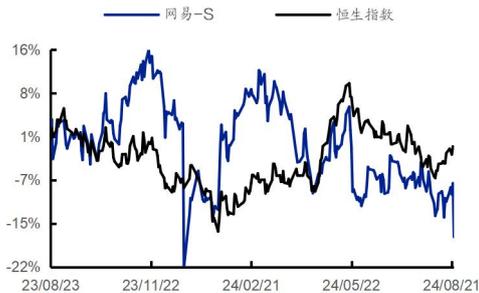


研究所:
 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 证券分析师: 尹芮 S0350522110001
 yinr@ghzq.com.cn

整体表现稳健, 关注后续游戏产品释放节奏

——网易-S (9999.HK) 2024Q2 财报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现 2024/08/23

表现	1M	3M	12M
网易-S	-9.8%	-8.8%	-17.2%
恒生指数	0.8%	-6.7%	-1.3%

市场数据 2024/08/23

当前价格 (港元)	128.30
52周价格区间 (港元)	116.10-185.70
总市值 (百万港元)	413,442.72
流通市值 (百万港元)	413,442.72
总股本 (万股)	322,246.86
流通股本 (万股)	322,246.86
日均成交额 (百万港元)	2,670.38
近一月换手 (%)	3.60

相关报告

《网易-S (9999.HK) 2023Q4 财报点评: 整体表现稳健, 2024 年迎来优质新游产品释放周期 (买入) *游戏 II *陈梦竹, 尹芮》——2024-03-03

《网易-S (9999.HK) 2023Q3 财报点评: 利润超预期, 手游强劲, 看好新老游戏产品持续驱动增长 (买入) *游戏 II *陈梦竹, 尹芮》——2023-11-19

《网易-S (9999.HK) 公司动态研究: 利润超预期, 新游表现强劲, 期待后续业绩释放 (买入) *游戏 II *陈梦竹, 尹芮》——2023-09-03

《网易-S (9999.HK) 点评报告: 《逆水寒》手游公测表现亮眼, 游戏融入多项 AI 驱动玩法带来创

事件:

2024 年 8 月 22 日公司公告 2024Q2 财报, 实现营收 254.85 亿元 (YoY+6.1%、QoQ-5.1%); 归母净利润为 67.59 亿元 (YoY-18.0%、QoQ-11.5%), non-GAAP 归母净利润为 78.19 亿元 (YoY-13.3%、QoQ-8.1%)。

我们的观点:

- 1、主要财务指标分析:** 网易 2024Q2 实现营业收入 254.85 亿元 (YoY+6.1%、QoQ-5.1%); 归母净利润为 67.59 亿元 (YoY-18.0%、QoQ-11.5%), non-GAAP 归母净利润为 78.19 亿元 (YoY-13.3%、QoQ-8.1%)。毛利率同比下降至 62.9% (YoY+3.1pct、QoQ-0.4pct), 销售费用率 (YoY+0.1pct、QoQ-1.2pct), 研发费用率 (YoY+1.2pct、QoQ+1.9pct), 管理费用率 (YoY-0.4pct、QoQ-0.2pct), 经调整归母净利润同比下降至 67.59 亿元 (YoY-18.0%、QoQ-11.5%)。
- 2、游戏业务:** 2024Q2 游戏及增值服务实现收入 201 亿元 (YoY+6.7%、QoQ-6.5%), 毛利率同比提升至 69.5%, 其中手游收入同比强劲增长 16.1%, 端游受到基数影响同比下滑 0.1%。网易热门游戏如《蛋仔派对》、《第五人格》和《率土之滨》持续受到玩家喜爱。其中,《永劫无间》在三周年之际日活用户数创下新高,《第五人格》表现依旧强劲, 七月和八月日活用户数连创新高。《魔兽世界》回归中国市场, 暴雪系列游戏的陆续回归受到玩家热烈欢迎。《永劫无间》手游上线不久即登上国内 iOS 畅销榜第三, 持续超过一周位居 iOS 下载榜榜首。末世题材的多人开放世界生存游戏《七日世界》上线后即跻身全球最热门游戏前五名。展望下半年, 网易储备多款重磅产品, 有望带来增量: 三季度将发布开放世界动作冒险角色扮演游戏《燕云十六声》,《漫威争锋》宣布将于 12 月 6 日正式发布,《蛋仔派对》宣布了其在 Switch 上的全球发行计划。
- 3、网易有道:** 2024Q2 实现营收 13.2 亿元, 同比增长 9.5%, 继续保持数字内容服务、在线营销服务和 AI 订阅服务的增长势头, 经营性净现金流入创历史新高, 经营亏损同比大幅收窄。在实时 API 和 AI 工具广告的推动下, 网易有道的在线营销服务在第二季度实现了 5.112 亿元人民币的净收入, 同比增长 68.4%。随着包括 P AI Tutor 先生在内的新应用程序的推出, 人工智能驱动的订阅服务继续扩大,

新体验（买入）*游戏 II*陈梦竹，尹芮》——
2023-07-01

《网易-S (9999.HK) 2023Q1 财报点评：游戏业务增长稳健，利润释放大超预期，AI 技术赋能游戏及教育业务（买入）*游戏 II*陈梦竹，尹芮》——
2023-05-29

第二季度总销售额同比增长近 200%。

- **4、网易云音乐：**2024Q2 实现营收 20.4 亿元（YoY+4.7%、QoQ+0.6%），毛利率显著改善至 32%（YoY+5.1pct，QoQ-5.9pct）。网易云音乐聚焦在线音乐业务，核心体现在版本、版权和原创音乐三个方面。云音乐继续推动其以音乐为核心的生态系统高质量发展，进一步强化了其独特的音乐社区持续给用户带来高品质的音乐体验。2024 年上半年，网易云音乐不断为不同的听众扩大内容储备。随着 JYP 娱乐及 Kakao 娱乐等主要韩国厂牌的加入，通过继续完善版权内容储备；继续培育以音乐为中心的社区，促进社区的内容生产和消以及推动更多用户在活跃的社区氛围内互动；内容合作、独立音乐人扶持及自制音乐制作全方面的措施助推说唱等特色音乐品类的增长。
- **5、创新及其他业务：**2024Q2 实现营收 20.7 亿元，同比增长 0.5%。二季度，严选持续聚焦品牌化战略，宠物、家清、办公家具等类目保持在 618 期间战火主要电商平台销售冠军。网易严选持续推动 AI 技术迭代产品，在游戏、教育、音乐多方面场景规模应用。
- **盈利预测和投资评级** 我们预计公司 FY2024-2026 年营收分别为 1047/1159/1249 亿元，经调整归母净利润分别为 319/360/399 亿元，对应经调整 EPS 为 10/11/12 元，对应经调整 PE 分别 12/10/9X。我们根据不同业务板块的盈利能力和竞争格局（给予相应溢价/折价），进行 SOTP 估值，Target Price 144 港元，维持“买入”评级。
- **风险提示** 游戏内容监管风险，版号政策趋紧，游戏研发及上线不及预期，海外游戏扩张进度不及预期，竞争加剧风险，有道业务亏损率继续扩大，有道在线课程及智能硬件业务扩张不及预期，电商业务亏损率扩大，创新业务布局及发展不及预期，互联网估值调整风险，汇率风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	103468	104721	115895	124857
增长率(%)	7	1	11	8
NON-GAAP 归母净利润(百万元)	32659	31891	35974	39862
增长率(%)	43	-2	13	11
摊薄每股收益(元)	9.05	8.68	9.96	11.19
ROE(%)	23	18	18	18
经调整 EPS(元)	10.17	9.93	11.20	12.42
经调整 P/E	11.54	11.82	10.48	9.46
P/B	2.86	2.30	2.03	1.81
P/S	3.64	3.60	3.25	3.02

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

单位人民币, 换算汇率为 8 月 23 日实时汇率 1 港元=0.92 人民币

附表：网易-S 盈利预测表（股价单位港元，其余人民币，换算汇率为 8 月 23 日实时汇率 1 港元=0.92 人民币）

证券代码:	09999				股价:	128.30	投资评级:	增持		日期:	2024/08/23	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值				2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标							
ROE	23%	18%	18%	18%	EPS	9.05	8.68	9.96	11.19			
毛利率	61%	63%	62%	63%	BVPS	41.04	50.99	57.84	65.01			
期间费率	34%	35%	33%	32%	估值							
销售净利率	28%	27%	28%	29%	P/E	12.97	13.53	11.78	10.50			
成长能力					P/B							
收入增长率	7%	1%	11%	8%	P/S	3.64	3.60	3.25	3.02			
利润增长率	49%	-4%	15%	12%								
营运能力					利润表 (百万元)							
总资产周转率	0.56	0.46	0.46	0.44	营业收入	103468	104721	115895	124857			
应收账款周转率	16.31	16.16	14.60	14.60	营业成本	40405	38774	43739	46630			
存货周转率	44.01	58.11	37.03	37.74	营业税金及附加							
偿债能力					销售费用							
资产负债率	31%	29%	28%	27%	管理费用	4900	4593	4636	4807			
流动比	2.65	3.19	3.26	3.44	研发费用	16485	17275	17974	18728			
速动比	2.30	2.64	3.18	3.25	其他费用/(-收入)							
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	27709	28827	33374	37828			
现金及现金等价物	21429	60177	82568	109035	营业外净收支	-2143	-4115	-5077	-5788			
应收款项	6422	7173	7938	8552	利润总额	34057	34248	39119	44071			
存货净额	695	1047	1159	1249	所得税费用	4700	5668	6374	7328			
其他流动资产	114	133	136	137	净利润	29357	28580	32745	36744			
流动资产合计	142693	201352	227749	256180	少数股东损益	-59	417	382	379			
固定资产	8075	7330	8113	7491	归属于母公司净利润	29417	28163	32363	36365			
土地使用权	4075	5760	6374	6867	现金流量表 (百万元)							
定期存款	1050	1050	1050	1050	经营活动现金流	37548	35220	43169	47961			
其他长期资产	28472	8378	9272	8740	净利润	29417	28163	32363	36365			
资产总计	185925	225441	254296	282202	少数股东损益	-59	417	382	379			
短期借款	19240	26704	29553	31214	折旧摊销	4734	4734	4734	4734			
应付款项	881	1169	1318	1405	公允价值变动	3558	3558	3558	3558			
预收帐款					营运资金变动	-100	-1651	2133	2926			
其他流动负债	33721	35186	38941	41952	投资活动现金流	-16232	-11507	-12928	-14313			
流动负债合计	53842	63059	69812	74571	固定资产投资	-2059	-1552	-1571	-1738			
长期借款及应付债券					短期投资	2132	1436	2598	2055			
其他长期负债	3998	2537	2626	2698	其他	-16305	-11391	-13955	-14630			
长期负债合计	3998	2537	2626	2698	筹资活动现金流	-5276	-7165	-7851	-7181			
负债合计	57841	65596	72438	77269	债务融资	2000	2000	2000	2000			
股东权益	131767	163725	185713	208738	权益融资	-7276	-9165	-9851	-9181			
负债和股东权益总计	185925	225441	254296	282202	其他	0	0	0	0			
					现金净增加额	16040	16548	22391	26467			

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，行业首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，3年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，分析师，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

卢瑞琪，研究助理，复旦大学硕士，主要覆盖科技互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，尹芮，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。