

买入

新游表现亮眼，或迎来底部反转

网易-S (9999.HK)

2025-01-07 星期二

投资要点

目标价：**163 港元**
 现价：137.5 港元
 预计升幅：20.2%

三季度业绩触底，新游上线有望扭转趋势：

2024 年第三季度，公司实现营收 262.1 亿元，与去年同期相比下滑了 3.9%。归属于公司股东的净利润为 65 亿元，相比去年同期的 78 亿元下降 16.7%；非公认会计准则下归属于公司股东的净利润为 75 亿元，去年同期为 86 亿元，同比下滑 13%。分业务来看，游戏收入 202 亿元，环比增长 5%，端游收入同比增长 29%、环比增长 30%。网易有道实现收入 16 亿元，同比增长 2.2%。经营利润同比实现扭亏为盈。网易云音乐实现收入 20 亿元，同比增长 1.3%。创新及其他业务实现收入为 18 亿元，同比减少 10.3%。

重要数据

日期	2025-01-06
收盘价 (港元)	137.5
总股本 (百万股)	3,210
总市值 (亿港元)	4,415
净资产 (亿港元)	1,504
总资产 (亿港元)	2,050
52 周高低 (港元)	175.87/115.42
每股净资产 (港元)	44.51

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

新游表现亮眼，产品线储备丰富：

新游戏《燕云十六声》上线仅 5 天 PC 官方下载包下载量就达到 300 万次，移动端于 2025 年 1 月 9 日上线，目前流水表现亮眼。另外网易的游戏储备较为丰富，《守望先锋》国服：预计 2025 年 2 月 19 日回归，2025 年 1 月 8 日至 15 日期间开启技术测试。《漫威终极逆转》：即海外卡牌游戏《MARVELSNAP》的国服版，由前暴雪制作人创立的 SecondDinner 工作室开发，网易获得其国服代理权。其次是在研或已获得版号的游戏：《代号：无限大》全球预约量已超 500 万，于 2024 年 12 月取得移动、PC、PS 三端的游戏版号。射击类游戏《七日世界》、《破碎之地》等，其中《七日世界》于 2024 年 7 月 10 日公测，凭借过硬品质闯入 Steam 平台全球愿望单前十。

三季度业绩触底，基本面拐点临近，给予买入评级：

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 1059 亿/1124 亿/1193 亿，同比增速分别为 2.41%/6.10%/6.20%，实现净利润分别为 267 亿/307 亿/363 亿。采用分部估值法，给予游戏业务 15 倍 PE；有道及云音乐按网易持股份额的市值计算，创新业务 5 倍 PS。目标价 163.0 港元，对应 2025 年 PE 为 16 倍，有 20.2% 的上升空间，维持买入评级。

主要股东

丁磊 45.0%

相关报告

网易-S (9999.HK) - 首发报告-20200828

网易-S (9999.HK) - 更新报告-20200909、

20210226

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	96,496	103,468	105,958	112,417	119,385
同比增长	10.15%	7.23%	2.41%	6.10%	6.20%
净利润	19,843	29,357	26,694	30,681	36,310
同比增长	16.89%	47.95%	-9.07%	14.93%	18.35%
净利润率	20.56%	28.37%	25.19%	27.29%	30.41%
每股盈利 (元)	6.09	9.01	8.19	9.42	11.15
PE	20.5	13.9	15.2	13.3	11.2

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

三季度业绩触底，新游上线有望扭转趋势：

2024 年第三季度，公司实现营收 262.1 亿元，与去年同期相比下滑了 3.9%。归属于公司股东的净利润为 65 亿元，相比去年同期的 78 亿元下降 16.7%；非公认会计准则下归属于公司股东的净利润为 75 亿元，去年同期为 86 亿元，同比下滑 13%。分业务来看，游戏收入 202 亿元，环比增长 5%，端游收入同比增长 29%、环比增长 30%。《大话西游 2》、《第五人格》、《永劫无间》等长线 IP 游戏流水创新高，同时由于暴雪系 PC 游戏产品回归，《魔兽世界》和《炉石传说》重返中国市场用户及流水同样破纪录，日活跃用户较开服前分别涨超 50%、150%，但由于是代理模式，也致使游戏毛利率同比下滑到 62.9%。网易有道实现收入 16 亿元，同比增长 2.2%。经营利润同比实现扭亏为盈，这是有道历史上首次实现第三季度盈利，季度经营利润亦创下历史新高。网易云音乐实现收入 20 亿元，同比增长 1.3%，进一步拓展订阅会员规模，驱动在线音乐收入持续健康增长。创新及其他业务实现收入为 18 亿元，同比减少 10.3%。总体来看，网易在第三季度虽然营收同比有所下滑，但在游戏业务端游增长、有道盈利以及云音乐会员增长等方面也取得了一定的成绩，同时暴雪游戏的回归和新游储备也为后续业绩增长提供了动力。

游戏产品线储备丰富，2025 年将进入新品周期：

网易的游戏储备较为丰富，首先是已上线或即将上线的游戏：《燕云十六声》：一款开放世界动作武侠游戏，PC 端于 2024 年 7 月 26 日率先公测，上线仅 5 天 PC 官方下载包下载量就达到 300 万次，移动端于 2025 年 1 月 9 日上线。《永劫无间》手游：在 2024 年暑假上线，首测两周新增千万预约，测试后全网预约量超 2500 万，自上线以来已经累计 5000 万用户。《守望先锋》国服：预计 2025 年 2 月 19 日回归，2025 年 1 月 8 日至 15 日期间开启技术测试。《漫威终极逆转》：即海外卡牌游戏《MARVELSNAP》的国服版，由前暴雪制作人创立的 SecondDinner 工作室开发，网易获得其国服代理权。其次是在研或已获得版号的游戏：《代号：无限大》：一款都市开放世界 RPG 游戏，经过一年时间的开发和打磨，在 2024 年底启动一轮区域线下技术测试，全球预约量已超 500 万。同时于 2024 年 12 月取得移动、PC、PS 三端的游戏版号。另外未来还有几款射击类游戏，如《七日世界》、《破碎之地》等，其中《七日世界》于 2024 年 7 月 10 日公测，凭借过硬品质闯入 Steam 平台全球愿望单前十。

云音乐付费用户增加，在线音乐业务业绩持续向好：

网易云音乐 2024 年第三季度实现收入 20 亿元，同比增长 1.3%，毛利率为 32.8%，低于市场对腾讯音乐毛利率 42.6%。目前订阅会员规模持续增长是收入增长的主要驱动力，三季度会员订阅销售收入 21.44 亿元，同比增长 25.5%，占收比达到 83.8%。同时三季度广告及其他收入合计 4.15 亿元同比增长 33.0%，主要是平台加强了广告商业化能力，通过激励广告模式的探索提升广告收入。目前社区生态用户活跃度保持稳定，DAU/MAU 比率稳居 30% 以上。公司通过不断优化服务和推出新的会员权益等措施，吸引了更多用户成为会员，例如在 10 月云音乐上线音乐播放器 DIY 功能，用户可上传图片个性化定义播放器界面，并于 11 月 19 日推出以此功能为主题的首届“黑胶风格创意大赛”，增强了用户的参与感和互动性。在版权方面，公司持续扩充版权库及强化独立音乐人生态，2024 年新增 JYP 娱乐、Kakao、BZONEBeatclub 等音乐厂牌以及 NMIXX 等音乐人，新增法老、杨和苏、盘尼西林等说唱/摇滚方向歌手的特色音乐内容。截至 2024H1 末，网易云音乐平台注册独立音乐人超 73.2 万名，上传约 360 万首音乐。总体而言，网易云音乐在 2024 年第三季度保持了一定的增长态势和创新活力，在竞争激烈的在线音乐市场中通过拓展会员规模、创新功能和优化内容等方式取得了较好的业绩。

三季度业绩触底，基本面拐点临近，给予买入评级：

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 1059 亿/1124 亿/1193 亿，同比增速分别为 2.41%/6.10%/6.20%，实现净利润分别为 267 亿/307 亿/363 亿。采用分部估值法，给予游戏业务 15 倍 PE；有道及云音乐按网易持股份额的市值计算，创新业务 5 倍 PS。目标价 163.0 港元，对应 2025 年 PE 为 16 倍，有 20.2% 的上升空间，维持买入评级。

风险提示

宏观经济风险、新游戏上线不及预期、市场竞争加剧、广告恢复不及预期

财务报表预期
财务报表摘要

损益表					
<small><百万元>, 财务年度截至<十二月></small>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	96,496	103,468	105,958	112,417	119,385
成本	(43,730)	(40,405)	(38,109)	(37,458)	(35,232)
毛利	52,766	63,063	67,848	74,959	84,153
销售费用	(13,403)	(13,969)	(14,717)	(15,673)	(16,582)
管理费用	(4,696)	(4,900)	(5,086)	(5,396)	(5,730)
研发费用	(15,039)	(16,485)	(16,953)	(17,987)	(19,102)
经营溢利	19,629	27,709	31,092	35,903	42,739
投资及其他	4,622	6,348	1,864	1,975	2,088
除税前溢利	24,250	34,057	32,956	37,878	44,827
所得税	(5,032)	(4,700)	(6,262)	(7,197)	(8,517)
持续净利润	19,218	29,357	26,694	30,681	36,310
非持续净利润	625	0	0	0	0
总利润	19,843	29,357	26,694	30,681	36,310
增长					
总收入(%)	10.1%	7.2%	2.4%	6.1%	6.2%
净利润(%)	16.9%	47.9%	-9.1%	14.9%	18.3%

资产负债表					
<small><百万元>, 财务年度截至<十二月></small>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业, 厂房及设备	6,342	8,075	7,183	6,423	5,806
土地使用权	4,122	4,075	3,707	3,707	3,707
定期存款	2,974	1,050	1,050	1,050	1,050
长期投资	25,351	27,722	28,962	30,167	31,271
其他固定资产	2,369	2,310	2,310	2,310	2,310
固定资产合计	41,158	43,232	43,213	43,657	44,144
应收账款	5,003	6,422	5,493	5,828	6,190
其它应收款项	5,448	6,077	4,748	4,667	4,390
存货	994	695	866	851	801
货币资金	24,889	21,429	53,108	85,483	123,808
存款	87,647	103,633	103,633	103,633	103,633
投资	7,623	4,436	4,436	4,436	4,436
流动资产合计	131,603	142,692	172,284	204,899	243,256
应付账款	1,507	881	1,313	1,291	1,214
其他应付款	7,546	7,429	8,198	8,505	8,837
递延收入	12,519	13,362	13,771	14,471	15,218
借款	23,876	19,240	19,240	19,240	19,240
其他流动负债	11,381	12,930	14,197	15,591	17,124
流动负债合计	56,829	53,842	56,720	59,098	61,633
递延税项负债	2,126	2,299	2,299	2,299	2,299
其他长期负债	4,933	1,699	1,699	1,699	1,699
长期负债合计	7,059	3,998	3,998	3,998	3,998
股东权益合计	108,873	128,085	154,779	185,460	221,770

财务分析					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率(%)	54.7%	60.9%	64.0%	66.7%	70.5%
经营利润率(%)	20.3%	26.8%	29.3%	31.9%	35.8%
净利率(%)	19.9%	28.4%	25.2%	27.3%	30.4%
ROE	17.7%	22.9%	17.2%	16.5%	16.4%
营运表现					
费用/收入(%)	34.3%	34.2%	34.7%	34.7%	34.7%
实际税率(%)	25.6%	17.0%	20.1%	20.0%	19.9%
应收账款天数	19	22	19	19	19
应付账款天数	12	8	12	12	12
财务状况					
负债/权益	0.59	0.45	0.39	0.34	0.30
收入/总资产	0.56	0.56	0.49	0.45	0.42
总资产/权益	1.59	1.45	1.39	1.34	1.30

现金流量表					
<small><百万元>, 财务年度截至<十二月></small>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除税前收益	19,843	29,357	26,694	30,681	36,310
非现金调整	4,993	5,596	7,436	7,614	7,759
资本变动	3,497	378	4,965	2,139	2,502
非持续经营变动	(625)	0	0	0	0
经营活动现金流	27,709	35,331	39,094	40,434	46,571
购买固定资产	(2,602)	(4,266)	(3,404)	(3,500)	(3,542)
短期投资变动	5,002	3,156	(6,790)	(4,559)	(4,704)
其他投资活动	(9,769)	(15,933)	0	0	0
非持续经营流出	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(7,370)	(17,043)	(10,194)	(8,059)	(8,246)
债务融资	(10,207)	(21,553)	0	0	0
资本融资	(31)	86	0	0	0
融资活动现金流	(10,238)	(21,467)	0	0	0
现金变化	10,102	(3,179)	28,900	32,376	38,324
期初持有现金	17,376	27,588	24,207	53,108	85,483
汇兑变化及出售	110	(202)	0	0	0
期末持有现金	27,588	24,207	53,108	85,483	123,808

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>