

本文由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。



CSIWM 个股点评

2026年2月12日

网易

NTES US

中国互联网行业

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

拥抱游戏 AI 化

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 2 月 12 日发布的题为《Embrace AI in games》的报告，网易 2025 年四季度业绩不及预期。总收入/调整后息税前利润同比增长 3%/4.7% 至 275 亿元/92 亿元。网络游戏业务表现逊色，收入同比仅增长 3.5%，主要受去年高基数及更多游戏采用收入递延确认模式影响。递延收入环比/同比加速增长 5%/32%。整体游戏势头改善，《梦幻西游》与《燕云十六声》表现突出。2026 年产品线更加强劲，包含《暗黑破坏神 IV》资料片（端游）、《遗忘之海》及《无限大》（端游/手游）。

游戏收入虽不及预期但产品线更趋完善

2025 年四季度网络游戏收入同比增长 3.5% 至 213 亿元，主要因为暴雪（Blizzard）游戏回归带来的高基数效应。根据 Sensor Tower 数据，手游流水同比下滑 9%，《梦幻西游》（同比+34%）与《燕云十六声》（环比+39%）的强劲表现部分抵消了《逆水寒》、《第五人格》与《炉石传说》的疲软。《燕云十六声》多平台表现亮眼，全球累计玩家突破 8,000 万，用户粘性表现优异。该游戏位列 Steam 平台第二，并在美国、加拿大、法国等 10 个重点市场登顶 iOS 下载榜。其卓越表现得益于高品质武侠内容支撑，其低压力玩法、丰富体验、单机与多人模式分离、免费游玩机制及高频更新策略满足玩家多元需求，成功打入主机主导的西方游戏市场。网易全面拥抱生成式 AI 技术，《燕云十六声》搭载超过 10,000 个 AI 非玩家角色（NPC），显著提升交互体验。管理层认为生成式 AI 将降低游戏开发成本，但大幅提高成功门槛——因需将 AI 与复杂玩法设计及长线经济系统深度融合，这对研发运营经验提出极高要求。2026 年产品线更趋完善，包括《暗黑破坏神 IV》资料片（端游，2026 年 4 月）、《遗忘之海》（2026 年第三季度）及开放世界 ACG 游戏《无限大》。

有道与云音乐保持稳健增长

网易有道收入同比增长 17%，主要得益于学习服务恢复同比正增长，以及在线广告业务保持约 30% 同比增速。网易云音乐收入同比增长 4.7% 至 20 亿元，青少年用户在线音乐订阅增长形成支撑。

毛利率提升抵消游戏推广销售与营销费用增加

调整后息税前利润同比增速放缓至 4.7% 至 92 亿元，主因全球游戏推广致销售与营销费用同比激增 38%。毛利率同比提升 3.4 个百分点至 64.2%，其中游戏业务毛利率同比上升 3.8 个百分点至 70.5%。

催化因素

游戏版号审批常态化、海外游戏组合扩张、游戏内运营优化、AI 生成内容 (AIGC) 应用。

投资风险

由于用户偏好快速变化、新技术发展及中国市场竞争激烈 (尤其是来自腾讯的竞争)，在线游戏行业能见度天然较低。新上线游戏及储备游戏的收入预测存在难度。现有及潜在的反垄断、数据安全及网络内容监管政策可能对现有业务安排构成挑战并导致财务表现承压。

公司概况

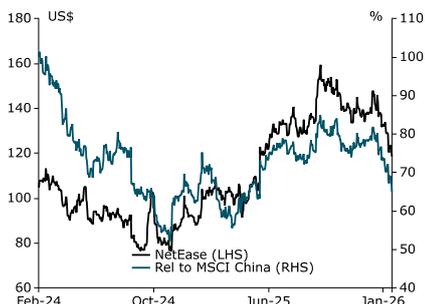
网易是中国领先的互联网科技公司，开发并运营多款热门端游及手游，如《梦幻西游》系列。公司还拥有在线教育平台有道、在线音乐平台网易云音乐及自有品牌电商平台严选。其他业务包括广告服务、电子邮件服务及 CC 直播等娱乐服务。

收入按产品分类	
游戏及相关增值服务	78.8%
创新业务及其他	8.4%
云音乐	7.6%
有道	5.2%

资料来源: 中信里昂

收入按地区分类	
美洲	0.0%
欧洲	0.0%
中东及非洲	0.0%
亚洲	100.0%

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 2 月 11 日): 118.5 美元

市场共识目标价 (路孚特): 166.76 美元

12 个月最高/最低价: 159.34 美元/91.37 美元

主要股东:

丁磊 44.98%

市值: 782.10 亿美元

3 个月日均成交额: 93.21 百万美元

市盈率区间



资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。