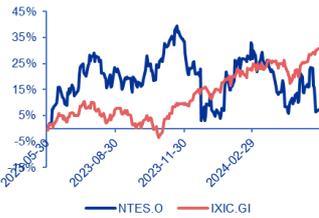


互联网 | 公司研究
2024年5月30日买入
维持评级

市场数据：2024年5月29日

收盘价(美元)	89.56
纳斯达克指数	16920.58
52周最高/最低价(美元)	118.89/81.30
美股市值(百万美元)	57,512
流通股本(百万股)	642
汇率(美元/人民币)	7.25

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤
A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉
A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com

联系人

袁伟嘉
(+86) 0755 2383 2993
yuanwj@swsresearch.com

1Q24 利润略超预期，盈利能力持续向好， 游戏仍然强势

网易 (NTES:US)

网易 1Q24 实现收入 268.5 亿 (同比+7%)，基本符合一致预期；调整后净利润 85.1 亿 (同比+12%)，略超一致预期 2.2%。综合毛利率 63.4%，超一致预期 1.6pct。游戏增长仍然强劲，游戏、云音乐及创新业务毛利率好于预期。

游戏增长好于大盘，递延保持较强水平。 Q1 在线游戏收入 204 亿 (不含增值业务)，同比+10%，毛利率 69.5%保持高位。其中，手游收入 161 亿，同比增长 19%，创历史新高，且强于国内手游大盘增速 (Q1 同比+9%)。考虑到近 2 个季度新品较少，老产品表现出较强的稳定性 (如《第五人格》、《率土之滨》等)。端游同比下滑 15%，主要由于去年同期仍有部分代理暴雪产品收入，以及《梦幻西游》、《大话西游》等端游收入下滑，公司已经在积极调整应对。我们根据递延收入测算 Q1 流水口径同比增长 15%，为后续持续增长构筑基础。后续新游方面，短期可关注定档 6 月 6 日的 FPS 游戏《萤火突击》，今年核心产品关注暑期上线的《永劫无间手游》《燕云十六声》《七日世界》等。

云音乐毛利率超预期。 云音乐 Q1 收入同比增长 4% (好于一致预期)，在线音乐增长被直播业务的战略收缩抵消。Q1 毛利率升至 38%，同比+15.6pct，环比+8pct，盈利能力持续大幅改善。今年云音乐主 APP 大幅改版，通过做减法重新聚焦“发现好音乐”。我们认为音乐从用户增长、付费墙以及毛利率上仍有较大的商业化潜力。**有道和创新业务符合预期。** 有道收入 Q1 同比增长 20%，创新业务收入同比增长 6%。

分红+回购对应的股东回报率近 4%。 Q1 现金分红 0.495USD/ADR，分红总额达 22.6 亿 RMB，分红比例近 26.6%。从 23 年数据看，23 年分红+回购合计约 23 亿美金，对应股东回报率近 4%。截至 1Q 公司净现金为 1134 亿 RMB。

维持买入评级。 由于前次盈利预测间隔较长 (23 年 3 月)，考虑到游戏管线最新进展、公司 23 年以来盈利能力显著提升，调整 24-25 年营收为 1122/1225 亿 (原预测为 1156/1262 亿)，新增 26 年收入预测为 1286 亿；调整 24-25 年 Non-GAAP 归母净利润预测为 341/379 亿元 (原预测为 258/286 亿元)，新增 26 年净利润预测为 409 亿。考虑到公司品类拓展验证、盈利能力提升，以及较好的股东回报，我们将目标价从 107 美元上调至 120 美元，基于 33% 的上升空间，维持买入评级。

风险提示：游戏监管政策边际变化，游戏的生命周期短于预期，全球游戏竞争格局变化。

财务数据及盈利预测

人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	96,496	103,468	112,205	122,526	128,614
同比增长率 (%)	10.1	7.2	8.4	9.2	5.0
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	22,808	32,659	34,126	37,851	40,886
同比增长率 (%)	15.4	43.2	4.5	10.9	8.0
Non-GAAP 每股收益 (元)	35.21	50.83	53.12	58.91	63.64
净资产收益率 (%)	18.95	23.62	19.89	17.96	16.38
市盈率 (倍)	18.6	13.0	12.4	11.2	10.4
市净率 (倍)	4.1	3.4	2.7	2.3	1.9

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的 Non-GAAP 净利润除以总股本

表 1：网易分业务收入预测

单位：百万元人民币	2023A	1Q24A	2Q24E	2024E	2025E	2026E
营业收入						
网络游戏及增值服务	81,565	21,460	20,009	88,883	97,133	100,960
移动游戏	56,960	16,058	14,756	64,457	69,500	71,839
PC 游戏	18,828	4,372	4,083	20,298	23,712	25,200
相关增值服务	5,778	1,030	1,170	4,127	3,921	3,921
有道	5,389	1,392	1,353	6,057	6,844	7,713
云音乐	7,867	2,030	2,050	8,143	8,983	9,889
创新业务及其他	8,647	1,970	2,158	9,123	9,566	10,052
合计	103,468	26,852	25,570	112,205	122,526	128,614
分业务同比增速						
网络游戏及增值服务	9.4%	7.0%	6.4%	9.0%	9.3%	3.9%
移动游戏	23.2%	19.4%	16.3%	13.2%	7.8%	3.4%
PC 游戏	-17.3%	-15.1%	-10.3%	7.8%	16.8%	6.3%
相关增值服务	3.9%	-29.7%	-25.0%	-28.6%	-5.0%	0.0%
有道	7.5%	19.7%	12.1%	12.4%	13.0%	12.7%
云音乐	-12.5%	3.6%	5.2%	3.5%	10.3%	10.1%
创新业务及其他	9.1%	6.1%	4.9%	5.5%	4.9%	5.1%
合计	7.2%	7.2%	6.5%	8.4%	9.2%	5.0%

资料来源：网易财报，申万宏源研究

表 2：网易利润预测

单位：百万元人民币	2023A	1Q24A	2Q24E	2024E	2025E	2026E
分业务毛利率						
网络游戏	68.2%	69.5%	69.0%	67.8%	66.3%	67.0%
有道	51.4%	49.0%	50.6%	50.6%	51.3%	52.5%
云音乐	26.7%	38.0%	28.3%	29.7%	31.0%	32.5%
创新业务	29.7%	33.4%	30.0%	30.7%	30.9%	31.0%
合计	60.9%	63.4%	61.5%	61.1%	60.1%	60.7%
盈利能力						
毛利润, GAAP	63,063	17,016	15,718	68,525	73,639	78,062
YoY	19.5%	14.2%	9.3%	8.7%	7.5%	6.0%
毛利率, GAAP	60.9%	63.4%	61.5%	61.1%	60.1%	60.7%
运营利润, GAAP	27,709	7,622	6,846	29,617	30,632	33,433
YoY	41.2%	5.6%	12.9%	6.9%	3.4%	9.1%
运营利润率, GAAP	26.8%	28.4%	26.8%	26.4%	25.0%	26.0%
运营利润, Non-GAAP	30,952	8,499	7,751	33,493	34,914	37,885
YoY	36.2%	5.8%	13.4%	8.2%	4.2%	8.5%
运营利润率, Non-GAAP	29.9%	31.7%	30.3%	29.9%	28.5%	29.5%
净利润, GAAP	29,357	7,802	7,259	30,731	33,780	36,781
YoY	47.9%	16.3%	-11.0%	4.7%	9.9%	8.9%
净利润率, GAAP	28.4%	29.1%	28.4%	27.4%	27.6%	28.6%
净利润, Non-GAAP	32,659	8,511	8,085	34,126	37,851	40,886
YoY	43.2%	12.5%	-10.3%	4.5%	10.9%	8.0%
净利润率, Non-GAAP	31.6%	31.7%	31.6%	30.4%	30.9%	31.8%

资料来源：网易财报，申万宏源研究

表 3：网易 SOTP 估值

分业务估值	2024E 营收 人民币百万	2024E 利润 人民币百万	乘数	分业务市值 人民币百万	每股价格 (美元)
网络游戏	88,883	29,419	18x PE	529,543	113.8
有道 (53.0%)	6,057	-	0.5x PS	1,730	0.4
网易云音乐 (61.3%)	-	936	25x PE	14,082	3.0
严选	6,513	-	1.5x PS	9,769	2.1
广告	1,204	120	10x PE	1,204	0.3
合计				556,328	120

资料来源：网易财报，申万宏源研究

注：使用汇率 1 美元=7.25 人民币

风险提示

游戏监管政策边际变化。市场仍关注版号总量、进口版号等监管政策的边际变化。游戏是网易利润贡献的核心业务，短期看新品上线进度，中长期看出海和精品化，监管政策变化将极大程度影响业绩预期及估值水平。

游戏的生命周期短于预期。近年来网络游戏流水收入的季度环比波动明显，部分游戏的生命周期短于预期。若存量的核心旗舰游戏流水/MAU 降幅超预期，或新品表现不及预期，将对网易收入增长造成较大冲击。

全球游戏竞争格局变化。网易出海势头较强，并与多家海外游戏大厂或 IP 方紧密合作。长期看，由于公司并无 IP 所有权，而大厂若加强自主手游布局（而非继续合作），网易等国内公司或面临来自海外 3A 厂商的直接竞争。

附录 – 财务报表

利润表

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	96,496	103,468	112,205	122,526	128,614
收入成本	-43,730	-40,405	-43,679	-48,887	-50,552
毛利	52,766	63,063	68,525	73,639	78,062
其他收益净额	54	1,307	1,079	1,000	1,000
销售及市场推广开支	-13,403	-13,969	-15,531	-17,276	-17,877
一般及行政开支	-4,696	-4,900	-5,541	-6,126	-6,302
研发开支	-15,039	-16,485	-17,836	-19,604	-20,450
EBITDA	24,959	27,635	31,664	32,285	35,086
EBIT	22,101	29,937	31,764	32,385	35,186
财务成本净额	2,150	4,120	6,185	6,803	7,483
除税前盈利	24,250	34,057	37,949	39,188	42,669
所得税开支	-5,032	-4,700	-7,218	-5,408	-5,888
期内盈利	19,843	29,357	30,731	33,780	36,781
非控制性权益等	494	59	-481	-211	-346
归母净利润 (GAAP)	20,338	29,417	30,250	33,569	36,435
股权支付成本等	2,471	3,243	3,876	4,281	4,452
归母净利润 (Non-GAAP)	22,808	32,659	34,126	37,851	40,886

资料来源：公司数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。