

网易(9999.HK/NTES.US): 游戏保持稳健, 营销支出常态化

整体业绩基本符合预期: 公司 2Q25 收入人民币 279 亿元, 同比增长 9.4%, 略低于市场预期 1.1%; 其中, 游戏及相关增值服务收入同比上涨 13.7%, 略低于市场预期 0.9%; 有道收入同比增长 7.2%; 网易云音乐收入同比下降 3.5%; 创新及其他收入下降 17.8%。公司持续专注于强化盈利能力, 毛利率同比提升 1.8pp 至 64.7%; 营业费用率同比改善 3.3pp, 其中销售费用率为 12.8%, 回归到常态化水平; 调整后净利润为 95 亿元, 符合市场预期。

周年更新推动多款游戏重回榜单前列: 公司 2Q25 游戏收入同比增长 15%, 递延收入同比增长 25%, 受益于《第五人格》《燕云十六声》《漫威争锋》等产品和暴雪游戏回归推动。受 1Q 季节性高基数影响, 游戏收入环比下降 6%, 合同负债环比下降 4%。由于自研收入占比提升, 游戏相关业务毛利率环比进一步提升 1.4pp 至 70.2%。《梦幻西游》端游最高同时在线人数在 8 月创历史新高, 手游二季度收入创新高, 展现出公司强大的长线运营能力。公司多款热门游戏在近期迎来周年庆版本更新, 例如《逆水寒》《永劫无间》《蛋仔派对》《七日世界》在版本更新后均登上畅销榜前列, 我们预计公司三季度游戏收入将延续良好增长势头。新游《漫威秘法狂潮》于 6 月发布, 玩家规模迅速突破 100 万。在公司主要游戏储备中, 海洋冒险 RPG《遗忘之海》在六月底测试取得积极反馈, 有望在 2026 年正式发布; 叙事动作冒险游戏《归唐》为公司首次在 3A 单人游戏品类的尝试; 同时《逆水寒》手游和《燕云十六声》也计划将推向全球市场。

维持“买入”评级, 上调目标价至 240 港元/154 美元: 考虑到近期多款热门游戏版本更新后取得不错表现, 我们上调公司 3Q25E/FY25E 游戏收入预测 4%/2%, 上调目标价至 240 港元/154 美元, 对应 FY25E/FY26E 17.9x/17.6x P/E。公司长线运营能力持续得到验证, 期待后续重磅新游上线表现, 维持“买入”评级。

投资风险: 游戏表现不及预期; 竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	103,468	105,295	114,775	121,630	130,868
经营利润	27,709	29,584	37,308	39,537	44,053
调整后净利润	32,608	33,511	39,195	39,785	43,723
调整后目标 PE (x)			17.9	17.6	16.0

E=浦银国际预测,

资料来源: Bloomberg、浦银国际

杨子超, CFA
互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

赵丹
首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

2025 年 8 月 15 日

网易 (9999.HK)

目标价 (港元)	240
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价 (港元)	207.8
52 周内股价区间 (港元)	116-222.8
总市值 (百万港元)	640,163
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,382

注: 截至 2025 年 8 月 14 日收盘价

市场预期区间



网易 (NTES.US)

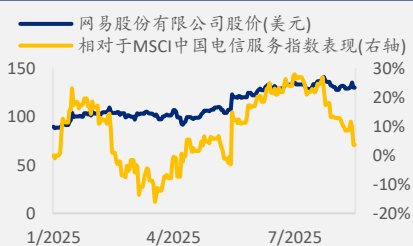
目标价 (美元)	154
潜在升幅/降幅	+19%
目前股价 (美元)	129.67
52 周内股价区间 (美元)	75.8-141.5
总市值 (百万美元)	82,107
近 3 月日均成交额 (百万美元)	113

注: 截至 2025 年 8 月 14 日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表						现金流量表					
人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E	人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	103,468	105,295	114,775	121,630	130,868	净利润	29,417	29,698	35,341	35,700	39,404
收入成本	(40,405)	(39,488)	(41,715)	(43,780)	(46,245)	折旧与摊销	3,055	2,418	2,551	2,628	2,706
毛利	63,063	65,807	73,060	77,850	84,622	营运资金变动	376	3,652	(502)	(361)	(488)
研发费用	(16,485)	(17,525)	(17,741)	(18,853)	(19,630)	其他非现金调整	2,484	3,910	-	-	-
销售费用	(13,969)	(14,148)	(13,676)	(14,596)	(15,704)	经营活动现金流	35,331	39,677	37,390	37,966	41,622
管理费用	(4,900)	(4,551)	(4,335)	(4,865)	(5,235)	资本性支出	(2,291)	(1,261)	(2,806)	(2,890)	(2,977)
其他费用	-	-	-	-	-	投资	(12,354)	20,515	-	-	-
经营盈利	27,709	29,584	37,308	39,537	44,053	其他投资活动	(2,398)	(1,338)	-	-	-
利息收入	4,120	4,921	4,014	4,000	4,000	投资活动现金流	(17,043)	17,916	(2,806)	(2,890)	(2,977)
其他收益	2,227	1,213	1,585	-	-	借款	(8,305)	(7,476)	-	-	-
除税前盈利	34,057	35,718	42,906	43,537	48,053	股本	(13,248)	(19,995)	(20,995)	(22,045)	(23,147)
所得税开支	(4,700)	(5,461)	(6,833)	(7,837)	(8,650)	其他融资活动	86	136	-	-	-
其他盈利	-	-	-	-	-	融资活动现金流	(21,467)	(27,336)	(20,995)	(22,045)	(23,147)
年度盈利	29,357	30,256	36,074	35,700	39,404	汇兑收益及其他	(202)	11	-	-	-
少数股东权益	(61)	557	733	-	-	现金及现金等价物增加净额	(3,382)	30,268	13,588	13,031	15,498
本公司权益持有人	29,417	29,698	35,341	35,700	39,404	期初的现金及现金等价物	27,588	24,207	54,475	68,063	81,094
调整后净利润	32,608	33,511	39,195	39,785	43,723	期末的现金及现金等价物	24,207	54,475	68,063	81,094	96,592

资产负债表						主要财务比率					
人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E		FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
固定资产	8,075	8,520	8,775	9,038	9,309	盈利增速					
投资	1,050	3,025	3,025	3,025	3,025	营业收入增速	7.2%	1.8%	9.0%	6.0%	7.6%
其他非流动资产	34,107	31,122	31,122	31,122	31,122	毛利润增速	19.5%	4.4%	11.0%	6.6%	8.7%
非流动资产合计	43,232	42,667	42,922	43,185	43,455	经营利润增速	41.2%	6.8%	26.1%	6.0%	11.4%
应收账款	6,422	5,669	6,179	6,548	7,046	净利润增速	47.9%	3.1%	19.2%	-1.0%	10.4%
投资	108,069	89,284	89,284	89,284	89,284	调整后净利润增速	43.0%	2.8%	17.0%	1.5%	9.9%
存货	695	572	604	634	669	盈利能力比率					
现金及现金等价物	21,429	51,383	64,972	78,003	93,501	毛利率	60.9%	62.5%	63.7%	64.0%	64.7%
其他流动资产	6,077	6,417	6,417	6,417	6,417	经营利润率	26.8%	28.1%	32.5%	32.5%	33.7%
流动资产合计	142,693	153,325	167,456	180,886	196,917	净利率	28.4%	28.7%	31.4%	29.4%	30.1%
资产总额	185,925	195,992	210,378	224,070	240,372	调整后净利率	31.5%	31.8%	34.1%	32.7%	33.4%
母公司股东权益	124,286	138,686	153,031	166,686	182,943	每股指标（元）					
少数股东权益	3,798	3,809	3,809	3,809	3,809	EPS	45.2	46.3	55.1	55.7	61.5
权益总额	128,084	142,494	156,839	170,495	186,751	调整后EPS	50.1	52.3	61.1	62.0	68.2
长期借款	428	428	428	428	428	估值（倍）					
其他非流动负债	3,570	3,402	3,402	3,402	3,402	调整后目标P/E			17.9	17.6	16.0
非流动负债合计	3,998	3,830	3,830	3,830	3,830	目标P/S			6.1	5.8	5.4
应付账款及票据	881	721	761	799	844						
借款	19,240	11,764	11,764	11,764	11,764						
其他流动负债	20,359	21,884	21,884	21,884	21,884						
流动负债合计	53,842	49,668	49,708	49,746	49,791						
负债总额	57,841	53,497	53,538	53,576	53,621						
权益及负债总额	185,925	195,992	210,378	224,070	240,372						

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：网易（9999.HK）



注：截至 2025 年 8 月 14 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：网易（NTES.US）

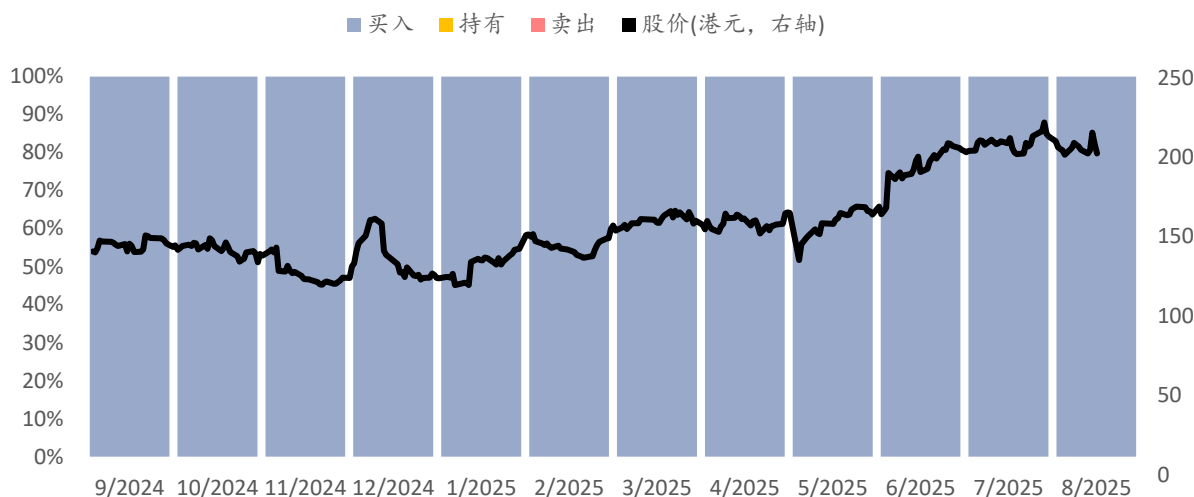


注：截至 2025 年 8 月 14 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

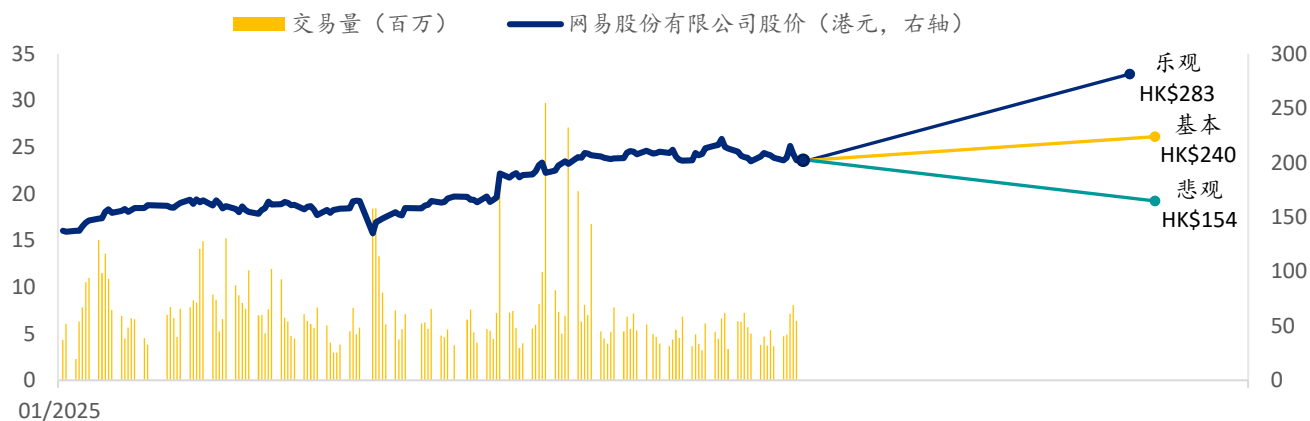
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：网易港股市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：网易港股 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入好于预期
(概率：20%)

目标价：283 港元

- 新游戏表现优于预期；
- 老游戏表现维持稳定。

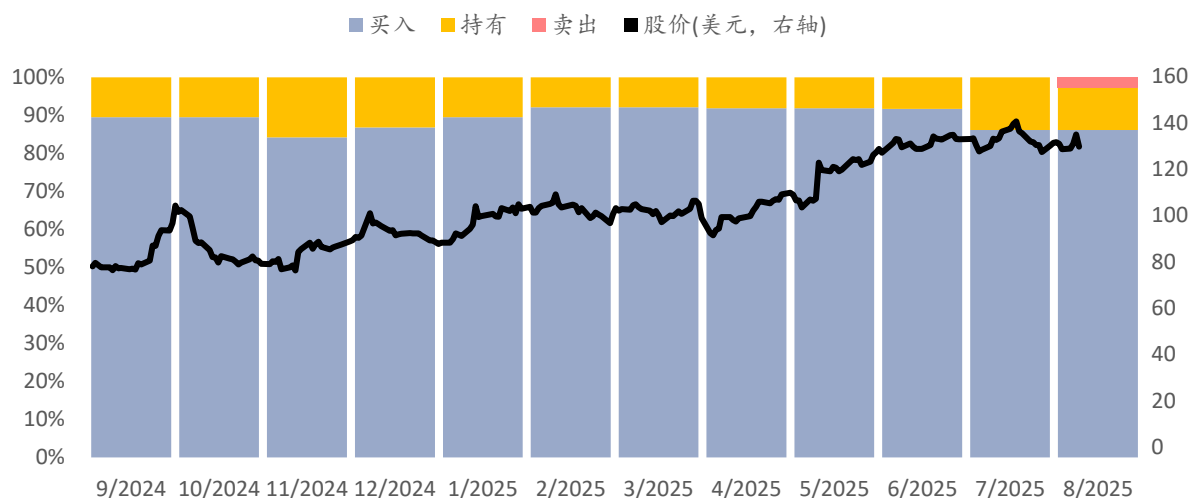
悲观情景：公司收入不及预期
(概率：20%)

目标价：154 港元

- 行业竞争加剧，现有游戏产品表现弱于预期；
- 新游戏表现不及预期。

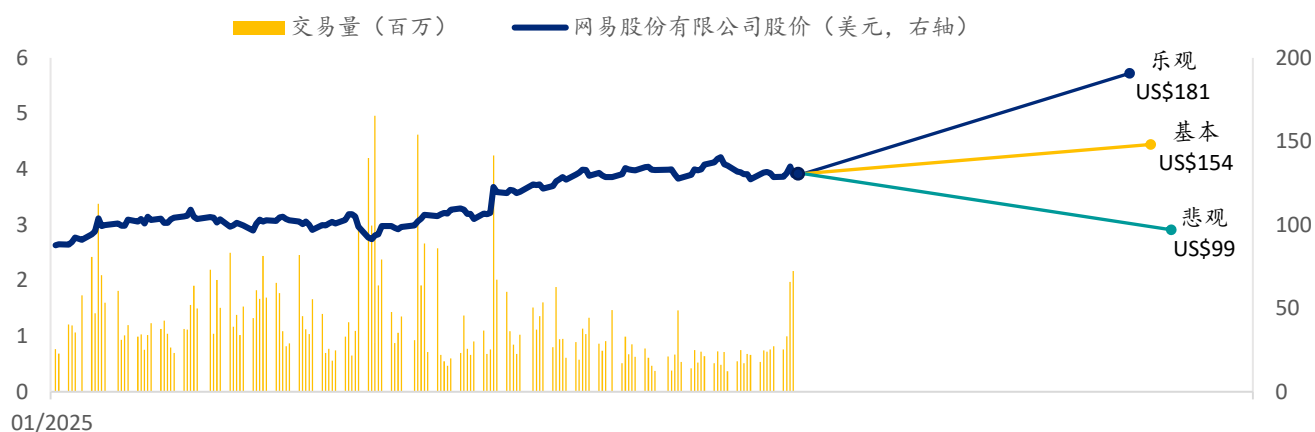
资料来源：浦银国际预测

图表 6：网易美股市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：网易美股 SPDBI 情景假设



图表 8：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	121.80	买入	147.00	16/5/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	122.28	买入	150.00	16/5/2025	电商
9618 HK Equity	京东	125.10	买入	146.00	15/7/2025	电商
JD US Equity	京东	31.58	买入	38.00	15/7/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	114.74	持有	100.00	28/5/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	17.33	持有	14.00	21/5/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	590.00	买入	700.00	14/8/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	129.67	买入	154.00	15/8/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	207.80	买入	240.00	15/8/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	188.00	买入	173.00	21/5/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	23.82	买入	22.00	21/5/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	11.61	买入	13.00	14/4/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	78.15	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	5.13	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.30	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	7.28	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	124.40	买入	159.00	27/5/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	75.20	买入	70.00	26/3/2025	短视频
SE US Equity	Sea	174.01	买入	200.00	13/8/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	38.42	买入	37.00	8/8/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	522.48	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	433.34	买入	476.00	8/8/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	230.98	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	202.94	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	203.82	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	782.13	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	329.88	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	698.50	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	25.52	买入	29.00	13/8/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	100.80	买入	114.00	13/8/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	270.20	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	40.62	买入	55.00	9/5/2025	软件

注：股价截至 2025 年 8 月 14 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

