

## 营收稳健增长，后续游戏储备丰富

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司 2024 年第二季度实现营收 255 亿元，同比增长 6%；实现 Non-GAAP 净利润 78 亿元，同比下降-13%。
- **公司 2024 年二季度营收稳健增长，利润短期承压。** 1) 从收入端来看，2024 年二季度营业收入 255 亿元，同比增长 6%。2) 从利润端来看，实现营业利润 70 亿，同比增长 15%；Non-GAAP 净利润 78 亿元，同比下降-13%，主要受汇兑收益减少影响。
- **新游发力，后续储备丰富。** Q2 公司在线游戏收入 193 亿元，同比增长 12%，其中手游收入 147 亿，同比增长 16%，PC 游戏收入 45 亿，同比持平。热门游戏《永劫无间》、《第五人格》表现强劲，《魔兽世界》重回中国市场，新游《永劫无间手游》、《萤火突击》、《七日世界》上线取得成功。公司后续游戏储备丰富，重点储备《燕云十六声》将于 8 月 28 日开启双端测试，年内正式上线，卡牌类《漫威终极逆转》8 月 29 日上线，射击类《漫威争锋》已获版号将于近期上线；暴雪游戏将会陆续回归，《炉石传说》9 月 25 日上线。有望为网易游戏收入贡献可观增量。
- **云音乐商业化加速，盈利能力提升。** 云音乐 Q2 收入 20 亿元，同比增长 4.7%，毛利率提升至 32.1%，同比提升 5pcts，得益于会员订阅增长加速和成本管控改善，核心在线音乐业务商业化保持健康势头。
- **有道 AI 商业化取得积极进展。** 有道 Q2 收入 13 亿元，同比增长 9.5%，实现了历史最高的经营现金流，数字内容服务实现了健康的收入增长，AI 商业化落地方面取得积极进展，AI 驱动的订阅服务收入已经连续 6 个季度快速增长，Q2 同比增长近 200%。
- **创新版块稳健发展。** 创新板块 Q2 收入 21 亿元，同比持平。其中，网易传媒不断升级 AIGC 能力，Q2 网易新闻客户端的 UGC 内容占比 31.9%；网易严选聚焦爆品战略，宠物粮、家清香氛、人体工学椅等品类爆品持续霸榜多平台销售前列。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年 Non-GAAP 净利润分别为 354.6 亿元、383.1 亿元、412.8 亿元，对应 EPS 分别为 10.26 元、11.09 元、11.95 元。公司重点端游调整后企稳，多款新游取得成功、后续游戏储备丰富，云音乐和有道经营效率提升，各项业务发展向好，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策趋严、游戏市场竞争加剧、新游表现不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	103468.16	113242.28	123591.00	134383.33
增长率	56.85%	9.45%	9.14%	8.73%
Non-GAAP 净利润(百万元人民币)	32664.55	35456.01	38305.26	41276.45
增长率	65.29%	8.55%	8.04%	7.76%
调整后每股收益 EPS	9.45	10.26	11.09	11.95
调整后 PE	12	11	11	10

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
电话: 0755-26671517  
邮箱: wxj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

52 周区间(港元)	122.0-183.2
3 个月平均成交量(百万)	6.26
流通股数(亿)	33.30
市值(亿)	4,271.83

### 相关研究

1. 网易-S (9999.HK): 利润高速增长, 新游表现亮眼 (2023-09-01)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：游戏业务为公司最主要的收入来源，公司积极拓宽游戏品类，增强国际影响力，经典旗舰类游戏产品和热门游戏表现稳健，多款新游戏受到广泛欢迎。公司游戏业务具有强大的市场竞争力，随着新游陆续推出，游戏开发产品线不断丰富，游戏订单量有望持续增长。我们预计公司 2024 年-2026 年网络游戏业务订单量增速为 10%、9%、8%；

假设 2：创新及其他业务包括网易新闻、网易邮箱、严选等多项增值服务，网易传媒积极推动 AI 技术与新闻场景创新融合，网易新闻客户端保持高活跃度，严选电商继续推进品类聚焦、爆品驱动，创新及其他业务订单量有望持续增长。我们预计公司 2024 年-2026 年创新及其他业务订单量增速为 10%、12%、10%；

假设 3：云音乐持续优化用户体验，受到订阅会员的广泛欢迎，为用户提供基础音乐服务的同时，音乐社交功能发挥协同效应，订单量有望持续增长。预计 2024 年-2026 年云音乐移动社交业务订单量增速为 -19%、-5%、5%；2024 年-2026 年音乐业务订单量增速为 24%、17%、15%；

假设 4：有道学习及在线营销服务蓬勃发展，加速 AIGC 技术和应用布局，AIGC 赋能业务发展，订单量有望持续增长。预计 2024 年-2026 年有道学习服务与产品订单量增速为 -8%、-7%、-5%；2024 年-2026 年有道在线市场服务订单量增速为 85%、45%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及增速

单位：百万元			2023A	2024E	2025E	2026E
游戏及相关增值服务	收入		81565	89314	96906	104658
	增速		9%	10%	9%	8%
	毛利率		63%	67%	68%	69%
创新及其他业务	增速		8647	9468	10604	11664
	收入		9%	10%	12%	10%
	毛利率		30%	34%	34%	34%
云音乐	移动社交	收入	3516	2848	2706	2841
		增速	-34%	-19%	-5%	5%
	音乐	收入	4351	5395	6312	7259
		增速	18%	24%	17%	15%
	合计	收入	7867	8243	9018	10100
		增速	-13%	5%	9%	12%
毛利率		27%	35%	38%	38%	
有道	学习服务与产品	收入	4057	3753	3490	3316
		增速	-7%	-8%	-7%	-5%
	在线市场服务	收入	1332	2464	3573	4645
		增速	98%	85%	45%	30%
	合计	收入	5389	6217	7063	7960

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	增速	8%	15%	14%	13%
	毛利率	51%	49%	47%	46%
合计	收入	103468	113242	123591	134383
	增速	10%	9%	9%	9%
	毛利率	57%	61%	62%	62%

数据来源：Wind, 西南证券

## 相对估值

综合考虑公司业务范围，选取吉比特、三七互娱等 2 家游戏行业公司作为可比公司进行估值比较，2025 年 2 家可比公司平均估值为 9 倍 PE。公司游戏业务具有强大的市场竞争力，经典旗舰类游戏产品表现稳健，并积极拓宽游戏品类，重磅新游戏储备丰富，有道加速 AIGC 技术和应用布局，AI 赋能教育业务发展，云音乐布局优质内容，各项业务整体向好，预计估值将高于行业平均水平。

预计公司 2024-2026 年 Non-GAAP 净利润分别为 354.6 亿元、383.1 亿元、412.8 亿元，对应 EPS 分别为 10.26 元、11.09 元、11.95 元。公司重点端游调整后企稳，多款新游取得成功、后续游戏储备丰富，云音乐和有道经营效率提升，各项业务发展向好，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
603444.SH	吉比特	175.21 元	15.62	14.55	16.82	18.95	16	12	10	9
002555.SZ	三七互娱	12.32 元	1.20	1.37	1.53	1.68	16	9	8	7
平均值							16	11	9	8
9999.HK	网易-S	148.73 港元	9.45	10.26	11.09	11.95	12	11	11	10

数据来源：Bloomberg, Wind, 西南证券整理

**附：财务报表**

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	24206.11	162711.50	300691.73	441655.46	营业额	103468.16	113242.28	123591.00	134383.33
应收账款	6422.42	6673.34	7283.18	7919.17	销售成本	40404.77	44219.02	47273.50	50666.92
预付款项、按金及其他应收款项	5495.37	6422.03	7008.91	7620.94	销售费用	13969.46	15061.22	16190.42	17872.98
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	21384.79	22648.46	24718.20	26876.67
存货	695.37	938.53	1003.36	1075.38	<b>营业利润</b>	31696.56	31313.58	35408.88	38966.77
其他流动资产	105873.32	111016.39	121161.70	131741.90	其他非经营损益	2360.36	2306.44	2306.44	2306.44
<b>流动资产总计</b>	142692.59	287761.78	437148.88	590012.86	<b>税前利润</b>	34056.93	33620.02	37715.32	41273.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	4699.70	5843.32	7334.78	8046.35
固定资产	8075.04	6809.95	5544.86	4279.77	税后利润	29357.22	27776.70	30380.54	33226.85
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于非控制股东利润	-59.33	-212.04	-230.71	-250.18
无形资产	4824.42	4020.35	3216.28	2412.21	归属于母公司股东利润	29416.55	32175.53	35007.38	37961.08
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>Non-GAAP 净利润</b>	32664.55	35456.01	38305.26	41276.45
其他非流动资产	30332.93	30332.93	30332.93	30332.93	EBITDA	33124.77	35689.18	39785.48	43344.36
<b>非流动资产合计</b>	43232.39	41163.23	39094.07	37024.91	NOPLAT	23009.44	26639.05	29414.82	32278.91
<b>资产总计</b>	185924.98	328925.01	476242.95	627037.77	EPS(元)	8.51	9.31	10.13	10.99
应付账款	881.02	1186.71	1268.68	1359.75	Non-GAAP EPS(元)	9.45	10.26	11.09	11.95
其他流动负债	33721.31	36042.26	39045.68	42316.71					
<b>流动负债合计</b>	53842.48	55972.24	59905.09	63727.61					
长期借款	428.00	428.00	428.00	428.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他非流动负债	3570.42	3570.42	3570.42	3570.42	<b>成长能力</b>				
<b>非流动负债合计</b>	3998.41	3998.41	3998.41	3998.41	营收额增长率	7.2%	9.4%	9.1%	8.7%
负债合计	57840.90	59970.65	63903.51	67726.02	EBIT 增长率	46.5%	11.8%	12.2%	9.4%
储备	123666.29	240091.58	356517.87	472945.16	EBITDA 增长率	41.6%	7.7%	11.5%	8.9%
归属于母公司股东权益	124285.78	265368.09	408983.89	556206.37	税后利润增长率	47.9%	8.9%	8.8%	8.4%
归属于非控制股东权益	3798.31	3586.27	3355.56	3105.38	<b>盈利能力</b>				
<b>权益合计</b>	128084.08	268954.35	412339.45	559311.75	毛利率	60.9%	61.0%	61.8%	62.3%
<b>负债和权益合计</b>	185924.98	328925.01	476242.95	627037.77	净利率	28.4%	28.2%	28.1%	28.1%
					ROE	23.7%	12.1%	8.6%	6.8%
					ROA	15.8%	9.8%	7.4%	6.1%
					ROIC	19.4%	19.9%	21.5%	22.4%
					<b>估值倍数</b>				
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	P/E	13.79	12.61	11.59	10.69
税后经营利润	27322.58	25677.14	28327.10	31173.41	调整后 P/E	12	11	11	10
折旧与摊销	3055.26	2069.16	2069.16	2069.16	P/S	3.92	3.58	3.28	3.02
财务费用	-3987.42	-4186.79	-4396.13	-4484.05	P/B	3.26	1.53	0.99	0.73
其他经营资金	8940.86	-3937.16	-8321.47	-8538.16	EV/EBIT	0.33	-0.32	-0.79	-1.26
<b>经营性现金净流量</b>	35331.28	19622.35	17678.67	20220.37	EV/EBITDA	0.30	-0.31	-0.75	-1.20
<b>投资性现金净流量</b>	-17043.43	2099.57	2055.44	2057.44	EV/NOPLAT	0.43	-0.41	-1.01	-1.61
<b>筹资性现金净流量</b>	-21467.05	116783.48	118246.13	118685.92					
<b>现金流量净额</b>	-3179.21	138505.39	137980.23	140963.73					

数据来源：公司公告，西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---