

4Q 收入低于预期，游戏递延周期增长

华泰研究

2026 年 2 月 12 日 | 美国

年报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

174.34

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄旻

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

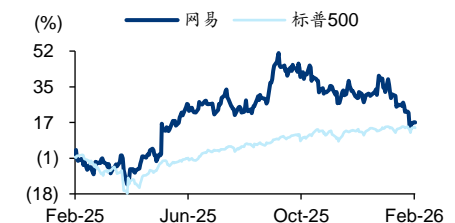
联系人

mouruijie@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(美元 截至 2 月 10 日)	123.52
市值(美元百万)	78,261
6 个月平均日成交额(美元百万)	96.66
52 周价格范围(美元)	87.33-158.90

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	112,626	120,733	129,585	138,353
+/-%	6.96	7.20	7.33	6.77
归母净利润(百万)	33,758	36,489	42,232	46,606
+/-%	13.69	8.09	15.74	10.36
归母净利润(调整后,百万)	37,342	40,037	45,651	49,842
+/-%	11.45	7.22	14.02	9.18
EPS(调整后,最新摊薄)	58.94	63.19	72.05	78.67
PE(调整后,倍)	14.56	13.58	11.91	10.91
PB(倍)	3.37	2.91	2.53	2.21
ROE(调整后,%)	24.29	22.50	22.21	21.11
EV EBITDA(倍)	13.63	11.91	9.79	8.41
股息率(%)	1.47	1.59	1.84	2.03

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

网易 4Q25 总营收同比+3%至 275 亿元，低于 VA 一致预期（下同）5%，主因游戏收入递延周期增加。递延收入超预期 21%，环比提升 10 亿元。经调整归母净利润同比下降 27%至 71 亿元，低于预期 23%，主因投资损益影响，拼多多等股票投资减值金额较大。我们预计网易 1H 流水有望边际改善：①《燕云》全球累计用户达 8000 万，26 年海外全端流水有望达到 20-30 亿元；②《遗忘之海》管理层表示 3Q 有望上线，2 月测试反馈优秀，题材和美术风格具备差异化优势，我们预计 12 个月流水有望达 25-50 亿元；③其他重点储备：《无限大》1 月封闭测试符合预期，中式妖鬼题材自走棋《妖妖棋》1 月获版号，ARPG 端游《归唐》关注度较高。当前网易估值尚处低位，我们看好 26 年收入和利润释放，重申“买入”评级。

《燕云》海外放量在即，《遗忘之海》打开 26 年增量空间

4Q 游戏和增值服务收入同增 3%至 220 亿元，其中游戏收入同增 4%至 213 亿元，低于预期 7%，主因流水递延周期较长；4Q 递延收入超预期 21%，环比提升 10 亿至 205 亿元，游戏+递延收入实际超预期 5%。4Q 游戏和增值服务的毛利率环比提升 3.8pct 至 70.5%。1 月《燕云》海内外流水同步释放，26 年海外全端流水有望达 25-30 亿元。国内方面，新赛季更新首日（12 月 27 日）登顶 iOS 游戏畅销榜；海外已取得初步成功，端游热度企稳，截至 2 月 11 日全球用户已超 8000 万。展望 26 年：①海洋冒险 RPG《遗忘之海》自 2 月 5 日起开启测试并获得积极反馈，管理层预计有望于 3Q26 上线；②自走棋《妖妖棋》1 月获批版号，采用开放式战场的无界棋盘设计，腾讯亦在推进《王者万象棋》，我们认为自走棋赛道潜力仍被市场低估。

网易 AI 能力持续深化，赋能研发与运营多端

网易加码 AI 建设，目前已布局约 1 万名研发人员，并设立伏羲与网易 AI Lab 两大 AI 实验室，目前应用包括：①研发编程端，AI 编程能力由基础代码补全升级至覆盖完整开发任务；②美术端，自研工具 DreamMaker 可将前期创意快速转化为可验证的 Demo，缩短概念落地周期；同时，AI 动画技术有效降低角色动作与表情制作成本；③测试端，AI 可模拟百万级玩家行为，完成游戏平衡性与稳定性评估；④玩法端，《逆水寒》《燕云》通过 AI NPC 提升玩家交互深度，延展支线剧情；《永劫无间》引入 AI 语音助手，降低操作门槛并提升留存；《蛋仔》《逆水寒》通过 AI UGC 玩法焕新社区生态。

云音乐毛利改善，续约环球音乐夯实曲库

4Q 云音乐净收入同比+5%至 19.7 亿元；毛利率改善 2.7pct 至 34.7%。有道 4Q 营收同比提升 17%。云音乐近期重点更新：①上线 AI 歌曲激励金活动，同时启动 AI 音乐创作赛事，强化 AI 创作者供给端布局；②1 月与环球音乐续约多年期授权合作，旗下涵盖 Taylor Swift 等头部艺人，持续充实音乐曲库。有道方面，12 月推出广告创意平台 iMagicBox，支持图生视频、数字人生成及视频翻译等功能，提效素材制作。

盈利预测与估值

展望 26-27 年，我们分别调整公司总营收预测-0.1%与-1.2%，主因《无限大》上线时间延后，游戏储备尚存不确定性。经调整归母净利润端，我们分别调整预测-4.2%、-0.9%至 400 亿、457 亿元，主因研发费用上涨与汇兑损益影响。我们引入 28 年预测，收入与经调整归母净利润分别为 1384 亿与 498 亿元。我们基于 SOTP 估值，给予网易目标价 174.34 美元，对应 26 年 19.6 倍 PE（经调整归母净利润口径）（目标价前值 180.95 美元对应 19.5 倍 PE）。维持“买入”评级。

风险提示：老游戏收入和新游利润低于市场预期，头部新游上线延迟。

图表1: 网易 4Q 财务数据

人民币 (百万)	NTES, RMB mn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	4Q VA Cons	Diff	1Q VA Cons
收入	Revenue	28,829	27,892	28,359	27,547	28,891	-4.7%	30,578
YOY (%)	YOY (%)	7.4%	9.4%	8.2%	3.0%	8.0%		6.1%
收入分业务	Revenue by segment							
1. 游戏与相关增值服务	- Games and related VAS	24,048	22,806	23,328	21,967	23,508	-6.6%	25,584
YOY (%)	YOY (%)	12.1%	13.7%	11.8%	3.4%	10.7%		6.4%
- 游戏收入	- Games	23,447	22,145	22,768	21,264	22,853	-7.0%	24,890
YOY (%)	YOY (%)	15%	15%	13%	4%	11.3%		6.2%
2. 有道	- Youdao	1,298	1,418	1,629	1,565			
YOY (%)	YOY (%)	-6.7%	7.2%	3.6%	16.8%			
3. 云音乐	- Cloud Music	1,858	1,969	1,964	1,968			
YOY (%)	YOY (%)	-8.4%	-3.5%	-1.8%	4.7%			
4. 创新业务及其他	- Innovative & others	1,624	1,699	1,439	2,047			
YOY (%)	YOY (%)	-17.6%	-17.8%	-18.9%	-10.4%			
递延收入	Deferred revenue	17,749	16,967	19,474	20,515	17,000	20.7%	-
QOQ (%)	QOQ (%)	16.0%	-4.4%	14.8%	5.3%	-4.2%		
游戏收入+递延收入	Game + Deferred revenue	41,195	39,112	42,241	41,778	39,854	4.8%	
递延收入是游戏为主								
网易毛利润	Gross Profit	18,479	18,052	18,178	17,692	18,332	-3.5%	19,702
YOY (%)	YOY (%)	8.6%	12.5%	10.3%	8.7%	12.7%		6.6%
网易毛利率	GPM	64.1%	64.7%	64.1%	64.2%	63.5%	0.77pp	64.4%
游戏和增值服务毛利率	Game and VAS GPM	68.8%	70.2%	69.3%	70.5%			
经营利润	Operating Profit	10,441	9,061	8,013	8,319	8,750	-4.9%	10,176
YOY (%)	YOY (%)	37.0%	29.6%	12.1%	6.4%	11.9%		-2.5%
经营利润率	OPM	36.2%	32.5%	28.3%	30.2%	30.3%	-0.09pp	33.3%
经调整经营利润	Adj Operating Profit	11,377	9,992	8,900	9,150	9,721	-5.9%	11,173
YOY (%)	YOY (%)	33.9%	24.1%	9.8%	4.7%	11.3%		-1.8%
经调整经营利润率	Adj OPM	39.5%	35.8%	31.4%	33.2%	33.6%	-0.43pp	36.5%
经调整归母净利润	Adj Net Profit	11,237	9,532	9,502	7,073	9,167	-22.8%	10,538
YOY (%)	YOY (%)	32.0%	21.9%	26.7%	-26.9%	-5.3%		-6.2%
经调整净利率	Adj NPM	39.0%	34.2%	33.5%	25.7%	31.7%	-6.06pp	34.5%
经营费用	Operating Expense	8,038	8,991	10,164	9,373	9,604	-2.4%	9,393
YOY (%)	YOY (%)	-14.4%	-0.6%	8.9%	10.9%	13.6%		16.9%
经营费用率	% of Revenue	27.9%	32.2%	35.8%	34.0%	33.2%		30.7%
- 销售费用	-S&M	2,696	3,578	4,458	3,888	3,860	0.7%	3,575
YOY (%)	YOY (%)	-33.0%	2.2%	17.2%	37.9%	36.9%		32.6%
销售费用率	% of Revenue	9.4%	12.8%	15.7%	14.1%	13.4%		11.7%
- 管理费用	-G&A	956	1,057	1,165	1,051	1,143	-8.1%	1,122
YOY (%)	YOY (%)	-20.1%	-3.2%	5.8%	-9.6%	-1.7%		17.3%
管理费用率	% of Revenue	3.3%	3.8%	4.1%	3.8%	4.0%		3.7%
- 研发费用	-R&D	4,386	4,357	4,542	4,434	4,601	-3.6%	4,696
YOY (%)	YOY (%)	5.1%	-2.2%	2.7%	-0.8%	2.9%		7.1%
研发费用率	% of Revenue	15.2%	15.6%	16.0%	16.1%	15.9%		15.4%

资料来源: 公司公告, Visible Alpha, 华泰研究

Genie 冲击担忧过度, 网易自研壁垒稳固

近期市场担忧世界模型 Genie 或颠覆游戏开发模式、加剧行业竞争, 我们认为无需过度悲观, 对网易而言更多体现为赋能而非替代。世界模型本质具备概率属性, 难以取代以确定性规则为核心的大 DAU MMO 游戏开发路径; 同时, 技能体系、经济系统等核心机制均依赖高度结构化、精细化的系统设计, 仍需深厚研发积累。因而, 自研壁垒突出的网易应更受益于提效作用: ①通过世界模型加速灰盒原型制作, 快速生成可探索关卡, 用于前期验证玩法效果; ②用于初步地图框架搭建, 辅助完成素材整理、光影渲染及基础物理反馈 (但高精度物理模拟仍需依托专业化研发团队完成)。

《遗忘之海》二测开启, Roguelike+航海玩法独创赛道

《遗忘之海》二测内容深度提升, 玩家反馈整体积极。由 Joker 工作室研发的《遗忘之海》“流浪号”测试于 2 月 5 日开启, 核心玩法与系统框架已基本成型, 整体内容趋于完整。玩法结构上, 游戏以海洋区域的航海与海战为主线, 叠加海岛区域的 Roguelike 机制与回合制战斗, 形成双线并行的体验框架。此外, 产品在主玩法之外嵌入麻将、解谜等多类型小游戏, 内容填充较为充实。

《遗忘之海》本次测试展现的亮点主要有：

1) 玩法设计差异化突出。游戏以区域划分构建双战斗体系：海洋场景侧重航行与海战，海岛场景则以回合制战斗为核心卖点，并融入 Roguelike 典型的“技能升级—技能联动”滚雪球机制。此设计可提升重复游玩的变化性与策略深度，进一步推动玩家留存。

2) 美术风格辨识度高，画质优良。《遗忘之海》延续 Joker 工作室前作《第五人格》的怪诞审美体系，融入木偶人彩绘造型、克苏鲁风格海怪以及奇幻海上景观等元素，题材表达在国内市场较为少见。同时，项目邀请竹谷隆之（《假面骑士》机械怪人系列创作者）、大山竜（擅长特色题材的知名原型师）及 Ashleywood（参与《HALO3》《寂静岭》等作品漫画创作）参与美术设计。从实机测试表现看，整体视觉风格独特且具冲击力，处于行业领先水平。

3) 内容深度丰富，结构层次丰富。除核心玩法外，游戏加入大量轻量化地图解谜与多类型小游戏，并在传统玩法（如麻将）中引入多元机制（如投掷骰子决定概率事件）。主城区域亦设置多类摊贩与彩蛋内容，剧情铺陈较为完整，在进入核心海岛玩法前即提供约 3 小时的主线剧情。我们认为，此类高密度内容填充思路借鉴了《燕云十六声》的成功经验，有助于稳定提升玩家留存与使用时长，减少游戏长草期。

图表2：《遗忘之海》画面表现优异



资料来源：《遗忘之海》官方账号，华泰研究

图表3：《遗忘之海》内置多种小游戏



资料来源：《遗忘之海》官方账号，华泰研究

《归唐》：网易首款 3A 单机游戏，画面品质优良

《归唐》为网易首款定位 3A 的单机 ARPG 端游，由网易集团执行副总裁、雷火事业群负责人胡志鹏亲自担任制作人，采用买断制模式。游戏背景设定于晚唐时期，围绕信使自河西走廊东行、返抵长安传递捷报展开，25 年 6 月首曝 PV 播放量已达 1548 万次（截至 25 年 12 月 29 日）。玩法层面，游戏融合《战神》《刺客信条》等经典 ARPG 设计思路，主打写实向近身搏杀，涵盖潜行、暗杀等多重机制，战斗模式丰富，沉浸感较强。

我们认为，《归唐》有望对标《黑神话：悟空》，成为又一爆款国风 3A 产品，其主要亮点包括：①美术与动作设计优质，画面表现精良，晚唐国风辨识度突出；同时，项目已于 25 年 6 月集中招聘具备 3A 项目经验的设计师，制作规格具备一定保障。②剧情题材具备差异化优势，核心剧情聚焦河西收复后的信使归国叙事，在主流游戏中鲜有涉及，有望填补空缺，为玩家带来新鲜体验。

PV 发布后，玩家担忧主要在于：雷火过往以 MMO 类服务型游戏见长，实际画面表现或与 PV 存在落差，以及《归唐》存在向服务型跨端产品倾斜的可能。我们认为，本次网易推进 3A 单机产品的战略态度明确，高管直接担任制作人，并持续加码 3A 人才引入，在资源集中投入背景下，游戏整体品质有望得到保障。

图表4: 《归唐》画面品质精良



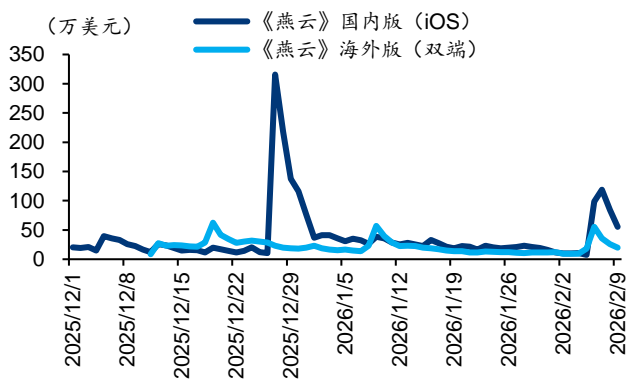
资料来源: bilibili, 华泰研究

《燕云十六声》: 海内外同步上行, 流水动能增强

《燕云》出海进展顺利, 继 25 年 11 月 15 日端游上线后, 手游于 12 月 12 日推出, 整体热度维持高位, 我们预计 26 年海外全端流水有望达 25-30 亿元。端游方面, 截至 26 年 2 月 11 日, PlayTracker 估测《燕云》累计销量达 464 万份, 同时在线玩家最高峰值达 25 万人, 保持大 DAU 游戏的韧性。手游方面, 海外市场表现亮眼, 首日即登顶 60 个市场的免费游戏榜。管理层表示截至 26 年 2 月 11 日, 游戏全球用户已超 8000 万。根据 ST 数据, 1 月《燕云》海外流水已占国内流水的 17% (假设国内总流水为 iOS 端的 4 倍)。

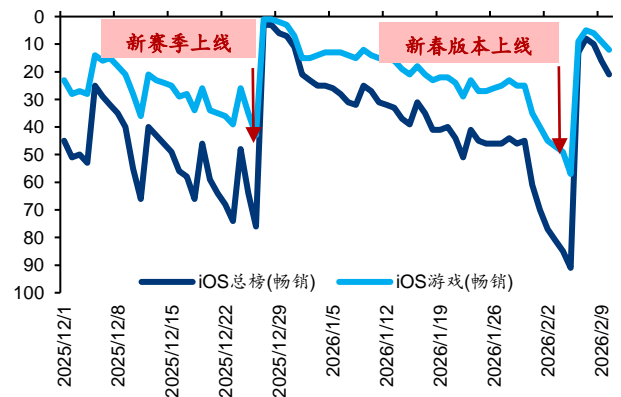
《燕云》国内手游流水近期亦出现明显回暖。25 年 12 月 27 日新赛季更新后, 《燕云》手游一度登顶 iOS 游戏畅销榜, 26 年 2 月 6 日春节版本更新后流水亦显著反弹。我们认为, 《燕云》在产品品质与后续运营延续了网易长青游戏的一贯水准, 具备持续焕新能力, 有望逐步成长为公司重要的流水抓手。

图表5: 《燕云》手游海内外流水情况



资料来源: SensorTower, 华泰研究

图表6: 《燕云》国服手游新赛季上线, iOS 畅销榜排名显著提升



资料来源: 七麦数据, 华泰研究

盈利预测

展望 26-27 年，我们分别调整公司总营收预测-0.1%与-1.2%，主因《无限大》上线时间延后，游戏储备尚存不确定性。经调整归母净利润端，我们分别调整预测-4.2%、-0.9%至 400 亿、457 亿元，主因研发费用上涨与汇兑损益影响。我们引入 28 年预测，收入与经调整归母净利润分别为 1384 亿与 498 亿元。

图表7：网易分业务预测（人民币百万元）

人民币 百万	RMB mn	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	2025	2026E	2027E	2028E	1Q26E YoY	2Q26E YoY	26E YoY	27E YoY	28E YoY
网易总收入	Total revenue	28,359	27,547	31,306	30,811	112,626	120,733	129,585	138,353	9%	10%	7%	7%	7%
游戏与相关增值服务	Game and VAS revs	23,328	21,967	26,400	25,551	92,149	99,232	106,950	114,328	10%	12%	8%	8%	7%
游戏	Game revs	22,768	21,264	25,889	24,989	89,623	96,858	104,695	112,140	10%	13%	8%	8%	7%
手游	Mobile game	14,747	13,067	16,587	15,710	57,585	61,616	65,929	69,885	8%	9%	7%	7%	6%
PC游戏	PC game	8,020	8,197	9,302	9,279	32,038	35,242	38,766	42,255	15%	20%	10%	10%	9%
营业成本	Cost of services	(10,181)	(9,855)	(10,594)	(10,491)	(40,224)	(41,714)	(43,948)	(46,105)	2%	7%	4%	5%	5%
毛利润	Gross profit	18,178	17,692	20,712	20,320	72,402	79,019	85,637	92,248	12%	13%	9%	8%	8%
毛利率 %	Gross margin %	64.1%	64.2%	66.2%	66.0%	64.3%	65.4%	66.1%	66.7%	2.1pp	1.2pp	1.2pp	0.6pp	0.6pp
经调整经营利润	Adj operating profit	8,900	9,150	11,602	11,343	39,419	43,571	48,237	52,317	2%	14%	11%	11%	8%
经调整经营利润率	Adj OPM	31.4%	33.2%	37.1%	36.8%	35.0%	36.1%	37.2%	37.8%	-2.4pp	1.0pp	1.1pp	1.1pp	0.6pp
网易归母净利润	GAAP net profit	8,617	6,243	9,370	9,161	33,758	37,318	42,895	47,137	-9%	7%	11%	15%	10%
经调整归母净利润	Non-GAAP net profit	9,502	7,073	10,310	10,074	37,342	40,037	45,651	49,842	-8%	6%	7%	14%	9%
经调整净利率	Adj NPM	33.5%	25.7%	32.9%	32.7%	33.2%	33.2%	35.2%	36.0%	-6.0pp	-1.5pp	0.0pp	2.1pp	0.8pp
游戏经调整净利润	Non-gaap game NP	6,478	6,718	8,353	8,248	28,447	31,335	35,017	38,263	4%	16%	10%	12%	9%
游戏经调整净利率	Non-GAAP game NP	33.5%	36.5%	38.7%	39.1%	37.2%	38.4%	39.7%	40.5%	-2.2pp	1.1pp	1.2pp	1.3pp	0.8pp

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表8：网易：华泰预测变动

(人民币 亿元)	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
网易营业收入	1,209	1,207	(0.1)	1,312	1,296	(1.2)		1,384	
游戏和VAS收入	1,004	992	(1.1)	1,101	1,070	(2.8)		1,143	
游戏与VAS毛利	708	702	(0.9)	782	762	(2.6)		820	
游戏和VAS经调整净利润	325	313	(3.7)	365	350	(4.1)		383	
网易归母净利润	390	373	(4.4)	433	429	(0.8)		471	
网易经调整归母净利润	418	400	(4.2)	461	457	(0.9)		498	
(%)			变动 (pp)			变动 (pp)			变动 (pp)
游戏与VAS毛利率	70.5%	70.7%	0.2	71.0%	71.2%	0.2		71.7%	
游戏和VAS经调整净利润率	32.4%	31.6%	(0.8)	33.2%	32.7%	(0.4)		33.5%	
网易归母净利率	32.3%	30.9%	(1.4)	33.0%	33.1%	0.1		34.1%	
网易经调整归母净利率	34.6%	33.2%	(1.4)	35.1%	35.2%	0.1		36.0%	

资料来源：华泰研究预测

图表9：网易：华泰预测对比 VA 一致预期

(人民币 亿元)	2026E			2027E			2028E		
	华泰	VA一致预期	差异 (%)	华泰	VA一致预期	差异 (%)	华泰	VA一致预期	差异 (%)
网易营业收入	1,207	1,229	(1.8)	1,296	1,338	(3.1)	1,384	1,443	(4.1)
游戏和VAS收入	992	1,018	(2.6)	1,070	1,122	(4.6)	1,143	1,222	(6.5)
毛利	790	792	(0.2)	856	872	(1.7)	922	947	(2.6)
归母净利润	373	386	(3.2)	429	425	1.0	471	474	(0.5)
经调整归母净利润	400	417	(4.0)	457	460	(0.8)	498	503	(0.9)

注：一致预期统计时点为 2 月 10 日。

资料来源：Visible Alpha，华泰研究预测

公司估值

我们基于 SOTP 估值，下调网易目标价至 174.34 美元，具体如下：

1. 在线游戏和增值服务业务每股估值 132.2 美元，基于 2026 年游戏经调整净利润 19x PE，较其全球可比公司均值 17.1x 有所溢价，折价转为溢价主因网易长青游戏潜力高，海外拓展进展良好。
2. 有道教育业务每股估值 1.0 美元，基于有道股票总市值和网易持股比例。
3. 云音乐业务每股估值 4.9 美元，基于该业务的上市公司的总市值和网易持股比例。
4. 净现金每股估值 36.3 美元。综上所述，我们对网易的总估值为每股 174.34 美元。我们的目标价对应网易 26 年 19.6x PE（经调整归母净利润口径）。

图表10：网易 SOTP 估值

SOTP 估值 (人民币百万元)	2026年 预测收入	26年经调整 净利润	PE	市值 美元百万	网易持股 比例	估值 美元百万	每股估值 美元
一、在线游戏和增值服务	99,232	31,335	19.0		100%	83,738	132.2
二、有道教育				1,175	55%	646	1.0
三、云音乐				5,093	60.4%	3,076	4.9
四、净现金						23,002	36.3
公司估值						110,461	
美股ADS稀释股本(百万)						634	
每股估值 - 网易(美元)							\$ 174.34

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表11：在线游戏同业比较

公司	股票代码	股价 (交易货币)	经调整净利润增长 (%)			经调整 PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线游戏			FY+1	FY+2	FY+3	FY+1	FY+2	FY+3
腾讯	700 HK	548.0	17%	13%	11%	17.4	15.4	13.8
EA(FY26-28)	EA US	202.6	-24%	85%	0%	23.5	22.0	20.1
网龙	777 HK	9.8	46%	47%	12%	10.8	7.2	6.5
Nexon	3659 JP	3,735.0	-17%	13%	6%	27.6	24.4	23.0
Nintendo(FY26-28)	7974 JP	8,930.0	46%	13%	17%	28.3	25.1	21.4
Bandai Namco(FY26-28)	7832 JP	4,171.0	1%	7%	11%	20.8	19.4	17.5
完美世界	002624 CH	22.2	na	110%	18%	56.0	26.6	23.1
三七互娱	002555 CH	26.0	15%	7%	11%	18.8	17.5	15.7
市值加权平均 PE						19.4	17.1	15.3

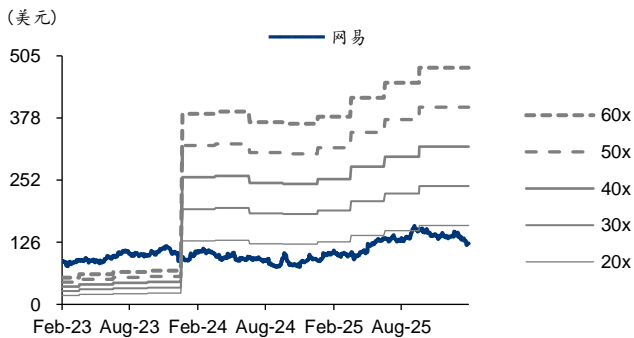
注：美股数据截至美国东部时间 2 月 10 日收盘，其他数据截至 2 月 11 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

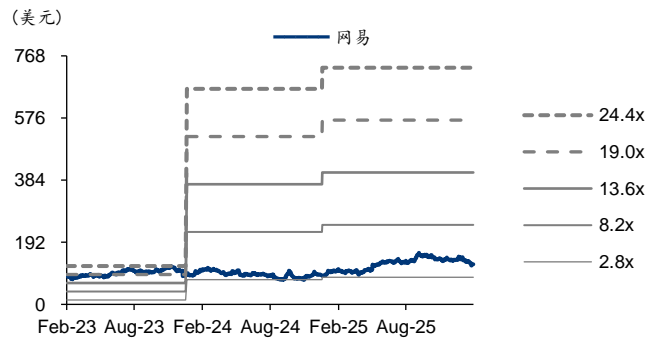
1. 《逆水寒》、《蛋仔派对》等老游戏收入弱于预期
2. 暴雪系手游利润低于一致预期
3. 头部新游上线时间延迟

图表12：网易 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表13：网易 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	105,295	112,626	120,733	129,585	138,353
销售成本	(39,488)	(40,224)	(41,714)	(43,948)	(46,105)
毛利润	65,807	72,402	79,019	85,637	92,248
销售及分销成本	(14,148)	(14,620)	(15,695)	(16,198)	(17,294)
管理费用	(4,551)	(4,228)	(4,346)	(4,535)	(4,704)
其他收入/支出	1,213	1,042	393.65	1,818	1,818
财务成本净额	4,921	3,953	3,891	4,292	5,066
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	35,718	40,830	44,308	50,928	55,965
税费开支	(5,461)	(6,033)	(6,990)	(8,034)	(8,828)
少数股东损益	(558.74)	(1,036)	(828.65)	(662.92)	(530.34)
归母净利润	29,694	33,758	36,489	42,232	46,606
Non-GAAP 调整项	3,813	3,584	3,548	3,419	3,236
调整后净利润	33,507	37,342	40,037	45,651	49,842
折旧和摊销	(2,418)	(2,660)	(2,601)	(2,645)	(2,624)
EBITDA	33,215	39,537	43,017	49,281	53,524
EPS (人民币, 基本)	52.88	58.94	63.19	72.05	78.67

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	572.00	689.00	724.00	760.00	798.00
应收账款和票据	12,086	12,996	13,257	13,521	13,792
现金及现金等价物	54,475	51,874	79,498	110,421	143,783
其他流动资产	86,192	115,057	115,002	115,003	115,003
总流动资产	153,325	180,615	208,481	239,705	273,375
固定资产	6,261	5,771	5,325	4,934	4,607
无形资产	5,742	5,578	5,430	5,181	4,890
其他长期资产	30,664	29,450	29,549	29,571	29,503
总长期资产	42,667	40,800	40,304	39,687	39,000
总资产	195,992	221,415	248,785	279,391	312,375
应付账款	8,163	9,407	9,596	9,787	9,983
短期借款	11,805	6,384	6,512	6,642	6,775
其他负债	29,700	36,578	36,898	37,227	37,561
总流动负债	49,668	52,369	53,006	53,656	54,319
长期债务	428.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期债务	3,402	3,942	3,942	3,942	3,942
总长期负债	3,830	3,942	3,942	3,942	3,942
股本	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
储备/其他项目	142,409	165,012	190,916	220,210	252,000
股东权益	142,410	165,013	190,917	220,211	252,001
少数股东权益	84.27	91.32	919.97	1,583	2,113
总权益	142,494	165,104	191,837	221,793	254,114

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	16.61	14.90	13.90	12.19	11.16
PB	3.91	3.37	2.91	2.53	2.21
调整后 PE (倍)	16.22	14.56	13.58	11.91	10.91
调整后 ROE	24.79	24.29	22.50	22.21	21.11
EV EBITDA	16.09	13.63	11.91	9.79	8.41
股息率 (%)	1.29	1.47	1.59	1.84	2.03
自由现金流收益率 (%)	4.91	5.94	6.43	7.41	8.07

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	33,215	39,537	43,017	49,281	53,524
融资成本	(4,921)	(3,953)	(3,891)	(4,292)	(5,066)
营运资本变动	389.00	217.00	(107.00)	(109.00)	(113.00)
税费	(5,461)	(6,033)	(6,990)	(8,034)	(8,828)
其他	16,455	20,972	11,735	12,440	13,903
经营活动现金流	39,677	50,740	43,764	49,286	53,420
CAPEX	(2,206)	(2,006)	(2,006)	(2,006)	(2,006)
其他投资活动	20,122	(31,175)	(0.30)	(0.30)	(0.30)
投资活动现金流	17,916	(33,181)	(2,006)	(2,006)	(2,006)
债务增加量	(7,435)	(5,849)	128.00	130.00	133.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(7,200)	(8,184)	(8,847)	(10,239)	(11,299)
其他融资活动现金流	(12,701)	(6,126)	(5,415)	(6,249)	(6,885)
融资活动现金流	(27,336)	(20,160)	(14,133)	(16,357)	(18,052)
现金变动	30,258	(2,601)	27,624	30,923	33,362
年初现金	24,207	54,475	51,874	79,498	110,421
汇率波动影响	10.75	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	54,475	51,874	79,498	110,421	143,783

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	1.77	6.96	7.20	7.33	6.77
毛利润	4.35	10.02	9.14	8.38	7.72
营业利润	6.77	21.13	11.69	11.98	9.51
净利润	0.94	13.69	8.09	15.74	10.36
调整后净利润	2.76	11.45	7.22	14.02	9.18
EPS (基本)	2.76	11.45	7.22	14.02	9.18
盈利能力比率 (%)					
毛利率	62.50	64.29	65.45	66.09	66.68
EBITDA	31.54	35.10	35.63	38.03	38.69
净利润率	28.20	29.97	30.22	32.59	33.69
调整后净利润率	31.82	33.16	33.16	35.23	36.03
ROE	21.96	21.96	20.50	20.54	19.74
调整后 ROE	24.79	24.29	22.50	22.21	21.11
ROA	15.55	16.17	15.52	15.99	15.75
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(29.66)	(27.57)	(38.23)	(47.13)	(54.37)
流动比率	3.09	3.45	3.93	4.47	5.03
速动比率	3.08	3.44	3.92	4.45	5.02
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.55	0.54	0.51	0.49	0.47
应收账款周转天数	42.03	40.09	39.14	37.20	35.53
应付账款周转天数	75.09	78.62	82.00	79.39	77.18
存货周转天数	5.78	5.64	6.10	6.08	6.08
现金转换周期	(27.29)	(32.90)	(36.76)	(36.11)	(35.57)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	52.88	58.94	63.19	72.05	78.67
EPS (调整后, 基本)	52.88	58.94	63.19	72.05	78.67
每股净资产	224.77	260.44	301.32	347.56	397.73

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄璇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄琬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期 (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, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
 南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
 电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
 深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
 电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
 电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
 电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
 电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
 电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
 电话: +65 68603600
 传真: +65 65091183
<https://www.htsc.com.sg>

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
 邮政编码: 100032
 电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
 电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司