

网易-S (09999.HK)

游戏业务提升全球影响力，利润侧表现优秀

优于大市

核心观点

收入同比上升 7%，利润表现优秀主要系销售费用影响。25Q1，公司实现营业收入 288 亿元，同比上升 7%。Non-GAAP 归母净利润 112 亿元，同比增长 32%；Non-GAAP 归母净利率 39%，同比提升 7pct。25Q1，公司综合毛利率 64.1%，同比上升 0.7pct。其中，游戏及增值服务毛利率 68.8%，同比下降 0.7pct，变动主要系游戏产品结构变化。**25Q1，公司总经营费率为 28%，同比降低 7pct。**其中销售费率 9.4%，同比下降 4.6pct。公司游戏推广费用比如《蛋仔派对》下降，预计后续销售费率逐步恢复。

游戏：端游收入增长亮眼。25Q1，在线游戏业务收入为 234 亿元，同比增长 15%。其中，手游收入 154 亿元，同比下降 4%，下降主要系去年同期高基数。PC 端游收入 81 亿元，同比增长 85%。端游增长良好，主要得益于《守望先锋》回归，《漫威争锋》《永劫无间》等表现良好。25Q1 网易递延收入 177 亿元，同比增长 19%。**25Q1 多款新游表现优异，提升全球游戏影响力。**《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。《界外狂潮》在 2025 年 3 月上线后三天内登上 Steam 全球畅销榜第六名。《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。后续 pipeline 期待：《Destiny: Rising》以及《漫威秘法狂潮》等。

有道：收入同比下降 7%，学习服务进行结构调整优化。25Q1，有道净收入为 13 亿元，同比下降 7%。根据有道财报，学习服务收入为 6.02 亿元，同比减少 16%，但降幅较上季度收窄约 5pct，核心业务如 AI 升学规划服务“有道领世”销售额同比增长超 25%，编程学习产品“有道小图灵”销售额增长超 40%。智能设备收入为 1.9 亿元，同比增长 5%，结束负增长。新品 AI 答疑笔 Space One 首批库存 10 天内售罄。广告服务收入 5.05 亿元，同比增长 3%，广告客户数量同比增长超 20%，海外广告业务通过 Google 合作伙伴认证。

网易云音乐：毛利率环比提升 4.8pct。25Q1，云音乐净收入为 19 亿元，同比下降 8%，社交娱乐业务拖累。毛利率 36.8%，同比-1.1pct，环比+4.8pct，同比下降主要系去年同期一次性版权调整，环比上升反映出公司在版权内容采购重视 ROI，经营杠杆释放带来毛利率持续优化。

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。

投资建议：考虑到公司代理游戏以及《漫威争锋》《界外狂潮》等表现优秀以及渠道费用控制优秀，上调盈利预期，预计公司 25-27 年调整后归母净利润分别为 393/425/467 亿元（上调 5%/2%/2%）。考虑到公司利润表现优秀，给予 25 年 15-17xPE，上调目标价至 214-242 港币（上调幅度 34-36%）。继续维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	105,295	111,976	122,044	131,797	141,011
(+/-%)	1.7%	6.3%	9.0%	8.0%	7.0%
non-GAAP 归母净利润(百万元)	33,511	39,263	42,483	46,653	48,243
(+/-%)	2.8%	17.2%	8.2%	7.1%	6.0%
non-GAAP 每股收益(元)	10.17	12.39	13.41	14.36	15.23

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 证券分析师：陈淑媛
0755-81982651 021-60375431
zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980524030003

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 214.00 - 242.00 港元
收盘价 186.20 港元
总市值/流通市值 589874/589874 百万港元
52 周最高价/最低价 195.20/114.02 港元
近 3 个月日均成交额 1169.34 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) - 《漫威争锋》表现优异，端游不断向好》——2025-02-22
《网易-S (09999.HK) - 端游表现良好，观察《燕云十六声》等新游戏进展》——2024-11-18
《网易-S (09999.HK) - 收入稳健增长，观察游戏调整情况以及新游戏表现》——2024-08-23
《网易-S (09999.HK) - 多款重磅游戏即将上线，关注新游戏进展》——2024-05-30
《网易-S (09999.HK) - 24 年游戏储备丰富，关注新游戏上线进展》——2024-03-08

EBIT Margin	28.1%	31.8%	32.0%	32.0%	32.0%
净资产收益率 (ROE)	21.4%	21.7%	20.2%	18.7%	17.4%
市盈率 (PE)	17.2	14.1	13.1	12.2	11.5
EV/EBITDA	19.5	15.0	13.5	12.6	11.8
市净率 (PB)	4.17	3.39	2.91	2.53	2.22

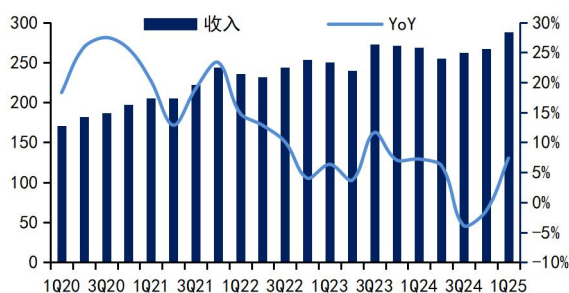
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

总览：收入同比上升 7%，利润表现优秀主要系销售费用影响

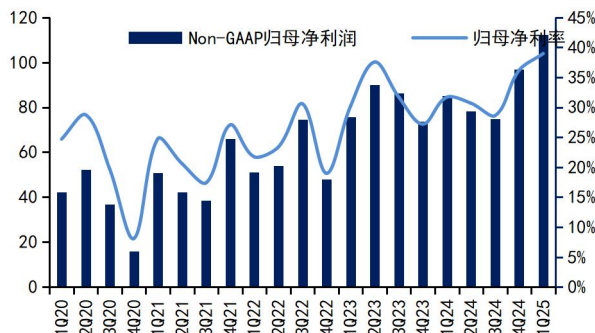
25Q1 收入同比上升 7%，经调利润率同比提升 7pct。25Q1，公司实现营收 288 亿元，同比上升 7%。Non-GAAP 归母净利润 112 亿元，同比增长 32%；Non-GAAP 归母净利率 39%，同比提升 7pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、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、%）

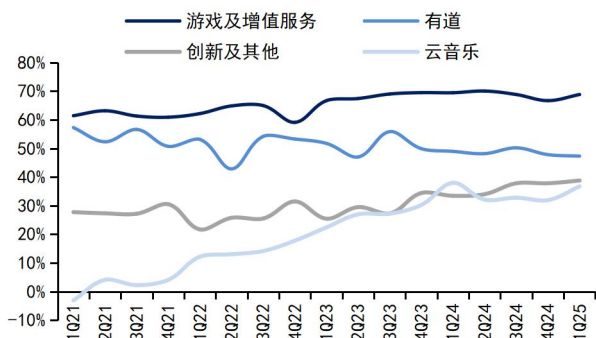


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

25Q1，公司综合毛利率 64.1%，同比上升 0.7pct。其中，游戏及增值服务毛利率 68.8%，同比下降 0.7pct，变动主要系游戏产品结构变化。

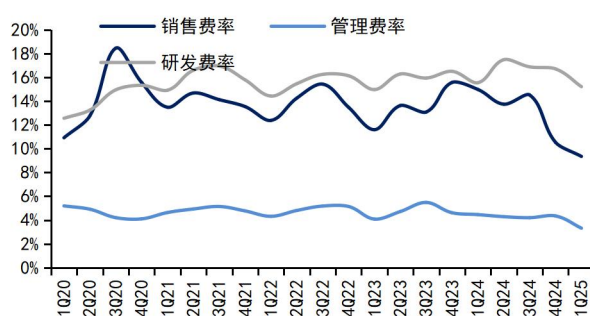
25Q1，公司总经营费率为 28%，同比降低 7pct。其中销售费率 9.4%，同比下降 4.6pct。公司游戏推广费用比如《蛋仔派对》下降，预计后续销售费率逐步恢复。

图3：网易各项毛利率



资料来源：公司公告、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、国信证券经济研究所整理

游戏：端游收入增长亮眼

2025Q1，在线游戏业务收入为 234 亿元，同比增长 15%。其中，手游收入 154 亿元，同比下降 4%，下降主要系去年同期高基数。PC 端游收入 81 亿元，同比增长

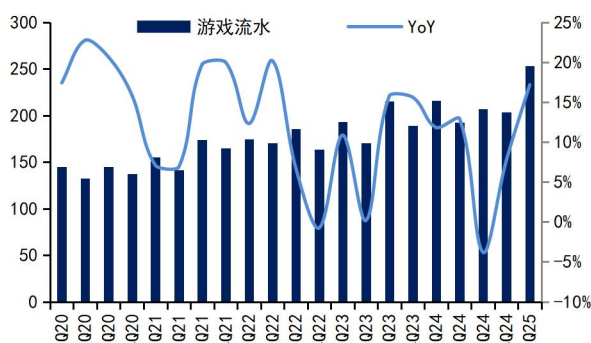
85%。端游增长良好，主要得益于《守望先锋》回归，《漫威争锋》《永劫无间》等表现良好。结构变化下，手游收入占比 66%，同比下降 13pct。25Q1 网易递延收入 177 亿元，同比增长 19%。

图5：公司在线游戏收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、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、国信证券经济研究所整理

25Q1 多款新游表现优异，提升全球游戏影响力。《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。《界外狂潮》在 2025 年 3 月上线后三天内登上 Steam 全球畅销榜第六名。《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。后续 pipeline 期待：《Destiny: Rising》以及《漫威秘法狂潮》等。

有道：收入同比下降 7%，学习服务进行结构调整优化

2025Q1，有道净收入为 13 亿元，同比下降 7%。根据有道财报，学习服务收入为 6.02 亿元，同比减少 16%，但降幅较上季度收窄约 5pct，核心业务如 AI 升学规划服务“有道领世”销售额同比增长超 25%，编程学习产品“有道小图灵”销售额增长超 40%。智能设备收入为 1.9 亿元，同比增长 5%，结束负增长，新品 AI 答疑笔 Space One 首批库存 10 天内售罄。广告服务收入 5.05 亿元，同比增长 3%，广告客户数量同比增长超 20%，海外广告业务通过 Google 合作伙伴认证。

图7: 有道收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 有道收入构成 (亿元)

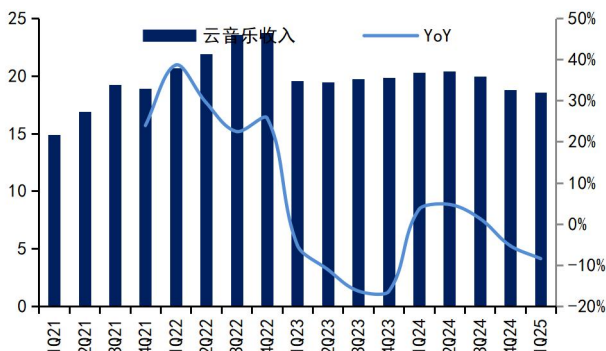


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

网易云音乐：毛利率环比提升 4.8pct

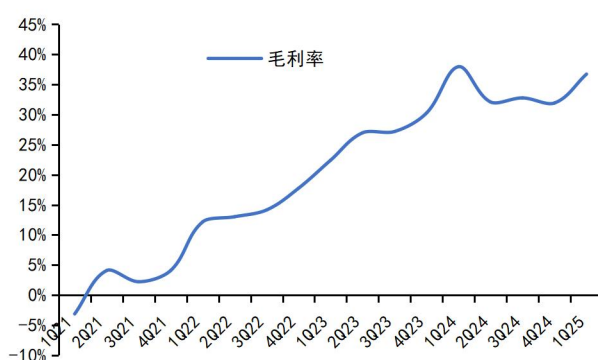
25Q1，云音乐净收入为 19 亿元，同比下降 8%，社交娱乐业务拖累。毛利率 36.8%，同比-1.1pct，环比+4.8pct，同比下降主要系去年同期一次性版权调整，环比上升反映出公司在版权内容采购重视 ROI，经营杠杆释放带来毛利率持续优化。

图9: 云音乐收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、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、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级

考虑到公司代理游戏以及《漫威争锋》《界外狂潮》等表现优秀以及渠道费用控制优秀,上调盈利预期,预计公司 25-27 年调整后归母净利润分别为 393/425/467 亿元 (上调 5%/2%/2%)。考虑到公司利润表现优秀,给予 25 年 15-17xPE,上调目标价至 214-242 港币 (上调幅度 34-36%)。继续维持“优于大市”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。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	51383	62205	71107	80207	营业收入	105295	111976	122044	131797
应收款项	12086	12853	14008	15128	营业成本	39488	40911	43553	47033
存货净额	572	595	631	680	销售费用	14148	13437	15866	17134
其他流动资产	3086	3282	3577	3863	研发费用	17525	17356	18551	20429
流动资产合计	153325	165132	179831	194911	管理费用	4551	4703	5004	5535
固定资产	8520	11653	14612	17509	营业利润	29584	35568	39071	42193
无形资产及其他	27945	46082	57139	70322	财务费用	(5176)	(5167)	(5425)	(5256)
投资性房地产	6202	6202	6202	6202	投资收益	355	284	227	289
长期股权投资	0	0	0	0	其他损益净额	602	828	715	715
资产总计	195992	229069	257784	288944	利润总额	35718	41847	45439	48453
短期借款及交易性金融负债	11805	18307	16451	15521	所得税费用	5461	6277	6816	7268
应付款项	3480	3624	3843	4138	少数股东损益	559	2	167	178
其他流动负债	34383	34780	37704	40653	归属于母公司净利润	29698	35568	38455	41007
流动负债合计	49668	56711	57998	60312	经调整归母净利润	33511	39263	42483	45497
长期借款及应付债券	428	428	428	428					
其他长期负债	3402	4536	4913	4913					
长期负债合计	3830	4964	5341	5341	现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	53497	61675	63339	65653	净利润	29698	35568	38455	41007
少数股东权益	3809	3810	3943	4085	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	138686	163583	190502	219207	折旧摊销	2858	5618	6708	7012
负债和股东权益总计	195992	229069	257784	288944	公允价值变动损失	(602)	(828)	(715)	(715)
					财务费用	(5176)	(5167)	(5425)	(5256)
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	4617	689	2034	1789
经调整 EPS	10.17	12.39	13.41	14.36	其它	(11644)	2	133	142
每股红利	1.87	3.37	3.64	3.88	经营活动现金流	24927	41050	46615	49234
每股净资产	42.08	51.64	60.13	69.20	资本开支	(4193)	(13124)	(9367)	(11498)
ROIC	21%	21%	20%	19%	其它投资现金流	19095	0	(4310)	(4525)
ROE	21%	22%	20%	19%	投资活动现金流	(7078)	(13124)	(13677)	(16024)
毛利率	62%	63%	64%	64%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	28%	32%	32%	32%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	37%	38%	37%	支付股利、利息	(6150)	(10670)	(11537)	(12302)
收入增长	2%	6%	9%	8%	其它融资现金流	(286)	6502	(1856)	(930)
净利润增长率	1%	20%	8%	7%	融资活动现金流	(12586)	(4169)	(13393)	(13232)
资产负债率	29%	29%	26%	24%	现金净变动	29954	23758	19545	19979
息率	1.0%	1.7%	1.9%	2.0%	货币资金的期初余额	21429	51383	62205	71107
P/E	17.2	14.1	13.1	12.2	货币资金的期末余额	51383	75141	81750	91086
P/B	4.2	3.4	2.9	2.5	企业自由现金流	28343	23417	32585	33167
EV/EBITDA	19.5	15.0	13.5	12.6	权益自由现金流	32226	34311	35341	36632

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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