

网易-S (09999.HK)

多款重磅游戏即将上线，关注新游戏进展

优于大市

核心观点

24Q1 收入同比增长 7%，经调利润率同比提升 1pct。 24Q1，公司实现营收 269 亿元，同比增长 7%。收入增长主要由手游业务和有道驱动，部分被 PC 端游的收入下滑所抵消。24Q1，公司综合毛利率 63%，同比提升 4pct。其中，游戏及增值服务毛利率 69.5%，同比提升 3pct，主要由于手游净收入的增加。24Q1，公司总经营费率为 35%，同比提升 4pct。其中销售费率 15.0%，同比上升 3pct。公司业绩会表示，公司客户获取成本现在正在下降，未来不会看到销售和营销费用的大幅增加。24Q1 公司 Non-GAAP 归母净利润 85 亿元，同比增长 12%；Non-GAAP 归母净利率 32%，同比提升 1pct。

手游收入增长 19%，更新暴雪的合作协议。 24Q1，在线游戏业务收入为 204.3 亿元，同比增长 10%。其中，手游收入 161 亿元，同比增长 19%，主要因《蛋仔派对》、《第五人格》和《率土之滨》等表现良好。PC 端游收入 44 亿元，同比减少 15%。主要受到代理暴雪游戏停运的影响。公司更新了与暴雪娱乐的发行协议，将暴雪游戏重新带回中国市场，也将和微软游戏展开更广泛的合作。**预计《梦幻西游》调整今年上半年完成。** 公司在业绩会表示，将在今年上半年完成对梦幻西游端游的玩法内容调整，调整目的为确保游戏长期性以及玩家体验。**公司具有丰富的储备产品。** 三季度公司将发布开放世界动作冒险角色扮演游戏《燕云十六声》，并将在更多地区发布《逆水寒》手游。其他受关注的各类型新品还包含《永劫无间》手游、《七日世界》和《漫威争锋》等。除此以外，公司表示《射雕》更新版本的推出时间预期是在暑假。

有道：收入同比增长 20%，广告收入翻倍。 2024Q1，有道净收入为 14 亿元，同比增长 20%。有道在战略上聚焦于数字内容服务、在线营销服务和 AI 驱动的会员订阅服务，实现了两个季度盈利。24Q1 有道广告服务收入 4.9 亿元，同比增长 126%，创下历史新高，有道加大 AI 技术在广告投放上的应用。

云音乐：盈利水平持续提升。 24Q1，云音乐净收入为 20 亿元，同比增加 4%。24Q1，云音乐毛利率为 37.97%，同比提升 15.5pct，得益于成本管控的持续改善。版权费用的一次性调整增加了 2024Q1 约五个百分点的毛利率。

风险提示： 政策风险；新产品上线推迟的风险；游戏市场竞争激烈的风险。

投资建议： 后续储备产品仍然丰富，《永劫无间》手游、《燕云十六声》预计在年下半年上线。维持公司 2024-2026 年调整后归母净利润分别为 360/386/412 亿元，维持目标价至 201-233 港币。建议继续观察网易游戏调整情况以及新游表现，继续维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	103,824	117,495	127,118	136,259	144,694
(+/-%)	7.6%	13.2%	8.2%	7.2%	6.2%
non-GAAP 归母净利润(百万元)	32,608	36,026	38,655	41,250	43,440
(+/-%)	43.0%	10.5%	7.3%	6.7%	5.3%
non-GAAP 每股收益(元)	9.89	11.18	11.99	12.80	13.48
EBIT Margin	26.7%	27.4%	28.5%	28.5%	28.5%
净资产收益率 (ROE)	23.7%	22.0%	20.3%	18.8%	17.4%
市盈率 (PE)	15.1	13.4	12.5	11.7	11.1
EV/EBITDA	18.0	16.1	14.6	13.9	13.3
市净率 (PB)	3.97	3.28	2.82	2.45	2.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

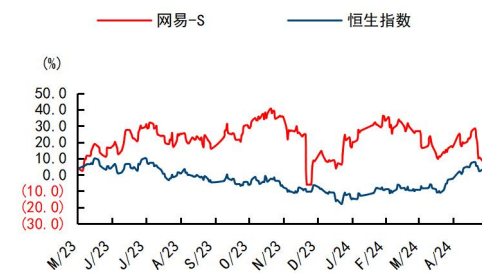
互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn
S0980521120004
证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980524030003

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 201.00 - 233.00 港元
收盘价 140.00 港元
总市值/流通市值 449510/449510 百万港元
52 周最高价/最低价 183.06/114.95 港元
近 3 个月日均成交额 1034.72 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

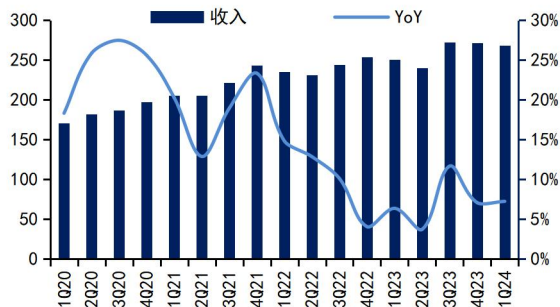
相关研究报告

《网易-S (09999.HK) -24 年游戏储备丰富，关注新游戏上线进展》——2024-03-08
《网易-S (09999.HK) -新产品带动手游显著提速，后续产品周期依然强势》——2023-11-17
《网易-S (09999.HK) -2023Q3 业绩前瞻：进入强势产品周期，预计游戏业务显著提速》——2023-10-23
《网易-S (09999.HK) -收入短暂降速，新产品表现亮眼，后续季度业绩提速确定性高》——2023-08-27
《网易-S (09999.HK) -2023Q2 业绩前瞻：两款新产品表现亮眼，有望带动三季度提速》——2023-07-12

总览：收入同比增长 7%，利润率持续提升

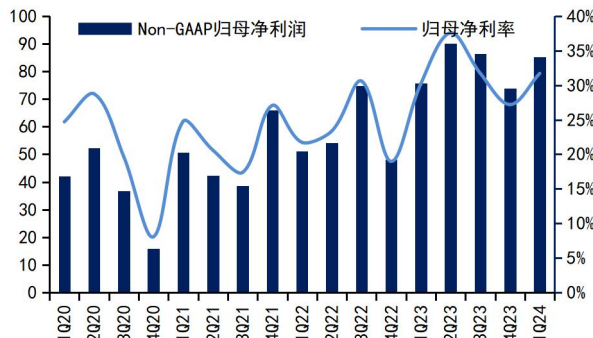
24Q1 收入同比增长 7%，经调利润率同比提升 1pct。 24Q1，公司实现营收 269 亿元，同比增长 7%。收入增长主要由手游业务和有道驱动，部分被 PC 端游的收入下滑所抵消。Non-GAAP 归母净利润 85 亿元，同比增长 12%；Non-GAAP 归母净利率 32%，同比提升 1pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司经调整归母净利润及利润率（单位：亿元、%）

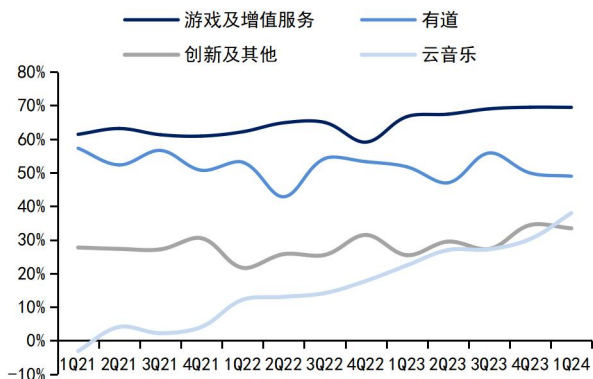


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

云音乐毛利率同比提升明显。 24Q1，公司综合毛利率 63%，同比提升 4pct。其中，游戏及增值服务毛利率 69.5%，同比提升 3pct，主要由于手游净收入的增加。有道毛利率 49%，同比下降 3pct，主要因于学习服务收入和智能硬件收入贡献的下降。创新业务毛利率 33.4%，同比提升 8pct，得益于网易严选毛利增长。云音乐毛利率 38%，同比提升 16pct，提升主要得益于音乐订阅收入增加以及版权费用一次性调整。

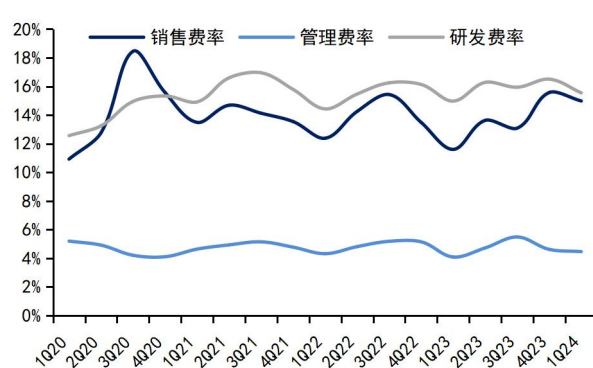
24Q1，公司总经营费率为 35%，同比提升 4pct。 经营费用同比增长，主要因市场推广开支和人员成本增加。其中销售费率 15.0%，同比上升 3pct。公司业绩会表示，公司客户获取成本现在正在下降，未来不会看到销售和营销费用的大幅增加。

图3：网易各项毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：网易三项经营费率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

游戏：手游收入增长 19%，公司进行部分游戏调整

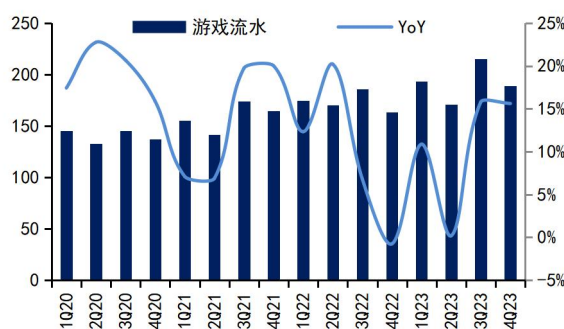
2024Q1，在线游戏业务收入为 204.3 亿元，同比增长 10%。其中，手游收入 161 亿元，同比增长 19%，主要因《蛋仔派对》、《第五人格》和《率土之滨》等表现良好。PC 端游收入 44 亿元，同比减少 15%。主要受到代理暴雪游戏停运的影响。公司更新了与暴雪娱乐的发行协议，将暴雪游戏重新带回中国市场，也将和微软游戏展开更广泛的合作。

图5：公司在线游戏收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司游戏流水及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

预计《梦幻西游》调整今年上半年完成。公司在业绩会表示，将在今年上半年完成对梦幻西游端游的玩法内容调整，公司调整目的为确保游戏是长期的，玩家喜欢留在游戏中。

公司具有丰富的储备产品。三季度公司将发布开放世界动作冒险角色扮演游戏《燕云十六声》，并将在更多地区发布《逆水寒》手游。其他受关注的各类型新品还包含《永劫无间》手游、《七日世界》和《漫威争锋》等。除此以外，公司表示《射雕》的第一阶段结果并没有达到预期，凭借公司在 MMORPG 类型的经验和专业知识，更新版本的推出时间预期是在暑假。

有道：收入同比增长 20%，广告收入翻倍

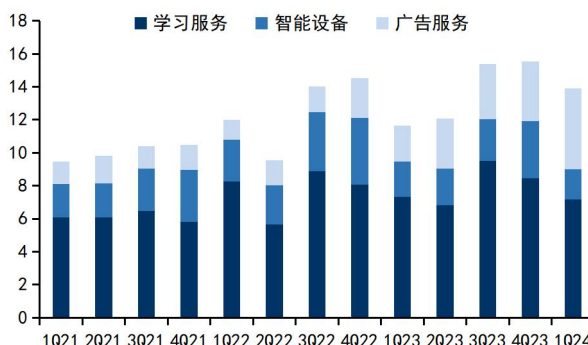
2024Q1，有道净收入为 14 亿元，同比增长 20%。有道在战略上聚焦于数字内容服务、在线营销服务和 AI 驱动的会员订阅服务，实现了两个季度盈利。根据有道财报，学习服务收入为 7.2 亿元，同比减少 2%，其中数字内容服务净收入达到 5.00 亿元，同比+11%，并且已经实现盈利；智能设备收入为 1.8 亿元，同比减少 15%。广告服务收入 4.9 亿元，同比增长 126%，创下历史新高，有道加大 AI 技术在广告投放上的应用。

图7: 有道收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 有道收入构成 (亿元)

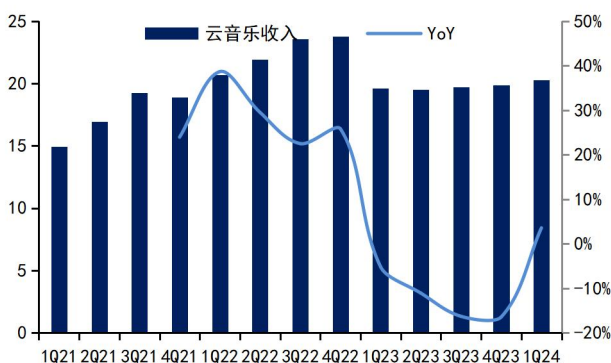


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

云音乐：盈利水平持续提升

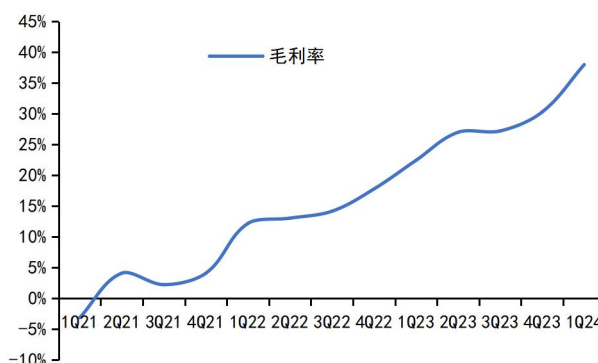
2024Q1，云音乐净收入为 20 亿元，同比增加 4%。24Q1，云音乐毛利率为 37.97%，同比提升 15.5pct，得益于成本管控的持续改善。版权费用的一次性调整增加了2024Q1 约五个百分点的毛利率。

图9: 云音乐收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 云音乐毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：建议继续观察游戏调整情况以及新游表现，维持“优于大市”评级

后续储备产品仍然丰富，《永劫无间》手游、《燕云十六声》预计在今年下半年上线。维持公司 2024-2026 年调整后归母净利润分别为 360/386/412 亿元，维持目标价至 201-233 港币。建议继续观察网易游戏调整情况以及新游表现，继续维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险；新产品上线推迟的风险；游戏市场竞争激烈的风险；游戏出海表现不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	21429	26627	30832	34712	营业收入	103824	117495	127118	136259
应收款项	12499	14193	15356	16460	营业成本	40761	46313	48957	52477
存货净额	695	796	839	897	销售费用	13969	15509	16525	17714
其他流动资产	2777	3143	3400	3645	研发费用	16485	18212	19703	21120
流动资产合计	142693	150051	160984	171799	管理费用	4900	5287	5720	6132
固定资产	8075	11524	14890	18194	营业利润	27709	32174	36212	38816
无形资产及其他	5125	23916	37572	51288	财务费用	(3987)	(4376)	(4593)	(4319)
投资性房地产	30032	30032	30032	30032	投资收益	1307	500	400	736
长期股权投资	0	0	0	0	其他损益净额	1054	1100	1077	1077
资产总计	185925	215524	243479	271312	利润总额	34057	38150	42282	44948
短期借款及交易性金融负债	19240	20823	21313	20459	所得税费用	4700	6104	7611	8091
应付款项	3453	3955	4165	4452	少数股东损益	(59)	(220)	(170)	(181)
其他流动负债	31150	35061	37289	39907	归属于母公司净利润	29417	32266	34841	37038
流动负债合计	53842	59839	62767	64817	经调整归母净利润	32608	36026	38655	41250
长期借款及应付债券	428	428	428	428	现金流量表(百万元)				
其他长期负债	3570	4761	5533	5533	净利润	29417	32266	34841	37038
长期负债合计	3998	5189	5961	5961	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	57841	65027	68728	70778	折旧摊销	2858	1771	1431	953
少数股东权益	3798	3624	3490	3347	公允价值变动损失	(1054)	(1100)	(1077)	(1077)
股东权益	124286	146872	171261	197187	财务费用	(3987)	(4376)	(4593)	(4319)
负债和股东权益总计	185925	215524	243479	271312	营运资本变动	(26123)	3443	1748	1498
关键财务与估值指标					其它	19829	(174)	(134)	(143)
经调整 EPS	9.89	11.18	11.99	12.80	经营活动现金流	24927	36205	36809	38269
每股红利	1.87	3.00	3.24	3.45	资本开支	1537	(745)	557	(347)
每股净资产	37.71	45.56	53.13	61.17	其它投资现金流	(12678)	0	(5265)	(5528)
ROIC	21%	19%	18%	17%	投资活动现金流	(7078)	(745)	(4708)	(5875)
ROE	24%	22%	20%	19%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	61%	61%	61%	61%	负债净变化	(3227)	0	0	0
EBIT Margin	27%	27%	28%	28%	支付股利、利息	(6150)	(9680)	(10452)	(11111)
EBITDA Margin	29%	29%	30%	29%	其它融资现金流	6168	1583	490	(854)
收入增长	8%	13%	8%	7%	融资活动现金流	(12586)	(8097)	(9962)	(11966)
净利润增长率	45%	10%	8%	6%	现金净变动	(3460)	27363	22139	20428
资产负债率	33%	32%	30%	27%	货币资金的期初余额	24889	21429	26627	30832
息率	1.1%	1.8%	2.0%	2.1%	货币资金的期末余额	21429	48792	48766	51260
P/E	15.1	13.4	12.5	11.7	企业自由现金流	2158	31494	33430	33933
P/B	4.0	3.3	2.8	2.4	权益自由现金流	8650	36711	37645	36629
EV/EBITDA	18.0	16.1	14.6	13.9					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

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

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032