

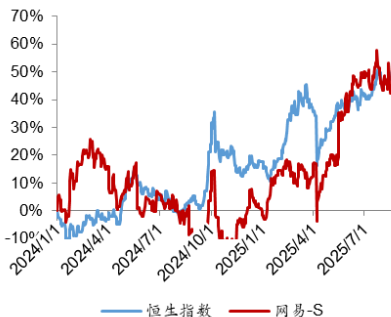
## 业绩表现稳定，游戏全球化布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-21

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 收盘价（港元）          | 203.80      |
| 近 12 个月最高/最低（港元） | 222.8/112.4 |
| 总股本（百万股）         | 3,166       |
| 流通股本（百万股）        | 3,166       |
| 流通股比例（%）         | 100.00      |
| 总市值（亿港元）         | 6,452       |
| 流通市值（亿港元）        | 6,452       |

### 公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

1. 网易 25Q1 业绩点评：游戏业务稳健发力，内容多元化布局 2025-05-22
2. 网易 24Q4 业绩点评：《漫威争锋》推动端游增长，游戏多元化成长 2025-02-26

### 主要观点：

#### ● 2Q25 业绩：

25Q2，公司实现收入 279.9 亿元（yoy+9.4%，qoq-3.2%）。公司二季度实现毛利 180.5 亿元（yoy+12.5%），毛利率为 64.7%，同比增加 1.8pct；实现调整后净利润 95.3 亿元（yoy+32.0%），净利率为 34.2%，同比增加 3.5pct。

#### ● 长线运营游戏稳健运营，海外布局持续加深

公司二季度游戏及相关服务收入为 228 亿（234 亿 consensus），yoy+13.7%。二季度多款游戏周年庆版本更新，持续发力。《逆水寒》手游推出两周年庆版本更新，登中国 iOS 畅销榜第三。《七日世界》推出周年庆版本更新，登上 Steam 全球畅销榜第四。《第五人格》发布赛季更新后，登中国 iOS 畅销榜第六。《永劫无间》手游发布周年庆版本，登中国 iOS 畅销榜第六。《蛋仔派对》推出三周年庆典系列活动，登上中国 iOS 畅销榜第五。《漫威争锋》推出夏日特辑，登上全球 Steam 畅销榜第二和美国畅销榜第一。

海外方面，多款新游上线发布。《界外狂潮》、《全明星街球派对》和《漫威秘法狂潮》发行后登顶多地区 iOS 下载榜。后续海外布局进程持续推进，包括海洋冒险 RPG《遗忘之海》，动作冒险游戏《归唐》，及《逆水寒》手游和《燕云十六声》的海外版本。

#### ● 有道业务“产模一体”战略推动应用落地

有道业务二季度实现收入 14.2 亿（13.3 亿 consensus），yoy+7.2%，毛利率 43.0%。有道 AI 布局持续推进，推出“子曰”教育大模型 AI 创新应用，包括 AI 全科学习助手“有道小 P”APP、新一代虚拟人口语教练 Hi Echo 3.0 和新一代知识库问答引 QAnything。有道在“产模一体”的框架下进行模型与产品的迭代升级，实现多应用落地。

#### ● 云音乐稳定运营，生态系统驱动用户转化

云音乐二季度实现收入 19.7 亿（19.9 亿 consensus），毛利率 36.1%，同比增加 4pct。公司坚定实行音乐生态建设，在内容端实现版权+原创音乐同步前行，打下底层内容基础。在产品上不断创新升级，二季度云音乐推出“神光模式”播放器和“炫彩皮肤”装扮等新功能，进一步提升用户的使用体验。

#### ● 投资建议

我们预计 25/26/27 年公司营业收入分别为 1147.3/ 1196.5/ 1243.9 亿元，前值为 1138.6/ 1187.8/ 1240.9 亿元，归母净利润(Non-GAAP)分别为 394.1/ 408.5/ 425.9 亿元，前值为 388.1/ 399.2/ 413.1 亿元。维持“买入”评级。

● 风险提示

新游上线不确定性；游戏版号数量波动；玩家消费意愿及收入预期不确定性。

● 重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标               | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入                 | 105,295 | 114,728 | 119,647 | 124,388 |
| 收入同比 (%)             | 1.8%    | 9.0%    | 4.3%    | 4.0%    |
| Non-GAAP 归母净利润       | 33,511  | 39,407  | 40,848  | 42,586  |
| Non-GAAP 归母净利润同比 (%) | 2.8%    | 17.6%   | 3.7%    | 4.3%    |
| ROE (%)              | 24%     | 23%     | 19%     | 17%     |
| 每股收益 (元)             | 10.37   | 12.27   | 12.71   | 13.25   |
| 市盈率 (P/E)            | 14.6    | 14.9    | 14.4    | 13.8    |

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表           |                |                |                |                | 百万人民币 |  |  |  |  |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|--|--|--|--|
|                 | 2024E          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |       |  |  |  |  |
| <b>资产</b>       |                |                |                |                |       |  |  |  |  |
| 现金及现金等价物        | 51,383         | 85,154         | 150,140        | 215,616        |       |  |  |  |  |
| 短期投资            | 10,756         | 16,980         | 16,980         | 16,980         |       |  |  |  |  |
| 限制性现金           | 3,086          | 3,731          | 3,731          | 3,731          |       |  |  |  |  |
| 存货              | 572            | 542            | 416            | 376            |       |  |  |  |  |
| 应收账款            | 5,669          | 5,387          | 4,501          | 4,502          |       |  |  |  |  |
| 其他流动资产          | 81,858         | 68,994         | 44,101         | 19,209         |       |  |  |  |  |
| <b>流动资产</b>     | <b>153,325</b> | <b>180,787</b> | <b>219,869</b> | <b>260,414</b> |       |  |  |  |  |
| 固定资产            | 8,520          | 7,663          | 6,477          | 5,664          |       |  |  |  |  |
| 无形资产            | 4,172          | 4,111          | 4,111          | 4,111          |       |  |  |  |  |
| 投资              | -              | -              | -              | -              |       |  |  |  |  |
| 其他长期资产          | 29,974         | 32,999         | 33,017         | 33,035         |       |  |  |  |  |
| <b>资产总计</b>     | <b>195,992</b> | <b>225,561</b> | <b>263,475</b> | <b>303,225</b> |       |  |  |  |  |
| <b>负债</b>       |                |                |                |                |       |  |  |  |  |
| 应付账款            | 721            | 638            | 495            | 450            |       |  |  |  |  |
| 短期借款            | 11,805         | 11,276         | 11,276         | 11,276         |       |  |  |  |  |
| 短期租赁            | -              | -              | -              | -              |       |  |  |  |  |
| 其他流动负债          | 37,142         | 37,943         | 36,867         | 35,792         |       |  |  |  |  |
| <b>流动负债</b>     | <b>49,668</b>  | <b>49,857</b>  | <b>48,639</b>  | <b>47,518</b>  |       |  |  |  |  |
| 长期借款            | 428            | -              | -              | -              |       |  |  |  |  |
| 长期租赁            | -              | -              | -              | -              |       |  |  |  |  |
| 其他长期负债          | 3,402          | 3,943          | 3,943          | 3,943          |       |  |  |  |  |
| <b>负债合计</b>     | <b>53,497</b>  | <b>53,800</b>  | <b>52,581</b>  | <b>51,461</b>  |       |  |  |  |  |
| <b>权益</b>       |                |                |                |                |       |  |  |  |  |
| 优先股             | 84             | 88             | 88             | 88             |       |  |  |  |  |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>142,410</b> | <b>171,673</b> | <b>210,806</b> | <b>251,677</b> |       |  |  |  |  |
| <b>负债股东权益总计</b> | <b>195,992</b> | <b>225,561</b> | <b>263,475</b> | <b>303,225</b> |       |  |  |  |  |

| 现金流量表          |                |                |                |                | 百万人民币 |  |  |  |  |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|--|--|--|--|
|                | 2024E          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |       |  |  |  |  |
| 税后利润           | 30,256         | 36,094         | 36,748         | 38,486         |       |  |  |  |  |
| <b>折旧和摊销</b>   | <b>2,418</b>   | <b>2,393</b>   | <b>2,586</b>   | <b>2,213</b>   |       |  |  |  |  |
| 股权薪酬激励         | 3,883          | 3,808          | 3,808          | 3,808          |       |  |  |  |  |
| 少数股东权益         | -              | -              | -              | -              |       |  |  |  |  |
| 营运资金变动         | 3,652          | 14,311         | 24,686         | 23,810         |       |  |  |  |  |
| 其他经营现金流        | -1,250         | -1,493         | -              | -              |       |  |  |  |  |
| <b>经营现金流合计</b> | <b>39,677</b>  | <b>55,112</b>  | <b>67,828</b>  | <b>68,318</b>  |       |  |  |  |  |
| <b>资本支出</b>    | <b>-1,275</b>  | <b>-1,344</b>  | <b>-1,400</b>  | <b>-1,400</b>  |       |  |  |  |  |
| 资产收购           | -1,103         | -2,833         | -              | -              |       |  |  |  |  |
| 资产剥离           | 2,823          | 862            | -              | -              |       |  |  |  |  |
| 其他投资现金流        | 17,472         | -6,343         | -18            | -18            |       |  |  |  |  |
| <b>投资现金流合计</b> | <b>17,916</b>  | <b>-9,657</b>  | <b>-1,418</b>  | <b>-1,418</b>  |       |  |  |  |  |
| 股息支出           | -11,165        | -8,667         | -              | -              |       |  |  |  |  |
| 权益变动           | -8,830         | -1,370         | -1,423         | -1,424         |       |  |  |  |  |
| 负债变动           | -7,476         | -999           | -              | -              |       |  |  |  |  |
| 其他融资现金流        | 136            | 85             | -              | -              |       |  |  |  |  |
| <b>融资现金流合计</b> | <b>-27,336</b> | <b>-10,951</b> | <b>-1,423</b>  | <b>-1,424</b>  |       |  |  |  |  |
| <b>现金流总计</b>   | <b>30,268</b>  | <b>34,415</b>  | <b>64,986</b>  | <b>65,476</b>  |       |  |  |  |  |
| 期初现金           | 24,207         | 54,475         | 88,885         | 153,871        |       |  |  |  |  |
| <b>期末现金</b>    | <b>54,475</b>  | <b>88,885</b>  | <b>153,871</b> | <b>219,347</b> |       |  |  |  |  |

| 利润表           |                |                |                |                | 百万人民币 |  |  |  |  |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|--|--|--|--|
|               | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |       |  |  |  |  |
| <b>营业收入</b>   | <b>105,295</b> | <b>114,728</b> | <b>119,647</b> | <b>124,388</b> |       |  |  |  |  |
| 营业成本          | 39,488         | 40,852         | 42,251         | 43,925         |       |  |  |  |  |
| <b>毛利</b>     | <b>65,807</b>  | <b>73,875</b>  | <b>77,396</b>  | <b>80,463</b>  |       |  |  |  |  |
| 销售及管理费用       | 18,698         | 18,221         | 19,474         | 20,743         |       |  |  |  |  |
| 研发费用          | 17,525         | 18,081         | 18,755         | 19,404         |       |  |  |  |  |
| 其他营业费用        | -              | -              | -              | -              |       |  |  |  |  |
| 营业费用合计        | 36,223         | 36,303         | 38,228         | 40,147         |       |  |  |  |  |
| <b>营业利润</b>   | <b>29,584</b>  | <b>37,573</b>  | <b>39,168</b>  | <b>40,316</b>  |       |  |  |  |  |
| 利息收入/费用       | 4,921          | 3,813          | 3,709          | 4,229          |       |  |  |  |  |
| 其他收入/支出       | 1,213          | 1,585          | 2,273          | 2,612          |       |  |  |  |  |
| 利润总额          | 35,718         | 42,970         | 45,150         | 47,157         |       |  |  |  |  |
| 所得税费用         | 5,461          | 6,616          | 7,382          | 7,684          |       |  |  |  |  |
| 其他            | -              | -              | -              | -              |       |  |  |  |  |
| 税后利润          | 30,256         | 36,354         | 37,769         | 39,473         |       |  |  |  |  |
| 少数股东损益        | -559           | -993           | -1,021         | -987           |       |  |  |  |  |
| 归母净利润         | 29,698         | 35,361         | 36,748         | 38,486         |       |  |  |  |  |
| Non-GAAP调整项   | 3,813          | 4,046          | 4,100          | 4,100          |       |  |  |  |  |
| <b>经调整净利润</b> | <b>33,511</b>  | <b>39,407</b>  | <b>40,848</b>  | <b>42,586</b>  |       |  |  |  |  |
| 经调整EBITDA     | 32,002         | 39,966         | 41,754         | 42,529         |       |  |  |  |  |
| 经调整EPS (摊薄)   | 10.37          | 12.27          | 12.71          | 13.25          |       |  |  |  |  |

| 核心指标           |         |         |         |        | 2024A |  |  |  |  |
|----------------|---------|---------|---------|--------|-------|--|--|--|--|
|                |         |         |         |        |       |  |  |  |  |
| <b>盈利指标</b>    |         |         |         |        |       |  |  |  |  |
| 营收增长率          | 1.8%    | 9.0%    | 4.3%    | 4.0%   |       |  |  |  |  |
| EBITDA增长率      | 4.0%    | 24.9%   | 4.5%    | 1.9%   |       |  |  |  |  |
| EPS增长率         | 3.4%    | 18.3%   | 3.6%    | 4.3%   |       |  |  |  |  |
| 毛利率            | 62.5%   | 64.4%   | 64.7%   | 64.7%  |       |  |  |  |  |
| 营业利润率          | 31.7%   | 36.2%   | 36.2%   | 36.0%  |       |  |  |  |  |
| ROIC (%)       | 24%     | 24%     | 20%     | 17%    |       |  |  |  |  |
| ROE (%)        | 24%     | 23%     | 19%     | 17%    |       |  |  |  |  |
| <b>估值指标</b>    |         |         |         |        |       |  |  |  |  |
| P/E (X)        | 14.6    | 14.9    | 14.4    | 13.8   |       |  |  |  |  |
| P/B (X)        | 3.4     | 3.4     | 2.8     | 2.3    |       |  |  |  |  |
| EV/EBITDA (X)  | 14.1    | 12.8    | 10.7    | 9.0    |       |  |  |  |  |
| EV/营收 (X)      | 4.3     | 4.5     | 3.7     | 3.1    |       |  |  |  |  |
| 净债务/EBITDA (X) | -1.22   | -1.85   | -3.33   | -4.80  |       |  |  |  |  |
| 利息保障倍数 (X)     | -6.79   | -10.90  | -11.67  | -10.60 |       |  |  |  |  |
| <b>营运资金指标</b>  |         |         |         |        |       |  |  |  |  |
| 存货周转天数         | 6       | 5       | 4       | 3      |       |  |  |  |  |
| 应收账款周转天数       | 21      | 17      | 15      | 13     |       |  |  |  |  |
| 应付账款周转天数       | 7       | 6       | 5       | 4      |       |  |  |  |  |
| 净营运资金          | -50,236 | -36,341 | -11,655 | 12,155 |       |  |  |  |  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |        |       |  |  |  |  |
| 资产负债率          | 27%     | 24%     | 20%     | 17%    |       |  |  |  |  |
| 流动比率           | 2.87    | 3.36    | 4.18    | 5.06   |       |  |  |  |  |
| 速动比率           | 1.03    | 1.66    | 2.94    | 4.27   |       |  |  |  |  |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。