

网易-S (09999.HK)

强烈推荐 (维持)

新游戏海外表现较好, 后续储备新品丰富

公司发布 25Q2 季报, 实现收入 279 亿元, 同比增加 9.4%; 实现毛利润 181 亿元, 同比增长 12.5%; 实现归母净利润 86 亿元, 同比增长 26.47%; 实现 non-gaap 净利润 95 亿元, 同比增长 21.79%。截止二季度末, 公司净现金 1421 亿元, 25Q2 经营性净现金流入 109 亿元, 同比增长 67.69%。二季度分红美股 0.114 美元。

- **游戏板块 Q2 上线多款全球新品, 提升国际影响力。** 该板块实现收入 228 亿元, 同比增长 13.7%。其中在线游戏收入占比 97.1%, 25Q1 及 24Q2 占比分别为 97.5% 及 96.1%, 同比增长主要原因为《第五人格》《燕云十六州》《漫威争锋》及若干代理游戏收入的增长。公司于 4 月 29 日上线《界外狂潮》登上 PlayStation5 月免费游戏下载榜北美地区第二;《全明星街球派对》5 月 22 日全球发行登顶多个地区 IOS 下载榜, 并登上美国下载榜第二;《漫威秘法狂潮》6 月 25 日正式上线, 登顶多个地区 IOS 下载榜, 并登上美国下载榜第二。公司后续准备了多款新品, 包括原创海洋冒险 RPG《遗忘之海》, 叙事向动作冒险《归唐》, 以及公司正在准备将《逆水寒》手游及《燕云十六声》推向全球市场。
- **有道持续推动 AI 技术升级与落地, 教育及广告领域商业化成果显著。** 25Q2 实现收入 14 亿元, 同比增长 7.69%, 其在线营销服务及在线学习服务同环比均增加, 智能硬件净收入同环比均减少。云音乐在线音乐核心业务稳步增长。25Q2 实现营业收入 20 亿元, 同比持平; 经调整净利润 19.46 亿元, 同比增长 121%, 净利润高速增长主要源于公司确认递延所得税 8.5 亿元。创新及其他业务收入为 17 亿元, 同比下滑 19.05%, 其下滑原因为该部分中网易严选、广告服务和其他一些业务净收入减少。
- **营业成本环比下降营业费用环比上涨。** 25Q2 营业成本 98 亿元, 25Q1 及 24Q2 分别为 103 亿元和 94 亿元, 平台收入分成及代理游戏版权成本环比减少, 代理游戏版权成本同比增加; 25Q2 营业费用 90 亿元, 25Q1 及 24Q2 分别为 80 亿元和 90 亿元, 其环比增长主要原因为游戏及相关增值服务市场推广费用增加。
- **维持“强烈推荐”投资评级。** 考虑到公司近期密集上线《漫威秘法狂潮》《界外狂潮》《全明星街球派对》等重磅产品, 游戏用户数及流水表现超市场预期, 同时公司成本管控得当实现降本增效, 上调原盈利预测。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 354.3/385.3/426.5 亿元 (原值分别为 323.7/348.1/369.8 亿元)。维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示: 新游表现不及预期、竞争格局恶化、监管风险。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	103468	105295	114245	123613	133997
同比增长	7%	2%	8%	8%	8%
营业利润(百万元)	27709	29584	36216	39804	44889
同比增长	41%	7%	22%	10%	13%
归母净利润(百万元)	29417	29698	35433	38532	42646
同比增长	45%	1%	19%	9%	11%
每股收益(元)	10.11	10.20	11.95	12.91	14.19
PE	19.1	19.0	16.2	15.0	13.6

TMT 及中小盘/传媒
 目标估值: NA
 当前股价: 212.4 港元

基础数据

总股本 (百万股)	3168
香港股 (百万股)	154
总市值 (十亿港元)	672.9
香港股市值 (十亿港元)	32.8
每股净资产 (港元)	47.2
ROE (TTM)	19.9
资产负债率	26.1%
主要股东	丁磊
主要股东持股比例	45.1697%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	39	71
相对表现	3	29	30



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《网易-S (09999) —新老游戏表现较好, 费用节约初见成效》2025-05-25
- 2、《网易-S (09999) —游戏支柱营收稳健, 多元业务健康发展》2025-02-23
- 3、《网易-S (09999) —主营业务保持稳健, 暴雪游戏回归有望贡献增量》2024-11-18

谢笑妍 S1090519030003
 ✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
 顾佳 S1090513030002
 ✉ gujia@cmschina.com.cn

PB 5.0 4.5 3.7 3.2 2.8

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	142692	153325	201489	230211	261466
现金及现金等价物	21429	51383	94205	117035	142036
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	105292	86198	90507	95033	99784
应收账款及票据	6422	5669	6151	6655	7214
其它应收款	6077	6417	6962	7533	8166
存货	695	572	579	617	648
其他流动资产	2777	3086	3085	3338	3618
非流动资产	43232	42667	24335	26434	28976
长期投资	22833	3025	3055	3086	3086
固定资产	8075	8520	9523	10733	12091
无形资产	4824	4172	4256	4341	4428
其他	7500	26949	7501	8274	9371
资产总计	185925	195992	225824	256645	290443
流动负债	53842	49668	48552	50814	52606
应付账款	881	721	800	853	895
应交税金	2572	2759	2759	2759	2759
短期借款	19240	11805	11805	11805	11805
其他	31150	34383	33188	35397	37147
长期负债	3998	3830	4936	5923	7108
长期借款	428	428	514	616	740
其他	3570	3402	4422	5307	6368
负债合计	57841	53497	53488	56737	59714
股本	3	0	0	0	0
储备	104729	124283	138686	167975	194947
少数股东权益	3798	3809	4361	4961	5626
归属于母公司所有者权益	124286	138686	167975	194947	225103
负债及权益合计	185925	195992	225824	256645	290443

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	35331	39677	30055	36410	40488
净利润	29417	29698	35433	38532	42646
折旧与摊销	3055	2418	2483	2775	3128
营运资本变动	376	3652	(2148)	895	289
其他非现金调整	2484	3910	(5713)	(5792)	(5575)
投资活动现金流	(17043)	17916	17985	(2816)	(4008)
资本性支出	(4276)	(2206)	(3500)	(4000)	(4500)
出售资产获得的现金	10	15	15	15	15
投资增减	246252	343947	4424	4641	4838
其它	(424)	(407)	25895	5810	5316
筹资活动现金流	(21467)	(27336)	(5219)	(10764)	(11479)
债务增减	(8305)	(7476)	86	103	123
股本增减	(5234)	(8830)	0	0	0
股利支付	8014	11165	6144	11560	12490
其它筹资	86	136	840	693	887
其它调整	(16028)	(22331)	(12288)	(23120)	(24979)
现金净增加额	(3382)	30268	42821	22830	25001

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	103468	105295	114245	123613	133997
主营业务收入	103468	105295	114245	123613	133997
营业成本	40405	39488	39986	42647	44755
毛利	63063	65807	74259	80967	89242
营业支出	35354	36223	38044	41163	44353
营业利润	27709	29584	36216	39804	44889
利息支出	0	0	181	191	174
利息收入	4122	4921	4831	4912	4756
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	2227	1213	1615	1672	1657
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	34058	35718	42481	46196	51128
所得税	4700	5461	6496	7064	7818
少数股东损益	(59)	559	552	601	665
归属普通股股东净利润	29417	29698	35433	38532	42646
EPS(元)	10.11	10.20	11.95	12.91	14.19

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	7%	2%	8%	8%	8%
营业利润	41%	7%	22%	10%	13%
净利润	45%	1%	19%	9%	11%
获利能力					
毛利率	60.9%	62.5%	65.0%	65.5%	66.6%
净利率	28.4%	28.2%	31.0%	31.2%	31.8%
ROE	23.7%	21.4%	21.1%	19.8%	18.9%
ROIC	19.9%	19.6%	19.6%	18.5%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	31.1%	27.3%	23.7%	22.1%	20.6%
净负债比率	10.6%	6.2%	5.5%	4.8%	4.3%
流动比率	2.7	3.1	4.1	4.5	5.0
速动比率	2.6	3.1	4.1	4.5	5.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	47.8	62.3	69.5	71.3	70.8
应收帐款周转率	9.1	8.6	9.1	9.1	9.1
应付帐款周转率	33.8	49.3	52.6	51.6	51.2
每股资料(元)					
每股收益	10.11	10.20	11.95	12.91	14.19
每股经营现金	10.96	12.31	9.32	11.29	12.56
每股净资产	38.55	43.02	52.10	60.47	69.82
每股股利	3.64	1.91	3.59	3.87	4.26
估值比率					
PE	19.1	19.0	16.2	15.0	13.6
PB	5.0	4.5	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	17.9	17.4	14.7	13.5	12.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。