

强于大市

游戏行业事件点评

网易：主营业务毛利率提升，净利润同比大增

我们认为，目前游戏行业整体保持较高景气度，同时小程序游戏、交互游戏等产业创新持续涌现，预期未来将持续受益于 AI、XR 等新技术发展。网易 23Q3 营业收入 272.7 亿元，同比+11.64%，环比+13.57%；GAAP 净利润 78.4 亿元，同比+16.98%，环比-4.92%；non-GAAP 净利润 86.5 亿元，同比+15.74%，环比-4.13%。网易多款自研游戏表现亮眼，有望逐步确认业绩增量，各主要业务毛利率均有提升，保持稳健增长态势。建议持续关注。

支撑评级的要点

- **游戏收入持续增长，自研游戏表现亮眼。**23Q3 游戏及相关增值服务 217.8 亿元，同比+16.48%；在线游戏占比 93.7%，手游占比 77.6%，手游收入约 158 亿元，同比+32.9%。新上线游戏《逆水寒》手游以及《巅峰极速》等驱动收入强劲增长。由于 23Q3 来自于自主研发游戏的收入贡献增加，导致游戏及相关增值服务毛利率 69.0%，同比+4.0ppts。6 月以来，公司自研产品密集上线，根据七麦数据，重磅游戏《逆水寒》手游于 6 月 30 日公测，上线以来基本保持畅销榜前五，并多次登顶畅销榜；《巅峰极速》于 6 月 20 日公测，最高来到畅销榜第三；《全明星街球派对》于 8 月 23 日上线，上线次日即进入畅销榜前十，最高登顶畅销榜。公司自研热门产品频出，预计将随递延收入确认逐步体现在业绩中。
- **有道各大业务毛利率同比提升，效果广告收入同比翻番。**23Q3 有道收入 15.4 亿元，同比+9.72%，创上市以来新高，毛利率 55.90%，同比+1.7ppts，有道的学习服务与在线营销服务收入贡献增加。23Q3 学习服务收入 9.5 亿元，同比+7.01%，毛利率 67.8%，同比+3.3ppts，主要得益于数字内容服务销售表现出色，收入与毛利均同比增长。23Q3 智能硬件收入 2.5 亿元，同比-29.34%，主要由公司不断优化低回报市场营销渠道导致，23Q3 毛利率 42.6%，同比+2.2 ppts，主要得益于高毛利的新款词典笔的推出；23Q3 线上广告收入 3.4 亿元，同比+113.48%，毛利率 31.9%，同比+4.8ppts 主要因为效果广告收入贡献提升。
- **云音乐毛利率提升，创新及其他业务保持稳健。**23Q3 云音乐收入 19.7 亿元，同比-16.30%，毛利率 27.20%，同比+13.0 ppts，主要得益于会员订阅收入的增加和成本管控的持续改善；23Q3 创新及其他业务收入 19.8 亿元，同比+0.55%，毛利率 27.3%，同比+1.8 ppts，主要得益于严选电商的净收入与毛利率提升。
- **主营业务毛利率全线提升，汇兑及投资收益下滑幅度较大。**23Q3 网易整体毛利率 62.22%，同比+5.95 ppts，环比+2.35 ppts，其各大主营业务毛利率同比均有一定提升；23Q3 公司销售/管理/研发费用率分别为 13.08%/5.48%/15.94%，同比-2.35/+0.30/-0.31 ppts，基本保持稳定。此外，23Q3 网易汇兑收益、投资收益同比均有较大幅度下滑，整体其他收入为 15 亿，同比-55.5%。

投资建议

- 我们认为，目前游戏行业整体保持较高景气度，同时小程序游戏、交互游戏等产业创新持续涌现，预期未来将持续受益于 AI、XR 等新技术发展。网易游戏持续证明其顶尖的研发与运营能力，新游《逆水寒》表现强劲，长青游戏《梦幻西游》系列运营稳定，热门游戏《蛋仔派对》、《永劫无间》端游等保持较高热度，后续《燕云十六声》《射雕》《代号：无限大》等多款自研储备有望继续贡献业绩增长。有道各大业务以及云音乐毛利率提升，创新业务稳健。建议持续关注。

评级面临的主要风险

- 游戏监管超预期；宏观经济下滑；新游表现不及预期。

相关研究报告

《友谊时光》20231117

《爱奇艺》20231020

《游戏行业事件点评》20230825

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

证券分析师：卢翌

(8621)20328754

yi.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522010001

根据七麦数据，网易经典游戏《梦幻西游》《大话西游》等畅销榜排名基本稳定，长线运营情况良好；休闲竞技手游《蛋仔派对》基本保持国内 iOS 畅销榜前 20。公司于 6 月起上线游戏较多，其中重磅游戏《逆水寒》手游于 6 月 30 日公测，上线以来基本保持畅销榜前五，并多次登顶畅销榜；《巅峰极速》于 6 月 20 日公测，最高来到畅销榜第三；《全明星街球派对》于 8 月 23 日上线，上线次日即进入畅销榜前十，最高登顶畅销榜。产品储备中，多款游戏已进入测试阶段，研发状况稳定。

图表 1. 公司部分游戏产品 pipeline

游戏名称	游戏类型	自研/代理	版号	产品状态	发行区域
代号：无限大	都市开放世界 RPG	自研	无	8.24 公布 PV	
射雕	RPG	自研	有	24Q2 前上线	国内
九畿：歧风之旅	RPG	自研（合作）	有	即将上线	国内
零号任务	RPG	自研	有	24Q2 前上线	国内/海外
龙之灵域	MMORPG	自研	有	全平台预约开启	国内
燕云十六声	武侠 RPG	自研	有	24Q2 前上线	国内
七日世界	求生动作	自研	有	5.22 获得版号	国内
代号 56	冒险射击	自研	无	7.27 删档内测	国内
永劫无间手游	多人动作 竞技	自研	无	5.20 发布游戏实机视频	海外
突袭：暗影传说	RPG	代理	有	5 月 20 日官网预约开启	国内
幻想生活	休闲 RPG	代理	有	--	国内

资料来源：网易业绩报告，国家新闻出版署，中银证券整理

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371