

1Q 端游收入同增 85%，利润率有所改善

华泰研究

2025 年 5 月 17 日 | 美国

季报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

148.25

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. BPJ942

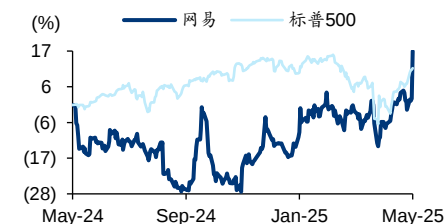
丁晓婉

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

基本数据

目标价(美元)	148.25
收盘价(美元 截至 5 月 15 日)	122.76
市值(美元百万)	77,780
6 个月平均日成交额(美元百万)	139.73
52 周价格范围(美元)	74.58-123.56
BVPS(美元)	6.00

股价走势图



资料来源: S&P

网易 1Q25 总营收同比+7%至 288 亿元, 高于 VA 一致预期 1% (下同)。1Q 游戏和增值服务收入同增 12%至 240 亿, 其中端游收入超预期 7% (同增 85%), 手游高于预期 5% (同降 4%); 网易递延收入超预期 20%, 环比提升 16%至 177 亿。1Q 游戏和增值服务毛利率环比提升 2.1pct 至 68.8%, 主系新游《漫威争锋》毛利率较高; 经调整归母净利润同比上涨 32%至 112 亿, 超预期 19%, 主因三费改善。我们预期《漫威争锋》成为常青树游戏, 4 月 Steam 平均在线人数 12 万, 暑期活动有望成为流水新催化, 建议密切关注《命运》和《万民长歌》等新游储备。网易端游市占率持续扩张, 我们预期 2Q 和 25 年端游流水有望分别同增 60%和 40%。维持“买入”评级。

1Q 公司利润率有所改善,《漫威争锋》助力端游收入同增 85%

1Q 游戏收入同增 15%至 234 亿 (高于预期 5%), 端游收入同比增长 85%, 主系《漫威争锋》《燕云十六声》贡献。网易将于 5 月 20 日召开新游发布会, 建议重点关注 2H 潜力新品《无限大》《命运: 崛起》的上线节奏, 其他的储备游戏包括:《漫威: 秘法狂潮》战术 RPG 手游、《UnVeil the World》冒险话剧手游、《头号追击》末日风大逃杀 PC、《万民长歌: 三国》、《无主星渊》、《灵兽大冒险》等。英雄射击新游《界外狂潮》3 月上线, 跻身 Steam 畅销榜 Top 15, 管理层表示将持续打磨优化《界外狂潮》, 并在海外尝试通过电竞和达人合作扩大玩家基数。

《七日世界》手游首发成绩亮眼, 2H 手游受益于低基数效应

1Q 网易手游收入同比下滑 4%, 降幅较 4Q 收窄, 2H 手游有望受益于低基数, 以及来自《命运: 崛起》和《漫威: 秘法狂潮》的新游流水释放。4 月《七日世界》手游全球同步上线, 首日即登顶全球 166 个国家/地区的 iOS 免费榜, 但流水贡献相对有限。1Q《第五人格》流水持续高增, 在日本亦表现亮眼, 得益于角色设定与剧情体系的丰富扩展, 以及推动玩家二创激发社区活力, 长线运营策略卓有成效。

盈利预测与估值

展望 25-27 年, 我们分别上调公司总营收预测 1%、2.4%与 4.2%, 主系端游收入贡献增量。从公司经营杠杆看, 我们预期 25 年管理和销售费用率分别同比下滑 0.9/1.9pct, 其中 2-4Q 销售费用率较 1Q 有所提升。经调整归母净利润端, 我们分别上调预测 4.7%、7.5%、9.6%至 394 亿、429 亿和 479 亿元, 主系营销费用减少。我们基于 SOTP 估值, 给予网易目标价 148.25 美元, 对应 25 年 17.2 倍 PE (经调整归母净利润口径), 上调主系端游收入加速。(目标价前值 124.56 美元对应 15.6 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	116,529	127,637	142,356
+/-%	7.23	1.77	10.67	9.53	11.53
归母净利润 (人民币百万)	29,416	29,698	35,042	38,569	43,476
+/-%	44.64	0.96	17.99	10.07	12.72
归母净利润 (调整后,人民币百万)	32,608	33,511	39,353	42,909	47,889
+/-%	42.97	2.77	17.44	9.04	11.61
EPS (调整后,人民币,最新摊薄)	51.47	52.89	62.11	67.72	75.58
PE (调整后,倍)	17.17	16.70	14.22	13.04	11.69
PB (倍)	4.38	3.93	3.48	3.10	2.76
ROE (调整后,%)	27.55	24.79	25.95	25.12	24.98
EV EBITDA (倍)	17.74	16.58	13.08	11.28	9.56

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

云音乐 1Q 营收同比下降 8.4%，毛利率同比下降 1.2pct，主因收入口径变动。近期云音乐开展十二周年庆典，通过上线周年听歌报告、歌手回顾、音乐人荣誉里程碑回顾与有声书等系列创意活动，强化用户情感链接并提升平台粘性。此外，云音乐宣布与吉利旗下领克汽车达成战略合作，公司音频服务将无缝接入车机系统。有道 1Q 营收同比下降 6.7%，主因学习服务聚焦长线核心业务结构调整影响，未来公司计划将加快子曰大模型在教育广告双领域进一步落地。

图表1：网易 1Q 财务数据

人民币 (百万)	NTES, RMB mn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q VA Cons	Diff
收入	Revenue	26,852	25,486	26,210	26,748	28,829	28,521	1.1%
YOY (%)	YOY (%)	7.2%	6.1%	-3.9%	-1.4%	7.4%	6.2%	
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	24,048	23,079	4.2%
YOY (%)	YOY (%)	7.0%	6.7%	-4.2%	1.5%	12.1%	7.5%	
- 有道	- Youdao	1,392	1,322	1,573	1,340	1,298	1,470	-11.7%
YOY (%)	YOY (%)	19.7%	9.5%	2.2%	-9.5%	-6.7%	5.6%	
- 云音乐	- Cloud Music	2,030	2,041	1,999	1,880	1,858	2,020	-8.0%
YOY (%)	YOY (%)	3.6%	4.7%	1.3%	-5.3%	-8.4%	-0.5%	
- 创新业务及其他	- Innovative & others	1,970	2,067	1,774	2,285	1,624	1,952	-16.8%
YOY (%)	YOY (%)	6.1%	0.5%	-10.3%	-17.0%	-17.6%	-0.9%	
递延收入	Deferred revenue	14,911	13,616	15,543	15,299	17,749	14,842	19.6%
QOQ (%)	YOY (%)	11.6%	-8.7%	14.2%	-1.6%	16.0%	-3.0%	
毛利	Gross Profit	17,016	16,042	16,477	16,272	18,479	17,752	4.1%
YOY (%)	YOY (%)	14.2%	11.6%	-2.9%	-3.3%	8.6%	4.3%	
毛利率	GPM	63.4%	62.9%	62.9%	60.8%	64.1%	62.2%	1.86pp
经营利润	Operating Profit	7,622	6,993	7,147	7,821	10,441	8,645	20.8%
YOY (%)	YOY (%)	-1.3%	15.4%	-5.4%	13.9%	37.0%	13.4%	
经营利润率	OPM	28.4%	27.4%	27.3%	29.2%	36.2%	30.3%	5.91pp
经调整经营利润	Adj Operating Profit	8,499	8,053	8,107	8,737	11,377	9,744	16.8%
YOY (%)	YOY (%)	5.8%	17.8%	-3.1%	14.0%	33.9%	14.6%	
经调整经营利润率	Adj OPM	31.7%	31.6%	30.9%	32.7%	39.5%	34.2%	5.30pp
经调整归母净利润	Adj Net Profit	8,511	7,819	7,499	9,682	11,237	9,468	18.7%
YOY (%)	YOY (%)	12.5%	-13.3%	-13.3%	31.2%	32.0%	11.2%	
经调整净利率	Adj NPM	31.7%	30.7%	28.6%	36.2%	39.0%	33.2%	5.78pp
经营费用	Operating Expense	9,393	9,049	9,330	8,451	8,038	9,108	-11.7%
YOY (%)	YOY (%)	22.4%	8.9%	-0.8%	-15.1%	-14.4%	-3.0%	
经营费用率	% of Revenue	35.0%	35.5%	35.6%	31.6%	27.9%	31.9%	
- 销售费用	-S&M	4,022	3,502	3,805	2,819	2,696	3,281	-17.8%
YOY (%)	YOY (%)	38.5%	7.0%	6.7%	-33.3%	-33.0%	-18.4%	
销售费用率	% of Revenue	15.0%	13.7%	14.5%	10.5%	9.4%	11.5%	
- 管理费用	-G&A	1,196	1,091	1,100	1,162	956	1,158	-17.4%
YOY (%)	YOY (%)	17.1%	-3.6%	-26.4%	-7.1%	-20.1%	-3.2%	
管理费用率	% of Revenue	4.5%	4.3%	4.2%	4.3%	3.3%	4.1%	
- 研发费用	-R&D	4,175	4,456	4,424	4,470	4,386	4,436	-1.1%
YOY (%)	YOY (%)	11.3%	14.0%	1.8%	-0.2%	5.1%	6.3%	
研发费用率	% of Revenue	15.5%	17.5%	16.9%	16.7%	15.2%	15.6%	

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

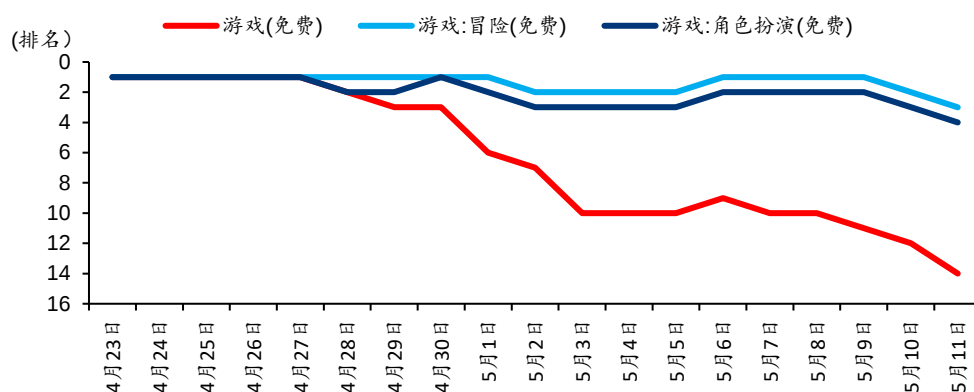
《七日世界》全球登顶：多元玩法塑造差异化，商业化程度有待提升

《七日世界》手游于 4 月 24 日全球同步上线，以末日题材为基底，融合科幻与新怪谈风格，以开放世界探索为核心玩法，然而生存游戏题材的商业化程度一般偏弱，整体流水贡献相对有限。值得一提的是，游戏积攒了较好的海外口碑，公测首日登顶多国 iOS 游戏免费榜。

游戏营造出高度沉浸的末日生存氛围，同时东西方审美心理的融合，使得玩家能在熟悉的文化隐喻（怪谈文化）中找到代入感，显著提升题材的全球吸引力。同时，游戏成长体系淡化传统等级线性推进，强调基建、探索与拾荒等多路径进阶，增强自由感与个体表达空间。此外，剧本式赛季机制引导不同主题体验，实现操作强度与探索自由的兼容，有助于提升玩家留存。

游戏玩法多元化，主要围绕：1) 生存建造，战斗系统则结合射击与 RPG 机制；2) 变异生物捕捉：可驯服变异生物协助参与战斗，拓展战术协同玩法维度；3) 动态环境系统：天气变化下战斗与生存策略需同步调优。

图表2：《七日世界》排名趋势



资料来源：七麦数据，华泰研究

《七日世界》4 月 24 日公测首日便登顶 App Store 游戏免费榜，在全球 166 个国家和地区排名第一，首周全球新增用户超 600 万。根据七麦数据，游戏在上线至今稳居“冒险”及“角色扮演”类目前列，全球市场验证初步成功。

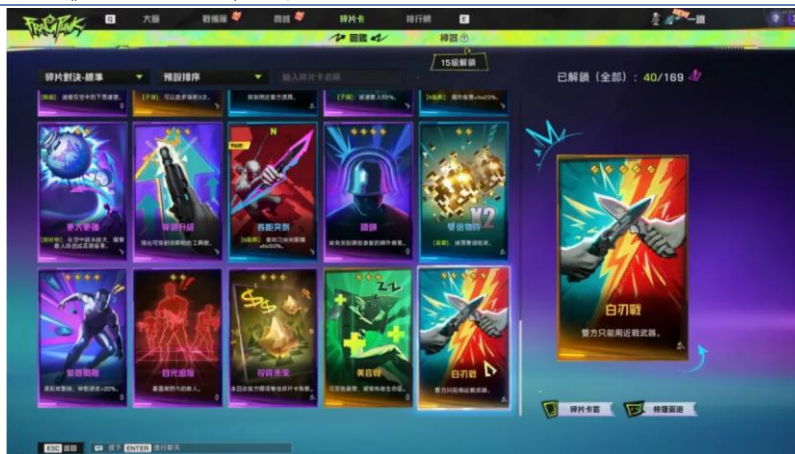
《界外狂潮》首发跻身 Steam 畅销榜 Top 15

《界外狂潮》上线后热度回落，留存表现逊于《漫威争锋》。英雄射击新游《界外狂潮》3月上线，跻身 Steam 畅销榜 Top 15，管理层表示将持续打磨优化《界外狂潮》，并在海外尝试通过电竞和达人合作扩大玩家基数。对比而言，《漫威争锋》上线高峰期同时在线人数突破 64 万，而《界外狂潮》峰值仅约 12 万，且活跃用户流失速度更快。

尽管《界外狂潮》尝试结合爆破射击、英雄技能、卡牌构筑与经济系统等多重机制，但玩家多反馈未能实现有机整合，系统割裂感较强，导致策略深度与游戏体验受限。以卡牌系统为例，虽被设定为核心机制，却缺乏与英雄技能的联动设计，卡片无法对地图环境或角色能力产生实质影响，使整体战术构建流于表面。此外，在核心数值设定上《界外狂潮》亦未形成清晰取向，如移动速度、爆头倍率有所失衡。

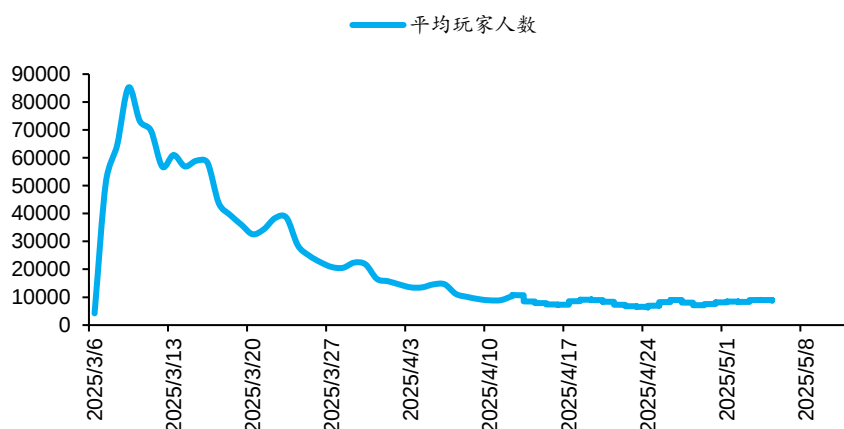
《界外狂潮》融合卡牌与射击竞技，增强对局不确定性。游戏在经典 5V5 爆破模式上叠加“碎片卡”系统，融合随机加成机制的创新路径。每回合开始前，玩家可激活即时 Buff，效果涵盖从轻度娱乐向到规则重构，增强对局的不确定性，例如将敌人形象变成“大头娃娃”，地图翻转、次元穿梭、新据点生成等多个维度。在此基础上，游戏将射击对抗与构筑博弈深度融合，为竞技 FPS 注入更多变数与玩法张力。

图表3：《界外狂潮》游戏画面：卡牌玩法多元



资料来源：《界外狂潮》游戏，华泰研究

图表4：《界外狂潮》平均在线玩家人数



资料来源：SeamDB，华泰研究

盈利预测

展望 25-27 年，我们分别上调公司总营收预测 1.0%、2.4%与 4.2%，主系端游收入贡献增量。经调整归母净利润端，我们分别上调预测 4.7%、7.5%、9.6%至 394 亿、429 亿和 479 亿元，主系毛利率改善（高毛利游戏占比提升）和管理费用率降低。

图表5：网易分业务预测（人民币百万元）

人民币 百万	RMB mn	2Q25E	3Q25E	2025E	2026E	2027E	2Q25E YoY	3Q25E YoY	25E YoY	26E YoY	27E YoY
网易总收入	Total revenue	28,916	29,450	116,529	127,637	142,356	13%	12%	11%	10%	12%
游戏与相关增值服务	Game and VAS revs	23,149	23,610	93,253	102,799	116,064	15%	13%	12%	10%	13%
游戏	Game revs	22,445	22,975	90,390	100,079	113,480	16%	14%	12%	11%	13%
手游	Mobile game	15,167	15,014	59,666	64,439	72,494	3%	5%	2%	8%	13%
PC游戏	PC game	7,278	7,961	30,724	35,640	40,986	60%	35%	40%	16%	15%
营业成本	Cost of services	(10,716)	(10,958)	(43,434)	(46,079)	(50,159)	13%	13%	10%	6%	9%
毛利润	Gross profit	18,200	18,492	73,094	81,559	92,198	13%	12%	11%	12%	13%
毛利率 %	Gross margin %	62.9%	62.8%	62.7%	63.9%	64.8%	0.0pp	-0.1pp	0.2pp	1.2pp	0.9pp
经调整经营利润	Adj operating profit	9,985	9,831	40,816	45,310	50,772	24%	21%	22%	11%	12%
经调整经营利润率	Adj OPM	34.5%	33.4%	35.0%	35.5%	35.7%	2.9pp	2.4pp	3.3pp	0.5pp	0.2pp
网易归母净利润	GAAP net profit	8,317	7,349	35,042	38,569	43,476	23%	12%	18%	10%	13%
游戏经调整净利润	Non-gaap game NP	7,004	6,744	28,436	32,077	36,565	26%	22%	22%	13%	14%
游戏经调整净利率	Non-GAAP game NP	37.2%	35.5%	37.1%	37.8%	38.0%	2.7pp	2.3pp	2.8pp	0.7pp	0.2pp

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表6：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 (%)
网易营业收入	1,154	1,165	1.0		1,246	1,276	2.4		1,366	1,424	4.2
游戏和VAS收入	922	933	1.2		997	1,028	3.1		1,103	1,161	5.2
游戏与VAS毛利	620	639	3.1		681	716	5.2		758	815	7.5
游戏和VAS经调整净利润	265	284	7.3		293	321	9.5		326	366	12.2
网易归母净利润	333	350	5.2		357	386	8.1		395	435	10.2
网易经调整归母净利润	376	394	4.7		399	429	7.5		437	479	9.6
(%)											
		变动 (pp)				变动 (pp)				变动 (pp)	
游戏与VAS毛利率	67.2%	68.5%	1.3		68.2%	69.6%	1.4		68.7%	70.2%	1.5
游戏和VAS经调整净利率	28.8%	30.5%	1.7		29.4%	31.2%	1.8		29.6%	31.5%	1.9
网易归母净利率	28.9%	30.1%	1.2		28.6%	30.2%	1.6		28.9%	30.5%	1.6
网易经调整归母净利率	32.6%	33.8%	1.2		32.0%	33.6%	1.6		32.0%	33.6%	1.6

资料来源：华泰研究预测

图表7：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 (%)	
网易营业收入	1,165	1,119	4.1	1,276	1,188	7.4	1,424	1,265	12.5	
游戏和VAS收入	933	936	(0.3)	1,028	999	2.9	1,161	1,073	8.2	
毛利润	731	694	5.4	816	742	9.9	922	795	16.0	
归母净利润	350	314	11.6	386	333	15.9	435	362	20.1	
经调整归母净利润	394	362	8.7	429	399	7.6	479	443	8.2	

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 148.25 美元（前值：124.56 美元），具体如下：

1. 在线游戏和增值服务业务每股估值 112.2 美元，基于 2025 年游戏经调整净利润 18.0x PE（前值 14x），较其全球可比公司均值 21.6x 有所折价，主系网易游戏增速低于部分可比游戏公司。考虑到本次折价有所收窄，主因网易 1H25 端游收入加速增长。
2. 有道教育业务每股估值 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 5 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 30 美元。综上所述，我们对网易的总估值为每股 148.25 美元。我们的目标价对应网易 25 年 17.2x PE（经调整归母净利润口径）。
- 5.

图表8：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 净利润	PE	市值 美元百万	网易持股 比例	估值 美元百万	每股估值 美元
一、在线游戏和增值服务	93,253	28,436	18.0		100%	511,843	112.2
二、有道教育				1,130	55%	621	1.0
三、云音乐				5,277	60.4%	3,187	5.0
四、净现金						136,957	30.0
公司估值						652,608	
美股ADS稀释股本（百万）						634	
每股估值 - 网易（美元）							\$ 148.25

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表9：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)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线游戏			FY+1	FY+2	FY+3	FY+1	FY+2	FY+3
腾讯	700 HK	508.0	12%	10%	11%	18.2	16.3	14.4
EA(FY26-28)	EA US	149.6	87%	8%	6%	18.2	16.5	15.7
网龙	777 HK	9.9	47%	46%	29%	10.6	7.4	5.7
Nexon	3659 JP	2,590.0	-32%	14%	-1%	23.1	20.2	20.5
Nintendo(FY26-28)	7974 JP	11,640.0	30%	33%	21%	41.7	31.4	25.9
Bandai Namco(FY26-28)	7832 JP	4,695.0	-2%	11%	7%	24.0	21.9	20.4
完美世界	002624 CH	12.5	na	68%	31%	35.3	20.7	15.7
三七互娱	002555 CH	15.0	8%	10%	7%	11.5	10.4	9.7
游族	002174 CH	10.1	na	21%	na	31.3	25.8	na
市值加权平均PE						21.6	18.5	16.2

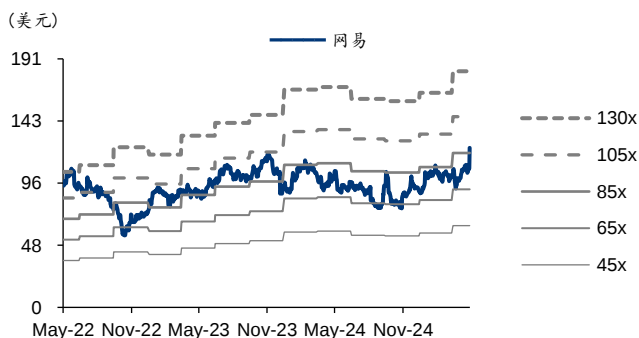
注：数据截至5月16日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

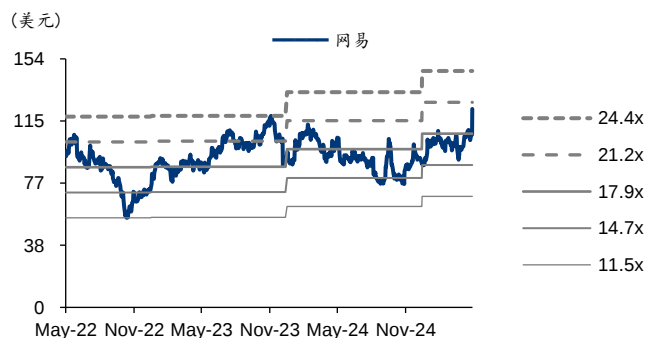
1. 《逆水寒》、《蛋仔派对》等老游戏收入弱于预期
2. 暴雪系手游利润低于一致预期
3. 头部新游上线时间延迟

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	116,529	127,637	142,356
销售成本	(40,405)	(39,488)	(43,434)	(46,079)	(50,159)
毛利润	63,063	65,807	73,094	81,559	92,198
销售及分销成本	(13,969)	(14,148)	(13,401)	(15,955)	(18,506)
管理费用	(4,900)	(4,551)	(3,962)	(4,212)	(4,555)
其他收入/支出	2,227	1,213	1,555	1,555	1,555
财务成本净额	4,120	4,921	3,897	3,006	3,410
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	41,957	45,531	51,324
税费开支	(4,700)	(5,461)	(6,415)	(6,962)	(7,848)
少数股东损益	(59.33)	558.74	500.00	0.00	0.00
净利润	29,416	29,698	35,042	38,569	43,476
Non-GAAP 调整项	3,192	3,813	4,312	4,340	4,413
调整后净利润	32,608	33,511	39,353	42,909	47,889
折旧和摊销	(3,055)	(2,418)	(2,447)	(2,485)	(2,653)
EBITDA	32,991	33,215	40,507	45,010	50,567
EPS (人民币, 基本)	51.47	52.89	62.11	67.72	75.58

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	82,997	80,606	78,319
总流动资产	142,693	153,325	174,087	194,558	217,232
固定资产	8,075	6,261	6,707	7,125	7,538
无形资产	4,075	5,742	5,890	6,030	6,005
其他长期资产	31,082	30,664	30,623	30,195	29,797
总长期资产	43,232	42,667	43,221	43,349	43,341
总资产	185,925	195,992	217,308	237,907	260,573
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	160,854	180,749	202,696
股东权益	127,968	142,410	160,854	180,749	202,697
少数股东权益	115.76	84.27	584.27	584.27	584.27
总权益	128,084	142,494	161,438	181,333	203,281

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17.17	16.71	14.23	13.05	11.69
PB	4.38	3.93	3.48	3.10	2.76
调整后 PE (倍)	17.17	16.70	14.22	13.04	11.69
调整后 ROE	27.55	24.79	25.95	25.12	24.98
EV EBITDA	17.74	16.58	13.08	11.28	9.56
股息率 (%)	1.43	1.29	1.52	1.67	1.88
自由现金流收益率 (%)	3.95	4.77	5.64	6.32	7.16

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	40,507	45,010	50,567
融资成本	(4,120)	(4,921)	(3,897)	(3,006)	(3,410)
营运资本变动	(2,492)	389.00	(66.00)	(108.00)	(113.00)
税费	(4,700)	(5,461)	(6,415)	(6,962)	(7,848)
其他	13,653	16,455	11,726	6,920	5,924
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)	(8,496)	(9,351)	(10,541)
其他融资活动现金流	(4,659)	(12,701)	(7,021)	(7,162)	(7,151)
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	10.67	9.53	11.53
毛利润	19.51	4.35	11.07	11.58	13.04
营业利润	41.17	6.77	23.39	12.23	13.15
净利润	44.64	0.96	17.99	10.07	12.72
调整后净利润	42.97	2.77	17.44	9.04	11.61
EPS (基本)	42.97	2.77	17.44	9.04	11.61
盈利能力比率 (%)					
毛利率	60.95	62.50	62.73	63.90	64.77
EBITDA	31.89	31.54	34.76	35.26	35.52
净利润率	28.43	28.20	30.07	30.22	30.54
调整后净利润率	31.52	31.83	33.77	33.62	33.64
ROE	24.85	21.97	23.11	22.58	22.68
调整后 ROE	27.55	24.79	25.95	25.12	24.98
ROA	16.40	15.55	16.96	16.95	17.44
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(3.55)	(29.66)	(40.77)	(48.64)	(55.43)
流动比率	2.65	3.09	3.35	3.69	4.06
速动比率	2.64	3.08	3.33	3.68	4.05
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.58	0.55	0.56	0.56	0.57
应收账款周转天数	39.93	42.03	37.89	35.44	32.41
应付账款周转天数	77.35	75.09	68.97	66.92	62.71
存货周转天数	7.52	5.78	4.86	4.80	4.64
现金转换周期	(29.90)	(27.29)	(26.23)	(26.67)	(25.66)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	51.47	52.89	62.11	67.72	75.58
EPS (调整后, 基本)	51.47	52.89	62.11	67.72	75.58
每股净资产	201.97	224.77	253.88	285.28	319.92

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄琬，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、丁骄琬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，德国市场基准为 DAX 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