

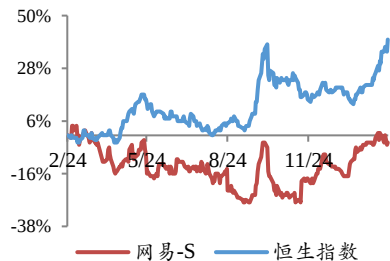
《漫威争锋》推动端游增长，游戏多元化成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-02-25

收盘价（港元） 157.40
近 12 个月最高/最低（港元） 174.5/115.3
总股本（百万股） 3,211
流通股本（百万股） 3,211
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿港元） 5,012
流通市值（亿港元） 5,012

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 24Q3 业绩点评：游戏业务超预期，关注年底新游上线情况 2024-11-18
2. 网易 1Q24 点评：永劫无间手游将驱动未来增长 2024-05-25

主要观点：

● 4Q24 业绩：

24Q4，公司实现收入 267.5 亿元（yoy-1.4%，qoq+2.1%）。公司四季度实现毛利 162.7 亿元（yoy-3.3%），毛利率为 60.8%，同比减少 1.2pct；实现调整后净利润 96.8 亿元（yoy+31.2%），净利率为 36.2%，同比增加 9.2pct。整体看公司收入符合预期，利润好于预期。

● 《漫威争锋》及《燕云十六声》拉动端游增长，代表游戏稳定运营

公司 2024 年 12 月 6 日推出端游《漫威争锋》，上线后 72 小时注册用户超 1000 万，登顶 Steam 全球畅销榜，目前用户量已经突破 4000 万。新游《燕云十六声》端游在国内上线四天下下载量突破 300 万，手游上线后，蝉联 iOS 下载榜第一位约两周。手游带动端游成功发行推动双端玩家量两周内突破 1,500 万。

网易与暴雪重新合作后，《魔兽世界》和《炉石传说》先后返厂，2025 年 2 月 19 日《守望先锋》回归进一步稳定推动暴雪系列流水增长。24Q4 代表游戏《逆水寒》手游登顶港澳台地区 iOS 下载榜榜首，并在 2025 年 1 月在台湾地区登顶 iOS 畅销榜。

● 热门游戏长线运营，内容储备充足

《大话西游 2》、《梦幻西游》电脑版及手游、《率土之滨》、《阴阳师》、《第五人格》和《永劫无间》等代表性游戏流水稳定，彰显长线运营能力。

公司储备游戏包括：《界外狂潮》、《Destiny: Rising》和《漫威秘法狂潮》等，多元化产品完善公司游戏产品矩阵。

● 云音乐和有道业务盈利能力不断提升，AI 内容加速业务利润改善

云音乐通过打造音乐社区和多样化的内容矩阵，增强用户订阅意愿，驱动业绩快速增长以及盈利能力持续提升。2024 年云音乐会员订阅收入 yoy+22%，毛利率达 33.7%，同比增加 7pct。同时，网易有道、云音乐、数智等多业务接入 DeepSeek，AI 驱动下有道业务首次全年营业利润转正。

● 投资建议

我们预计 CY 25/26/27 年公司营业收入分别为 1134.4/ 1223.5/ 1329.8 亿元，归母净利润(Non-GAAP)分别为 359.1/ 391.6/ 429.6 亿元。维持“买入”评级。

● 风险提示

新游上线不确定性；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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	105,295	113,435	122,353	132,977
收入同比 (%)	1.8%	7.7%	7.9%	8.7%
归母净利润	33,511	35,906	39,159	42,957
归母净利润同比 (%)	2.8%	7.1%	9.1%	9.7%
ROE (%)	24%	21%	19%	18%
每股收益 (元)	10.37	11.20	12.21	13.40
市盈率 (P/E)	14.6	13.6	12.5	11.4

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				
	2024E	2025E	2026E	2027E					
资产									
现金及现金等价物	51,383	158,124	267,815	380,682					
短期投资	10,756	10,756	10,756	10,756					
限制性现金	3,086	3,086	3,086	3,086					
存货	572	563	545	583					
应收账款	5,669	5,607	5,290	5,306					
其他流动资产	81,858	17,265	-47,329	-111,922					
流动资产	153,325	195,402	240,164	288,492					
固定资产	8,520	6,986	6,012	5,345					
无形资产	4,172	4,172	4,172	4,172					
投资	-	-	-	-					
其他长期资产	29,974	29,992	30,010	30,028					
资产总计	195,992	236,552	280,360	328,038					
负债									
应付账款	721	710	688	735					
短期借款	11,805	11,805	11,805	11,805					
短期租赁	-	-	-	-					
其他流动负债	37,142	48,261	59,380	70,499					
流动负债	49,668	60,776	71,873	83,039					
长期借款	428	472	521	576					
长期租赁	-	-	-	-					
其他长期负债	3,402	3,402	3,402	3,402					
负债合计	53,497	64,650	75,796	87,017					
权益									
优先股	84	84	84	84					
股东权益合计	142,410	171,818	204,479	240,937					
负债股东权益总计	195,992	236,552	280,360	328,038					

现金流量表					百万人民币				
	2024E	2025E	2026E	2027E					
税后利润	30,256	31,906	35,159	38,957					
折旧和摊销	2,418	2,834	2,373	2,067					
股权激励	3,883	3,883	3,883	3,883					
少数股东权益	-	-	-	-					
营运资金变动	3,652	75,772	76,025	75,706					
其他经营现金流	-532	-	-	-					
经营现金流合计	39,677	114,396	117,441	120,614					
资本支出	-1,275	-1,300	-1,400	-1,400					
资产收购	-1,103	-	-	-					
资产剥离	2,823	-	-	-					
其他投资现金流	17,472	-18	-18	-18					
投资现金流合计	17,916	-1,318	-1,418	-1,418					
股息支出	-11,165	-	-	-					
权益变动	-8,830	-6,381	-6,382	-6,382					
负债变动	-7,476	44	49	54					
其他融资现金流	136	-	-	-					
融资现金流合计	-27,336	-6,336	-6,333	-6,328					
现金流总计	30,268	106,741	109,690	112,868					
期初现金	24,207	54,470	161,211	270,901					
期末现金	54,475	161,211	270,901	383,769					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表					百万人民币				
	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	105,295	113,435	122,353	132,977					
营业成本	39,488	42,504	45,376	49,215					
毛利	65,807	70,932	76,976	83,762					
销售及管理费用	18,698	19,284	20,646	22,113					
研发费用	17,525	18,885	20,096	21,542					
其他营业费用	-	-	-	-					
营业费用合计	36,223	38,169	40,742	43,655					
营业利润	29,584	32,762	36,234	40,107					
利息收入/费用	4,921	5,360	5,751	6,250					
其他收入/支出	1,213	-	-	-					
利润总额	35,718	38,122	41,985	46,357					
所得税费用	5,461	5,661	6,214	6,722					
其他	-	-	-	-					
税后利润	30,256	32,461	35,771	39,635					
少数股东损益	-559	-555	-612	-678					
归母净利润	29,698	31,906	35,159	38,957					
<i>Non-GAAP调整项</i>	<i>3,813</i>	<i>4,000</i>	<i>4,000</i>	<i>4,000</i>					
经调整净利润	33,511	35,906	39,159	42,957					
经调整EBITDA	32,002	35,597	38,607	42,174					
经调整EPS(摊薄)	10.37	11.20	12.21	13.40					

核心指标					2024A	2025E	2026E	2027E
盈利指标								
营收增长率	1.8%	7.7%	7.9%	8.7%				
EBITDA增长率	4.0%	11.2%	8.5%	9.2%				
EPS增长率	3.4%	8.0%	9.1%	9.7%				
毛利率	62.5%	62.5%	62.9%	63.0%				
营业利润率	31.7%	32.4%	32.9%	33.2%				
ROIC (%)	24%	21%	19%	17%				
ROE (%)	24%	21%	19%	18%				
估值指标								
P/E (X)	14.6	13.6	12.5	11.4				
P/B (X)	3.4	2.8	2.4	2.0				
EV/EBITDA (X)	14.1	9.6	6.1	2.9				
EV/营收 (X)	4.3	3.0	1.9	0.9				
净债务/EBITDA (X)	-1.22	-4.10	-6.62	-8.73				
利息保障倍数 (X)	-6.79	-6.86	-7.00	-7.06				
营运资金指标								
存货周转天数	6	5	4	4				
应收账款周转天数	21	18	16	14				
应付账款周转天数	7	6	6	5				
净营运资金	-50,236	25,536	101,561	177,267				
偿债能力								
资产负债率	27%	27%	27%	27%				
流动比率	2.87	3.02	3.17	3.32				
速动比率	1.03	2.50	3.58	4.42				

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述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。