

公司研究

《漫威争锋》用户&流水再超预期，《燕云十六声》口碑回暖

——网易-S (9999.HK) 游戏产品线更新点评

要点

《漫威争锋》等精品新游戏上线表现超预期，产品周期上行有望催化股价走强。 1) 《漫威争锋》用户&销售数据上线后持续走高，占据多平台热销榜，海外玩家反馈热烈。1月15日中午12时该游戏 Steam 同时在线人数达45万人，第1赛季峰值在线人数超64万；Steam 畅销榜超过《PUBG》、《使命召唤》、《三角洲行动》等热门同类型游戏。游戏上线后多次居多国 Steam 每周热销榜前5，列于 EPIC、XBox、PS 等平台热门游戏榜单中。据 GameLook 估计，24M12 上线以来《漫威争锋》首月 Steam 平台收入或可达4亿人民币，全球首月总流水有望达10亿人民币，漫威 IP 仍有大量英雄角色待推出且《漫威争锋》尚有 PVE 等玩法持续提供体验更新，该游戏有机会成为网易旗下又一款大流水体量长青游戏。尽管考虑漫威 IP、Steam 等平台、虚幻引擎的分成，《漫威争锋》预计为网易在 25 年提供较高体量利润增量。游戏以卡通渲染美式漫画风格佐以符合传统超英审美的形象设计广获海外社区好评，有望巩固网易高制作水准的玩家印象，开辟海外大 IP&网易优质产能的出海轨道，提振市场长期信心。2) 《燕云十六声》移动端上线公测稳居 iPhone 角色扮演类下载榜首，新剧情口碑&热度皆回升，期待长期流水贡献。《燕云十六声》CG、角色设计与地图等美术元素具备独有武侠韵味，与 PC 端实现互通确保进度衔接，做出移动端操作的相应适配。1月9日移动端正式上线，5天后官方发文宣布玩家总数突破1000万。新剧情开封篇精细打磨积累较高讨论热度，台词、背景与设定合理考虑历史逻辑与人物动机，收获玩家较多好评。目前氪金点设置仍较少，后续若能保持剧情水准在线，持续丰富营销策略、优化玩家体验，《燕云十六声》流水拥有较大提升空间，期待春节新版本内容。3) 《无限大》线下测试反馈较好，内容精致玩法丰富，持续关注其有望成为中期重量级新品。1月3号《无限大》开启线下封测，展示的部分研发内容已具备一定可玩性。该游戏拥有自由度较高的基础玩法，如摆荡玩法、场景互动、选择载具等；具备充分设计的角色和服饰，麻将、健身、赛车等一系列休闲玩法；充分集成剧情、养成、换装、开放世界等大体量内容，有望为网易在二次元游戏领域实现再度拓展。

盈利预测、估值与评级：考虑《漫威争锋》新赛季表现持续走强，《燕云十六声》玩家口碑回暖有望上线运营，射击类《FragPunk》、二次元《无限大》等重点新游持续推进催化仍多，结合暴雪国服回归、海外&端游持续拓展，网易产品线&业绩周期已开始向上，我们上调公司 24-26 年经调整归母净利润持续经营净利润预测分别至 317.9/355.0/383.0 亿元人民币（与上次预测分别+1.6%/+6.1%/+7.9%），维持目标价 180.0 港元，维持“买入”评级。

风险提示：新游上线流水不及预期风险；游戏行业竞争加剧风险；有道 AI 项目进展不及预期风险；云音乐用户付费率提升不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元人民币）	96,495.8	103,468.2	106,222.0	116,690.0	125,035.5
营业收入增长率	10.1%	7.2%	2.7%	9.9%	7.2%
Non-GAAP 归母持续经营净利润（百万元）	22,808.4	32,608.3	31,794.3	35,503.0	38,303.5
Non-GAAP 归母持续经营净利润增长率	15.4%	43.0%	-2.5%	11.7%	7.9%
Non-GAAP EPS（元）	7.1	10.2	9.9	11.1	11.9
Non-GAAP PE	20	14	15	13	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-1-17，汇率：1 港元=0.9409 人民币

买入（维持）

当前价/目标价：153.8/ 180.0 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

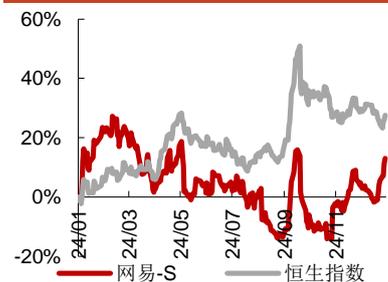
021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	32.11
总市值(亿港元):	4,938.18
一年最低/最高(港元):	116-180.5
近3月换手率(%):	22.5

股价相对走势



收益表现

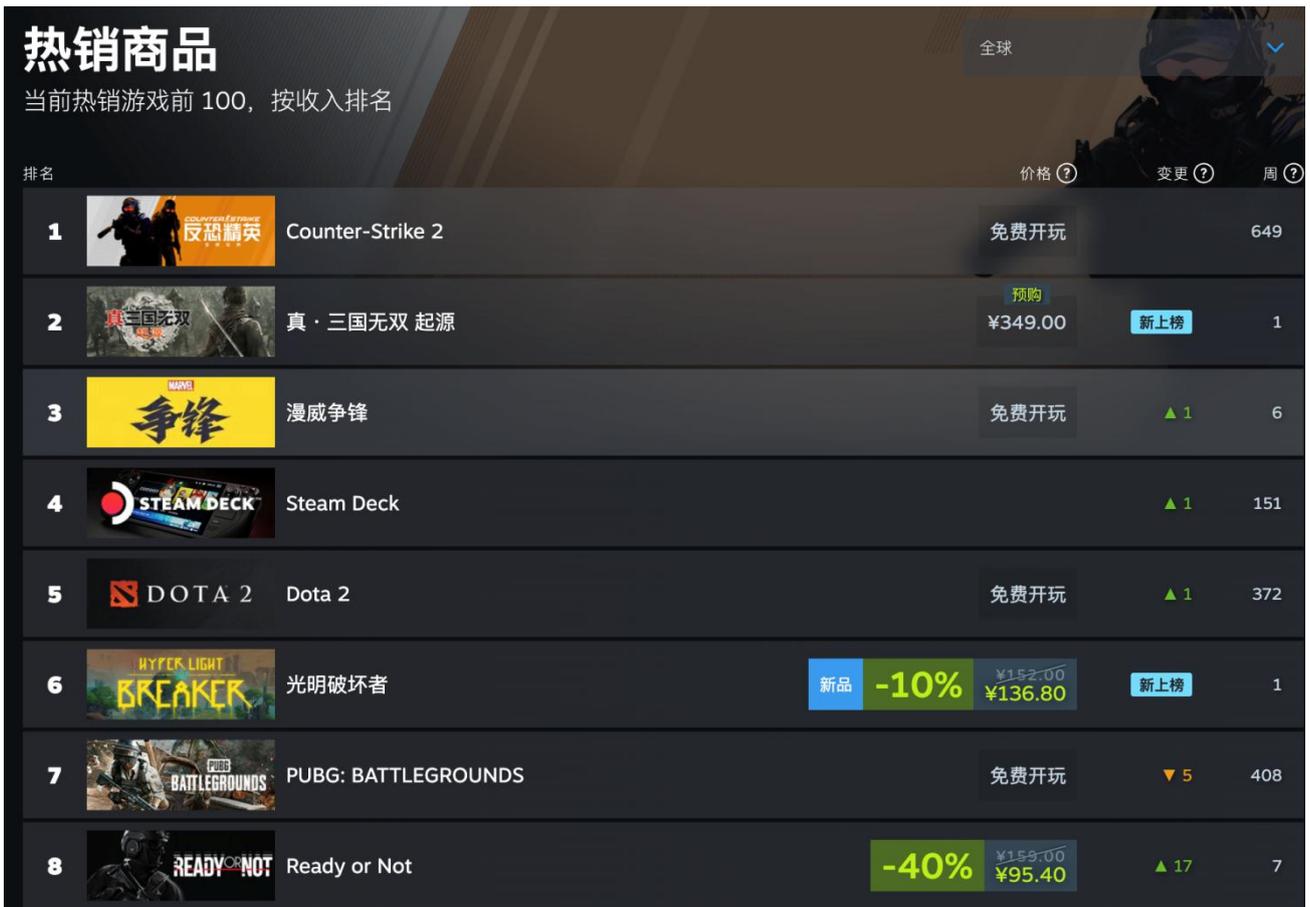
%	1M	3M	1Y
相对	9.5	27.4	-8.3
绝对	7.8	23.7	19.4

资料来源：Wind

相关研报

周期底部已过，《漫威争锋》《燕云十六声》蓄势待发——网易-S (9999.HK) 游戏产品线动态点评 (2024-12-04)
暴雪国服回归，展望 IP、出海合作深化——网易-S (9999.HK) 重启暴雪国服合作点评 (2024-04-11)
新一轮产品高峰有望开启，《射雕》先行、《燕云》《永劫》待发——网易-S (9999.HK) 2023 年四季度业绩点评及游戏产品线跟踪梳理 (2024-03-05)
开拓多垂类超预期新品，利润端再超预期——网易-S (9999.HK) 2023 年三季度业绩点评 (2023-11-27)

图 1: 25 年 1 月 15 日中午 12 时《漫威争锋》居 Steam 畅销榜第 3 位



资料来源: Steam

图 2: 截至 25 年 1 月 15 日一周内《漫威争锋》Steam 在线玩家数趋势



资料来源: Steam

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	96,496	103,468	106,222	116,690	125,036
营业成本	43,730	40,405	39,448	42,555	44,878
折旧和摊销	2,858	3,055	1,705	1,937	2,171
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	13,403	13,969	15,343	16,453	17,380
管理费用	19,735	21,385	22,340	24,272	25,882
财务费用	-2,150	-4,120	-3,134	-3,395	-3,247
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	54	1,307	1,436	1,436	1,436
营业利润	21,832	33,136	33,661	38,242	41,578
营业外支出	-1,571	133	133	133	133
利润总额	24,250	34,057	34,581	39,163	42,499
所得税	5,032	4,700	6,389	7,235	7,851
净利润	19,218	29,357	28,193	31,927	34,647
少数股东损益	-494	-59	198	224	244
归属母公司净利润	20,338	29,417	27,994	31,703	34,404
Non-GAAP 归母持续经营净利润	22,808	32,608	31,794	35,503	38,304

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	27,709	35,331	28,733	26,788	34,007
投资活动产生现金流	-7,370	-17,043	-3,116	-5,422	-4,882
融资活动现金流	-10,238	-21,467	4,765	3,525	3,328
净现金流	10,102	-3,179	30,383	24,891	32,453

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	172,761	185,925	218,145	249,215	286,158
货币资金	112,536	125,062	155,445	180,336	212,789
交易型金融资产	7,623	4,436	4,436	4,436	4,436
应收账款	5,003	6,422	6,373	6,768	6,877
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	994	695	592	685	698
流动资产	131,603	142,693	172,269	198,351	231,115
可供出售投资	2,974	1,050	1,050	1,050	1,050
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	6,342	8,075	9,318	10,356	11,182
无形资产	4,122	4,075	4,615	5,155	5,695
非流动资产	41,158	43,232	45,876	50,864	55,043
总负债	63,888	57,841	61,869	61,011	63,306
无息负债	36,357	38,173	40,618	39,760	42,056
有息负债	27,531	19,668	21,251	21,251	21,251
股东权益	108,873	128,084	156,277	188,204	222,851
少数股东权益	4,142	3,798	3,997	4,221	4,465
归属母公司权益	104,731	124,286	152,280	183,983	218,387

行业及公司评级体系

评级	说明
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 15%；
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。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP