

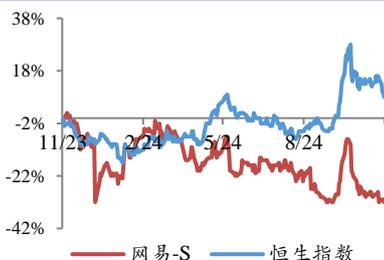
游戏业务超预期，关注年底新游上线情况

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-17

收盘价（港元）	135.80
近 12 个月最高/最低（港元）	177.4/113.0
总股本（百万股）	3,222
流通股本（百万股）	3,222
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	4,421
流通市值（亿港元）	4,421

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 网易 1Q24 点评：永劫无间手游将驱动未来增长 2024-05-25

2. 23Q3 点评：游戏支付渠道优化，期待《燕云十六声》 2023-11-20

主要观点：

● 3Q24 业绩：

24Q3，公司实现收入 262.1 亿元（yoy-3.9%，qoq+2.8%）。分业务看，游戏及相关增值服务超预期（209 亿 vs 207 亿 consensus），同比 -4.2%；有道业务低于预期（15.7 亿 vs 16.9 亿 consensus），同比 +2.2%；云音乐低于预期（20.0 亿 vs 20.5 亿 consensus），同比 +1.3%；创新及其他业务低于预期（17.7 亿 vs 20.7 亿 consensus），同比 -10.3%。

公司三季度实现毛利 164.8 亿元（yoy-2.9%），毛利率为 62.9%，同比增长 0.7pct；实现调整后净利润 75 亿元（yoy-13.3%），净利率为 28.6%，同比减少 3.1pct。

● 长线游戏持续发力，暴雪回归提供增量

公司长线运营游戏热度不减，《第五人格》和《永劫无间》端游持续提供流水增量。新游《永劫无间》手游自七月上线最高登顶 iOS 畅销榜第四，后续流水跌落较快。海外方面，《巅峰极速》八月登陆日本市场，并登顶苹果和谷歌应用商店免费榜首。

网易与暴雪重新合作，重点游戏《魔兽世界》和《炉石传说》回归，其中《魔兽世界》DAU 较开服前增长超 50%，《炉石传说》DAU 较开服前大幅增长 150%，两款游有望长期为公司带来稳定收入。

● 重点新游年底上线，内容储备丰富

预计 12 月上线漫威 IP 授权的《漫威争锋》和《燕云十六声》两款新游，有望带动流水增长。

公司储备游戏包括：《Destiny: Rising》和《漫威秘法狂潮》等多款在研产品，二次元游戏《代号：无限大》将开启首测，各类新品推出不断丰富产品矩阵。

● 投资建议

我们预计 CY 24/25/26 年归母净利润(Non-GAAP)分别为 318.2/ 349.4/ 383.2 亿元，前次预测值 CY 24/25/26 年分别为 380.3/ 441.9/ 488.8 亿元。维持“买入”评级。

● 风险提示

游戏版号数量波动；玩家消费意愿及收入预期不确定性。

● 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	103,468	105,756	113,259	120,076
收入同比 (%)	7.2%	2.2%	7.1%	6.0%
归母净利润	32,608	31,823	34,937	38,318
归母净利润同比 (%)	39.2%	-2.4%	9.8%	9.7%
ROE (%)	25%	23%	22%	21%
每股收益 (元)	10.03	9.84	10.84	11.88
市盈率 (P/E)	16.1	12.6	11.5	10.5

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		百万人民币			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
资产					
现金及现金等价物	21,429	27,301	61,191	96,934	
短期投资	4,436	12,607	12,607	12,607	
限制性现金	2,777	2,994	2,994	2,994	
存货	695	650	626	696	
应收账款	6,422	6,842	6,397	7,026	
其他流动资产	106,933	97,069	93,320	89,570	
流动资产	142,693	147,465	177,135	209,827	
固定资产	8,075	7,762	6,466	5,656	
无形资产	4,075	4,205	4,205	4,205	
投资	-	-	-	-	
其他长期资产	31,082	31,917	31,935	31,953	
资产总计	185,925	191,349	219,741	251,641	
负债					
应付账款	881	891	859	950	
短期借款	19,240	10,594	10,594	10,594	
短期租赁	-	-	-	-	
其他流动负债	33,721	36,776	46,431	56,085	
流动负债	53,842	48,261	57,884	67,630	
长期借款	428	439	484	535	
长期租赁	-	-	-	-	
其他长期负债	3,570	3,028	3,028	3,028	
负债合计	57,841	51,728	61,396	71,192	
权益					
优先股	116	122	122	122	
股东权益合计	127,968	139,498	158,222	180,326	
负债股东权益总计	185,925	191,349	219,741	251,641	

现金流量表		百万人民币			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
税后利润	29,357	28,411	30,937	34,318	
折旧和摊销	3,055	2,458	2,596	2,210	
股权激励	3,243	3,765	3,765	3,765	
少数股东权益	-	-	-	-	
营运资金变动	376	3,358	13,842	12,797	
其他经营现金流	-700	77	-	-	
经营现金流合计	35,331	38,070	51,140	53,089	
资本支出	-2,302	-1,263	-1,300	-1,400	
资产收购	-2,832	-901	-	-	
资产剥离	153	2,467	-	-	
其他投资现金流	-12,063	-3,319	-18	-18	
投资现金流合计	-17,043	-3,017	-1,318	-1,418	
股息支出	-8,014	-9,183	-	-	
权益变动	-5,234	-11,229	-15,978	-15,978	
负债变动	-8,305	-8,529	46	50	
其他融资现金流	86	84	-	-	
融资现金流合计	-21,467	-28,856	-15,932	-15,928	
现金流总计	-3,382	6,094	33,890	35,743	
期初现金	27,588	24,207	30,295	64,185	
期末现金	24,207	30,295	64,185	99,928	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表		百万人民币			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	103,468	105,756	113,259	120,076	
营业成本	40,405	39,367	41,752	42,621	
毛利	63,063	66,389	71,508	77,454	
销售及管理费用	18,869	19,778	20,670	21,877	
研发费用	16,485	17,408	18,859	19,812	
其他营业费用	-	-	-	-	
营业费用合计	35,354	37,186	39,529	41,689	
营业利润	27,709	29,203	31,978	35,765	
利息收入/费用	4,120	5,025	5,351	5,644	
其他收入/支出	2,227	-177	-	-	
利润总额	34,057	34,051	37,330	41,409	
所得税费用	4,700	5,458	5,599	6,211	
其他	-	-	-	-	
税后利润	29,357	28,593	31,730	35,198	
少数股东损益	59	-588	-793	-880	
归母净利润	29,417	28,005	30,937	34,318	
<i>Non-GAAP调整项</i>	<i>3,192</i>	<i>3,818</i>	<i>4,000</i>	<i>4,000</i>	
经调整净利润	32,608	31,823	34,937	38,318	
经调整EBITDA	30,764	31,661	34,575	37,975	
经调整EPS(摊薄)	10.03	9.84	10.84	11.88	

核心指标		2023A	2024E	2025E	2026E
盈利指标					
营收增长率		7.2%	2.2%	7.1%	6.0%
EBITDA增长率		36.8%	2.9%	9.2%	9.8%
EPS增长率		41.0%	-1.9%	10.2%	9.7%
毛利率		60.9%	62.8%	63.1%	64.5%
营业利润率		29.9%	31.2%	31.8%	33.1%
ROIC (%)		26%	25%	23%	22%
ROE (%)		25%	23%	22%	21%
估值指标					
P/E (X)		16.1	12.6	11.5	10.5
P/B (X)		4.1	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA (X)		17.0	12.1	10.1	8.3
EV/营收 (X)		5.1	3.6	3.1	2.6
净债务/EBITDA (X)		-0.06	-0.51	-1.45	-2.26
利息保障倍数 (X)		-7.50	-6.57	-6.72	-7.05
营运资金指标					
存货周转天数		8	6	6	6
应收账款周转天数		20	23	21	20
应付账款周转天数		11	8	8	8
净营运资金		-79,448	-66,895	-53,053	-40,257
偿债能力					
资产负债率		31%	27%	28%	28%
流动比率		2.47	2.85	2.89	2.95
速动比率		0.43	0.60	1.06	1.42

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。