



网易 (9999.HK/NTES.US): 端游延续强劲表现, 新游预计推动增速回升

利润优于预期: 公司 4Q24 收入人民币 267.5 亿元, 同比微降 1.4%, 低于市场预期 2.5%, 主要是非游戏业务下降影响; 其中, 游戏及相关增值服务收入同比上涨 1.5%, 有道下降 9.5%, 云音乐下降 5.3%, 创新及其他业务同比下降 17.0%; 毛利率同比下降 1.2pp 至 60.8%, 主要是代理游戏收入占比增加影响; 调整后净利润为 96.8 亿元, 高于市场预期的 81.2 亿元; 调整后净利率为 28.6%。

端游延续强劲表现: 公司 4Q24 游戏收入为 205 亿元, 同比增长 5.1%, 环比增长 1.7%, 合同负债环比下降 1.6%, 主要受季节性波动影响; 其中手游收入同比下降 10.5%, 持续受去年高基数影响; 端游收入同比大幅增长 56.6%, 占游戏收入比例提升至 34.7%, 主要得益于《永劫无间》《大话西游 2》和暴雪游戏等产品推动; 由于低毛利的代理游戏收入占比增加, 游戏相关业务毛利率同比微降 2.8pp 至 66.7%。《梦幻西游》手游、《大话西游 2》端游、《第五人格》、《永劫无间》端游全年收入创新高, 展现出公司强大的长线运营能力。

新游预计推动收入增速回升: 新游方面,《漫威争锋》上线后表现强劲, 目前注册用户数突破 4,000 万, 持续处于 Steam 畅销榜和热玩榜前列, 公司目标将其打造成长青游戏。《燕云十六声》推出以来表现稳健, 年内或将推出海外版本。《魔兽世界》和《炉石传说》回归以来保持强劲势头,《守望先锋: 归来》也已于 2 月 19 日回归, 暴雪游戏有望持续贡献收入。公司产品储备中,《界外狂潮》定档于 3 月 7 日上线;《七日世界》手游将在 4 月发布, 目前有超过 1000 万预注册。此外,《Destiny: Rising》和《漫威秘法狂潮》均在近期完成封闭测试, 有望在 2025 年内上线。公司丰富的产品管线预计将推动游戏收入增速逐步回升。

维持“买入”评级, 上调目标价至 185 港元/119 美元: 考虑到公司进入新游周期, 我们上调公司 FY25E/FY26E 收入预测至人民币 1,135 亿/1,215 亿元, 调整后净利润预测至 345 亿/370 亿元, 上调目标价至 185 港元/119 美元, 对应 FY25E/FY26E 16.0x/14.9x P/E。公司持续注重股东回报, 2024 年股息+回购金额合计 28.8 亿美元, 回报率约 4.3%, 公司收入和利润的增长有望推动估值水平提升, 维持“买入”评级。

投资风险: 游戏表现不及预期; 竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	103,468	105,295	113,500	121,542	129,744
经营利润	27,709	29,584	31,814	35,046	39,479
调整后净利润	32,608	33,511	34,508	37,033	40,202
调整后目标 PE (x)			16.0	14.9	13.8

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

杨子超, CFA
互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

赵丹
首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

2025 年 2 月 24 日

网易 (9999.HK)

目标价 (港元)	185
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (港元)	160
52 周内股价区间 (港元)	116-180.5
总市值 (百万港元)	510,480
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,058

注: 截至 2025 年 2 月 21 日收盘价

市场预期区间



网易 (NTES.US)

目标价 (美元)	119
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价 (美元)	103.22
52 周内股价区间 (美元)	75.8-114.5
总市值 (百万美元)	66,572
近 3 月日均成交额 (百万美元)	121

注: 截至 2025 年 2 月 21 日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	103,468	105,295	113,500	121,542	129,744
收入成本	(40,405)	(39,488)	(43,832)	(46,751)	(49,136)
毛利	63,063	65,807	69,668	74,790	80,607
研发费用	(16,485)	(17,525)	(18,019)	(18,839)	(19,462)
销售费用	(13,969)	(14,148)	(14,982)	(15,800)	(16,218)
管理费用	(4,900)	(4,551)	(4,852)	(5,105)	(5,449)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	27,709	29,584	31,814	35,046	39,479
利息收入	4,120	4,921	4,800	4,800	4,000
其他收益	2,227	1,213	-	-	-
除税前盈利	34,057	35,718	36,614	39,846	43,479
所得税开支	(4,700)	(5,461)	(6,224)	(7,172)	(7,826)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	29,357	30,256	30,390	32,674	35,652
少数股东权益	(61)	557	-	-	-
本公司权益持有人	29,417	29,698	30,390	32,674	35,652
调整后净利润	32,608	33,511	34,508	37,033	40,202

现金流量表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	29,417	29,698	30,390	32,674	35,652
折旧与摊销	3,055	2,418	2,551	2,628	2,706
营运资金变动	376	3,652	(425)	(422)	(433)
其他非现金调整	2,484	3,910	-	-	-
经营活动现金流	35,331	39,677	32,516	34,879	37,926
资本性支出	(2,291)	(1,261)	(2,806)	(2,890)	(2,977)
投资	(12,354)	20,515	-	-	-
其他投资活动	(2,398)	(1,338)	-	-	-
投资活动现金流	(17,043)	17,916	(2,806)	(2,890)	(2,977)
借款	(8,305)	(7,476)	-	-	-
股本	(13,248)	(19,995)	(20,995)	(22,045)	(23,147)
其他融资活动	86	136	-	-	-
融资活动现金流	(21,467)	(27,336)	(20,995)	(22,045)	(23,147)
汇兑收益及其他	(202)	11	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(3,382)	30,268	8,714	9,944	11,802
期初的现金及现金等价物	27,588	24,207	54,475	63,189	73,133
期末的现金及现金等价物	24,207	54,475	63,189	73,133	84,935

资产负债表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
固定资产	8,075	8,520	8,775	9,038	9,309
投资	1,050	3,025	3,025	3,025	3,025
其他非流动资产	34,107	31,122	31,122	31,122	31,122
非流动资产合计	43,232	42,667	42,922	43,185	43,455
应收账款	6,422	5,669	6,111	6,544	6,985
投资	108,069	89,284	89,284	89,284	89,284
存货	695	572	634	677	711
现金及现金等价物	21,429	51,383	60,098	70,042	81,844
其他流动资产	6,077	6,417	6,417	6,417	6,417
流动资产合计	142,693	153,325	162,544	172,963	185,241
资产总额	185,925	195,992	205,466	216,148	228,696
母公司股东权益	124,286	138,686	148,080	158,709	171,214
少数股东权益	3,798	3,809	3,809	3,809	3,809
权益总额	128,084	142,494	151,889	162,518	175,023
长期借款	428	428	428	428	428
其他非流动负债	3,570	3,402	3,402	3,402	3,402
非流动负债合计	3,998	3,830	3,830	3,830	3,830
应付账款及票据	881	721	800	853	897
借款	19,240	11,764	11,764	11,764	11,764
其他流动负债	20,359	21,884	21,884	21,884	21,884
流动负债合计	53,842	49,668	49,747	49,800	49,844
负债总额	57,841	53,497	53,577	53,630	53,673
权益及负债总额	185,925	195,992	205,466	216,148	228,696

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
盈利增速					
营业收入增速	7.2%	1.8%	7.8%	7.1%	6.7%
毛利润增速	19.5%	4.4%	5.9%	7.4%	7.8%
经营利润增速	41.2%	6.8%	7.5%	10.2%	12.6%
净利润增速	47.9%	3.1%	0.4%	7.5%	9.1%
调整后净利润增速	43.0%	2.8%	3.0%	7.3%	8.6%
盈利能力比率					
毛利率	60.9%	62.5%	61.4%	61.5%	62.1%
经营利润率	26.8%	28.1%	28.0%	28.8%	30.4%
净利率	28.4%	28.7%	26.8%	26.9%	27.5%
调整后净利率	31.5%	31.8%	30.4%	30.5%	31.0%
每股指标 (元)					
EPS	45.2	46.3	47.4	51.0	55.6
调整后EPS	50.1	52.3	53.8	57.8	62.7
估值 (倍)					
调整后目标P/E			16.0	14.9	13.8
目标P/S			4.9	4.5	4.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：网易（9999.HK）



注：截至 2025 年 2 月 21 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：网易（NTES.US）

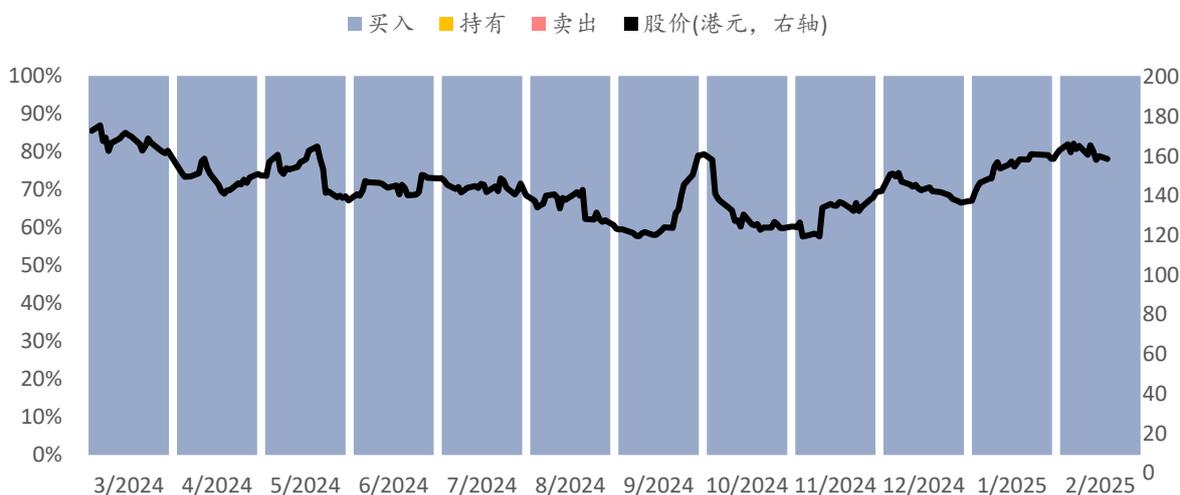


注：截至 2025 年 2 月 21 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

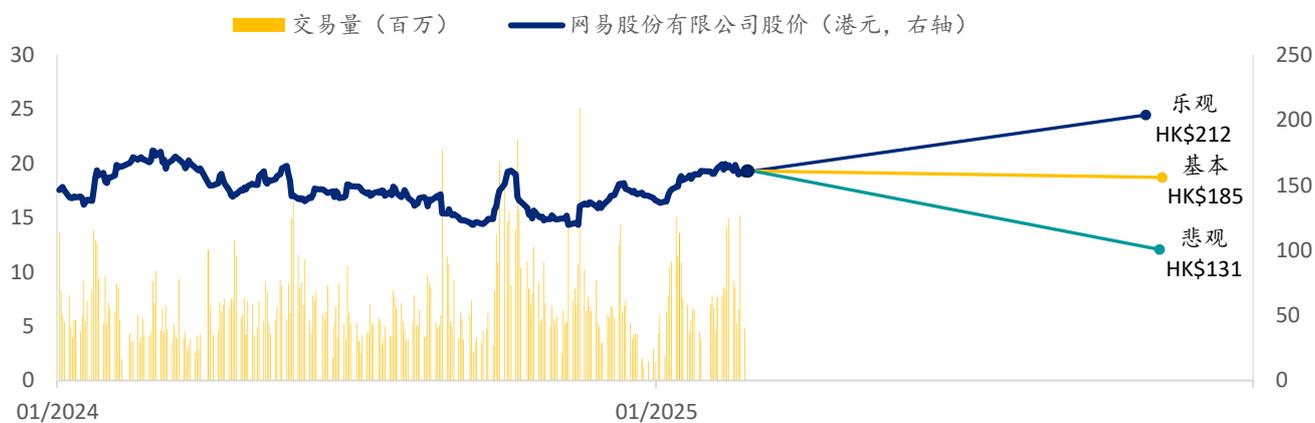
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 网易港股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 网易港股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期
(概率: 20%)

目标价: 212 港元

- 新游戏表现优于预期;
- 老游戏表现维持稳定。

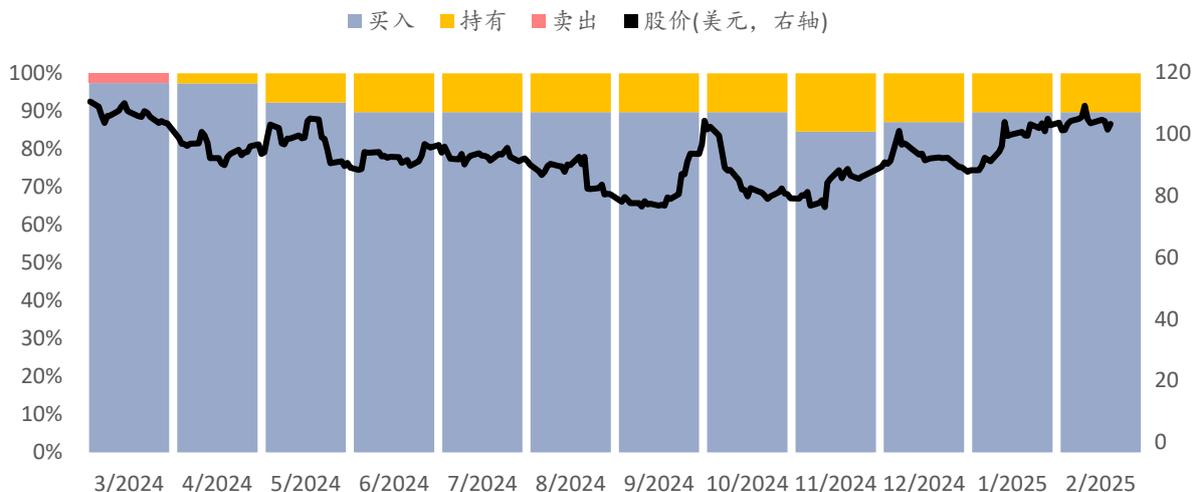
悲观情景: 公司收入不及预期
(概率: 20%)

目标价: 131 港元

- 行业竞争加剧, 现有游戏产品表现弱于预期;
- 新游戏表现不及预期。

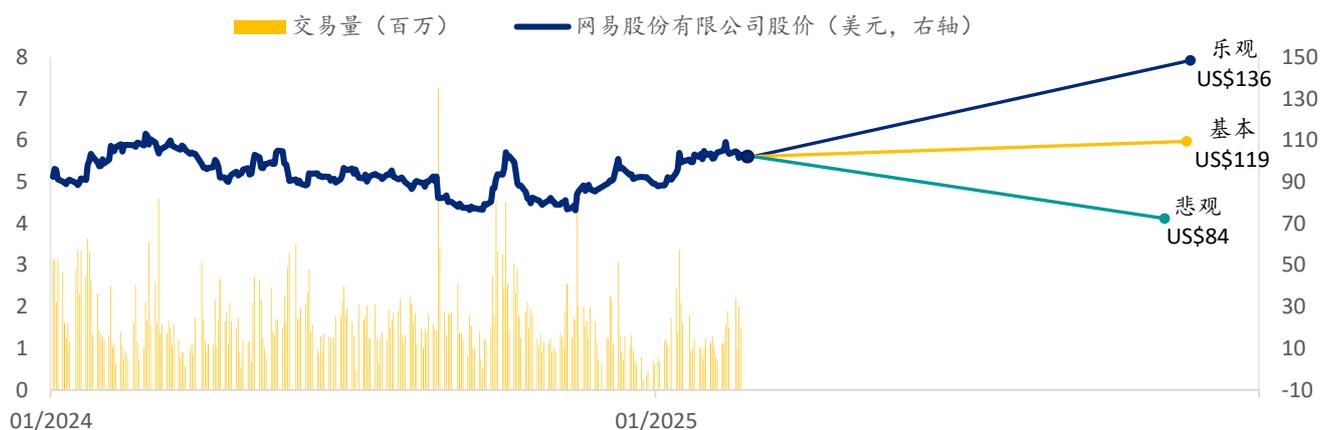
资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 网易美股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 网易美股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期
(概率: 20%)

目标价: 136 美元

- 新游戏表现优于预期;
- 老游戏表现维持稳定。

悲观情景: 公司收入不及预期
(概率: 20%)

目标价: 84 美元

- 行业竞争加剧, 现有游戏产品表现弱于预期;
- 新游戏表现不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 8：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	138.50	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	143.75	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	161.60	买入	178.00	20/1/2025	电商
JD US Equity	京东	42.42	买入	46.00	20/1/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	131.34	买入	129.00	22/11/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.73	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	17.98	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	9.22	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.73	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	517.00	买入	500.00	7/1/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	103.22	买入	119.00	24/2/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	160.00	买入	185.00	24/2/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	180.30	买入	177.00	21/1/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	22.82	买入	23.00	21/1/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	12.68	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	34.20	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	4.34	买入	4.20	23/1/2025	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	1.58	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.94	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	7.20	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	162.90	买入	200.00	2/12/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	58.40	买入	55.00	21/11/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	18.46	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	3.06	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	45.20	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	17.58	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	14.56	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	4.13	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.13	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	127.62	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	28.34	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	408.21	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	415.31	买入	535.00	13/2/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	216.58	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	179.66	买入	226.00	12/2/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	181.58	买入	226.00	12/2/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	683.55	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	385.35	买入	400.00	17/1/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	607.38	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	14.38	买入	14.50	17/12/2024	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	52.05	买入	56.00	17/12/2024	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	170.70	买入	145.00	17/12/2024	在线音乐

注：股价截至 2025 年 2 月 21 日收盘，资料来源：Bloomberg、浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

