



网易 (NTES.US/9999.HK): 实质经营稳健, 期待新产品释放周期

递延收入维持强劲, 实质经营稳健: 公司 4Q25 实现净收入人民币 275 亿元, 同比增长 3.0%, 低于市场预期 4.7%; 调整后净利润 71 亿元, 同比下降 26.9%, 低于市场预期 23.1%。利润端的显著下滑主要受权益投资公允价值变动及汇兑损失等非经营性因素拖累, 而非核心业务恶化影响。尽管收入表现承压, 但实质经营保持稳健, 递延收入同比大幅增长 34.1%, 环比增长 5.3% 至 205 亿元, 创历史新高。这反映出确认周期较长的游戏收入占比提升, 大量现金流水尚未确认为当期收入, 将为后续业绩释放带来很好的支撑。

《遗忘之海》计划今年三季度上线, 期待新产品释放周期: 公司 4Q25 游戏收入同比增长 3.4%, 端游表现亮眼, 收入结构持续优化。主要游戏产品中, 《梦幻西游》端游 Q4 表现强劲, 收入创季度和年度历史新高, 其手游亦创年度收入新高, 显示出极强的长线运营韧性; 《燕云十六声》全球用户数突破 8000 万; 《漫威争锋》获得多个全球奖项。公司游戏产品全球影响力持续提升, 我们预计公司未来海外收入占比将逐步提升, 成为重要增量贡献。展望 2026 年, 《遗忘之海》计划 Q3 上线, 近期测试反馈积极, 我们预计有望在暑期档上线; 《无限大》1 月封测数据符合预期, 产品仍处于打磨阶段, 希望实现全球全平台同步上线。随着新产品临近, 公司有望在今年下半年进入新一轮释放周期。

AI 聚焦与业务深度集成: 针对市场担忧的“AI 颠覆论”, 公司认为 AI 确实降低了内容生产的门槛, 但同时也显著拉高了顶级产品的成功门槛。游戏产品不仅是生产力的比拼, 还考验产品数值设计、经济系统、社交生态等方面的集成能力。公司的 AI 投资专注于游戏领域垂直模型, 持续将 AI 深度融入美术、策划和代码生成等全流程, 提升工业化效率并转化为商业价值。我们认为公司在数据积累和运营能力方面有着长期经验, 公司的工业化整合能力也有望在 AI 赋能下得到强化。

推进港股主要上市: 由于公司已达到转换至香港主要上市的要求, 公司正与港交所沟通推进相关事宜, 未来有望吸引南向资金流入。考虑到公司新游预期上线情况, 我们略微下调公司 FY26E 游戏收入预测 1.7%, 调整目标价至 236 港元/151 美元, 对应 FY26E/FY27E 16.8x/15.2x P/E, 公司当前估值具备吸引力, 维持“买入”评级。

投资风险: 游戏表现不及预期; 竞争加剧。

杨子超, CFA
科技分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

赵丹
首席科技分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

2026 年 2 月 13 日

网易 (9999.HK)

目标价 (港元)	236
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价 (港元)	195
52 周内股价区间 (港元)	131.9-248
总市值 (百万港元)	596,156
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,287

注: 截至 2026 年 2 月 11 日收盘价

市场预期区间



网易 (NTES.US)

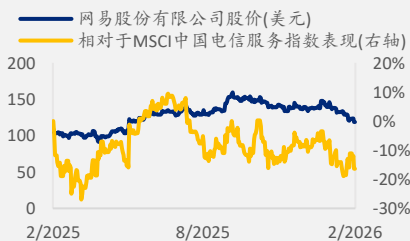
目标价 (美元)	151
潜在升幅/降幅	+27%
目前股价 (美元)	118.5
52 周内股价区间 (美元)	88.5-159.5
总市值 (百万美元)	75,034
近 3 月日均成交额 (百万美元)	98

注: 截至 2026 年 2 月 11 日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	105,295	112,626	120,316	130,704	140,901
经营利润	29,584	35,835	38,344	43,063	47,253
调整后净利润	33,511	37,344	39,823	44,099	47,941
调整后目标 PE (x)			16.8	15.2	14.0

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
收入	105,295	112,626	120,316	130,704	140,901
收入成本	(39,488)	(40,224)	(42,564)	(45,816)	(48,560)
毛利	65,807	72,402	77,752	84,888	92,341
研发费用	(17,525)	(17,719)	(18,649)	(19,606)	(21,135)
销售费用	(14,148)	(14,620)	(15,946)	(16,992)	(18,317)
管理费用	(4,551)	(4,228)	(4,813)	(5,228)	(5,636)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	29,584	35,835	38,344	43,063	47,253
利息收入	4,921	3,953	4,000	4,000	4,000
其他收益	1,213	1,042	-	-	-
除税前盈利	35,718	40,830	42,344	47,063	51,253
所得税开支	(5,461)	(6,033)	(6,352)	(7,059)	(7,688)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	30,256	34,798	35,993	40,003	43,565
少数股东权益	557	1,038	-	-	-
本公司权益持有人	29,698	33,760	35,993	40,003	43,565
调整后净利润	33,511	37,344	39,823	44,099	47,941

现金流量表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
净利润	29,698	33,760	35,993	40,003	43,565
折旧与摊销	2,418	2,247	2,222	2,281	2,341
营运资金变动	3,652	8,721	(367)	(496)	(486)
其他非现金调整	3,910	6,011	-	-	-
经营活动现金流	39,677	50,740	37,848	41,788	45,420
资本性支出	(1,261)	(1,019)	(2,445)	(2,509)	(2,575)
投资	20,515	(31,214)	-	-	-
其他投资活动	(1,338)	(947)	-	-	-
投资活动现金流	17,916	(33,181)	(2,445)	(2,509)	(2,575)
借款	(7,476)	(5,799)	-	-	-
股本	(19,995)	(14,465)	(15,188)	(15,948)	(16,745)
其他融资活动	136	104	-	-	-
融资活动现金流	(27,336)	(20,160)	(15,188)	(15,948)	(16,745)
汇兑收益及其他	11	(382)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	30,268	(2,984)	20,215	23,332	26,099
期初的现金及现金等价物	24,207	54,475	51,491	71,706	95,038
期末的现金及现金等价物	54,475	51,491	71,706	95,038	121,137

资产负债表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
固定资产	8,520	8,425	8,648	8,876	9,110
投资	3,025	2,995	2,995	2,995	2,995
其他非流动资产	31,122	29,379	29,379	29,379	29,379
非流动资产合计	42,667	40,800	41,022	41,250	41,484
应收账款	5,669	5,338	5,702	6,195	6,678
投资	89,284	92,639	92,639	92,639	92,639
存货	572	689	729	785	832
现金及现金等价物	51,383	47,168	67,383	90,714	116,814
其他流动资产	6,417	34,781	34,781	34,781	34,781
流动资产合计	153,325	180,615	201,235	225,115	251,744
资产总额	195,992	221,415	242,257	266,365	293,228
母公司股东权益	138,686	160,296	181,100	205,156	231,976
少数股东权益	3,809	4,808	4,808	4,808	4,808
权益总额	142,494	165,104	185,908	209,964	236,784
长期借款	428	-	-	-	-
其他非流动负债	3,402	3,942	3,942	3,942	3,942
非流动负债合计	3,830	3,942	3,942	3,942	3,942
应付账款及票据	721	643	681	733	776
借款	11,805	6,384	6,384	6,384	6,384
其他流动负债	21,843	24,827	24,827	24,827	24,827
流动负债合计	49,668	52,369	52,406	52,458	52,502
负债总额	53,497	56,311	56,348	56,400	56,444
权益及负债总额	195,992	221,415	242,257	266,365	293,228

主要财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
盈利增速					
营业收入增速	1.8%	7.0%	6.8%	8.6%	7.8%
毛利润增速	4.4%	10.0%	7.4%	9.2%	8.8%
经营利润增速	6.8%	21.1%	7.0%	12.3%	9.7%
净利润增速	3.1%	15.0%	3.4%	11.1%	8.9%
调整后净利润增速	2.8%	11.4%	6.6%	10.7%	8.7%
盈利能力比率					
毛利率	62.5%	64.3%	64.6%	64.9%	65.5%
经营利润率	28.1%	31.8%	31.9%	32.9%	33.5%
净利率	28.7%	30.9%	29.9%	30.6%	30.9%
调整后净利率	31.8%	33.2%	33.1%	33.7%	34.0%
每股指标 (元)					
EPS	9.3	10.5	11.2	12.5	13.6
调整后EPS	10.5	11.6	12.4	13.8	15.0
估值 (倍)					
调整后目标P/E			16.8	15.2	14.0
目标P/S			5.6	5.1	4.7

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：网易（9999.HK）



注：截至 2026 年 2 月 11 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

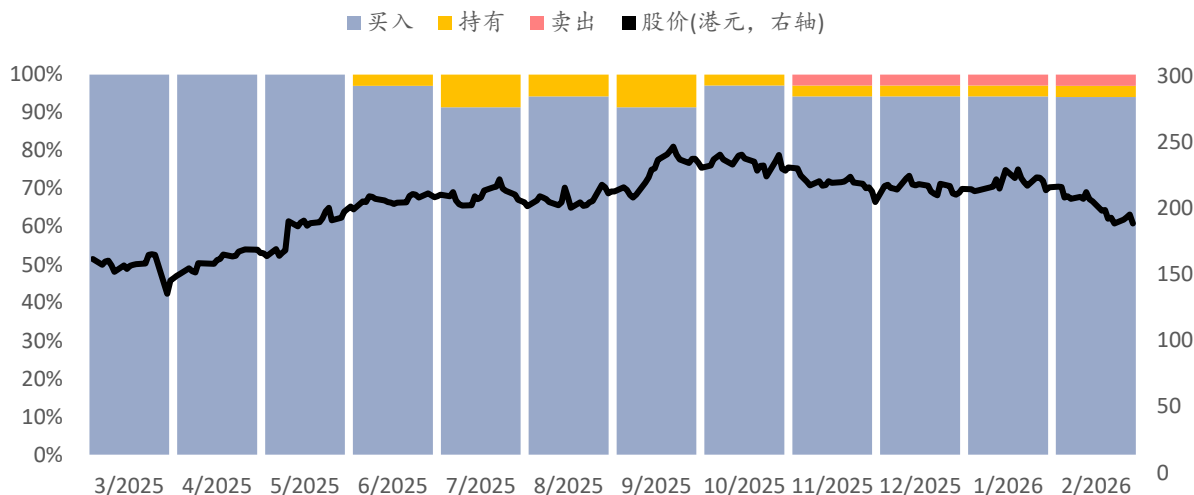
图表 3：浦银国际目标价：网易（NTES.US）



注：截至 2026 年 2 月 11 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

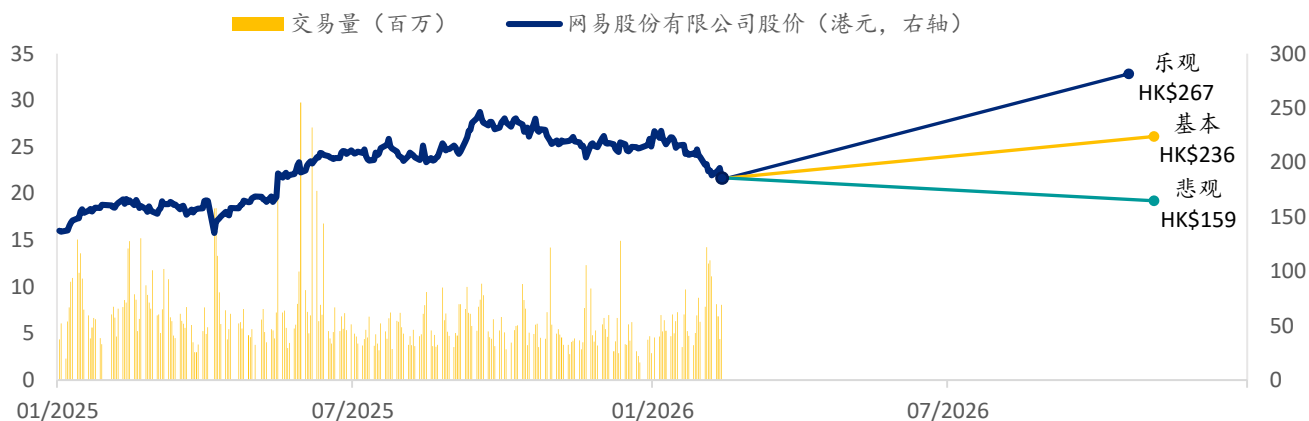
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 网易港股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 网易港股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期
(概率: 20%)

目标价: 267 港元

- 新游戏优于预期;
- 老游戏维持稳定;
- 利润率改善。

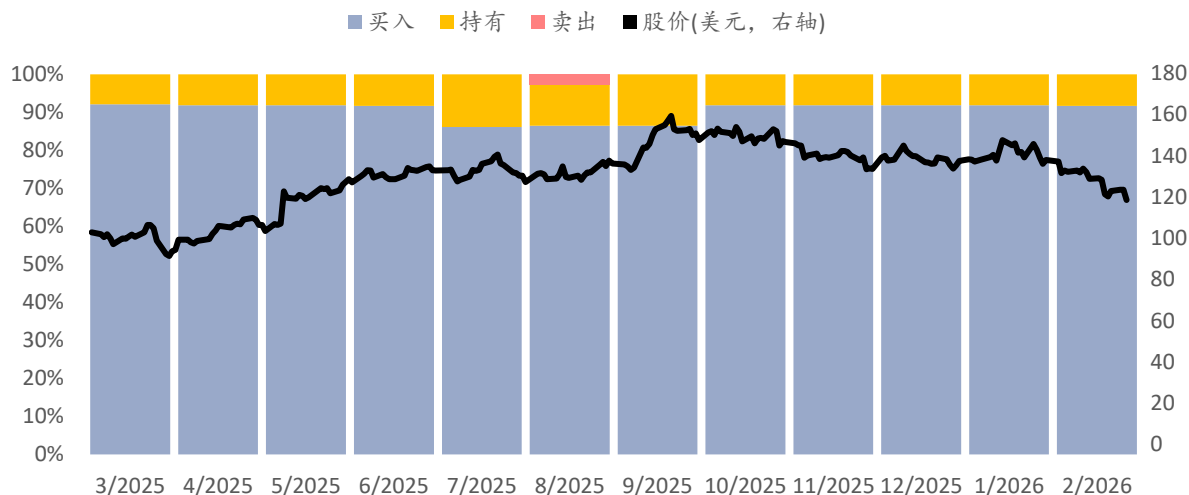
悲观情景: 公司收入不及预期
(概率: 20%)

目标价: 159 港元

- 行业竞争加剧, 现有游戏产品表现弱于预期;
- 新游戏表现不及预期。

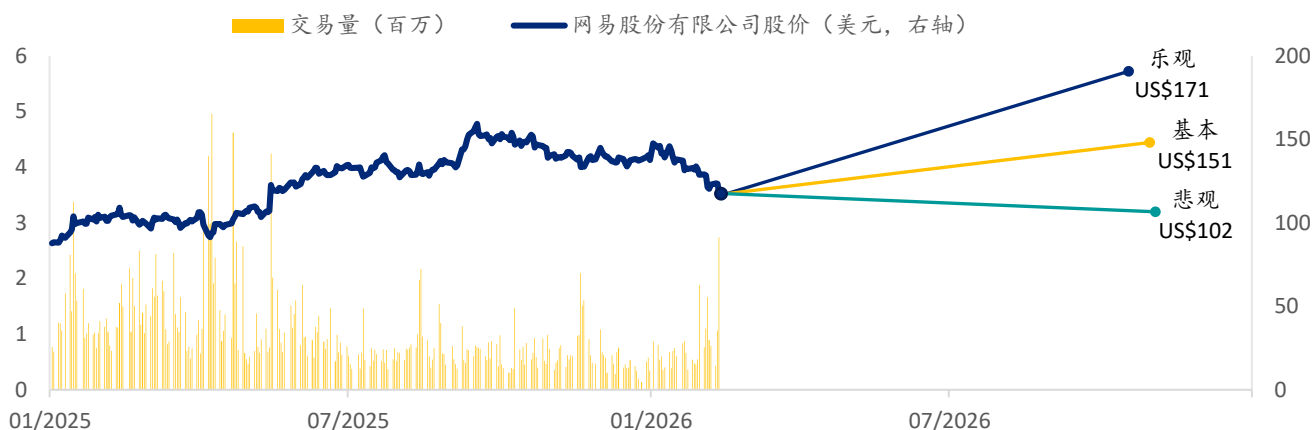
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 6: 网易美股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 网易美股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期
(概率: 20%)

目标价: 171 美元

- 新游戏优于预期;
- 老游戏维持稳定;
- 利润率改善。

悲观情景: 公司收入不及预期
(概率: 20%)

目标价: 102 美元

- 行业竞争加剧, 现有游戏产品表现弱于预期;
- 新游戏表现不及预期。

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 8: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	160.10	买入	195.00	26/11/2025	电商、云计算
BABA US Equity	阿里巴巴	164.32	买入	200.00	26/11/2025	电商、云计算
9618 HK Equity	京东	109.80	买入	131.00	16/12/2025	电商
JD US Equity	京东	28.27	买入	34.00	16/12/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	104.57	持有	123.00	19/11/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	17.56	持有	16.00	20/8/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	548.00	买入	800.00	14/11/2025	游戏、社交
3690 HK Equity	美团	88.85	买入	120.00	1/12/2025	本地生活服务
BIDU US Equity	百度	145.12	买入	195.00	23/1/2026	广告、云计算
9888 HK Equity	百度	144.30	买入	190.00	23/1/2026	广告、云计算
NTES US Equity	网易	118.50	买入	151.00	13/2/2026	游戏
9999 HK Equity	网易	195.00	买入	236.00	13/2/2026	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	252.80	买入	247.00	14/11/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	31.84	买入	32.00	14/11/2025	游戏、中视频
TME US Equity	腾讯音乐	16.94	买入	26.00	13/11/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	66.50	买入	102.00	13/11/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	183.00	买入	325.00	20/8/2025	在线音乐
777 HK Equity	网龙	9.84	买入	13.00	9/9/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	80.55	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	3.47	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	4.61	买入	4.00	14/8/2025	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	5.71	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
SE US Equity	Sea	114.52	买入	190.00	12/11/2025	电商、游戏
APP US Equity	AppLovin	456.81	买入	780.00	6/11/2025	广告
U US Equity	Unity	21.41	买入	46.00	6/11/2025	软件、广告
MSFT US Equity	Microsoft	404.37	买入	500.00	12/2/2025	软件、云计算
AMZN US Equity	Amazon	204.08	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	310.96	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	311.33	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	668.69	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	109.30	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	487.17	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	45.41	买入	55.00	9/5/2025	软件

注: 股价截至 2026 年 2 月 11 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

