

营收表现稳健，经调净利润超一致预期，期待新发大作 25 年表现及后续游戏 Pipeline

网易-S (9999.HK)

核心观点

24Q4 网易净收入为 267.5 亿元 (yoy -1.4%，略低于彭博一致预期 272.5 亿元)。毛利润为 162.7 亿元 (yoy -3.3%，略低于彭博一致预期 166.9 亿元)；归属于公司股东净利润为 88 亿元，调整后净利润为 96.8 亿元 (yoy +31.2%，高于彭博一致预期 80.3 亿元)。董事会批准 24Q4 的股利为每股 0.24405 美元。短期公司营收及毛利相对承压，但我们看好新发游戏在 25 年的表现以及公司后续游戏 pipeline，pipeline 如《界外狂潮》、《Destiny: Rising》以及《漫威秘法狂潮》等，有望进一步带动营收增长。

简评

营收毛利略低于一致预期，经调净利润超预期：

24Q4 网易净收入为 267.5 亿元 (yoy -1.4%，略低于彭博一致预期 272.5 亿元)。其中，游戏及相关增值服务净收入为 212.4 亿元 (yoy +1.5%，彭博一致预期为 209.0 亿元)；有道净收入为 13.4 亿元 (yoy -9.5%)；网易云音乐净收入为 18.8 亿元 (yoy -5.3%)；创新及其他业务净收入为 22.9 亿元 (yoy -17.0%)。24Q4 毛利润为 162.7 亿元 (yoy -3.3%，略低于彭博一致预期 166.9 亿元)；归属公司股东净利润为 88 亿元，调整后净利润为 96.8 亿元 (yoy +31.2%，高于彭博一致预期 80.3 亿元)。董事会批准 24Q4 的股利为每股 0.24405 美元。

分业务看：

24Q4 游戏表现稳健，看好 25 年游戏发展：

24Q4 游戏及相关增值服务净收入为 212.4 亿元 (yoy +1.5%，彭博一致预期为 209.0 亿元)；毛利率为 66.7% (一致预期为 68.6%)；游戏及相关增值服务毛利润环比和同比下降主要由于若干手游净收入下降，并被含某些代理游戏在内的端游净收入增加所部分抵消。公司在 24Q4 和 25 年初推出多款重磅游戏，如《漫威争锋》(目前注册用户突破 4000 万，登顶 Steam 全球畅销榜和热玩榜)、《燕云十六声》(手游上线后，蝉联 iOS 下载榜第一位约两周，双端用户两周内突破 1500 万)、暴雪系列游戏《魔兽世界》和《炉石传说》持续收获来自中国玩家社区的热切参与，2025 年 2 月 19 日回归的《守望先锋》进一步推高玩家的热情。后续新游有望不断丰富产品矩阵，如《界外狂潮》、《Destiny: Rising》以及《漫威秘法狂潮》，有望进一步带动营收增长。

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

向锐

xiangrui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070008

发布日期： 2025 年 03 月 26 日

当前股价： 158.10 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.80/-12.49	17.02/2.21	-6.67/-46.42
12 月最高/最低价 (港元)		176.70/119.40
总股本 (万股)		345,511.75
流通 H 股 (万股)		345,511.75
总市值 (亿港元)		5,462.54
流通市值 (亿港元)		5,462.54
近 3 月日均成交量 (万)		689.43

主要股东

Shining	Globe	International	41.98%
Limited			

股价表现



相关研究报告

24.08.24 【中信建投海外研究】网易-S(9999): 业绩短期承压，看好后续 pipeline

有道盈利能力改善，首次实现全年营业利润打正：

24Q4 有道净收入为 13.4 亿元(yoy -9.5%)；有道毛利率为 47.8%（一致预期为 50.6%），有道毛利润环比和同比下降主要由于其学习服务的净收入下降；有道继续聚焦于以技术驱动创新，提升盈利能力，四季度营业利润同比增长 10.3%，首次实现了全年营业利润为正。

云音乐收入保值高质量发展：

网易云音乐净收入为 18.8 亿元(yoy -5.3%)，24Q4 毛利率为 31.9%，（一致预期为 32.7%），网易云音乐毛利润环比下降主要由于社交娱乐服务的净收入下降；网易云音乐继续推动以音乐为核心的生态系统高质量发展，致力于打造其独特的音乐社区，丰富其多样化的内容矩阵。通过进一步扩大订阅会员规模，推动了以音乐为核心的商业化进程。

创新及其他业务不断优化：

创新及其他业务净收入为 22.9 亿元（yoy -17.0%）；毛利率为 37.8%，（一致预期为 36.2%）；创新及其他业务毛利润环比增长主要由于网易严选和广告服务毛利润增长。其同比下降主要由于该分部中含广告服务在内的部分业务的毛利润下降。未来将继续探索新的业务增长点，提升各业务板块的盈利能力。通过技术创新和市场推广，增强品牌影响力和市场竞争力。

盈利预测：预计公司 25-26 年营收分别为 1155 亿、1251 亿元，同比增长 9.7%、8.3%；归属母公司净利润为 297 亿、317 亿元；经调整净利润分别为 347、378 亿元。

风险提示：

1) 公司整体营收以及经调整净利润不及市场预期的风险；由于竞争加剧导致公司营销费用大幅增长带来营业利润下滑的风险；有道业务、云音乐业务营收承压下滑风险；2) 手游业务版号不及预期风险；游戏业务 Pipeline 上线不及预期的风险；新游戏上线后流水表现不及市场预期风险；部分老游戏进入衰退期导致流水下滑的风险；3) 行业竞争加剧的风险，买量成本上升风险，游戏市场规模收缩风险，政策对于游戏的监管趋严的风险，游戏制作发行成本上涨风险；4) 行业政策风险。

三表预测（单位：M¥、%）

	2023	2024	2025E	2026E		2023	2024	2025E	2026E
资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
现金	24206	54470	57905	75572	营业收入	103468	105295	115519	125077
应收票据及应收账款	6422	5669	6219	6734	营业成本	40405	39488	43393	46576
合计					销售费用	13969	14148	15017	16260
预付账款	5495	6417	7040	7622	管理费用	21385	22075	22526	25641
存货	695	572	628	674	营业利润	31697	34760	34501	36814
非流动资产	43232	42667	41676	40516	利润总额	34057	35718	35459	37771
固定资产	8075	8520	7213	5916	所得税	4700	5461	5157	5494
无形资产	4824	4172	3755	3559	净利润	29357	30256	30301	32277
其他非流动资产	30333	29974	30708	31041	少数股东损益	-59	559	560	596
资产总计	185925	195992	208035	233510	归属母公司净利润	29417	29698	29742	31681
流动负债	53842	49668	41116	44652	经调整净利润	32608	33511	34685	37804
应付票据及应付账款	881	721	792	850	EPS（元）	8.5	8.6	8.6	9.2
合计					主要财务比率				
其他流动负债	33721	37142	40324	43802	成长能力				
非流动负债	3998	3830	3830	3830	营业收入(%)	7.2	1.8	9.7	8.3
负债合计	57841	53497	44945	48482	净利润(%)	47.9	3.1	0.1	6.5
少数股东权益	3798	3809	4368	4964	获利能力				
留存收益	617	138686	158722	180064	毛利率(%)	60.9	62.5	62.4	62.8
归属母公司股东权益	124286	138686	158722	180064	净利率(%)	28.4	28.7	26.2	25.8
负债和股东权益	185925	195992	208035	233510	偿债能力				
现金流量表（百万元）					资产负债率(%)				
经营活动现金流	35331	39677	25308	28025	31.1	27.3	21.6	20.8	
投资活动现金流	-17043	17916	-282	-232	估值比率				
筹资活动现金流	-21467	-27336	-21592	-10126	P/E	17.1	17.0	16.9	15.9
现金净增加额	-3179	30258	3435	17667					

资料来源：Ifind、中信建投

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

向锐

本科毕业于武汉大学，硕士毕业于中国人民大学金融学专业，2022年加入中信建投证券，主要研究游戏电商/美股科技/AI方向。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk