

25Q4 财报点评：全年业绩稳健增长，关注 26 年重磅产品线

网易-S (9999.HK)

核心观点

网易发布 2025Q4 业绩,总收入为 275 亿元(yoy+3.0%, qoq-3.2%);调整后归母净利润为 71 亿元(yoy-26.9%, qoq-25.3%)。全年维度看,总收入 1126 亿元(yoy+6.9%),归母净利润为 338 亿元(yoy+13.7%),调整后归母净利润 373 亿元(yoy+11.3%),全年业绩增长稳健,2026 年产品储备丰富,包括《无限大》、《一望之海》等重磅产品,为未来增长提供动力。公司已将 AI 深度融入游戏、音乐、教育等业务全链条,构建起行业领先的 AI 工业化壁垒。

简评

公司 Q4 核心业务经营稳固,但净利润受非经营性因素影响出现波动。核心点在于:1) 新游戏《燕云十六声》和《漫威争锋》表现亮眼,与旗舰产品《梦幻西游》电脑版共同推动游戏业务收入同比增长;2) Q4 净利润同比、环比下滑,主要系本季度确认了较高的股票投资公允价值变动损失及净汇兑损失,而核心业务毛利率保持强劲;3) 2026 年产品储备丰富,包括《无限大》、《一望之海》等重磅产品,为未来增长提供动力。

主业方面:

1) 游戏及相关增值服务收入 220 亿元(yoy+3.8%, qoq-5.7%)。游戏业务毛利率同比提升至 70.5%。2) 有道收入 16 亿元(yoy+16.8%),增长主要来自其在线营销服务和学习服务净收入的增加。3) 网易云音乐收入 20 亿元(yoy+4.7%),毛利率同比提升 2.8pct 至 34.7%,盈利能力持续改善。4) 创新及其他业务收入 20 亿元(yoy-10.4%)。

毛利端表现强劲, Q4 毛利润为 177 亿元(yoy+8.7%),整体毛利率为 64.2%(yoy+3.4pcts, qoq+0.7pcts)。费用侧, Q4 经营费用合计为 94 亿元,同比有所增加。2025 年全年研发投入达 177 亿元,连续六年突破百亿。公司已将 AI 深度融入游戏、音乐、教育等业务全链条,构建起行业领先的 AI 工业化壁垒。在 AI 原生研发管线方面,网易游戏已覆盖原画、模型、动画、音频、关卡、测试等全流程生产场景,部分环节效能提升 300%,构建起行业领先的 AI 工业化壁垒。

盈利预测: 预计公司 26-27 年分别实现营业收入 1194/1270 亿元,分别同比增长 6.1%/6.4%,实现归母净利润 366/399 亿元,维持“买入”评级。

维持

买入

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期: 2026 年 02 月 13 日

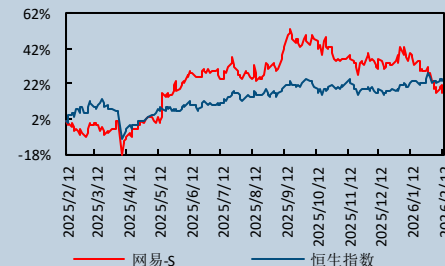
当前股价: 187.00 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-13.75/-16.80	-15.00/-16.26	15.43/-11.51
12 月最高/最低价(港元)		246.40/135.20
总股本(万股)		316,795.90
流通 H 股(万股)		316,795.90
总市值(亿港元)		5,924.08
流通市值(亿港元)		5,924.08
近 3 月日均成交量(万)		612.44
主要股东		
Shining Limited	Globe International	45.78%

股价表现



相关研究报告

- 25.11.23 【中信建投海外研究】网易-S(9999):营收利润表现稳健,看好后续 Pipeline
- 25.08.22 【中信建投海外研究】网易-S(9999):营收略低于预期,利润表现稳健,看好后续 Pipeline
- 25.05.21 【中信建投海外研究】网易-S(9999):25Q1 财务表现稳健,营收净利润超一致预期,期待新发大作 25 年表现及后续游戏 Pipeline

表 1: 网易三表预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024	2025	2026E	2027E		2024	2025	2026E	2027E
净收入	105,295	112,626	119,445	127,030	流动资产	153,325	180,615	209,734	243,005
营业成本	(39,488)	(40,224)	(41,519)	(43,433)	非流动资产	42,667	40,800	41,617	42,356
毛利润	65,807	72,402	77,926	83,597	总资产	195,992	221,415	251,351	285,361
销售及市场费用	(14,148)	(14,620)	(16,147)	(17,433)	流动负债	49,668	52,369	60,188	69,768
研发费用	(17,525)	(17,719)	(18,409)	(19,298)	非流动负债	3,830	3,942	3,942	3,942
一般费用及管理费用	(4,551)	(4,228)	(4,354)	(4,485)	总负债	53,497	56,311	64,130	73,710
总费用	(36,223)	(36,567)	(38,910)	(41,215)	权益总额	142,494	165,104	187,222	211,652
营业利润	29,584	35,835	39,016	42,382	负债及权益总额	195,992	221,415	251,351	285,362
利息收入	4,921	3,953	4,447	4,833					
汇兑收益	255	(776)	-	-	现金流量表 (百万元)				
其他净收益	957	1,818	1,500	1,595	经营活动产生的现金流量	39,677	50,740	52,363	57,404
税前利润	35,718	40,830	44,962	48,810	投资活动产生的现金流量	17,916	(33,181)	(6,323)	(6,372)
所得税	(5,461)	(6,033)	(7,320)	(7,915)	融资活动产生的现金流量	(20,160)	(19,366)	(20,420)	(21,775)
净利润	30,256	34,798	37,642	40,895	汇率变动	11	-382	0	0
少数股东权益	(555)	(1,034)	(1,034)	(1,034)	现金、现金等价物变动	30,268	(2,984)	26,675	30,612
可赎回少数股东利息	(4)	(4)	(4)	(4)					
归母净利润	29,698	33,760	36,604	39,857					

数据来源: 公司公告, 中信建投证券预测

风险分析

1) 海内外短期经济环境承压导致游戏行业消费能力不足，游戏行业收入规模存在下滑的风险；2) 国内游戏版号以及进口游戏版号发放不及预期的风险；游戏行业关于未成年、过度充值、文化审核、游戏出海等方面存在的政策风险；3) 买量成本上涨风险；4) 游戏行业竞争加剧的风险，无论是国内还是出海，游戏 SLG、RPG、MOBA 等细分赛道均存在竞争加剧风险，或将会导致行业产品成功率下降。5) 公司老游戏流水下滑加剧风险；公司新产品上线延期或将对当期业绩产生影响；公司游戏 pipeline 上线进程存在不及预期的风险；公司将要发行的新游戏存在一定不确定性，可能会存在流水不及预期的风险；公司买量优势或存在一定竞争加剧的风险。

分析师介绍

于伯韬

海外研究分析师，FRM，香港大学金融学硕士，2020年加入中信建投海外研究团队，2018-2020年就职于长江证券研究所海外团队，2025/2024/2021/2020年新财富港股及海外方向第五名，2022年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk