



网易 (9999.HK/NTES.US): 端游环比改善, 关注新游表现

整体业绩略低于预期: 公司 2Q24 收入人民币 255 亿元, 同比增长 6.1%, 低于市场预期 2.4%; 其中, 游戏及相关增值服务收入同比增长 6.7%, 有道增长 9.5%, 云音乐增长 4.7%, 创新及其他业务同比增长 0.5%。2Q24 毛利率同比提升 3.0pp 至 62.9%; 调整后净利润为 78 亿元, 低于市场预期 2.0%; 调整后净利率为 30.7%。

手游稳健增长, 端游环比改善: 公司 2Q24 游戏收入为 193 亿元, 同比增长 11.8%, 其中手游收入同比增长 16.1%, 端游同比持平, 环比增长 4%; 游戏相关业务毛利率同比提升 2.6pp 至 70.0%, 主要受益于产品结构变化, 收缩了游戏直播业务。游戏产品方面, 《永劫无间》三周年日活创新高; 《第五人格》收入及日活创新高; 《率土之滨》DAU 创三年新高; 《蛋仔派对》由于加强了未成年人保护措施, 导致短期收入承压; 《梦幻西游》端游受调整影响同比承压, 但随着调整基本完成, 核心指标处于健康状态, 预计环比将趋于稳定。

游戏储备丰富, 关注新游表现: 新游方面, 《七日世界》上线后 Steam 同时最高在线人数超过 23 万, 跻身 Top 5; 《永劫无间》手游用户数据表现优秀, 七成玩家来自非端游 IP 的新用户, 已形成稳定的核心活跃用户群。游戏储备方面, 《燕云十六声》6 月完成测试, 得到玩家良好反馈, 端游和手游版本计划将于今年推出, 8 月 28 日开启跨平台测试; 卡牌游戏《漫威终极逆转》将于 8 月 29 日上线; 英雄射击游戏《漫威争锋》测试广受好评, 计划在 12 月 6 日上线; 《炉石传说》将于 9 月 25 日回归。随着《梦幻西游》端游调整基本完成、新游《七日世界》上线以及暴雪游戏回归, 预计将推动下半年端游收入同比回升。而受去年高基数及今年产品周期相对靠后影响, 下半年手游收入增速或将放缓。

维持“买入”评级, 调整目标价至 163 港元/105 美元: 由于公司部分游戏波动及新游上线延后, 我们下调公司 FY24E/FY25E 收入预测至人民币 1,078 亿/1,172 亿元, 调整后净利润预测至 325 亿/353 亿元, 下调目标价至 163 港元/105 美元, 对应 FY24E/FY25E 15.0x/13.8x P/E。我们看好公司游戏长期运营能力及下半年新游潜力, 维持“买入”评级。

投资风险: 游戏表现不及预期; 竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	96,496	103,468	107,767	117,155	125,842
经营利润	19,629	27,709	29,888	34,011	37,902
调整后净利润	22,808	32,608	32,450	35,338	38,367
调整后目标 PE (x)			15.0	13.8	12.7

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

杨子超, CFA
互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

赵丹
首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

2024 年 8 月 23 日

网易 (9999.HK)

目标价 (港元)	163
潜在升幅/降幅	+14%
目前股价 (港元)	143
52 周内股价区间 (港元)	116.1-185.7
总市值 (百万港元)	401,805
近 3 月日均成交额 (百万港元)	865

注: 截至 2024 年 8 月 22 日收盘价

市场预期区间



网易 (NTES.US)

目标价 (美元)	105
潜在升幅/降幅	+28%
目前股价 (美元)	82.25
52 周内股价区间 (美元)	80.8-118.9
总市值 (百万美元)	53,047
近 3 月日均成交额 (百万美元)	155

注: 截至 2024 年 8 月 22 日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
收入	96,496	103,468	107,767	117,155	125,842
收入成本	(43,730)	(40,405)	(40,288)	(43,311)	(45,783)
毛利	52,766	63,063	67,479	73,843	80,059
研发费用	(15,039)	(16,485)	(17,776)	(18,745)	(19,506)
销售费用	(13,403)	(13,969)	(15,143)	(15,816)	(16,989)
管理费用	(4,696)	(4,900)	(4,671)	(5,272)	(5,663)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	19,629	27,709	29,888	34,011	37,902
利息收入	2,150	4,120	4,464	4,000	4,000
其他收益	2,472	2,227	338	-	-
除税前盈利	24,250	34,057	34,690	38,011	41,902
所得税开支	(5,032)	(4,700)	(5,550)	(6,462)	(7,542)
其他盈利	625	-	-	-	-
年度盈利	19,843	29,357	29,139	31,549	34,359
少数股东权益	(500)	(61)	236	-	-
本公司权益持有人	20,338	29,417	28,901	31,549	34,359
调整后净利润	22,808	32,608	32,450	35,338	38,367

现金流量表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	20,338	29,417	28,901	31,549	34,359
折旧与摊销	2,858	3,055	2,341	2,404	2,467
营运资金变动	3,497	376	(520)	(1,120)	(1,038)
其他非现金调整	1,016	2,484	-	-	-
经营活动现金流	27,709	35,331	30,723	32,832	35,789
资本性支出	(2,602)	(4,266)	(2,576)	(2,644)	(2,714)
投资	(4,444)	(12,354)	-	-	-
其他投资活动	(324)	(424)	-	-	-
投资活动现金流	(7,370)	(17,043)	(2,576)	(2,644)	(2,714)
借款	4,845	(8,305)	-	-	-
股本	(15,052)	(13,248)	(13,911)	(14,606)	(15,336)
其他融资活动	(31)	86	-	-	-
融资活动现金流	(10,238)	(21,467)	(13,911)	(14,606)	(15,336)
汇兑收益及其他	110	(202)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	10,212	(3,382)	14,236	15,582	17,738
期初的现金及现金等价物	17,376	27,588	24,207	38,443	54,025
期末的现金及现金等价物	27,588	24,207	38,443	54,025	71,763

资产负债表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
固定资产	6,342	8,075	8,289	8,509	8,735
无形资产	5,172	749	769	790	811
投资	21,557	22,833	22,833	22,833	22,833
其他非流动资产	8,086	11,575	11,575	11,575	11,575
非流动资产合计	41,158	43,232	43,467	43,707	43,954
应收账款	10,291	12,499	13,018	14,152	15,202
投资	92,614	105,292	105,292	105,292	105,292
存货	994	695	693	745	788
现金及现金等价物	24,889	21,429	35,665	51,248	68,986
其他流动资产	2,816	2,777	2,777	2,777	2,777
流动资产合计	131,603	142,693	157,446	174,215	193,045
资产总额	172,761	185,925	200,913	217,921	236,998
母公司股东权益	104,731	124,286	139,276	156,219	175,242
少数股东权益	4,142	3,798	3,798	3,798	3,798
权益总额	108,873	128,084	143,074	160,017	179,040
长期借款	3,655	428	428	428	428
其他非流动负债	3,404	3,570	3,570	3,570	3,570
非流动负债合计	7,059	3,998	3,998	3,998	3,998
应付账款及票据	1,507	881	878	944	998
借款	23,876	19,240	19,240	19,240	19,240
其他流动负债	31,446	33,721	33,721	33,721	33,721
流动负债合计	56,829	53,842	53,840	53,906	53,960
负债总额	63,888	57,841	57,838	57,904	57,958
权益及负债总额	172,761	185,925	200,913	217,921	236,998

主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	10.1%	7.2%	4.2%	8.7%	7.4%
毛利润增速	12.3%	19.5%	7.0%	9.4%	8.4%
经营利润增速	19.6%	41.2%	7.9%	13.8%	11.4%
净利润增速	16.9%	47.9%	-0.7%	8.3%	8.9%
调整后净利润增速	15.4%	43.0%	-0.5%	8.9%	8.6%
盈利能力比率					
毛利率	54.7%	60.9%	62.6%	63.0%	63.6%
经营利润率	20.3%	26.8%	27.7%	29.0%	30.1%
净利率	20.6%	28.4%	27.0%	26.9%	27.3%
调整后净利率	23.6%	31.5%	30.1%	30.2%	30.5%
每股指标 (元)					
EPS	30.9	45.2	44.6	48.6	53.0
调整后EPS	34.6	50.1	50.0	54.5	59.2
估值 (倍)					
调整后目标P/E			15.0	13.8	12.7
目标P/S			4.5	4.2	3.9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：网易（9999.HK）



注：截至 2024 年 8 月 22 日日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：网易（NTES.US）

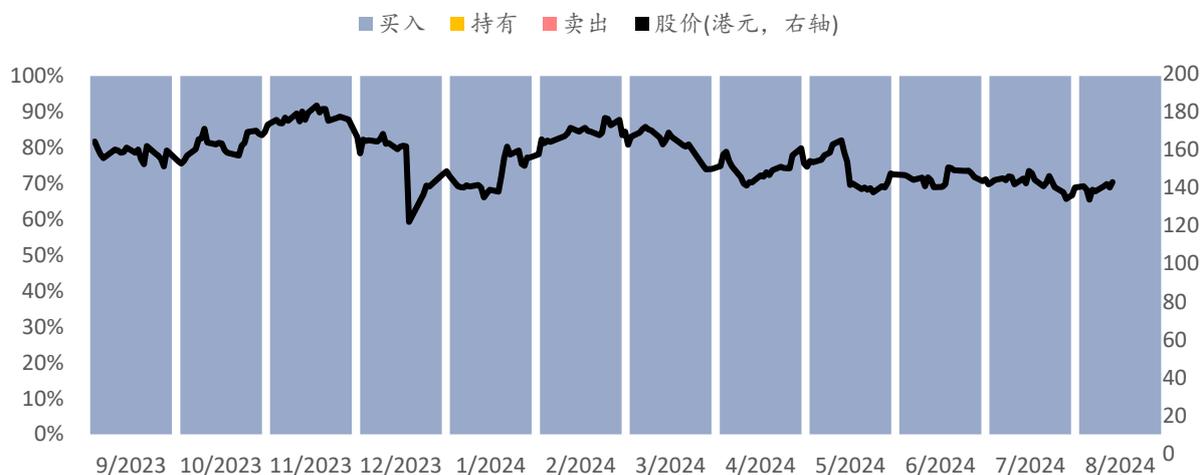


注：截至 2024 年 8 月 22 日日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

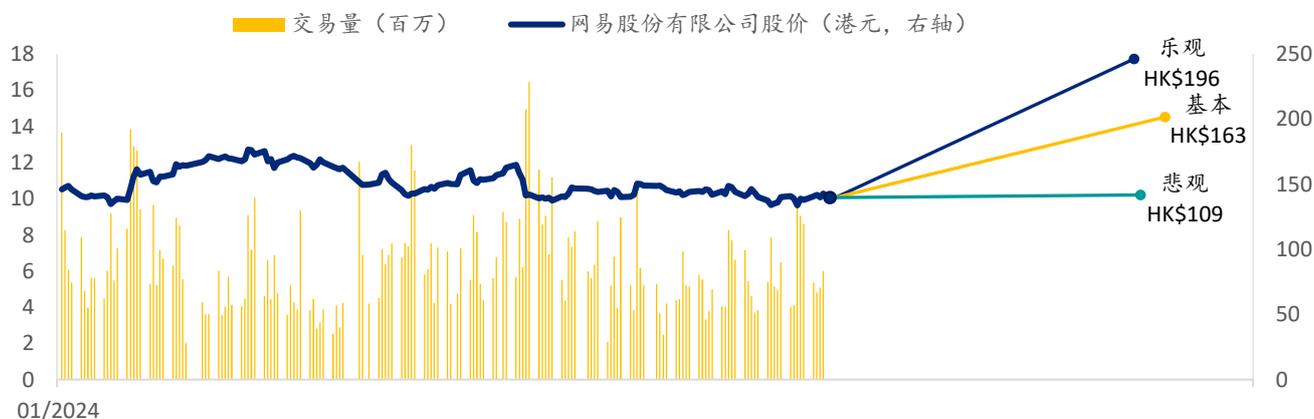
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 网易港股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 网易港股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期
(概率: 20%)

目标价: 196 港元

- 新游戏表现优于预期;
- 老游戏表现维持稳定。

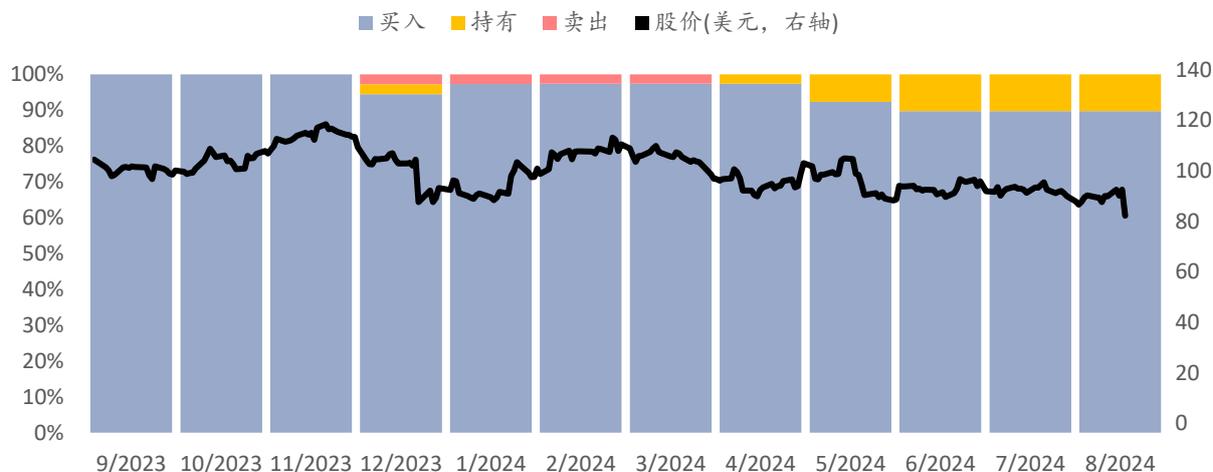
悲观情景: 公司收入不及预期
(概率: 20%)

目标价: 109 港元

- 行业竞争加剧, 导致现有游戏产品表现弱于预期;
- 新游戏表现不及预期。

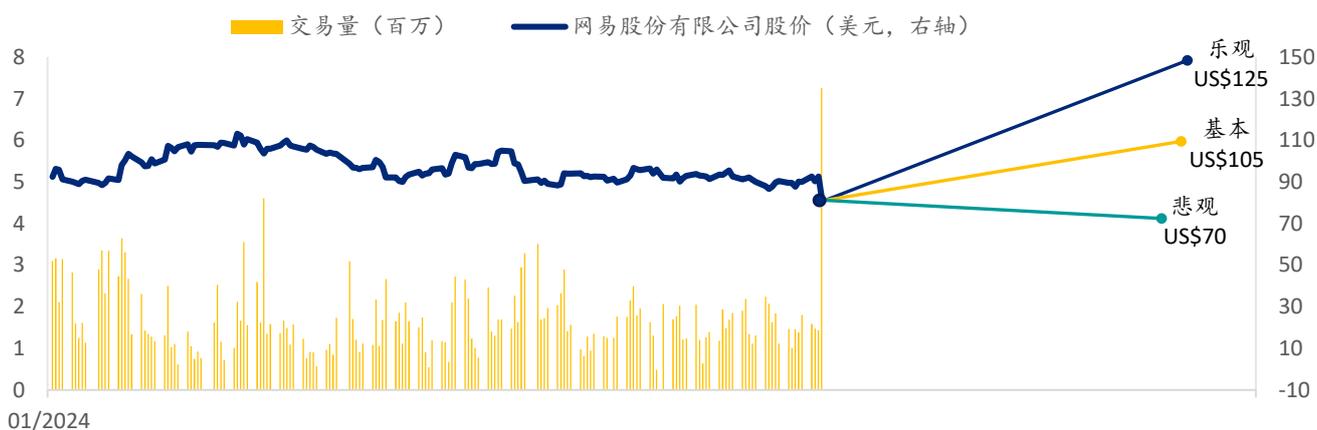
资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 网易美股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 网易美股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期
(概率: 20%)

目标价: 125 美元

- 新游戏表现优于预期;
- 老游戏表现维持稳定。

悲观情景: 公司收入不及预期
(概率: 20%)

目标价: 70 美元

- 行业竞争加剧, 导致现有游戏产品表现弱于预期;
- 新游戏表现不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	81.65	持有	85.00	16/8/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	82.96	持有	87.00	16/8/2024	电商
9618 HK Equity	京东	106.00	持有	122.00	16/8/2024	电商
JD US Equity	京东	26.64	持有	31.00	16/8/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	147.19	买入	185.00	23/5/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	12.51	持有	13.30	21/8/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	20.90	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	5.96	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.23	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	377.80	买入	460.00	15/8/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	82.25	买入	105.00	23/8/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	143.00	买入	163.00	23/8/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	106.30	买入	123.00	23/8/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	12.96	买入	15.80	23/8/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.64	买入	15.00	2/4/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	20.35	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	2.49	买入	4.00	11/9/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	4.12	买入	6.00	14/8/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	17.55	持有	6.30	2/4/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	109.00	持有	121.00	7/6/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	39.85	买入	53.00	21/8/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	13.38	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.16	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	21.00	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	8.21	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	5.71	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	1.80	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.06	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	82.75	买入	87.00	14/8/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	16.87	买入	20.00	12/8/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	415.55	买入	518.00	31/7/2024	软件

注: 股价截至 8 月 22 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

