

网易-S (09999.HK)

新老游戏表现较好，费用节约初见成效

公司发布 25Q1 季报，实现收入 288 亿元，同比增长 7.4%；实现毛利润 185 亿元，同比增长 8.6%；归母净利润 103 亿元，同比增长 35.5%；non-gaap 净利润 112 亿元，同比增长 31.76%。截止一季度末，公司净现金 1370 亿元，25Q1 经营性净现金流入 121 亿元，同比增长 26%。一季度分红美股 0.135 美元。

- 游戏及相关增值服务增长较好，受益于新游戏上线。该板块实现收入 240 亿元，同比增长 12.1%。其中在线游戏收入占比 97.5%，24Q4 及 24Q1 占比分别为 96.7%及 95.2%，增长主要原因为《第五人格》《燕云十六州》《漫威争锋》及若干代理游戏收入的增长。《漫威争锋》自 24 年 12 月推出以来全球表现较好，在 4 月发布第二赛季更新后，迅速登顶 Steam 全球畅销榜；《燕云十六州》自 24 年 12 月上线以来，截止 3 月注册玩家突破 3000 万；《界外狂潮》于 25 年 3 月上线，3 天内登 Steam 畅销榜全球第六，最高同时在线玩家破 11 万；《七日世界》4 月上线后登顶全球 160 多个地区的 IOS 下载榜榜首。多款在研游戏如《漫威秘法狂潮》、《Destiny: Rising》及《无限大》将继续丰富公司的全球战略布局。老游戏运营稳健，多款游戏推出定制活动及跨界联名，我们认为这将持续激发老游戏活力及热度。
- 有道继续聚焦技术驱动创新，提升盈利能力。25Q1 实现收入 13 亿元，同比下降 7%，其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。
- 云音乐收入略有下滑，未来 arpu 提升空间较大。25Q1 实现营业收入 19 亿元，同比下滑 8.4%，毛利润 6.83 亿元，同比下滑 11.4%，其下滑原因为社交娱乐净收入同比减少。
- 创新及其他业务收入为 16 亿元，同比下滑 17.6%，其下滑原因为该部分中网易严选、广告服务和其他一些业务净收入减少
- 营业费用大幅下降。25Q1 合计费用为 80 亿元，同比下滑 14.4%，环比下滑 5.9%，环比下降原因是游戏和相关增值服务研发投入下降和创新及其他业务市场推广支出下降，同比下降原因为游戏及相关增值服务市场推广支出下降。
- 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到公司近期密集上线《漫威争锋》《燕云十六声》等重磅产品，游戏用户数及流水表现均超市场预期，同时公司成本管控得当实现降本增效，我们预计 2025-2027 年公司营收有望达到 1158、1245、1342 亿元，归母净利润 324、348、370 亿元，对应 PE 分别为 15.8、14.8、14.0x，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：政策风险、新游上线表现不及预期、老游戏流水下滑风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	103468	105295	115825	124512	134224
同比增长	7%	2%	10%	7%	8%
营业利润(百万元)	27709	29584	32778	35486	38254
同比增长	41%	7%	11%	8%	8%
归母净利润(百万元)	29417	29698	32373	34807	36979
同比增长	45%	1%	9%	8%	6%
每股收益(元)	10.11	10.20	11.00	11.76	12.43
PE	17.2	17.0	15.8	14.8	14.0
PB	4.5	4.0	3.4	3.0	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

当前股价：186.6 港元

基础数据

总股本（百万股）	3211
总市值（十亿港元）	513.7
香港总市值（十亿港元）	513.7
每股净资产（港元）	43.19
资产负债率	27.3%
主要股东	Shining Globe International Limited
主要股东持股比例	44.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	40	26
相对表现	13	18	1

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《网易-S (09999) —游戏支柱营收稳健，多元业务健康发展》2025-02-23
- 2、《网易-S (09999) —主营业务保持稳健，暴雪游戏回归有望贡献增量》2024-11-18
- 3、《网易-S (09999) —主营各细分业务营收稳健，游戏、有道业务毛利率同环比提升》2024-08-25

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	142692	153325	201909	228423	256505
现金及现金等价物	21429	51383	94343	115052	136952
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	105292	86198	90507	95033	99784
应收账款及票据	6422	5669	6236	6704	7227
其它应收款	6077	6417	7059	7588	8180
存货	695	572	637	685	738
其他流动资产	2777	3086	3127	3362	3624
非流动资产	43232	42667	24335	26434	28976
长期投资	22833	3025	3055	3086	3086
固定资产	8075	8520	9523	10733	12091
无形资产	4824	4172	4256	4341	4428
其他	7500	26949	7501	8274	9371
资产总计	185925	195992	226244	254857	285481
流动负债	53842	49668	51976	54781	57918
应付账款	881	721	880	946	1020
应交税金	2572	2759	2759	2759	2759
短期借款	19240	11805	11805	11805	11805
其他	31150	34383	36531	39271	42334
长期负债	3998	3830	4936	5923	7108
长期借款	428	428	514	616	740
其他	3570	3402	4422	5307	6368
负债合计	57841	53497	56912	60705	65026
股本	3	0	0	0	0
储备	104729	124283	138686	164915	189080
少数股东权益	3798	3809	4418	5072	5768
归属于母公司所有者权益	124286	138686	164915	189080	214687
负债及权益合计	185925	195992	226244	254857	285481

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	35331	39677	30301	33386	36287
净利润	29417	29698	32373	34807	36979
折旧与摊销	3055	2418	2483	2775	3128
营运资本变动	376	3652	993	1526	1707
其他非现金调整	2484	3910	(5548)	(5722)	(5526)
投资活动现金流	(17043)	17916	17878	(2831)	(4026)
资本性支出	(4276)	(2206)	(3500)	(4000)	(4500)
出售资产及现金	10	15	15	15	15
投资增减	246252	343947	4424	4641	4838
其它	(424)	(407)	25787	5795	5298
筹资活动现金流	(21467)	(27336)	(5219)	(9846)	(10362)
债务增减	(8305)	(7476)	86	103	123
股本增减	(5234)	(8830)	0	0	0
股利支付	8014	11165	6144	10642	11372
其它筹资	86	136	840	693	887
其它调整	(16028)	(22331)	(12288)	(21284)	(22744)
现金净增加额	(3382)	30268	42959	20709	21900

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	103468	105295	115825	124512	134224
主营收入	103468	105295	115825	124512	134224
营业成本	40405	39488	44013	47314	51005
毛利	63063	65807	71811	77197	83219
营业支出	35354	36223	39033	41711	44965
营业利润	27709	29584	32778	35486	38254
利息支出	0	0	181	191	174
利息收入	4122	4921	4831	4912	4756
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	2227	1213	1507	1656	1640
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	34058	35718	38936	41863	44475
所得税	4700	5461	5953	6401	6800
少数股东损益	(59)	559	609	655	696
归属普通股股东净利润	29417	29698	32373	34807	36979
EPS(元)	10.11	10.20	11.00	11.76	12.43

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	7%	2%	10%	7%	8%
营业利润	41%	7%	11%	8%	8%
净利润	45%	1%	9%	8%	6%
获利能力					
毛利率	60.9%	62.5%	62.0%	62.0%	62.0%
净利率	28.4%	28.2%	28.0%	28.0%	27.6%
ROE	23.7%	21.4%	19.6%	18.4%	17.2%
ROIC	19.9%	19.6%	18.2%	17.2%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	31.1%	27.3%	25.2%	23.8%	22.8%
净负债比率	10.6%	6.2%	5.4%	4.9%	4.4%
流动比率	2.7	3.1	3.9	4.2	4.4
速动比率	2.6	3.1	3.9	4.2	4.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	47.8	62.3	72.8	71.6	71.7
应收帐款周转率	9.1	8.6	9.1	9.0	9.0
应付帐款周转率	33.8	49.3	55.0	51.8	51.9
每股资料(元)					
每股收益	10.11	10.20	11.00	11.76	12.43
每股经营现金	10.96	12.31	9.40	10.36	11.26
每股净资产	38.55	43.02	51.15	58.65	66.59
每股股利	3.64	1.91	3.30	3.53	3.73
估值比率					
PE	17.2	17.0	15.8	14.8	14.0
PB	4.5	4.0	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	16.2	15.8	14.4	13.4	12.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。