

网易-S (09999.HK)

24 年游戏储备丰富，关注新游戏上线进展

买入

核心观点

23Q4 收入同比增长 7%，经调利润率同比提升 8pct。 23Q4，公司实现营收 271 亿元，同比增长 7%。收入增长主要由手游业务驱动，部分被 PC 端游和云音乐的收入下滑所抵消。23Q4，公司总经营费率为 37%，同比提升 2pct。经营费用同比增长，主要因新游戏上线带来市场推广开支和人员成本增加，公司在 23Q4 加大《蛋仔派对》竞争营销投放力度。Non-GAAP 归母净利润 74 亿元，同比增长 53%；Non-GAAP 归母净利率 27%，同比提升 8pct。

在线游戏业务收入为 195.4 亿元，同比增长 12%。 其中，手游收入 150 亿元，同比增长 29%，主要因《蛋仔派对》、《巅峰极速》等表现良好。PC 端游收入 46 亿元，同比减少 23%。我们测算，本季度游戏总流水增长约 16%。23Q4，《逆水寒》的活跃用户达到 1 亿；24 年春节假期，《蛋仔派对》DAU 超过 4000 万。展望 24 年，公司具有丰富的储备产品，增长潜力足。公司目前已经拿到版号的重点产品包括《燕云十六声》《射雕》《永劫无间》手游。开放世界 RPG 游戏《射雕》将于今年 3 月 28 日上线。根据业绩指引，《永劫无间》手游有望在今年二季度上线，目前官网预约人数超过 1314 万；《永劫无间》端游已于 2021 年上线，首年端游流水在 40-50 亿。

有道净收入为 15 亿元，同比增长 2%。 其中：学习服务收入为 7.8 亿元，同比减少 2%；智能设备收入为 2.2 亿元，同比减少 45%，受到缩减低 ROI 营销渠道的影响；广告服务收入 4.7 亿元，同比增长 97%，主要来自于通过第三方平台展示的效果广告高速增长。

云音乐：23H2 订阅渗透率同比提升 3pct，盈利水平持续提升。 23Q4，云音乐收入为 20 亿元，同比减少 16%。收入下滑，主要因社交娱乐服务相关生态治理的影响。23Q4，云音乐毛利率为 34.4%，同比提升 12.0pct，得益于成本管控的持续改善。当前，云音乐订阅业务稳步发展，根据云音乐财报，23H2，付费用户数同比提升 19%；订阅付费渗透率达 22.7%，同比提升 3pct。

风险提示：政策风险；新产品上线推迟的风险；游戏市场竞争激烈的风险。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。我们预计新产品的驱动下，网易 24Q2 起进入业绩强势期，《蛋仔派对》在强竞争下表现出色；《巅峰极速》持续拓展海外；后续储备产品丰富。考虑到公司游戏生产效率优化，上调盈利预期，预计 24-26 年调整后归母净利润分别为 360/386/412 亿元（幅度+8%/+10%/—），维持目标价 201-233 港币。后续多款新产品表现优异有望催化股价向上，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	103,824	117,495	127,118	136,259	144,694
(+/-%)	7.6%	13.2%	8.2%	7.2%	6.2%
non-GAAP 归母净利润(百万元)	32,608	36,026	38,655	41,250	43,440
(+/-%)	43.0%	10.5%	7.3%	6.7%	5.3%
non-GAAP 每股收益(元)	9.89	11.18	11.99	12.80	13.48
EBIT Margin	26.7%	27.4%	28.5%	28.5%	28.5%
净资产收益率 (ROE)	23.7%	22.0%	20.3%	18.8%	17.4%
市盈率 (PE)	15.1	13.4	12.5	11.7	11.1
EV/EBITDA	18.0	16.1	14.6	13.9	13.3
市净率 (PB)	3.97	3.28	2.82	2.45	2.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：陈淑媛
0755-81982651 021-60375431
zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980521120004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	201.00 - 233.00 港元
收盘价	169.40 港元
总市值/流通市值	546082/546082 百万港元
52 周最高价/最低价	184.89/116.10 港元
近 3 个月日均成交额	1208.44 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

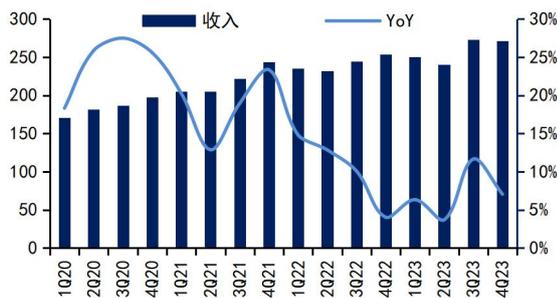
相关研究报告

- 《网易-S (09999.HK) - 新产品带动手游显著提速，后续产品周期依然强势》——2023-11-17
- 《网易-S (09999.HK) - 2023Q3 业绩前瞻：进入强势产品周期，预计游戏业务显著提速》——2023-10-23
- 《网易-S (09999.HK) - 收入短暂降速，新产品表现亮眼，后续季度业绩提速确定性高》——2023-08-27
- 《网易-S (09999.HK) - 2023Q2 业绩前瞻：两款新产品表现亮眼，有望带动三季度提速》——2023-07-12
- 《网易-S (09999.HK) - 手游表现亮眼，多款新产品定档》——2023-05-29

总览：收入同比增长 7%，利润率持续提升

23Q4 收入同比增长 7%，经调利润率同比提升 8pct。 23Q4，公司实现营收 271 亿元，同比增长 7%。收入增长主要由手游业务驱动，部分被 PC 端游和云音乐的收入下滑所抵消。Non-GAAP 归母净利润 74 亿元，同比增长 53%；Non-GAAP 归母净利润率 27%，同比提升 8pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司经调整归母净利润及利润率（单位：亿元、%）

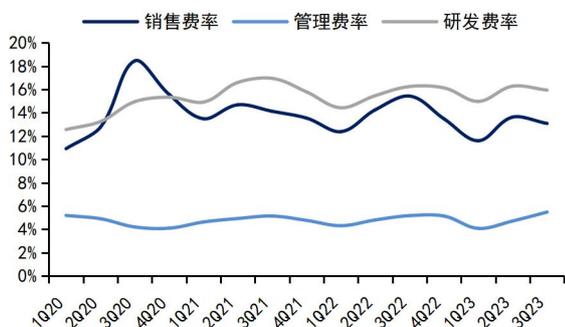


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

游戏及云音乐毛利率同比提升明显。23Q4，公司综合毛利率 62%，同比提升 10pct。其中，游戏及增值服务毛利率 69.5%，同比提升 10pct，主要因自研游戏占比提升和渠道成本结构优化。有道毛利率 50%，同比下降 3pct，主要因于学习服务收入贡献的减少和智能硬件毛利率下降。创新业务毛利率 34.4%，同比提升 3pct，得益于网易严选和广告服务毛利润增长。云音乐毛利率 30.3%，同比提升 12pct，提升主要得益于音乐订阅收入增加以及成本的管控。

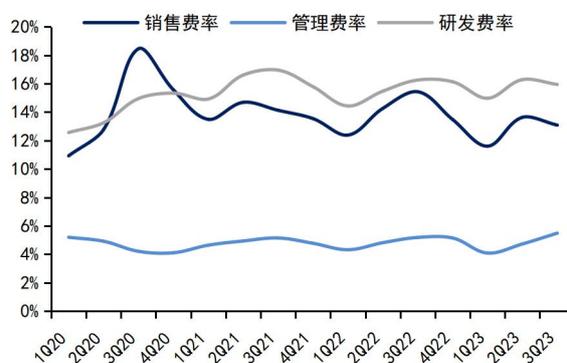
23Q4，公司总经营费率为 37%，同比提升 2pct。经营费用同比增长，主要因新游戏上线带来市场推广开支和人员成本增加，公司在 23Q4 加大《蛋仔派对》竞争营销投放力度。其中销售费率 15.6%，同比上升 2pct。

图3：网易各项毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：网易三项经营费率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

游戏：手游收入增长 29%，产品周期向上

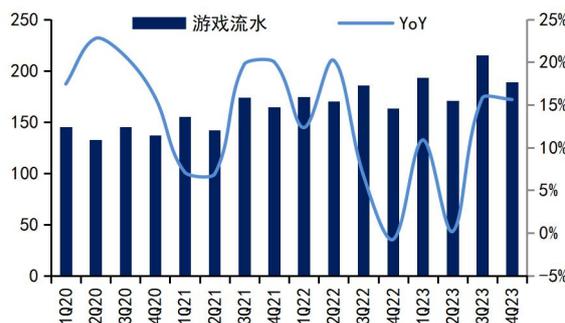
2023Q4，在线游戏业务收入为 195.4 亿元，同比增长 12%。其中，手游收入 150 亿元，同比增长 29%，主要因《蛋仔派对》、《巅峰极速》等表现良好。PC 端游收入 46 亿元，同比减少 23%，主要受到代理暴雪游戏停运的影响。我们测算，本季度游戏总流水增长约 16%。23Q4，《逆水寒》的活跃用户达到 1 亿；24 年春节假期，《蛋仔派对》DAU 超过 4000 万。

图5：公司在线游戏收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司游戏流水及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

展望 24 年，公司具有丰富的储备产品，增长潜力足。公司目前已经拿到版号的重点产品包括《燕云十六声》《射雕》《永劫无间》手游。开放世界 RPG 游戏《射雕》将于今年 3 月 28 日上线。根据业绩会，《永劫无间》手游有望在今年二季度上线，目前官网预约人数超过 1314 万；《永劫无间》端游已于 2021 年上线，首年端游流水在 40-50 亿。国风开放世界游戏《燕云十六声》也将于 2024 年上线。

有道：收入同比增长 2%，广告收入翻倍

2023Q3，有道净收入为 15 亿元，同比增长 2%。其中：学习服务收入为 7.8 亿元，同比减少 2%；智能设备收入为 2.2 亿元，同比减少 45%，受到缩减低 ROI 营销渠道的影响；广告服务收入 4.7 亿元，同比增长 97%，主要来自于通过第三方平台展示的效果广告高速增长。

图7：有道收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：有道收入构成（亿元）

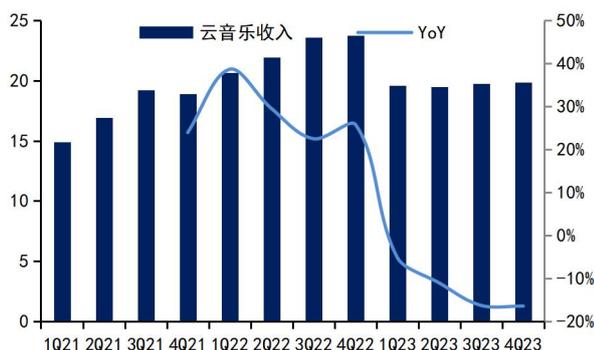


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

云音乐：23H2 订阅渗透率同比提升 3pct，盈利水平持续提升

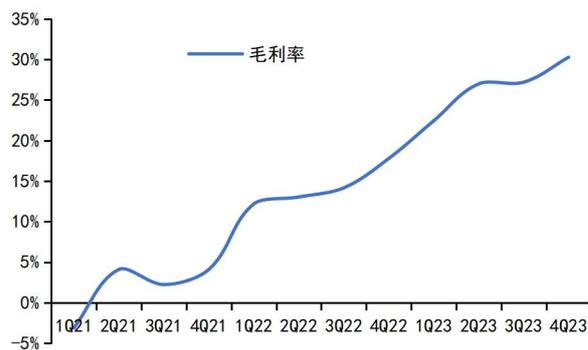
2023Q4，云音乐净收入为 20 亿元，同比减少 16%。云音乐的收入下滑，主要因社交娱乐服务相关生态治理的影响。23Q4，云音乐毛利率为 34.4%，同比提升 12.0pct，得益于成本管控的持续改善。当前，云音乐订阅业务稳步发展，根据云音乐财报，23H2，付费用户数同比提升 19%；订阅付费渗透率达 22.7%，同比提升 3pct。

图9：云音乐收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：云音乐毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：后续产品储备丰富，维持“买入”评级

我们预计新产品的驱动下，网易 24Q2 起进入业绩强势期，《蛋仔派对》在强竞争下表现出色；《巅峰极速》持续拓展海外。后续储备产品仍然丰富，《射雕》《永劫无间》手游预计在今年上半年上线。考虑到公司游戏生产效率优化，上调盈利预期，预计公司 2024-2026 年调整后归母净利润分别为 360/386/412 亿元（幅度 +8%/+10%/+），维持目标价至 201-233 港币。后续多款新产品表现优异，有望催化股价向上，继续维持“买入”评级。

风险提示

政策风险；新产品上线推迟的风险；游戏市场竞争激烈的风险；游戏出海表现不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	21429	26627	30832	34712	营业收入	103824	117495	127118	136259
应收款项	12499	14193	15356	16460	营业成本	40761	46313	48957	52477
存货净额	695	796	839	897	销售费用	13969	15509	16525	17714
其他流动资产	2777	3143	3400	3645	研发费用	16485	18212	19703	21120
流动资产合计	142693	150051	160984	171799	管理费用	4900	5287	5720	6132
固定资产	8075	11524	14890	18194	营业利润	27709	32174	36212	38816
无形资产及其他	5125	23916	37572	51288	财务费用	(3987)	(4376)	(4593)	(4319)
投资性房地产	30032	30032	30032	30032	投资收益	1307	500	400	736
长期股权投资	0	0	0	0	其他损益净额	1054	1100	1077	1077
资产总计	185925	215524	243479	271312	利润总额	34057	38150	42282	44948
短期借款及交易性金融负债	19240	20823	21313	20459	所得税费用	4700	6104	7611	8091
应付款项	3453	3955	4165	4452	少数股东损益	(59)	(220)	(170)	(181)
其他流动负债	31150	35061	37289	39907	归属于母公司净利润	29417	32266	34841	37038
流动负债合计	53842	59839	62767	64817	经调整归母净利润	32608	36026	38655	41250
长期借款及应付债券	428	428	428	428					
其他长期负债	3570	4761	5533	5533	现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	3998	5189	5961	5961	净利润	29417	32266	34841	37038
负债合计	57841	65027	68728	70778	资产减值准备	0	0	0	0
少数股东权益	3798	3624	3490	3347	折旧摊销	2858	1771	1431	953
股东权益	124286	146872	171261	197187	公允价值变动损失	(1054)	(1100)	(1077)	(1077)
负债和股东权益总计	185925	215524	243479	271312	财务费用	(3987)	(4376)	(4593)	(4319)
					营运资本变动	(26123)	3443	1748	1498
关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E	其它	19829	(174)	(134)	(143)
经调整 EPS	9.89	11.18	11.99	12.80	经营活动现金流	24927	36205	36809	38269
每股红利	1.87	3.00	3.24	3.45	资本开支	1537	(745)	557	(347)
每股净资产	37.71	45.56	53.13	61.17	其它投资现金流	(12678)	0	(5265)	(5528)
ROIC	21%	19%	18%	17%	投资活动现金流	(7078)	(745)	(4708)	(5875)
ROE	24%	22%	20%	19%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	61%	61%	61%	61%	负债净变化	(3227)	0	0	0
EBIT Margin	27%	27%	28%	28%	支付股利、利息	(6150)	(9680)	(10452)	(11111)
EBITDA Margin	29%	29%	30%	29%	其它融资现金流	6168	1583	490	(854)
收入增长	8%	13%	8%	7%	融资活动现金流	(12586)	(8097)	(9962)	(11966)
净利润增长率	45%	10%	8%	6%	现金净变动	(3460)	27363	22139	20428
资产负债率	33%	32%	30%	27%	货币资金的期初余额	24889	21429	26627	30832
息率	1.1%	1.8%	2.0%	2.1%	货币资金的期末余额	21429	48792	48766	51260
P/E	15.1	13.4	12.5	11.7	企业自由现金流	2158	31494	33430	33933
P/B	4.0	3.3	2.8	2.4	权益自由现金流	8650	36711	37645	36629
EV/EBITDA	18.0	16.1	14.6	13.9					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032