

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

网易 (NTES US)

常青游戏的复苏有望带动25年下半年业绩改善

■25年二季度收入同比加速至9.4%，主要受益于游戏业务强劲表现；非NAAP净利润同比增长22%，符合市场预期。

■常青游戏回暖再次印证公司长期运营能力；优质储备管线有望驱动稳健增长

■增持：依托AI优化实现审慎成本控制，持续支撑强劲盈利增长前景；目标价下调至161美元

25年二季度业绩稳健

集团收入同比加速增长 9.4% 至 279 亿元人民币，略低于市场预期 1.1%。核心在线游戏板块仍是主要增长动力，同比提升 14.9%。集团毛利润同比增长 12.5%，毛利率同比提升 1.8 个百分点至 64.7%，受益于更高毛利率的业务结构以及审慎的成本控制。非 GAAP 营业利润同比增长 24%，但较市场预期低 2.3%，主要由于为即将到来的暑期旺季投入的销售与市场费用高于预期。非 GAAP 净利润同比增长 22%，符合市场预期。集团净现金为 1,420 亿元人民币，经营现金流同比增长 66.3%，递延收入同比增长 24.6%，为自 24 年一季度以来最快增速。

游戏业务持续强劲，优质管线蓄势待发

常青游戏回暖：《第五人格》维持强劲增长势头，《FWJ 端游》在新上线的畅玩服带动下同时在线用户数创下新高。《蛋仔派对》和《逆水寒手游》的流水回升则主要受益于近期的周年庆活动。我们认为，这些表现再次印证网易在长期精细化运营方面的强大能力，并有望推动 25 年下半年业绩加速增长。**强势新游：**《燕云十六声》和《漫城争锋》继续成为增长的核心驱动力。公司强调其游戏战略聚焦于跨平台、高品质及海外发行，有望支撑长期稳健增长前景。**重点储备管线：**包括《命运：崛起》、《无主星渊》与《漫城：秘法狂潮》等，预计将在 25 年下半年推出；《无限大》和《遗忘之海》则计划于 26 年上线。我们预计 25 财年游戏收入将同比增长 13%，毛利率有望改善，主要受益于审慎的成本控制以及更有利的低分发成本渠道结构调整。

有道与云音乐的盈利改善前景保持稳健

有道在 25 年二季度恢复正增长，营收同比提升 7.2%，主要受益于数字内容、AI 订阅及广告业务的强劲增长。非 GAAP 营业利润扭亏为盈，达 3,300 万元人民币，优于市场预期的 2,200 万元，反映出公司持续推动效率提升。**云音乐**在 25 年上半年收入同比下降 6%，主要受社交娱乐业务下滑拖累，而在线音乐收入同比增长 16%，符合预期。毛利率为 36.4%，同比提升 1.4 个百分点，核心营业利润同比增长 35%，得益于销售与市场费用的下降。

维持增持：目标价下调至 161 美元

我们预计网易集团 25/26 财年收入将分别同比增长 8.7%/7.2%，核心净利润同比增长 15.4%/10.9%。我们已略微调整预测（图 8），并基于游戏/云音乐 15 倍/29 倍目标市盈率，有道 1.5 倍市销率，我们将网易目标价下调至 161 美元，对应 18.1 倍/16.3 倍 25/26 财年末市盈率（图 10）。我们认为当前约 14 倍市盈率估值（历史均值）富有吸引力，对比中国同行平均 18/16 倍，美国同行平均 26/23 倍。潜在的**盈利上行催化因素**包括：1) 游戏业务表现超预期；2) 通过持续优化分发渠道及各业务板块的效率提升，带动利润率进一步扩张。**主要风险：**1) 宏观/消费，2) 游戏流水表现及上线安排，3) 监管；4) 竞争。

盈利预测及估值

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	103.5	105.3	114.4	122.7	130.3
同比增长 (%)	7%	2%	9%	7%	6%
经调整非 GAAP 净利润	33.6	36.1	41.2	45.6	48.4
同比增长 (%)	49%	1%	19%	9%	6%
非 GAAP 摊薄每股盈利 (港元)	11.7	12.2	13.8	15.3	16.3
市盈率 (美股)	17.6	16.4	14.4	13.0	12.2
ROE (%)	28.4	26.7	26.2	24.2	21.7

注：收盘价截至2025年8月14日；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

李怡珊, CFA

王腾杰

+852 3189 6122

+852 3189 6634

crystall@cmschina.com.hk

tommywong@cmschina.com.hk

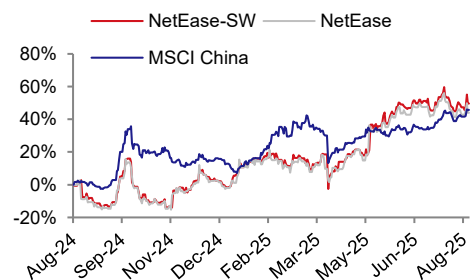
最新变动

25年二季度业绩：预测/目标价调整

BUY

前次评级	增持
股价 (2025年8月14日)	129.7美元 207.8港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	161美元 (+28%) 251港元 (+25%)
前次目标价	166美元 259港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
NTES US	(2.2)	23.7	44.0
9999 HK	0.5	27.0	49.6
MSCI中国	5.8	16.4	45.7

行业：TMT

恒生指数 (2025年8月14日)	25,519
MSCI中国 (2025年8月14日)	82

重要数据

52周股价区间 (美元/港元)	76 -141/116 - 223
市值 (十亿美元)	82.1
日均成交量 美股/港股 (百万股)	0.72/4.25

主要股东

丁磊	46.0%
自由流通股	54.0%

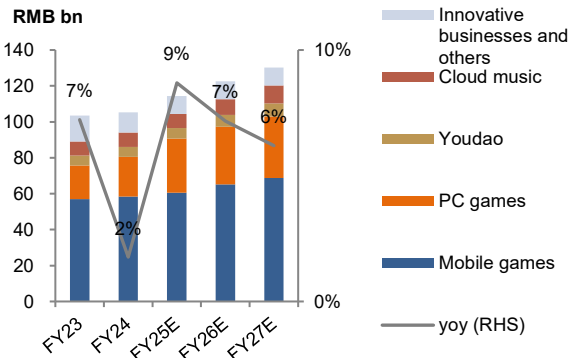
资料来源：万得、彭博、招商证券（香港）研究部

相关报告

1. 网易 (NTES US) - 游戏业务表现强劲，业绩稳健超预期（增持）(2025/5/16)
2. 网易 (NTES US) - 端游表现强劲，手游卷土重来（增持）(2025/2/24)
3. 网易 (NTES US) - 《燕云十六声》定档，游戏收入回升可期（增持）(2024/11/15)
4. 网易 (NTES US) - 二季度业绩稳健，但下半年游戏增长前景尚不明朗（增持）(2024/8/23)
5. 网易 (NTES US) - 一季度业绩稳健，期待暑期旺季到来（增持）(2024/5/24)
6. 网易 (NTES US) - 四季度业绩略超预期，但不改 24 年乐观前景（增持）(2024/3/1)

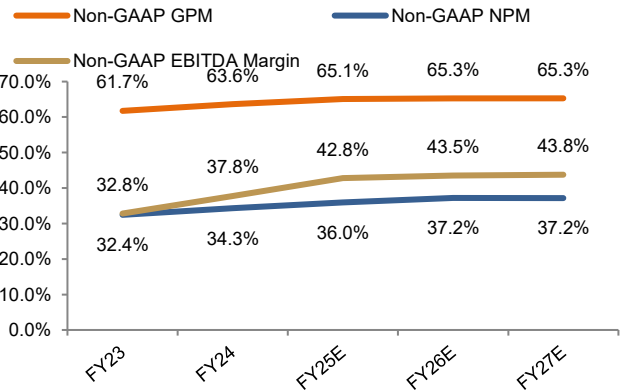
重点图表

图1：分部总收入预测



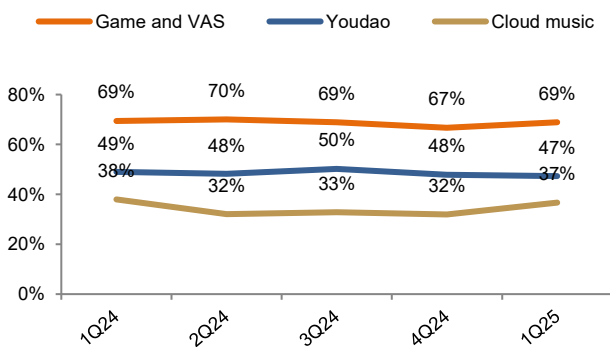
资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图2：分部毛利率预测



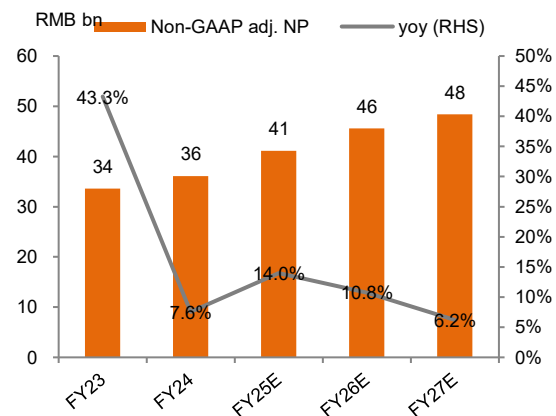
资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图3：分部毛利率表现



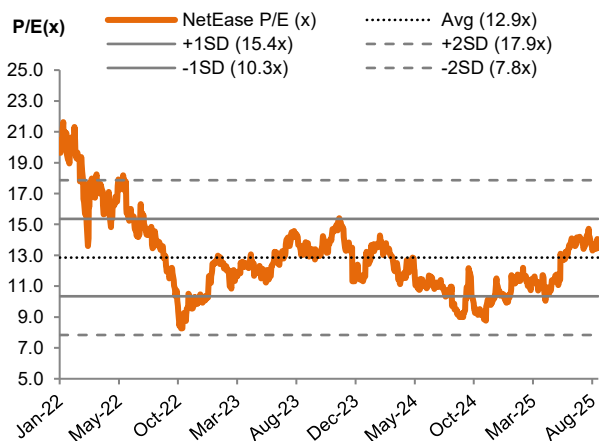
资料来源：公司、招商证券（香港）

图4：非GAAP调整后净利润



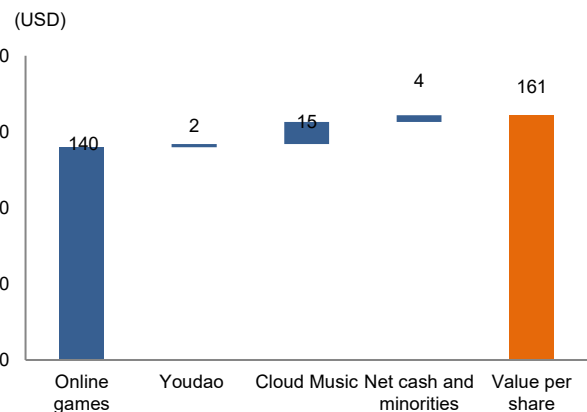
资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图5：市盈率区间



资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

图6：分部加总估值



资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图7：网易25年二季度业绩表现

人民币十亿元	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25 yoy	2Q25 yoy	2Q25 qoq	实际数据 vs 招商证券 预测		实际数据 vs 一致预 测	
							2Q25	% diff	2Q25	% diff
净收入	25.5	28.8	27.9	7.4%	9.4%	-3.2%	28.7	-2.8%	28.2	-1.1%
在线游戏服务	19.3	23.4	22.1	14.8%	14.9%	-5.6%	22.7	-2.4%	22.5	-1.4%
有道	1.3	1.3	1.4	-6.7%	7.2%	9.2%	1.3	9.9%	1.4	4.9%
云音乐	2.0	1.9	2.0	-8.4%	-3.5%	5.9%	2.2	-8.8%	2.0	-2.9%
创新及其他业务	2.8	2.2	2.4	-25.8%	-17.2%	6.1%	2.6	-8.0%	2.4	0.0%
毛利润	16.0	18.5	18.1	8.6%	12.5%	-2.3%	18.4	-1.6%	17.9	1.0%
非 GAAP 毛利润	16.4	18.7	18.3	8.4%	12.1%	-2.0%	18.6	-1.3%		
非 GAAP 经营利润	8.1	11.4	10.0	33.8%	24.0%	-12.2%	10.9	-8.3%		-2.3%
非 GAAP 净利润	7.8	11.2	9.5	32.0%	21.9%	-15.2%	10.0	-4.2%	9.5	0.4%
非 GAAP 调整后净利润	7.9	10.3	8.9	26.6%	13.1%	-13.5%	9.7	-8.6%	9.5	-6.3%
经营性现金流	6.5	12.1	10.9	26.7%	66.3%	-10.3%				
递延收入	13.6	17.7	17.0	19.0%	24.6%	-4.4%				
现金	129.7	146.8	153.4							
净现金	116.1	137.0	142.1							
利润率分析 (%)										
毛利率	62.9	64.1	64.7	0.7ppt	1.8ppt	0.6ppt	63.9	0.8ppt	63.4	1.3ppt
在线游戏服务	71.9	70.0	71.6	-1.7ppt	-0.3ppt	1.6ppt	71.0	0.6ppt		
有道	48.2	47.3	43.0	-1.7ppt	-5.2ppt	-4.3ppt	49.8	-6.8ppt		
云音乐	32.1	36.7	36.1	-1.2ppt	4.0ppt	-0.7ppt	32.6	3.5ppt		
创新及其他业务	31.5	35.1	37.5	4.5ppt	5.9ppt	2.4ppt	35.0	2.5ppt		
经营利润率	27.4	36.2	32.5	7.8ppt	5.0ppt	-3.7ppt	34.2	-1.8ppt	33.3	-0.8ppt
持续经营净利润率	26.5	35.7	30.8	7.3ppt	4.3ppt	-4.9ppt	30.9	-0.1ppt	30.8	0.1ppt
非 GAAP 毛利率	64.2	64.9	65.8	0.6ppt	1.6ppt	0.9ppt	64.8	1.0ppt	0.0	
非 GAAP 经营利润率	31.7	39.5	35.9	7.8ppt	4.2ppt	-3.6ppt	38.0	-2.2ppt	36.3	-0.5ppt
非 GAAP 净利润率	30.7	39.0	34.2	7.3ppt	3.5ppt	-4.8ppt	34.7	-0.5ppt	33.7	0.5ppt
非 GAAP 调整后净利润率	30.9	35.7	31.9	5.4ppt	1.0ppt	-3.8ppt	33.9	-2.0ppt	33.7	-1.8ppt

资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

图8：盈利预测调整

人民币十亿元	调整后			调整前			变动		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
净收入	114.4	122.7	130.3	115.2	122.3	130.5	-0.7%	0.3%	-0.2%
在线游戏服务	90.6	97.3	103.0	90.9	96.4	102.7	-0.3%	0.9%	0.3%
有道	5.9	6.6	7.4	5.8	6.5	7.3	2.2%	1.4%	1.4%
云音乐	7.9	8.8	9.9	8.3	9.3	10.3	-4.8%	-4.7%	-4.1%
创新及其他业务	10.0	10.0	10.0	10.2	10.2	10.2	-2.0%	-2.0%	-2.0%
毛利润	73.3	78.8	83.7	73.5	78.1	83.5	-0.3%	0.8%	0.3%
非 GAAP 毛利润	74.5	80.0	85.0	74.5	79.1	84.5	0.0%	1.1%	0.6%
经营利润	38.0	41.3	43.9	38.7	40.8	43.6	-1.7%	1.3%	0.7%
非 GAAP 经营利润	41.9	45.6	48.5	42.6	45.0	48.1	-1.6%	1.4%	0.8%
净利润	36.3	39.3	41.7	36.6	38.9	41.4	-1.0%	1.1%	0.6%
持续经营净利润	35.2	38.5	40.8	35.9	38.1	40.6	-1.8%	1.1%	0.6%
非 GAAP 持续经营净利润	39.1	42.8	45.4	39.8	42.2	45.0	-1.7%	1.3%	0.8%
关键运营指标及比率（%）									
毛利率	64.1	64.2	64.2	63.8	63.9	63.9	0.3ppt	0.3ppt	0.3ppt
在线游戏服务	70.9	70.9	70.9	70.7	70.7	70.7	0.1ppt	0.1ppt	0.1ppt
有道	46.6	46.7	46.6	48.2	48.1	48.1	-1.6ppt	-1.4ppt	-1.5ppt
云音乐	35.4	36.9	37.9	34.5	35.3	36.3	0.9ppt	1.7ppt	1.6ppt
创新及其他业务	35.6	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	0.6ppt	0.0ppt	0.0ppt
非 GAAP 毛利率	65.1	65.3	65.3	64.6	64.7	64.8	0.4ppt	0.6ppt	0.5ppt
非 GAAP 经营利润率	36.6	37.2	37.2	37.0	36.8	36.8	-0.3ppt	0.4ppt	0.4ppt
非 GAAP 持续经营净利润率	34.2	34.9	34.8	34.5	34.5	34.5	-0.4ppt	0.4ppt	0.3ppt

资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图9：招商证券预测与彭博一致预测对比

人民币十亿元	招商证券预测			彭博一致共识			差异（%）		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	114.4	122.7	130.3	115.8	123.5	133.3	-1%	-1%	-2%
核心毛利润	74.5	80.0	85.0	74.0	79.4	86.3	1%	1%	-1%
核心经营利润	41.9	45.6	48.5	41.8	44.3	48.3	0%	3%	0%
核心净利润（扣除少数股东）	39.1	42.8	45.4	39.2	41.2	45.5	0%	4%	0%
核心毛利率	65%	65%	65%	64%	64%	65%	1.2pp	0.9pp	0.5pp
核心经营利润率	37%	37%	37%	36%	36%	36%	0.5pp	1.3pp	1.0pp
核心净利润率	34%	35%	35%	34%	33%	34%	0.3pp	1.5pp	0.7pp

资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测；注：数据截至2025年8月14日

分部加总估值

- 我们给予**游戏业务**15倍市盈率，相当于腾讯游戏业务15倍目标市盈率，考虑到两者在市场领导地位上的相似性。
- 我们使用**有道**和**云音乐**的目标估值，对应有道1.5倍的市销率（接近教培行业龙头平均的2倍市销率）。云音乐的目标估值对应28.5倍的市盈率（对比腾讯音乐（TME US）30倍目标市盈率）。
- 我们的分部加总目标价为161美元/251港元，对应18.1倍/16.3倍的25/26财年市盈率（对比腾讯23倍/20倍的25/26财年市盈率）。

图10: 网易分部加总估值

百万元人民币	未来 12 个月	估值	25-27 年复合增长率	估值指标	目标倍数	目标估值	股数 (百万)	每股价值	占总估值的比例
在线游戏服务	核心净利润	42,976	9%	市盈率	15.0 x	644,643	643	1,003	87%
有道	收入	6,581	11%	市销率	1.5 x	9,970	643	16	1%
云音乐	核心净利润	2,366	22%	市盈率	28.5 x	67,357	643	105	9%
净现金 (加), 30%折让						107,719	643	168	15%
少数权益 (减)						4,790	643	7	-1%
集团折让@ 10%						10%			
总估值						742,408	643	1,155	111%
人民币/美元								7.18	
每股价值 (美元)								161	
每股价值 (港元)								251	
对应集团市盈率 (倍)					对应游戏分部市盈率 (倍)				
25 财年		18.1			25 财年			19.5	
26 财年		16.3			26 财年			17.3	

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图11：网易游戏储备

游戏名	英文名	上线地区	上线版本	版号获得日期	上线时间	游戏类型
未来重点游戏						
命运：群星	Destiny: Rising	Overseas	Mobile	May-25	Aug 2025E	FPS
无主星渊	Wildgate	China	PC	Jun-25	Sept 2025E	FPS
漫威秘法狂潮	Marvel Mystic Mayhem	Overseas	PC	Jul-25	2H25E	TRPG
破碎之地	Code: 56	China	Mobile	Apr-24	2025	FPS
冰汽时代：最后的家园	Frost Punk: Rise of City	China	Mobile	Jan-25		SLG
山海奇旅	Shanghai Qilv	China	Mobile	Mar-25	2025	SIM
极限战场	Jixian Zhanchang	China	Mobile	Apr-25	2025	FPS
暗黑破坏神 IV	Diablo IV	China	PC	Jul-25	2025	RPG
代号：世界	Code: World	China	Multiple		2025	RPG
代号：Atlas	Code: Atlas	China	Multiple		2025	FPS RPG
代号：邪神	Code: Xieshen	China	Multiple		2025	ACG RPG
剑心雕龙	JianXinDiaoLong	China	PC		2025	RPG
无限大	Code: Infinity	Overseas	Multiple	Dec-24	2026	MMORPG
星绘友晴天	Planet Party Time	Overseas	PC		2026	SLG
遗忘之海	Sea of Remnants	China	Multiple		2026	RPG
幻想生活	Fantasy life	China	Mobile	Dec-22	TBC	ARPG
开放空间	Overfield	China	Mobile	Sep-24	TBC	RPG
倩女幽魂隐世录	Ghost World Chronicle	China	Mobile	Aug-19	TBC	RPG
万民长歌：三国	Wanmin Changge: Sanguo	China	PC		TBC	SLG
黑道风云录	Mafia City	Overseas	PC		TBC	RPG
unVEIL the world	unVEIL the world	China	Mobile		TBC	RPG
归唐	Blood Message	China	PC		TBC	AVG
已发布游戏						
灵兽大冒险	Floatopia	China	Mobile	Feb-25	2025	MMORPG
头号追击	Supervive	China	PC	Dec-24	TBC	MOBA
七日世界	Once Human	China	Mobile	May-23	2Q25	SOC
射雕 2.0	Condor Heroes 2.0	China	Mobile		2Q25	MMORPG
界外狂潮	FragPunk	China	Mobile	Aug-24	1Q25	FPS
守望先锋：归来	Overwatch 2	China	PC		1Q25	FPS
实况足球在线	eFootball Online	China	PC	Nov-24	4Q24	SPT
燕云十六声	Where Winds Meet	China	Multiple	Jun-23	4Q24	RPG
漫威争锋	Marvel Rivals	Overseas	Multiple	Aug-24	4Q24	TPS

资料来源：公司、招商证券（香港）预测

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	上行空间 (%)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		P/E (倍)		PEG*	P/S (倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2025-2027 年复合增速		
									FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY25E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
Tencent	腾讯	700 HK	港元	增持	590.0	700.0	18.6	689.5	10.4	9.0	18.8	16.6	1.3	6.6	18.4	23.7	22.4	9.8	13.0	12.9
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	增持	122.3	146.0	19.4	291.6	16.4	14.4	13.3	16.0	2.7	2.1	12.8	15.8	12.6	11.0	5.9	11.5
Pinduoduo	拼多多	PDD US	美元	增持	114.7	136.0	18.5	162.9	13.5	9.3	14.1	9.5	0.3	2.9	10.9	23.7	27.7	14.9	36.8	38.7
Meituan	美团	3690 HK	港元	增持	124.4	156.0	25.4	97.1	10.1	8.1	20.8	13.5	0.3	1.8	14.6	18.0	23.4	15.7	39.6	21.4
Netease	网易	NTES US	美元	增持	129.7	161.0	28.0	82.1	14.7	13.5	14.4	13.0	1.5	5.2	13.7	26.2	24.2	6.7	8.5	8.9
JD.com	京东	JD US	美元	增持	31.6	42.0	33.0	45.9	11.8	6.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7.0	20.3	17.2	6.8	18.4	52.0
Tencent Music	腾讯音乐	TME US	美元	增持	25.5	29.2	14.4	39.5	22.0	20.4	31.8	28.5	2.5	9.1	25.1	13.8	10.7	9.7	11.6	11.5
Kanzhun	看准科技	BZ US	美元	增持	21.3	审视中	n.a.	10.2	10.7	9.9	21.1	18.2	1.2	9.1	16.8	22.0	22.6	10.4	14.9	12.4
Bilibili	哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	23.8	28.0	17.5	10.0	17.6	13.1	32.0	22.2	0.6	2.4	22.0	5.2	11.5	8.7	n.a.	97.1
Cloud Music	云音乐	9899 HK	港元	增持	270.2	审视中	n.a.	7.5	30.2	23.5	29.9	26.3	2.0	6.5	30.6	16.3	15.8	11.7	13.2	26.5
Newborn Town	赤子城	9911 HK	港元	增持	10.2	12.2	19.1	1.8	9.4	7.6	11.8	9.3	0.4	1.9	16.3	54.0	34.5	19.1	22.8	26.0
Vipshop	唯品会	VIPS US	美元	中性	17.3	审视中	n.a.	8.9	9.1	6.7	7.2	6.8	1.3	0.6	5.3	17.6	18.4	2.1	5.0	26.3
Trip.com	携程	TCOM US	美元	未评级	60.3	n.a.	n.a.	39.4	13.8	12.0	16.3	14.1	0.9	5.3	20.6	11.1	11.1	13.4	15.6	15.5
Baidu	百度	BIDU US	美元	未评级	88.7	n.a.	n.a.	31.1	2.2	1.8	10.7	9.7	0.8	1.7	6.8	7.1	6.9	5.5	12.7	17.8
Kuaishou	快手	1024 HK	港元	未评级	75.2	n.a.	n.a.	41.4	9.5	8.3	14.8	12.5	0.7	2.3	11.2	24.4	23.0	8.7	17.7	15.4
DIDI	滴滴	DIDIY US	美元	未评级	5.5	n.a.	n.a.	26.6	13.5	9.3	29.7	18.5	0.4	0.9	16.3	7.3	11.1	8.5	50.9	38.7
China Literature	阅文	772 HK	港元	未评级	35.8	n.a.	n.a.	4.7	20.3	20.0	25.3	22.6	1.9	4.1	22.1	6.5	6.5	6.5	11.9	8.1
Meitu	美图	1357 HK	港元	未评级	10.8	n.a.	n.a.	6.3	45.4	27.2	n.a.	38.7	1.2	n.a.	35.0	15.2	17.6	20.6	33.3	51.5
JOYY	欢聚	JOYY US	美元	未评级	50.4	n.a.	n.a.	2.6	2.7	2.3	9.9	9.4	1.1	1.2	7.0	5.0	5.2	6.6	8.3	15.6
Hello Group	陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.1	n.a.	n.a.	1.3	4.4	4.2	6.7	6.5	1.5	0.9	6.3	10.6	10.0	3.7	4.3	5.3
iQiyi	爱奇艺	IQ US	美元	未评级	1.9	n.a.	n.a.	1.8	17.5	11.2	20.7	9.9	0.1	0.5	3.5	3.2	7.2	3.3	73.3	45.3
Yala	雅乐科技	YALA US	美元	未评级	7.8	n.a.	n.a.	1.2	2.8	2.7	7.8	7.4	1.6	3.6	n.a.	19.7	17.6	5.5	4.6	n.a.
Douyu	斗鱼	DOYU US	美元	未评级	7.3	n.a.	n.a.	0.2	6.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.
Huya	虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.3	n.a.	n.a.	0.7	22.9	8.7	28.3	22.8	0.6	0.9	19.0	2.3	3.7	6.5	37.0	n.a.
Weibo	微博	WB US	美元	未评级	11.4	n.a.	n.a.	2.8	4.7	4.6	6.1	6.0	1.8	1.6	5.7	10.8	10.1	3.0	3.3	3.3
China average									14.0	11.0	17.9	15.7	1.2	3.4	15.3	16.7	16.2	9.5	20.1	26.6
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	增持	231.0	271.0	17.3	2,463.4	15.2	12.8	27.9	23.9	1.2	3.9	17.6	21.0	19.2	10.6	27.8	31.7
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	增持	202.9	225.0	10.9	2,459.5	14.2	12.3	19.2	18.3	2.3	7.0	16.8	31.3	27.3	13.3	18.6	15.6
Meta	Meta	META US	美元	增持	782.1	866.0	10.7	1,964.8	19.3	16.2	23.9	21.3	1.8	n.a.	18.1	35.2	29.2	15.5	7.9	21.5
Netflix	奈飞	NFLX US	美元	增持	1,230.6	1,423.0	15.6	522.9	37.5	31.2	45.6	39.7	1.9	n.a.	56.9	42.4	45.2	12.2	25.9	22.7
Uber	优步	UBER US	美元	增持	91.4	审视中	n.a.	190.6	22.4	17.9	24.1	22.6	1.7	4.3	20.2	27.7	26.9	14.7	n.a.	n.a.
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	增持	698.5	审视中	n.a.	145.6	n.a.	38.6	n.a.	n.a.	0.8	8.6	47.8	19.6	28.7	14.5	49.6	48.8
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	增持	14.6	21.1	44.1	5.9	9.5	7.4	12.3	11.0	0.9	1.0	6.6	19.2	28.5	12.8		n.a.
Global average									19.7	19.5	25.5	22.8	1.5	5.0	26.3	28.1	29.3	13.4	24.8	28.1

注：股价采用 2025 年 8 月 14 日收盘价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

财务预测表

利润表

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	103.5	105.3	114.4	122.7	130.3
营业成本	-40.4	-39.5	-41.1	-43.9	-46.6
毛利润	63.1	65.8	73.3	78.8	83.7
销售和营销费用	-14.0	-14.1	-13.2	-13.5	-14.3
一般管理和行政费用	-4.9	-4.6	-4.4	-4.9	-5.2
研发费用	-16.5	-17.5	-17.7	-19.0	-20.2
总营业费用	-35.4	-36.2	-35.3	-37.4	-39.7
营业利润	27.7	29.6	38.0	41.3	43.9
投资收入，净额	1.3	0.4	1.1	1.1	1.1
利息收入	4.1	4.9	2.8	3.4	3.6
其它，净额	0.9	0.9	0.7	0.4	0.4
税前收入	34.1	35.7	42.7	46.2	49.0
所得税	-4.7	-5.5	-6.4	-6.9	-7.4
少数股东权益	0.1	-0.6	-1.1	-0.8	-0.8
持续经营净利润	29.4	29.7	35.2	38.5	40.8
非 GAAP 持续经营净利润	32.6	33.5	39.1	42.8	45.4
经调整非 GAAP 净利润	33.6	36.1	41.2	45.6	48.4

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率 (%)					
收入	7%	2%	9%	7%	6%
毛利润	20%	4%	11%	7%	6%
经营利润	41%	7%	28%	9%	6%
非 GAAP 净利润	49%	1%	19%	9%	6%
主要比率 (%)					
ROE	28.4	26.7	26.2	24.2	21.7
毛利率	60.9	62.5	64.1	64.2	64.2
经营利润率	26.8	28.1	33.2	33.7	33.7
非 GAAP 净利润率	32.4	34.3	36.0	37.2	37.2
股息支付率	40.4	40.0	30.1	30.0	21.3
每股资料 and 估值 (人民币)					
非 GAAP 基本每股盈利	50.7	52.4	61.4	67.1	71.1
非 GAAP 摊薄每股盈利	51.6	55.9	64.1	70.9	75.3
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	7.5	7.9	8.9	9.8	10.5
非 GAAP 摊薄每股盈利 (港币)	11.7	12.2	13.8	15.3	16.3
每股净资产	193.5	218.5	262.3	312.8	367.3
每股股息	18.5	33.7	16.6	18.1	13.6
估值					
EV/EBITDA (美股)	13.4	11.8	9.7	8.9	8.3
EV/EBITDA (港股)	12.1	10.7	8.8	8.1	7.5
市盈率 (美股)	17.6	16.4	14.4	13.0	12.2
市盈率 (港股)	17.8	17.0	15.0	13.6	12.8

资产负债表

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
物业、厂房及设备	8.1	8.5	9.0	9.7	10.6
定期存款	101.9	78.5	78.5	78.5	78.5
现金及现金等价物	21.4	51.4	76.8	111.4	147.7
限制性现金	2.8	3.1	3.1	3.1	3.1
短期投资	4.4	10.8	10.8	10.8	10.8
预付款及其它流动资产	6.1	6.4	7.2	7.4	8.1
应收账款，净额	6.4	5.7	6.3	5.3	5.7
其它	34.8	31.7	31.7	31.7	31.7
总资产	185.9	196.0	223.3	257.8	296.1
短期贷款	19.2	11.8	11.8	11.8	11.8
长期贷款	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
递延收入	13.4	15.3	20.8	22.4	23.7
应付负债和其它应付款项	12.9	14.4	7.3	7.4	7.9
应付账款	0.9	0.7	1.5	0.9	1.6
其它	11.0	10.8	9.5	9.8	10.0
总负债	57.8	53.5	51.3	52.7	55.4
可赎回非控股权益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股东权益总额	124.3	138.7	167.1	199.5	234.2
少数股东权益	3.7	3.7	4.8	5.6	6.4
总权益	128.0	142.4	171.9	205.1	240.6

现金流量表

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	35.3	39.7	37.8	46.8	48.9
净利润	29.4	29.7	35.2	38.5	40.8
折旧摊销	3.1	2.4	7.0	7.8	8.5
股份补偿成本	3.2	3.9	3.9	4.3	4.5
运营资金变动	0.4	3.7	-3.6	2.1	1.6
其它	-0.8	0.0	-4.8	-5.9	-6.6
投资活动现金流	-17.0	17.9	-1.7	-1.8	-2.0
资本开支及无形资产购买	-2.3	-1.3	-1.7	-1.8	-2.0
短期投资净变动	3.6	-5.8	0.0	0.0	0.0
定期存款净变动	-13.3	24.6	0.0	0.0	0.0
其它	-5.1	0.4	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	-21.5	-27.3	-10.6	-10.4	-10.6
借款	-8.3	-7.5	0.0	0.0	0.0
股息	-8.0	-11.2	-10.6	-10.4	-10.6
其它	-5.1	-8.7	0.0	0.0	0.0
净现金流	-3.4	30.3	25.4	34.6	36.3
年终现金	21.4	51.4	76.8	111.4	147.7

注：收盘价截至2025年8月14日；显示的净利润由持续运营贡献；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828