

4Q 端游大超预期，营销费用显著降低

华泰研究

2025年2月21日 | 美国

年报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

124.56

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPPJ942

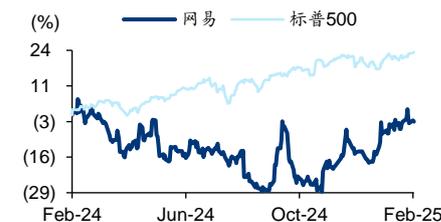
丁骁璇

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(美元)	124.56
收盘价(美元 截至2月19日)	104.17
市值(美元百万)	67,137
6个月平均日成交额(美元百万)	137.92
52周价格范围(美元)	75.47-111.59
BVPS(美元)	5.46

股价走势图



资料来源: S&P

网易 4Q24 总营收同比-1.4%至 267 亿元，低于 VA 一致预期 3% (下同)，主因非游戏业务影响。4Q 游戏收入符合预期 (同增 5%)，端游超预期 19% (同增 57%)，手游低于预期 7% (同增-11%)。有道/云音乐/创新业务收入同比变动-9.5/5.3/17%。经调整净利润同比上涨 31.2%至 97 亿，超预期 19.7%，主因营销费用降低。《漫威争锋》成为现象级游戏，叠加暴雪游戏回归，我们预期 25 年 PC 游戏流水增长 40%以上，催化剂包括《漫威争锋》、《万民长歌》、《无限大》、《界外狂潮》。网易 25 年收入加速，更多新立项游戏 26-27 年上线，当前估值显著低于全球游戏公司。维持“买入”评级。

暴雪回归和《漫威争锋》助推 4Q 端游收入同增 57%

4Q 游戏递延收入超预期 2.7%，环比下滑 2 亿至 153 亿。网易端游收入 4Q 同比增长 57%，主系暴雪游戏和《漫威争锋》贡献。网易 2 月重启暴雪游戏《守望先锋》，12 月《漫威争锋》上线后成现象级游戏，《燕云十六声》虽经历延期，但上线后口碑回暖，GameLook 预估其 1 月双端流水或达 7-10 亿元。管理层在业绩会表示：① 25 年计划上线《燕云》海外版，② 发展《漫威争锋》成常青树游戏，同时开展电竞比赛和电影联动，扩大海外营销以拓展用户群体，③《魔兽》和《炉石》上线数月后，流水增速步入常态化，④ Deepseek 将会积极提效研发进度，并帮助玩家更好地理解玩法。

4Q 手游表现略显分化，中腰部新游储备充足

4Q 网易手游收入同比下滑 11%，主系头部游戏流水下滑。暴雪《炉石传说》手游回归，ST 数据显示 iOS 端 4Q 流水达 2.3 亿元。《逆水寒》与《蛋仔派对》流水呈现下滑趋势，《第五人格》流水显著增长，主因新剧情版本《喧嚣再起》和赛季更新驱动，长线运营韧性显著。目前网易游戏储备充足，《无限大》手游 1 月初开启线下技术测试，《界外狂潮》计划于 3 月 6 日在全球 PC 和主机端上线，其余储备包括《万民长歌：三国》(历史战争策略端游)、《剑心雕龙》(仙侠端游)、《Destiny: Rising》和《漫威秘法狂潮》。

盈利预测与估值

展望 25-26 年，我们分别上调公司总营收预测 0.8%、0.7%，主系端游收入增速强劲增长。经调整净利润端，我们分别上调预测 0.2%、0.9%至 376 亿和 399 亿，主系营销费用减少。我们引入 27 年新值，对应总营收和经调整净利润分别为 1366 亿与 437 亿元。我们基于 SOTP 估值，给予网易目标价 124.56 美元，对应 25 年 15.6 倍 PE，上调主系游戏收入加速。(目标价前值 118.15 美元对应 14.7 倍 PE)。维持“买入”评级。

风险提示：老游戏收入和新游利润低于市场预期，头部新游上线延迟。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	103,468	105,295	115,432	124,587	136,571
+/-%	7.23	1.77	9.63	7.93	9.62
归属母公司净利润(人民币百万)	29,416	29,698	33,320	35,676	39,461
+/-%	44.64	0.96	12.20	7.07	10.61
EPS(人民币,最新摊薄)	50.59	52.00	58.33	61.93	67.80
ROE(%)	24.85	21.97	21.74	20.33	19.80
PE(倍)	15.00	14.60	13.01	12.25	11.19
PB(倍)	3.82	3.43	2.98	2.62	2.31
EV EBITDA(倍)	15.36	14.22	11.90	10.34	8.87

资料来源:公司公告、华泰研究预测

云音乐融合 DeepSeek 强化创作生态，有道业务收入有所下滑

云音乐 4Q 营收同比下降 5.3%，低于预期 6.4%，主要受到社交娱乐服务收入下滑的影响；毛利率同比抬升 1.7pct。近期云音乐宣布接入 DeepSeek-R1，一方面赋能创作工具“音乐播客生成工具”与“对谈播客生成工具”，助力创作质量提升，另一方面可结合自研 AI 技术推动智能推荐、歌曲定制算法优化，提升内容个性化体验，或有望部分缓解收入下降的压力。有道 4Q 营收同比下降 9.5%，低于一致预期 8.3%，主因学习服务收入下降。

图表1：网易 4Q 财务数据

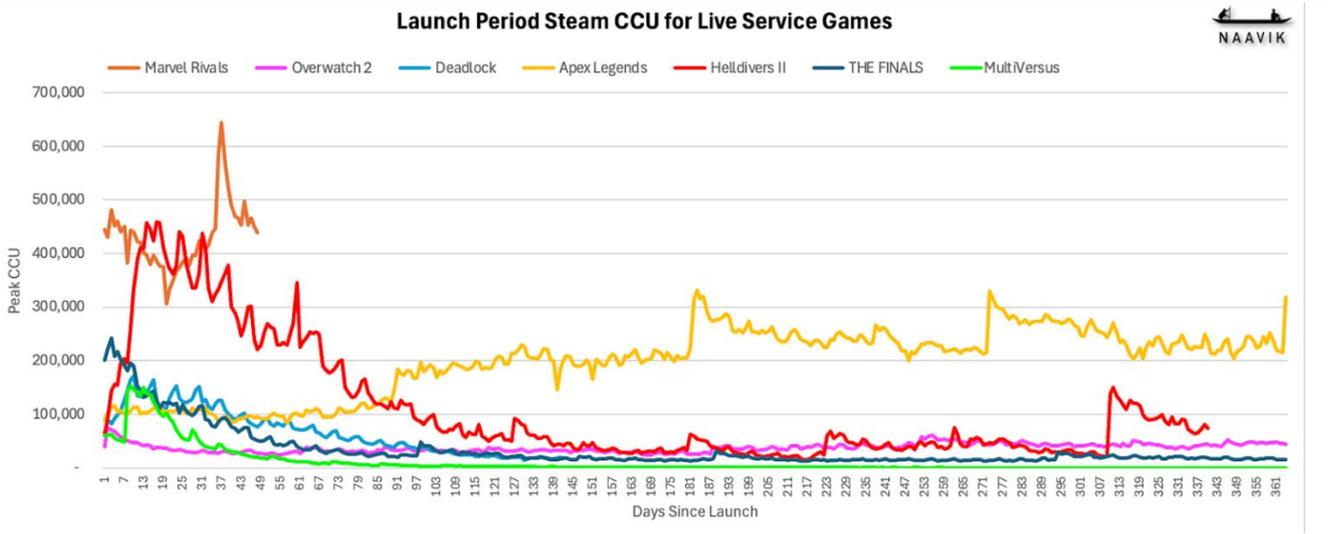
人民币 (百万)	NTES, RMB mn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	4Q VA Cons	Diff	1Q VA Cons
收入	Revenue	26,852	25,486	26,210	26,748	27,434	-2.5%	29,031
YOY (%)	YOY (%)	7.2%	6.1%	-3.9%	-1.4%	1.1%		8.1%
收入分业务	Revenue by segment							
- 游戏与相关增值服务	- Games and related VAS	21,460	20,056	20,864	21,242	21,247	0.0%	23,322
YOY (%)	YOY (%)	7.0%	6.7%	-4.2%	1.5%	1.6%		8.7%
- 有道	- Youdao	1,392	1,322	1,573	1,340	1,461	-8.3%	1,513
YOY (%)	YOY (%)	19.7%	9.5%	2.2%	-9.5%	-1.3%		8.7%
- 云音乐	- Cloud Music	2,030	2,041	1,999	1,880	2,009	-6.4%	2,191
YOY (%)	YOY (%)	3.6%	4.7%	1.3%	-5.3%	1.2%		8.0%
- 创新业务及其他	- Innovative & others	1,970	2,067	1,774	2,285	2,717	-15.9%	2,004
YOY (%)	YOY (%)	6.1%	0.5%	-10.3%	-17.0%	-1.3%		1.7%
递延收入	Deferred revenue	14,911	13,616	15,543	15,299	14,895	2.7%	16,310
QOQ (%)	YOY (%)	11.6%	-8.7%	14.2%	-1.6%	-4.2%		6.6%
毛利	Gross Profit	17,016	16,042	16,477	16,272	17,138	-5.1%	17,951
YOY (%)	YOY (%)	14.2%	11.6%	-2.9%	-3.3%	1.9%		5.5%
毛利率	GPM	63.4%	62.9%	62.9%	60.8%	62.5%	-1.64pp	61.8%
经营利润	Operating Profit	7,622	6,993	7,147	7,821	7,201	8.6%	8,516
YOY (%)	YOY (%)	-1.3%	15.4%	-5.4%	13.9%	4.8%		11.7%
经营利润率	OPM	28.4%	27.4%	27.3%	29.2%	26.2%	2.99pp	29.3%
经调整经营利润	Adj Operating Profit	8,499	8,053	8,107	8,737	8,000	9.2%	9,492
YOY (%)	YOY (%)	5.8%	17.8%	-3.1%	14.0%	4.4%		11.7%
经调整经营利润率	Adj OPM	31.7%	31.6%	30.9%	32.7%	29.2%	3.50pp	32.7%
经调整净利润	Adj Net Profit	8,511	7,819	7,499	9,682	8,091	19.7%	9,131
YOY (%)	YOY (%)	12.5%	-13.3%	-13.3%	31.2%	9.6%		7.3%
经调整净利率	Adj NPM	31.7%	30.7%	28.6%	36.2%	29.5%	6.71pp	31.5%
经营费用	Operating Expense	9,393	9,049	9,330	8,451	9,937	-15.0%	9,435
YOY (%)	YOY (%)	22.4%	8.9%	-0.8%	-15.1%	-0.2%		0.4%
经营费用率	% of Revenue	35.0%	35.5%	35.6%	31.6%	36.2%		32.5%
- 销售费用	- S&M	4,022	3,502	3,805	2,819	4,153	-32.1%	3,883
YOY (%)	YOY (%)	38.5%	7.0%	6.7%	-33.3%	-1.7%		-3.5%
销售费用率	% of Revenue	15.0%	13.7%	14.5%	10.5%	15.1%		13.4%
- 管理费用	- G&A	1,196	1,091	1,100	1,162	1,247	-6.8%	1,205
YOY (%)	YOY (%)	17.1%	-3.6%	-26.4%	-7.1%	-0.4%		0.7%
管理费用率	% of Revenue	4.5%	4.3%	4.2%	4.3%	4.5%		4.1%
- 研发费用	- R&D	4,175	4,456	4,424	4,470	4,537	-1.5%	4,348
YOY (%)	YOY (%)	11.3%	14.0%	1.8%	-0.2%	1.3%		4.1%
研发费用率	% of Revenue	15.5%	17.5%	16.9%	16.7%	16.5%		15.0%

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

《漫威争锋》海外突围：IP 赋能、创新玩法与精细化运营共筑成功基石

《漫威争锋》是基于漫威 IP 的 6V6 团队竞技射击游戏，上线后反响热烈。根据 SteamDB，截至 2 月 20 日，《漫威争锋》最高在线人数峰值已突破 64 万，超越市面上其他同类游戏。玩法层面，玩家可从复仇者联盟、银河护卫队、X 战警等多元宇宙中选择经典英雄，游戏核心围绕多地图动态场景设计，结合英雄技能与团队协作，拓展战术多样性。此外，地图支持动态破坏，玩家可利用环境互动调整战局，如重塑地形、寻找掩体或将场景物品转化为武器，进一步增强策略深度与游戏可玩性。

图表2：《漫威争锋》发布后同时在线玩家数 (CCU) 已超越大多同类游戏



资料来源：SteamDB、Naavik，华泰研究

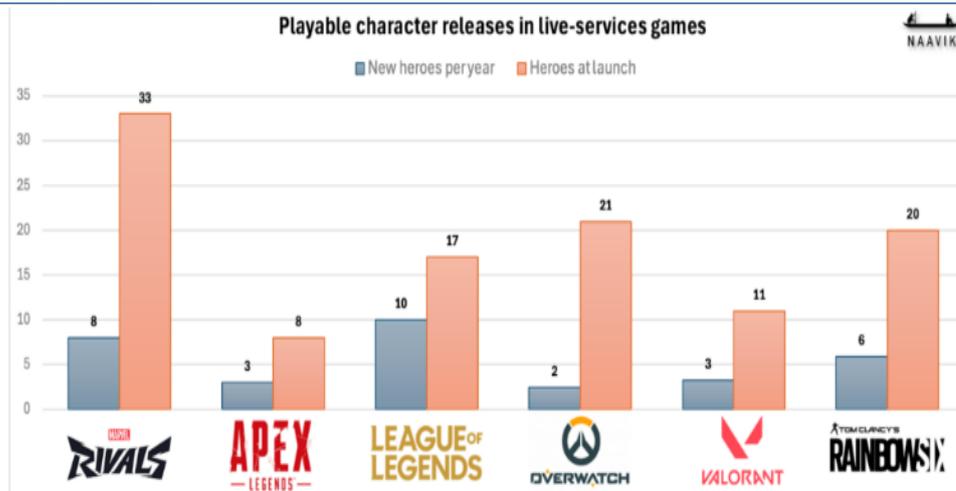
我们认为，《漫威争锋》在海外市场的成功得益于以下方面：

漫威 IP 赋能 + 市场空缺填补，迅速构建用户基础。暴雪《守望先锋》因运营问题导致玩家流失，团队射击类市场长期存在未被满足的需求。《漫威争锋》凭借 6V6 英雄射击机制，与《守望先锋》高度契合，为原有用户提供低迁移成本的替代选择，同时，漫威 IP 强大影响力助推游戏破圈，吸引更广泛的泛娱乐用户群体，迅速形成稳定的玩家基础。

创新玩法与“原性审美主张”构建差异化竞争力。游戏引入动态场景破坏机制，使玩家可以通过摧毁建筑、墙壁等改变战场格局，增强战术深度与临场变数；“团队联手”系统进一步拓展英雄协同作战的策略维度。此外，游戏采用力量感十足的动漫美术风格，角色设计回归“古典美学”标准：男性刚毅、富有雕塑感，女性婀娜灵动，避开 3A 游戏市场长期受 DEI（多样性、公平性和包容性）运动影响的审美趋同问题。这种独特的视觉风格不仅提升了玩家认同感，也在社群传播中形成了高辨识度的品牌特征。

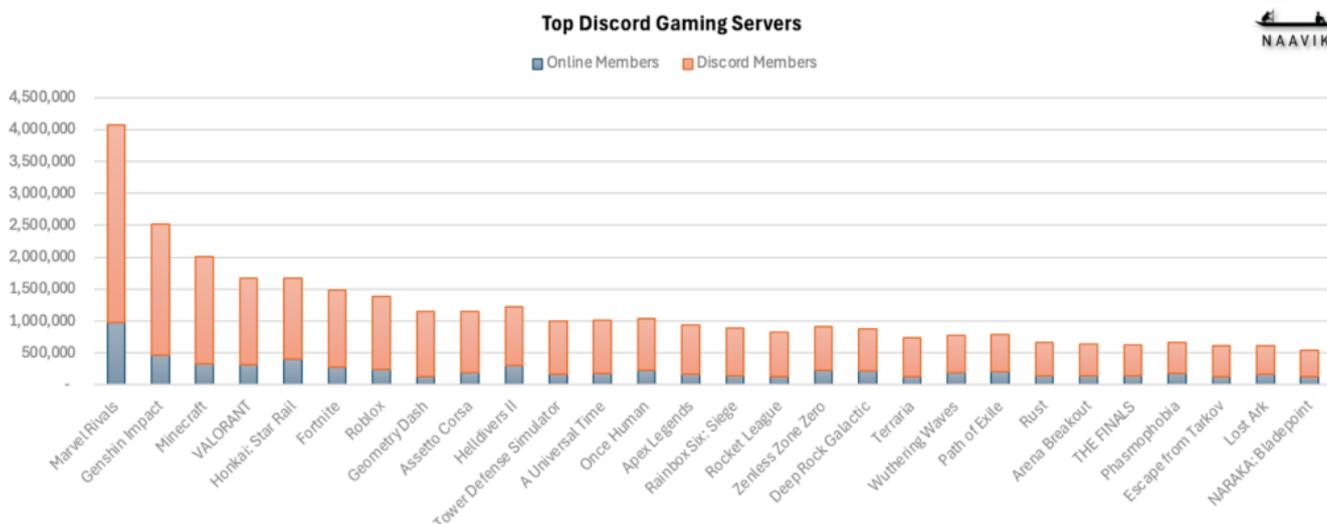
“高频更新 + 永久通行证”策略验证有效，社区运营助力用户留存。第一季更新后，游戏在线人数峰值增长 52%，验证“高频更新+永久通行证”策略有效性。网易依托《永劫无间》经验，通过 Discord 构建了全球最大游戏社区（规模达《原神》两倍，位列全球第二大 Discord 社区），并与 Twitch 深度联动，通过绑定奖励机制提升玩家参与度与留存率。

图表3: 《漫威争锋》发布时推出的英雄数量远超同类型游戏



资料来源: Metro, Mobalytics, Fandom, 华泰研究

图表4: 《漫威争锋》的 Discord 社区活跃度领先



注: 数据截至 2025 年 1 月
资料来源: Discord, Naavik, 华泰研究

《燕云十六声》准 3A 国产武侠开放世界游戏有望年内上线

《燕云十六声》双端上线，初期流水表现亮眼。作为一款开放世界武侠动作游戏，《燕云十六声》于 12 月 27 日登陆 PC 端（暂未上线 Steam），并于 1 月 9 日上线移动端。PC 端方面，《燕云十六声》公测三天下载量突破 300 万，GameLook 预计 1 月 PC 端流水或达 4.5-7.5 亿元；移动端方面，Sensor Tower 数据显示，《燕云十六声》1 月 iOS 渠道流水约 6433 万元，GameLook 预计全渠道流水或达 2.5 亿元。相较于完美世界 12 月推出的《诛仙世界》，《燕云十六声》用户规模更大，整体表现更为突出。

《燕云十六声》经历了数轮延期，目前上线后略有争议但口碑整体向好。我们认为其成功的关键特质在于：1) 叙事水准较高，依托武侠江湖题材，通过细腻铺陈构建网状叙事，增强玩家沉浸感；2) 武侠氛围浓厚，场景美术设计精美，整体氛围塑造颇具特色。

另一方面，《燕云十六声》仍面临一定争议：1) 战斗体验与难度设定仍有优化空间，部分玩家反馈平衡性有待打磨；2) 玩法除格斗核心玩法外，还融合了麻将、象棋、音游等多元元素，略显复杂冗余，同时单机动作与 MMO 机制的混搭也使部分玩家体验略有割裂。

长远而言，我们认为《燕云十六声》虽伴随争议，但整体赢得了玩家认可，我们看好网易在长线游戏运营方面的积淀，后续运营优化有望进一步夯实游戏生命力并贡献稳定流水。

图表5：《燕云十六声》界面：关卡地形结构多元



资料来源：《燕云十六声》，华泰研究

图表6：《燕云十六声》玩法多元化，PC 端上线 3 天后下载量突破 300 万



资料来源：《燕云十六声》官网，华泰研究

盈利预测

展望 25-26 年，我们分别上调公司总营收预测 0.8%、0.7%，主系端游收入贡献增量。经调整净利润端，我们分别上调预测 0.2%、0.9%至 376 亿和 399 亿，主系营销费用减少。我们引入 27 年新值，对应总营收和经调整净利润分别为 1366 亿与 437 亿元。

图表7：网易分业务预测（人民币百万元）

人民币 百万	2024	1Q25E	2025E	2026E	2027E	1Q25E YoY	25E YoY	26E YoY	27E YoY
网易总收入	105,295	29,008	115,432	124,587	136,571	8%	10%	8%	10%
游戏与相关增值服务	83,623	23,345	92,156	99,748	110,278	9%	10%	8%	11%
有道	5,626	1,503	6,189	6,807	7,420	8%	10%	10%	9%
云音乐	7,950	2,131	8,586	9,445	10,200	5%	8%	10%	8%
创新业务及其他	8,097	2,029	8,501	8,586	8,672	3%	5%	1%	1%
营业成本	(39,488)	(11,028)	(44,181)	(46,338)	(49,863)	12%	12%	5%	8%
毛利润	65,807	17,981	71,251	78,248	86,707	6%	8%	10%	11%
毛利润 %	62.5%	62.0%	61.7%	62.8%	63.5%	-1.4pp	-0.8pp	1.1pp	0.7pp
经调整经营利润	33,397	9,816	38,353	41,869	45,873	0%	15%	9%	10%
经调整经营利润率	31.7%	33.8%	33.2%	33.6%	33.6%	-2.7pp	1.5pp	0.4pp	0.0pp
净利润	29,698	8,464	33,320	35,676	39,461	11%	12%	7%	11%
经调整净利润	33,511	9,524	37,591	39,912	43,695	0%	12%	6%	9%
经调整净利率	31.8%	32.8%	32.6%	32.0%	32.0%	-2.6pp	0.7pp	-0.5pp	0.0pp

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表8：网易：华泰预测变动

(人民币 亿元)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	1,145	1,154	0.8	1,237	1,246	0.7		1,366	
毛利润	729	713	(2.3)	797	782	(1.9)		867	
经营利润	344	341	(1.1)	379	376	(0.8)		416	
归母净利润	333	333	(0.0)	354	357	0.7		395	
经调整归母净利润	375	376	0.2	396	399	0.9		437	
(%)			变动 (pp)			变动 (pp)			变动 (pp)
毛利率	63.7%	61.7%	(2.0)	64.5%	62.8%	(1.7)		63.5%	
经营利润率	30.1%	29.5%	(0.6)	30.7%	30.2%	(0.5)		30.5%	
归母净利润率	29.1%	28.9%	(0.2)	28.6%	28.6%	0.0		28.9%	
经调整归母净利润率	32.8%	32.6%	-0.2	32.0%	32.0%	0.0		32.0%	

资料来源：华泰研究预测

图表9：网易：华泰预测对比 VA 一致预期

(人民币 亿元)	2025E			2026E			2027E		
	华泰	VA一致预期	差异 (%)	华泰	VA一致预期	差异 (%)	华泰	VA一致预期	差异 (%)
营业收入	1,154	1,159	(0.4)	1,246	1,242	0.3	1,366	1,320	3.5
毛利润	713	717	(0.7)	782	773	1.2	867	825	5.1
归母净利润	333	312	6.8	357	342	4.4	395	372	6.2
经调整归母净利润	376	351	7.0	399	383	4.2	437	415	5.3

资料来源：Visible Alpha，华泰研究预测

公司估值

我们基于 SOTP 估值，给予网易新目标价 124.56 美元（前值：118.15 美元），具体数值如下：

1. 游戏业务每股估值 94.2 美元，基于 2025 年游戏经调整净利润 14.0x PE，较其全球可比公司均值 20.8x 有所折价；折价有所扩大，主系同比公司中腾讯估值因 AI 上涨较高。
2. 有道教育业务每股估值 1.1 美元，基于有道股票总市值和网易持股比例。
3. 云音乐业务每股估值 3.8 美元，基于该业务的上市公司的总市值和网易持股比例。
4. 净现金每股估值 25.6 美元。综上所述，我们对网易的总估值为每股 124.56 美元。我们的目标价分别对应网易 25 年 15.6x PE（经调整归母净利润口径）。

图表1：网易 SOTP 估值

SOTP 估值 (人民币百万元)	2025年 预测收入	25年经调整 经营利润率	25年经调整净利润 (含利息和其他收益)	PE	市值 (美元百万)	网易持股 比例	估值	每股估值 (美元)
一、在线游戏和增值服务	92,156	35%	31,585	14.0		100%	442,190	94.2
二、有道教育					1,232	55%	677	1.1
三、云音乐					4,025	60.4%	2,431	3.8
四、净现金							119,983	25.6
公司估值							565,281	
美股ADS稀释股本(百万)							644	
每股估值 - 网易(美元)								\$ 124.56

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表2：在线游戏同业比较

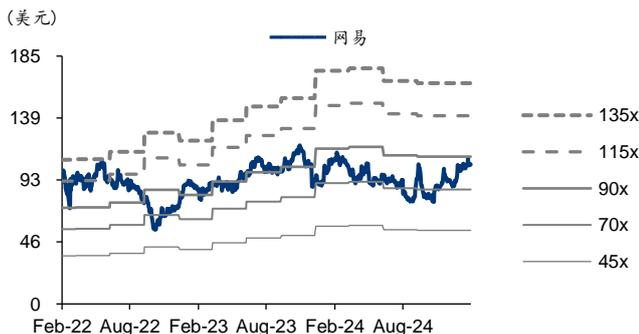
公司	股票代码	股价 (交易货币)	经调整净利润增长 (%)			经调整PE (x)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
在线游戏			FY+1	FY+2	FY+3	FY+1	FY+2	FY+3
腾讯	700 HK	486.8	39%	9%	11%	20.9	18.7	17.0
EA(FY25-27)	EA US	129.3	-13%	13%	20%	19.6	17.0	15.0
网龙	777 HK	12.2	59%	27%	10%	6.9	5.2	4.8
Nexon(FY25-27)	3659 JP	2,020.0	-26%	9%	-3%	16.8	15.2	15.3
Nintendo(FY25-27)	7974 JP	11,490.0	-41%	38%	23%	47.8	34.3	27.9
Bandai Namco(FY25-27)	7832 JP	4,852.0	28%	-2%	5%	24.9	25.1	24.0
完美世界	002624 CH	11.4	NM	NM	60%	NM	30.5	20.1
三七互娱	002555 CH	15.8	-6%	14%	12%	13.9	12.3	11.1
游族	002174 CH	9.9	145%	32%	21%	41.5	31.2	25.6
市值加权平均PE						24.3	20.8	18.5

注：美股数据截至2月19日收盘（美东时间），其他数据截至2月20日收盘（北京时间），所有数据均基于彭博一致预期
资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

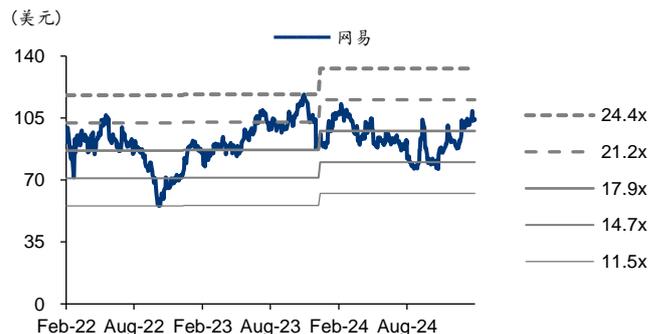
1. 《逆水寒》、《蛋仔派对》等老游戏收入弱于预期
2. 暴雪系手游利润低于一致预期
3. 头部新游上线时间延迟

图表10：网易 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表11：网易 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	103,468	105,295	115,432	124,587	136,571
销售成本	(40,405)	(39,488)	(44,181)	(46,338)	(49,863)
毛利润	63,063	65,807	71,251	78,248	86,707
销售及分销成本	(13,969)	(14,148)	(13,275)	(15,573)	(17,754)
管理费用	(4,900)	(4,551)	(4,848)	(5,108)	(5,463)
其他收入/支出	(16,485)	(17,525)	(19,046)	(19,934)	(21,851)
财务成本净额	4,120	4,921	3,897	3,127	3,590
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	34,057	35,718	39,334	42,116	46,584
税费开支	(4,700)	(5,461)	(6,014)	(6,440)	(7,123)
少数股东损益	(59.33)	558.74	0.00	0.00	0.00
归母净利润	29,416	29,698	33,320	35,676	39,461
折旧和摊销	(3,055)	(2,418)	(2,447)	(2,485)	(2,610)
EBITDA	32,991	33,215	37,884	41,474	45,604
EPS (人民币, 基本)	50.59	52.00	58.33	61.93	67.80

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	695.00	572.00	600.00	630.00	662.00
应收账款和票据	12,499	12,086	12,441	12,690	12,944
现金及现金等价物	24,207	54,475	78,049	100,632	125,308
其他流动资产	105,292	86,192	89,064	89,624	90,207
总流动资产	142,693	153,325	180,154	203,576	229,120
固定资产	8,075	6,261	6,707	7,125	6,790
无形资产	4,075	5,742	5,890	6,030	5,756
其他长期资产	31,082	30,664	27,264	26,835	27,437
总长期资产	43,232	42,667	39,862	39,990	39,982
总资产	185,925	195,992	220,016	243,566	269,102
应付账款	8,310	8,163	8,480	8,651	8,824
短期借款	19,240	11,805	12,041	12,282	12,528
其他负债	26,292	29,699	31,519	31,811	32,110
总流动负债	53,842	49,667	52,040	52,744	53,462
长期债务	428.00	428.00	428.00	428.00	428.00
其他长期债务	3,570	3,402	3,402	3,402	3,402
总长期负债	3,998	3,830	3,830	3,830	3,830
股本	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
储备/其他项目	127,968	142,409	164,061	186,907	211,725
股东权益	127,968	142,410	164,062	186,908	211,726
少数股东权益	115.76	84.27	84.27	84.27	84.27
总权益	128,084	142,494	164,146	186,992	211,810

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15.00	14.60	13.01	12.25	11.19
PB	3.82	3.43	2.98	2.62	2.31
EV EBITDA	15.36	14.22	11.90	10.34	8.87
股息率 (%)	1.64	1.47	1.65	1.77	1.96
自由现金流收益率 (%)	4.59	5.54	6.10	6.72	7.45

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	32,991	33,215	37,884	41,474	45,604
融资成本	(4,120)	(4,921)	(3,897)	(3,127)	(3,590)
营运资本变动	(2,492)	389.00	(66.00)	(108.00)	(113.00)
税费	(4,700)	(5,461)	(6,014)	(6,440)	(7,123)
其他	13,653	16,455	13,948	10,056	10,343
经营活动现金流	35,331	39,677	41,854	41,854	45,121
CAPEX	(4,276)	(2,206)	(3,042)	(3,042)	(3,042)
其他投资活动	(12,767)	20,122	42.00	42.00	42.00
投资活动现金流	(17,043)	17,916	(3,000)	(3,000)	(3,000)
债务增加量	(8,794)	(7,435)	236.00	241.00	246.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(8,014)	(7,200)	(8,078)	(8,649)	(9,567)
其他融资活动现金流	(4,659)	(12,701)	(7,438)	(7,863)	(8,124)
融资活动现金流	(21,467)	(27,336)	(15,281)	(16,271)	(17,445)
现金变动	(3,179)	30,258	23,574	22,583	24,676
年初现金	27,588	24,207	54,475	78,049	100,632
汇率波动影响	(202.46)	10.75	0.00	0.00	0.00
年末现金	24,207	54,475	78,049	100,632	125,308

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	7.23	1.77	9.63	7.93	9.62
毛利润	19.51	4.35	8.27	9.82	10.81
营业利润	41.17	6.77	15.20	10.42	10.64
净利润	44.64	0.96	12.20	7.07	10.61
EPS	42.97	2.77	12.18	6.17	9.48
盈利能力比率 (%)					
毛利率	60.95	62.50	61.73	62.81	63.49
EBITDA	31.89	31.54	32.82	33.29	33.39
净利率	28.43	28.20	28.87	28.64	28.89
ROE	24.85	21.97	21.74	20.33	19.80
ROA	16.40	15.55	16.02	15.39	15.39
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(3.55)	(29.66)	(39.97)	(47.04)	(53.06)
流动比率	2.65	3.09	3.46	3.86	4.29
速动比率	2.64	3.08	3.45	3.85	4.27
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.58	0.55	0.55	0.54	0.53
应收账款周转天数	39.93	42.03	38.25	36.31	33.79
应付账款周转天数	77.35	75.09	67.81	66.54	63.08
存货周转天数	7.52	5.78	4.77	4.78	4.66
现金转换周期	(29.90)	(27.29)	(24.78)	(25.46)	(24.63)
每股指标 (人民币)					
EPS	50.59	52.00	58.33	61.93	67.80
每股净资产	198.56	220.96	254.56	290.01	328.51

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、丁骄璇, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期 (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 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
 南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
 电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
 深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
 电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京
 北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
 邮政编码: 100032
 电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海
 上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
 电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
 电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
 电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
 电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
 电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
 电话: +65 68603600
 传真: +65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司