



## 网易：游戏业务毛利保持高企，创新业务利润提升

投资评级：推荐

报告日期：2025-12-16

行业	软件服务
收盘价（港币）	216.60
总市值（亿港币）	6862
流通市值（亿港币）	6862
总股本（百万股）	3168
PE (2025E)	17.3
PE (TTM)	17.3

### 近52周股价走势



### 作者

华通证券国际

研究部

宏观组

SFC: AAK004

Email: research@waton.com

### 主要观点：

#### ● 财务表现

2025年三季度营收28,400百万元(+8.2%)，归母净利8,600百万元(非GAAP净利9,500百万元，均同比双位数增长)，毛利率维持高位、净利率约30%；经营现金流净额12,900百万元，约占营收45%，期末净现金153,200百万元显著高于总负债53,500百万元，在游戏高毛利与费用率基本平稳的支撑下，公司盈利能力与现金创造能力整体保持稳健。

#### ● 业务发展

游戏业务，Q3收入约23,300百万元(+11.8%，毛利率约69%)，营收占比约82%，《燕云十六声》《漫威争锋》叠加暴雪游戏回归带动递延收入同比+25%、环比+15%；云音乐Q3收入约1,964百万元(-1.8%)，毛利695百万元(+8.3%)，通过压缩版权与推广费用、提升会员订阅和数字专辑占比；创新业务中，有道Q3收入约1,600百万元(+3.6%，AI订阅与在线营销驱动经营利润大幅提升)，创新及其他板块收入约1,400百万元(-18.9%)，严选和数据智能等业务处于主动收缩与重塑阶段。

#### ● 盈利预测

预计2025年营收增长10.0%，净利润增长9.2%，对应2025-2027年PE分别为17.41、25.66、20.65倍。

#### ● 风险提示

业务结构过于集中于游戏主业；国内监管与版号节奏带来的不确定性风险；海外合规与出海环境变化风险；费用投入高企与AI商业化节奏错配风险。

#### ● 主要财务指标

百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	105,295	115,825	125,944	136,149
(+/-)%	8.34	10.00	8.74	8.10
营业利润	29,584	32,543	35,507	39,044
(+/-)%	20.19	10.00	9.11	9.96
净利润	29,698	32,435	35,327	38,697
(+/-)%	19.91	9.22	8.92	9.54
营业利润率	28.10%	28.10%	28.19%	28.68%
PE	16.40	17.41	25.66	20.65

资料来源：WIND，华通证券国际研究部

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	153,325	168,658	185,524	201,804
现金及等价物	51,383	56,522	62,174	67,392
其他短期投资	86,198	94,818	104,300	113,200
应收账款	12,086	13,295	14,624	16,087
存货	572	629	692	761
非流动资产	42,667	46,933	51,627	56,789
固定资产净值	8,520	9,372	10,309	11,340
权益性投资	23,231	25,554	28,109	30,920
其他非流动资产	10,916	12,008	13,209	14,530
总资产	195,992	215,591	237,150	258,593
流动负债	49,668	54,634	60,097	66,107
应付账款及票据	721	793	872	960
短期借款	11,805	12,986	14,285	15,713
其他流动负债	37,142	40,856	44,941	49,435
非流动负债	3,830	4,213	4,634	5,097
总负债	53,497	58,847	64,732	71,205
股东权益	142,494	156,744	172,418	187,388
负债及权益总计	195,992	215,591	237,150	258,593

现金流量表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流				
净利润	29,698	32,435	35,327	38,697
折旧与摊销	2,418	2,660	2,926	3,219
营运资本变动	3,652	4,017	4,419	4,861
经营现金流净额	39,677	43,644	48,008	52,809
投资活动现金流				
减: 资本支出	-2,206	-2,427	-2,670	-2,937
投资净变动	17,916	19,708	21,678	23,846
投资现金流净额	15,710	17,281	19,009	20,910
筹资活动现金流				
减: 股票回购	-11,165	-12,282	-13,510	-14,861
减: 债务偿还	-21,396	-23,536	-25,890	-28,479
筹资现金流净额	-27,336	-30,069	-33,076	-36,384
现金净增加额	30,268	30,856	33,941	37,335

利润表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	105,295	115,825	125,944	136,149
营业成本	-39,488	-43,437	-47,155	-50,583
营业开支	-36,223	-39,845	-43,282	-46,522
营业利润	29,584	32,543	35,507	39,044
利息收入	4,921	5,500	6,000	6,500
减: 利息支出	0	-200	-200	-200
非经营损益	1,213	1,000	1,000	1,000
税前利润	35,718	38,843	42,307	46,344
减: 所得税	-5,461	-6,408	-6,980	-7,647
净利润	29,698	32,435	35,327	38,697
归母净利润	29,698	32,435	35,327	38,697
EPS (元/股)	9.19	10.04	10.94	11.98

主要财务比率

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	105,295	115,825	125,944	136,149
营业利润	29,584	32,543	35,507	39,044
净利润	29,698	32,435	35,327	38,697
<b>盈利能力</b>				
营业利润率	28.10%	28.10%	28.19%	28.68%
净利润率	28.20%	28.00%	28.05%	28.42%
<b>回报率分析</b>				
总资产	195,992	215,591	237,150	258,593
总资产收益率	15.15%	15.04%	14.90%	14.96%
净资产	142,494	156,744	172,418	187,388
净资产收益率	20.84%	20.69%	20.49%	20.65%
<b>估值分析</b>				
市盈率	16.40	17.41	25.66	20.65
市净率	3.42	3.60	5.26	4.26

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

## 财务表现概括：

2025年三季度，网易实现净收入28,400百万元，同比增长8.2%，环比小幅增长，整体延续稳健增势，其中游戏及相关增值服务收入达23,300百万元，同比增长11.8%，继续作为核心“现金牛”，收入占比逾八成，带动公司整体增长；有道收入1,600百万元，同比略增，网易云音乐维持在2,000百万元附近，创新及其他业务收入则受严选等业务承压同比下滑近两成，体现非游戏板块仍在调整期。公司毛利润18,200百万元，同比增长10.3%，受益于高毛利游戏业务的拉动，毛利率保持在较高水平；营业费用10,200百万元，同比增幅略低于毛利增速，主要系游戏推广投入加大。最终归母净利润8,600百万元，非GAAP净利润9,500百万元，同比均实现双位数增长，净利率约三成，盈利能力稳健且具韧性。充裕的净现金和持续的经营现金流为后续研发投入、全球化扩张及股东回报提供了良好保障。

## 财务报表分析：

三季度网易净收入28,400百万元，较上季27,900百万元和上年同期26,200百万元均有所提升，收入增长主要由游戏分部驱动。游戏及相关增值服务收入23,300百万元，环比、同比均实现高个位数到双位数增长，得益于《梦幻西游》系列、《蛋仔派对》、《逆水寒》手游及新游《燕云十六声》《漫威争锋》等表现突出；在线游戏收入在该分部占比接近98%。有道收入1,600百万元，环比受智能硬件与在线营销改善推动略有回升；云音乐收入仍为2,000百万元，同比小幅下滑，广告与会员增速放缓；创新及其他业务收入1,400百万元，受到严选业务调整及内部交易抵消增加影响，同比明显回落。毛利润18,200百万元，毛利率维持高位，而营业费用10,200百万元，主要是游戏推广费用上升，整体费用率控制尚属合理，支撑公司保持较高的经营杠杆。

截至2025年9月30日，网易总资产约214,500百万元，高于2024年末的约196,000百万元，体现公司资产规模稳步扩张。其中流动资产中现金及现金等价物、定期存款及短期投资占比较高，合计形成153,200百万元净现金头寸，相比2024年底明显提升，为公司抵御外部不确定性和支持持续投入提供了安全垫。从负债端看，总负债约53,500百万元，与2024年底基本持平，且以应付账款、合同负债和预计负债等经营性负债为主，带息负债占比不高，整体杠杆水平温和。股东权益则由约142,600百万元提升至约161,000百万元，主要受当期净利润贡献和未分配利润累积推动，反映公司内生盈利驱动的净资产稳健增值，为后续分红及回购提供空间。

三季度公司经营活动产生的净现金流入为12,900百万元，较上一季度10,900百万元及上年同期10,600百万元均有提升，显示游戏主业盈利质量较高、现金回收稳定。强劲的经营现金流加上期初现金储备，使得公司净现金余额达到153,200百万元，较2024年底增加逾20,000百万元，为持续加大研发、全球化发行、IP投入以及潜在并购提供了充足弹药。在股东回报方面，董事会继续维持季度股利政策，本季派息每股0.114美元，并已宣布将总额不超过50亿美元的回购计划有效期延长36个月至2029年初，截至报告期已累计回购约2亿美元等值ADS。整体来看，公司在保持高强度投入和全球扩张的同时，兼顾稳定分红与回购，体现出较为成熟的资本管理与股东回报导向。

## 核心业务板块：

### 1. 在线游戏：自研与代理双轮驱动，全球化战略成效显著

三季度，网易在线游戏及相关增值服务实现净收入约23,300百万元人民币，同比增长11.8%，仍是公司绝对核心“现金牛”。其中在线游戏收入占该分部约97.6%，增长主要来自一系列长青IP与新游的组合发力：22年运营的《梦幻西游》电脑版在11月初同时在线人数突破358万，再度刷新纪录；《梦幻西游》手游月活跃用户创近两年新高，《大话西游》《阴阳师》《第五人格》等经典产品通过周年版本、玩法更新和大型活动持续焕新，实现多点开花。新品方面，《燕云十六声》《漫威争锋》《命运：群星》等自研游戏在海内外上线，叠加多款暴雪游戏回归，为未来收入储备提供了新的增长极。三季度游戏相关业务毛利率约69%，递延收入同比增长25%、环比增长15%，创历史新高，

显示玩家预付和游戏生命周期延长带来的“可见收入池”在快速扩大。管理层在电话会上强调，将资源集中投向有长期潜力的精品项目，对跟不上用户需求的团队“果断修剪”，形成“长线运营 + 少量高质量新作”的策略。与此同时，依托伏羲等自研AI技术，网易已在美术、代码、测试等环节铺设超千条生产管线，实现场景设计效率提升70%、动画产能综合提效30%，部分场景效率提升可达300%，显著降低边际开发成本，为游戏业务中长期利润率提供技术护城河。

## 2. 云音乐：会员与内容结构优化，盈利能力持续改善

网易云音乐在三季度实现净收入约1,964百万元，同比略降1.8%，属于温和调整期，但盈利能力反而有所改善：当季毛利润约695百万元，同比增长8.3%，毛利率抬升，延续上半年36%左右的历史高位水平。这背后，一方面是公司持续优化版权成本与推广费用结构，将资源聚焦在核心音乐内容和高ROI的获客方式上，社交娱乐及其他收入占比下降；另一方面，会员订阅、数字专辑、长音频等音乐中心化变现渠道占比提升，推动“营收略降、利润快增”的结构性变化。为了对抗腾讯音乐等强势竞争对手，云音乐在产品和运营上加大差异化投入：推出“千歌千面”的AI调音大师、一句话生成专属歌单的AI推荐、黑胶家庭会员、学生黑胶VIP等多种权益组合，并通过小灯泡送会员、黑胶邀请官、有声书免费听、双十一大促等活动提升付费渗透率和用户黏性。长期来看，云音乐正从“流量平台”向“高黏性音乐社区 + 高毛利订阅业务”转型，在收入端承压的同时，凭借成本优化和精细化运营提升了单位用户盈利水平，为母公司贡献稳定的非游戏利润来源。

## 3. 创新业务：AI 驱动增长加速，传统业务进入结构调整期

三季度，有道实现净收入约1,600百万元，同比增长3.6%；在“AI原生”战略下，有道前3季度累计经营利润同比大增近150%，在线营销服务与AI订阅服务销售额均创新高，AI订阅单一品类销售额已逼近亿元大关。这意味着有道已从过去依赖K12培训的模式，转向以AI学习应用、智能硬件和ToB企业服务为主的轻资产、高毛利路径，盈利质量明显改善。相比之下，创新及其他业务在三季度收入约1,400百万元，同比下降18.9%，是拖累整体增速的主要分部。该板块包含网易严选、传媒广告和部分增值服务等，收入下滑主要源于部分业务主动收缩、品牌与渠道重塑，以及分部间内部交易抵销增加。严选正在加强品牌年轻化和与游戏、音乐生态的联动，通过联名周边、猫粮、家居爆品等打造“内容 + 电商”的场景消费；传媒与数据智能业务则在积累AI能力，推出数据分析智能体等新产品，获得权威机构认证。整体来看，非游戏板块短期承压但内部结构正在改善：有道已成为高增长、高利润的新支柱，而创新业务中的弱项正在被出清或重塑，未来若严选、电商与内容生态协同做成，将有望为网易带来更丰富的现金流来源。

## 市场分析

2025年Q3，中国游戏市场实际销售收入约88,000百万元，环比+6.96%，同比仍降约4%，行业整体处于“弱复苏、存量博弈”阶段。同一时期，中国自研游戏海外实际销售收入约49.94亿美元（约为35,957百万元人民币），环比+6.34%，同比小幅负增长，说明出海是头部厂商的结构性机会而非普遍高景气。在此背景下，网易Q3净收入28,400百万元、同比+8.2%，游戏及相关增值服务收入23,300百万元、同比+11.8%，明显快于行业，体现公司依靠长线产品与新品组合在“抢份额”而非被动跟随周期。

腾讯2025年Q3网络游戏收入63,600百万元，其中国际市场20,800百万元、同比+43%，本土42,800百万元、同比+15%，海外体量与增速均居行业前列。相比之下，网易游戏收入规模小一个量级，且Q3总营收与游戏营收略低于市场预期，反映新品上线与会计确认存在“时滞”。但网易游戏收入仍同比约+13%，递延收入同比+25%、环比+15%创新高，《梦幻西游》端游在线数创新高，《蛋仔派对》《燕云十六声》《漫威争锋》及暴雪系列回归带动流水，显示用户活跃与付费意愿良好。叠加2026年《遗忘之海》《无限大》等储备新作及暴雪IP全面回归，递延与pipeline在一定程度上对冲了短期“低于预期”的担忧。



2025年前三季度，中国自研游戏海外收入仍保持约5%正增长，出海已成为对冲国内监管与需求波动的关键方向。网易Q3延续“自研 + 代理 + 多平台”路径，《命运：群星》先海外后国内发行，《逆水寒》手游与《燕云十六声》推进海外版本，配合暴雪游戏在中国市场的重启，未来有望形成“老IP稳定 + 新游放量”的结构。公司保持较高研发强度，将资源聚焦少数优质项目，并在美术、脚本、测试等环节引入AI工具提效，意在中长期形成更低单位开发成本和更高新品成功率。但相较腾讯的激进出海，网易全球化节奏更稳健，对短期整体收入增速的拉动仍有限。

## 潜在风险

**业务结构过于集中于游戏主业：**Q3 游戏及相关增值服务收入占总营收约 82%，云音乐、有道及其他创新业务合计占比不足两成，且增长分化明显。非游戏板块体量和增速都不足以对冲游戏业务的波动，一旦核心产品流水下滑、新品表现不及预期，整体业绩对单一板块依赖的风险会被放大。

**国内监管与版号节奏带来的不确定性风险：**国内游戏行业仍面临版号发放节奏不稳、内容审查趋严、未成年人保护政策持续强化等因素影响，新产品上线时间和商业化节奏都存在不确定性。若未来监管进一步收紧，可能压缩公司新游储备的落地节奏，影响收入释放与增长预期。

**海外合规与出海环境变化风险：**海外市场在为公司提供增量空间的同时，也面临 GDPR 等数据合规要求、日本等国家税制调整等政策收紧趋势，带来合规成本上升、产品运营受限等风险。叠加汇率波动和地缘政治等外部因素，海外业务收入与利润率都存在一定不确定性。

**费用投入高企与 AI 商业化节奏错配风险：**Q3 销售费用率已抬升至约 15.7%，公司在新品推广、品牌投放和全球化运营上的投入显著加大，而大量 AI 研发与工具化投入带来的效率红利尚未充分在利润表端体现。若新游生命周期、付费曲线不及预期，或 AI 技术转化为实际收入和成本优势的节奏慢于市场预期，将削弱公司利润弹性与估值安全边际。

## 未来发展与总结

展望未来，网易增长的核心仍在于“长线运营 + 新品接力 + 全球化拓展”三条主线：一是Q3 游戏收入和递延收入保持双位数增长，叠加《梦幻西游》《蛋仔派对》《燕云十六声》以及暴雪IP 回归，为未来几个季度的流水和收入提供了较高确定性基础；二是《命运：群星》《燕云十六声》等在海外的推进，以及后续《遗忘之海》《无限大》等储备项目，将与现有长线产品形成“老带新”的全球化组合，有望稳步抬升海外收入占比，弱化对单一市场的依赖；三是公司在AI 工具链上的持续投入，若能进一步落地到提升研发效率、丰富玩法与运营精细化，将在中长期强化产品差异化与利润率。与此同时，有道、云音乐和严选等非游戏业务仍需加速放量和盈利修复，逐步提升在收入和利润结构中的占比，才能真正形成“游戏稳盘、非游补位”的多元格局。总体来看，只要新品节奏和海外布局大体按规划推进，叠加强现金流与稳定回购/分红政策，网易在行业波动中仍具备巩固甚至提升竞争力的基础。



## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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資目标、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。
8. 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。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。