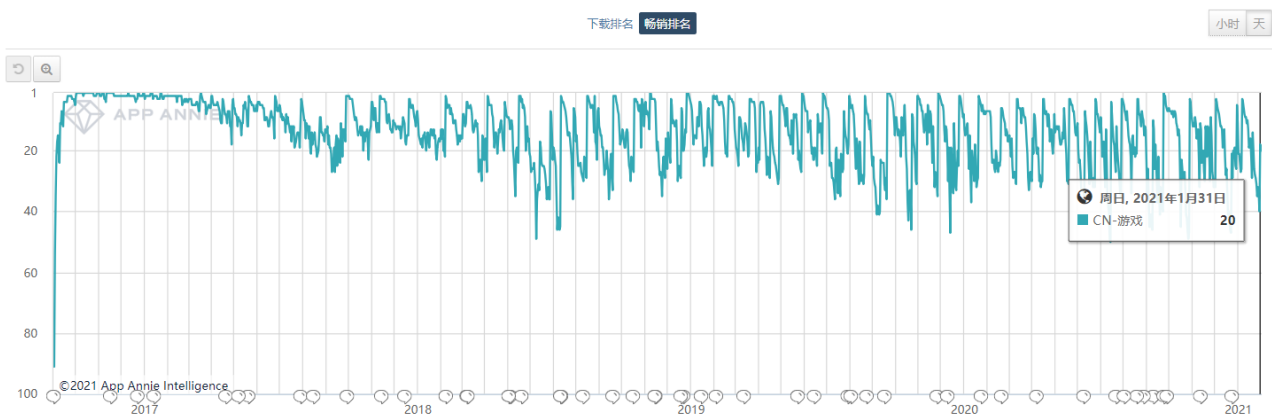
内容创新方面，网易不仅成功在现有游戏的基础上再接再厉，提供多维度的内容，而且还不断孕育出新构思，为用户带来新颖且耐玩的游戏。例如网易于 2019 年 12 月推出的《梦幻西游三维版》，进一步扩大了该系列的影响范围，吸引新老玩家；又比如《阴阳师》这款网易自研手游，在这款手游的基础上又衍生出了三款新的手游、一部主题电影、一部音乐剧和一家主题咖啡厅。

图 17:《阴阳师》界面图



资料来源：阴阳师游戏、天风证券研究所整理

图 18:《阴阳师》iOS 畅销榜排名



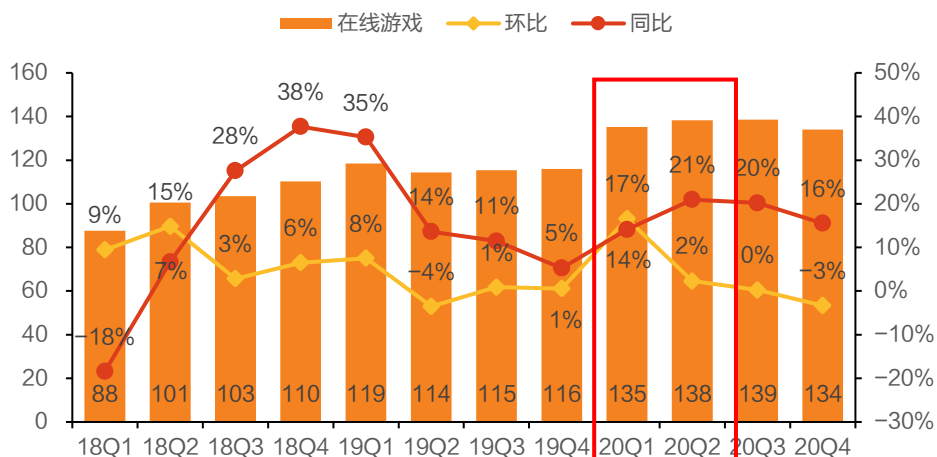
资料来源：AppAnnie、天风证券研究所注：时间截取自 2016 年 8 月 24 日上线至 2021 年 1 月 31 日

2.1.4. 网易游戏业务季度收入情况分析

➤ 营业收入情况分析：

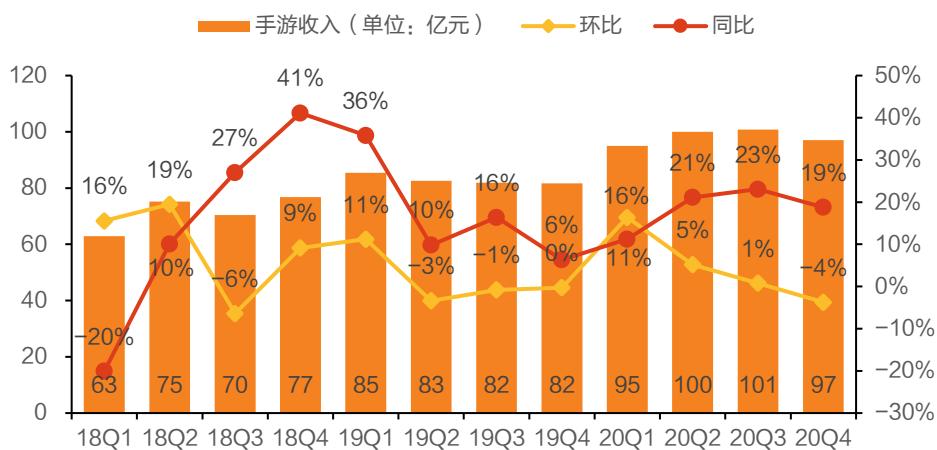
网易在线游戏业务收入自 18 年起季度收入呈现整体稳步上升趋势。其中 20 年 Q1 开始受疫情影响，手游和端游业务均有所提升。20 年 Q1-Q4 在线游戏营业收入分别为 135/138/139/134 亿，同比分别增长 14%/21%/20%/16%；其中手游营业收入分别为 95/100/101/97 亿，同比分别增长 11%/21%/23%/19%；端游营业收入分别为 40/38/38/37 亿，同比分别增长 21%/21%/13%/8%。

图 19：网易在线游戏业务季度收入变动情况（单位：亿元）



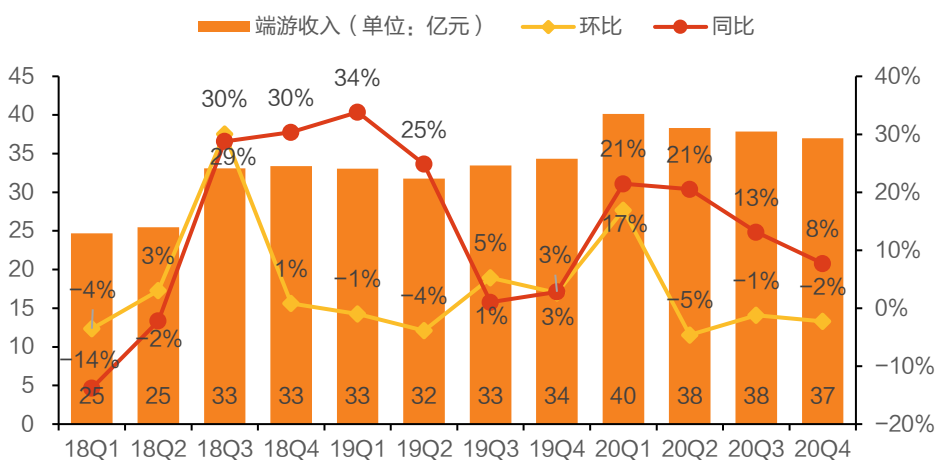
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：网易手游业务季度收入变动情况（单位：亿元）



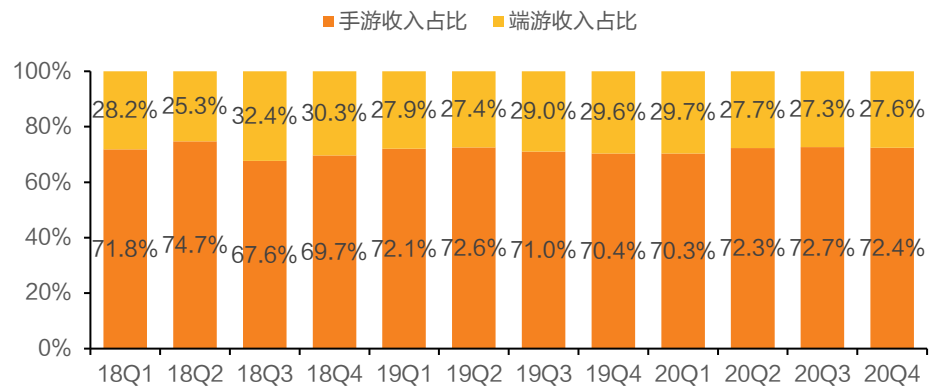
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 21：网易端游业务季度收入变动情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 22：网易端手游占比历史情况

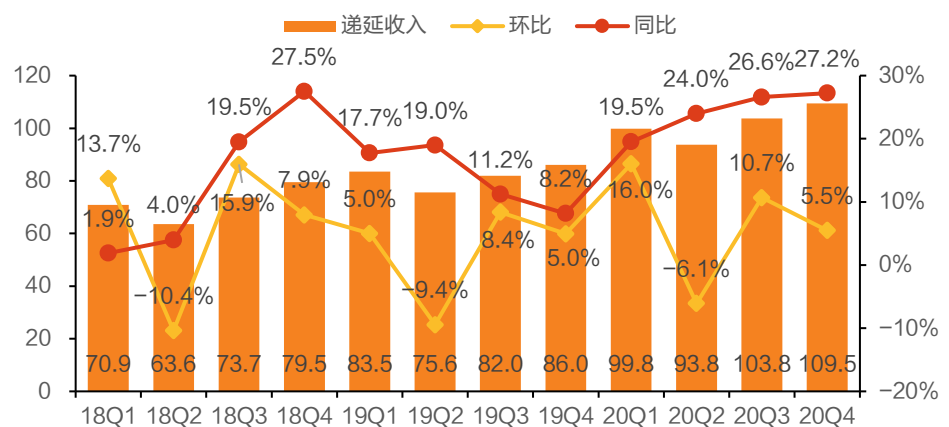


资料来源：公司公告、天风证券研究所

递延收入情况分析

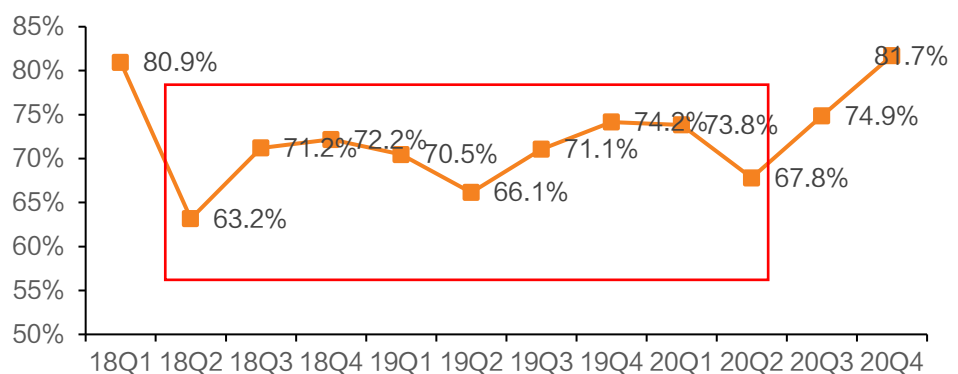
递延收入自 18 年 Q1 起整体呈现上升趋势, 20 年 Q1-Q4 递延收入分别同比增长 19.5%、24.0%、26.6%和 27.2%。而季度递延收入在当期收入中占比基本呈现一定周期性波动态势 (18Q2-20Q2)。同时根据历史情况以及我们的分析, 在一定程度上 T-1 期新增递延收入变动可作为 T 期游戏业务收入变动先行指标, 两者具有一定的正相关关系, 相关系数为 0.15。20 年 Q4 新增递延收入为 5.7 亿元, 为 21 年 Q1 的游戏业务增长打下良好基础。

图 23：2018Q1-2020Q4 递延收入变动情况 (单位：亿元)



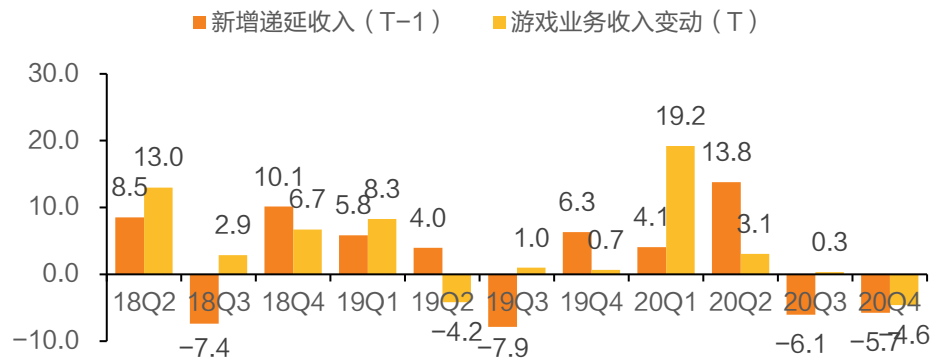
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 24：递延收入在季度收入中占比变动情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 25: T-1 期新增递延收入变动与 T 期游戏业务收入变动情况对比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

2.2. 核心竞争力分析: 四大核心竞争力铸就游戏常青树

2.2.1. 庞大的研发团队、优秀的人才培训计划和不菲的研发投入奠定网易顶尖研发能力基础

网易拥有庞大的研发团队和优秀的人才培训计划, 并在研发上投入不菲, 三者奠定网易游戏顶尖研发能力基础。

研发团队方面, 网易拥有为数众多的研发人员, 研发团队庞大, 覆盖品类丰富。截至 2019 年 12 月 31 日, 网易拥有超过 10000 名负责研发的程序员、网络工程师和平面设计师, 约占员工总数的一半。研发人员众多, 多领域覆盖, 奠定网易卓越的研发能力。

互动娱乐事业群 (原在线游戏事业部) 成立于 2001 年。目前互娱广州的成员约 4000 人, 互娱杭州的成员约 3000 人。业务范围涵盖自研端游, 自研手游, 代理发行以及国际化发展战略 (韩国首尔事业部, 美国旧金山办公室)。目前有 18 个一级事业部, 包括梦幻事业部, 天下事业部, 大话事业部, 海神事业部, 神迹事业部, 合作产品部门等。

雷火事业群成立于 2007 年, 前身为雷火工作室, 后发展为雷火事业群, 目前拥有 2000 余名员工, 具备国内一流研发、运营、营销实力。雷火团队目前已成功开创《倩女幽魂》、《天谕》、《逆水寒》三大旗舰游戏品牌, 拥有三大品牌矩阵。

图 26: 网易游戏事业部划分



资料来源: NBE 工作室、天风证券研究所

人才培养计划方面，网易非常注重人才的内部培养，并提出了优秀的广受认可的培训计划。网易游戏学院是一流的创新思维在线游戏培训机构，培训计划在中国得到广泛认可。2020年12月24日，在2020（第四届）中国企业大学高峰论坛上，网易游戏学院作为互联网、游戏行业企业大学典范，被授予首批“中国示范性企业大学”认证。网易游戏学院的培训计划于2019和2020年连续两年获国际人才发展协会颁授的“ATD卓越实践奖”。该奖项是全球人才发展行业中最权威的国际奖项之一。

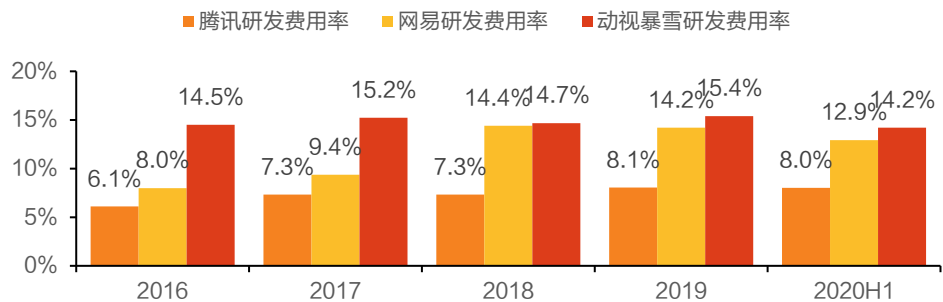
图 27：网易游戏学院第四期公开日，聚焦游戏美术的现场和未来



资料来源：游戏葡萄、天风证券研究所

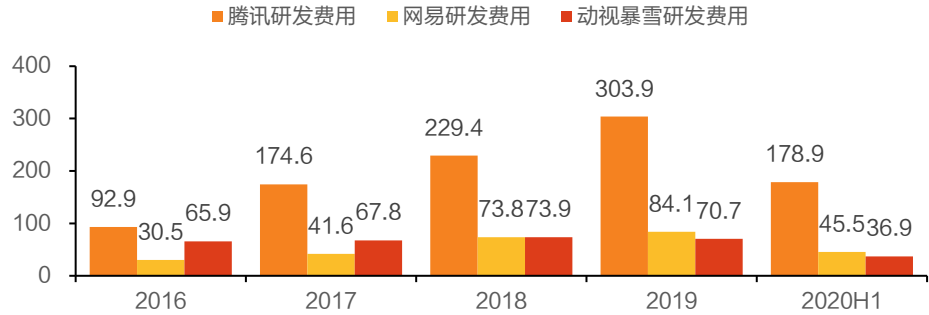
研发投入来看，从研发费用的投入情况、研发费用率这两个方面进行分析，网易处于行业领先水平。从研发费用规模上看，网易自2018年起加大研发费用投入，从2017年41.6亿元，增长77.40%至73.8亿元（2018年网易推出《明日之后》、《第五人格》、《荒野行动》等精品游戏）；而从研发费用率来看，网易的费用占比与暴雪相接近。

图 28：网易 vs 腾讯 vs 动视暴雪研发费用率



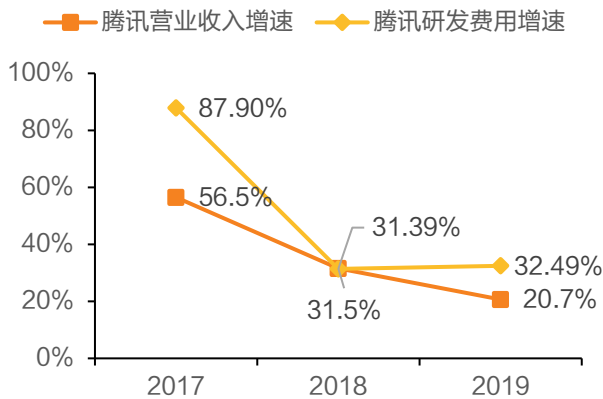
资料来源：腾讯公司公告、网易公司公告、动视暴雪公司公告、天风证券研究所

图 29：网易 vs 腾讯 vs 动视暴雪研发费用绝对值对比（单位：亿元）



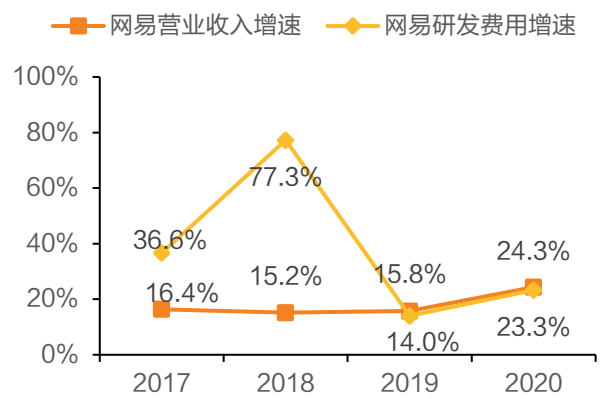
资料来源：腾讯公司公告、网易公司公告、动视暴雪公司公告、天风证券研究所

图 30：腾讯营业收入增速与研发费用增速对比



资料来源：腾讯公司公告、天风证券研究所

图 31：网易营业收入增速与研发费用增速对比（18 年吃鸡类游戏）



资料来源：网易公司公告、天风证券研究所

2.2.2. 明星制作人、策划人层出不穷，自研产品成绩斐然

网易的明星制作人和策划人始终层出不穷。08 年业内评选出的十大明星策划人，其中惠晓君目前仍在网易任职，担任网易在线互娱事业群总裁。

此外，目前网易在职的明星制作人包括但不限于雷火事业群总裁胡志鹏（代表作《倩女幽魂》、《逆水寒》），《梦幻西游》手游制作人陈俊雄、《阴阳师》制作人金韬、《破晓唤龙者》制作人虞凯、《功夫熊猫 3》手游制作人刘犀和《战意》制作人王希等。

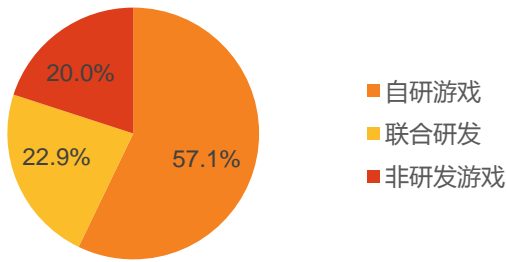
表 8：网易目前明星制作人

制作人姓名	代表作	目前任职
惠晓君	《大话西游 2》、《天下贰》	网易在线互娱事业群总裁
胡志鹏	《倩女幽魂》、《逆水寒》	网易公司副总裁、网易雷火游戏事业部总裁
陈俊雄	《梦幻西游手游》	泰坦工作室总监兼《梦幻西游手游》主策划
金韬	《阴阳师》	Zen 工作室总监
虞凯	《破晓唤龙者》	网易游戏产品总监
刘犀	《功夫熊猫 3》	-
王希	《战意》	-

资料来源：网易游戏学院、通信世界全媒体、gamelook、游资网、投融资界、游侠网、天风证券研究所

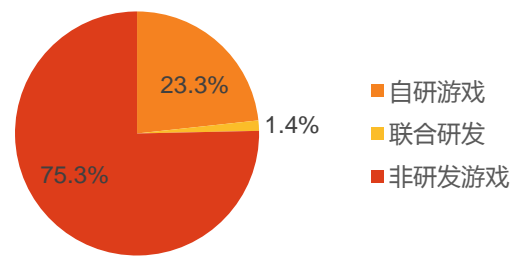
网易自研产品成绩斐然。网易招股说明书表明，网易的自研游戏业务收入占总游戏业务收入的 90%。网易自研产品比例高于腾讯。目前网易即将上线的游戏达 35 款，其中自研游戏达 20 款，占比为 57.1%，联合研发游戏为 8 款，合计占比达 80%。对比腾讯，腾讯即将上线的 73 款游戏中，自研游戏仅有 17 款，占比仅为 23.3%。

图 32：网易即将上线游戏研发数量占比情况



资料来源：公司官网、TapTap、游戏工委、天风证券研究所

图 33：腾讯即将上线游戏研发数量占比情况



资料来源：公司官网、TapTap、游戏工委、天风证券研究所

2.2.3. 自有引擎独树一帜，AI 技术助推游戏业务多个环节

网易的自有引擎 NeoX 和 Messiah 独树一帜，是网易游戏精品化的重要基础。网易从 2005 年首次发布首个游戏引擎 NeoX 以来，一直不断拓展和优化自有引擎，从而系统性的提升游戏功能和美感。为了配合专注于手游的早期战略，网易将 NeoX 适配 iOS 和安卓系统，并开发了专为游戏平台而设的 3D 游戏引擎 Messiah。这两个引擎使得网易能够系统地开发具备最优质光效、音效、特效、物理效果和动画以及其他关键游戏功能的手游。其中 NeoX 引擎拿下了 20 余项独创性技术专利，技术的支撑使得网易游戏产品的游戏性及画面表现均处于顶尖水准。荒野行动就是网易自研引擎作品。

图 34：《荒野行动》界面图



资料来源：游戏官网，天风证券研究所

网易的 AI 技术在游戏产业目前居于全球领先地位，AI 技术被网易广泛应用于游戏运营和游戏内容建设。网易伏羲实验室是全球游戏人工智能技术的领先研究机构之一，专注于大数据、用户画像、强化学习、计算机图像动画、自然语言处理、语音合成及音乐生成等研究方向。在 2020 年举办的国际人工智能顶级会议 AAAI2021 上，网易伏羲实验室共有 9 篇论文入选，研究方向涉及强化学习、虚拟人、自然语言处理（NLP）、图像动画、用户画像等领域。在游戏运营方面，网易利用 AI 技术分析游戏内的活动和表现、游戏内的购买偏好以及其他的数据和信息，对用户画像进行深入分析，综合利用用户数据来指导游戏开发和升级、市场营销以及其他互动。在游戏内容方面，网易借助深度学习技术创建智能 NPC。智能 NPC 可以加入玩家的游戏活动，模拟现实中的互动、面部表情和肢体语言，并提供更引人入胜的游戏体验。此外这些 NPC 在多种强化学习技术下被打造成具有各种风格和难度级别的 NPC，以迎合不同玩家的喜好。

图 35:《天谕》公测首届捏脸大赛获奖结果



资料来源: 游戏官网、天风证券研究所

2.2.4. 以匠心打造 IP 创新联动

网易在 IP 创新上坚持以匠心打造，融入数十年经验提炼的专业运营能力，将许多网易推出的游戏打造为游戏史上最成功的游戏 IP 系列。2001 年网易发布了第一款大型旗舰游戏《大话西游》，19 年来网易持续更新内容和形式，不断推出创新玩法，使得该系列游戏至今仍然备受玩家喜爱。而《阴阳师》和《荒野行动》在推出数年之后，仍分别登上 2019 年中国区 iOS 畅销榜榜首和日本区 iOS 畅销榜榜首。

网易的 IP 联动也可圈可点。IP 联动作为日本游戏市场常见的内容增值方式，不仅能为游戏带来新增内容，提高玩家的活跃度，还能挖掘更多的潜在用户，并能刺激用户进行消费行为。以日本市场为例，常年排名 iOS 畅销榜前列的《怪物弹珠》及《智龙迷城》就是通过不断推出联动，从而始终保持火爆人气，并能够不断吸收其他 IP 的粉丝转化成为自身产品的用户，最终孵化成为新的大 IP。从 2017 年下半年到 2019 年上半年，网易进行了接近 20 个 IP 的联动。网易的 IP 联动主要具备以下两个特征：

- **画风差异小。**以《永远的七日之都》×《命运石之门》为例。两者的人设（部分着装、人体比例等）亦比较趋同，相较于其他轮回系列作品如《寒蝉鸣泣之时》等，《命运石之门》在游戏中更不违和。
- **世界观的趋同。**比如《阴阳师》×《犬夜叉》《滑头鬼之孙》《怪化猫》《鬼灯冷彻的觉醒》，大家都讲的是日本妖怪的故事。另外，《第五人格》和《伊藤润二惊选集》的联动也是一样，两者都是依靠渲染的惊悚的气氛来吸引用户。

图 36:《第五人格》联动《伊藤润二惊选集》



资料来源:《第五人格》游戏官网、天风证券研究所

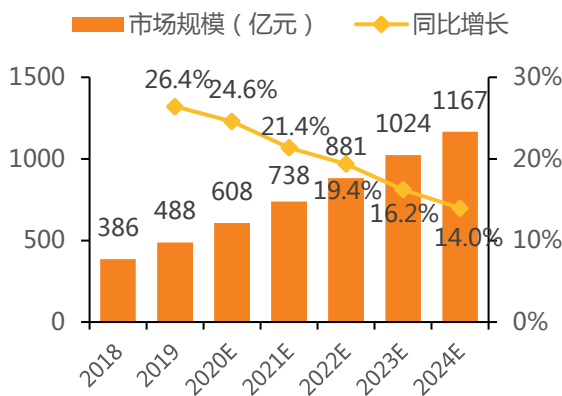
2.3. 未来增长点分析：MMORPG 市场火爆与手游出海持续加速

2.3.1. MMORPG 品类基本盘优势不减，IP 大作带来新增量

MMORPG 市场规模稳居国内手游市场首位，ARPU 值高。作为于中国内地发展最迅速的类别，MMORPG 的典型特色是游戏画面精美及视觉效果出色，并结合复杂故事情节。与单人玩家 RPG 相反，其允许大量游戏玩家组队，一同探索庞大地图，并在不断发展的游戏世界中彼此互动。因此 MMORPG 兼具社交功能及身临其境游戏体验，能吸引游戏玩家投入更长时间。据 Frost&Sullivan 统计，MMORPG 品类市场表现极佳：

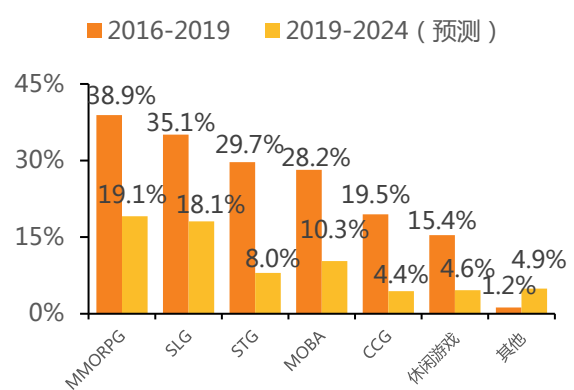
- MMORPG 于 2019 年在所有移动游戏类别中按收益占比占据最大市场份额 26.9%。
- 2019 年至 2024 年的预测期内，MMORPG 会录得最高增长率，复合年增长率可望高达 19.1%，显示其可观增长潜力。
- MMORPG 的平均生命周期为 8-18 个月之间，相较中国内地所有手游的平均生命周期（3-12 个月）更长。
- 2019 年 MMORPG 的 ARPU 值最高，达人民币 256.5 元，而第二高的类别 CCG 则达人民币 161.6 元。
- MMORPG 于 2016 年至 2019 年期间的年均付款率亦最高，达 18.5%。

图 37：MMORPG 市场规模



资料来源：祖龙娱乐招股书、Frost&Sullivan、天风证券研究所

图 38：各游戏品类市场规模年复合增长率



资料来源：祖龙娱乐招股书、Frost&Sullivan、天风证券研究所

网易在 MMORPG 品类中深耕多年，2003 年推出 MMORPG 端游《梦幻西游》广受玩家欢迎，随着智能手机的普及以及性能优化，从 2015 年开始逐渐推进 MMORPG 手游的研发，相继为旗下的大 IP 端游产品《梦幻西游》、《大话西游》、《天谕》等开发手游，2020H1 中国移动游戏产品畅销（IOS）TOP30 榜单中，有 5 款网易的 MMORPG 产品上榜。经典 MMORPG、网易 2021 年的开年大作《天谕》手游已于 1 月 5 日上线，当天免费榜总榜第一，taptap 评分 7.4。

表 9：网易 MMORPG 已上线手游

游戏名称	上线时间	TapTap 评分
天谕手游	2021/1/5	7.4
海岛纪元	2020/4/26	5.5
梦幻西游三维版	2019/12/10	4.3
花与剑	2019/11/13	5.3
轩辕剑龙舞云山	2019/10/16	5.2
三国志	2018/5/17	3.9
一梦江湖	2018/1/18	7.2

猎魂觉醒	2018/1/17	7.2
光明大陆	2017/3/26	5.7
镇魔曲手游	2017/1/4	6
天下手游	2016/7/27	6.4
倩女幽魂手游	2016/5/12	6.6
梦幻西游手游	2015/3/25	7.4

资料来源：网易官网、TapTap、天风证券研究所

《天谕》上线后，网易在移动端拥有 13 款 MMORPG 品类游戏，自 15 年起保持每年 1-3 款的上线节奏。目前，已公开未上线的 MMORPG 手游有四款，分别是《代号：世界》(阴阳师 IP)、《暗黑破坏者：不朽》(澳大利亚测试服于 2020 年 12 月开启)、《代号：诸神黄昏》、《有杀气童话 2》；同时未来《幻书启示录》、《无尽的拉格朗日》、《哈利波特：魔法觉醒》、《宝可梦大探险》手游等重磅产品上线预计带来全新增量。

表 10：网易即将上线游戏基本情况一览

序号	游戏名称	手/端/主机	游戏类型	自研/代理	是否有版号
1	无尽的拉格朗日	手游	策略	自研	Y
2	哈利波特：魔法觉醒	手游	卡牌 RPG	联合研发	Y
3	The Lord of the Rings: Rise to War	手游	策略	联合研发	N
4	超激斗梦境	端游	2.5D 动作 MMORPG	自研	Y
5	倩女幽魂隐世录	手游	二次元 RPG	自研	Y
6	暗黑破坏神：不朽	手游	MMOARPG	联合研发	Y
7	宝可梦大探险	手游	休闲收集对战	联合研发	Y
8	忘川风华录	手游	二次元国风 RPG	自研	Y
9	漫威超级战争	手游	MOBA	联合研发	Y
10	漫威对决	手游	卡牌	联合研发	N
11	星战前夜：无烬星河	手游	沙盒 MMO	联合研发	Y
12	代号：OnmyojiIdolProject	手游	偶像养成	自研	N
13	代号：世界	手游	MMORPG	自研	N
14	逆水寒手游	手游	MMORPG	自研	N
15	Westworld: Awakening	VR	VR	独家代理	N
16	陈情令	手游	二次元国风卡牌	联合研发	N
17	有杀气童话 2	手游	MMORPG	自研	Y
18	Disorder	手游	团队竞技射击	自研	N
19	月神的迷宫	手游	二次元 Roquelike	代理	Y
20	代号：诸神黄昏	手+端+主机	开放世界 MMORPG	自研	N
21	伊格效应	手游	二次元卡牌 JRPG	自研	N
22	代号：T	手游	赛博朋克 RPG	自研	N
23	王牌竞速	手游	竞速	自研	Y
24	永劫无间	手游	多人动作竞技	自研	Y
25	故土 Nostos	端游+VR	VR 开放世界	自研	N
26	超凡先锋	手游	FPS 战术竞技	自研	N
27	三国诛将录	手游	动作	代理	Y
28	逗斗火柴人	手游	MMO 格斗	自研	N
29	代号：邪神	手游	经营养成战术	n.a.	N
30	蛋仔派对	手游	休闲竞技	自研	N
31	战争怒吼	手游	战术对抗	代理	Y
32	最后的秘密	手游	文字冒险	自研	N

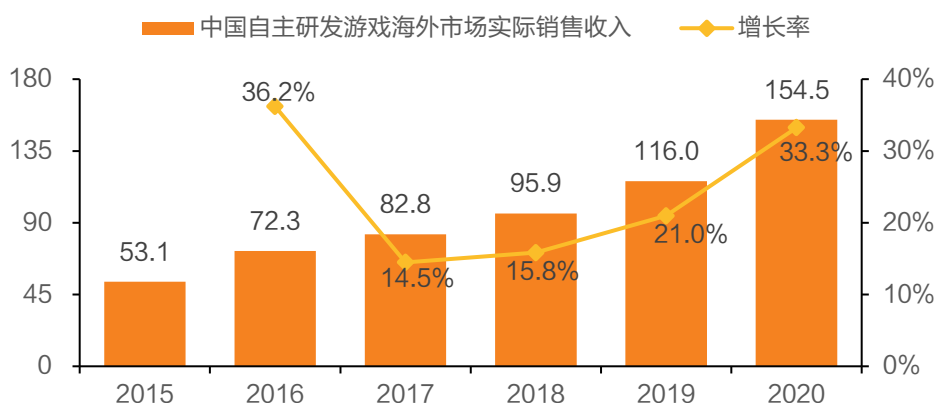
33	洪荒文明	手游	SLG	自研	N
34	完售物语	手游	日系 SRPG	代理	N
35	萌王 ex	手游	3D 二次元 ATM	代理	N

资料来源：公司官网、TapTap、游戏工委、天风证券研究所

2.3.2. 手游出海持续加速，日本已成网易“第二主战场”

我国手游出海增速呈现“倒 U 型”，据游戏工委统计，自 17 年增速下滑起不断走高，2020 年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 154.50 亿美元，比 2019 年增加了 38.55 亿美元，同比增长 33.25%，继续保持高速增长态势。

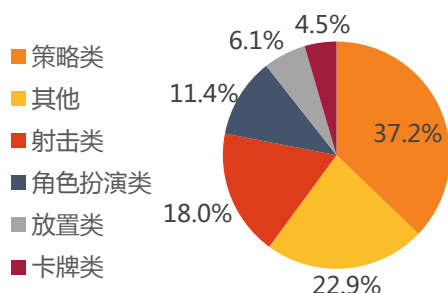
图 39：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（亿美元）



资料来源：游戏工委、天风证券研究所

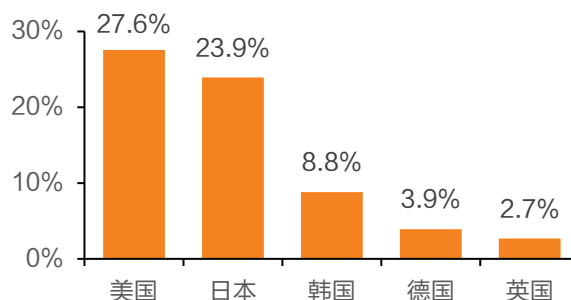
网易有望迎来首个 MMORPG 出海大作，射击类海外表现优异。据游戏工委统计，按游戏品类划分，20 年我国出海收入前 100 的手游中，策略类、射击类以及 ARPG/MMORPG 类占据前三，分别占这 100 款游戏收入的 37.2%、18.0%以及 11.4%。这在一定程度上反映了外国玩家对于这三类游戏的喜好程度。网易作为国内第二大游戏厂商，在这三个游戏品类中皆有不小的收获，MMORPG 作为网易最老牌、底蕴最雄厚的赛道，自《天谕》上线后，网易在移动端拥有 13 款 MMORPG 品类游戏，储备游戏中阴阳师 IP 衍生作《代号：世界》以及网易、暴雪联合研发的《暗黑破坏者：不朽》或为网易开拓 MMORPG 出海蓝图；策略类，国内《率土之滨》开拓“率土系”玩法；射击类手游《荒野行动》长期位居海外市场 AppleStore 游戏排行榜前列。

图 40：2020 年中国出海手游收入前 100 类型收入占比



资料来源：游戏工委、天风证券研究所注：角色扮演类（ARPG/MMORPG）

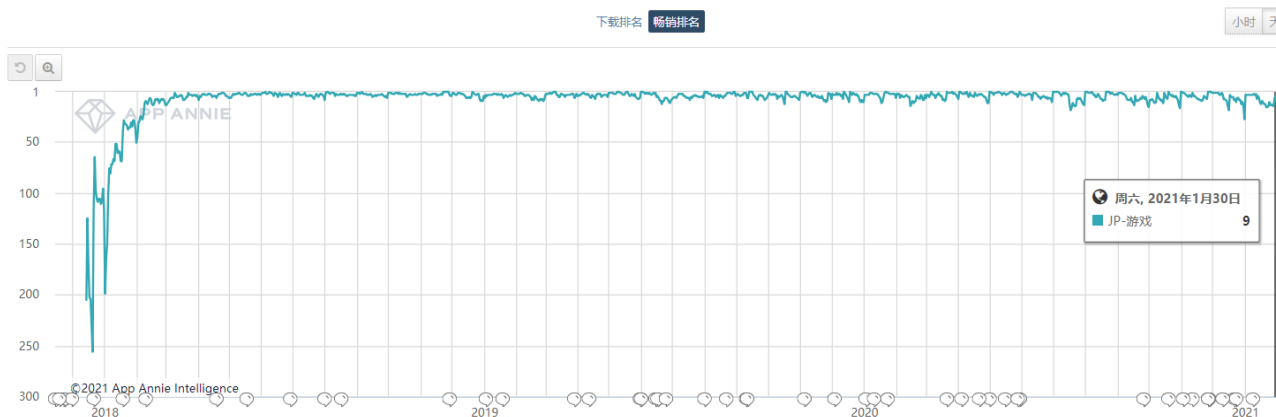
图 41：2020 年中国出海重点地区手游收入占比



资料来源：游戏工委、天风证券研究所

日本成为网易出海基本盘，逐渐形成“第二主战场”。中国手游出海地区中，日本占据了收入的 23.9%，位居第二。据 SensorTower 的统计，《荒野行动》2018 年在全球吸金 4.56 亿美元，其中日本玩家贡献了八成。网易趁《荒野行动》大火，一鼓作气开拓日本市场。随后进入日本 AppStore 畅销榜 TOP100 的网易产品多数具有创新的玩法战术竞技玩法的《荒野行动》，非对称竞技的《第五人格》，生存建造的《明日之后》以及策略类《率土之滨》。相比日本地区泛滥的二次元品类，网易有着自己的出海风格。

图 42:《荒野行动》2019 年于日本区 iOS 游戏畅销榜数度登顶



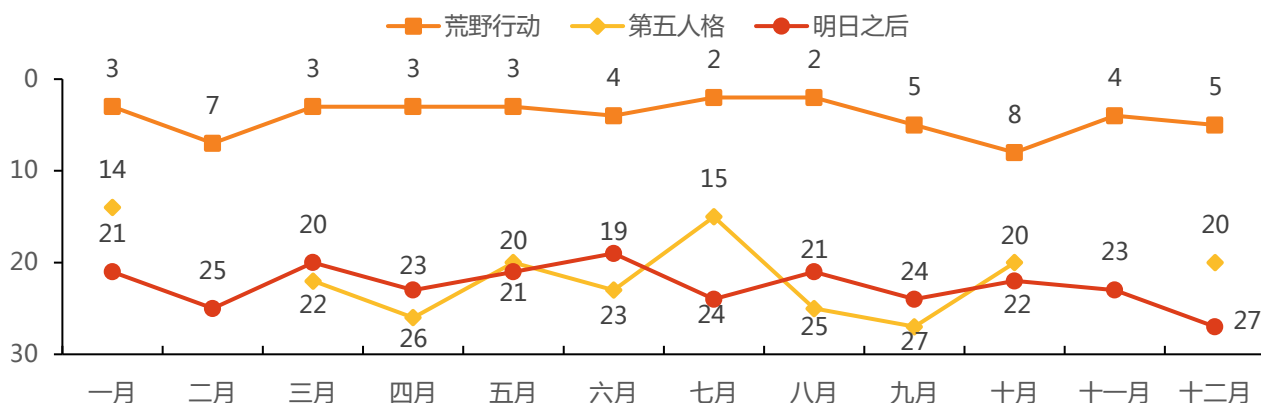
资料来源: AppAnnie、天风证券研究所

表 11: 2020 年中国游戏厂商出海收入 TOP10 (iOS&GooglePlay)

	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
1	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	腾讯	FPlus	FPlus	FPlus	FPlus	米哈游	FPlus	FPlus
2	网易	FPlus	腾讯	FPlus	FPlus	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	FPlus	莉莉丝	米哈游
3	FPlus	腾讯	FPlus	腾讯	莉莉丝	腾讯	腾讯	网易	腾讯	腾讯	米哈游	莉莉丝
4	腾讯	网易	网易	网易	网易	网易	网易	腾讯	网易	莉莉丝	腾讯	腾讯
5	IGG	IGG	IGG	IGG	IGG	友塔	友塔	IGG	欢聚	网易	网易	网易
6	友塔	龙创	友塔	友塔	友塔	IGG	IGG	友塔	IGG	欢聚	欢聚	欢聚
7	龙创	友塔	龙创	欢聚	欢聚	欢聚	欢聚	欢聚	龙创	IGG	IGG	IGG
8	博乐	欢聚	博乐	博乐	龙创	4399	游族	游族	友塔	龙创	友塔	友塔
9	4399	博乐	悠星	龙创	博乐	龙创	龙创	4399	悠星	友塔	龙创	龙创
10	欢聚	4399	欢聚	三七	4399	博乐	4399	龙创	游族	博乐	字节	MTavern

资料来源: AppAnnie、天风证券研究所 (注: FPlus 指 FunPlus、友塔指友塔游戏、博乐指博乐游戏、欢聚指欢聚集团、龙创指龙创悦动、悠星指悠星网络、MT 指 MagicTavern、三七指三七互娱)

图 43：2020 年中国手游出海收入 TOP30 中网易产品排名趋势（iOS&GooglePlay）



资料来源：SensorTower、天风证券研究所 注:其中《第五人格》二月及十一月并未进入 TOP30

3. 有道：专注精品课程，四大业务板块形成闭环

网易有道成立于 2006 年，其 2019 年平均月活跃用户数量超过 1 亿，并已在多个海外市场取得了初步成功。2007 年，有道推出旗舰产品有道词典，该产品 2019 年平均月活跃用户数超过五千万。有道词典及其他学习工具的早期成功为有道吸引了庞大的用户群体，建立了强大的品牌认知度，并将此自然用户流量引流到广泛的服务和产品中，包括在线学习服务及产品以及智能设备，以满足学前、中小学和大学生以及成人用户的终身学习需求。有道以在线学习工具起家，现已打造了一系列易用、可靠及值得信赖的综合性学习服务和产品。2019 年 10 月 25 日，网易有道在美国纽约证券交易所挂牌上市，股票代码为“DAO”，发行价定为每股 17 美元。挂牌后，网易有道也成为网易系中首家独立上市的子公司，网易与公司实控人丁磊累计持股 86.04%。

有道凭借自身完整的产品矩阵内生流量，借鉴打造游戏 IP 的成功经验，以具有丰富游戏化功能的自有学习服务、产品进行内部导流引入在线课程板块变现。网易有道目前已形成了四大业务板块：

- 在线课程（以有道精品课为核心，覆盖全年龄段）
- 互动学习软件（诸如有道阅读、有道数学等产品）
- 在线学习工具（诸如有道词典、有道云笔记等）
- 智能硬件（翻译网、词典笔）

图 44：有道产品矩阵



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.1. 在线教育 K12 板块渗透率仍有提升空间

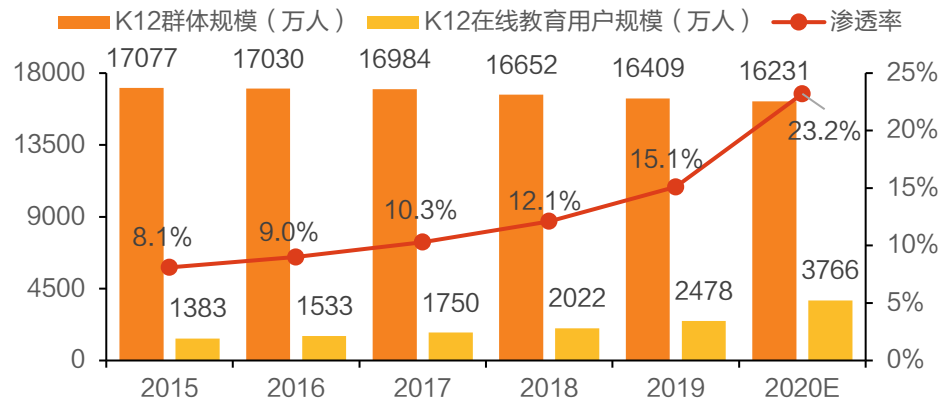
据 CNNIC 统计,截至 20 年底,我国在线教育用户规模达 3.42 亿,占整体网民的 34.6%,较 20 年第一季度下滑 12.2pct。20 年全年相比一季度下滑是因为,随着疫情防控进入常态化阶段,大中小学逐步有序开学复课,在线教育用户规模有所回落。因此,我们认为疫情为在线教育行业渗透率打开想象空间和增量。

教育行业中,“K12”被定义为 7-18 岁的适龄人群。艾媒咨询数据显示,2015-2020 中国 K12 在线教育用户规模扩大。在 K12 群体少量下滑的情况下,K12 在线教育用户规模不降反增,渗透率不断增加;其中,因为疫情原因,K12 线下业务无法开展,传统线下授课被迫转移成在线直播授课,线上学生人数大幅提升。同时疫情期间多方渠道为在线教育打开了流量天窗,包括官媒、在线视频和短视频等平台。

20 年中国 K12 在线教育用户预计将达 3765.6 万人,渗透率为 23.2%,同比增长 8.1pct,但仍低于国内在线教育总体渗透率,我们认为 K12 在线教育在未来疫情常态化阶段会保持高增速。K12 在线教育作为在线教育的重要内容。随着家庭生活水平的不断提高,家长对于孩子的教育关注也不断增加,K12 在线教育有望保持迅猛的发展势头。

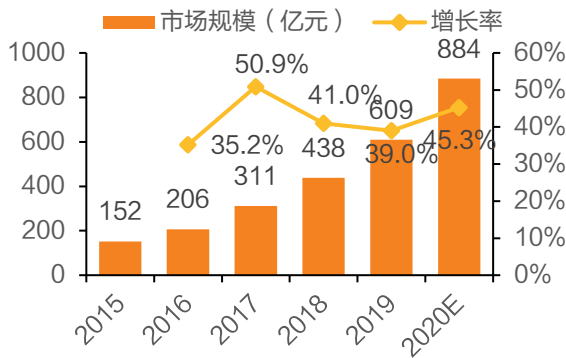
各大教育平台加速渗透下沉市场。据 CNNIC 统计,各大在线教育平台积极响应政府号召,面向学生群体推出免费直播课程。疫情期间在线教育行业的日活跃用户数量从 8700 万上升至 1.27 亿,增长 46%,新增流量主要来自三、四、五线城市。截至 2020 年 6 月,三线及以下城市在线教育用户占整体的 67.5%,同比增长 7.5pct。目前来看,在线教育的下沉市场前景广阔。

图 45：2015-2020 年中国 K12 在线教育用户规模及预测



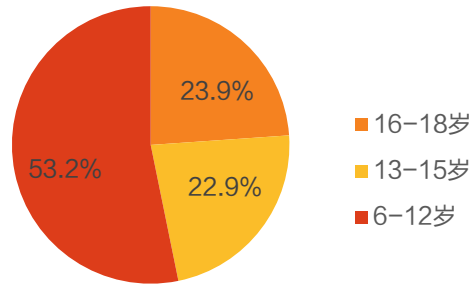
资料来源：艾媒咨询、天风证券研究所

图 46：2015-2020E 中国 K12 在线教育用户规模及预测



资料来源：艾媒咨询、天风证券研究所

图 47：2020 我国 6-18 岁各年龄段人口结构



资料来源：比达咨询、天风证券研究所

3.2. “AllinK12”，有道深入布局在线教育

3.2.1. K12 重点投入，针对不同年龄层提供差异化服务

自 2018 年起，网易有道对外宣布“**All in K12**”战略，并公布了在线教育的“**TEACH**”模型。TEACH 模型分为五个部分：

- **“T”为学习工具型 APP 带来的用户基础。**有道招股书显示，2019 上半年，有道全部产品 MAU 超过 1 亿。通过工具 APP 作为接口获取流量，并为用户提供服务。
- **“E”代表与优秀的老师共赢。**明星老师是提升学生学习动力和学习效率的最佳驱动力。2016 年，网易有道推出了同道计划，孵化出了包括有道考神四六级、有道考神考研、有道高中牛师团、逻辑英语等一众教育 IP，深受学生喜爱。
- **“A”即人工智能。**让 AI “武装”老师，解放教师重复性的工作。目前，网易有道在手写题判分技术、英语口语评分技术、计算代数系统、手写 OCR、英文作文批改等五大技术方面已经积累了丰富经验。
- **“C”代表高品质内容。**网易有道旗下的有道精品课为不同年龄段、不同学习需求的用户提供了多元化的课程，坚持赋能用户的学习能力，让用户能够在学习中持续受益。
- **“H”代表智能硬件。**教育场景不仅局限在手机端，而且学生存在强烈的纸笔、语音交互需求，基于此网易有道发布了有道词典笔 2.0、有道智能笔等智能硬件产品。

在 2019 年，网易有道继续在 K12 领域做重点投入，针对 K12 阶段用户群体的学习需求推出了一系列产品和内容。以有道精品课为例，截至 20 年 12 月底，有道精品课付费用户人次达 209.7 万，其中 K12 课程的付费用户人次约 148.7 万人，K12 课程的付费用户人次同比增长 314%，平均课单价 1343 元。除推出高品质在线课程内容外，在提升教学体验，打通线上线下教育闭环上，将持续优化有道智能笔的功能。出于助力少儿语言学习，解决当前小学生语言学习痛点的目的，网易有道推出了 2019 年重点布局的 K12 流量型工具——有道少儿词典。包括语音跟读、笔顺跟写、自然拼读、智能听写、拍照取词需求，切实解决小学生及家长普遍面临的痛点。

图 48：有道少儿词典与有道词典导流



资料来源：有道少儿词典 APP、有道词典 APP、天风证券研究所

图 49：有道云笔记与有道云笔



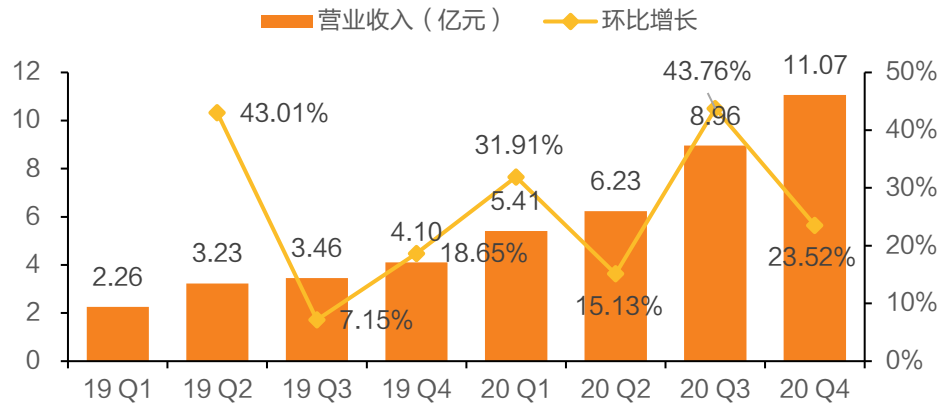
资料来源：有道云笔记 APP、天风证券研究所

开发不同年龄层专属学习工具类 APP 提供差异化服务，以有道少儿词典、有道词典为首，通过内置精品课板块为有道精品课导流；同时，有道词典、有道云笔记等 APP 支持云笔、有道翻译王 2.0Pro 等智能硬件设备，形成线上下闭环，以有道云笔为例，有道云笔具有实时同步（手写笔记自动上传到有道云笔记）、一键搜索、智能手写识别等功能，软硬件结合为工作办公提供赋能。

招生规模提升巨大，师资力量提升明显。截至 20Q3，网易持续加强明星教练和助教队伍，教师总人数达到 3368 人（18 年全职教师仅有 162 人，19 年已达 793 人），其中 70% 以上来自清华大学、北京大学或世界排名前 50 的大学（只聘用了所有教师候选人的 0.3%）。在产品方面，K12 数学课程在 Q3 取得了显著进展，1-12 年级数学专业付费招生人数同比增长超过 800%。在小学阶段，为重点知识点增加了课堂互动。对于初中，开始提供地区和教科书特有的课程。对于高中，新招募的明星老师，以满足学生的不同需求。我们认为教师团队的大规模增长一定程度上反映了有道在线教育业务的火热程度，20Q3 的教师人数相比 19 年增加超过 400%。这与有道的招生人数扩张规模相对应。

3.2.2. 学习服务拉升有道板块毛利，营销拓宽业务收入想象空间

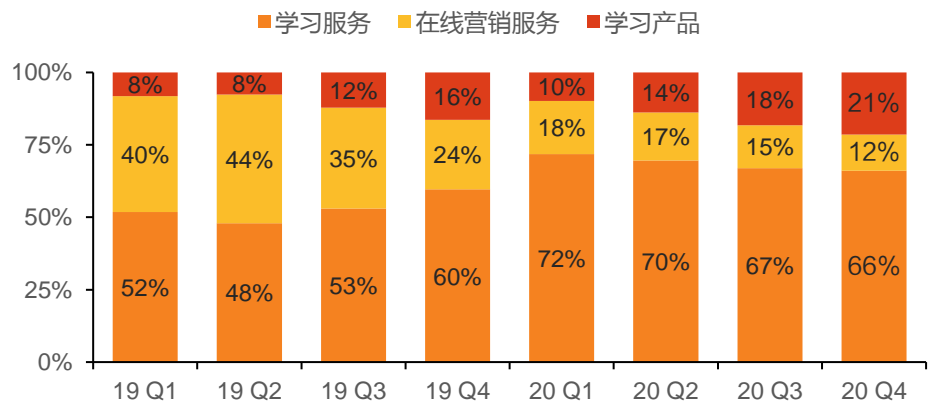
图 50：2019Q1-2020Q4 有道营业收入



资料来源：公司公告、天风证券研究所

按照收入模式可将有道的总收入分为学习服务、学习产品以及在线营销服务三个部分。2020 全年，有道净收入 31.68 亿元，相比于 19 年全年 13.05 亿元的净收入，同比增长 143%。其中 20Q4，有道实现净收入 11.07 亿元，同比增长 170%；学习服务收入约 7.32 亿元，占比 66%，包括线上教育课程、在线知识工具和互动学习软件的付费收入；学习产品收入约 2.37 亿元，占比 21%，来自智能硬件设备的销售；在线营销服务收入约 1.38 亿元，占比 12%，包括点击类效果广告和品牌广告服务。

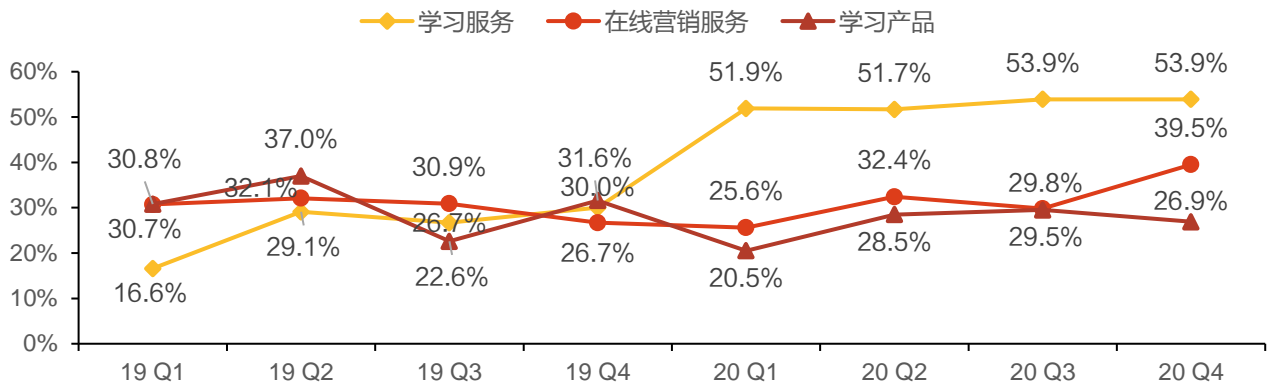
图 51：有道营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

成本方面，2020 年有道总营业成本达到 17.13 亿元，其中学习服务业务成本为 10.11 亿元，学习产品总成本为 3.56 亿元，在线营销服务成本达到 3.47 亿元。20Q1 开始学习服务和产品毛利率大幅上升，主要归功于在线课程利润率提高、规模经济的改善以及业务和教师薪酬结构的进一步优化。其中，20Q4 学习服务毛利率提高至 53.9%，高于 19Q4 的 30%；学习产品 20Q4 毛利率提升明显，为 39.5%，环比 20Q3 提高 9.7pct；在线营销服务的毛利率为 26.9%。

图 52: 19Q1-20Q4 有道分业务毛利率



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

有道的在线教育业务, 尤其是 K12 板块目前处于发展阶段, 除了在技术上的投资, 以及为了支持长期业务增长而聘请有才华的教师, 还大力加强了销售和营销投入, 重点关注学生的培养和扩大品牌知名度。这一系列投入对收入增长产生了立竿见影的积极影响, 并将产生长期促进作用。20 年有道把握行业机遇加大了对 K12 课程的推广引流, 其中 20Q3/Q4 的营销费用分别为 11.48/8.05 亿, 同比增长 397%/291%。公司 20Q4 的净亏损为 4.53 亿元。因此, 我们认为短期大幅提高营销费用对于在线教育业务快速增长的有道有长期的积极影响。

表 12: 有道财务简表

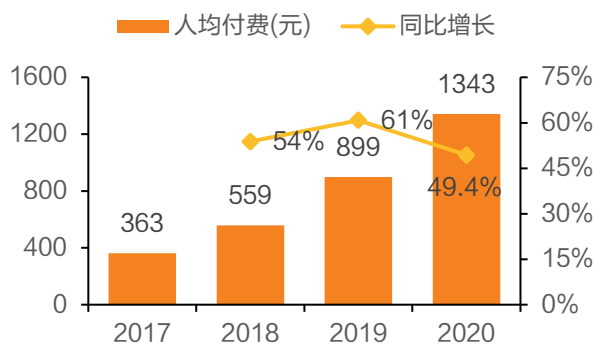
单位: 亿	2017	2018	2019	2020
营业收入	4.56	7.32	13.05	31.68
营业成本	2.94	5.15	9.34	17.13
销售费用	1.36	2.13	6.23	26.97
销售费用率	29.9%	29.2%	47.7%	85.1%
研发费用	1.33	1.84	2.75	4.25
研发费用率	29.2%	25.1%	21.1%	13.40%
管理费用	0.22	0.38	1.05	1.38
管理费用率	4.9%	5.2%	5.6%	4.37%
毛利率	36%	30%	28%	46%
净利润	-1.34	-2.09	-6.02	-18.06

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

3.2.3. 技术整合与高粘性用户形成有道竞争优势

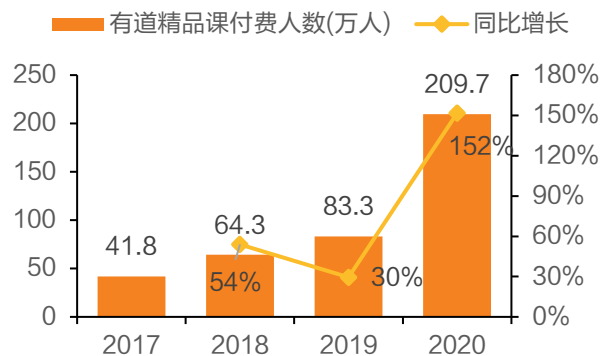
- **强大的技术整合能力:** 在技术创新上投入了大量资金, 在光学字符识别(OCR)、神经机器翻译(NMT)、语言数据挖掘和数据分析等领域成功开发了行业领先的专有技术, 并持续将这些技术集成到网易全面的学习产品和服务中。
- **庞大且高粘性的用户群:** 有道平台的平均 MAU 从 2017 年的 7370 万增长到 2018 年的 9640 万, 并在 2019 年进一步增长到 1.08 亿, 主要是由于不断扩大的学习产品和服务。

图 53: 有道精品课 ARPPU 值 (元)



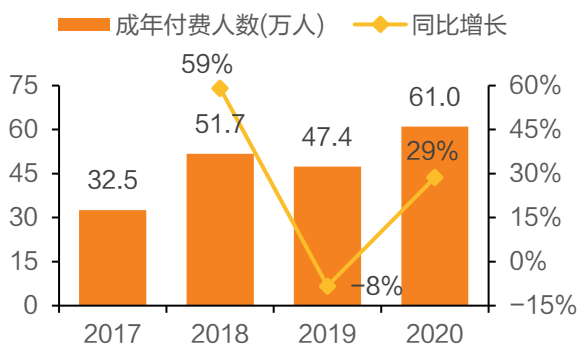
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 54: 有道精品课付费人数(万人)



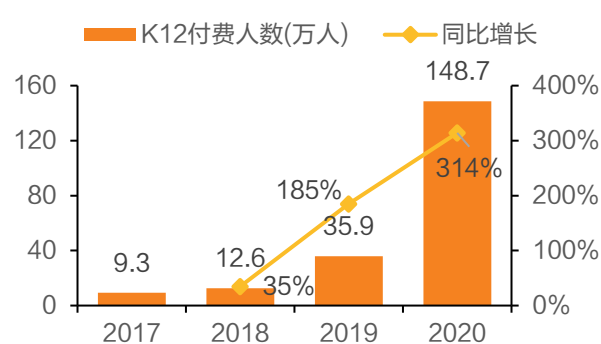
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 55: 有道成年付费学员人数 (万人)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 56: 有道 K12 付费学员人数 (万人)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

4. 创新业务不断扩充, 稳中有增寻求突破

网易的创新业务及其他业务收入主要来自于电商、音乐流媒体、视频流媒体、广告服务、付费电子邮件及其他增值服务。

图 57: 公司创新业务一览



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

- 网易云音乐是中国备受欢迎的音乐流媒体平台, 致力于为用户带来与众不同的极致音乐体验。网易云音乐专注于发现及推广新生代音乐人, 已迅速发展成为中国音乐爱好者探索新独立音乐的首选平台。截至 2019 年 12 月 31 日, 已吸引了超过 100,000 名独立音乐人, 这些独立音乐人的歌曲在 2019 年累计播放超过 2,700 亿次。

- 严选是网易旗下电商平台，主要销售强调高品质和性价比的自有品牌产品。产品类别包括服装、家居用品、厨具及其他日用品，主要从中国的原始设计制造商处进行采购。以高性价比为原则，严格挑选产品和制造商。
- 网易传媒是中国知名互联网媒体平台，为用户提供专业新闻及其他优质资讯。媒体平台包括三个组成部分：网易新闻移动应用程序、www.163.com 门户网站及一系列其他垂直类的移动应用产品等。
- 其他创新业务包括侧重于提供游戏直播内容的网易 CC 直播平台，以及位于中国的电子邮件服务商网易邮箱，截至 2019 年 12 月 31 日，网易邮箱拥有超过 10 亿注册用户。

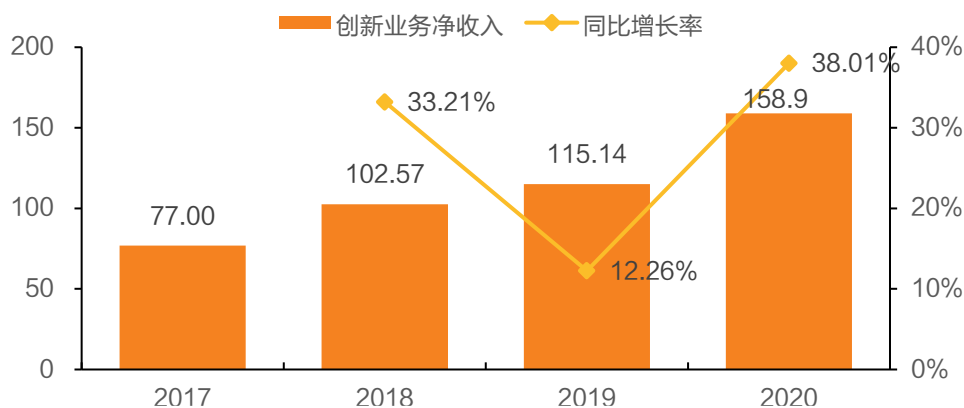
表 13：创新业务介绍一览

业务名称	上线时间	类别	月活跃人数 (万) (截至 20 年 12 月)
网易 163 门户网站	1997	门户资讯网站	1814.2
网易邮箱	1998	邮箱服务	2529.21
网易新闻	2012	新闻资讯服务	8322.21
网易云音乐	2013	在线音乐服务	15079.95
网易 CC 直播	2016	在线直播服务	129.96
网易严选	2016	互联网电商服务	292.91

资料来源：易观千帆、各产品官网、天风证券研究所

公司 20 年创新业务收入达 158.9 亿元，同比增长 38.01%，占总收入比例达 21.57%，较 19 年前三季度增加 2.13pct。经拆分，2020Q4 创新及其他业务净收入为 53 亿元，上一季度和去年同期分别为人民币 39 亿元和 37.2 亿元。历年总体收入呈增长态势。相关增长主要受网易云音乐、网易 CC 直播及严选电商业务的收入增加的推动。来自创新业务及其他的收入于各年遵循相同的整体季节性趋势，由于春节假期及传统上客户年度预算的结算，第一季度成为最疲软的季度，而第四季度则为最强劲的季度。电商业务收入于各年第一季度春节假期期间相对较低，中国零售和电商企业展开的各种促销活动导致第四季度的销售高于前三个季度。则预计 20 全年创新业务收入继续维持增长态势。

图 58：创新业务净收入（亿元）

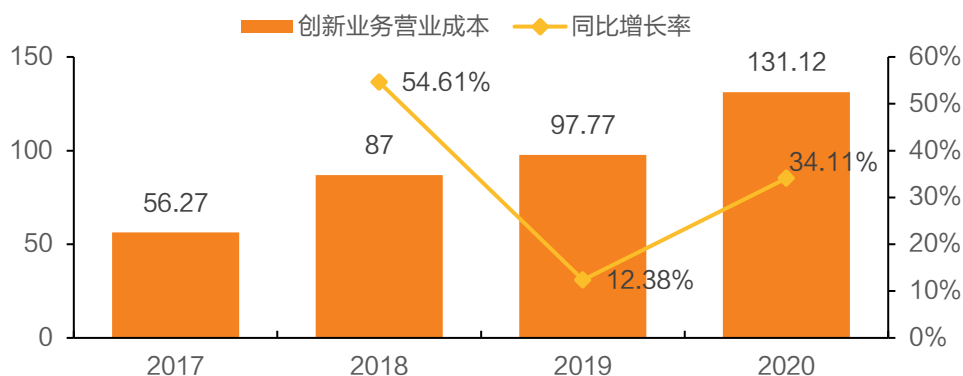


资料来源：公司公告、天风证券研究所（注：自 2019 年第三季度起，公司更改分部披露，在“创新业务及其他”加入若干广告服务以及严选的财务业绩。并于 2019 年 9 月出售了考拉电商业务。）

创新业务成本 20Q1-Q3 达 131.12 亿元，较 19 年同比增长 34.11%，营业成本增长主要由于内容成本以及与网易 CC 直播及网易云音乐平台相关的收入分成成本增加。创新业务及其他分部相关的营业成本主要包括内容成本、电商业务所售商品的成本以及广播公司

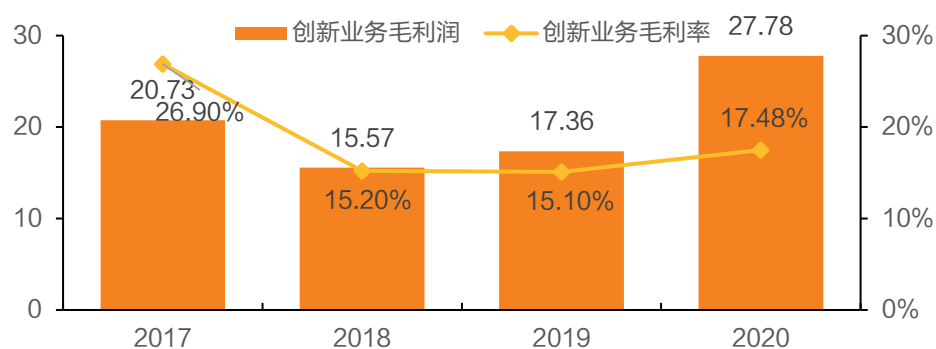
的收入分成成本。公司向第三方合作伙伴、唱片制作公司以及报刊及杂志出版商就使用他们制作及许可使用的专利内容支付内容使用费，例如音乐、头条新闻及报导的版权。**创新业务毛利润 20 年达 27.78 亿元。对应毛利率 17.48%，同比增加 2.38pct。毛利润的同比增长主要得益于网易云音乐的净收入增长。**

图 59: 创新业务营业成本(亿元)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

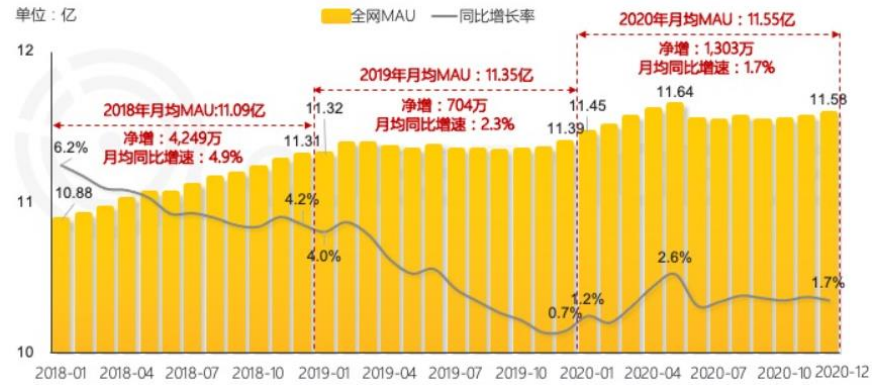
图 60: 创新业务毛利润及毛利率 (亿元)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

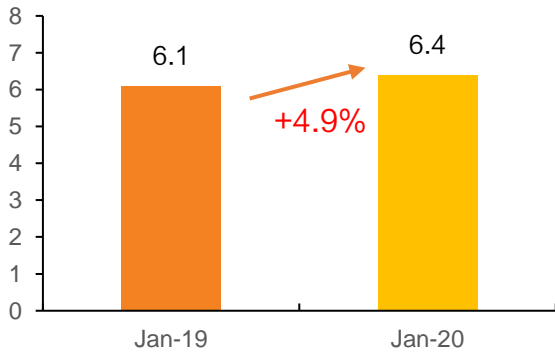
移动互联网市场已经全面进入存量时代，渗透率达 82.68%，用户结构趋于稳定。从宏观角度出发，网易创新业务横跨多个互联网细分领域，包括互联网音乐、互联网电商、互联网资讯、互联网直播等。根据 QuestMobile，2020 年全网月均 MAU11.55 亿，从年初 11.45 亿到 12 月的 11.58 亿，净增 1303 万，月均增速仅 1.7%，其间受疫情影响，4 月份 MAU 达 11.64 亿，随后震荡回落。各城市等级分布变化均小于 ±0.5%，70 后 00 后随着用户入网率的提升还保持小幅增长。存量时代下，用户的网络使用程度在进一步加深，人均单日使用时长及打开 APP 个数均有一定程度提升。人群对于健康、理财、学习的需求在不断增加，线下生活场景持续向线上迁移，例如金融理财、办公商务、生活服务等等。

图 61：中国移动互联网月活跃用户规模



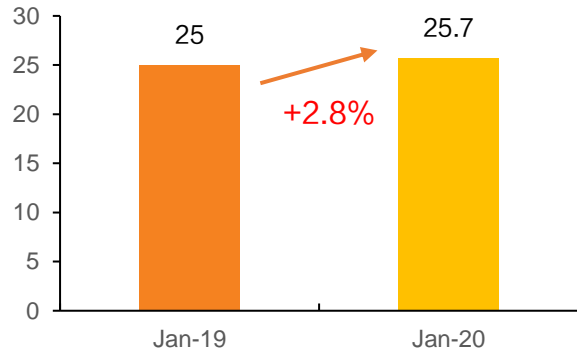
资料来源: Questmobile、天风证券研究所 (注: 月均同比增速=当期月均 MAU/上期月均 MAU-1)

图 62：全网月人均单日使用时长 (单位: 小时)



资料来源: Questmobile、天风证券研究所

图 63：全网月人均打开 APP 个数 (单位: 个)

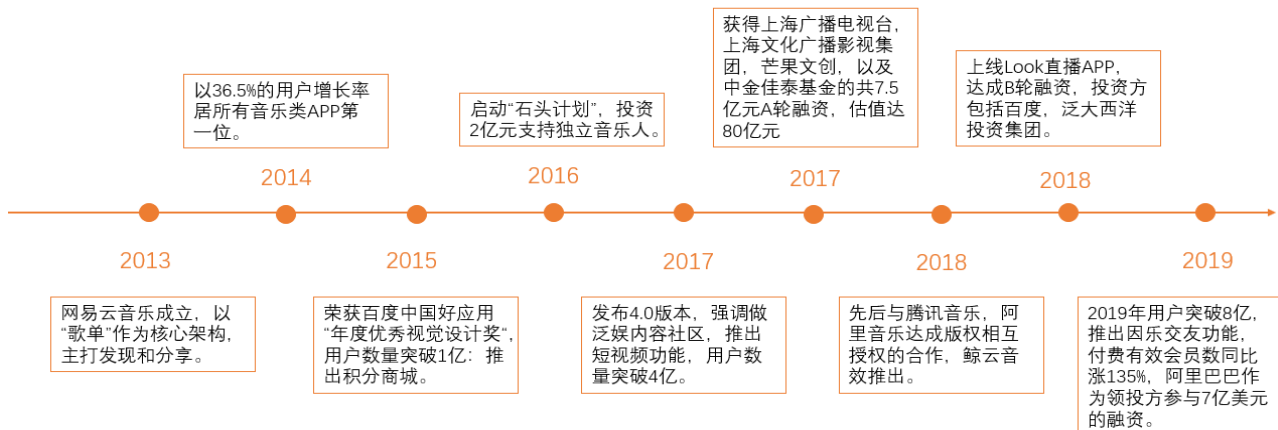


资料来源: Questmobile、天风证券研究所

4.1. 网易云音乐：社区建设+内容扩充打造核心壁垒

网易云音乐于 2013 年 4 月正式上线，为网易旗下一款专注于发现和分享的音乐产品。凭借创新的产品精神，网易云音乐从“音乐社区”切入，依托个性化推荐、歌单、乐评等产品特色，为用户提供极致的音乐体验。在原创音乐方面，通过“石头计划”、“云梯计划”等扶持计划，网易云音乐为原创音乐人提供了更广阔的发展平台，也推动了中国原创音乐的持续前进。目前，网易云音乐用户数超过 8 亿，入驻原创音乐人超 20 万，是中国一流的音乐社区和中国领先的原创音乐平台，用户增长速度及留存率均领先行业。

图 64：网易云音乐发展历程



资料来源: talking data, 光明日报, 环球时报, DoNews, 南方日报, 财新网, 站长之家, 鑫风口, IT 之家、天风证券研究所

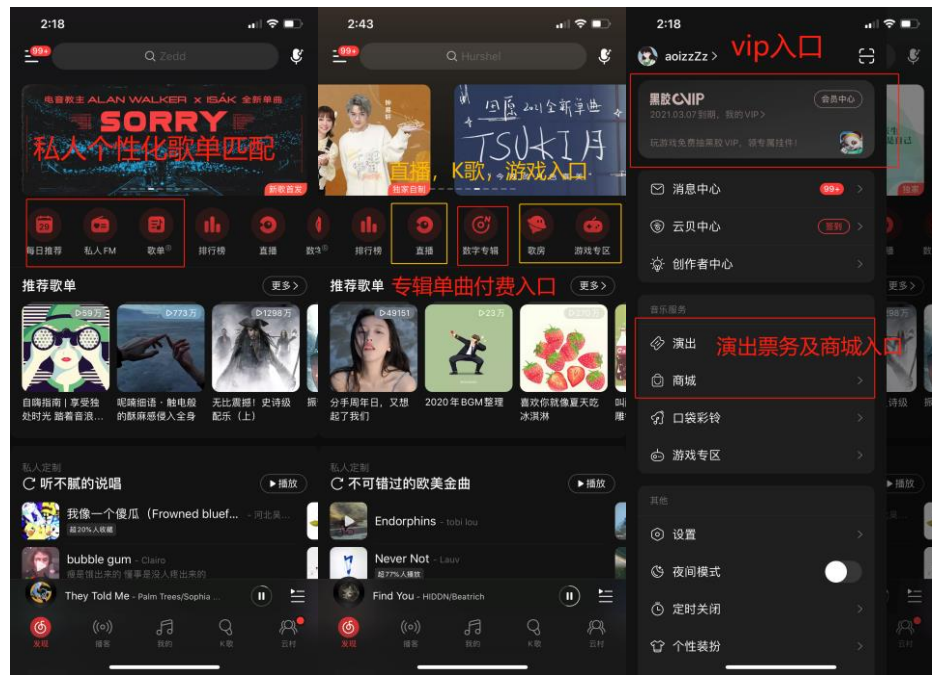
网易云音乐自发布就以社交社区为主打，着重突出发现与分享，依托专业音乐人、DJ、好友推荐及社交功能，为用户打造了一套在 App 内部关于分享音乐与文字的社交网络。其特别突出的功能是歌曲评论，模式能够引起共鸣，吸引留存大量用户。网易云扶持原创音乐人，扶持优秀原创作品，这也是其能在音乐市场几乎被腾讯音乐垄断的情况下顺利突出重围的原因。

表 14：网易云主要业务

业务类别	内容
音乐	播放下载、歌曲歌单推荐、广播电台、听歌识曲、彩铃、云盘
社交	评论、私信、关注、分享、发布动态
社区	云村热评墙、小视频
直播	音乐、视频、互动派对
商业化	歌曲、专辑、付费电台、音乐周边、演出票务、流量包、VIP、打赏礼物、装扮
创作者中心	MLOG、歌单制作、成为网易音乐人

资料来源：网易云音乐 app、天风证券研究所

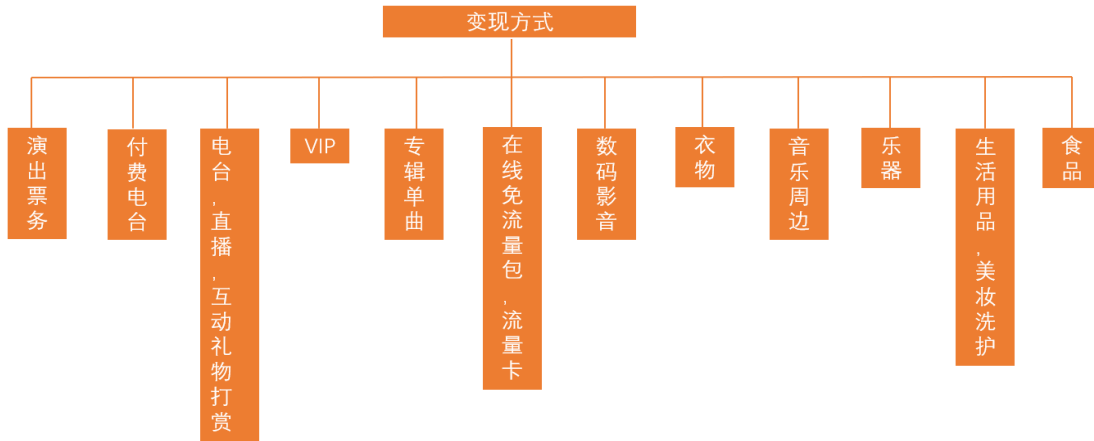
图 65：网易云主界面及重要功能入口



资料来源：网易云音乐 app、天风证券研究所

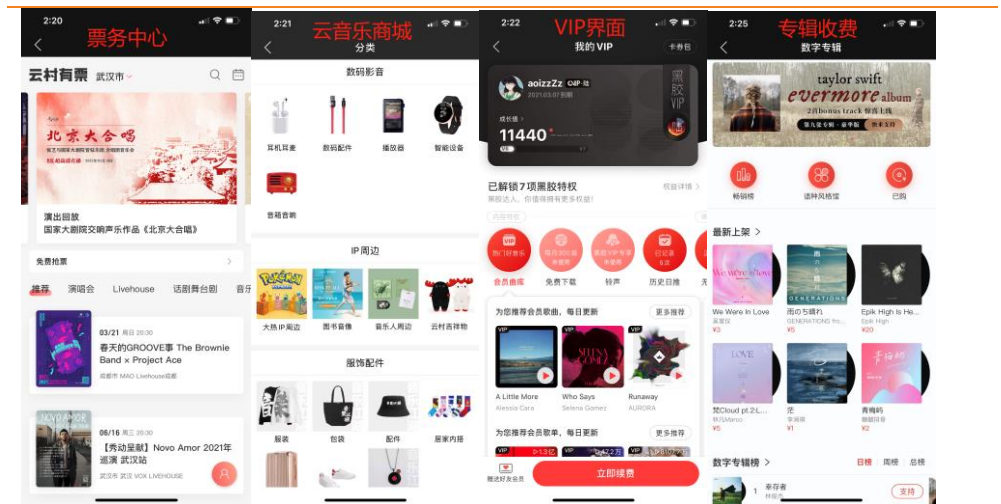
变现方面，网易云有通过音乐付费（音乐包付费，数字专辑和单曲，流量包付费，电台付费）和会员机制变现，此外广告也是主要的盈利方式。网易云音乐还有比较成熟的演出票务系统。另外，网易云音乐的商城内容十分丰富，除音乐用品及周边外还有生活用品等，是主要的变现手段之一。值得一提的是，云音乐商城中有积分商城这一模式，不仅可以通过积分鼓励用户提升活跃度，增加用户粘性，共同建设云音乐社区，还可以通过商城售卖音乐周边产品直接盈利。

图 66：网易云变现方式



资料来源：网易云音乐 app、天风证券研究所

图 67：主要变现界面



资料来源：网易云音乐 app、天风证券研究所

在线音乐软件主流收费方式与移动互联网 app 的收费方式趋同，主要来自于 VIP 会员收费。网易云音乐会员分为黑胶 VIP 及音乐包。音乐包价格较黑胶 VIP 低，享有相应会员权益少。网易云音乐与多款 APP 联动捆绑促销，有望提升付费转化率。而电子商城等额外付费点有助于托高用户付费 ARPU 值。

图 68：网易云音乐 VIP 联动促销一览

 云音乐VIP × 优酷视频VIP ¥25/月 ¥45	 云音乐VIP × 喜马拉雅VIP ¥25/月 ¥45	 云音乐VIP × 芒果TV VIP ¥25/月 ¥45
 云音乐VIP × 快看漫画VIP ¥25/月 ¥50	 云音乐VIP × 蜻蜓FM VIP ¥25/月 ¥45	 云音乐VIP × Keep会员 ¥78/季 ¥128
 云音乐VIP × 网易邮箱VIP ¥178/年 ¥403	 云音乐VIP × 网易严选VIP ¥178/年 ¥389	 云音乐VIP × 中国移动 首3月 ¥13.9/月 ¥18.8

资料来源：网易云音乐 app、天风证券研究所

图 69：黑胶 VIP 及音乐报付费价格

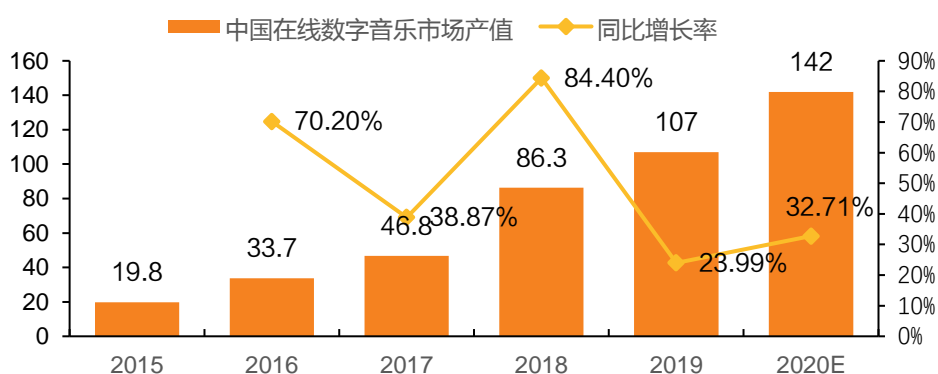


资料来源：网易云音乐 app、天风证券研究所

4.1.1. 数字音乐市场环境向好，平台方加速多元变现

在线音乐市场已进入存量阶段，头部企业竞争壁垒已建立。据 Fastdata，中国在线音乐市场增长强劲，预计 2020 年在线音乐产值超 140 亿元。2015-2019 年市场处成长期，产值均呈快速增长态势。2019-2020E 同比增长率有所下降，呈稳定增长态势。随行业用户红利稳定，音乐领域融资事件减少，资源流向集中于商业模式较为成熟且经过市场检验的头部平台如网易云音乐、懒人听书等在创新赛道中表现突出的企业。

图 70：中国在线音乐市场产值（亿元）



资料来源：fastdata、天风证券研究所

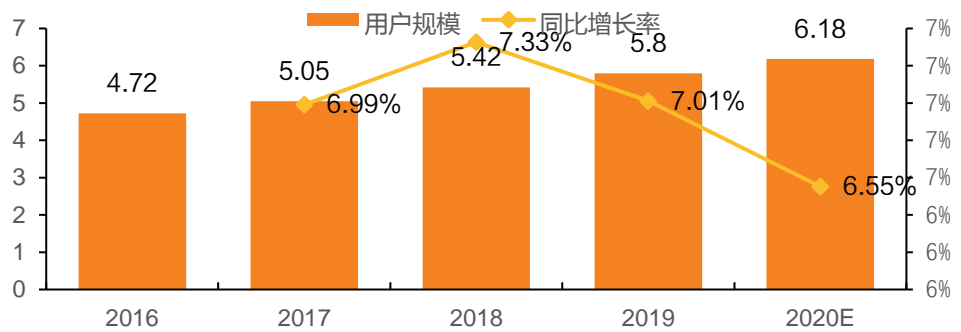
图 71：资本投入谨慎，行业资源流向日趋集中



资料来源：易观千帆、天风证券研究所

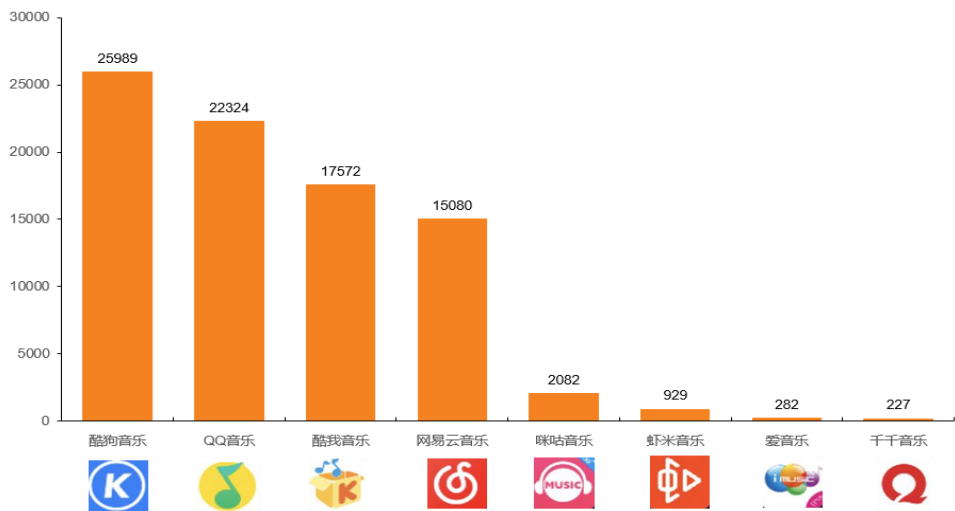
用户增长处饱和期，高基数变现模式值得拓展。据艾媒咨询，2019 年中国手机音乐客户端用户较上年增长 6.6%，整体规模达 5.80 亿人，预计 2020 年将增至 6.18 亿人。中国手机音乐客户端用户规模稳步增长，庞大的用户基数已为手机音乐客户端积累了大量变现基础，未来网络音乐可探索的市场空间较为广阔。

图 72：中国手机音乐客户端用户规模及增长率（亿元）



资料来源：艾媒数据、天风证券研究所

图 73：2020 年 12 月中国在线音乐 app 月活用户排名（万人）



资料来源：易观千帆、天风证券研究所

在线音乐版权市场完善，用户付费意识提升。在政策的规范和引导下，中国音乐版权市场加速变革。人们的付费意识随着版权认知及消费水平的提高而增强。数字音乐市场外部环境持续向好，平台方加速探索多元商业化道路，B2B、B2C 模式不断得到丰富和完善，推动手机音乐客户端市场进入发展新阶段。根据艾媒数据，近八成的受访者对付费收听下载音乐表示支持，其中 42.8% 认为付费音乐有利于激发音乐人创作热情，30.9% 认为有利于版权规范，26.3% 理解付费是手机音乐厂商保障良好运营的关键。

近年来用户版权意识逐渐增强，配合音乐客户端平台多年的市场教育，用户付费收听接受度不断提升，并趋向常态化。付费收听不仅是对音乐人的直接鼓励和肯定，还可以为平台发展优质内容生态提供强有力的资金支持，有利于形成良好的正向循环。

图 74：平台方加速多元变现

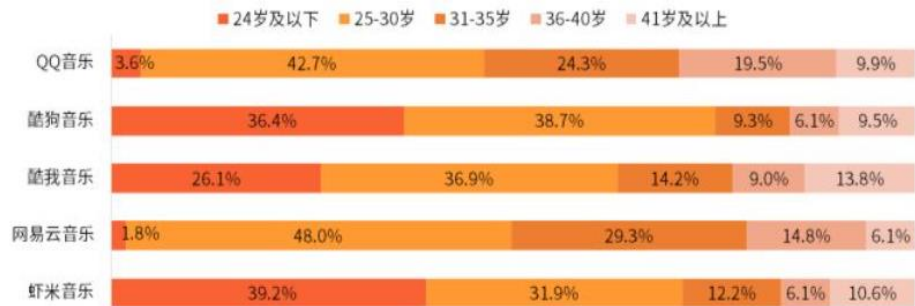


资料来源：艾媒数据、天风证券研究所

4.1.2. 独特社区+精确私人化歌单，打造 Z 世代专属音乐天地

网易云主要受众人群年轻化，用户具高消费意愿。年轻群体接触的音乐类型更广，对创新功能抱持更为开放的态度，音乐消费意愿更强烈，在商业价值拓展方面更具潜力。据艾媒数据，中国主流手机音乐客户端用户以 35 岁及以下青年群体为主，占比均超七成。其中，虾米音乐年轻化程度最高，其次是酷狗音乐，24 岁及以下群体占总用户数分别为 39.2% 和 36.4%。

图 75：2019 年 12 月中国主流手机音乐客户端年龄分布



资料来源：艾媒数据、天风证券研究所

聚焦年轻用户将成为手机音乐客户端市场的重要发展战略。据 QuestMobile, 网易云音乐的 Z 世代活跃渗透率及活跃渗透率 TGI 均属行业第一，印证网易云音乐的年轻化特性是显著存在的，年轻一代消费潜力大，用户价值值得发掘。95 后、00 后为主力的年轻一代（Z 世代）正成为互联网巨头争相抢夺的对象，该人群内容付费意识高，在经济趋于独立的过程中，消费能力不断释放，是内容平台实现货币价值的关键。通过鼓励年轻用户参与互动的方式，打造 UGC 内容社区，为音乐的刚需特征注入社交属性，在满足年轻用户社交需求的同时增加用户活跃度和粘性。这将为平台方进一步拓宽多元商业变现路径，奠定坚实的基础。

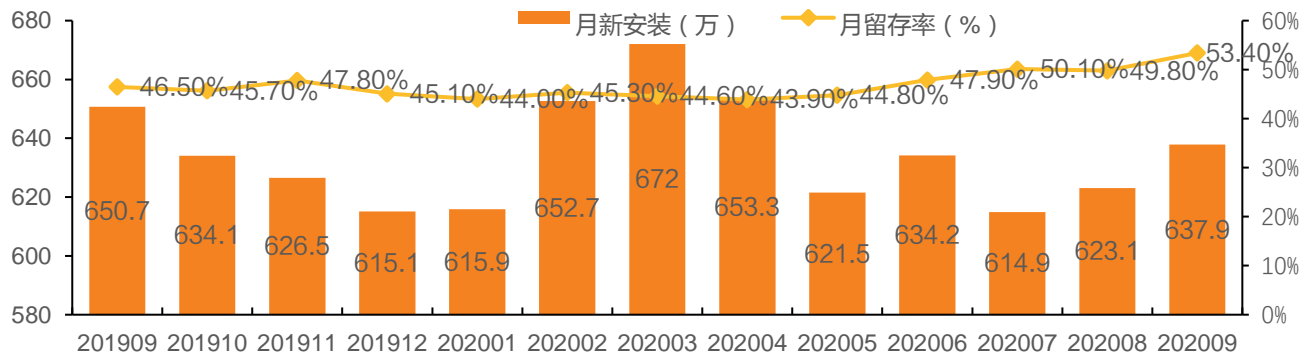
图 76：2020 年 11 月 Z 世代用户在移动音乐行业 APP 渗透率 TOP10



资料来源：Questmobile、天风证券研究所（注：活跃渗透率=某目标人群启动某个 app 媒介的月活跃用户数除以该目标人群的月活跃用户数；活跃渗透率 TGI=目标人群中某个 app 媒介的月活跃渗透率除以全网中该 app 媒介的月活跃渗透率*100）

网易云音乐用户粘性高，年轻一代自我表达欲望强烈。截至 2020 年 9 月，网易云音乐新安装量超过 600 万，月均留存率为 53.4%，月均使用时长为 15.4 小时，行业均值为 8.7 小时，近乎后者两倍。在存量竞争时代，内容的差异性决定用户的去留。据艾媒咨询，在最受欢迎的用户输出内容中，排在前五位的分别是音乐专栏、网友自制歌单、独立原创歌曲、热门评论、音乐电台，占比均超过两成。主要系技术升级发展降低了内容制作的门槛，激发了年轻一代的表达欲望。音乐平台既可通过用户制作内容丰富平台泛娱乐内容生态，还可建立起良性的互动参与机制，增加用户粘性。

图 77：网易云音乐月新安装量及月留存率



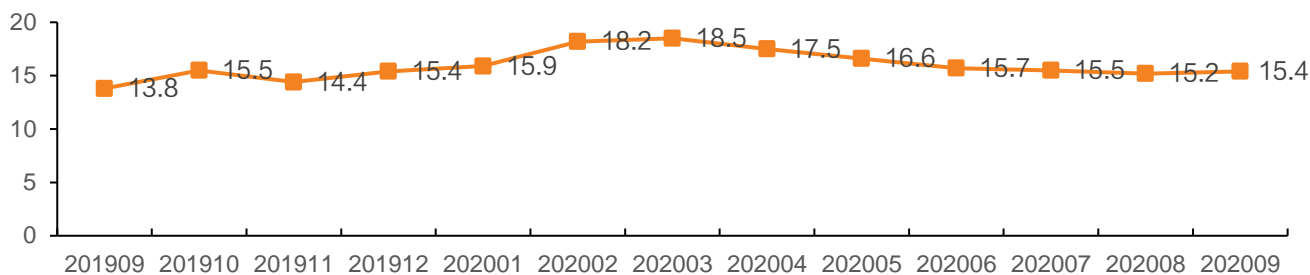
资料来源：Mob 研究院、天风证券研究所

图 78：2019 中国手机音乐客户端用户输出内容受欢迎程度调查



资料来源：艾媒数据、天风证券研究所

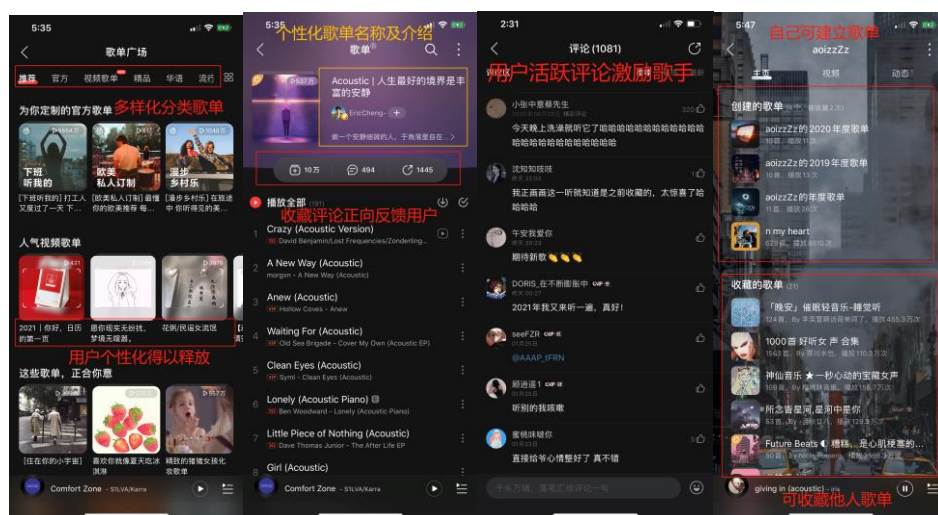
图 79：网易云音乐月均使用时长



资料来源：Mob 研究院、天风证券研究所

弱化专辑强化歌单，云音乐文化以人为本。歌单是云音乐的核心架构。不同用户根据不同的音乐喜好组成不同的歌单，意味着有无限种大于算法的可能，大大推高用户的活跃度及参与度。网易云将平台内容交给用户去搭建，这就是推出歌单的目的。歌单不仅由用户来创造，也是用户交流的介质。用户在选择同样的歌单时达成了共鸣，而共鸣产生互动，互动则连结社交基础。这就是网易云音乐亮点-不断积累的互动评论的来源。用户在使用音乐软件是，不仅为听歌，更为了找寻一种新型的共鸣及交流方式，这也是加长用户 app 停留时长的要点。

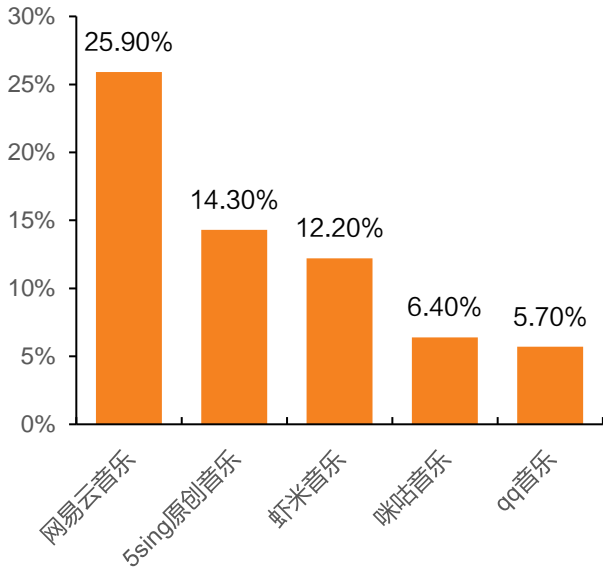
图 80：网易云音乐歌单界面



资料来源：网易云音乐 app、天风证券研究所

网易云村打造紧密音乐社交关系网，联合抖音布局音乐短视频平台。20 年 8 月网易云音乐和抖音正式宣布达成合作，共同致力于“音乐+短视频”内容生态建设。双方将围绕音乐人扶持、音乐宣发、音乐版权、音乐 IP 等方面进行更多创新探索，建设“音乐+短视频”内容生态。其中，网易云村社区提供全新的音乐创作表达形式-Mlog（全称 Musiclog，即音乐日志），以音乐短视频为主要发展方向，是网易云音乐变现+涉足短视频的新尝试。Mlog 具有丰富的表现形式，用户可以通过语音、视频、图片、文字、音乐等多种形式结合尝试全新的音乐创作体验。云村广场顶部为“热评墙”，由用户推荐产生，用户不仅是音乐内容的消费者，更是参与社区建设的人。热评墙下方的瀑布流，由各色主题组成，为乐迷提供交流探讨的开放场景。并另设有同城板块，为同城用户提供聚合讨论的平台。

图 81：音乐 app 用户社区参与度分析



资料来源：fastdata、天风证券研究所

图 82：网易云云村

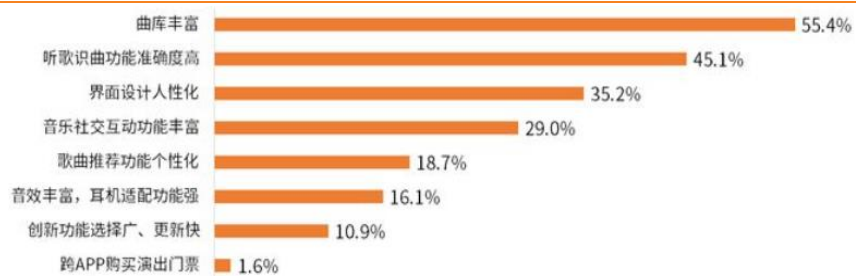


资料来源：网易云音乐 app、天风证券研究所

4.1.3. 着力扩展内容版权，多项计划支持独立音乐人发展

内容建设为核心竞争力，版权保护是制胜关键。内容丰富程度成为用户选择移动音乐软件的决定性因素。据艾媒数据，超五成受访者表示版权曲库丰富是其选择手机音乐客户端的首要因素，其次是听歌识曲功能准确度高、界面设计人性化。版权资源作为在线音乐的核心竞争力，是吸纳粉丝群体、打造多维度社交娱乐业务的基石。进一步深化版权护城河对于头部手机音乐客户端依旧是吸纳与留存用户至关重要的因素。

图 83：2019 年中国手机音乐客户端用户选择平台首要考量因素



资料来源：艾媒数据、天风证券研究所

版权方与与云音乐加大合作，旨在挖掘作品的可持续收益。自 2018 年，在国家版权局推动下，腾讯音乐与网易云音乐达成版权合作，相互授权音乐作品，达到各自独家音乐作品数量的 99% 以上，并商定进行音乐版权长期合作，同时积极向其他网络音乐平台开放音乐作品授权。20 年 9 月，网易云音乐宣布与音乐公司贝塔斯曼音乐集团（BMG）达成战略合作，双方将在音乐版权、音乐 IP 深度开发、音乐演出、在线 K 歌等音乐领域开展合作。BMG 于 2008 年成立，与索尼、华纳、百代、环球并称全球五大唱片公司，管理着全球包括艾薇儿、小红莓等在内的 300 万首歌曲的录音及词曲版权。对积累了大量优质存量版权的版权方来说，要想在音乐渠道更加多元化时代，让作品在后续商业开发中获得持续收益，更重要的就是不断出圈的分发和创新力。

表 15：网易云音乐 2020 年版权合作一览

主要版权方	合作时间	地区	合作内容
滚石唱片	2020.03	华语	音乐版权、艺人发掘培养、音乐 IP 深度开发、原创音乐、音乐演出、在线 K 歌
吉卜力工作室	2020.03	日韩	音乐版权
少城时代	2020.05	华语	音乐版权、艺人发掘培养、音乐演出、在线 K 歌
华纳版权	2020.05	欧美	音乐版权、在线 K 歌、音乐 IP 开发
IndieWorks	2020.06	华语	音乐版权、自制节目、音乐节、Livehouse 巡演、音乐直播
CUBE 娱乐	2020.06	日韩	音乐版权、艺人推广、音乐宣传、IP 多元化开发
BPMT	2020.06	日韩	音乐版权
环球音乐	2020.08	欧美	音乐版权、音乐产品、服务和宣发
BMG 集团	2020.08	欧美	音乐版权、音乐 IP 深度开发、音乐演出、在线 K 歌

资料来源：36 氪、天风证券研究所

以平台自身内容孵化能力为基础，着力推进原创音乐人培育。版权互授进一步击破各大音乐平台之间的竞争壁垒，各主流音乐平台注意到原创音乐的重要性，网易云推出原创音乐人扶持计划，打造平台独特的音乐内容和资源。主流音乐品牌能够利用自身优势实现资源整合，为原创音乐人提供一站式服务，为平台完善内容布局的同时，突破原创音乐发展掣肘，促进原创音乐行业发展。

表 16：网易云音乐人扶持计划

主要计划	推出时间	计划内容
石头计划	2016.11	首次发布《中国独立音乐人生存现状报告》，以及创新指数体现“网易云音乐音乐人指数”，宣布在未来一年，将投入 2 亿资金规模，从推广资源、专辑投资、演出机会、赞赏开通、音乐培训、音乐人周边、音乐人指数体系等七大方面对独立音乐人进行全方位支持。
短视频现金激励计划	2018.3	升级推出音乐人作品点播分成模式。该计划中的音乐人广告分成、短视频现金激励、自助数字专辑售卖、推出虚拟货币“云豆”，相对更侧重为音乐人带来更多收入。
云梯计划	2018.5	投入数千万现金扶持优质原创视频。现无论是原创音乐还是翻唱作品，或者与音乐相关性较强的舞蹈、ACG、游戏，等等，都可以入驻网易云音乐成为此次激励计划的扶持对象。

资料来源：网易云音乐官网、天风证券研究所

4.2. 网易严选：自营电商平台，供应链质优高效

网易严选是网易旗下电商平台，通过直连供应商与消费者，全程把控工艺生产环节，为消费者提供高品质、高性价比的商品与服务的电商平台。网易严选平台秉承“好的生活，没那么贵”的理念，将选品、原料采购、生产、销售、物流、售后等各个环节都把控在自己手中，为用户提供物美价廉的优质产品。网易独创的“严选模式”既满足了中国消费者日益丰富多元的消费需求，也为传统制造业的供给改革赋能，深刻影响了中国的商业格局，创造了巨大的社会价值。

图 84：网易严选界面



资料来源：网易严选官网、天风证券研究所

图 85：网易严选模式



资料来源：艾媒咨询、天风证券研究所

品牌模式大势所趋，用户品质要求提升。传统电商平台商品质量参差不齐，优质产品价格居高不下，已经无法满足新消费用户群体的需求。基于此新兴的精品电商平台主打高性价比优质商品，符合新消费人群的消费观念，在新消费的时代下，精品电商已经普遍获得一定市场认知度。国内的电商在网易严选之前出现之前的的业务模式主要有两种，分别是平台模式和自营模式，而网易严选和小米有品是第三种模式，品牌模式。

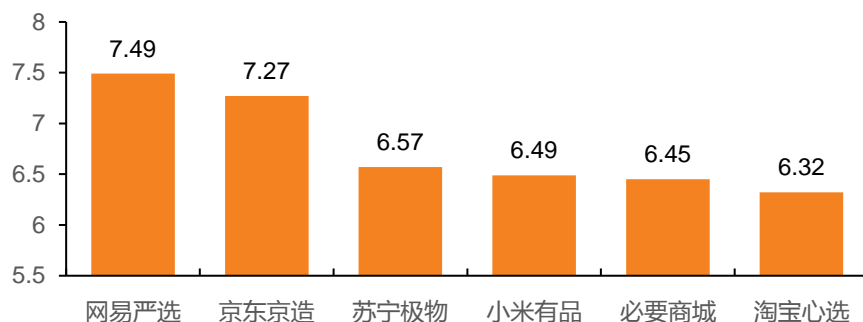
表 17：传统电商 vs 品牌电商

业务模式	平台模式	自营模式	品牌模式
内容	为买卖双方搭建交易平台，本身并不参与到商品的组织、挑选和定价	挑选和采购品牌方商品，对商品进行把关，在自有的销售渠道内进行销售，赚取买卖过程中的价格差价。	对于商品的设计、生产、营销和售卖都具有一定程度的介入，严格控制产品质量，在自有的平台或第三方平台内进行销售自有品牌商品。
典型代表	淘宝、天猫、拼多多	京东、苏宁易购	网易严选、小米有品

资料来源：企业观察报、天风证券研究所

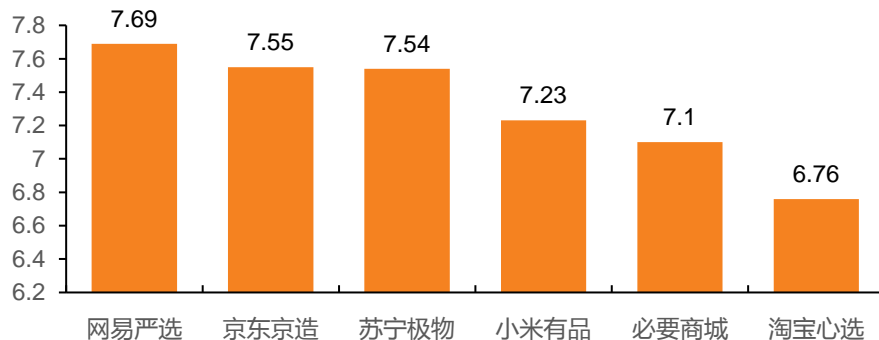
网易严选更具“品质感”，主流品质电商权益保障认可度高。据艾媒咨询，关于主流品质电商平台“品质感”印象认可度调查中，网易严选以 7.49 位列首位，京东京造以 7.27 的认可度位居次席。关于品质电商对消费者网购权益保障方面，网易严选以 7.69 的权益保障认可度排名第一，京东京造与苏宁极物则以 7.55 和 7.54 的认可度分列二三。

图 86：主流品质电商“品质感”印象调查



资料来源：艾媒咨询、天风证券研究所

图 87：主流品质电商权益保障认可度调查



资料来源：艾媒咨询、天风证券研究所

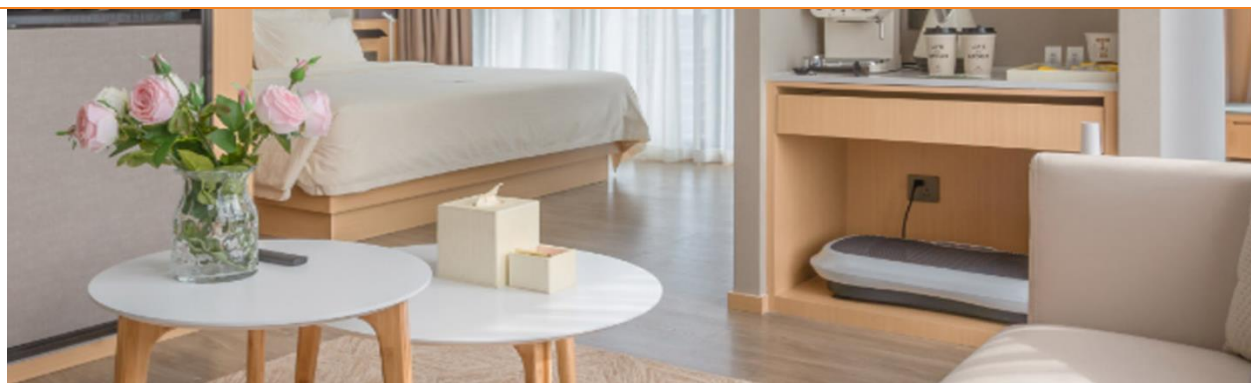
业务范围不断延展，线上线下同步建立严选生态。作为网易自营的生活类精选电商品牌，网易严选从最初的家纺家居，再到厨卫、洗护、服饰、母婴、食品等产品，已经发展出十大品类，SKU 也已经从试运营时的 30 多个增长到 10000 个。从与亚朵集团共同打造的网易严选酒店，到“严选 HOME”概念，再到与青年社区、长租公寓、家装公司、民宿等业态展开类型多样的合作，网易严选所提供的线下体验愈加丰富。

图 88：网易严选线下首店（上海）



资料来源：网易严选官网、天风证券研究所

图 89：严选 homeX 亚朵酒店合作

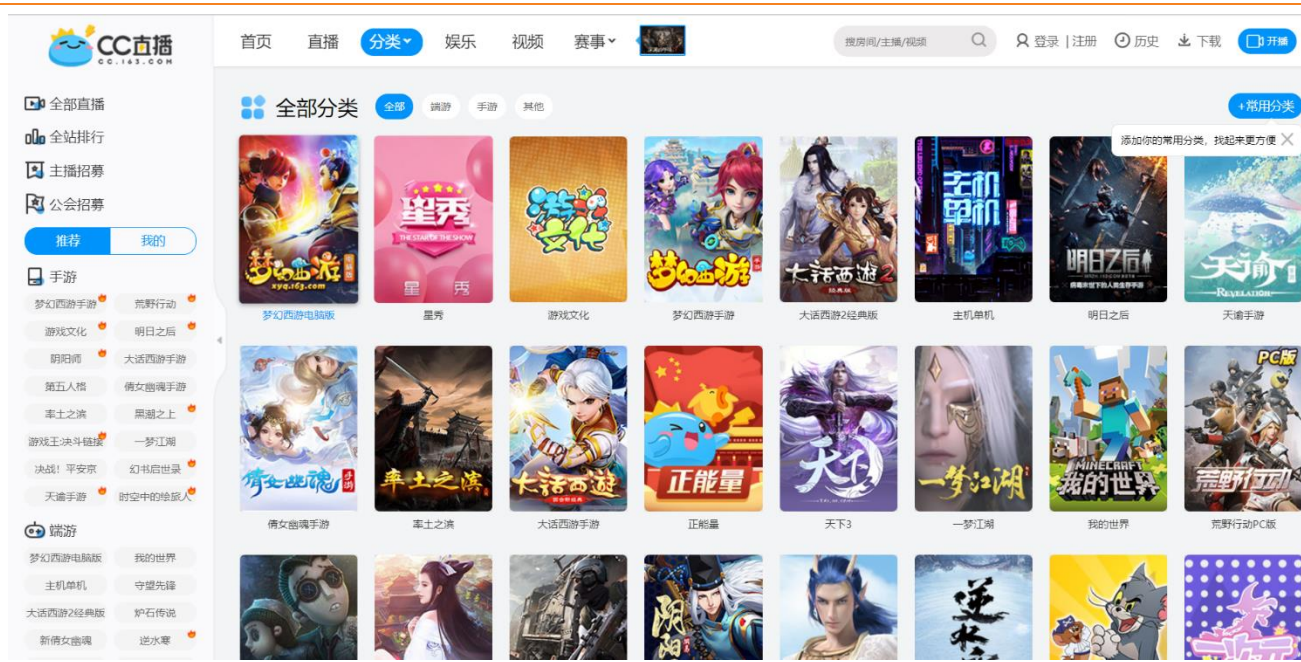


资料来源：网易严选官网、天风证券研究所

4.3. 网易 CC 直播：实现对游戏业务的协同拓展

CC 直播作为网易旗下大型游戏娱乐直播平台，内容主要包含游戏直播与娱乐直播。在深耕游戏直播内容基础上，CC 直播同时也从娱乐主播培养、综艺节目合作、影视 IP 合作到明星合作，形成了游戏+泛娱乐的直播内容矩阵。CC 直播和网易游戏旗下所有产品为联动关系，自动获取直播授权，是所有网易游戏的官方直播平台。如《梦幻西游》、《阴阳师》、《倩女幽魂》以及《炉石传说》、《守望先锋》等游戏都在 CC 直播上聚集了大量主播和用户，集聚效应明显。

图 90：CC 直播主要以网易自由游戏为主



资料来源：CC 直播官网、天风证券研究所

除了直播游戏产品之外，CC 直播还为国际顶尖游戏嘉年华提供直播服务，作为暴雪嘉年华官方指定直播平台，CC 直播连续多年为数百万的玩家提供直播服务。在电竞赛事方面，据了解 CC 直播还与 ESL、OGN 等国际顶级赛事机构洽谈合作。通过举办“《守望先锋》时空杯系列赛事”，每赛季能吸引近百万玩家观看。在《炉石传说》上也有布局，CC 直播开发的《炉石盒子》，目前已经成为《炉石传说》用户量第一的资讯及交流平台。

图 91: cc 直播承接暴雪嘉年华



资料来源: cc 直播官网、天风证券研究所

从游戏的角度来看,直播平台所起到的沉淀用户的作用,让产品之间产生交集,游戏直播平台将成为游戏厂商一个强大的流量入口,实现 1+1>2 的效果。网易在立足于精品游戏的同时,也加强在直播领域的突破,因此 CC 直播的布局具有极高的战略意义。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

5.1.1. 核心假设

➢ 收入假设

在线游戏业务: 2020 年网易在线游戏业务收入为 546 亿元,同比增长 18%,21 年产品拓张放量,手游国内外 IP 大作进入新的上线周期,22 年头部游戏全球上线将产生持续增量贡献,21Q1《天谕》、《游戏王》上线产生增量,《哈利波特》付费测试结束有望 21H1 全球上线,《暗黑守护者》、《宝可梦大冒险》已获版号,《指环王》与华纳宣布合作后已于 20 年 7 月海外开启测试。我们预计 2021-2022 年在线游戏业务收入分别为 672 亿/822 亿,同比增长 23%/22%。

有道业务: 2020 年有道业务收入为 32 亿元,同比增长 143%。基于网易有道在产品研发和推广的持续投入,我们预计有道 2021-2022 年收入分别为 59/87 亿,同比增长 87%/47%。

创新业务及其他: 2020 年创新业务及其他收入为 159 亿,网易云音乐以及 CC 直播业务均表现良好。网易云音乐版权内容的加大投入和社区建设完善将直接带动付费率提升,用户粘性提高,丰富的变现模式及短视频方式的开通有望托高 ARPU 值。我们预计 2021-2022 年创新业务收入分别为 191/227 亿,同比增长 20%/18%。

➢ 毛利率假设

公司整体毛利率保持稳定,2020 年整体毛利率为 53%。

在线游戏业务: 2020 年毛利率为 63.7%,我们预计游戏业务毛利率 21-22 年分别为 64%/64%。

有道业务: 2020 年毛利率为 45.9%,相较 2019 年毛利率 28.4%大幅增长,主要系销售费用大额投入驱动营收大幅增长。我们预计 2021-2022 年毛利率分别为 45%/47%。

创新业务及其他：2020 年毛利率为 17.42%，相较 19 年 15.12% 增长，主要系剥离考拉业务。预计 2021-2022 年毛利率为 17.5%/17.5%。

表 18：毛利率假设

	2018	2019	2020	2021E	2022E
网易	53.44%	53.27%	52.95%	53.93%	53.90%
网游	63.63%	63.43%	63.70%	64.00%	64.00%
有道	29.59%	28.40%	45.90%	45.15%	46.72%
创新业务	15.20%	15.10%	17.42%	17.50%	17.50%

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：20 年销售费用比例 75% 左右用于游戏推广，季度受新游上线周期影响或有一定波动，与流水正相关。

有道业务：目前在线教育处于高速发展阶段，有道为拉新在 18-20 年不断提高销售费用，20 年有道业务销售费用占整体销售费用比为 25%，我们认为销售费用对于当期营收具有快速促进的作用，并且在长期对收入有持续积极影响，而有道业务费用将会持续投入。

税率：2020 年税率约为 20%，我们假设 2021-2022 年网易对应税率为 20%。

结合以上假设，我们认为网易 21-22 年营业收入为 922/1135 亿元，同比增长 25.2%/23.11%；持续经营净利润为 159/189 亿元，同比增长 29%/19%。

表 19：网易盈利预测表

单位：亿	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	511.79	592.41	736.66	922.21	1135.32
YOY		15.75%	24.35%	25.19%	23.11%
网游收入	401.90	464.22	546.08	671.75	821.87
YOY		15.51%	17.63%	23.01%	22.35%
有道收入	7.32	13.05	31.68	59.18	86.90
YOY		78.36%	142.74%	86.83%	46.85%
创新业务收入	102.57	115.14	158.91	191.29	226.55
YOY		12.26%	38.01%	20.38%	18.43%
营业成本	238.30	276.86	346.83	432.10	529.07
毛利润	273.48	315.55	389.83	490.11	606.25
YOY		15.38%	23.54%	25.72%	23.70%
销售费用	69.12	62.21	107.04	140.26	175.53
销售费用率	13.51%	10.50%	14.53%	15.21%	15.46%
管理费用	30.79	31.30	33.72	42.54	51.23
管理费用率	6.02%	5.28%	4.58%	4.61%	4.51%
研发费用	73.78	84.13	103.69	123.94	159.32
研发费用率	14.42%	14.20%	14.08%	13.44%	14.03%
三费	173.69	177.65	244.45	306.75	386.08
三费率	33.94%	29.99%	33.18%	33.26%	34.01%
经营利润	99.80	137.90	145.38	183.36	220.17
其他收入	10.97	25.93	8.34	15.08	16.45

税前收入	110.77	163.83	153.72	198.44	236.62
税率	22%	18%	20%	20%	20%
持续经营净利润	86.16	134.69	123.30	158.76	189.29
YOY		56%	-8%	29%	19%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

5.1.2. SOTP 估值

考虑到网易游戏业务具备极强的长线运营能力和创新能力，存量游戏业绩贡献稳定，同时出海和 MMORPG 赛道持续贡献增量业绩；创新业务网易严选电商供应链高效优质；云音乐市场环境向好且变现加速；在线教育 K12 板块渗透率仍有提升空间。我们看好网易公司的长期投资价值，并采用 SOTP 估值法对网易进行估值。

➤ 游戏业务

参考可比游戏公司，按 25-27x 的 PE 估值，游戏业务的估值区间为 4688 亿-5041 亿。

表 20：游戏业务估值

单位：亿(RMB)	2021E	
游戏业务收入	671.75	
净利率假设	26.79%	
游戏业务净利润	179.98	
	估值下限	估值上限
PE	25	27
游戏业务市值	4499.39	4859.344479

资料来源：公司公告、天风证券研究所

➤ 有道业务

参考好未来及新东方，按 4.2x-4.4x 的 PS 估值，有道业务归属网易（持股比例 58.7%）的估值区间为 146 亿-153 亿。

表 21：有道业务估值

单位：亿(RMB)	2021E	
有道收入	59.18	
网易持股比例	58.7%	
	估值下限	估值上限
	4.2	4.4
有道业务市值	248.55	260.38
归属网易的市值	145.90	152.85

资料来源：公司公告、天风证券研究所

➤ 创新业务及其他

网易云音乐（网易持股比例为 62.5%）可比公司估值中枢约为 6x，电商业务可比公司估值中枢约为 1.2x。结合持股比例及参考可比公司估值中枢，按 2.4x-2.6x 的 PS 估值，创新业务及其他的估值区间为 459-497 亿。

表 22: 创新业务及其他估值

单位: 亿(RMB)	2021E	
	估值下限	估值上限
创新业务收入	191.29	
PS	2.4	2.6
创新业务市值	459.09	497.35

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

基于 SOTP 估值法, 我们认为网易的合理估值范围为 HKD7325–7811 亿 (截至 2020 年 12 月 31 日, 现金及现金等价物、定期存款和短期投资合计为 RMB1001 亿), 较 21 年 2 月 26 日收盘后市值 HKD5735 亿, 存在 28%–36% 的上涨空间, 中位数对应目标价 HKD219.05, 上涨空间为 32%。

表 23: 网易 SOTP 估值表

单位: 亿(RMB)	2021E	
	估值下限	估值上限
网易市值(HKD)	7325	7811
股价(HKD)	212.01	226.08
网易市值(RMB)	6104	6510
股价(RMB)	176.68	188.40
对应上涨空间	28%	36%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所; 注: 对应 2021 年 2 月 26 日收盘价, 汇率假设为人民币: 港币=1:1.2

表 24: 可比公司估值表

公司	市值 (亿人民币)	PE			Ev/Sales			PS		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
游戏业务										
腾讯	54991.9	44.2	35.6	29.4	11.7	9.4	7.9	11.4	9.2	7.7
Bilibili	2901.3	-	-	-	24.6	16.6	12.1	24.6	16.6	12.1
心动公司	280.1	68.4	49.1	37.1	8.3	6.7	5.4	8.9	7.1	5.8
祖龙娱乐	120.5	25.6	11.6	9.5	8.6	4.4	3.0	7.7	3.9	2.7
IGG	119.4	9.4	10.7	10.0	2.2	2.0	2.0	2.7	2.5	2.4
在线教育业务										
好未来	3244.6	565.3	92.7	48.4	10.8	7.5	5.5	11.6	8.1	5.8
新东方	190.3	-	-	-	11.0	6.4	4.1	12.7	7.4	4.7
音乐业务										
Spotify	4132.7	-	-	323.6	5.5	4.6	3.9	5.6	4.7	4.0
TME	2782.0	57.9	47.6	37.9	9.4	7.7	6.4	9.5	7.8	6.5
电商业务										
阿里巴巴	44201.4	24.4	21.1	17.0	5.6	4.3	3.7	6.3	4.8	4.1
京东	10056.2	60.6	44.4	31.8	1.3	1.0	0.9	1.4	1.1	0.9
唯品会	1593.7	27.8	22.7	19.5	1.5	1.3	1.1	1.6	1.3	1.2

资料来源: Bloomberg、天风证券研究所; 注: 时间截至 2021 年 2 月 24 日收盘

5.2. 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：

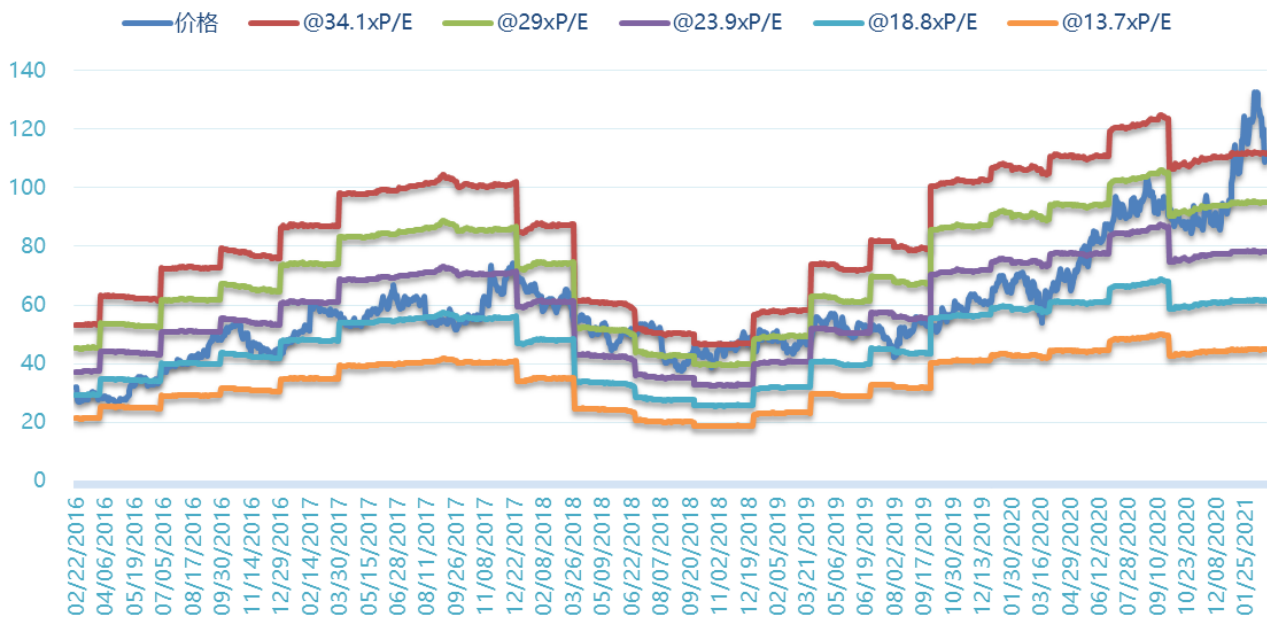
游戏方面，老游戏稳定贡献收入，版号正常化后 21 年多款游戏陆续上线，其中不乏《哈利波特》、《暗黑破坏神》等 IP，同时大 IP 产品周期有利于加速游戏海外发展，拓展市场空间。业内顶尖研发水平及长线运营能力保证公司主营业务收入增长可持续性。

有道教育业务涉足 K12 黄金赛道，随渗透率逐渐提升及前期运营搭建逐渐完善，利润有望在 21 年逐渐释放。

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，未来随产品优化，用户数及付费率或将进一步提升。

综上，我们认为网易 21-22 年营业收入为 922/1135 亿元，同比增长 25.2%/23.11%；持续经营净利润为 159/189 亿元，同比增长 29%/19%。基于 SOTP 估值法，我们认为网易的合理估值范围为 HKD7325-7811 亿（截至 2020 年 12 月 31 日，现金及现金等价物、定期存款和短期投资合计为 RMB1001 亿），较 21 年 2 月 26 日收盘后市值 HKD5735 亿，存在 28%-36% 的上涨空间，中位数对应目标价 HKD219.05，上涨空间为 32%。网易 S 首次覆盖给予“买入”评级。

图 92：网易（NTES.O）PE Band (LTM)



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所；截至 2021 年 3 月 2 日

6. 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。

➤ 版号发放不及预期的风险

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的风险

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。

➤ 市场估值波动的风险

报告估值使用多个市场可比公司的估值，或有由于资本市场波动导致的估值溢价或者折价风险。

➤ 创新业务表现不及预期

公司旗下产品网易云音乐可能在用户拓展及付费转化率提升上不及预期，网易严选GMV增速不及预期，对公司业绩造成影响。

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com