

网易-S (09999.HK)

端游表现良好，观察《燕云十六声》等新游戏进展

优于大市

核心观点

24Q3 收入同比下降 4%，利润受汇兑损益影响。 24Q3，公司实现营收 262 亿元，同比下降 4%。Non-GAAP 归母净利润 75 亿元，同比降低 13%；Non-GAAP 归母净利率 29%，同比下降 3pct。本季度，汇兑损失达 10.6 亿元，去年同期为 4 亿元。

游戏：端游收入增长亮眼。 24Q3，在线游戏业务收入为 202 亿元，同比下降 1%。其中，手游收入 143 亿元，同比下降 10%，下降主要系去年同期高基数。PC 端游收入 59 亿元，同比增长 29%。PC 游戏增长良好，主要得益于《魔兽世界》回归和《永劫无间》等主要 PC 游戏。递延收入 155 亿元，同比增长 10%。

公司游戏业务逐步企稳，新游戏重点关注《燕云十六声》。 暴雪相关：根据业绩会，《魔兽世界》的日活跃玩家数量比关停前增加 50%，《炉石传说》活跃玩家数量增长 150% 以上。老游戏《梦幻西游》基本稳定，8 月是今年第二高的月份。除此以外，《第五人格》营收创历史新高，并且全球在线玩家数量也创下新高。热门游戏《第五人格》和《永劫无间》端游人气不减，展现了网易游戏的长线运营能力。新游戏方面，《漫威争锋》和开放世界动作冒险 RPG《燕云十六声》将于 12 月上线。

有道：收入同比增长 2%，学习服务进行结构调整优化。 24Q3，收入为 16 亿元，同比增长 2%。其中，学习服务收入为 7.7 亿元，同比减少 19%，主要系业务结构调整优化，采用更有选择性的客户获取方法。智能设备收入为 3.2 亿元，同比增长 25%，增长主要系推出新产品。广告服务收入 4.9 亿元，同比增长 46%，有道加大 AI 技术在广告投放上应用。

云音乐：盈利水平持续提升。 24Q3，云音乐净收入为 20 亿元，同比增加 1%。24Q3，云音乐毛利率为 32.8%，同比提升 5.6pct。

风险提示： 政策风险；新产品上线推迟的风险；游戏市场竞争激烈。

投资建议： 公司老游戏逐步企稳；游戏制作能力强，游戏储备充足，关注新游戏《燕云十六声》进展。考虑到汇兑损益影响，我们下调公司盈利预期，预计公司 24-26 年调整后归母净利润分别为 320/361/380 亿元（下调 11%/7%/8%），考虑到盈利下调，我们给予 25 年 13-15xPE，下调目标价至 157-181 港币（幅度-22%/-22%）。建议继续观察网易游戏调整情况以及新游表现，继续维持“优于大市”评级。

公司研究 · 海外公司财报点评

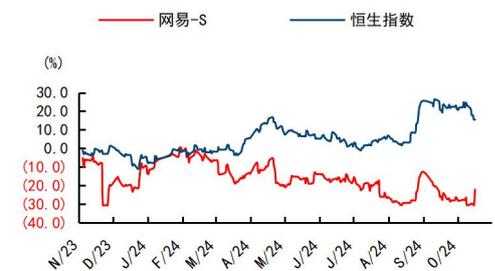
互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 证券分析师：陈淑媛
0755-81982651 021-60375431
zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980524030003

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 157.00 - 181.00 港元
收盘价 134.00 港元
总市值/流通市值 430245/430245 百万港元
52 周最高价/最低价 181.04/113.69 港元
近 3 个月日均成交额 1156.89 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《网易-S (09999.HK) - 收入稳健增长，观察游戏调整情况以及新游戏表现》——2024-08-23
- 《网易-S (09999.HK) - 多款重磅游戏即将上线，关注新游戏进展》——2024-05-30
- 《网易-S (09999.HK) - 24 年游戏储备丰富，关注新游戏上线进展》——2024-03-08
- 《网易-S (09999.HK) - 新产品带动手游显著提速，后续产品周期依然强势》——2023-11-17
- 《网易-S (09999.HK) - 2023Q3 业绩前瞻：进入强势产品周期，预计游戏业务显著提速》——2023-10-23

盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	103,587	107,576	116,676	125,378	133,476
(+/-%)	7.3%	3.9%	8.5%	7.5%	6.5%
non-GAAP 归母净利润(百万元)	32,608	32,003	36,053	38,004	39,924
(+/-%)	43.0%	-1.9%	12.7%	5.4%	5.0%
non-GAAP 每股收益(元)	9.89	9.97	11.23	11.84	12.43
EBIT Margin	26.7%	27.7%	28.7%	28.7%	28.7%
净资产收益率 (ROE)	23.7%	19.8%	19.5%	17.9%	16.6%
市盈率 (PE)	12.6	12.5	11.1	10.5	10.0
EV/EBITDA	15.3	13.1	11.7	10.6	10.0
市净率 (PB)	3.30	2.77	2.39	2.09	1.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

总览：收入同比下降 4%，利润受汇兑损益影响

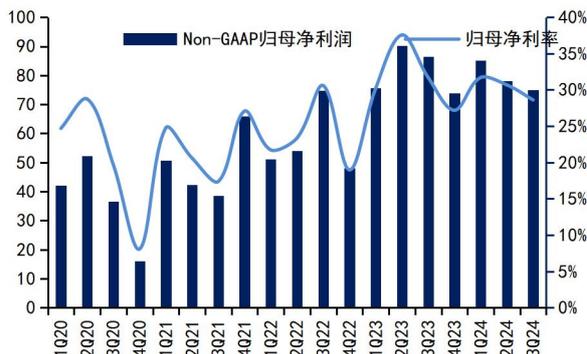
24Q3 收入同比下降 4%，经调利润率同比提升 1pct。 24Q3，公司实现营收 262 亿元，同比下降 4%。Non-GAAP 归母净利润 75 亿元，同比降低 13%；Non-GAAP 归母净利润率 29%，同比下降 3pct。本季度，汇兑损失达 10.6 亿元，去年同期为 4 亿元。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司经调整归母净利润及利润率（单位：亿元、%）

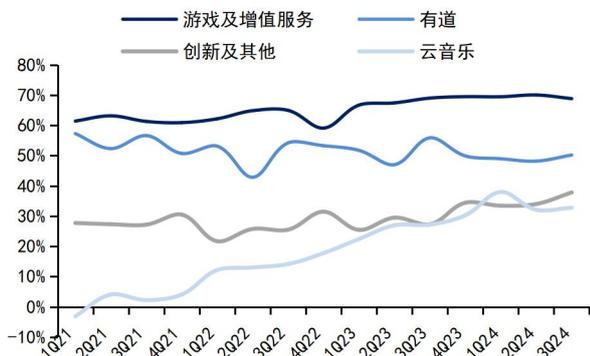


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

云音乐毛利率同比提升明显。 24Q3，公司综合毛利率 63%，同比提升 1pct。其中，游戏及增值服务毛利率 69%，同比持平。有道毛利率 50%，同比下降 6pct，主要因其学习服务的净收入下降。云音乐毛利率 33%，同比提升 6pct，提升主要得益于音乐订阅收入增加以及订阅成本管控。

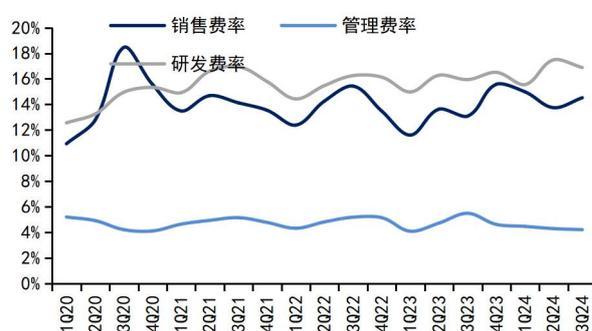
24Q3，公司总经营费率为 36%，同比提升 1pct。 经营费用环比增加主要由于游戏及相关增值服务市场推广支出增加。其中销售费率 14.5%，同比上升 1.4pct。

图3：网易各项毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：网易三项经营费率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

游戏：端游收入增长亮眼

2024Q3，在线游戏业务收入为 202 亿元，同比下降 1%。其中，手游收入 143 亿元，同比下降 10%，下降主要系去年同期高基数。PC 端游收入 59 亿元，同比增长 29%。PC 游戏增长良好，主要得益于《魔兽世界》回归和《永劫无间》等主要 PC 游戏。

递延收入 155 亿元，同比增长 10%。

图5：公司在线游戏收入及增速（亿元，%）



图7: 有道收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 有道收入构成 (亿元)

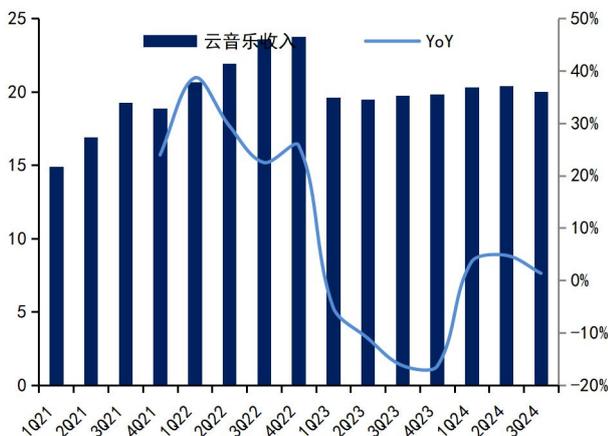


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

云音乐: 盈利水平持续提升

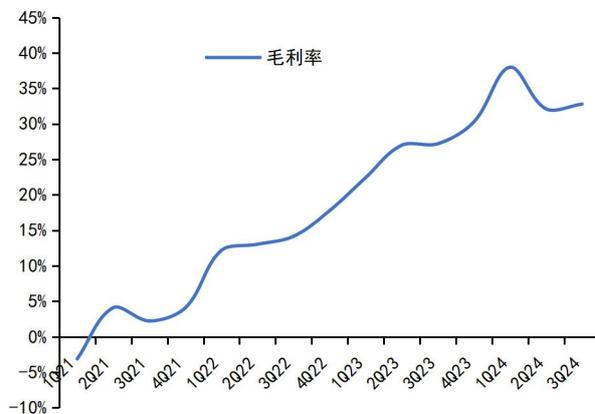
2024Q3, 云音乐净收入为 20 亿元, 同比增加 1%。24Q3, 云音乐毛利率为 32.8%, 同比提升 5.6pct, 得益于成本管控的持续改善。

图9: 云音乐收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 云音乐毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级

公司老游戏逐步企稳; 游戏制作能力强, 游戏储备充足, 关注新游戏《燕云十六声》进展。考虑到汇兑损益影响, 我们下调公司盈利预期, 预计公司 24-26 年调整后归母净利润分别为 320/361/380 亿元 (下调 11%/7%/8%), 考虑到盈利下调, 我们给予 25 年 13-15xPE, 下调目标价至 157-181 港币 (幅度-22%/-22%)。建议继续观察网易游戏调整情况以及新游表现, 继续维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险；新产品上线推迟的风险；游戏市场竞争激烈的风险；游戏出海表现不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	21429	24354	26001	28132	营业收入	103587	107576	116676	125378
应收款项	12499	12995	14095	15146	营业成本	40524	42049	44702	48036
存货净额	695	726	769	824	销售费用	13969	14200	15168	16299
其他流动资产	2777	2884	3128	3361	研发费用	16485	16674	18085	19434
流动资产合计	142693	146251	154549	163547	管理费用	4900	4841	5250	5642
固定资产	8075	11524	14890	18194	营业利润	27709	29812	33471	35968
无形资产及其他	27658	44267	58905	72256	财务费用	(3987)	(2326)	(4543)	(3619)
投资性房地产	7500	7500	7500	7500	投资收益	1307	500	400	736
长期股权投资	0	0	0	0	其他损益净额	1054	1100	1077	1077
资产总计	185925	209542	235844	261496	利润总额	34057	33739	39491	41399
短期借款及交易性金融负债	19240	20823	21313	20459	所得税费用	4700	5398	7108	7452
应付款项	3453	3605	3818	4089	少数股东损益	(59)	(220)	(170)	(178)
其他流动负债	31150	32023	34198	36686	归属于母公司净利润	29417	28561	32553	34125
流动负债合计	53842	56451	59328	61234	经调整归母净利润	32608	32003	36053	38004
长期借款及应付债券	428	428	428	428					
其他长期负债	3570	4761	5533	5533					
长期负债合计	3998	5189	5961	5961					
负债合计	57841	61639	65289	67195					
少数股东权益	3798	3624	3490	3349					
股东权益	124286	144278	167065	190953					
负债和股东权益总计	185925	209542	235844	261496					
关键财务与估值指标					现金流量表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
经调整 EPS	9.89	9.97	11.23	11.84	净利润	29417	28561	32553	34125
每股红利	1.87	2.67	3.04	3.19	资产减值准备	0	0	0	0
每股净资产	37.71	44.94	52.03	59.47	折旧摊销	2858	5526	6439	7942
ROIC	21%	17%	16%	15%	公允价值变动损失	(1054)	(1100)	(1077)	(1077)
ROE	24%	20%	19%	18%	财务费用	(3987)	(2326)	(4543)	(3619)
毛利率	61%	61%	62%	62%	营运资本变动	(3591)	1582	1773	1421
EBIT Margin	27%	28%	29%	29%	其它	(2704)	(174)	(134)	(141)
EBITDA Margin	30%	33%	34%	35%	经营活动现金流	24927	34395	39553	42270
收入增长	7%	4%	8%	7%	资本开支	(20995)	(12012)	(16343)	(14430)
净利润增长率	45%	-3%	14%	5%	其它投资现金流	(12678)	0	(5265)	(5528)
资产负债率	33%	31%	29%	27%	投资活动现金流	(7078)	(12012)	(21607)	(19958)
息率	1.4%	1.9%	2.2%	2.3%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	12.6	12.5	11.1	10.5	负债净变化	(3227)	0	0	0
P/B	3.3	2.8	2.4	2.1	支付股利、利息	(6150)	(8568)	(9766)	(10238)
EV/EBITDA	15.3	13.1	11.7	10.6	其它融资现金流	6168	1583	490	(854)
					融资活动现金流	(12586)	(6986)	(9276)	(11092)
					现金净变动	(3460)	15397	8670	11221
					货币资金的期初余额	24889	21429	24354	26001
					货币资金的期末余额	21429	36826	33024	37221
					企业自由现金流	2158	20139	19316	24426
					权益自由现金流	8650	25356	23531	27122

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032