



网易 (9999.HK/NTES.US): 端游表现强劲, 预计为短期增长驱动

整体业绩略低于预期: 公司 3Q24 收入人民币 262 亿元, 同比下降 3.9%, 环比增长 2.8%, 低于市场预期 1.4%; 其中, 游戏及相关增值服务收入同比下降 4.2%, 有道增长 2.2%, 云音乐增长 1.3%, 创新及其他业务同比下降 10.3%; 毛利率同比提升 0.7pp 至 62.9%; 调整后净利润为 75 亿元, 低于市场预期 5.9%; 调整后净利率为 28.6%。

手游因高基数承压, 端游表现强劲: 公司 3Q24 游戏收入为 202 亿元, 同比下降 1%, 环比增长 5%, 其中手游收入同比下降 10%, 主要受去年《逆水寒》等游戏产品高基数影响; 端游收入同比增长 29%, 主要得益于暴雪产品和《永劫无间》端游等产品贡献; 合同负债环比增长 14%; 游戏相关业务毛利率同比微降 0.2pp 至 68.8%。游戏产品方面, 《永劫无间》手游上线以来热度稳定提升;《魔兽世界》和《炉石传说》重返中国市场后取得亮眼表现, 日活相较停服前分别实现超过 50% 和 150% 的增长;《蛋仔派对》DAU 保持健康;《梦幻西游》端游调整完成后, 8 月营收创全年第二高, DAU 亦稳步提升。

端游或成为短期增长驱动: 游戏储备方面,《漫威争锋》和《燕云十六声》端游预计在今年 12 月上线;《代号: 无限大》预计在 12 月开启线下测试;《FragPunk》预计在明年上半年上线;《Destiny: Rising》和《漫威秘法狂潮》有望在 2025 年上线。由于公司短期产品储备多为 PC/主机游戏, 同时考虑到暴雪游戏逐步回归, 我们预计端游将成为公司短期收入的重要贡献。

维持“买入”评级, 调整目标价至 160 港元/103 美元: 考虑到公司部分游戏波动及产品周期原因, 我们调整公司 FY24E/FY25E 收入预测至人民币 1,056 亿/1,124 亿元, 调整后净利润预测至 319 亿/334 亿元, 调整目标价至 160 港元/103 美元, 对应 FY25E 14.3x P/E。我们看好公司游戏长期运营能力及后续新游潜力, 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	105,559	112,369	120,903
经营利润	19,629	27,709	28,964	31,285	35,443
调整后净利润	22,808	32,608	31,886	33,412	36,692
调整后目标 PE (x)			15.0	14.3	13.0

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 11 月 15 日

网易 (9999.HK)

目标价 (港元)	160
潜在升幅/降幅	+34%
目前股价 (港元)	119.5
52 周内股价区间 (港元)	116-185.7
总市值 (百万港元)	428,893
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,113

注: 截至 2024 年 11 月 14 日收盘价

市场预期区间



网易 (NTES.US)

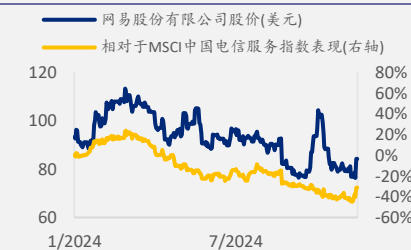
目标价 (美元)	103
潜在升幅/降幅	+22%
目前股价 (美元)	84.22
52 周内股价区间 (美元)	75.8-118.9
总市值 (百万美元)	54,318
近 3 月日均成交额 (百万美元)	161

注: 截至 2024 年 11 月 14 日收盘价

市场预期区间



股价表现



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	105,559	112,369	120,903
收入成本	(43,730)	(40,405)	(39,450)	(42,542)	(45,320)
毛利	52,766	63,063	66,109	69,827	75,583
研发费用	(15,039)	(16,485)	(17,512)	(17,979)	(18,740)
销售费用	(13,403)	(13,969)	(15,111)	(15,732)	(16,322)
管理费用	(4,696)	(4,900)	(4,523)	(4,832)	(5,078)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	19,629	27,709	28,964	31,285	35,443
利息收入	2,150	4,120	4,947	4,000	4,000
其他收益	2,472	2,227	(95)	-	-
除税前盈利	24,250	34,057	33,815	35,285	39,443
所得税开支	(5,032)	(4,700)	(5,421)	(5,998)	(7,100)
其他盈利	625	-	-	-	-
年度盈利	19,843	29,357	28,394	29,286	32,343
少数股东权益	(500)	(61)	404	-	-
本公司权益持有人	20,338	29,417	27,988	29,286	32,343
调整后净利润	22,808	32,608	31,886	33,412	36,692

现金流量表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	20,338	29,417	27,988	29,286	32,343
折旧与摊销	2,858	3,055	2,341	2,404	2,467
营运资金变动	3,497	376	(257)	(808)	(1,018)
其他非现金调整	1,016	2,484	-	-	-
经营活动现金流	27,709	35,331	30,072	30,881	33,793
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)	(10,000)	-	-
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)	(23,911)	(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)	3,586	13,631	15,742
期初的现金及现金等价物	17,376	27,588	24,207	27,793	41,424
期末的现金及现金等价物	27,588	24,207	27,793	41,424	57,166

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	12,752	13,574	14,605
投资	92,614	105,292	105,292	105,292	105,292
存货	994	695	679	732	780
现金及现金等价物	24,889	21,429	25,015	38,646	54,389
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	146,515	161,022	177,843
资产总额	172,761	185,925	189,982	204,729	221,797
母公司股东权益	104,731	124,286	138,363	153,043	170,050
少数股东权益	4,142	3,798	3,798	3,798	3,798
权益总额	108,873	128,084	142,161	156,842	173,848
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	860	928	988
借款	23,876	19,240	9,240	9,240	9,240
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	43,822	43,889	43,950
负债总额	63,888	57,841	47,820	47,887	47,948
权益及负债总额	172,761	185,925	189,982	204,729	221,797

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%	2.0%	6.5%	7.6%
毛利增速	12.3%	19.5%	4.8%	5.6%	8.2%
经营利润增速	19.6%	41.2%	4.5%	8.0%	13.3%
净利润增速	16.9%	47.9%	-3.3%	3.1%	10.4%
调整后净利润增速	15.4%	43.0%	-2.2%	4.8%	9.8%
盈利能力比率					
毛利率	54.7%	60.9%	62.6%	62.1%	62.5%
经营利润率	20.3%	26.8%	27.4%	27.8%	29.3%
净利率	20.6%	28.4%	26.9%	26.1%	26.8%
调整后净利率	23.6%	31.5%	30.2%	29.7%	30.3%
每股指标 (元)					
EPS	30.9	45.2	43.4	45.4	50.2
调整后EPS	34.6	50.1	49.4	51.8	56.9
估值 (倍)					
调整后目标P/E			15.0	14.3	13.0
目标P/S			4.5	4.3	4.0

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 11 月 14 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）

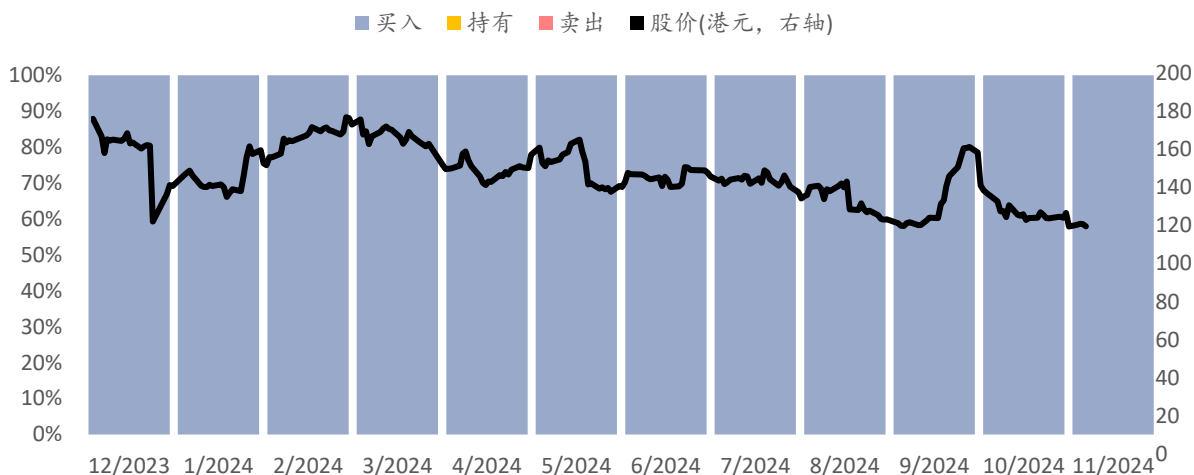


注：截至 2024 年 11 月 14 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

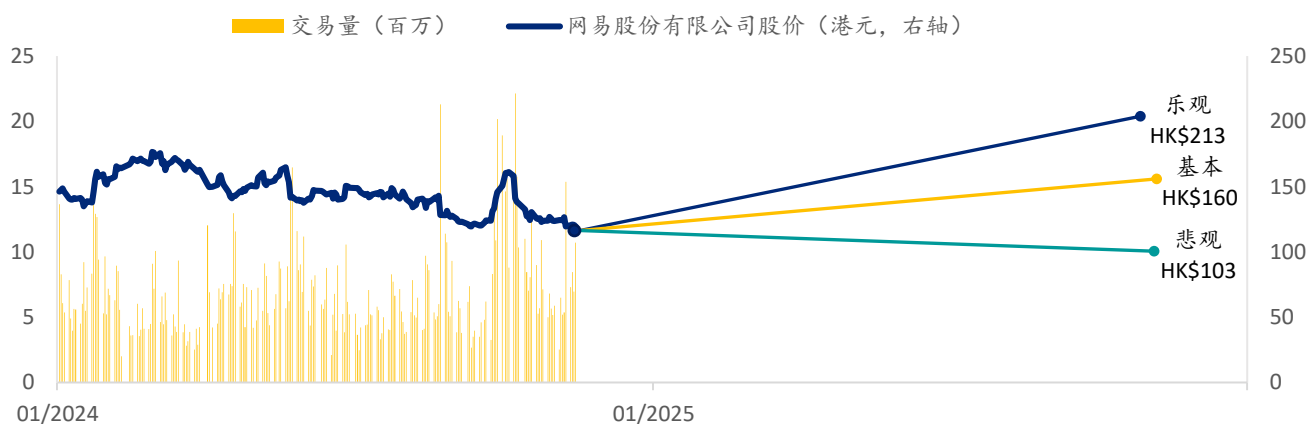
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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: 213 港元

- 新游戏表现优于预期;
- 老游戏表现维持稳定。

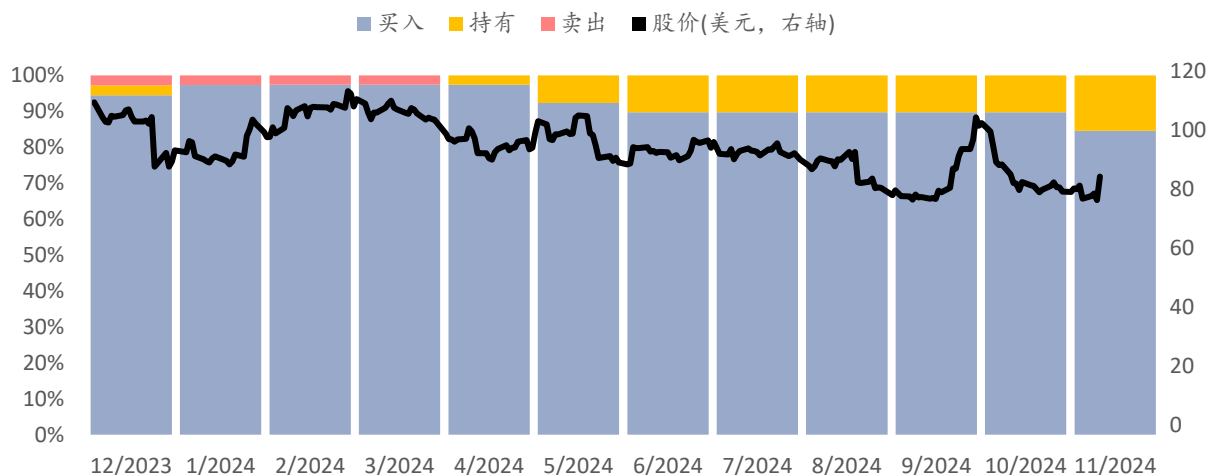
悲观情景: 公司收入不及预期
(概率: 20%)

目标价: 103 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。

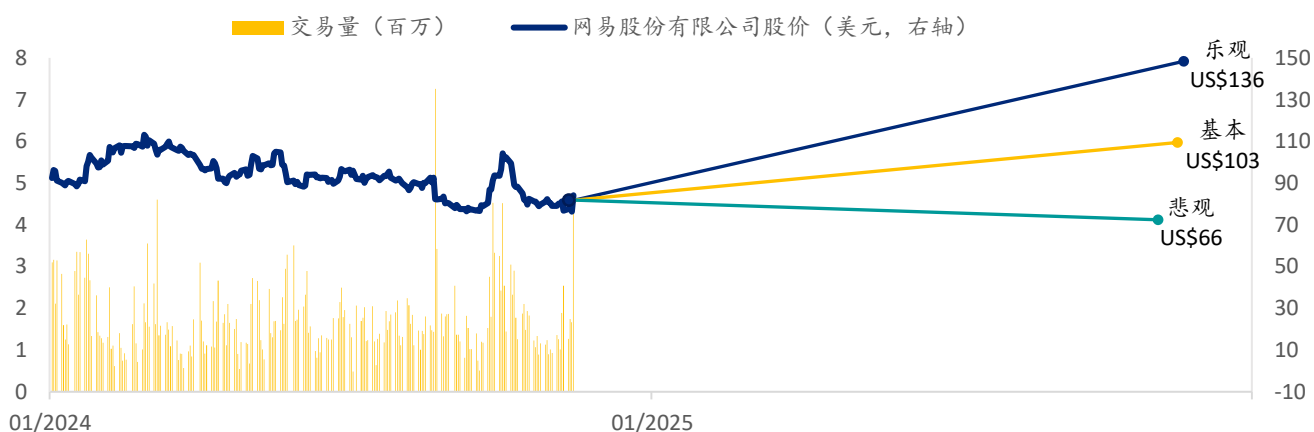
资料来源: 浦银国际预测

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: 136 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: 66 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	87.95	持有	85.00	16/8/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	90.58	持有	87.00	16/8/2024	电商
9618 HK Equity	京东	135.10	持有	155.00	16/10/2024	电商
JD US Equity	京东	33.35	持有	40.00	16/10/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	112.33	买入	145.00	27/8/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.96	持有	16.00	16/10/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	19.70	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.30	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.49	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	403.40	买入	500.00	14/11/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	84.22	买入	103.00	15/11/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	119.50	买入	160.00	15/11/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	162.40	买入	177.00	15/11/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	18.59	买入	23.00	15/11/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.04	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	21.10	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.83	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.52	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.08	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	10.54	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	169.30	买入	130.00	29/8/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	50.00	买入	53.00	16/9/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	17.12	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.87	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	28.40	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	13.10	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	8.55	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.75	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	103.33	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	18.84	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	426.89	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	284.49	买入	213.00	7/11/2024	广告

注: 股价截至 2024 年 11 月 14 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人士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(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有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

