

PC 游戏趋势亮眼驱动经营杠杆提升

——网易（9999.HK）25Q1 点评

核心观点

- **25Q1 营收 288.3 亿（yoy+7.4%,qoq+7.8%），增长主要系端游收入增加。** Q1 毛利率 64.1%（yoy+0.7pp,qoq+3.3pp），主要系游戏毛利率增长。Q1 销售费率 9.4%（yoy-5.6pp, qoq-1.2pp），下降系游戏及相关增值服务市场推广支出下降；管理费用率 3.3%（yoy-1.1pp, qoq-1.0pp）；研发费率 15.2%（yoy-0.3pp, qoq-1.5pp）。GAAP 归母净利润 103 亿（yoy+34.9%, qoq+17.5%），Non-GAAP 归母净利润 112.4 亿（yoy+32%, qoq+16%）。
- **25Q1 游戏及相关增值服务总收入 240.5 亿（yoy+12.1%,qoq+13.2%）。**毛利率 68.83%（yoy-0.6pp,qoq+2.1pp）。其中手游收入 153.6 亿（yoy-4.4%, qoq+14.5%），环比增长主要系《第五人格》增长及《燕云十六声》等新游戏贡献。端游收入 80.9 亿（yoy+85%, qoq+13.5%），环比增长主要系《漫威争锋》、新游戏《界外狂潮》、《守望先锋》恢复等贡献。**我们预期 25Q2 手游同比基数压力减小**，主要系去年 Q2《蛋仔派对》、《逆水寒》已从高位回落；**端游预期环比维持高位**，主要系暴雪游戏《暗黑破坏神 3》等持续回归。**后期期待《漫威秘法狂潮》、《命运群星》等新游戏上线。**
- **25Q1 网易云音乐总收入 18.6 亿（yoy-8.5%,qoq-1.2%），**下滑主要系社交娱乐业务下滑。毛利率 36.7%（yoy-1.3pp,qoq+4.8pp）。毛利率实际有 4%同比增长，主要系去年同期由于版权费用的一次性调整增加了 5%毛利率。
- **25Q1 有道总收入 13.0 亿（yoy-6.7%,qoq-3.1%），**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。毛利率 47.3%（yoy-1.7pp,qoq-0.5pp）。

盈利预测与投资建议

- 公司暴雪游戏陆续恢复运营，后期有《漫威秘法狂潮》、《命运群星》等手游预期将陆续上线驱动增长。我们预测公司 25~27 年归母净利润为 360/381/415 亿元（原 25~26 为 326/348 亿元，因根据财报上调毛利率、投资收入，下调销售费率调整盈利预测）。我们采用 SOTP 估值，给予目标价 210.13 港币/193.03 人民币（HKD/CNY=0.92），维持“买入”评级。

风险提示

新游戏表现不及预期；版号审批不确定性；游戏净利率波动性较大；直播竞争加剧

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	103468	105295	114089	124468	133770
同比增长(%)	7.23%	1.77%	8.35%	9.10%	7.47%
营业利润(百万元)	27709	29584	36475	39319	43293
同比增长(%)	41.17%	6.77%	23.29%	7.80%	10.11%
归属母公司净利润(百万元)	29417	29698	36002	38134	41464
同比增长(%)	44.64%	0.96%	21.23%	5.92%	8.73%
每股收益（元）	9.29	9.37	11.36	12.04	13.09
毛利率(%)	60.95%	62.50%	63.38%	63.97%	64.59%
净利率(%)	28.43%	28.20%	31.56%	30.64%	31.00%
净资产收益率(%)	25.69%	22.59%	23.63%	21.13%	19.67%
市盈率（倍）	18	18	15	14	13
市净率（倍）	4	4	3	3	2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年05月22日）	186.6 港元
目标价格	210.13 港元
52 周最高价/最低价	195.2/114.02 港元
总股本/流通 H 股（万股）	316,796/316,796
H 股市值（百万港币）	591,141
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 05 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	11.01	18.18	18.06	24.97
相对表现%	10.62	8.99	17.78	2.32
恒生指数%	0.39	9.19	0.28	22.65



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuzhi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525030001

联系人

沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

新游上线有望驱动游戏收入转暖：——网易（9999.HK）24Q4 点评	2025-03-05
暴雪游戏恢复有望驱动 Q4 游戏收入修复：——网易（9999.HK）24Q3 点评	2024-11-19
佳肴不忌迟至，期待新游上线：——网易（9999.HK）24Q2 点评	2024-08-29

表 1：盈利预测表

单位：百万/%	25Q1A	25Q2E	25Q3E	25Q4E	25E	26E	27E
营业收入	28,829	28,137	28,044	29,080	114,089	124,468	133,770
yoY	7%	10%	7%	9%	8.35%	9.10%	7.47%
毛利率%	64.10%	63.24%	63.19%	62.97%	63.38%	63.97%	64.59%
游戏及相关增值服务	24,048	23,029	22,638	23,350	93,065	102,721	111,451
yoY	12.06%	14.83%	8.50%	9.92%	11.29%	10.38%	8.50%
毛利率%	69%	68%	68%	68%	68.39%	68.49%	68.88%
手游	15,359	14,388	13,948	14,480	58,174	66,199	73,670
yoY	-4.36%	-2.29%	-2.46%	7.95%	-0.55%	13.79%	11.29%
端游	8,088	8,052	8,113	8,304	32,557	34,370	35,796
yoY	85.00%	77.03%	37.57%	16.49%	48.35%	5.57%	4.15%
有道	1,298	1,336	1,716	1,505	5,856	6,055	6,120
yoY	-6.73%	1.09%	9.15%	12.35%	4.09%	3.39%	1.07%
毛利率%	47%	48%	50%	47%	48.11%	48.09%	48.23%
云音乐	1,858	1,937	1,991	2,039	7,825	8,476	9,058
yoY	-8.45%	-5.09%	-0.40%	8.41%	-1.58%	8.32%	6.87%
毛利率%	37%	37%	38%	38%	37.37%	39.52%	39.99%
创新业务及其他	1,624	1,834	1,698	2,186	7,343	7,216	7,142
yoY	-17.57%	-11.27%	-4.27%	-4.34%	-9.31%	-1.72%	-1.03%
毛利率%	39%	39%	41%	41%	39.79%	41.79%	42.79%
营业成本	10,349	10,342	10,322	10,768	41,781	44,841	47,369
毛利	18,479	17,795	17,722	18,312	72,308	79,627	86,401
销售费用	2,696	3,921	3,955	3,984	14,556	17,103	18,200
管理费用	956	1,006	995	1,053	4,010	4,391	4,718
研发费用	4,386	4,285	4,198	4,398	17,267	18,814	20,190
营业利润	10,441	8,582	8,574	8,877	36,475	39,319	43,293
营业利润率%	36.22%	30.50%	30.57%	30.53%	31.97%	31.59%	32.36%
GAAP 归母净利润	10,301	8,461	8,405	8,834	36,002	38,134	41,464
Non-GAAP 归母净利润	11,237	9,430	9,350	9,810	39,827	42,337	45,977

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：主营业务估值（A、港股 2025.5.22 收盘价，美股 2025.5.21 收盘价）

主营业务	股票代码	USD/CNY		7.2	USD/HKD	7.8	HKD/CNY	0.92	乘数 2025E		估值方案
		股权比例	估值 百万美金	估值 百万人民币	归属网易 百万人民币	人民币/ 每股	港币/每股	估值占比	P/S	PE	
游戏		100%	79,798	574,045	574,045	181.20	197.26	94%		17.8x	P/E
有道	DAO.N	32%	1,102	7,931	2,543	0.80	0.87	0%			
云音乐	9899.HK	60%	5,733	41,240	24,674	7.79	8.48	4%			
广告		100%	630	4,533	4,533	1.43	1.56	1%		9.4x	P/E
其他		100%	793	5,701	5,701	1.80	1.96	1%	1.0x		P/S
总值			88,056	633,450	611,496	193.03	210.13	100%			

数据来源：ifind 一致性预期，东方证券研究所

表 3：游戏可比公司估值（2025.5.22 收盘价）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

代码	证券简称	总市值（亿）	营业总收入(百万)		归母净利润（百万）		市盈率 PE	
			25E	26E	25E	26E	25E	26E
	调整后平均						17.8	15.8
0700.HK	腾讯控股	43,598	726,828	789,944	210,524	237,111	20.7	18.4
002555.SZ	三七互娱	324	18,989	20,412	2,859	3,118	11.3	10.4
002624.SZ	完美世界	250	6,806	9,371	706	1,380	35.4	18.1
603444.SH	吉比特	174	4,158	4,500	1,058	1,182	16.4	14.7
300002.SZ	神州泰岳	213	7,118	7,909	1,305	1,463	16.3	14.6

数据来源：ifind 一致性预期，东方证券研究所，HKD/RMB 0.92

表 4：广告可比公司估值（2025.5.22 收盘价）

代码	证券简称	总市值（亿）	营业总收入(百万)		归母净利润（百万）		市盈率 PE	
			25E	26E	25E	26E	25E	26E
9888.HK	百度	2,088	138,156	146,669	22,269	24,512	9.4	8.5

数据来源：ifind 一致性预期，东方证券研究所，HKD/RMB 0.92

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	21,429	51,383	80,851	104,658	136,118	营业总收入	103468	105295	114089	124468	133770
应收款项合计	12,499	12,086	13,095	14,287	15,354	主营业务收入	103468	105295	114089	124468	133770
存货	695	572	605	649	686	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,777	3,086	2,893	2,919	2,966	营业总支出	75759	75711	77614	85149	90477
流动资产合计	142,693	153,325	183,642	208,710	241,322	营业成本	40405	39488	41781	44841	47369
固定资产净值	8,075	8,520	9,549	10,608	11,696	营业开支	35354	36223	35833	40308	43108
权益性投资	0	0	0	0	0	营业利润	27709	29584	36475	39319	43293
其他长期投资	22,833	23,231	16,359	20,808	20,133	净利息支出	-4120	-4921	-4493	-4549	-4542
商誉及无形资产	749	541	1,917	1,174	1,576	权益性投资损益	0	0	0	0	0
土地使用权	4,075	4,172	4,270	4,367	4,464	其他非经营性损益	2227	1213	2382	1980	2008
其他非流动资产	7,500	6,202	5,889	6,530	6,207	非经常项目前利润	34057	35718	43350	45848	49843
非流动资产合计	43,232	42,667	37,984	43,487	44,076	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	185,925	195,992	221,626	252,197	285,398	除税前利润	34057	35718	43350	45848	49843
应交税金	2,572	2,759	2,715	2,682	2,719	所得税	4700	5461	6537	6876	7468
短期借贷及长期借贷到期部分	19,240	11,805	11,923	12,042	12,163	少数股东损益	-59	559	811	838	912
其他流动负债	31,150	34,383	31,389	32,307	32,693	持续经营净利润	29417	29698	36002	38134	41464
流动负债合计	53,842	49,668	47,062	47,910	48,453	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	428	428	432	437	441	净利润	29417	29698	36002	38134	41464
其他非流动负债	3,570	3,402	3,459	3,477	3,446	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	3,998	3,830	3,891	3,914	3,887	归母净利润 (GAAP)	29417	29698	36002	38134	41464
负债合计	57,841	53,497	50,953	51,824	52,340	归 母 净 利 润 (non					
归属母公司股东权益	124,286	138,686	166,053	194,915	226,689	GAAP)	32608	33511	39827	42337	45977
少数股东权益	3,798	3,809	4,619	5,458	6,370	EPS (摊薄)	9.29	9.37	11.36	12.04	13.09
所有者权益合计	128,084	142,494	170,672	200,373	233,059	主要财务比率					
负债和股东权益	185,925	195,992	221,626	252,197	285,398	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金流量表						成长能力					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营业收入增长率	7.2%	1.8%	8.4%	9.1%	7.5%
经营活动现金流	35,331	39,677	34,130	41,411	43,423	营业利润增长率	41.2%	6.8%	23.3%	7.8%	10.1%
净利润	29,417	29,698	36,002	38,134	41,464	归属普通股股东净利增长率	44.6%	1.0%	21.2%	5.9%	8.7%
折旧与摊销	3,055	2,418	833	2,953	1,808	获利能力					
营运资本变动	376	3,652	-3,516	-514	-761	毛利率	60.9%	62.5%	63.4%	64.0%	64.6%
其他非现金调整	2,484	3,910	811	838	912	净利率	28.4%	28.2%	31.6%	30.6%	31.0%
投资活动现金流	-17,043	17,916	3,850	-8,456	-2,397	ROE	25.7%	22.6%	23.6%	21.1%	19.7%
出售固定资产收到的现金	10	15	22	22	22	ROA	16.4%	15.6%	17.2%	16.1%	15.4%
资本性支出	4,276	2,206	-3,514	7,837	2,743	偿债能力					
投资净增	12,354	-20,515	0	0	0	资产负债率	31.1%	27.3%	23.0%	20.5%	18.3%
其他投资活动现金流量净额	-424	-407	313	-641	323	流动比率	265.0%	308.7%	390.2%	435.6%	498.1%
融资活动现金流	-21,467	-27,336	-8,512	-9,148	-9,565	速动比率	263.7%	307.6%	388.9%	434.3%	496.6%
债务净增	-8,305	-7,476	122	124	125	每股指标 (元)					
股本增加	0	0	0	0	0	每股收益	9.29	9.37	11.36	12.04	13.09
支付的股利合计	8,014	11,165	8,634	9,271	9,690	每股经营现金流	11.15	12.52	10.77	13.07	13.71
其他筹资活动现金流量净额	86	136	0	0	0	每股净资产	39.23	43.78	52.42	61.53	71.56
汇率变动影响	-202	11	0	0	0	估值比率					
现金净增加额	-3,382	30,268	29,468	23,807	31,460	P/E	18	18	15	14	13
						P/B	4	4	3	3	2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。
- 暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。