

买入

2025 年 8 月 19 日

递延收入同比增长 25%，新老游戏内容更新驱动流水增长

- 2025Q2 业绩摘要：**2025Q2 公司实现营收 278.9 亿元，同比增加 9.4%，低于彭博一致预期 284.0 亿元。老牌游戏产品受新赛季及周年庆活动影响流水增长较快，毛利率同比增长 1.8pct 至 64.7%；经营利润率为 32.5%，同比增长 5.1pct。GAAP 归母净利润为 86.0 亿元，同比增长 27.3%；Non-GAAP 归母净利润为 95.3 亿元，同比增长 21.9%，低于彭博一致预期的 96.1 亿元，摊薄 EPA 为 14.8 元。Q2 总营业开支同比下降 0.6%至 89.9 亿元，因新老游戏宣发，营销费用同比增长 2.2%。
- 老游戏受益新赛季内容更新，8 月上线《命运》和《暗黑破坏神》：**Q2 游戏及相关增值服务收入同比增长 13.7%至 221.5 亿元。手游业务得益于《永劫无间》和《燕云十六声》等产品流水新高以及《梦幻西游》、《第五人格》等老游戏内容更新推动流水增长。端游业务受益暴雪回归以及《漫威争锋》、《界外狂潮》等产品深受海内外玩家好评。展望下半年，8 月将上线射击类游戏《命运：群星》和《暗黑破坏神 II：重置版》。未来储备产品包括《无主星渊》、《代号无限大》、《遗忘之海》等。本季度递延收入同比增长 24.6%达 170.0 亿元，为近三年来最高增速。公司游戏流水的确认周期在 3-6 个月，后续两个季度将逐步释放利润。预计 2025 年公司游戏收入有望同比增长 15.4%达 965 亿元。
- 有道连续四个季度实现盈利，加强跟网易游戏广告的合作：**Q2 有道收入 14.2 亿元，同比增长 7.2%，其中学习服务/智能设备/在线营销业务分别同比+2.2%/-23.9%/+23.8%达 6.6/1.3/6.3 亿元。经营利润 2880 万元，连续四个季度实现盈利。公司积极参与跟网易及其他游戏厂商在广告内容上的合作，驱动游戏广告收入同比增长 50%。
- 云音乐丰富乐库内容：**Q2 云音乐收入 19.7 亿元，同比下滑 3.5%；毛利率 36.1%。公司进一步扩大授权音乐库并增强和流行歌手的版权合作，目前 DAU/MAU 比率稳居 30%以上，平台独立音乐人 81.9 万。
- 目标价 160.00 美元/250.24 港元，买入评级：**我们预计 2025-2027 年公司收入 CAGR 为 15.2%，Non-GAAP 净利润 CAGR 为 17.0%。采用分部估值法，给予游戏业务 1.3 倍 PEG，对应 18 倍 PE；有道及云音乐按网易持股份额的市值计算，集团市值给予 5%的折扣。目标价 160.00 美元/250.24 港元，对应 2026 年 PE 为 18 倍，对比美股和港股股价分别有 22.79%/20.31%的上升空间，维持买入评级。
- 投资风险：**新游戏产品流水不及预期，版号审批不及预期，宏观监管政策风险，行业竞争加剧。

曹凌霁

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

主要数据

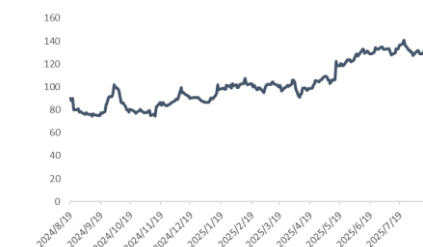
行业	TMT
股价	130.30 美元/208.00 港元
目标价	160.00 美元/250.24 港元 (22.79%/20.31%)
股票代码	NTES (US) /9999 (HK)
总股数	6.3 亿 ADS/31.7 亿股
市值	825.06 亿美元
52 周高/低	141.45 美元/73.52 美元
每 ADS 账面值	32.90 美元
主要股东	丁磊 45.78% Capital Research & Management Company 3.27% BlackRock 2.83% The Vanguard Group, Inc 2.43%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (百万美元)	14,411	14,665	16,578	18,188	19,466
变动	7.2%	1.8%	13.0%	9.7%	7.0%
Non-GAAP净利润 (百万美元)	4,542	4,667	5,614	5,991	6,391
Non-GAAP每ADS盈利 (美元)	7.0	7.2	8.6	9.1	9.7
变动	44.9%	3.4%	19.4%	5.9%	5.9%
基于130.3美元的市盈率 (估)	18.7	18.0	15.1	14.3	13.5
每股派息 (美元)	1.7	2.4	2.0	2.1	2.2
股息现价比	1.3%	1.8%	1.5%	1.6%	1.7%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表						财务能力分析						
单位：百万人民币，财务年度：12月31日												
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
主营业务收入	103,468	105,295	119,030	130,588	139,765	盈利能力						
- 主营业务收入成本	-40,405	-39,488	-43,691	-47,643	-50,633	毛利率 (%)	54.7%	60.9%	62.5%	63.3%	63.5%	63.8%
毛利	63,063	65,807	75,339	82,945	89,132	EBITDA 利率 (%)	23.3%	29.7%	30.4%	34.6%	33.5%	33.2%
营业开支	-35,354	-36,223	-35,709	-39,960	-43,607	净利率(%)	21.1%	28.4%	28.2%	31.0%	30.0%	29.9%
- 行政管理费用	-4,900	-4,551	-4,285	-4,701	-5,032	Non-GAAP 净利率	23.6%	31.5%	31.8%	33.9%	32.9%	32.8%
- 市场营销费用	-13,969	-14,148	-13,331	-15,018	-16,912	营运表现						
- 研究和开发开支	-16,485	-17,525	-18,093	-20,241	-21,664	行政管理费用/收入(%)	-4.9%	-4.7%	-4.3%	-3.6%	-3.6%	-3.6%
营业利润	27,709	29,584	39,630	42,985	45,525	市场营销费用/收入(%)	-13.9%	-13.5%	-13.4%	-11.2%	-11.5%	-12.1%
- 利息收入	4,120	4,921	2,738	3,004	3,215	研究和开发费用/收入(%)	-15.6%	-15.9%	-16.6%	-15.2%	-15.5%	-15.5%
- 营业外亏损净额	2,227	1,213	1,691	1,772	1,836	实际税率 (%)	-20.7%	-13.8%	-18.5%	-16.3%	-18.0%	-17.5%
税前利润	34,057	35,717	44,059	47,760	50,576							
- 所得税支出	-4,700	-5,461	-7,182	-8,597	-8,851	应收账款天数	10.4	10.8	7.4	10.0	11.0	12.0
净利润	29,357	30,256	36,877	39,164	41,725	应付账款天数	19.9	20.2	21.0	19.5	20.5	21.5
普通股股东所得净利润	29,417	29,697	36,921	39,211	41,776	财务状况						
折旧与摊销	3,055	2,418	1,570	822	860	总负债/总资产	37.0%	31.1%	27.3%	25.1%	22.9%	21.4%
EBITDA	30,764	32,002	41,200	43,807	46,385	收入/净资产	88.6%	80.8%	73.9%	72.0%	68.6%	64.3%
主营业务增长 (%)	7%	2%	13%	10%	7%	经营性现金流/收入	28.7%	34.1%	37.7%	35.7%	34.4%	34.6%
EBITDA 增长率 (%)	37%	4%	29%	6%	6%							

资产负债表						现金流量表						
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
+ 现金与现金等同	21,429	51,383	63,056	76,636	92,949	+ 净利润	19,843	29,357	30,256	36,877	39,164	41,725
+ 短期投资	108,069	89,284	101,284	113,284	125,284	+ 折旧、摊销	2,858	3,055	2,418	1,570	822	860
+ 应收账款与票据	6,422	5,669	7,049	7,620	8,846	+ 其他调整	1,510	2,543	3,351	3,990	4,406	4,711
+ 其他流动资产	6,772	6,988	7,401	7,390	7,802	+ 非现金运营资本变动	3,497	376	3,652	29	583	1,075
总计流动资产	142,693	153,325	178,791	204,930	234,881	经营活动现金流量	27,709	35,331	39,677	42,466	44,974	48,371
+ 总固定资产	15,176	15,870	16,440	17,201	17,985							
- 累计折旧	6,924	7,182	8,752	9,574	10,434	+ 固定及无形资产变动	-2,100	-2,302	-1,275	-738	-761	-783
+ 净固定资产	8,075	8,520	7,688	7,627	7,550	+ 短期投资净变动	-2,502	-7,897	19,204	-12,000	-12,000	-12,000
+ 总计土地使用 - 净值	4,075	4,172	4,172	4,172	4,172	+ 收购与剥离净现金	0	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	8,550	9,227	9,227	9,227	9,227	+ 其他投资活动	-2,768	-6,845	-12	0	0	0
总计长期资产	43,232	42,667	41,835	41,774	41,697	投资活动现金	-7,370	-17,043	17,916	-12,738	-12,761	-12,783
总资产	185,925	195,992	220,626	246,704	276,578							
+ 应付账款	881	721	1,673	1,198	2,131	+ 已付股利	-6,724	-8,014	-11,165	-9,230	-9,803	-10,444
+ 短期借款	19,240	11,805	11,805	11,805	11,805	+ 短期债务	6,119	5,350	-819	0	0	0
+ 递延收入	13,362	15,299	16,168	17,785	19,564	+ 股本回购	-8,328	-5,234	-8,830	-8,830	-8,830	-8,830
+ 其他短期负债	20,359	21,843	21,843	21,843	21,843	+ 其他融资活动	-1,305	-13,569	-6,521	0	0	0
总计流动负债	53,842	49,668	51,490	52,631	55,343	融资所得现金	-10,238	-21,467	-27,336	-18,060	-18,633	-19,274
总长期负债	3,998	3,830	3,835	3,835	3,837							
总负债	57,841	53,497	55,325	56,466	59,180	现金净增减	10,212	-3,382	30,268	11,667	13,580	16,313
夹层股东权益	116	84	84	84	84	期初现金	17,376	27,588	24,207	54,475	66,142	79,723
总股东权益	127,968	142,410	165,217	190,153	217,314	期末现金	27,588	24,207	54,475	66,142	79,723	96,036

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。