

## 网易-S (09999.HK) 2024 年四季报点评

## PC 强劲复苏推动游戏收入转正；基本盘重回牢固 关注新产品弹性

## 事项:

- ❖ 网易 24Q4 实现营收 267 亿元 (YOY-1.4%, QOQ+2.05%)，其中游戏及相关增值服务收入 212 亿元 (YOY+1.5%, QOQ+1.81%)；有道收入 13 亿元 (YOY-9.5%, QOQ-14.8%)；网易云音乐收入 19 亿元 (YOY-5.3%, QOQ-5.9%)；创新及其他业务营收 23 亿元 (YOY-17.0%, QOQ+28.8%)。归母净利润 88 亿元 (YOY+33.2%, QOQ+34.1%)，Non-GAAP 归母净利润 97 亿元 (YOY+31.1%, QOQ+29.3%)，营业利润 78.21 亿元 (yoy+13.87%, qoq+9.44%)；环比的归母净利润大幅增长还有一部分来自汇兑收益，Q4 汇兑收益实现 15.35 亿元 (Q3 为亏损 10.56 亿元)，递延收入环比减少 2.44 亿元。
- ❖ 全年营收 1,053 亿元 (YOY+1.7%)，Non-GAAP 净利润 335 亿元 (YOY+2.8%) 创新高。

## 评论:

- ❖ **PC 强劲复苏推动游戏收入转正；《漫威争锋》表现超预期**  
全年维度游戏及相关服务实现收入 836 亿元 (YOY+2.5%)，端游收入实现 219.46 亿元 (yoy+16.56%)，手游收入实现 584.96 亿元 (yoy+2.7%)。  
Q4 维度游戏及相关服务实现收入 212 亿元 (yoy+1.54%)；网络游戏营收 205.41 亿元 (yoy+5.12%)；其中手游收入实现 134.14 亿元 (yoy-10.50%)，预计主要是去年同期《逆水寒手游》与《蛋仔派对》的高基数造成的。端游收入实现 71.28 亿元 (yoy+56.56%)，预计主要为 Q3 以来暴雪回归游戏《魔兽世界》以及《炉石传说》、新上线的《漫威争锋》推动了 PC 的强劲复苏。而 Q4 游戏业务的毛利率为 66.70% (环比减少 2.1pcts)，侧面印证超预期的端游收入或来源于低毛利率的代理游戏。
- ❖ **Q1 看好游戏收入继续增长；弹性需关注新品**  
我们预计 Q1 PC 游戏强劲趋势有望延续，《漫威争锋》(1 月创在线新高) 与《燕云十六声》将贡献完整季度收入增量。手游同比下滑或有所收窄。当前存量产品重回稳健，后续弹性需要关注新产品预期；公司储备产品包括《界外狂潮》(steam 已上线，爬坡中)、《命运：崛起》(《Destiny: Rising》)、《无限大》、《漫威秘法狂潮》，更多新品产品线建议关注历年 5 月的网易游戏发布会。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级**  
根据 2024 年 Q4 业绩情况，我们调整了业绩预期；我们预测公司 2025~2027 年归母净利润分别为 311.99 亿元/339.94 亿元/361.22 亿元 (此前为 319 亿元/348 亿元)。当前股价对应 2025~2027 年 PE 分别为 15.0/13.8/13.0X，对应 Non-GAAP 口径下归母净利润分别约为 351.8 亿元/382.1 亿元/405.2 亿元。采用 SOTP 法进行估值：游戏业务给予 15~18 倍 PE，有道业务按照当前美股市值归属网易 20.52 亿元；云音乐按照当前市值归属网易 177.23 亿元，其他业务给予 2XPS。汇总后对应 2025 年目标价区间 175-207 港元，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：游戏版号限制；游戏上线不及预期；出海政策风险。**

## 主要财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万)	105,295	111,157	116,308	122,873
同比增速(%)	1.8%	5.6%	4.6%	5.6%
归母净利润(百万)	29,698	31,199	33,994	36,122
同比增速(%)	1.0%	5.1%	9.0%	6.3%
每股盈利(元)	9.25	9.72	10.59	11.25
市盈率(倍)	15.8	15.0	13.8	13.0
市净率(倍)	3.4	3.1	2.8	2.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2025 年 3 月 31 日收盘价

## 推荐 (维持)

目标价区间：175-207 港元

当前价：158.00 港元

## 华创证券研究所

## 证券分析师：刘欣

电话：010-63214660

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

执业编号：S0360521010001

## 证券分析师：廖志国

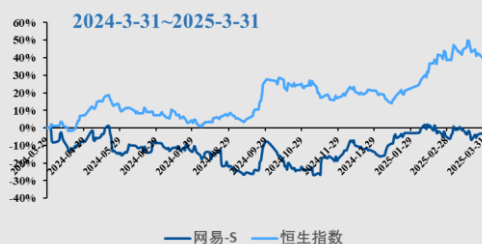
邮箱：liaozhiguo@hcyjs.com

执业编号：S0360523060003

## 公司基本数据

总股本(亿股)	32.11
已上市流通股(亿股)	32.11
总市值(亿港元)	5073
流通市值(亿港元)	5073
资产负债率(%)	27.30%
每股净资产(元)	43.19
12 个月内最高/最低价	170.80/114.02

## 市场表现对比图(近 12 个月)



## 相关研究报告

《网易-S (09999.HK) 2024 年三季报点评：游戏收入略承压，PC 表现突出；看好 Q4 开始重回增长，关注产品催化》

2024-11-30

《网易-S (09999.HK) 2024Q2 业绩点评：存量游戏保持韧性，汇兑损益拖累当期利润表现；关注后续产品线》

2024-09-13

《网易-S (09999.HK) 2023 业绩点评：Q4 同比大幅增长，预计 2024H1 将延续；后续建议关注《永劫无间手游》&《燕云十六声》》

2024-04-07

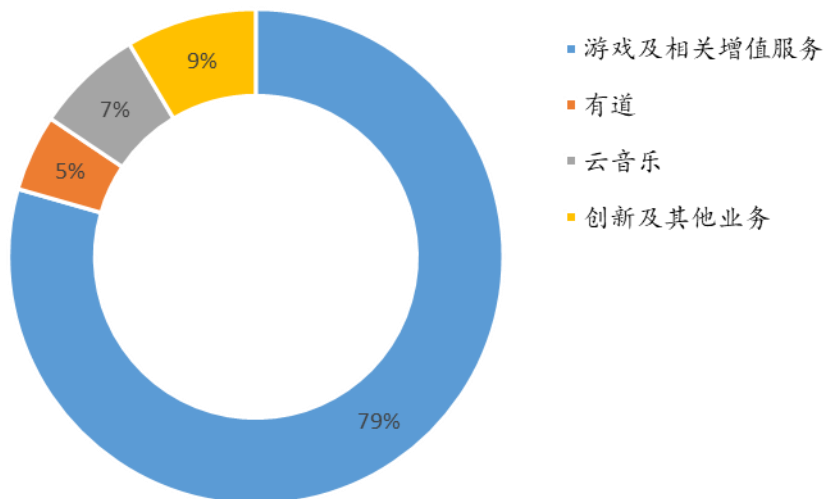
### 一、2024Q4 营收增速较弱，利润释放较强

网易 24Q4 实现营收 267 亿元 (YOY-1.4%, QOQ+2.05%)，其中游戏及相关增值服务收入 212 亿元 (YOY+1.5%，QOQ+1.81%)；有道收入 13 亿元 (YOY-9.5%，QOQ-14.8%)；网易云音乐收入 19 亿元 (YOY-5.3%，QOQ-5.9%)；创新及其他业务营收 23 亿元 (YOY-17.0%，QOQ+28.8%)。归母净利润 88 亿元 (YOY+33.2%，QOQ+34.1%)，Non-GAAP 归母净利润 97 亿元 (YOY+31.1%，QOQ+29.3%)，营业利润 78.21 亿元 (yoy+13.87%，qoq+9.44%)；环比的归母利润大幅增长还有一部分来自汇兑收益，Q4 汇兑收益实现 15.35 亿元 (Q3 为亏损 10.56 亿元)，递延收入 (合同负债) 环比减少 2.44 亿元。

全年营收 1,053 亿元 (YOY+1.7%)，Non-GAAP 净利润 335 亿元 (YOY+2.8%创新高)。

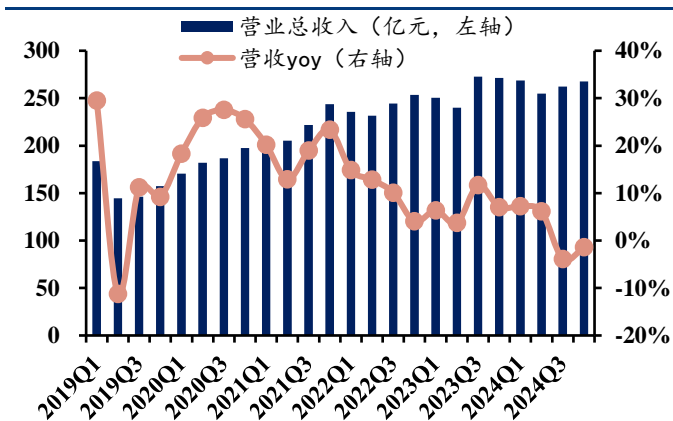
24Q4 销售费用率为 10.54%，管理费用率为 4.35%，研发费用率为 16.71%；本季度销售费用较低。

图表 1 网易 2024Q4 业务拆分



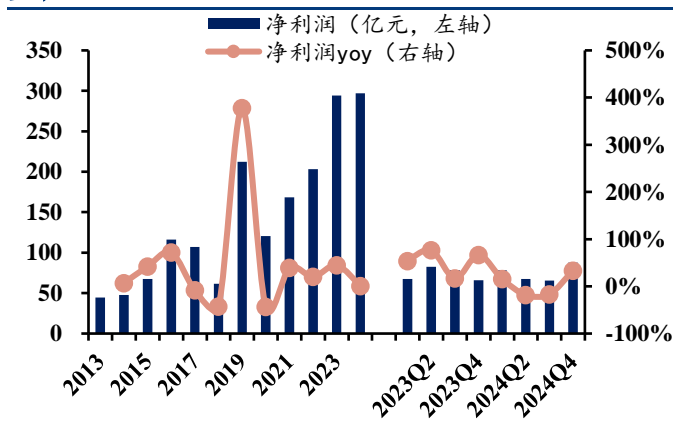
资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 网易营收及增速



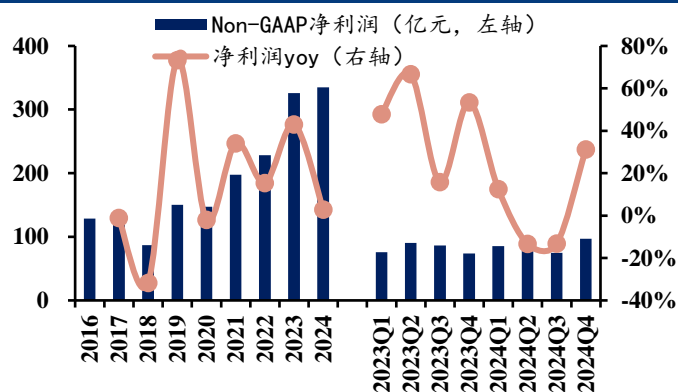
资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 网易净利润及增速 (19 年含出售网易考拉收益)



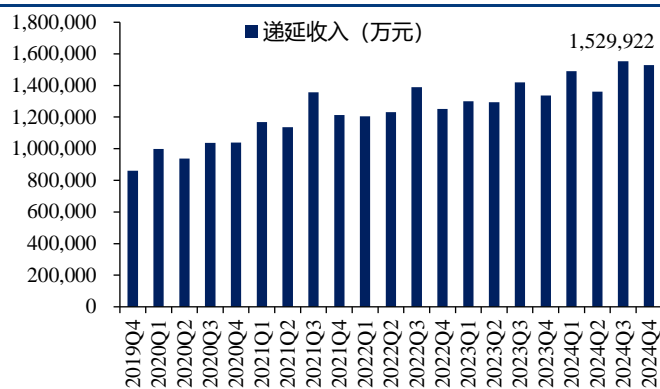
资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 网易 Non-GAAP 净利润及增速



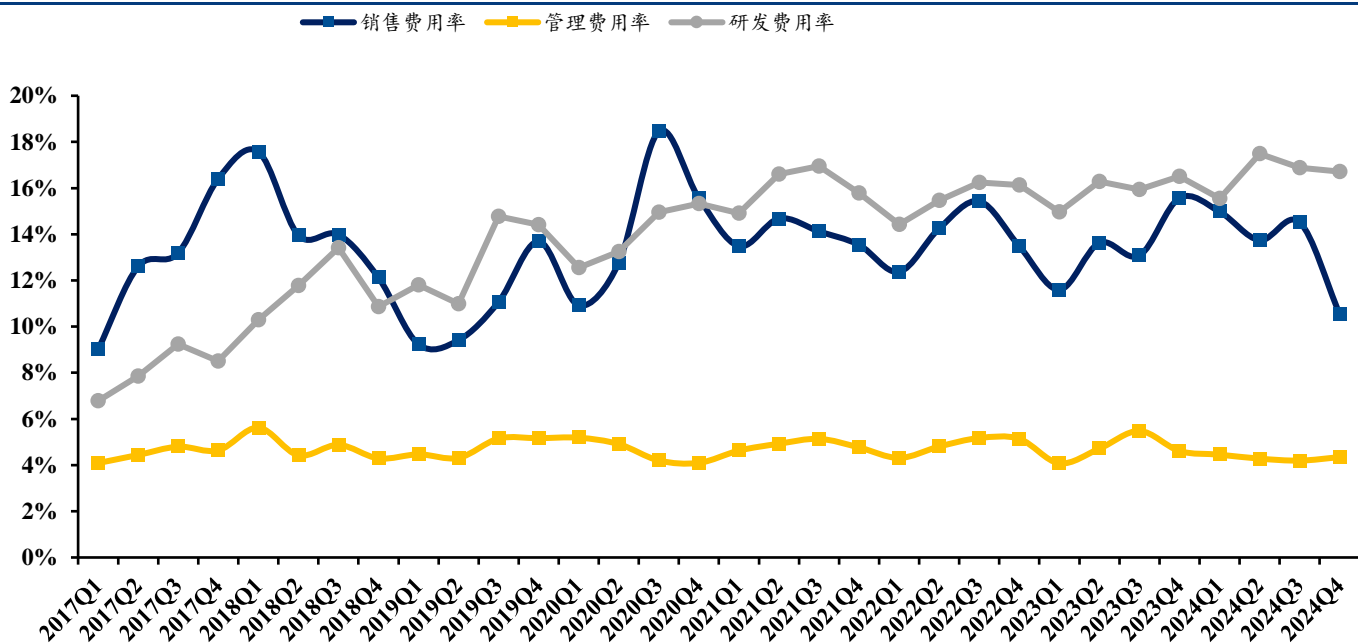
资料来源：公司公告，华创证券

图表 5 网易递延收入



资料来源：公司公告，华创证券

图表 6 公司费用率走势



资料来源：公司公告，华创证券

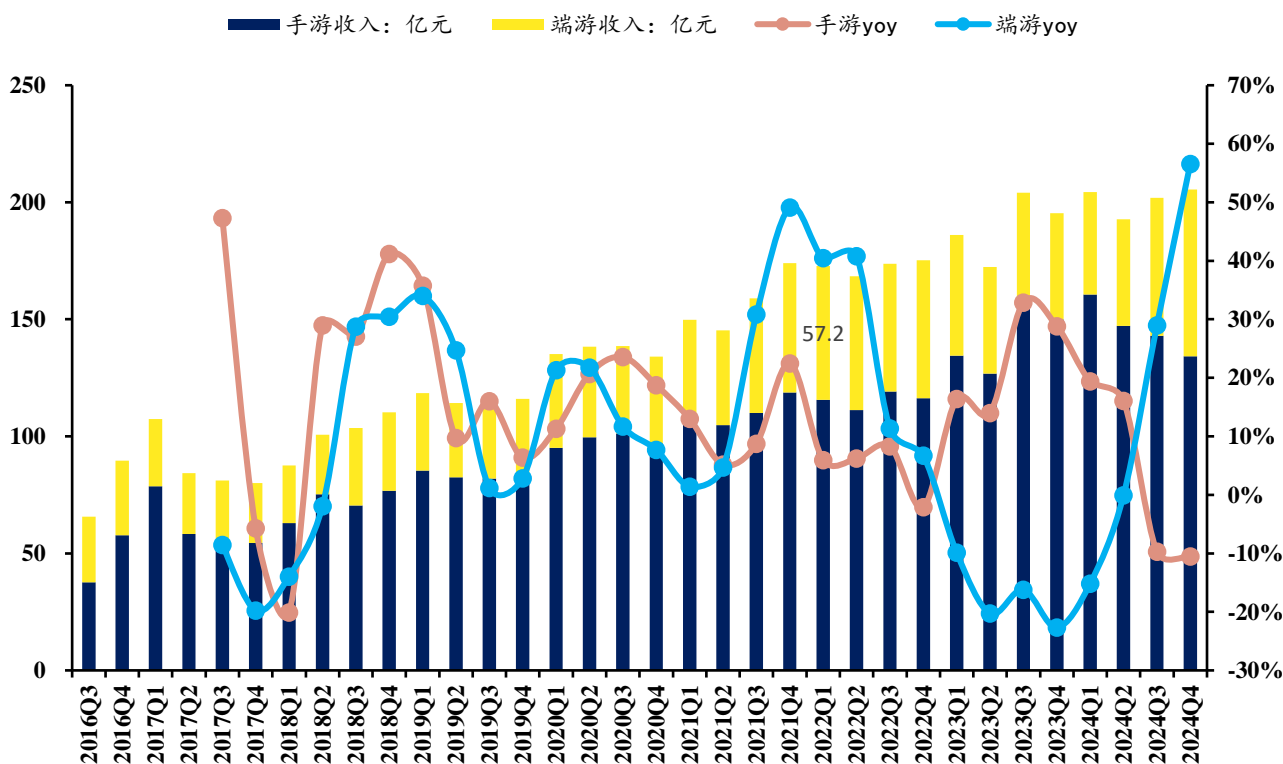
## 二、PC 强劲复苏推动游戏收入转正；《漫威争锋》表现超预期；看好 Q1 延续

全年维度游戏及相关服务实现收入 836 亿元 (YOY+2.5%)，端游收入实现 219.46 亿元 (yoy+16.56%)，手游收入实现 584.96 亿元 (yoy+2.7%)。

Q4 维度游戏及相关服务实现收入 212 亿元 (yoy+1.54%)；网络游戏营收 205.41 亿元 (yoy+5.12%)；其中手游收入实现 134.14 亿元 (yoy-10.50%)，预计主要是去年同期《逆水寒手游》与《蛋仔派对》的高基数造成的。端游收入实现 71.28 亿元 (yoy+56.56%)，预计主要为 Q3 以来暴雪回归游戏《魔兽世界》以及《炉石传说》、新上线的《漫威争锋》推动了 PC 的强劲复苏。而 Q4 游戏业务的毛利率为 66.70% (环比减少 2.1pcts)，侧面印证超预期的端游收入或来源于低毛利率的代理游戏。

我们预计 Q1 PC 游戏强劲趋势有望延续，《漫威争锋》(1 月创在线新高)与《燕云十六声》将贡献完整季度收入增量。手游同比下滑或有所收窄。当前存量产品重回稳健，后续弹性需要关注新产品预期；公司储备产品包括《界外狂潮》(steam 已上线，爬坡中)、《命运：崛起》(《Destiny: Rising》)、《无限大》、《漫威秘法狂潮》，更多新品产品线建议关注历年 5 月的网易游戏发布会。

图表 7 网易手游与端游游戏收入及同比变化



资料来源：公司公告，华创证券

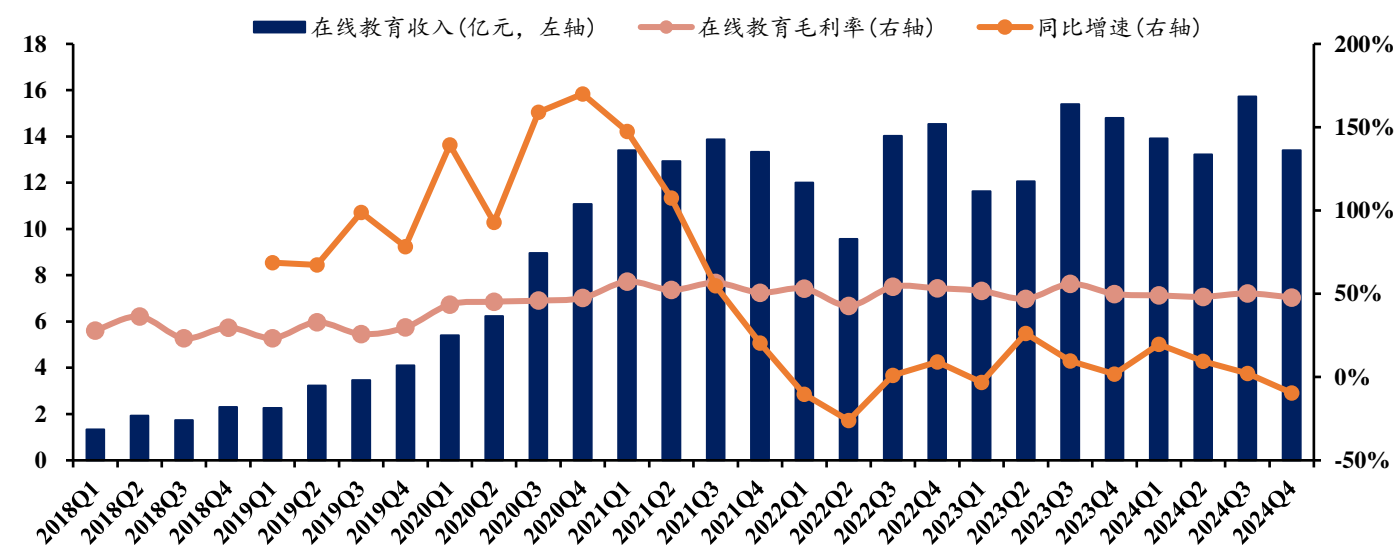
图表 8 《漫威争锋》steam 服务器每日最高在线人数



资料来源: Steamdb

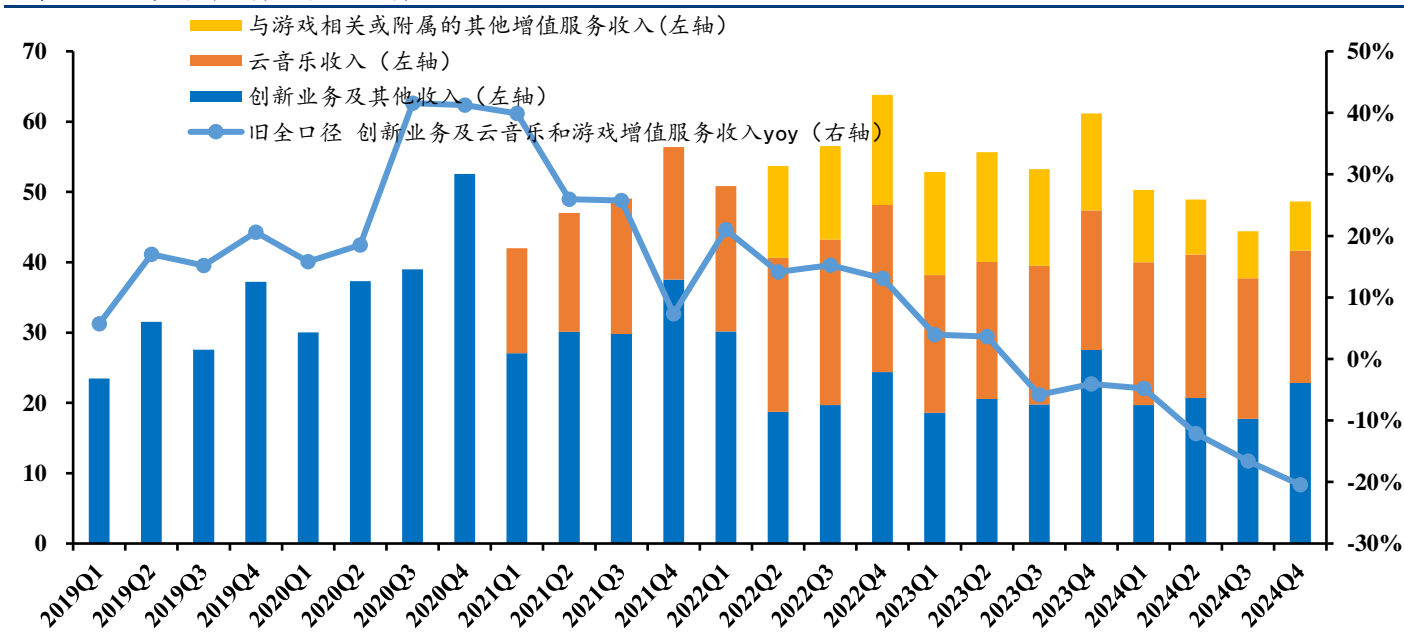
### 三、网易有道与云音乐业务整体稳定，创新业务有所下行

图表 9 网易在线教育业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

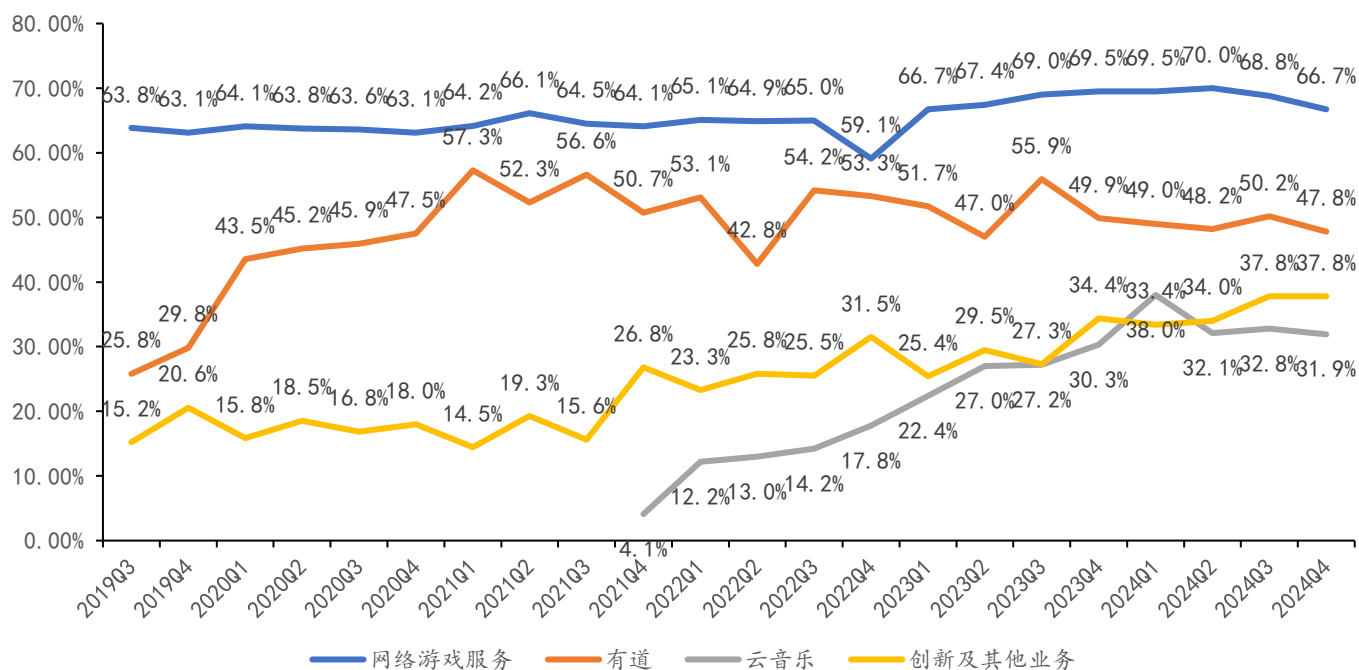
图表 10 网易创新业务及其他业务收入 (亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

### 四、毛利率保持高位

图表 11 网易各项业务毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

## 五、风险提示

游戏版号限制；游戏上线不及预期；出海政策风险。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	51,383	33,740	44,397	60,560
应收款项合计	12,086	14,154	14,038	15,148
存货	572	758	711	729
其他流动资产	89,284	113,316	116,629	117,644
流动资产合计	153,325	161,968	175,775	194,081
固定资产净额	8,520	8,764	9,022	9,357
权益性投资	0	0	0	0
其他长期投资	3,025	3,025	5,777	3,942
商誉及无形资产	0	0	0	0
土地使用权	4,172	4,515	4,895	5,256
其他非流动资产	26,950	28,297	29,711	29,585
非流动资产合计	42,667	44,601	49,405	48,140
<b>资产总计</b>	<b>195,992</b>	<b>206,569</b>	<b>225,180</b>	<b>242,221</b>
应付账款及票据	721	1,038	926	959
短期借贷及长期借贷当期到期部分	11,805	11,805	11,805	11,805
其他流动负债	37,141	34,957	37,378	39,360
流动负债合计	49,667	47,800	50,109	52,124
长期借贷	428	528	578	618
其他非流动负债	3,402	3,205	3,395	3,393
非流动负债合计	3,830	3,733	3,973	4,011
<b>负债总计</b>	<b>53,497</b>	<b>51,533</b>	<b>54,082</b>	<b>56,135</b>
归属母公司所有者权益	138,686	150,744	166,479	181,010
少数股东权益	3,809	4,292	4,619	5,076
<b>股东权益总计</b>	<b>142,495</b>	<b>155,036</b>	<b>171,098</b>	<b>186,086</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>195,992</b>	<b>206,569</b>	<b>225,180</b>	<b>242,221</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>39677</b>	<b>22799</b>	<b>31670</b>	<b>32055</b>
净利润	29698	31199	33994	36122
折旧和摊销	2418	1260	1253	1193
营运资本变动	13136	-4410	2309	432
其他非现金调整	-5575	-5250	-5886	-5692
<b>投资活动现金流</b>	<b>17916</b>	<b>-3347</b>	<b>-6166</b>	<b>-38</b>
资本支出	-2206	-2000	-2000	-2000
长期投资减少	19808	0	-2752	1834
少数股东权益增加	-549	0	0	0
其他长期资产的减少/(增加)	863	-1347	-1414	128
<b>融资活动现金流</b>	<b>-27336</b>	<b>-37095</b>	<b>-14847</b>	<b>-15854</b>
借款增加	-7435	100	50	40
股利分配	-3683	-9525	-10378	-11028
普通股增加	-3	0	0	0
其他融资活动产生的现金流量净额	-16216	-27670	-4519	-4866

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>105,295</b>	<b>111,157</b>	<b>116,308</b>	<b>122,873</b>
主营业务收入	105,295	111,157	116,308	122,873
其他营业收入	0	0	0	0
<b>营业总支出</b>	<b>75,711</b>	<b>79,396</b>	<b>81,904</b>	<b>85,734</b>
营业成本	39,488	41,785	42,825	44,448
营业开支	36,223	37,612	39,080	41,285
<b>营业利润</b>	<b>29,584</b>	<b>31,760</b>	<b>34,404</b>	<b>37,139</b>
净利息支出	-4,921	-4,921	-5,000	-5,208
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	1,213	812	1,213	940
<b>非经常项目前利润</b>	<b>35,718</b>	<b>37,494</b>	<b>40,617</b>	<b>43,288</b>
非经常项目损益	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	<b>35,718</b>	<b>37,494</b>	<b>40,617</b>	<b>43,288</b>
所得税	5,461	5,812	6,296	6,710
少数股东损益	559	483	328	456
<b>持续经营净利润</b>	<b>29,698</b>	<b>31,199</b>	<b>33,994</b>	<b>36,122</b>
非持续经营净利润	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>29,698</b>	<b>31,199</b>	<b>33,994</b>	<b>36,122</b>
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>29,698</b>	<b>31,199</b>	<b>33,994</b>	<b>36,122</b>
EPS (摊薄)	9	10	11	11

**主要财务比率**

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	1.8%	5.6%	4.6%	5.6%
归属普通股股东净利润增长率	1.0%	5.1%	9.0%	6.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	62.5%	62.4%	63.2%	63.8%
净利率	28.2%	28.1%	29.2%	29.4%
ROE	22.6%	21.6%	21.4%	20.8%
ROA	15.6%	15.5%	15.7%	15.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.3%	24.9%	24.0%	23.2%
流动比率	3.1	3.4	3.5	3.7
速动比率	3.1	3.4	3.5	3.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	9.25	9.72	10.59	11.25
每股经营现金流	12.36	7.10	9.86	9.98
每股净资产	43.19	46.95	51.85	56.38
<b>估值比率</b>				
P/E	15.8	15.0	13.8	13.0
P/B	3.4	3.1	2.8	2.6

## 传媒组团队介绍

### 组长、首席分析师：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

### 联席首席分析师：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

### 分析师：刘文轩

威斯康星大学麦迪逊分校硕士，2024 年加入华创研究所，曾任职于德邦研究所。2023 年所在团队获得 21 世纪金牌分析师传媒互联网第五名，港股及海外市场第五名。

### 分析师：赵海楠

复旦大学硕士。曾任职于浙商证券研究所，2023 年所在团队获得 Wind 第 11 届金牌分析师传媒第二名。2024 年加入华创证券研究所。

### 分析师：郭子萱

哥伦比亚大学硕士。曾任职于瑞银证券，2023 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：吴婧

上海交通大学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑璐丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系

### 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, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522