

25Q1 财务表现稳健，营收净利润超一致预期，期待新发大作 25 年表现及后续游戏 Pipeline

核心观点

25Q1 网易净收入为 288.3 亿元 (yoy +7.4%，高于彭博一致预期 284.9 亿元)。其中，游戏及相关增值服务净收入为 240.5 亿元 (yoy +12.1%，彭博一致预期为 230.8 亿元)；有道净收入为 13.0 亿元 (yoy -6.7%)；网易云音乐净收入为 18.6 亿元 (yoy -8.4%)；创新及其他业务净收入为 16.2 亿元 (yoy -17.6%)。游戏业务表现亮眼，我们看好公司游戏大作以及潜在 Pipeline 贡献。后续新游有望不断丰富产品矩阵，如《漫威秘法狂潮》、《Destiny: Rising》和《无限大》等，有望进一步带动营收增长。

简评

营收利润高于一致预期：

25Q1 网易净收入为 288.3 亿元 (yoy +7.4%，高于彭博一致预期 284.9 亿元)。其中，游戏及相关增值服务净收入为 240.5 亿元 (yoy +12.1%，彭博一致预期为 230.8 亿元)；有道净收入为 13.0 亿元 (yoy -6.7%)；网易云音乐净收入为 18.6 亿元 (yoy -8.4%)；创新及其他业务净收入为 16.2 亿元 (yoy -17.6%)。25Q1 毛利润为 184.8 亿元 (yoy +8.6%，高于彭博一致预期 175.7 亿元)；GaaP 净利润为 103.0 亿元，调整后净利润为 112.4 亿元 (yoy +32.0%，高于彭博一致预期 89.8 亿元)。

分业务看：

1) Q1 游戏表现稳健，看好 25 年游戏发展：

25Q1 游戏及相关增值服务净收入为 240.5 亿元 (yoy +12.1%，彭博一致预期为 230.8 亿元)；毛利率为 68.8% (一致预期为 67.4%)；公司在 25 年初推出多款重磅游戏，如《漫威争锋》在 2025 年 4 月发布第二赛季更新后，迅速登顶 Steam 全球畅销榜、《燕云十六声》自 2024 年 12 月上线以来备受欢迎，截止 2025 年 3 月份注册玩家数已突破 3000 万、《界外狂潮》在 2025 年 3 月上线后即点燃了玩家的热情，三天内登上 Steam 全球畅销榜第六名，且最高同时在线玩家数突破 11 万、《七日世界》手游在 2025 年 4 月上线后，迅速登顶全球 160 多个地区的 iOS 下载榜榜首，受到全球市场的广泛关注；暴雪系列游戏《魔兽世界》和《炉石传说》持续收获来自中国玩家社区的热切参与。后续新游有望不断丰富产品矩阵，如《漫威秘法狂潮》、《Destiny: Rising》和《无限大》等，有望进一步带动营收增长。

网易-S (9999. HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

向锐

xiangrui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070008

发布日期：2025 年 05 月 21 日

当前股价：189.00 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
19.39/8.71	16.31/13.09	16.09/-5.02
12 月最高/最低价 (港元)		190.00/119.40
总股本 (万股)		316,795.90
流通 H 股 (万股)		316,795.90
总市值 (亿港元)		6,530.17
流通市值 (亿港元)		6,530.17
近 3 月日均成交量 (万)		732.58
主要股东		
Shining	Globe	International
Limited		45.78%

股价表现



相关研究报告

2) 有道盈利能力改善，经营利润创新高：

25Q1 有道净收入为 13.0 亿元(yoy -6.7%)；有道毛利率为 47.3%（一致预期为 48.9%），营收同比减少主要由于学习服务专注于发展有长线潜力的核心业务，净收入减少。有道继续聚焦于以技术驱动创新，提升盈利能力。其创下历史上第一季度营业利润新高，近几个季度均保持着营业利润为正的势头。

3) 云音乐收入持续健康增长：

网易云音乐净收入为 18.6 亿元(yoy -8.4%)，25Q1 毛利率为 36.7%，（一致预期为 33.7%），营收同比减少主要由于社交娱乐服务净收入减少；网易云音乐继续推动以音乐为核心的生态系统高质量发展，致力于打造其独特的音乐社区，丰富其多样化的内容矩阵。通过进一步扩大订阅会员规模，推动了以音乐为核心的商业化进程。

4) 创新及其他业务不断优化：

创新及其他业务净收入为 16.2 亿元（yoy -17.6%）；毛利率为 38.8%，（一致预期为 35.3%）；营收环比和同比减少主要由于该分部中网易严选、广告服务和其他一些业务净收入减少。未来将继续探索新的业务增长点，提升各业务板块的盈利能力。通过技术创新和市场推广，增强品牌影响力和市场竞争力。

盈利预测：我们预计公司 25-26 年分别实现营业收入 1146/1224 亿元，分别同比增长 8.8%/6.8%，实现经调整净利润 387/404 亿元。

风险提示：1) 海内外短期经济环境承压导致游戏行业消费能力不足，游戏行业收入规模存在下滑的风险；2) 国内游戏版号以及进口游戏版号发放不及预期风险；游戏行业关于未成年、过度充值、文化审核、游戏出海等方面存在的政策风险；3) 游戏行业买量竞争加剧上涨，游戏行业面临的行业成本上涨风险；4) 游戏行业竞争加剧风险，无论是国内还是出海，游戏 SLG、RPG、MOBA 等细分赛道均存在竞争加剧风险，或将会导致行业产品成功率下降。5) 公司老游戏流水下滑加剧风险；公司新产品上线延期或将对当期业绩产生影响；公司游戏 pipeline 上线进程存在不及预期的风险；公司将要发行的新游戏存在一定不确定性，可能会存在流水不及预期的风险；公司买量优势或存在一定竞争加剧的风险。（6）监管风险：公司可能面临来自证监会的监管风险。

三表预测：单位 MY、%

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E
货币资金	24206	54470	58606	76994	营业额	103468	105295	114594	122425
应收账款	6422	5669	6170	6591	销售成本	40405	39488	42400	44953
预付款项、按金及其他 应收款项	5495	5813	6327	6759	销售费用	13969	14148	14897	16449
流动资产总计	142693	153325	166183	191917	管理费用	21385	22075	21773	25667
非流动资产合计	43232	42667	41657	40218	营业利润	31697	34760	35445	35573
资产总计	185925	195992	207840	232135	税前利润	34057	35718	36402	36530
流动负债合计	53842	49668	40483	43744	EBITDA	33125	32959	38702	38712
非流动负债合计	3998	3830	3830	3830	经调整净利润	32608	33511	38725	40445
负债合计	57841	53497	44313	47573					
权益合计	128084	142494	163527	184561	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E
负债和权益合计	185925	195992	207840	232135	营收额增长率	7.2%	1.8%	8.8%	6.8%
					EBITDA增长率	41.6%	-0.5%	17.4%	0.0%
现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	毛利率	60.9%	62.5%	63.0%	63.3%
经营性现金净流量	35331	39677	26326	28230	净利率	28.4%	28.7%	27.0%	25.3%
投资性现金净流量	-17043	17916	-396	-149	ROE	23.7%	21.4%	19.1%	16.9%
筹资性现金净流量	-21467	-27336	-21794	-9693	P/S	5.4	5.3	4.8	4.5
现金流量净额	-3179	30258	4136	18388	P/B	4.5	4.0	3.5	3.1

资料来源：IFind，中信建投

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

向锐

本科毕业于武汉大学，硕士毕业于中国人民大学金融学专业，2022 年加入中信建投证券，主要研究游戏电商/美股科技/AI 方向。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk