

互联网	收盘价 美元 96.74	目标价 美元 117.00	潜在涨幅 +20.9%	2024年6月27日
-----	-----------------	------------------	----------------	------------

网易 (NTES US)

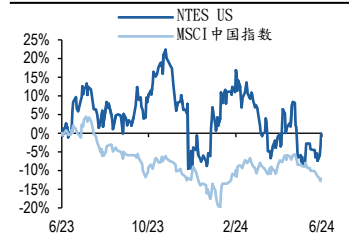
新游定档增强业绩增长确定性；端游下半年将恢复增长

- 《永劫无间》手游定档7月25日上线，全网预约量超过3,000万，预估将成为3季度手游增长的主要推动力。《永劫无间》端游于2021年上线，全球拥有4,000万玩家，在Steam平台创下国产游戏销售记录，于2023年7月转免后最高同时在线玩家日峰值较此前有1-2倍提升。手游针对移动端操作习惯进行优化，解决格斗博弈在触屏设备的操作难点。我们预估3季度/2024年永劫无间手游流水达到20亿/44亿元（人民币，下同），对公司手游收入贡献8%/5%。
- 手游展望：**我们预计手游2季度收入同比增15%，环比下降9%，主要因季节性因素以及2季度新游上线空档期，预计3季度在《永劫无间》手游带动下抵消去年《逆水寒》高基数的影响，手游收入仍有望实现平稳增长，全年手游收入有望增13%。
- 3季度端游收入增速将转正。**《魔兽世界》国服6月27日开启软启动（暂定于7月10日结束），暂未开通商业化，此前测试期间获得100万+玩家参与，单服同时在线人数突破12万。《梦幻》端游调整将在上半年结束，预计3季度，端游收入在《魔兽》回归及《七日世界》（7月10日全球公测）、《燕云十六声》端游7月26日上线的带动下，呈现恢复趋势，我们目前预期全年端游收入低个位数下降，视新游表现或有上调空间。
- 估值。**我们在6月6日发表的[2024下半年展望：看好盈利能力升级带来的估值修复机会](#)中提示：网易虽端游调整/手游增速放缓，但已反映在当前股价中。我们预计下半年在新游上线后，应看到边际修复机会，现阶段估值低于行业平均。基于新游上线预期以及非游戏业务盈利优化，我们上调2024年利润预测2%，维持目标价117美元/182港元，对应2024年18倍游戏业务市盈率不变。端游下半年将恢复增长，手游定档增强业绩增长确定性，维持公司买入评级。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	118.47
52周低位 (美元)	87.63
市值 (百万美元)	120,264.94
日均成交量 (百万)	2.46
年初至今变化 (%)	3.84
200天平均价 (美元)	98.72

资料来源: FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	96,496	103,468	110,161	121,358	132,486
同比增长 (%)	10.1	7.2	6.5	10.2	9.2
净利润 (百万人民币)	22,808	32,608	33,024	35,840	38,942
每股盈利 (人民币)	34.60	50.13	50.86	55.29	60.15
同比增长 (%)	17.9	44.9	1.5	8.7	8.8
前EPS预测值 (人民币)			49.77	54.98	59.95
调整幅度 (%)			2.2	0.6	0.3
市盈率 (倍)	20.3	14.0	13.8	12.7	11.7
每股账面净值 (人民币)	158.88	191.09	218.52	262.65	319.35
市账率 (倍)	4.42	3.68	3.22	2.68	2.20
股息率 (%)	1.5	2.6	1.9	2.1	2.3

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 损益表预测

损益表 (百万人民币) 年结 12 月 31 日	2Q23	1Q24	2Q24E	原预测 2Q24E	变动(%)	环比(%)	同比(%)	2023	2024E	2025E	2026E
净收入	24,011	26,852	25,108	25,345	-1	-6	5	103,468	110,161	121,358	132,486
市场预期			26,127						112,165	123,066	132,830
游戏及增值服务收入	18,799	21,460	19,707	19,681	0	-8	5	81,565	86,810	95,527	103,417
a. 游戏	17,238	20,430	18,615	18,588	0	-9	8	75,787	82,761	91,276	98,952
PC	4,551	4,372	4,075	4,075	0	-7	-10	18,828	18,349	19,953	21,350
手游	12,687	16,058	14,540	14,513	0	-9	15	56,960	64,412	71,322	77,602
b. 增值服务	1,560	1,030	1,092	1,092	0	6	-30	5,778	4,049	4,252	4,464
有道	1,207	1,392	1,235	1,412	-13	-11	2	5,389	6,053	6,906	7,825
云音乐	1,949	2,030	1,943	2,031	-4	-4	0	7,867	7,996	8,878	10,395
创新及其他	2,057	1,970	2,222	2,222	0	13	8	8,647	9,302	10,046	10,850
成本	-9,636	-9,836	-9,475	-9,864	-4	-4	-2	-40,405	-41,777	-47,495	-51,631
毛利润	14,375	17,016	15,633	15,481	1	-8	9	63,063	68,384	73,863	80,855
毛利率 (%)	60	63	62	61.1				61	62	61	61
产品研发费用	-3,909	-4,175	-4,248	-4,404	-4	2	9	-16,485	-17,248	-18,480	-20,120
市场营销费用	-3,272	-4,022	-3,425	-3,443	-1	-15	5	-13,969	-15,088	-15,058	-16,833
一般管理费用	-1,132	-1,196	-1,035	-1,082	-4	-14	-9	-4,900	-4,486	-4,430	-4,722
运营利润	6,063	7,622	6,925	6,552	6	-9	14	27,709	31,561	35,894	39,180
运营利润率 (%)	25	28	28	26				27	29	30	30
调整后运营利润	6,851	8,517	7,771	7,405	5	-9	13	30,952	35,204	39,848	43,499
调整后运营利润率 (%)	29	32	31	29				30	32	33	33
税前利润	8,872	9,288	8,385	8,012	5	-10	-5	34,057	37,447	41,305	44,810
税前利润率 (%)	37	35	33	32				33	34	34	34
调整后净利润	9,017	8,511	7,348	7,065	4	-14	-19	32,608	33,024	35,840	38,942
市场预期			7,927						33,745	37,495	40,992
调整后净利润率 (%)	38	32	29	28				32	30	30	29
Non-GAAP 摊薄每股盈利 (人民币)	13.88	13.10	11.31	10.88	4	-14	-18	50.13	50.86	55.29	60.15
市场预期			12.15						52.04	53.98	56.59

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 网易 (NTES US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	88.22	132.00	49.6%	2024 年 05 月 17 日	广告
9899 HK	云音乐	买入	98.80	120.00	21.5%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	16.45	17.00	3.3%	2024 年 05 月 24 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.82	6.70	75.4%	2024 年 05 月 17 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.32	17.00	18.7%	2024 年 05 月 14 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	47.50	75.00	57.9%	2024 年 01 月 23 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.06	5.90	-2.6%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	30.02	33.00	9.9%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.40	29.00	14.2%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	138.23	213.00	54.1%	2024 年 05 月 23 日	电商
JD US	京东	买入	27.51	40.00	45.4%	2024 年 05 月 17 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	74.17	111.00	49.7%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.76	13.40	5.0%	2024 年 06 月 26 日	电商
DAO US	有道	买入	3.78	5.00	32.3%	2024 年 05 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	61.15	89.00	45.5%	2024 年 04 月 25 日	教育
GOTU US	高途	买入	5.00	9.10	82.0%	2024 年 02 月 28 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.78	15.50	43.8%	2024 年 01 月 26 日	教育
NTES US	网易	买入	96.74	117.00	20.9%	2024 年 05 月 24 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	23.10	30.00	29.9%	2024 年 05 月 22 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	382.00	457.00	19.6%	2024 年 05 月 16 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.36	15.00	21.4%	2024 年 03 月 28 日	游戏
3690 HK	美团	买入	117.00	129.00	10.3%	2024 年 06 月 07 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	23.75	26.00	9.5%	2024 年 03 月 18 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	11.90	11.30	-5.0%	2024 年 03 月 27 日	物流
2618 HK	京东物流	中性	8.32	10.10	21.4%	2024 年 05 月 17 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.38	1.90	37.7%	2024 年 05 月 16 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	24.45	30.00	22.7%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.28	14.00	36.2%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	16.04	25.00	55.9%	2024 年 05 月 22 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	381.00	509.00	33.6%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 6 月 26 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	96,496	103,468	110,161	121,358	132,486
主营业务成本	(43,730)	(40,405)	(41,777)	(47,495)	(51,631)
毛利	52,766	63,063	68,384	73,863	80,855
销售及管理费用	(18,099)	(18,869)	(19,574)	(19,489)	(21,555)
研发费用	(15,039)	(16,485)	(17,248)	(18,480)	(20,120)
经营利润	19,629	27,709	31,561	35,894	39,180
Non-GAAP标准下的经营利润	22,803	30,952	35,204	39,848	43,499
财务成本净额	2,150	4,120	5,188	5,398	5,617
应占联营公司利润及亏损	54	1,307	689	812	812
其他非经营净收入/费用	2,418	921	9	(800)	(800)
税前利润	24,250	34,057	37,447	41,305	44,810
税费	(5,032)	(4,700)	(7,681)	(9,087)	(9,858)
净利润	19,218	29,357	29,766	32,218	34,952
作每股收益计算的净利润	19,218	29,357	29,766	32,218	34,952
Non-GAAP标准的净利润	22,808	32,608	33,024	35,840	38,942

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	27,589	24,207	42,985	62,980	93,236
有价证券	87,647	103,633	105,197	113,380	122,214
应收账款及票据	5,003	6,422	6,980	7,785	7,756
存货	994	695	716	738	760
其他流动资产	10,371	7,734	7,381	7,883	8,412
总流动资产	131,603	142,693	163,260	192,765	232,379
物业、厂房及设备	6,342	8,075	8,370	9,075	9,545
其他有形资产	2,974	1,051	1,061	1,072	1,082
其他长期资产	31,841	34,107	34,800	36,312	37,898
总长期资产	41,158	43,232	44,231	46,459	48,525
总资产	172,761	185,925	207,492	239,224	280,904
短期贷款	23,876	19,240	19,433	19,627	19,823
应付账款	9,053	8,310	9,857	10,327	12,380
其他短期负债	23,900	26,293	28,003	30,138	32,453
总流动负债	56,829	53,842	57,292	60,092	64,657
长期应付账款	2,126	2,855	2,998	3,148	3,305
其他长期负债	4,933	1,143	1,143	1,143	1,143
总长期负债	7,059	3,998	4,141	4,291	4,448
总负债	63,888	57,841	61,434	64,383	69,105
股本	11,946	9,913	6,367	13,592	28,951
储备及其他资本项目	92,785	114,373	135,513	156,653	177,793
股东权益	104,731	124,286	141,880	170,244	206,744
非控股权益	4,142	3,798	4,178	4,596	5,056
总权益	108,873	128,084	146,058	174,840	211,799

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	24,250	34,057	37,447	41,305	44,810
合资企业/联营公司收入调整	(54)	(1,307)	(689)	(812)	(812)
折旧及摊销	2,858	3,055	3,167	3,433	3,611
营运资本变动	3,498	376	2,959	1,477	4,056
利息调整	(2,150)	(4,120)	(5,188)	(5,398)	(5,617)
税费	(5,032)	(4,700)	(7,681)	(9,087)	(9,858)
其他经营活动现金流	4,339	7,970	8,390	9,035	9,596
经营活动现金流	27,710	35,331	38,406	39,952	45,786
资本开支	(2,100)	(2,302)	(2,203)	(3,170)	(3,337)
其他投资活动现金流	(5,269)	(14,742)	(1,608)	(1,688)	(1,773)
投资活动现金流	(7,370)	(17,043)	(3,811)	(4,858)	(5,109)
负债净变动	4,523	(4,636)	192	194	196
权益净变动	(8,359)	(5,148)	(7,243)	(5,647)	0
股息	(6,724)	(8,014)	(8,815)	(9,697)	(10,667)
其他融资活动现金流	322	(3,669)	0	0	0
融资活动现金流	(10,238)	(21,467)	(15,866)	(15,149)	(10,470)
汇率收益/损失	110	(202)	50	50	50
年初现金	17,376	27,589	24,207	42,985	62,980
年末现金	27,589	24,207	42,985	62,980	93,236

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	29.445	45.256	46.171	50.286	54.896
全面摊薄每股收益	29.154	45.136	45.844	49.704	53.989
Non-GAAP标准下的每股收益	34.600	50.135	50.862	55.293	60.153
每股股息	10.529	18.480	13.648	14.758	16.045
每股账面值	158.876	191.088	218.515	262.646	319.349
利润率分析(%)					
毛利率	54.7	60.9	62.1	60.9	61.0
EBITDA利润率	23.3	29.7	31.5	32.4	32.3
EBIT利润率	20.3	26.8	28.7	29.6	29.6
净利率	19.9	28.4	27.0	26.5	26.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	54.7	60.9	62.1	60.9	61.0
EBITDA利润率	26.6	32.9	34.8	35.7	35.6
经营利润率	23.6	29.9	32.0	32.8	32.8
净利率	23.6	31.5	30.0	29.5	29.4
盈利能力(%)					
ROA	11.8	16.4	15.1	14.4	13.4
ROE	18.5	24.8	21.7	20.1	18.1
ROIC	12.4	17.1	16.1	15.6	14.4
其他					
流动比率	2.3	2.7	2.8	3.2	3.6
存货周转天数	2.8	2.3	2.3	2.3	2.3
应收账款周转天数	15.2	15.4	17.0	17.0	17.0
应付账款周转天数	10.4	10.8	10.8	10.8	10.8

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。