

长青游戏持续修复，《燕云十六声》全球表现亮眼

——网易（9999.HK）25Q3 点评

核心观点

- 事项：**网易发布三季报。25Q3 营收 284 亿（yoy+8%），较彭博预期低 3%，主要系游戏收入递延影响。GAAP 归母净利润 86 亿（yoy+32%），较彭博预期一致。Non-GAAP 归母净利润 95 亿（yoy+27%），较彭博预期低 1%。
- 《梦幻西游》端游畅玩服活跃持续创新高，《燕云十六声》Q4 出海表现优异。**25Q3 游戏及相关增值服务总收入 233 亿（yoy+12%），较彭博预期低 2%。主要系合同负债未确认流水部分较高。毛利率 69%（qoq-0.9pct），主要系涉及一次性渠道费调整。我们预期 25Q4 手游长青游戏表现稳健，主要系去年下半年《蛋仔派对》、《逆水寒》已从高位回落，而今年《蛋仔派对》修复增长、《燕云十六声》构成显著增量；端游预期同比维持较高增长，主要系 1）暴雪游戏《暗黑破坏神 4》、《星际争霸 2》回归，2）老牌端游《梦幻西游》因畅玩服创新高。新品储备来看，搜打撤游戏《遗忘之海》有望于 2026 年上线。
- 新增版权库和原创音乐人扶持有望驱动在线音乐付费用户持续增长。**25Q3 云音乐营收 20 亿(yoy-2%)，较彭博预期低 3%，我们判断主要系数字专辑内容波动等影响，而公司下半年陈奕迅等版权回归、内容持续新增，我们判断流量和付费会员维持稳定增长。核心在线音乐业务来看，我们预期 25Q4 在线音乐收入维持 10%增速。主要系我们认为随着曲库进一步完善，付费率将持续提升。但在 ARPU 层面，我们认为公司仍然着重拓展学生会会员，ARPU 短期不会提升。社交娱乐业务板块，我们判断当前已企稳，25Q4 环比维持稳定。

盈利预测与投资建议

- 公司暴雪游戏陆续恢复运营，长青游戏《燕云十六声》海内外表现优异。2026 年期待《遗忘之海》上线驱动增长。我们预测公司 25~27 年归母净利润为 362/398/450 亿元（原 25~27 为 363/390/433 亿元，因根据游戏表现及 Q3 财报调整收入、毛利率，费率等，从而调整盈利预测）。我们采用 SOTP 估值，给予目标价 248.49 港币/226.29 人民币（HKD/CNY=0.91），维持“买入”评级。

风险提示

新游戏表现不及预期；版号审批不确定性；游戏净利率波动性较大；直播竞争加剧

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	103468	105295	113480	122977	138188
同比增长(%)	7.23%	1.77%	7.77%	8.37%	12.37%
营业利润(百万元)	27709	29584	36157	39580	45775
同比增长(%)	41.17%	6.77%	22.22%	9.47%	15.65%
归属母公司净利润(百万元)	29417	29698	36226	39768	44999
同比增长(%)	44.64%	0.96%	21.98%	9.78%	13.15%
每股收益（元）	9.29	9.37	11.44	12.55	14.20
毛利率(%)	60.95%	62.50%	64.20%	65.28%	66.19%
净利率(%)	28.43%	28.20%	31.92%	32.34%	32.56%
净资产收益率(%)	25.69%	22.59%	23.76%	21.91%	20.99%
市盈率（倍）	21	21	17	15	14
市净率（倍）	5	4	4	3	3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 11 月 20 日）	212.6 港元
目标价格	248.49 港元
52 周最高价/最低价	248/125.99 港元
总股本/流通 H 股（万股）	316,796/316,796
H 股市值（百万港币）	673,508
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 11 月 27 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.92	-9.69	5.58	61.86
相对表现%	-0.35	-9.6	2.92	30.75
恒生指数%	-4.57	-0.09	2.66	31.11



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 021-63326320

联系人

沈熠	执业证书编号：S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320
----	---

相关报告

《蛋仔派对》暑期表现优异，预期 Q3 长青游戏修复：——网易（9999.HK）25Q2 点评	2025-08-21
PC 游戏趋势亮眼驱动经营杠杆提升：——网易（9999.HK）25Q1 点评	2025-05-23
新游上线有望驱动游戏收入转暖：——网易（9999.HK）24Q4 点评	2025-03-05

表 1：盈利预测表

单位：百万/%	25Q1A	25Q2A	25Q3A	25Q4E	25E	26E	27E
营业收入	28,829	27,892	28,359	28,401	113,480	122,977	138,188
yoy	7%	9%	8%	6%	7.77%	8.37%	12.37%
毛利率%	64.10%	64.72%	64.10%	63.90%	64.20%	65.28%	66.19%
游戏及相关增值服务	24,048	22,806	23,328	23,074	93,256	101,905	115,456
yoy	12.06%	13.71%	11.81%	8.62%	11.52%	9.27%	13.30%
毛利率%	69%	70%	69%	69%	69.45%	70.48%	71.34%
游戏	23,447	22,145	22,768	22,439	90,798	99,489	113,228
yoy	14.77%	14.90%	12.73%	9.24%	11.52%	9.27%	13.30%
其他	601	661	648	635	2,546	2,416	2,229
yoy	-41.64%	-15.44%	-2.92%	-9.39%	-19.96%	-5.09%	-7.76%
有道	1,298	1,418	1,629	1,426	5,770	6,606	7,758
yoy	-6.73%	7.25%	3.56%	6.44%	2.56%	14.49%	17.42%
毛利率%	47%	43%	42%	40%	43.02%	39.39%	36.61%
云音乐	1,858	1,969	1,964	1,997	7,789	8,377	8,958
yoy	-8.45%	-3.54%	-1.76%	6.22%	-2.04%	7.55%	6.94%
毛利率%	37%	36%	35%	36%	36.03%	37.12%	38.83%
创新业务及其他	1,624	1,699	1,439	1,904	6,665	6,089	6,016
yoy	-17.57%	-17.82%	-18.92%	-16.69%	-17.68%	-8.64%	-1.20%
毛利率%	39%	42%	43%	44%	42.03%	45.16%	46.16%
营业成本	10,349	9,839	10,181	10,254	40,623	42,694	46,720
毛利	18,479	18,052	18,178	18,147	72,857	80,283	91,468
销售费用	2,696	3,578	4,458	3,885	14,616	16,610	18,687
管理费用	956	1,057	1,165	1,116	4,293	4,763	5,367
研发费用	4,386	4,357	4,542	4,505	17,790	19,330	21,639
营业利润	10,441	9,061	8,013	8,641	36,157	39,580	45,775
营业利润率%	36.22%	32.49%	28.26%	30.43%	31.86%	32.18%	33.13%
GAAP 归母净利润	10,301	8,601	8,616	8,709	36,226	39,768	44,999
Non-GAAP 归母净利润	11,237	9,532	9,502	9,628	39,898	43,725	49,443

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：主营业务估值（2025.11.20 收盘价）

主营业务	股票代码	USD/CNY	7.1	USD/HKD	7.8	HKD/CNY	0.91	乘数 2025E			估值方案
		股权比例	估值	估值	归属网	人民币/每	港币/每	估值占	P/S	PE	
		百万美金	百万人民币	易	百万人民币	股	股	比			
游戏		100%	95,936	680,235	680,235	214.72	235.79	95%		20.4x	P/E
有道	DAO.N	32%	1,071	7,596	2,435	0.77	0.84	0%			
云音乐	9899.hk	60%	5,398	38,271	22,898	7.23	7.94	3%			
广告		100%	886	6,279	6,279	1.98	2.18	1%		13.3x	P/E
其他		100%	709	5,024	5,024	1.59	1.74	1%	1.0x		P/S
总值			103,999	737,406	716,871	226.29	248.49	100%			

数据来源：ifind，东方证券研究所

表 3：游戏可比公司估值（港股 2025.11.20 收盘价，A 股 2025.11.21 收盘价）

代码	证券简称	总市值（亿）	营业总收入(百万)		归母净利润（百万）		市盈率 PE	
			25E	26E	25E	26E	25E	26E

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	调整后平均						20.4	16.5
0700.HK	腾讯控股	51,715	750,278	832,310	223,846	256,420	23.1	20.2
002555.SZ	三七互娱	440	17,576	18,775	3,021	3,240	14.6	13.6
002624.SZ	完美世界	286	6,995	9,994	798	1,566	35.8	18.2
603444.SH	吉比特	304	5,925	6,706	1,625	1,873	18.7	16.3
300002.SZ	神州泰岳	220	6,246	7,351	1,136	1,464	19.4	15.0

数据来源：ifind 一致性预期，东方证券研究所，HKD/RMB 0.91

表 4：广告可比公司估值（2025.11.20 收盘价）

代码	证券简称	总市值（亿）	营业总收入(百万)		归母净利润（百万）		市盈率 PE	
			25E	26E	25E	26E	25E	26E
9888.HK	百度	2,853	130,398	138,490	21,507	29,066	13.3	9.8

数据来源：ifind 一致性预期，东方证券研究所，HKD/RMB 0.91

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	21,429	51,383	81,457	107,050	141,423	营业总收入	103468	105295	113480	122977	138188
应收款项合计	12,499	12,086	13,025	14,115	15,861	主营业务收入	103468	105295	113480	122977	138188
存货	695	572	588	618	676	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,777	3,086	2,893	2,919	2,966	营业总支出	75759	75711	77323	83397	92413
流动资产合计	142,693	153,325	184,161	210,900	247,124	营业成本	40405	39488	40623	42694	46720
固定资产净值	8,075	8,520	9,549	10,608	11,696	营业开支	35354	36223	36700	40703	45693
权益性投资	0	0	0	0	0	营业利润	27709	29584	36157	39580	45775
其他长期投资	22,833	23,231	16,359	20,808	20,133	净利息支出	-4120	-4921	-3982	-3959	-3960
商誉及无形资产	749	541	1,917	1,174	1,576	权益性投资损益	0	0	0	0	0
土地使用权	4,075	4,172	4,270	4,367	4,464	其他非经营性损益	2227	1213	3437	3746	3749
其他非流动资产	7,500	6,202	5,889	6,530	6,207	非经常项目前利润	34057	35718	43576	47284	53484
非流动资产合计	43,232	42,667	37,984	43,487	44,076	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	185,925	195,992	222,145	254,387	291,200	除税前利润	34057	35718	43576	47284	53484
应交税金	2,572	2,759	2,715	2,682	2,719	所得税	4700	5461	6244	6642	7495
短期借贷及长期借贷到期部分	19,240	11,805	11,923	12,042	12,163	少数股东损益	-59	559	1106	874	990
其他流动负债	31,150	34,383	31,389	32,307	32,693	持续经营净利润	29417	29698	36226	39768	44999
流动负债合计	53,842	49,668	47,062	47,910	48,453	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	428	428	432	437	441	净利润	29417	29698	36226	39768	44999
其他非流动负债	3,570	3,402	3,459	3,477	3,446	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	3,998	3,830	3,891	3,914	3,887	归母净利润 (GAAP)	29417	29698	36226	39768	44999
负债合计	57,841	53,497	50,953	51,824	52,340	归 母 净 利 润 (non					
归属母公司股东权益	124,286	138,686	166,278	196,774	232,083	GAAP)	32608	33511	39898	43725	49443
少数股东权益	3,798	3,809	4,914	5,788	6,778	EPS (摊薄)	9.29	9.37	11.44	12.55	14.20
所有者权益合计	128,084	142,494	171,192	202,563	238,861	主要财务比率					
负债和股东权益	185,925	195,992	222,145	254,387	291,200	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金流量表						成长能力					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营业收入增长率	7.2%	1.8%	7.8%	8.4%	12.4%
经营活动现金流	35,331	39,677	34,736	43,196	46,336	营业利润增长率	41.2%	6.8%	22.2%	9.5%	15.7%
净利润	29,417	29,698	36,226	39,768	44,999	归属普通股股东净利润增长率	44.6%	1.0%	22.0%	9.8%	13.2%
折旧与摊销	3,055	2,418	833	2,953	1,808	获利能力					
营运资本变动	376	3,652	-3,429	-399	-1,461	毛利率	60.9%	62.5%	64.2%	65.3%	66.2%
其他非现金调整	2,484	3,910	1,106	874	990	净利率	28.4%	28.2%	31.9%	32.3%	32.6%
投资活动现金流	-17,043	17,916	3,850	-8,456	-2,397	ROE	25.7%	22.6%	23.8%	21.9%	21.0%
出售固定资产收到的现金	10	15	22	22	22	ROA	16.4%	15.6%	17.3%	16.7%	16.5%
资本性支出	4,276	2,206	-3,514	7,837	2,743	偿债能力					
投资净增	12,354	-20,515	0	0	0	资产负债率	31.1%	27.3%	22.9%	20.4%	18.0%
其他投资活动现金流量净额	-424	-407	313	-641	323	流动比率	265.0%	308.7%	391.3%	440.2%	510.0%
融资活动现金流	-21,467	-27,336	-8,512	-9,148	-9,565	速动比率	263.7%	307.6%	390.1%	438.9%	508.6%
债务净增	-8,305	-7,476	122	124	125	每股指标 (元)					
股本增加	0	0	0	0	0	每股收益	9.29	9.37	11.44	12.55	14.20
支付的股利合计	8,014	11,165	8,634	9,271	9,690	每股经营现金流	11.15	12.52	10.96	13.64	14.63
其他筹资活动现金流量净额	86	136	0	0	0	每股净资产	39.23	43.78	52.49	62.11	73.26
汇率变动影响	-202	11	0	0	0	估值比率					
现金净增加额	-3,382	30,268	30,074	25,593	34,373	P/E	21	21	17	15	14
						P/B	5	4	4	3	3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。