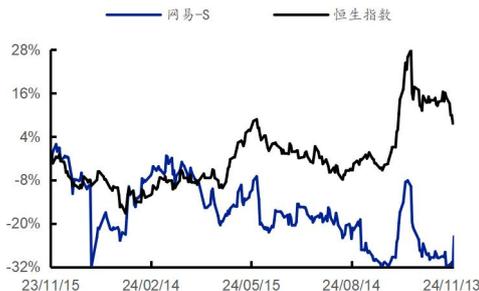


研究所：
 证券分析师：陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 证券分析师：尹芮 S0350522110001
 yinr@ghzq.com.cn

端游强劲增长，关注后续产品释放节奏

——网易-S (9999.HK) 2024Q3 财报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现		2024/11/15		
表现	1M	3M	12M	
网易-S	5.3%	-3.0%	-23.6%	
恒生指数	-4.4%	13.5%	7.5%	

市场数据		2024/11/15
当前价格 (港元)		134.00
52 周价格区间 (港元)		116.00-185.70
总市值 (百万港元)		431,810.79
流通市值 (百万港元)		431,810.79
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)		3,355.72
近一月换手 (%)		3.09

相关报告

《网易-S (9999.HK) 2024Q2 财报点评：整体表现稳健，关注后续游戏产品释放节奏 (增持) *游戏 II *陈梦竹, 尹芮》——2024-08-26

《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

事件：

2024 年 11 月 14 日公司公告 2024Q3 财报，2024Q3 实现营收 262.1 亿元 (YoY-3.9%、QoQ+2.8%)；归母净利润为 65.38 亿元 (YoY-16.6%、QoQ-3.3%)，non-GAAP 归母净利润为 74.99 亿元 (YoY-13.3%、QoQ-4.1%)。

我们的观点：

- 1、主要财务指标分析：**网易 2024Q3 实现营业收入 262.1 亿元 (YoY-3.9%、QoQ+2.8%)；归母净利润为 65.38 亿元 (YoY-16.6%、QoQ-3.3%)，经调整归母净利润为 74.99 亿元 (YoY-13.3%、QoQ-4.1%)。毛利率同比小幅上升至 62.9% (YoY+0.6pct、QoQ-0.1pct)，销售费用率 14.5% (YoY+1.4pct、QoQ+0.8pct)、研发费用率 16.9% (YoY+0.9pct、QoQ-0.6pct)、管理费用率 4.2% (YoY-1.3pct、QoQ-0.1pct)。
- 2、游戏业务：**2024Q3 游戏及增值服务实现收入 209 亿元 (YoY-4.2%、QoQ+4.0%)，毛利率由于产品组合变动而环比下降至 68.8%，其中端游收入同比强劲增长 29%，手游受到基数影响同比下滑 10%。网易游戏推出热门新品，现有游戏成功拓展到新地区。其中，《Destiny: Rising》和《漫威秘法狂潮》等多款在研产品公开亮相；《巅峰极速》8 月在日本上线后，迅速登顶苹果和谷歌应用商店免费榜第一；据雷递网《魔兽世界》和《炉石传说》重返中国市场连破纪录，日活跃用户较停服前分别涨超 50%、150%。此外，据雷递网《大话西游 2》《第五人格》《永劫无间》等长线 IP 创新高。《永劫无间》手游自 7 月上线以来热度稳定提升，9 月推出赛季更新并登上 iOS 畅销榜第四。展望 2024Q4，网易持续丰富游戏产品矩阵，有望带来增量：《漫威争锋》和《燕云十六声》将于 12 月上线。
- 3、网易有道：**2024Q3 实现营收 15.7 亿元，同比增长 2.2%，环比增长 19.0%。盈利能力显著改善，经营利润同比实现扭亏为盈，首次实现有道历史上第三季度盈利，季度经营利润亦创下历史新高。经营性现金流出收窄至 8540 万元，同比收窄 71.0%。在“AI+教育”双轮驱动战略下，有道的产品、服务继续升级迭代，AI 商业化落地再次取得突破，整体业绩稳健增长，业务健康度及经营效率持续大幅提升。有道持续聚焦优势课程，学习服务净收入 7.7 亿元，其中，

■*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 驱动玩法带来创新体验 (买入) *游戏 II *陈梦竹, 尹芮》——2023-07-01

数字内容服务净收入达到 5.1 亿元, 在覆盖成本及运营支出的同时, 贡献了可观的经营利润。得益于有道不断拓展新领域并利用 AI 优化广告效果, 有道在线营销服务净收入于 Q3 达到 4.9 亿元, 同比增长 45.6%, 继续保持高速增长的态势, 毛利率同比上升 4.4 个百分点。

- **4、网易云音乐:** 2024Q3 实现营收 20.0 亿元 (YoY+1.3%、QoQ-2.0%), 毛利率显著改善至 32.8% (YoY+5.6pct, QoQ+0.7pct)。Q3 季度, 网易云音乐继续推动以音乐为核心的生态系统的高质量发展, 进一步拓展订阅会员规模, 驱动在线音乐收入持续健康增长; 同时, 在与 Kakao 娱乐、JYP 娱乐合作的基础上, 还与 CJ ENM 公司达成版权合作, 丰富 K-POP 音乐库。在“AI+音乐”领域, 网易云音乐推出“AI 帮唱”工具, 通过定制化 UGC 内容创作, 满足用户个性化的需求。
- **5、创新及其他业务:** 2024Q3 实现营收 17.7 亿元, 同比减少 10.3%。三季度, 网易严选聚焦品牌化战略, 持续贯彻品类聚焦、爆品驱动、以点带面的方针, 发力全渠道销售, 严选 Pro 会员规模同比提升 56%, 宠物、家清等核心品类销售额同比实现两位数增长; 网易传媒通过大语言模型提升内容质量, 坚持将 AI 技术渗透于重大活动、多维项目, 现象级的爆款及精品输出率超同期 30%, 新增创作者同比增长 34%, 跟贴互动量同比增长 27.49%; 网易数帆与广州市公共交通集团有限公司正式达成合作, 以大数据技术提升广州 1800 多万市民公交出行体验。
- **盈利预测和投资评级** 我们预计公司 FY2024-2026 年营收分别为 1043/1083/1153 亿元, 经调整归母净利润分别为 316/330/361 亿元, 对应经调整 EPS 为 9.83/10.27/11.25 元, 对应经调整 PE 分别 13/12/11X。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, 2025 年 Target Price 152 港元, 维持“增持”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	104316	108257	115262
增长率(%)	7	1	4	6
NON-GAAP 归母净利润 (百万元)	32659	31555	32983	36110
增长率(%)	43	-3	5	9
摊薄每股收益 (元)	9.05	8.57	9.18	10.19
ROE(%)	23	20	18	18
经调整 EPS (元)	10.17	9.83	10.27	11.25
经调整 P/E	12.19	12.61	12.07	11.02
P/B	3.11	2.78	2.40	2.13
P/S	3.85	3.82	3.68	3.45

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

单位人民币, 换算汇率为 11 月 15 日实时汇率 1 港元=0.925 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 11 月 15 日实时汇率 1 港元=0.925 人民币）

证券代码：	09999				股价：	134.00	投资评级：	增持		日期：	2024/11/15	
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%	20%	18%	18%	EPS	9.05	8.57	9.18	10.19			
毛利率	61%	63%	63%	64%	BVPS	39.89	44.54	51.58	58.17			
期间费率	34%	35%	34%	33%	估值							
销售净利率	28%	27%	28%	29%	P/E	13.70	14.47	13.50	12.16			
成长能力					P/B							
收入增长率	7%	1%	4%	6%	P/S	3.85	3.82	3.68	3.45			
利润增长率	49%	-6%	7%	11%								
营运能力					利润表（百万元）							
总资产周转率	0.56	0.50	0.46	0.45	营业收入	103468	104316	108257	115262			
应收账款周转率	16.24	15.15	14.60	14.60	营业成本	40405	38907	40107	41886			
存货周转率	58.11	46.62	46.31	45.42	营业税金及附加							
偿债能力					销售费用							
资产负债率	31%	31%	29%	28%	管理费用	13969	14937	15287	16137			
流动比	2.65	2.93	3.20	3.40	研发费用	4900	4496	4330	4492			
速动比	2.30	2.64	2.92	3.19	其他费用/（-收入）	16485	17178	17307	17869			
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	27709	28799	31226	34878			
现金及现金等价物	21429	58890	76695	99118	营业外净收支	-2143	-4115	-5030	-5408			
应收款项	6422	7145	7415	7895	利润总额	34057	33738	36155	40208			
存货净额	695	835	866	922	所得税费用	4700	5494	5954	6775			
其他流动资产	114	118	124	126	净利润	29357	28245	30201	33433			
流动资产合计	142693	184375	208507	234105	少数股东损益	-59	531	524	525			
固定资产	8075	7302	7578	6916	归属于母公司净利润	29417	27713	29677	32908			
土地使用权	4075	5737	5954	6339	现金流量表（百万元）							
定期存款	1050	1050	1050	1050	经营活动现金流	37548	33915	38240	43485			
其他长期资产	28472	8345	8661	8068	净利润	29417	27713	29677	32908			
资产总计	185925	208374	233373	258208	少数股东损益	-59	531	524	525			
短期借款	19240	26601	27606	28815	折旧摊销	4734	3623	3738	4031			
应付款项	881	1173	1209	1262	公允价值变动	3558	3558	3558	3558			
预收帐款					营运资金变动	-100	-1510	744	2464			
其他流动负债	33721	35050	36374	38728	投资活动现金流	-16232	-11489	-12584	-13881			
流动负债合计	53842	62823	65189	68806	固定资产投资	-2059	-1552	-1565	-1624			
长期借款及应付债券					短期投资	2132	1436	2598	2055			
其他长期负债	3998	2534	2565	2621	其他	-16305	-11373	-13617	-14313			
长期负债合计	3998	2534	2565	2621	筹资活动现金流	-5276	-7165	-7851	-7181			
负债合计	57841	65357	67754	71427	债务融资	2000	2000	2000	2000			
股本	3211	3211	3211	3211	权益融资	-7276	-9165	-9851	-9181			
股东权益	128084	143017	165619	186781	其他	0	0	0	0			
负债和股东权益总计	185925	208374	233373	258208	现金净增加额	16040	15261	17806	22423			

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。