

# 网易-S (09999.HK)

## 游戏收入受到递延周期影响，海外游戏进展顺利

优于大市

### 核心观点

**收入同比上升 3%，利润受到投资亏损影响。** 25Q4 收入同比上升 3%。25Q4，公司实现营收 275 亿元，同比上升 3%。Non-GAAP 归母净利润 70.7 亿元，同比下降 11%。下降受到投资损益影响，25Q4 网易投资亏损 17 亿元。25Q4，公司综合毛利率 64.2%，同比上升 3pct，其中游戏增值服务毛利率提升 4pct。25Q4，公司总经营费率为 34%，同比上升 2pct，环比下降 2pct。其中销售费率 14%，同比上升 4pct，但环比下降 2pct。

**游戏：经典游戏展现长期价值。** 2025Q4，在线游戏业务收入为 213 亿元，同比增长 4%。在线游戏净收入环比减少主要由于上一季度暑期活动较多。25Q4 网易递延收 205 亿元，同比增长 34%，增速较 25Q3 提升，反应健康流水状态，也反映游戏结构变化导致的递延周期增加等。25Q4 公司持续布局全球化。《逆水寒》手游全球上线后广受欢迎。《燕云十六声》在多平台陆续上线，目前玩家总数已超 8,000 万，在全球市场特别是欧美主流市场展现出强劲的玩家吸引力。《漫威争锋》受到全球玩家喜爱并获得多项行业认可，全球影响力进一步提升。后续 pipeline：《遗忘之海》（26Q3 上线）、《无限大》、《妖妖棋》（自走棋）等。

**AI 对游戏影响看法：**根据业绩会，AI 工具普及会促进创意型内容爆发，但商业化大作的核心壁垒已经从单纯的产能转化为整合能力，如何将 A 技术与复杂的数值体系、长线的经济系统、深度社交生态完美融合，需要深厚游戏设计底蕴和运营经验，对缺乏经验的新入者来说是很难逾越的护城河。AI 时代游戏生产成本会降低，但对顶层玩法的判断力、对用户需求洞察、对游戏审美品味等软实力的稀缺反而日益凸显。

**有道：收入同比上升 17%，学习服务增长较好。** 25Q4，有道净收入为 16 亿元，同比上升 17%。根据有道财报，学习服务收入为 7.3 亿元，同比增长 18%，增长得益于 AI 驱动的订阅服务。智能设备收入为 1.8 亿元，同比下降 27%。广告服务收入 6.6 亿元，同比增长 37%，增长主要得益于在 AI 技术领域的持续投入，以及网易集团及海外市场需求的提升。

**网易云音乐：26 年订阅业务有望量价齐升。** 25Q4，云音乐净收入为 20 亿元，同比增长 5%，社交娱乐业务下滑幅度收窄。毛利率 34.7%，同比+3pct。根据网易云财报，在线音乐业务：增速受到其他在线音乐拖累，会员订阅业务增长稳健，26 年将提升 ARPPU。2025H2，公司在线音乐收入 30.2 亿元，同比+8%。会员订阅收入 25.8 亿元，同比+12%。我们测算，25H2，在线音乐订阅用户增长达到 15%，ARPPU 同比下降个位数。根据业绩会，公司预计 2026 年会员量价齐升，部分渠道高折扣将收窄。

**投资建议：递延收高增为后续季度收入增长蓄力，关注《遗忘之海》《无限大》新游等进展。** 考虑到 pipeline、递延周期以及投资损益，预计公司 25-27 年调整后归母净利润分别为 406/447/480 亿元（下调 5/4/0%）。继续维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	105,295	112,626	119,313	129,107	138,515
(+/-%)	1.7%	7.0%	5.9%	8.2%	7.3%

### 公司研究 · 海外公司财报点评

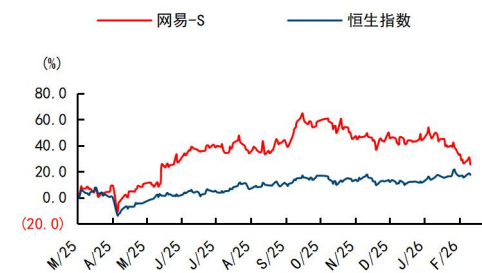
#### 互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 证券分析师：陈淑媛  
0755-81982651 021-60375431  
zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn  
S0980521120004 S0980524030003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	214.00 - 242.00 港元
收盘价	187.00 港元
总市值/流通市值	592408/592408 百万港元
52 周最高价/最低价	246.99/130.12 港元
近 3 个月日均成交额	1294.16 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《网易-S (09999.HK) - 递延收入增长 25%，经典游戏优异展现长期运营能力》——2025-11-24
- 《网易-S (09999.HK) - 销售费率环比回升，公司游戏持续布局全球化》——2025-08-18
- 《网易-S (09999.HK) - 游戏业务提升全球影响力，利润侧表现优秀》——2025-05-21
- 《网易-S (09999.HK) - 《漫威争锋》表现优异，端游不断向好》——2025-02-22
- 《网易-S (09999.HK) - 端游表现良好，观察《燕云十六声》等新游戏进展》——2024-11-18

non-GAAP 归母净利润(百万元)	33,511	37,344	40,572	44,669	47,983
(+/-%)	3%	11%	9%	10%	7%
non-GAAP 每股收益 (元)	10.58	11.79	12.81	14.10	15.15
EBIT Margin	28.1%	31.8%	32.0%	33.0%	33.0%
净资产收益率 (ROE)	21.4%	21.1%	19.7%	18.9%	17.5%
市盈率 (PE)	15.7	14.1	13.0	11.8	11.0
EV/EBITDA	19.5	16.3	15.4	14.3	14.0
市净率 (PB)	4.23	3.58	2.97	2.58	2.26

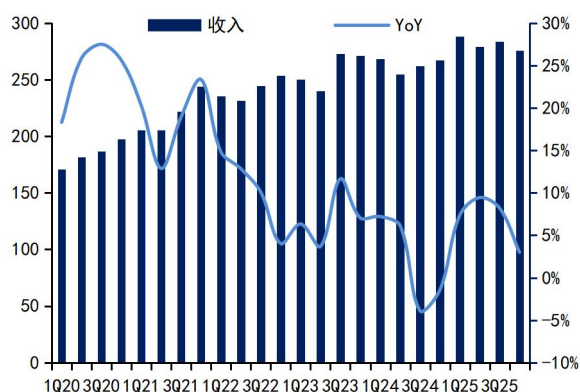
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 总览：收入同比上升 3%，利润受到投资亏损影响

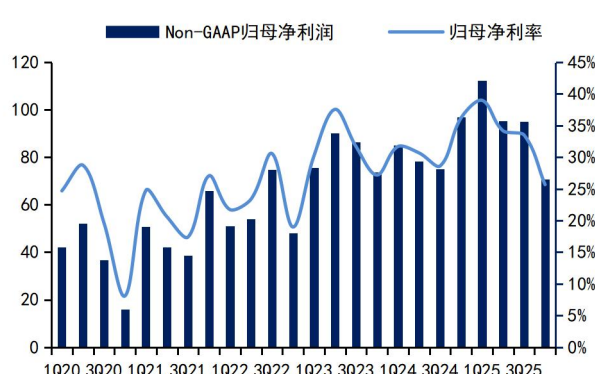
**25Q4 收入同比上升 3%。**25Q4，公司实现营收 275 亿元，同比上升 3%。Non-GAAP 归母净利润 70.7 亿元，同比下降 11%。下降受到投资损益影响，25Q4 网易投资亏损 17 亿元。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

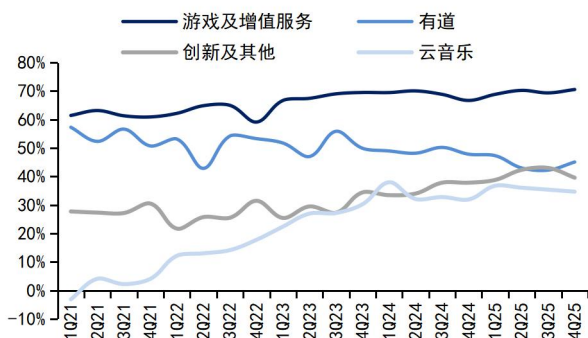
图2：公司经调整归母净利润及利润率（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

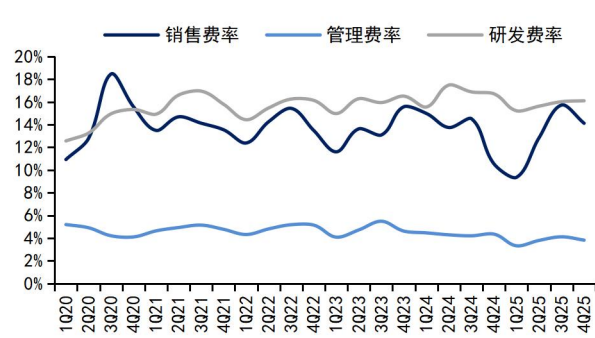
25Q4，公司综合毛利率 64.2%，同比上升 3pct，其中游戏增值服务毛利率提升 4pct。25Q4，公司总经营费率为 34%，同比上升 2pct，环比下降 2pct。其中销售费率 14%，同比上升 4pct，但环比下降 2pct。

图3：网易各项毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：网易三项经营费率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 游戏：经典游戏展现长期价值

**2025Q4，在线游戏业务收入为 213 亿元，同比增长 4%。**在线游戏净收入环比减少主要由于上一季度暑期活动较多。25Q4 网易递延收 205 亿元，同比增长 34%，增速较 25Q3 提升，反应健康流水状态，也反映游戏结构变化导致的递延周期增加等。

图5：公司在线游戏收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司游戏递延收入



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**25Q4 公司持续布局全球化。**《逆水寒》手游全球上线后广受欢迎。《燕云十六声》在多平台陆续上线，目前玩家总数已超 8,000 万，在全球市场特别是欧美主流市场展现出强劲的玩家吸引力。《漫威争锋》受到全球玩家喜爱并获得多项行业认可，全球影响力进一步提升。后续 pipeline：《遗忘之海》（26Q3 上线）、《无限大》、《妖妖棋》（自走棋）等。

**AI 对游戏影响看法：**根据业绩会，AI 工具普及会促进创意型内容爆发，但商业化大作的核心壁垒已经从单纯的产能转化为整合能力，如何将 A 技术与复杂的数值体系、长线的经济系统、深度社交生态完美融合，需要深厚游戏设计底蕴和运营经验，对缺乏经验的新入者来说是很难逾越的护城河。AI 时代游戏生产成本会降低，但对顶层玩法的判断力、对用户需求洞察、对游戏审美品味等软实力的稀缺反而日益凸显。

## 有道：收入同比上升 17%，学习服务增长较好

**2025Q4，有道净收入为 16 亿元，同比上升 17%。**根据有道财报，学习服务收入为 7.3 亿元，同比增长 18%，增长主要得益于 AI 驱动的订阅服务。智能设备收入为 1.8 亿元，同比下降 27%。广告服务收入 6.6 亿元，同比增长 37%，增长主要得益于在 AI 技术领域的持续投入，以及网易集团及海外市场需求的提升。

图7: 有道收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 有道收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 网易云音乐：26 年订阅业务有望量价齐升

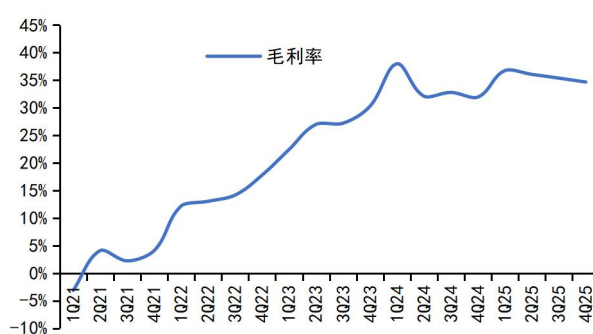
25Q4，云音乐净收入为 20 亿元，同比增长 5%，社交娱乐业务下滑幅度收窄。毛利率 34.7%，同比+3pct。根据网易云财报，在线音乐业务：增速受到其他在线音乐拖累，会员订阅业务增长稳健，26 年将提升 ARPPU。2025H2，公司在线音乐收入 30.2 亿元，同比+8%。①会员订阅收入 25.8 亿元，同比+12%。我们测算，25H2，在线音乐订阅用户增长达到 15%，ARPPU 同比下降个位数。根据业绩会，公司预计 2026 年会员量价齐升，部分渠道高折扣将收窄。②其他在线音乐服务收入为 4 亿元，同比下降 7%。同比下降主要受到电商广告排期，专辑排期影响等。2) 社交娱乐服务及其他：25H2，公司社交娱乐服务及其他业务收入 9.1 亿元，同比-17%，降幅较 25H1 的 43%有所收窄。

图9: 云音乐收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 云音乐毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：维持“优于大市”评级

递延收高增为后续季度收入增长蓄力，关注《遗忘之海》《无限大》新游等进展。考虑到 pipeline、递延周期以及投资损益，预计公司 25-27 年调整后归母净利润分别为 406/447/480 亿元(下调 5/4/0%)。继续维持“优于大市”评级。

## 风险提示

政策风险；新产品上线推迟的风险；游戏市场竞争激烈的风险；游戏出海表现不及预期的风险。



# 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	47168	64466	78270	91363	营业收入	112626	119313	129107	138515
应收款项	12996	13768	14898	15984	营业成本	40224	41459	43928	47129
存货净额	689	714	754	806	销售费用	14620	16704	18075	19392
其他流动资产	4319	4576	4951	5312	研发费用	17719	18136	21488	21792
<b>流动资产合计</b>	<b>180615</b>	<b>198967</b>	<b>220089</b>	<b>240740</b>	管理费用	4228	4892	5580	5200
固定资产	8425	11584	14803	17960	营业利润	<b>35835</b>	<b>38122</b>	<b>42574</b>	<b>45677</b>
无形资产及其他	7042	21673	27565	37411	财务费用	(3178)	(4151)	(4359)	(3896)
投资性房地产	25332	25332	25332	25332	投资收益	732	585	468	595
长期股权投资	0	0	0	0	其他损益净额	1087	844	965	965
<b>资产总计</b>	<b>221415</b>	<b>257556</b>	<b>287789</b>	<b>321443</b>	利润总额	40830	43703	48366	51133
短期借款及交易性金融负债	6384	12477	10222	9694	<b>所得税费用</b>	<b>6033</b>	<b>6555</b>	<b>7255</b>	<b>7670</b>
应付款项	4517	4680	4940	5283	少数股东损益	1038	513	703	743
其他流动负债	41467	43975	46780	50108	归属于母公司净利润	33760	36635	40408	42720
<b>流动负债合计</b>	<b>52369</b>	<b>61132</b>	<b>61942</b>	<b>65085</b>	<b>经调整归母净利润</b>	<b>37344</b>	<b>40572</b>	<b>44669</b>	<b>47983</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
其他长期负债	3942	5256	5818	5818	<b>净利润</b>	33760	36635	40408	42720
<b>长期负债合计</b>	<b>3942</b>	<b>5256</b>	<b>5818</b>	<b>5818</b>	资产减值准备	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>56311</b>	<b>66388</b>	<b>67760</b>	<b>70903</b>	折旧摊销	2858	2125	775	(1211)
少数股东权益	4808	5227	5802	6410	公允价值变动损失	(1087)	(844)	(965)	(965)
股东权益	160296	185941	214227	244130	财务费用	(3178)	(4151)	(4359)	(3896)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>221415</b>	<b>257556</b>	<b>287789</b>	<b>321443</b>	营运资本变动	(12729)	2932	2081	2172
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	其它	2124	419	575	608
经调整 EPS	11.79	12.81	14.10	15.15	<b>经营活动现金流</b>	<b>24927</b>	<b>41267</b>	<b>42874</b>	<b>43322</b>
每股红利	1.87	3.47	3.83	4.05	资本开支	17053	5003	10291	7394
每股净资产	48.63	58.69	67.62	77.06	其它投资现金流	(29245)	0	(5772)	(6061)
ROIC	27%	25%	24%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(7078)</b>	<b>5003</b>	<b>4519</b>	<b>1333</b>
ROE	21%	20%	19%	17%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	64%	65%	66%	66%	负债净变化	(428)	0	0	0
EBIT Margin	32%	32%	33%	33%	支付股利、利息	(6150)	(10991)	(12123)	(12816)
EBITDA Margin	34%	34%	34%	32%	其它融资现金流	<b>570</b>	<b>6092</b>	<b>(2255)</b>	<b>(528)</b>
收入增长	7%	6%	8%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(12586)</b>	<b>(4898)</b>	<b>(14377)</b>	<b>(13344)</b>
净利润增长率	14%	9%	10%	6%	<b>现金净变动</b>	<b>(4215)</b>	<b>41371</b>	<b>33016</b>	<b>31312</b>
资产负债率	28%	28%	26%	24%	货币资金的期初余额	51383	47168	64466	78270
息率	1.0%	1.8%	2.0%	2.1%	货币资金的期末余额	47168	88539	97482	109583
P/E	14.1	13.0	11.8	11.0	企业自由现金流	37722	42464	49335	47179
P/B	3.6	3.0	2.6	2.3	权益自由现金流	41234	52085	50786	50183
EV/EBITDA	16.3	15.4	14.3	14.0					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032