

互联网	收盘价 美元 99.31	目标价 美元 124.00个	潜在涨幅 +24.9%
-----	-----------------	-------------------	----------------

2025 年 1 月 20 日

网易 (NTES US)

端游有望加速增长，手游企稳，业绩有超预期可能性

基于近期新游表现好于预期，我们分别上调公司 2025 年收入/利润 1%/3%，预计网易端游将在未来几个季度持续加速增长，手游企稳，推动全年游戏收入双位数增长。基于 2025 年 17 倍市盈率（预计 2025 年调整后运营利润增速 17%），目标价从 113 美元/176 港元（9999 HK）上调至 124 美元/193 港元，维持买入。

④ 我们预计 2024 年 4 季度收入同比增 2%，调整后净利润同比增 15%，分别较我们此前预期上调 3%/10%，反映端游表现好于预期以及汇兑损益收益，我们的预测较 VA 一致预测高 3%/5%。预计 4 季度游戏收入同比增 8%，其中端游增 36%，较 3 季度的 29%进一步加速，预计手游收入同比持平，对比 3 季度 10%的同比下降表现持稳。我们预计 2025 年游戏收入同比增 10%，其中端游有望在《漫威争锋》等新游带动下收入增 30%+，其中我们预计《漫威争锋》、《燕云十六声》对 2025 年端游收入贡献达到 16%/4%，预计手游保持稳定。

④ 近期游戏更新：《漫威争锋》2024 年 12 月上线，上线 12 天玩家数突破 2000 万，STEAMDB 数据显示，截至 2025 年 1 月 16 日，受游戏第一赛季上线的拉动，STEAM 平台近 30 日最高同时在线人数达到 64 万，对比上线初期的 44 万进一步提升，预计游戏后续流水在运营热度拉动下保持高位。《燕云十六声》玩家数突破 1000 万，游戏初期以用户积累为主，商业化有望在后续得到提升，IP 价值仍有释放空间。

盈利预测变动

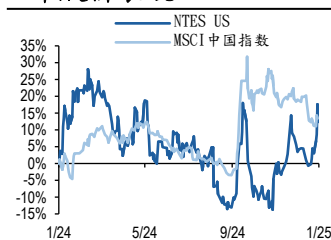
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
总收入	106,289	105,532	0.7%	116,667	115,647	0.9%	127,973	127,046	0.7%
增速	2.7%	2.0%	0.7ppt	9.8%	9.6%	0.2ppt	9.7%	9.9%	-0.2ppt
游戏及增值服务	84,246	83,340	1.1%	92,647	91,438	1.3%	101,657	100,512	1.1%
有道	5,662	5,811	-2.6%	6,419	6,607	-2.9%	7,271	7,489	-2.9%
云音乐	8,120	8,120	0.0%	8,679	8,679	0.0%	9,409	9,409	0.0%
创新及其他	8,261	8,261	0.0%	8,922	8,922	0.0%	9,636	9,636	0.0%
毛利润	66,290	65,951	0.5%	71,613	71,614	0.0%	79,651	79,432	0.3%
毛利率	62.4%	62.5%	-0.1ppt	61.4%	61.9%	-0.5ppt	62.2%	62.5%	-0.3ppt
经调整运营利润	32,409	32,645	-0.7%	37,950	38,083	-0.3%	43,055	42,698	0.8%
经调整运营利润率	30.5%	30.9%	-0.4ppt	32.5%	32.9%	-0.4ppt	33.6%	33.6%	0.0ppt
经调整净利润	32,267	31,509	2.4%	35,081	34,164	2.7%	38,298	38,013	0.7%
经调整净利率	30.4%	29.9%	0.5ppt	30.1%	29.5%	0.5ppt	29.9%	29.9%	0.0ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	113.14
52周低位 (美元)	76.28
市值 (百万美元)	124,541.20
日均成交量 (百万)	1.91
年初至今变化 (%)	11.32
200天平均价 (美元)	87.87

资料来源：FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2025 年 1 月 20 日

网易 (NTES US)

图表 1: 2024 年 4 季度业绩预测调整

损益表 (百万人民币) 年结 12 月 31 日	4Q23	3Q24	4Q24E	原预测	变动 (%)	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
净收入	27,140	26,210	27,742	26,985	3	6	2	103,468	106,289	116,667	127,973
<u>彭博一致预期</u>			<u>27,284</u>						<u>106,064</u>	<u>114,359</u>	<u>122,419</u>
游戏及增值服务收入	20,921	20,864	21,866	20,960	4	5	5	81,565	84,246	92,647	101,657
a. 游戏	19,541	20,196	21,176	20,269	4	5	8	75,787	81,076	89,318	98,162
PC	4,553	5,897	6,187	5,655	9	5	36	18,828	21,005	28,579	30,579
手游	14,988	14,299	14,989	14,615	3	5	0	56,960	60,072	60,739	67,583
b. 增值服务	1,381	668	690	690	0	3	-50	5,778	3,170	3,329	3,495
有道	1,481	1,573	1,376	1,525	-10	-13	-7	5,389	5,662	6,419	7,271
云音乐	1,986	1,999	2,050	2,050	0	3	3	7,867	8,120	8,679	9,409
创新及其他	2,753	1,774	2,450	2,450	0	38	-11	8,647	8,261	8,922	9,636
成本	(10,315)	(9,733)	(10,987)	(10,569)	4	13	7	(40,405)	(40,000)	(45,054)	(48,322)
毛利润	16,825	16,477	16,755	16,416	2	2	0	63,063	66,290	71,613	79,651
毛利率 (%)	62	63	60	61				61	62	61	62
产品研发费用	(4,479)	(4,424)	(4,551)	(4,480)	2	3	2	(16,485)	(17,606)	(17,994)	(19,579)
市场营销费用	(4,226)	(3,805)	(4,317)	(3,843)	12	13	2	(13,969)	(15,646)	(15,079)	(16,498)
一般管理费用	(1,252)	(1,100)	(1,154)	(1,096)	5	5	-8	(4,900)	(4,542)	(4,394)	(4,694)
运营利润	6,868	7,147	6,733	6,996	-4	-6	-2	27,709	28,496	34,147	38,881
运营利润率 (%)	25	27	24	26				27	27	29	30
调整后运营利润	7,681	8,107	7,732	7,968	-3	-5	1	30,952	32,409	37,950	43,055
调整后运营利润率 (%)	28	31	28	30				30	30	33	34
税前利润	7,745	7,996	9,699	8,762	11	21	25	34,057	35,113	40,772	44,422
税前利润率 (%)	29	31	35	32				33	33	35	35
调整后净利润	7,379	7,499	8,439	7,681	10	13	14	32,608	32,267	35,081	38,298
<u>彭博一致预期</u>			<u>7,962</u>						<u>31,428</u>	<u>34,482</u>	<u>37,563</u>
调整后净利润率 (%)	27	29	30	28				32	30	30	30
Non-GAAP 摊薄每股盈利 (人民币)	11.34	11.63	13.09	11.92	10	13	15	50.13	49.88	54.48	59.55
<u>彭博一致预期</u>			<u>12.55</u>						<u>48.50</u>	<u>53.47</u>	<u>58.78</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 网易 (NTES US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	80.73	102.00	26.3%	2024 年 12 月 11 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	1.87	2.60	39.0%	2025 年 01 月 16 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	16.98	25.00	47.2%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	40.80	54.00	32.4%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.40	14.00	34.6%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	113.30	120.00	5.9%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.97	7.40	6.2%	2024 年 12 月 10 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	41.67	38.00	-8.8%	2024 年 11 月 27 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	24.85	29.00	16.7%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	100.26	144.00	43.6%	2024 年 11 月 22 日	电商
JD US	京东	买入	35.42	56.00	58.1%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	82.43	111.00	34.7%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	16.66	14.90	-10.6%	2024 年 11 月 27 日	电商
TAL US	好未来教育	买入	9.68	14.00	44.6%	2024 年 11 月 27 日	教育
GOTU US	高途	买入	1.99	4.60	131.2%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	6.44	7.30	13.4%	2024 年 11 月 15 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	46.15	75.00	62.5%	2024 年 11 月 06 日	教育
NTES US	网易	买入	99.31	124.00	24.9%	2025 年 01 月 16 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	33.55	33.00	-1.6%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	382.40	513.00	34.2%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.08	14.00	38.9%	2024 年 08 月 30 日	游戏
3690 HK	美团	买入	147.60	226.00	53.1%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	17.04	24.00	40.8%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.08	18.00	49.0%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.32	13.50	44.8%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.29	1.40	8.5%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	14.76	21.00	42.3%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	7.93	13.00	63.9%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.16	24.00	32.2%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	511.50	605.00	18.3%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 1 月 16 日

2025 年 1 月 20 日

网易 (NTES US)

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	96,496	103,468	106,289	116,667	127,973
主营业务成本	(43,730)	(40,405)	(40,000)	(45,054)	(48,322)
毛利	52,766	63,063	66,290	71,613	79,651
销售及管理费用	(18,099)	(18,869)	(20,188)	(19,472)	(21,192)
研发费用	(15,039)	(16,485)	(17,606)	(17,994)	(19,579)
经营利润	19,629	27,709	28,496	34,147	38,881
Non-GAAP标准下的经营利润	22,803	30,952	32,409	37,950	43,055
财务成本净额	2,150	4,120	5,042	5,313	5,529
应占联营公司利润及亏损	54	1,307	1,031	812	812
其他非经营净收入/费用	2,418	921	543	500	(800)
税前利润	24,250	34,057	35,113	40,772	44,422
税费	(5,032)	(4,700)	(6,210)	(8,970)	(9,773)
净利润	19,218	29,357	28,902	31,802	34,649
作每股收益计算的净利润	19,218	29,357	28,902	31,802	34,649
Non-GAAP标准的净利润	22,808	32,608	32,267	35,081	38,298

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	27,589	24,207	43,055	62,414	92,768
有价证券	87,647	103,633	105,197	113,380	122,214
应收账款及票据	5,003	6,422	6,509	7,685	7,255
存货	994	695	716	738	760
其他流动资产	10,371	7,734	6,865	7,342	7,843
总流动资产	131,603	142,693	162,343	191,558	230,841
物业、厂房及设备	6,342	8,075	8,302	8,908	9,289
其他有形资产	2,974	1,051	1,061	1,072	1,082
其他长期资产	31,841	34,107	34,800	36,312	37,898
总长期资产	41,158	43,232	44,163	46,292	48,269
总资产	172,761	185,925	206,506	237,850	279,110
短期贷款	23,876	19,240	19,433	19,627	19,823
应付账款	9,053	8,310	9,752	10,288	12,281
其他短期负债	23,900	26,293	28,003	30,138	32,453
总流动负债	56,829	53,842	57,187	60,053	64,557
长期应付账款	2,126	2,855	2,998	3,148	3,305
其他长期负债	4,933	1,143	1,143	1,143	1,143
总长期负债	7,059	3,998	4,141	4,291	4,448
总负债	63,888	57,841	61,329	64,344	69,006
股本	11,946	9,913	5,487	12,257	27,257
储备及其他资本项目	92,785	114,373	135,513	156,653	177,793
股东权益	104,731	124,286	141,000	168,910	205,049
非控股权益	4,142	3,798	4,178	4,596	5,056
总权益	108,873	128,084	145,178	173,506	210,105

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	24,250	34,057	35,113	40,772	44,422
合资企业/联营公司收入调整	(54)	(1,307)	(1,031)	(812)	(812)
折旧及摊销	2,858	3,055	3,141	3,370	3,514
营运资本变动	3,498	376	3,841	1,197	4,425
利息调整	(2,150)	(4,120)	(5,042)	(5,313)	(5,529)
税费	(5,032)	(4,700)	(6,210)	(8,970)	(9,773)
其他经营活动现金流	4,339	7,970	8,587	8,950	9,508
经营活动现金流	27,710	35,331	38,398	39,194	45,755
资本开支	(2,100)	(2,302)	(2,126)	(3,048)	(3,208)
其他投资活动现金流	(5,269)	(14,742)	(1,608)	(1,688)	(1,773)
投资活动现金流	(7,370)	(17,043)	(3,734)	(4,736)	(4,981)
负债净变动	4,523	(4,636)	192	194	196
权益净变动	(8,359)	(5,148)	(7,243)	(5,647)	0
股息	(6,724)	(8,014)	(8,815)	(9,697)	(10,667)
其他融资活动现金流	322	(3,669)	0	0	0
融资活动现金流	(10,238)	(21,467)	(15,866)	(15,149)	(10,470)
汇率收益/损失	110	(202)	50	50	50
年初现金	17,376	27,589	24,207	43,055	62,414
年末现金	27,589	24,207	43,055	62,414	92,768

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	29.445	45.256	44.831	49.638	54.421
全面摊薄每股收益	29.154	45.136	44.676	49.389	53.876
Non-GAAP标准下的每股收益	34.600	50.135	49.877	54.481	59.550
每股股息	10.529	18.318	13.255	14.572	15.918
每股账面值	158.876	191.088	217.950	262.314	318.834
利润率分析(%)					
毛利率	54.7	60.9	62.4	61.4	62.2
EBITDA利润率	23.3	29.7	29.8	32.2	33.1
EBIT利润率	20.3	26.8	26.8	29.3	30.4
净利率	19.9	28.4	27.2	27.3	27.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	54.7	60.9	62.4	61.4	62.2
EBITDA利润率	26.6	32.9	33.4	35.4	36.4
经营利润率	23.6	29.9	30.5	32.5	33.6
净利率	23.6	31.5	30.4	30.1	29.9
盈利能力(%)					
ROA	11.8	16.4	14.7	14.3	13.4
ROE	18.5	24.8	21.2	20.0	18.1
ROIC	12.4	17.1	15.1	14.9	14.3

其他					
流动比率	2.3	2.7	2.8	3.2	3.6
存货周转天数	2.8	2.3	2.3	2.3	2.3
应收账款周转天数	15.2	15.4	17.0	17.0	17.0
应付账款周转天数	10.4	10.8	10.8	10.8	10.8

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025 年 1 月 20 日

网易 (NTES US)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。