

公司研究

利润超预期，聚焦重磅新游《逆水寒》前瞻搭载 NPC+AI 技术

——网易-S (9999.HK) 2023 年一季度业绩点评

要点

事件：23 年 5 月 25 日，网易发布 23 年一季度业绩公告，23Q1 实现净收入 250 亿元，超彭博一致预期（248 亿）1%，YoY+6.3%；经调整归母净利润 76 亿元，超彭博一致预期（57 亿）32.8%，YoY+47.8%。

点评：游戏业务稳健增长，云音乐利润端持续改善。1) 23Q1 游戏及相关增值服务净收入 201 亿元，YoY+7.6%；毛利率 66.7%，YoY+4.5pcts，因游戏自主研发比例提高而上升。2) 23Q1 有道净收入 12 亿元，YoY-3.1%；毛利率 51.7%，YoY-1.4pcts，因季节性因素影响，智能硬件收入下降。3) 23Q1 云音乐净收入 20 亿元，YoY-5.2%；毛利率 22.4%，YoY+10.3pcts，因业务成本管控持续改善。4) 23Q1 创新及其他净收入 19 亿元，YoY+12.8%；毛利率 25.4%，YoY+3.7pcts。

网易 IP 研发和长线运营能力突出。1) 《蛋仔派对》23Q1 表现出色。23Q1 登顶中国 iOS 游戏下载榜，且在 23M1、23M3 和 23M4 进入 IOS 全球热门移动游戏收入前十名。2) 旗舰游戏《大话西游》《梦幻西游》基本盘稳定。《梦幻西游》在线人数创新高，《大话西游：归来》开启公测。

产品储备方面，持续聚焦精品游戏研发，看好出海&国内新品持续发力。网易产品线覆盖动作竞技、二次元仙侠等多种品类，随着版号监管边际向暖，有望推动网易管线储备加速放量，助力业绩增长。1) AI、光追技术提高玩家体验，《逆水寒》手游有望成为新增长引擎。《逆水寒》手游率先应用 AI、光追等技术，有望形成先发优势，为公司带来业绩增量。2) 《燕云十六声》主打“无规则，真沉浸”，将于 23M6 进行线上首次测试，具备爆款潜质。有望拿到版号后短期内上线，填补仙侠题材开放世界游戏空缺，贡献增量。3) 出海游戏储备丰富，《哈利波特：魔法觉醒》预计 23 年夏季海外上线，《蛋仔派对》计划出海。

有道：业绩受学习服务需求下滑影响而同比下降。布局 AIGC 应用，有望在较短期内实现产品化。云音乐：积极进行成本管控，毛利润持续改善。扩展头部版权、拓宽商用业务持续发力。创新及其他业务：网易严选坚持精品化路线。

盈利预测、估值与评级：主营游戏业务在充满挑战的宏观环境下稳健增长，AIGC 在游戏、教育等细分领域应用展开布局。公司端游、手游杰作新品频出巩固护城河，网易自研能力持续得到证明，关注《逆水寒》手游、《蛋仔派对》、《燕云十六声》进展。考虑 23Q1 公司经调整归母净利润超预期，《逆水寒》手游即将上线贡献流水增量，我们上调公司 2023-25 年经调整归母净利润预测分别至 256.7/281.7/306.9 亿元（与上次预测分别 +5.1%/+3.1%/+4.0%）。我们采取 SOTP 估值，给予公司在线游戏服务业务 18xPE，有道/云音乐/直播、电商及其他业务分别 2x/2x/1xPS，上调目标价至 169.6 港元。游戏行业监管释放积极信号，版号发放常态化，网易有望释放潜力爆款储备，维持“买入”评级。

风险提示：新游上线流水不及预期风险，游戏行业竞争加剧风险，有道转型进展不及预期风险，云音乐用户付费率提升不及预期风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元人民币）	87,606.0	96,495.8	106,027.8	117,001.6	126,973.7
营业收入增长率	18.9%	10.1%	9.9%	10.3%	8.5%
Non-GAAP 归母持续经营净利润（百万元）	19,761.9	22,808.4	25,670.7	28,170.8	30,693.7
Non-GAAP 归母持续经营净利润增长率	34.4%	15.4%	12.5%	9.7%	9.0%
Non-GAAP EPS（元）	6.1	7.1	8.0	8.7	9.5
Non-GAAP PE	19.2	16.6	14.8	13.5	12.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-05-26，汇率：1 港元=0.9013 人民币

买入（维持）

当前价/目标价：130.5/169.6 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

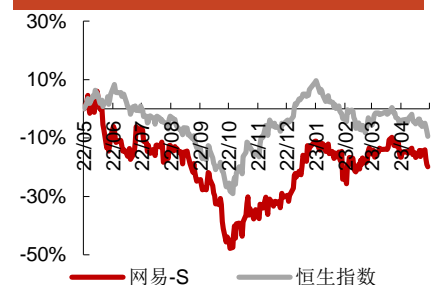
联系人：赵越

zhaoyue1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	32.24
总市值(亿港元):	4,206.83
一年最低/最高(港元):	84.05-173
近 3 月换手率 (%) :	14.9

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.1	12.3	-9.1
绝对	-5.8	6.0	-18.5

资料来源：Wind

相关研报

核心产品竞争力不改，期待重磅手游《逆水寒》进展——网易-S (9999.HK) 2022 年四季度业绩点评 (2023-02-26)

营收增速稳健，暴雪合作终止将小幅影响业绩成长——网易-S (9999.HK) 2022 年三季度业绩点评 (2022-11-18)

核心游戏热度不减，《暗黑：不朽》国服 22Q3 增量可观——网易-S (9999.HK) 2022 年二三季度业绩点评 (2022-08-19)

重磅新游《暗黑破坏神：不朽》国服上线，业绩增量确定性强——网易-S (9999.HK) 重点新游戏上线点评 (2022-07-28)

旗舰游戏表现稳定，期待 22M6 新品《暗黑破坏神》增量——网易-S (9999.HK) 2022 年一季度业绩点评 (2022-05-25)

目 录

1、 财务：游戏业务稳健增长，云音乐利润端持续改善	4
2、 游戏产品积累丰厚期待厚积薄发，《逆水寒》有望贡献可观业绩增量	7
2.1、 游戏及相关增值服务：旗舰游戏热度不减，聚焦精品新游&监管回归常态化	7
2.2、 有道业务受学习服务需求下降而下滑，云音乐成本管控效果显著	10
3、 估值与投资建议	11
4、 风险分析	12

图目录

图 1 : 18Q3-23Q1 净收入、经调整归母净利润情况	4
图 2 : 18Q3-23Q1 收入结构情况	5
图 3 : 18Q3-23Q1 分业务毛利率情况	6
图 4 : 18Q3-23Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率变化	6
图 5 : 18Q3-23Q1 毛利率、营业利润、经调整归母净利率变化	6
图 6 : 18Q3-23Q1 在线游戏服务净收入情况	7
图 7 : 18Q3-23Q1 端游、手游净收入占游戏收入比例情况	7
图 8 : 18Q3-23Q1 期末递延收入情况	7
图 9 : 18Q3-23Q1 游戏流水当期确认占比估算	7
图 10 : 22 年 5 月 27 日-23 年 5 月 25 日《蛋仔派对》中国区 iPhone 端游戏畅销榜与游戏-家庭聚会畅销榜排名趋势	8
图 11 : 22 年 5 月 25 日-23 年 5 月 25 日《大话西游》中国区 iPhone 端游戏-角色扮演畅销榜排名	9
图 12 : 22 年 5 月 25 日-23 年 5 月 25 日《梦幻西游》中国区 iPhone 端游戏-角色扮演畅销榜排名	9
图 13 : 18Q3-23Q1 有道净收入情况	11
图 14 : 20Q4-23Q1 云音乐净收入情况	11
图 15 : 18Q3-23Q1 创新及其他业务（包含云音乐）净收入	11
图 16 : 20Q4-23Q1 创新及其他业务（不包含云音乐，未剔除 CC 直播等游戏相关增值服务）净收入	11

表目录

表 1 : 网易国内产品线梳理（数据截至 2023 年 5 月 25 日 20 时）	10
表 2 : 公司盈利预测与估值简表	12

1、财务：游戏业务稳健增长，云音乐利润端持续改善

23Q1 网易实现净收入 250 亿元人民币，同比增长 6.3%。收入超彭博一致预期（248 亿）1%，同比增速超彭博一致预期（5.3%）1.0pcts。分业务来看：

1) 23Q1 游戏及相关增值服务实现净收入 201 亿元，同比增长 7.6%。其中，来自在线游戏的净收入占游戏及相关增值服务净收入的 92.7%，按此计算，**23Q1 在线游戏实现净收入 186 亿元，同比增长 7.7%，收入占比 74%，同比上升 0.9pcts。**23Q1 网易 CC 直播和其他游戏相关增值服务净收入 15 亿元，同比增长 7.0%。

自 22Q2 起，公司将“在线游戏服务”分部更名为“游戏及相关增值服务”，并将与游戏相关或附属的某些业务线从“创新及其他业务”中调整至“游戏及相关增值服务”，其中包括网易 CC 直播服务（其为提供以游戏直播为主的多样化内容的直播平台）和其他增值服务。公司追溯调整了以前期间的分部信息，以与目前的披露保持同一口径。

2) 23Q1 有道净收入 12 亿元，同比减少 3.1%；收入占比 5%，同比减少 0.5pcts。

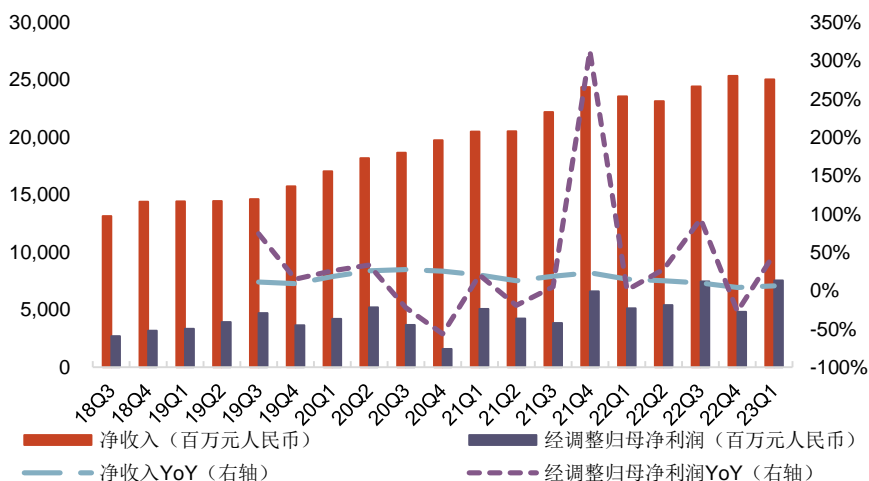
3) 23Q1 云音乐净收入 20 亿元，同比减少 5.2%；收入占比 8%，同比减少 1.0pcts。

由于网易的控股子公司云音乐（9899.HK）于 2021 年 12 月完成了首次公开发行并在香港联交所挂牌上市，自 2021 年第四季度起，公司改变了分部信息的列报，以将云音乐业绩从原“创新及其他业务”业绩中拆分出来，单独披露云音乐的业绩，并追溯调整了比较数据的列报。

4) 23Q1 创新及其他业务（不包括云音乐和 CC 直播等游戏相关增值服务）实现净收入 19 亿元，同比增速为 12.8%。

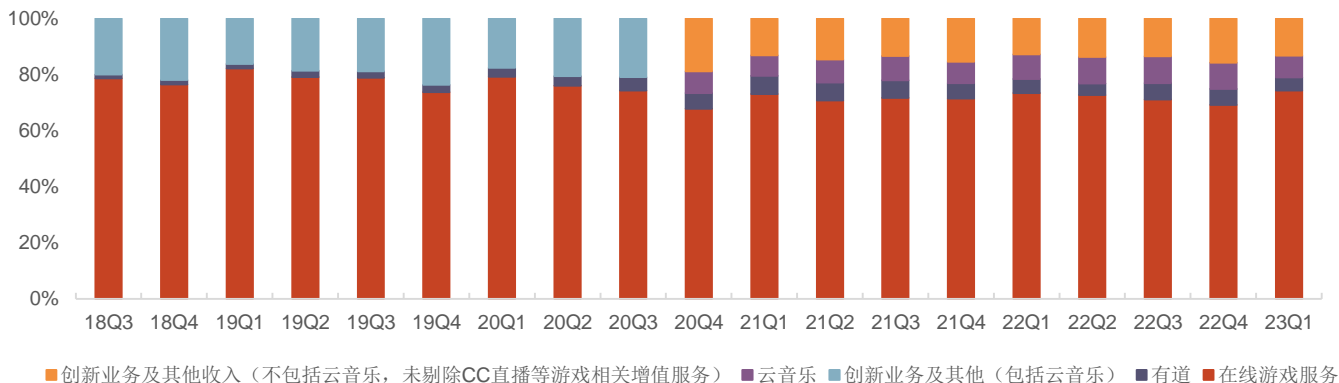
为了显示历史数据的可比性，若加回 23Q1 CC 直播等游戏相关增值服务收入，创新及其他业务（不包括云音乐，加上 CC 直播等游戏相关增值服务）实现净收入 33 亿元，同比上升 10.2%，收入占比 13%，同比上升 0.5pct。

图 1：18Q3-23Q1 净收入、经调整归母净利润情况



资料来源：网易公司公告，光大证券研究所

图 2: 18Q3-23Q1 收入结构情况



资料来源: 网易、云音乐公司公告, 光大证券研究所

23Q1 公司实现经调整归母持续经营净利润 76 亿元人民币, 同比上升 47.8%; 经调整归母净利润超彭博一致预期 (57 亿) 32.8%, 同比增速超彭博一致预期 (11.3%) 36.5pcts。经调整归母净利润率 30%, 超彭博一致预期 (23%) 7.2pcts, 同比上升 8.5pcts。

23Q1 公司实现毛利润 149 亿元人民币, 同比增长 16.0%; 毛利率 59.5%, 超彭博一致预期 (55.4%) 4.0pcts, 毛利率同比上升 5.0pcts, 其中:

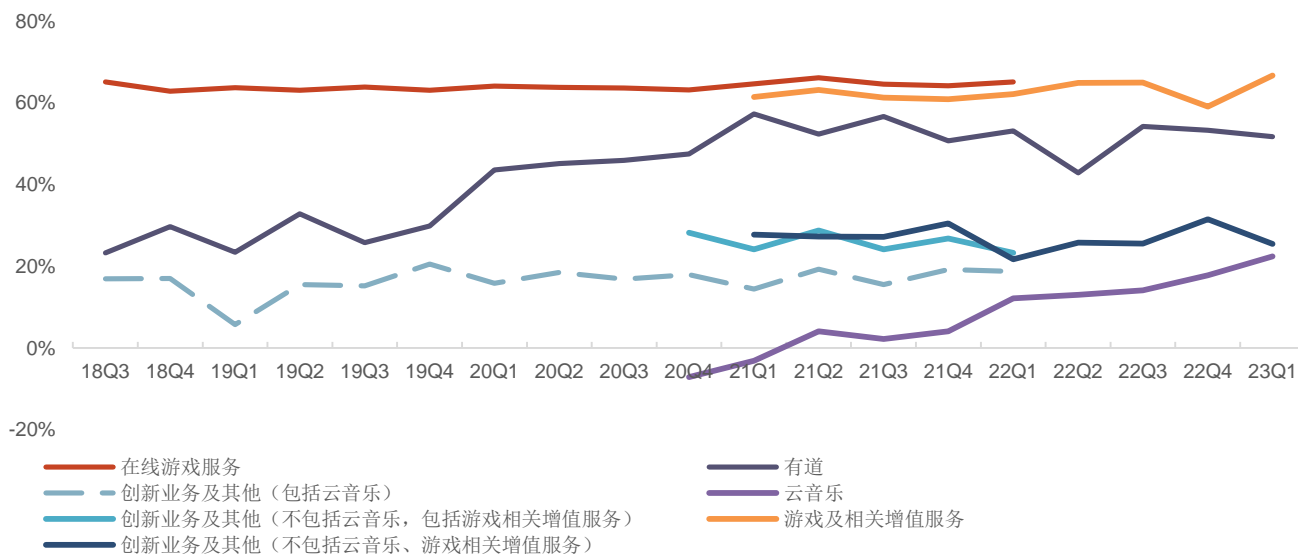
23Q1 游戏及相关增值服务毛利润 134 亿元, 同比上升 15.5%, 环比上升 18.6%, 主要得益于 23Q1 在线游戏收入增长以及 22Q4 一次性确认若干代理游戏的版权费用; 毛利率 66.7%, 同比上升 4.5pcts, 主要系自主研发、合作开发和代理游戏的收入组合发生变化。

23Q1 有道毛利润 6.0 亿元, 同比减少 5.6%, 环比减少 22.3%, 主要系季节性因素和 23Q1 疫情减少了智能硬件净收入。毛利率 51.7%, 同比下降 1.4pcts, 主要系学习服务净收入下降; 环比小幅下降 1.6pct, 主要系智能硬件净收入下降。

23Q1 云音乐毛利润 4.4 亿元, 同比增长 74.7%, 环比增长 3.9%; 毛利率 22.4%, 同比增长 10.3pcts, 环比提升 4.6pcts。毛利润和毛利率增长得益于成本管控的持续改善。

23Q1 创新业务及其他业务毛利润 4.7 亿元, 同比增长 32.3%, 环比减少 38.5%; 毛利率 25.4%, 同比增长 3.7pcts, 环比减少 6.1pct, 主要系季节因素影响, 网易严选电商和广告净收入下降。

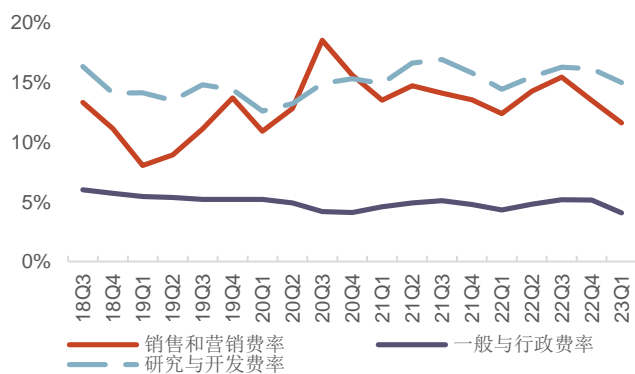
图 3: 18Q3-23Q1 分业务毛利率情况



资料来源: 网易、云音乐公司公告, 光大证券研究所

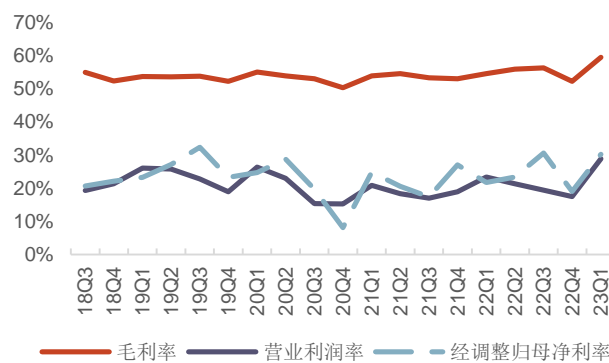
3) 营业费用: 23Q1 公司营业费用合计 77 亿元人民币, 同比增长 4.7%, 环比下降 12.9%, 环比下降主因游戏及相关增值服务相关的市场推广和研发开支减少, 同比增加主要由于人员成本的增加。各项费用率环比均下滑 1-2pcts, 同比小幅波动, 具体如下: 23Q1 销售费用率 11.6%, 同比下降 0.8pcts, 环比下降 1.9pcts; 一般与行政费用率 4.1%, 同比下降 0.2pct, 环比下降 1.1pcts; 研究与开发费率 15.0%, 同比上升 0.5pcts, 环比下降 1.2pcts。

图 4: 18Q3-23Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率变化



资料来源: 网易公司公告, 光大证券研究所

图 5: 18Q3-23Q1 毛利率、营业利润率、经调整归母净利润率变化



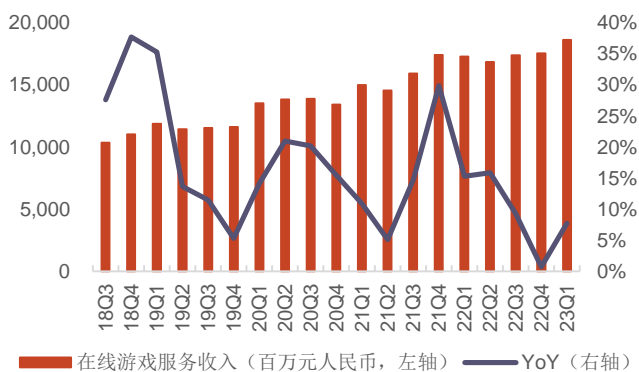
资料来源: 网易公司公告, 光大证券研究所

2、游戏产品积累丰厚期待厚积薄发，《逆水寒》有望贡献可观业绩增量

2.1、游戏及相关增值服务：旗舰游戏热度不减，聚焦精品新游&监管常态化

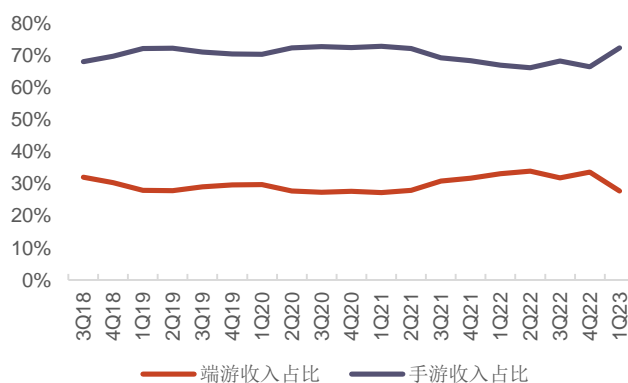
23Q1 游戏及相关增值服务实现净收入 201 亿元，同比增长 7.6%。其中，**在线游戏实现净收入 186 亿元，同比增长 7.7%，收入占比 74%，同比上升 0.9pcts。**在线游戏业务收入稳健增长。1) 旗舰游戏维持旺盛生命力。《梦幻西游》、《大话西游》表现稳定，《第五人格》、《逆水寒》和《倩女幽魂》人气不减，《蛋仔派对》游戏生态进一步完善，登顶中国 iOS 下载榜。2) 新游戏产品线丰富，即将推出《逆水寒》手游、《超凡先锋》、《巅峰极速》和《永劫无间》手游，《哈利波特：魔法觉醒》将于 2023 年夏季上线海外，《蛋仔派对》也计划将要出海。

图 6：18Q3-23Q1 在线游戏服务净收入情况



资料来源：网易公司公告，光大证券研究所

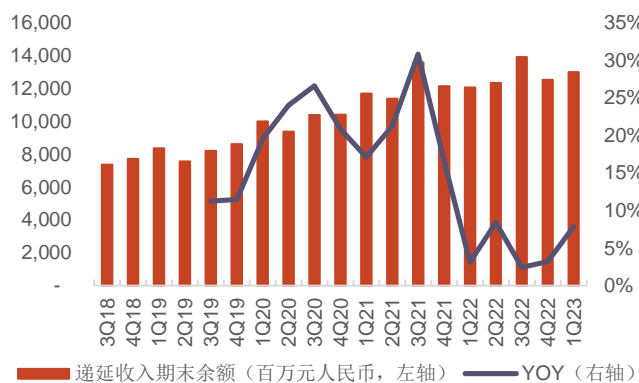
图 7：18Q3-23Q1 端游、手游净收入占游戏收入比例情况



资料来源：网易公司公告，光大证券研究所

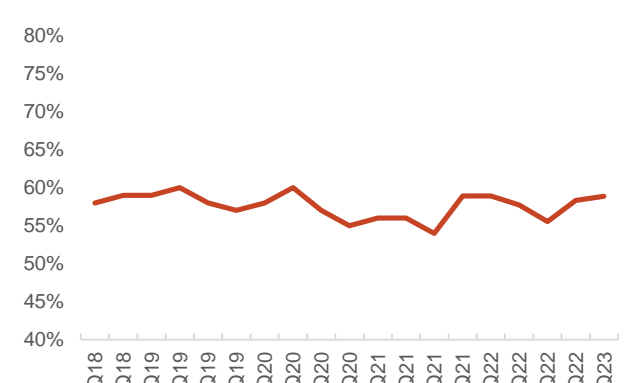
23Q1 公司期末递延收入（合同负债）130 亿元人民币，同比增长 7.9%，环比增长 3.8%，我们假设公司递延收入主要由在线游戏服务业务所贡献，通过公式： $\text{游戏流水当期确认占比} = \frac{\text{当期游戏确认收入}}{\text{当期游戏确认收入} + \text{期末递延收入}}$ ，估算得到 23Q1 公司游戏流水当期确认占比为 58.9%，环比上升 0.5pcts。

图 8：18Q3-23Q1 期末递延收入情况



资料来源：网易公司公告，光大证券研究所

图 9：18Q3-23Q1 游戏流水当期确认占比估算

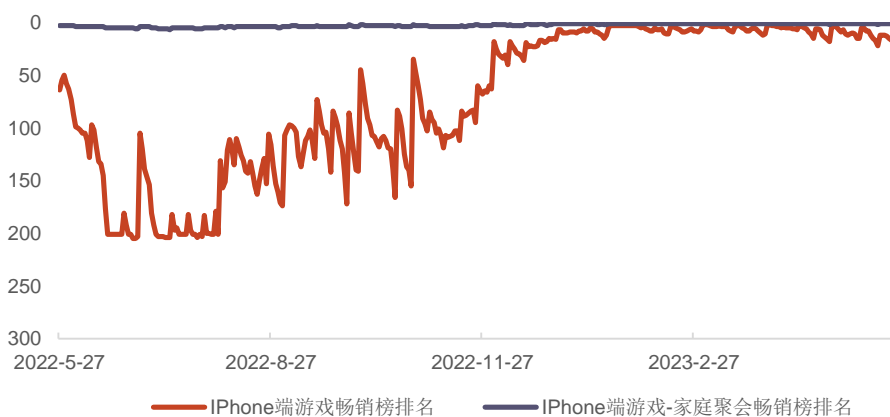


资料来源：网易公司公告，光大证券研究所测算

网易具有多款世界级 IP 的研发和运营经验，IP 运营能力突出。2021-2022 年陆续推出《宝可梦大探险》《哈利波特魔法觉醒》《漫威对决》《暗黑破坏神：不朽》等世界级 IP 衍生游戏。《阴阳师》在持续运营的同时，凭借优秀的游戏策划，在吸引新玩家、留存老玩家、保持游戏社群活力等方面持续发力，同时 IP 在文娱、实体方面持续布局，着力打造“阴阳师宇宙”。

网易拥有丰富的长线运营经验和较强的热度维持能力，《蛋仔派对》在休闲游戏领域取得重大突破。22M5 上线的《蛋仔派对》凭借优秀的宣传和运营于 23 年春节重回公众视野，通过游戏内活动、社区宣传、二创活动等方式提升游戏热度，成为春节期间的爆款游戏。根据 SensorTower 数据，《蛋仔派对》在 23M1、23M3 和 23M4 均进入 IOS 全球热门移动游戏收入前十名。23M3 “精灵之声”上线带动网易移动游戏收入环比增长近 11%，这使得网易在 23M3 位列中国手游发行商全球收入排行榜第 2 名。《蛋仔派对》作为休闲游戏具备较高的 DAU 和用户粘性，有利于丰富产品矩阵、拓展用户群体。我们认为，相比海外市场，国内游戏市场在休闲游戏品类的探索相对较慢，《蛋仔派对》进一步开发了休闲游戏的盈利能力，有望助力公司在该品类建立一定的优势。

图 10: 22 年 5 月 27 日-23 年 5 月 25 日《蛋仔派对》中国区 iPhone 端游戏畅销榜与游戏-家庭聚会畅销榜排名趋势



资料来源：七麦数据，光大证券研究所

旗舰游戏《大话西游》《梦幻西游》基本盘稳定。根据七麦数据，23Q1 网易两款旗舰 MMO 手游《大话西游》、《梦幻西游》手游在中国 IOS 游戏-角色扮演畅销榜中日均排名分别为 15.3 和 2；截至 2023 年 5 月 25 日的一年间，《梦幻西游》稳居游戏-角色扮演畅销榜 TOP5，《大话西游》排名有所下滑，但仍位居游戏-角色扮演畅销榜前列。“西游”IP 长线运营焕发新活力。23M2《梦幻西游》宣布在线人数达 272 万人，时隔十年再创新高；2023 年 3 月 2 日“西游”IP 新作《大话西游：归来》开启公测。

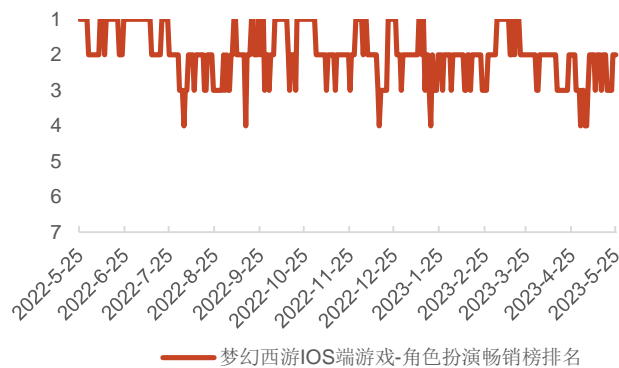
网易头部 MMO 游戏有望保持较长的用户生命周期和稳定的流水贡献。1) 网易多年运营下，MMO 品类的道具、装备等数值售卖的付费模式、数值平衡已逐步成熟，玩家体验较好，能够满足其在强社交属性下的“角色成长、道具收集、展示、合作”等需求。2) 网易成熟的内置官方道具交易平台为玩家提供获取道具的变现渠道，使得低付费的用户也有投入时间，持续游玩的动力，游戏的用户留存率有望保持在较高水平。

图 11:22 年 5 月 25 日-23 年 5 月 25 日《大话西游》中国区 iPhone 端游戏-角色扮演畅销榜排名



资料来源：七麦数据，光大证券研究所

图 12:22 年 5 月 25 日-23 年 5 月 25 日《梦幻西游》中国区 iPhone 端游戏-角色扮演畅销榜排名



资料来源：七麦数据，光大证券研究所

产品储备方面，网易长期聚焦精品游戏，看好出海&国内新品持续发力，业绩增量确定性强。21M7-22M8 网易长期未获发版号，在监管较严格的时期对产品线储备进行“减量提质”，押注大体量、玩法经验证的高品质游戏，减少新游上线的不确定性。网易即将上线《逆水寒》手游、《永劫无间》手游两款经典 IP 衍生游戏，拥有《燕云十六声》等大体量开放世界游戏储备，覆盖动作竞技、二次元仙侠等多种品类。随着版号监管边际向暖，22M9-23M5 网易获发包括《大话西游：归来》、《逆水寒》手游、《零号任务》在内的多款版号，有望推动网易管线储备加速放量，助力业绩增长。

AI、光追技术增进玩家体验，《逆水寒》手游上线有望成为新增长引擎。截至 2023 年 5 月 25 日，《逆水寒》手游 TapTap 预约人数超 144 万人，《永劫无间》手游 TapTap 预约人数超 276 万人，同样具备较高的玩家关注度。23M1《逆水寒》手游获发版号。《逆水寒》手游紧随 AIGC 浪潮，有望将 AI 技术与游戏结合。2023 年 4 月 28 日《逆水寒》手游开放“寻梦测试”，并将在 2023 年 6 月 30 日正式上线。《逆水寒》手游成为国内首个为 NPC 加载 AI 驱动的手游，同时也是全球首款支持光追的 MMORPG。AI 等技术在游戏中的应用显著提高游戏体验，并且新技术的运用具有先发优势，我们认为《逆水寒》手游有望为公司贡献可观的业绩增量。

《燕云十六声》具备较高的游戏质量和成熟的开放世界玩法，具备爆款潜质。《燕云十六声》由网易投资的 Everstone 工作室研发，网易通过《一梦江湖》《逆水寒》等经典仙侠题材游戏，积累了丰富的研发和运营经验。1)《燕云十六声》将在 23M6 开启首测。《燕云十六声》官宣主打“无规则，真沉浸”，将于 23M6 进行线上首次测试。2)《燕云十六声》有望填补仙侠题材大型开放世界游戏空缺。《燕云十六声》已经展现出完整的开放世界框架和自由的“涌现式”玩法设计。开放世界是国内游戏行业最具潜力的赛道之一，《燕云十六声》通过对开放世界玩法的重视和打磨，有望凭借精良的制作抢占先机，在大量仙侠题材游戏中创造竞争优势，同时为其他开放世界游戏储备积累经验。

表 1: 网易国内产品线梳理 (数据截至 2023 年 5 月 25 日 20 时)

游戏名	TapTap 预约 (人)	测试进展	版号	游戏类型	自研/代理
《永劫无间》手游	2,762,802	22 年 1 月 20 日开放预约	无	冷兵器生存竞技手游	自研
《逆水寒》手游	1,442,985	23 年 6 月 30 日开放公测	有	MMORPG 开放世界	自研
《代号: ATLAS》	592,193	21 年 6 月 15 日开启起源测试; 测试现已结束	无	射击 生存	自研
《燕云十六声》	592,505	开启预约, 暂未测试	无	开放世界 动作 武侠	代理
《零号任务》	517,475	已于 22 年 1 月 26 日结束迷雾测试 (删档内测)	有	2v4 潜入对抗手游	自研
《倩女幽魂隐世录》	511,591	已于 20 年 11 月 6 日完成代码超越测试	有	仙侠 角色扮演 二次元	自研
《冰汽时代: 最后的家园》	369,829	开启预约, 暂未测试	无	模拟 生存	自研
《绿茵信仰》	330,339	已于 22 年 9 月 21 日上线, 23 年 4 月 23 日新增狼队授权	有	足球竞技	自研
《超凡先锋》	236,901	已于 21 年 6 月 29 日结束二轮内测	无	生存射击	自研
《Onmyoji Idol Project》	202,653	开启预约, 暂未测试	无	二次元 养成	自研
《巅峰极速》	196,528	开启预约, 暂未测试	无	竞速赛车	自研
《星海求生》	154,922	开启预约, 暂未测试	无	角色扮演 沙盒 生存	自研
《阴阳师: 妖怪小班》	123,314	已于 22 年 3 月 18 日开始限量测试	无	社交 推理	自研
《伊格效应》	39,864	开启预约, 暂未测试	无	角色扮演 卡牌	自研
《未知记录》	29,292	21 年 7 月开启限号测试	无	独立游戏 文字冒险	自研
《代号: 邪神》	6,460	已于 20 年 11 月 20 日开启首次安卓限量共研性测试	无	战争 策略	自研
《湮灭效应》	-	开启预约, 暂未测试	无	机甲 二次元 战棋	代理
《陈情令》	-	已于 21 年 4 月结束安卓小规模技术测试, 无其他信息	无	女性向 古风 剧情	自研

资料来源: 光大证券研究所根据 TapTap、各游戏官网整理

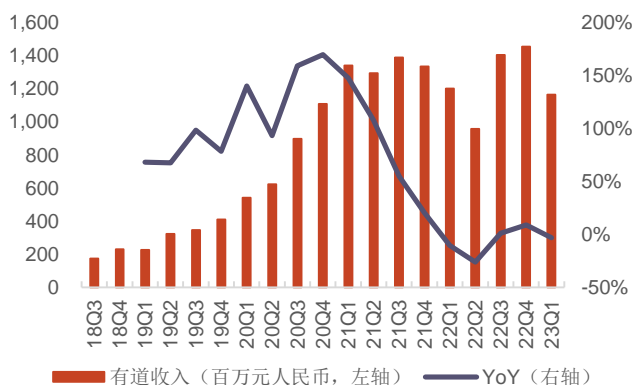
2.2、有道业务受学习服务需求下降而下滑, 云音乐成本管控效果显著

有道: 业绩受学习服务需求下滑影响而同比下降。 23Q1 有道实现净收入 12 亿元, 同比减少 3%; 收入占比 5%, 同比减少 0.5pcts。

有道布局 AIGC 技术应用, 有望在较短期内实现产品化。 1) AIGC 技术与网易有道的翻译、培训等功能契合度较高。2023 年 2 月 8 日, 网易有道表示已投入到 AIGC 在教育场景的落地研发中, 已在 AI 口语老师、中文作文批改等细分学习场景中尝试应用, 将尽快推出 demo 版产品, 或标志着 AIGC 技术在国内互联网教育场景的首次着陆。ChatGPT 作为以问答形式提供信息的 AI, 在教育行业有着天然的优势。2) 网易有道拥有 AIGC 技术先发优势, 具备 ChatGPT 模型落地的快速响应能力。网易已提早布局 AI 技术, 技术团队在神经网络翻译、计算机视觉、智能语音 AI 技术、高性能计算等关键技术方面均取得重要突破。2022 年开始, 有道 AI 团队对 AIGC 下的教育细分场景进行了大量技术投入。

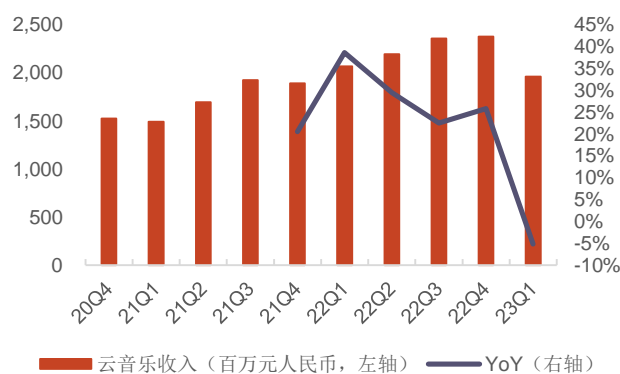
云音乐: 积极进行成本管控, 毛利润持续改善。 23Q1 云音乐实现净收入 20 亿元, 同比减少 5.2%; 收入占比 8%, 同比减少 1.0pcts, 而 23Q1 云音乐毛利润 4.4 亿元, 同比增长 74.7%; 毛利率 22.4%, 同比增长 10.3pcts。网易云音乐充分发挥音乐平台和社区优势, 在扩展头部版权、拓宽商用业务方面持续发力, 推动利润率持续提升: 22M11 与爱贝克思顺利续约; 22M12 波丽佳音等多家大型厂牌达成合作协议; 23M1 与相信音乐达成战略合作, 获得李宗盛、五月天、刘若英等知名艺人版权授权, 曲库内容持续扩充; 22M10, 旗下商用音乐授权平台“云村交易所”与 VFine 达成合作, 拓展商用音乐版图。此外, 知名艺人如华晨宇和 (G)I-DLE 等的数字专辑也取得了售卖佳绩。

图 13: 18Q3-23Q1 有道净收入情况



资料来源: 网易公司公告, 光大证券研究所

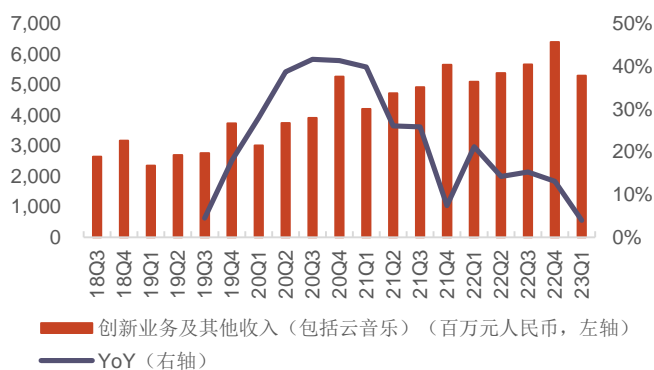
图 14: 20Q4-23Q1 云音乐净收入情况



资料来源: 网易、云音乐公司公告, 光大证券研究所

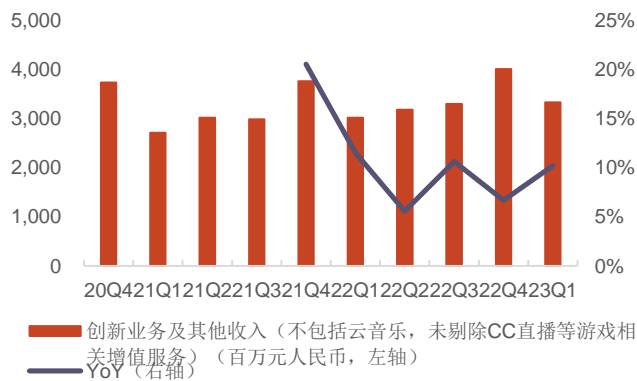
创新及其他业务: 网易严选坚持精品化路线。23Q1 创新及其他业务 (不包括云音乐, 剔除 CC 直播等游戏相关增值服务) 实现净收入 19 亿元, 同比增速 12.8%。若加回 23Q1 CC 直播等游戏相关增值服务收入, 创新及其他业务 (不包括云音乐, 加上 CC 直播等游戏相关增值服务) 实现净收入 33 亿元, 同比上升 10.2%, 收入占比 13%, 同比上升 0.5pct。

图 15: 18Q3-23Q1 创新及其他业务 (包含云音乐) 净收入



资料来源: 网易公司公告, 光大证券研究所

图 16: 20Q4-23Q1 创新及其他业务 (不包含云音乐, 未剔除 CC 直播等游戏相关增值服务) 净收入



资料来源: 网易、云音乐公司公告, 光大证券研究所

3、估值与投资建议

公司主营游戏业务在充满挑战的宏观环境下稳健增长, AIGC 在游戏、教育等细分领域应用展开布局。公司端游、手游杰作新品频出巩固护城河, 网易自研能力持续得到证明, 关注《逆水寒》手游、《蛋仔派对》、《燕云十六声》进展。考虑 23Q1 公司经调整归母净利润超预期, 《逆水寒》手游即将上线贡献流水增量, 我们上调公司 2023-25 年经调整归母净利润持续经营净利润预测分别至 256.7/281.7/306.9 亿元 (与上次预测分别+5.1%/+3.1%/+4.0%)。我们采取 SOTP 估值, 给予公司在线游戏服务业务 18xPE, 有道/云音乐/直播、电商及其他业务分别 2x/2x/1xPS, 上调目标价至 169.6 港元。游戏行业监管释放积极信号, 版号发放常态化, 网易有望释放潜力爆款储备, 维持“买入”评级。

表 2：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元人民币）	87,606.0	96,495.8	106,027.8	117,001.6	126,973.7
营业收入增长率	18.9%	10.1%	9.9%	10.3%	8.5%
Non-GAAP 归母持续经营净利润（百万元）	19,761.9	22,808.4	25,670.7	28,170.8	30,693.7
Non-GAAP 归母持续经营净利润增长率	34.4%	15.4%	12.5%	9.7%	9.0%
Non-GAAP EPS（元）	6.1	7.1	8.0	8.7	9.5
Non-GAAP PE	19.2	16.6	14.8	13.5	12.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-05-26，汇率：1 港元=0.9013 人民币

4、风险分析

新游上线流水不及预期风险。

游戏行业竞争加剧风险。

有道转型进展不及预期风险。

云音乐用户付费率提升不及预期风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	87,606	96,496	106,028	117,002	126,974
营业成本	40,635	43,730	46,727	51,909	55,975
折旧和摊销	3,276	2,858	1,266	1,498	1,732
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	12,214	13,403	13,429	14,859	16,126
管理费用	18,340	19,735	21,123	23,400	25,141
财务费用	-1,520	-2,150	-1,560	-1,736	-2,014
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2,948	54	965	965	965
营业利润	20,885	21,832	27,274	29,533	32,710
营业外支出	490	-1,571	-25	-1,571	-1,571
利润总额	21,104	24,250	28,299	31,951	35,128
所得税	4,128	5,032	5,669	6,401	7,037
净利润	16,976	19,218	22,630	25,550	28,091
少数股东损益	119	-494	159	180	197
归属母公司净利润	16,857	20,338	22,471	25,371	27,894
Non-GAAP 归母持续经营净利润	19,762	22,808	25,671	28,171	30,694

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	24,927	27,709	18,841	25,995	30,896
投资活动产生现金流	-7,078	-7,370	-10,871	-5,354	-4,648
融资活动现金流	-12,586	-10,238	-22,107	2,014	2,238
净现金流	5,263	10,102	-14,137	22,655	28,486

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	153,644	172,761	171,019	199,615	232,931
货币资金	88,130	112,536	98,399	121,053	149,540
交易型金融资产	12,282	7,623	13,000	12,000	11,000
应收账款	5,508	5,003	6,362	6,786	6,984
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	965	994	701	979	948
流动资产	113,120	131,603	124,957	147,660	176,051
可供出售投资	5,824	2,974	2,974	2,974	2,974
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	5,434	6,342	8,024	9,502	10,766
无形资产	4,108	4,122	4,662	5,202	5,742
非流动资产	40,524	41,158	46,062	51,955	56,880
总负债	54,220	63,888	39,516	42,562	47,786
无息负债	33,593	36,357	35,861	38,907	44,131
有息负债	20,627	27,531	3,655	3,655	3,655
股东权益	99,424	108,873	131,503	157,054	185,145
少数股东权益	4,096	4,142	4,301	4,481	4,678
归属母公司权益	95,328	104,731	127,202	152,573	180,466

行业及公司评级体系

评级	说明
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 15%；
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。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP