

【广发传媒&海外】网易(NTES.O)/ 网易-S(09999.HK)

经典游戏运营稳健，关注新品上线进展

核心观点：

- **网易披露 25Q4 及全年业绩：**公司 25Q4 实现营业收入 275 亿元，yoy+3% (vs.一致预期 287.9 亿元)；其中游戏及增长服务收入 220 亿元，同比增加 3.4% (vs.一致预期 234 亿元)；收入环比降低主要受活动周期影响，同比增加来自《梦幻西游》PC、《燕云》和《漫威争锋》。公司 2025 年全年实现营业收入 1126 亿元，同比增长 7.0%；实现 Non-GAAP 归母净利润 373 亿元，同比增长 11.4%。此外截至 25Q4 公司合同负债 205 亿元，同比增长 34%，环比增长 5.35%。
- **经典游戏长线运营能力强劲，持续拓展全球产品矩阵。**公司财报显示，公司旗下经典游戏，包括《梦幻西游》系列、《第五人格》、《蛋仔派对》、《逆水寒》手游和《燕云十六声》等保持稳健运营，25Q4《燕云十六声》在多平台陆续上线，玩家总数已超 8000 万人，在全球市场展现出强劲的玩家吸引力。我们认为，公司初步打通自研产品的全球发行，随着产品题材和艺术风格的持续创新，全球产品矩阵有望进一步丰富。
- **研发能力保持领先，新游上线或可带来新一轮增长周期。**《燕云十六声》海外的出色表现进一步验证了公司的研发能力。目前公司储备有重磅新品《遗忘之海》及《无限大》；两款产品均展现了出色的游戏品质，获得了热烈的玩家反响，且产品艺术风格具备全球化能力，新品上线或可带来新一轮增长周期。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026~2028 年总体营业收入分别为 1149/1301/1364 亿元，Non-GAAP 归母净利润为 400/466/494 亿元，根据 SOTP 算得每股合理价值为 142.43 美元/ADS (美股，美元汇率 USD/CNY=6.94)，222.68 港元/股 (港股，港元汇率 HKD/CNY=0.89)，维持“买入”评级。
- **风险提示。**用户增长进入瓶颈，产品周期延迟，音乐版权费用增长。

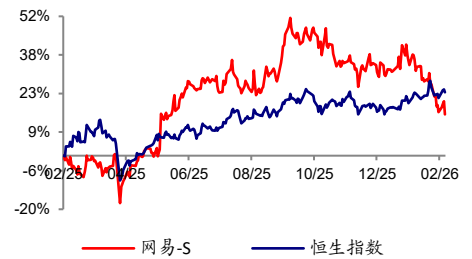
盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	105,295	112,626	114,940	130,138	136,359
增长率 (%)	1.8%	7.0%	2.1%	13.2%	4.8%
EBITDA	33,215	39,900	42,173	49,558	52,465
NonGAAP 归母净利	33,511	37,303	39,984	46,571	49,380
增长率 (%)	2.8%	11.3%	7.2%	16.5%	6.0%
NonGAAP EPS(元/股)	10.44	11.78	12.62	14.70	15.59
NonGAAP PE	11.8	16.2	13.7	11.8	11.1
NonGAAP ROE (%)	24.2%	23.3%	21.7%	22.0%	20.4%
EV/EBITDA	10.7	14.1	11.8	9.7	8.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-美股/买入-H
当前价格	118.50 美元/187.00 港元
合理价值	142.43 美元/222.68 港元
前次评级	买入-美股/买入-H
报告日期	2026-02-12

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

廖志国



SAC 执证号：S0260525060001



021-38003665



liaozhiguo@gf.com.cn

分析师：

章驰



SAC 执证号：S0260523080001



021-38003814



gfzhangc@gf.com.cn

请注意，廖志国、章驰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。

相关研究：

【广发传媒&海外】网易 (NTES.O)/网易

-S(09999.HK):长青端游运营突出，《燕云》推动国风出海

【广发传媒&海外】网易 (NTES.O)/网易

-S(09999.HK):Q2 业绩表现平稳，重视长青端游运营改善

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	153,325	180,615	204,915	233,174	263,636
现金及现金等价物	51,383	47,168	58,280	72,193	101,424
应收账款及票据	5,669	5,338	6,386	7,230	7,575
存货	572	689	637	694	723
其他	95,701	127,421	139,613	153,057	153,913
非流动资产合计	42,667	40,800	41,190	41,662	42,010
固定资产净值	8,520	8,425	8,766	9,188	9,486
长期投资	3,025	2,995	2,995	2,995	2,995
商誉及无形资产	0	0	0	0	0
其他	31,122	29,379	29,429	29,479	29,529
资产总额	195,992	221,415	246,105	274,836	305,646
流动负债合计	49,668	52,369	52,778	52,723	52,662
短期借款	11,805	6,384	6,500	6,175	5,866
应付账款及票据	721	643	743	810	843
其他	37,142	45,341	45,535	45,738	45,952
非流动负债合计	3,830	3,942	3,992	4,042	4,092
长期借款	428	0	0	0	0
其他非流动负债	3,402	3,942	3,992	4,042	50
总负债	53,497	56,311	56,771	56,766	56,754
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	138,686	160,296	184,018	212,055	242,177
其他	0	0	0	0	0
归母权益总额	138,686	160,296	184,018	212,055	242,177
少数股东权益	3,809	4,808	5,316	6,015	6,715
股东权益合计	142,494	165,104	189,335	218,070	248,893
负债及股东权益合计	195,992	221,415	246,105	274,836	305,646

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	105,295	112,626	114,940	130,138	136,359
营业成本	39,488	40,224	38,231	41,656	43,370
毛利	65,807	72,402	76,708	88,483	92,989
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	14,148	14,620	15,287	17,308	17,727
行政管理费用	4,551	4,228	4,483	4,815	5,045
研发费用	17,525	17,719	18,046	20,171	21,136
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	29,584	35,835	38,893	46,188	49,081
利息收入	4,921	3,953	1,054	1,305	1,736
利息支出	0	776	161	158	151
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	1,213	1,818	920	892	783
除税前利润	35,718	40,830	40,707	48,226	51,449
所得税	5,461	6,033	6,310	7,475	7,717
合并净利润	30,256	34,798	34,397	40,751	43,732
少数股东损益	559	1,038	509	699	700
归母净利润	29,698	33,760	33,889	40,052	43,032
NonGAAP 归母净利润	33,511	37,303	39,984	46,571	49,380

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	39,677	50,740	34,648	41,119	44,718
合并净利润	30,256	34,798	34,397	40,751	43,732
折旧与摊销	2,418	2,247	2,360	2,478	2,602
营运资本变动	3,652	8,721	-1,350	-1,377	-984
其他非经营性调整	3,910	6,011	-759	-734	-632
投资活动现金流净额	17,916	-33,181	-13,324	-14,706	-2,117
处置固定资产收益	15	46	920	892	783
资本性支出	-2,206	-2,052	-2,700	-2,900	-2,900
投资资产支出	20,515	-31,214	-11,594	-12,749	-50
其他	-407	40	50	50	50
融资活动现金流净额	-27,336	-20,160	-10,212	-12,499	-13,369
长期债权融资	-7,476	-5,799	0	0	0
股权融资	-8,830	-639	0	0	0
支付股利	-11,165	-13,826	-10,167	-12,016	-12,910
其他	136	104	-45	-483	-459
现金净增加额	30,268	-2,984	11,112	13,913	29,231
期初现金余额	24,207	54,475	47,168	58,280	72,193
期末现金余额	54,475	51,491	58,280	72,193	101,424

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	1.8%	7.0%	2.1%	13.2%	4.8%
营业利润增长率	6.8%	21.1%	8.5%	18.8%	6.3%
NonGAAP 业绩增速	2.8%	11.3%	7.2%	16.5%	6.0%
获利能力					
毛利率	62.5%	64.3%	66.7%	68.0%	68.2%
NonGAAP 净利率	0.0%	0.0%	34.8%	35.8%	36.2%
NonGAAP ROE	24.2%	23.3%	21.7%	22.0%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	27.3%	25.4%	23.1%	20.7%	18.6%
有息负债率	6.2%	2.9%	2.6%	2.2%	1.9%
流动比率	3.1	3.4	3.9	4.4	5.0
利息保障倍数		48.5	247.2	297.2	331.3
营运能力					
应收账款周转天数	20.7	17.6	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	5.8	5.6	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	7.3	6.1	7.0	7.0	7.0
每股指标					
NonGAAP EPS	10.44	11.78	12.62	14.70	15.59
每股净资产	44.38	52.12	59.77	68.84	78.57
每股经营现金流	12.36	16.02	10.94	12.98	14.12
估值比率					
NonGAAP PE	11.8	16.2	13.7	11.8	11.1
PB	2.8	3.8	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	10.7	14.1	11.8	9.7	8.6

广发传媒与互联网行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 宾特丽亚：高级分析师，硕士，毕业于清华大学，2026年加入广发证券，曾任职于光大证券，2年证券行业研究经验。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。