

网易-S (09999.HK)

销售费率环比回升，公司游戏持续布局全球化

优于大市

核心观点

收入同比上升 9%，销售费率环比有所上升。25Q2 公司收入同比上升 9%，经调利润率同比提升 3pct。25Q2，公司实现营收 279 亿元，同比上升 9%。Non-GAAP 归母净利润 95 亿元，同比增长 22%；Non-GAAP 归母净利率 34.2%，同比提升 3pct。25Q2，公司综合毛利率 64.7%，同比上升 1.8pct，网易云音乐毛利率同比提升 4pct。**25Q2，公司总经营费率为 32%，同比降低 3pct，环比上升 4pct。**其中销售费率 12.8%，同比下降 1pct，环比提升 3pct，回归公司正常销售费率水平，游戏及相关增值服务市场推广支出增加。

游戏：Q2 为网易游戏淡季，Q3 暑期表现良好。25Q2，在线游戏业务收入为 221 亿元，同比增长 15%。《第五人格》、《燕云十六声》和《漫威争锋》良好。递延收入表现良好，25Q2 网易递延收入 169.7 亿元，同比增长 25%。**25Q3 多款游戏表现优异，公司持续布局全球化。**公司 7 月运营活动较多，《第五人格》于 7 月 10 日发布赛季更新后，登上中国 iOS 畅销榜第六；《七日世界》于 7 月 3 日推出周年庆版本更新，随即登上 Steam 全球畅销榜第四。《梦幻西游》端游最高同时在线玩家数于 8 月突破 293 万人，创下历史新高。公司全球化拓展包含原创海洋冒险 RPG《遗忘之海》，叙事向动作冒险游戏《归唐》。

有道：收入同比上升 7%，广告服务增长较好。25Q2，有道净收入为 14 亿元，同比上升 7%。根据有道财报，学习服务收入为 6.6 亿元，同比增加 2%。智能设备收入为 1.3 亿元，同比下降 24%。广告服务收入 6.3 亿元，同比增长 24%，AI 广告优化师“有道小智”实现需求分析→效果追踪的自动化决策。并且受益网易游戏生态协同，游戏广告收入增长较好。

网易云音乐：毛利率环比提升 4pct。25Q2，云音乐净收入为 20 亿元，同比下降 4%，社交娱乐业务拖累。毛利率 36.1%，同比+4.0pct，环比-0.7pct。毛利率同比上升主要系公司音乐版权成本侧的不断优化。25H1，公司内容服务成本为 18 亿元，同比-10%，占收入比重为 47%，同比下降 2pct。我们预计公司下半年加大布局版权内容，毛利率或环比有所下降。

投资建议：网易游戏制作能力强，公司精品化、全球化程度持续提升，后续重点关注游戏《命运：群星》、《遗忘之海》、《无限大》、《归唐》等。维持盈利预期，预计公司 25-27 年调整后归母净利润分别为 393/425/467 亿元。继续维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	103,541	105,295	111,976	122,044	131,797
(+/-%)	7.3%	1.7%	6.3%	9.0%	8.0%
non-GAAP 归母净利润(百万元)	32,608	33,511	39,263	42,483	46,653
(+/-%)	43%	3%	17%	8%	10%
non-GAAP 每股收益(元)	10.29	10.58	12.39	13.41	14.73
EBIT Margin	26.8%	28.1%	31.8%	32.0%	32.0%
净资产收益率 (ROE)	23.7%	21.4%	21.7%	20.2%	18.7%
市盈率 (PE)	17.7	17.2	14.7	13.6	12.4
EV/EBITDA	22.1	20.6	15.8	14.3	13.3
市净率 (PB)	5.06	4.43	3.61	3.10	2.70

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

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 200.20 港元
总市值/流通市值 634225/634225 百万港元
52 周最高价/最低价 222.80/113.41 港元
近 3 个月日均成交额 1391.99 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

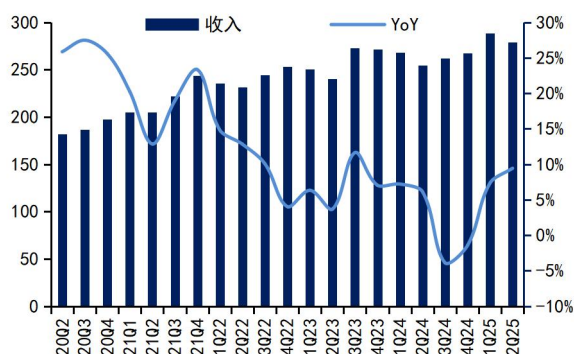
相关研究报告

《网易-S (09999.HK) - 游戏业务提升全球影响力，利润侧表现优秀》——2025-05-21
《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

总览：收入同比上升 9%，销售费率环比有所上升

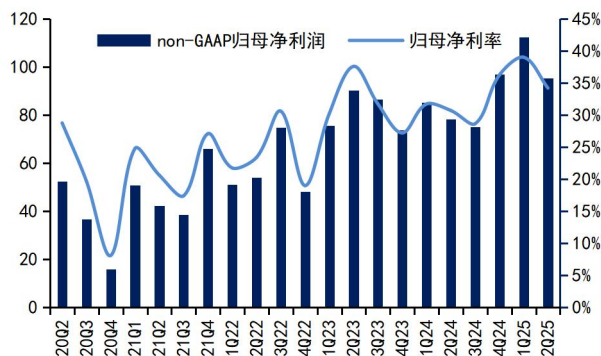
25Q2 收入同比上升 9%，经调利润率同比提升 3pct。25Q2，公司实现营收 279 亿元，同比上升 9%。Non-GAAP 归母净利润 95 亿元，同比增长 22%；Non-GAAP 归母净利率 34.2%，同比提升 3pct。

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

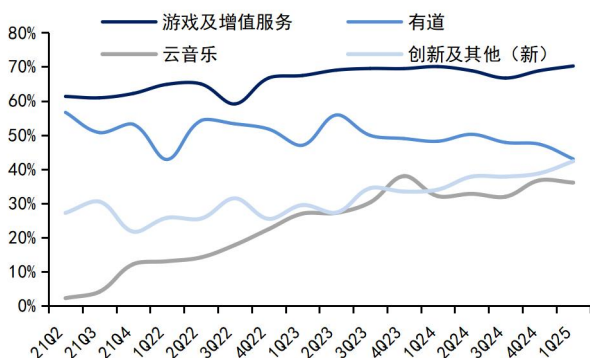
图2：公司经调整归母净利润及利润率（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

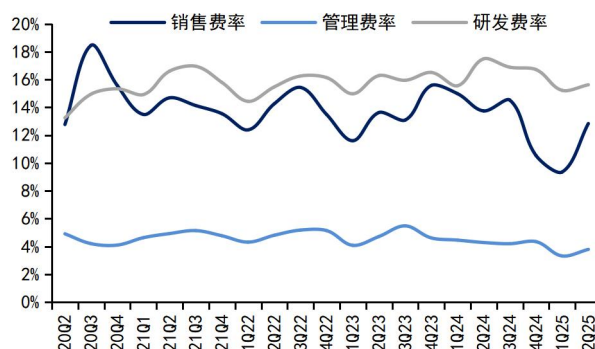
25Q2，公司综合毛利率 64.7%，同比上升 1.8pct，网易云音乐毛利率同比提升 4pct。25Q2，公司总经营费率为 32%，同比降低 3pct，环比上升 4pct。其中销售费率 12.8%，同比下降 1pct，环比提升 3pct，回归公司正常销售费率水平，游戏及相关增值服务市场推广支出增加。

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：Q2 为网易游戏淡季，Q3 暑期表现良好

2025Q2，在线游戏业务收入为 221 亿元，同比增长 15%。《第五人格》、《燕云十六声》和《漫威争锋》良好。递延收入表现良好，25Q2 网易递延收入 169.7 亿元，同比增长 25%。

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

25Q3 多款游戏表现优异，公司持续布局全球化。公司 7 月运营活动较多，《逆水寒》手游于 6 月 30 日推出两周年庆版本更新，随即登上中国 iOS 畅销榜第三；《第五人格》于 7 月 10 日发布赛季更新后，登上中国 iOS 畅销榜第六；《七日世界》于 7 月 3 日推出周年庆版本更新，随即登上 Steam 全球畅销榜第四。《梦幻西游》端游最高同时在线玩家数于 8 月突破 293 万人，创下历史新高。公司全球化拓展包含原创海洋冒险 RPG《遗忘之海》，叙事向动作冒险游戏《归唐》，以及公司正在筹备将《逆水寒》手游和《燕云十六声》推向全球市场。

有道：收入同比上升 7%，广告服务增长较好

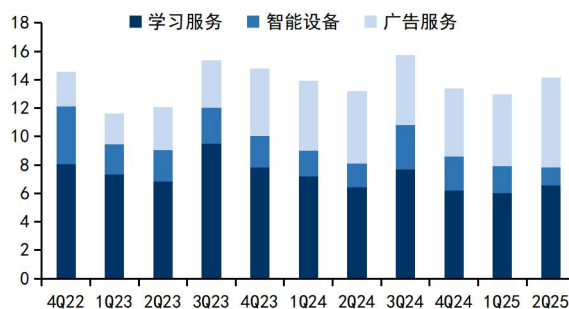
2025Q2，有道净收入为 14 亿元，同比上升 7%。根据有道财报，学习服务收入为 6.6 亿元，同比增加 2%。智能设备收入为 1.3 亿元，同比下降 24%。广告服务收入 6.3 亿元，同比增长 24%，AI 广告优化师“有道小智”实现需求分析→效果追踪的自动化决策。除此以外，受益网易游戏生态协同，游戏广告收入增长较好。

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 4pct

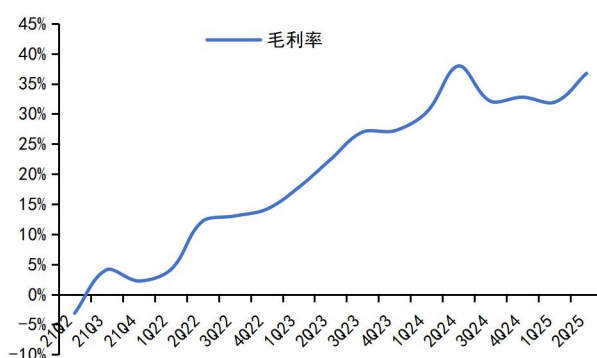
25Q2，云音乐净收入为 20 亿元，同比下降 4%，社交娱乐业务拖累。毛利率 36.1%，同比+4.0pct，环比-0.7pct。毛利率同比上升主要系公司音乐版权成本侧的不断优化。25H1，公司内容服务成本为 18 亿元，同比-10%，占收入比重为 47%，同比下降 2pct。我们预计公司下半年加大布局版权内容，毛利率或环比有所下降。

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

网易游戏制作能力强，公司精品化、全球化程度持续提升，后续重点关注游戏《命运：群星》、《遗忘之海》、《无限大》、《归唐》等。维持盈利预期，预计公司 25-27 年调整后归母净利润分别为 393/425/467 亿元。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)					利润表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		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	46653
长期借款及应付债券	428	428	428	428	现金流量表(百万元)				
其他长期负债	3402	4536	4913	4913		2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	3830	4964	5341	5341	净利润	29698	35568	38455	41007
负债合计	53497	61675	63339	65653	资产减值准备	0	0	0	0
少数股东权益	3809	3810	3943	4085	折旧摊销	2858	5618	6708	7012
股东权益	138686	163583	190502	219207	公允价值变动损失	(602)	(828)	(715)	(715)
负债和股东权益总计	195992	229069	257784	288944	财务费用	(5176)	(5167)	(5425)	(5256)
关键财务与估值指标					营运资本变动	4617	689	2034	1789
	2024	2025E	2026E	2027E	其它	(11644)	2	133	142
经调整 EPS	10.17	12.39	13.41	14.36	经营活动现金流	24927	41050	46615	49234
每股红利	1.87	3.37	3.64	3.88	资本开支	(4193)	(13124)	(9367)	(11498)
每股净资产	42.08	51.64	60.13	69.20	其它投资现金流	19095	0	(4310)	(4525)
ROIC	21%	21%	20%	19%	投资活动现金流	(7078)	(13124)	(13677)	(16024)
ROE	21%	22%	20%	19%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	62%	63%	64%	64%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	28%	32%	32%	32%	支付股利、利息	(6150)	(10670)	(11537)	(12302)
EBITDA Margin	31%	37%	38%	37%	其它融资现金流	(286)	6502	(1856)	(930)
收入增长	2%	6%	9%	8%	融资活动现金流	(12586)	(4169)	(13393)	(13232)
净利润增长率	1%	20%	8%	7%	现金净变动	29954	23758	19545	19979
资产负债率	29%	29%	26%	24%	货币资金的期初余额	21429	51383	62205	71107
息率	0.9%	1.6%	1.7%	1.9%	货币资金的期末余额	51383	75141	81750	91086
P/E	17.2	14.7	13.6	12.4	企业自由现金流	28343	23417	32585	33167
P/B	4.4	3.6	3.1	2.7	权益自由现金流	32226	34311	35341	36632
EV/EBITDA	20.6	15.8	14.3	13.3					

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

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