

【广发传媒&海外】网易(NTES.O)/ 网易-S(09999.HK)

创新与长青构筑壁垒，研发聚焦头部产品

核心观点：

- **创新能力引领行业发展，不断突破自身体边界。**在 MMO 领域，网易持续通过高品质产品引领品类发展，通过更加丰富自由度和优秀的玩法体验，提升 MMO 品类趣味性，在 MMO 赛道保持领先。同时，网易在 SLG、卡牌、生存撤离、体育、Party Game 等品类中均有重磅产品布局。通过持续的玩法创新与品类扩张，推动公司跨品类的研发认知，不断拓展自身研发边界，不断打破品类天花板。
- **运营能力强，长线产品流水稳定，熨平产品周期波动。**公司以《梦幻西游》为代表的核心产品具备较长生命周期，公司通过社交+内容+经济系统结合，不断提升用户体验，降低新用户门槛，推动《梦幻西游》成为国内运营时间最长的 MMO 之一。而在休闲竞技品类《蛋仔派对》的运营中，网易通过推动 UGC 内容大幅提升了产品的内容供给能力。在不同品类中验证了自身长线运营能力。
- **精品研发持续深化，单品竞争力优势提升。**网易在研产品数量近年来有所减少，但精品的上线表现则有明显提升，大单品对公司的贡献更加显著，当前公司储备有《遗忘之海》、《无限大》等头部产品，我们认为，随着网易持续推动研发升级，头部产品资源增加，其竞争力有望保持领先，且新品全球化能力更强，关注新一轮产品周期的开始。
- **盈利预测与投资建议。**我们看好网易在游戏研发运营上的突出能力，预计公司 2026~2028 年营业收入分别为 1157/1312/1384 亿元，Non-GAAP 归母净利润为 374/446/477 亿元，根据 SOTP 算得每股合理价值为 134.04 美元/ADS（美股，美元汇率 USD/CNY=6.85），209.85 港元/股（港股，港元汇率 HKD/CNY=0.87），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
主营收入	105,295	112,626	115,672	131,170	138,439
增长率 (%)	1.8%	7.0%	2.7%	13.4%	5.5%
EBITDA	33,215	39,124	40,204	48,327	51,939
NonGAAP 归母净利	33,511	37,344	37,375	44,607	47,725
增长率 (%)	2.8%	11.4%	0.1%	19.3%	7.0%
NonGAAP EPS(元/股)	10.44	11.79	11.71	13.97	14.95
NonGAAP PE	11.6	15.9	13.1	11.0	10.2
NonGAAP ROE (%)	24.2%	23.3%	20.2%	20.8%	19.3%
EV/EBITDA	10.5	14.1	10.6	8.3	7.2

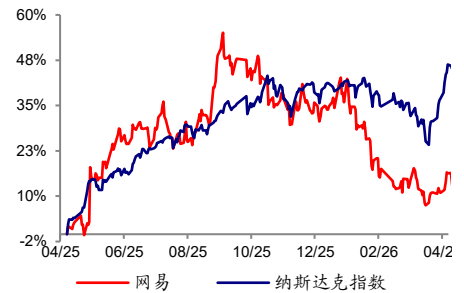
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-美股/买入-H
当前价格	113.61 美元/175.10 港元
合理价值	134.04 美元/209.85 港元
前次评级	买入-美股/买入-H
报告日期	2026-05-19

基本数据

股票代码	NTES.O	09999.HK
总股本 (百万股)	638.42	638.42
流通股本 (百万股)	638.42	638.42
总市值 (百万)	71390 美元	558939 港元
一年内最高/低价	101.02-157.12 美元	156.96-242.97 港元
30 日日均成交量 (百万股)	0.66	5.14
30 日日均成交额 (百万)	75.79 美元	917.44 港元
近 3 个月涨跌幅 (%)	-3.98	-5.58

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。

目录索引

一、创新能力与长青运营构筑壁垒，持续抓住品类机会	5
（一）创新能力领先，不断突破品类边界	5
（二）长线运营成效突出，产品长青属性得到验证	9
二、深化精品研发，单品竞争优势显著抬升	23
（一）发行能力逐步完善，新品立项立足全球化	23
（二）产品研发精耕大单品，核心壁垒源于玩法创新	28
三、盈利预测和投资建议	31
（一）公司财务：经营情况保持稳健，合同负债同比增加	31
（二）股价复盘：经营业绩与产品周期是当前股价的核心驱动	34
（三）盈利预测和投资建议	35
四、风险提示	38

图表索引

图 1: 逆水寒对游戏市井气息的美术还原	6
图 2: 逆水寒游戏玩法融合	6
图 3: 2025 年收入排名前 100 的移动游戏产品分品类的流水分布	7
图 4: 2025 年收入排名前 100 的移动游戏产品分品类的数量分布	7
图 5: 网易体系下成长的重要制作人梳理	9
图 6: 26 年 1 月 TOP100MMO 中上线 5 年以上产品月度平均畅销榜排名	10
图 7: 26 年 1 月 TOP100MMO 中上线 5 年以内产品月度平均畅销榜排名	10
图 8: 社交为玩家提供游戏的认同感与归属感	10
图 9: 长周期 MMO 产品的维持在畅销榜 Top30 时间 (左轴) 及上线初期畅销榜排名 (右轴)	11
图 10: MMO 游戏的社交分层	12
图 11: MMO 类手游留存曲线	12
图 12: 《梦幻西游》社交体系构建	13
图 13: 《梦幻西游》资料片更新情况	14
图 14: 《梦幻西游》经济系统	16
图 15: 《梦幻西游》藏宝阁拆售功能示意	17
图 16: 头部游戏 MAU (万人)	18
图 17: 不同游戏按年龄分布的 TGI 指数	18
图 18: 《蛋仔派对》新手教程主要流程	19
图 19: 《蛋仔派对》UGC 玩法	20
图 20: 《蛋仔派对》工坊专业化导向	21
图 21: 2022 年 5 月-2023 年 4 月蛋仔派对 MAU (万人)	22
图 22: 2022 年 5 月-2023 年 4 月蛋仔派对免费榜排名	22
图 23: 蛋仔派对暑期&春节活动更新节奏	23
图 24: 《阴阳师》上线首年日本畅销榜排名	24
图 25: 《荒野行动》日本畅销榜排名	24
图 26: 网易游戏出海产品及其表现	25
图 27: 《哈利波特: 魔法觉醒》国内排名情况	26
图 28: 《漫威争锋》Steam 玩家在线及关注数量 (单位: 人)	26
图 29: 《永劫无间》Steam 玩家在线及关注数量 (单位: 人)	27
图 30: 《燕云十六声》Steam 玩家在线及关注数量 (单位: 人)	27
图 31: 2022-2025 年网易 520 发布会新品数量	29
图 32: 网易调整后单季度营收 (亿元) 和增速 (%)	31
图 33: 网易调整后单季度各业务营收占比 (%)	31
图 34: 网易单季度 GAAP 净利润走势 (百万元, 货币单位: 人民币)	32
图 35: 21Q1~25Q4 年网易期间费用率走势 (%)	32
图 36: 网易 2021Q1~2025Q4 合同负债 (百万元) 及同比增速 (%)	32
图 37: 国内 iOS 畅销榜排名 Top 的网易游戏 (其一)	33
图 38: 国内 iOS 畅销榜排名 Top 的网易游戏 (其二)	33
图 39: 网易、中概股涨跌幅对比与网易估值变化	34

图 40: 网易 2017Q1-2025Q4 季度归母净利润 (单位: 亿元)	35
表 1: 网易移动端 MMO 产品及发行时间	5
表 2: MMO 产品模板的迭代	6
表 3: 网易非 MMO 品类核心在运产品	7
表 4: 网易部分产品立项方式	8
表 5: 畅玩服主要简化内容梳理	15
表 6: 梦幻西游历史策划团队	17
表 7: 网易“蛋搭子”文化运营主要举措	21
表 8: 《遗忘之海》&《无限大》产品特点梳理	27
表 9: 《遗忘之海》&《无限大》研发进度时间线	28
表 10: 2022-2025 年网易 520 发布会新品梳理	30
表 11: 网易分业务营业收入和毛利率情况 (百万元, 货币单位: 人民币)	33
表 12: 网易 2022~2028E 年各业务营业收入 (百万元, 单位: 人民币) 和增速 (%)	36
表 13: 游戏、音乐、电商细分行业可比公司的估值情况 (统计日期: 2026 年 5 月 11 日, 折算汇率 CNY/USD=6.85)	37
表 14: 网易各块业务的分部估值表	37

一、创新能力与长青运营构筑壁垒，持续抓住品类机会

（一）创新能力领先，不断突破品类边界

1. MMO赛道保持领先，玩法创新推动品类发展

网易是国内MMO赛道最具影响力的研发商之一。从PC时代的《梦幻西游》至移动互联网时代，公司始终处于MMO领域的头部位置。与此同时，网易也是该品类内部创新的重要推动者，持续为国内MMO市场输出优质产品。在产品发行层面，网易保持平均每1~2年发行一款重点MMO产品的节奏。尽管随着产品研发规模扩大及品类拓展，MMO产品数量总体有所减少，但仍维持了稳定的迭代节奏。

表 1：网易移动端MMO产品及发行时间

产品名称	发行时间	产品类型
梦幻西游手游	2015年3月	回合制MMORPG
大话西游手游	2015年9月	回合制MMORPG
倩女幽魂手游	2016年5月	即时制MMORPG
天下手游	2016年7月	东方幻想MMORPG
大唐无双	2016年12月	MMORPG
镇魔曲手游	2017年1月	暗黑风MMORPG
一梦江湖	2018年2月	武侠MMO，原名《楚留香》
天谕手游	2021年1月	东方幻想MMORPG
星战前夜：无烬星河	2021年8月	EVE手游，星战MMO
暗黑破坏神：不朽	2022年7月	ARPG/MMO
逆水寒手游	2023年6月	武侠MMORPG
燕云十六声	2025年1月	武侠开放世界，含MMO

数据来源：网易游戏官网，七麦，广发证券发展研究中心

从《梦幻西游》到《一梦江湖》，再到《逆水寒》与《燕云十六声》，网易持续通过高品质产品引领MMO品类发展。2018年以前，网易MMO体系主要将PC时代的产品移植至移动端，代表产品包括《梦幻西游》手游、《大话西游》手游等，核心工作是将自身出色的产品设计能力向移动端迁移，以获取更广泛的用户群体。而在2018年起，网易MMO体系逐步走向高品质原创，通过《一梦江湖》等同期高品质的原创MMO进一步提升品类影响力，此后持续迭代，陆续推出《逆水寒》及《燕云十六声》等新一代更具影响力的MMO爆款。我们认为，在MMO品类中，网易的核心竞争力在于持续领先于同行的产品研发能力，公司产品品质长期引领行业。

以2018年的《一梦江湖》为例，游戏网站GameRes将产品评价为“开创全新MMO 2.0时代”，通过更加丰富自由度和优秀的玩法体验，提升MMO品类趣味性，使得玩家不是体验线性叙事的MMO而是探索一个“会呼吸的江湖”，这一设计理念被延续下来，并持续体现在《逆水寒》《燕云十六声》等新旗舰MMO产品中。

表 2: MMO产品模板的迭代

	MMO 1.0 时代	MMO 2.0 时代
核心体验	线性流程，玩家按既定路线成长	超高自由度，玩家自己主导江湖生涯
世界交互	场景多为背景板，NPC 交互有限	无缝大地图，所见即所得，几乎全部可探索
剧情发展	剧情固定，所有玩家体验相同	多线结局，玩家的选择会影响故事走向
角色定制	角色外观和成长路径相对固定	精细的捏脸系统，角色性格可被玩家塑造
NPC 角色	功能性的工具人，提供任务或交易	AI 化的真人，有情绪、会碰瓷，可攻略可击杀
游戏目标	通过一条龙日常强制玩家“上班”	探索世界，体验有血有肉、人情冷暖的真江湖

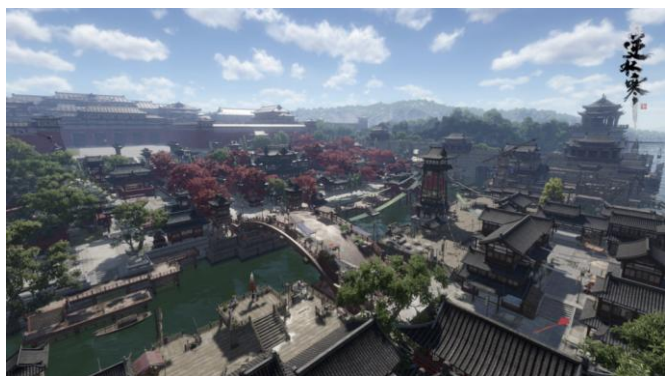
数据来源：GameRes 游资网，广发证券发展研究中心

自2023年以来，网易依托自身研发优势，在MMORPG领域的领先优势持续扩大。一方面，通过搭建美术中台，公司在美术制作方面持续领先，头部产品均具备出色的审美水平及突出的画质表现。另一方面，公司通过持续丰富玩法提升自由度，为玩家提供更多可玩内容，从而提升用户粘性。

在审美层面，游戏领域资深概念设计师朱峰先生在其公众号朱峰视觉中指出：“武侠作品中所展现的场景必须是中式景观才能有代入感。”以《逆水寒》手游为例，该产品在人文景观上深度参考宋式建筑，与游戏背景设定一致；在自然景观方面，通过白桦、松竹梅、仙鹤等特定意象，营造中式武侠氛围。总体而言，该产品的背景设计与美术表现协调一致，带给玩家较高的沉浸感。

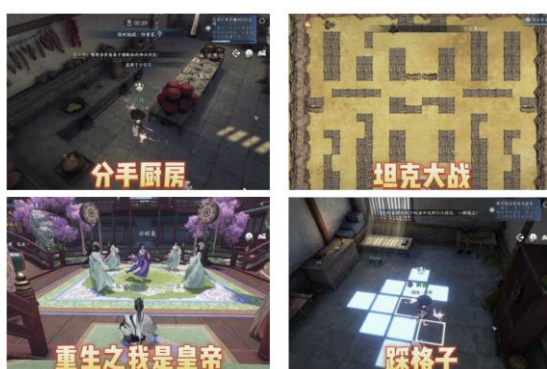
在玩法层面，《逆水寒》持续推动玩法融合。《逆水寒》官方宣传指出，“逆水寒被公认为是‘缝合之王’，这个博采众长的江湖将持续地吸收各式经典游戏的优质玩法，融合在开放世界的框架之下，为大家提供源源不断、好玩新奇、多样丰富的游戏体验。”2023年8月，该产品上线“吃鸡”类副玩法，并在此之后持续推出多种小游戏玩法，以丰富玩家体验。该产品通过玩法设计的不断扩充，持续为用户带来差异化体验，从而提升留存表现，延长游戏生命周期。

图 1: 逆水寒对游戏市井气息的美术还原



数据来源：逆水寒，游戏葡萄，广发证券发展研究中心

图 2: 逆水寒游戏玩法融合

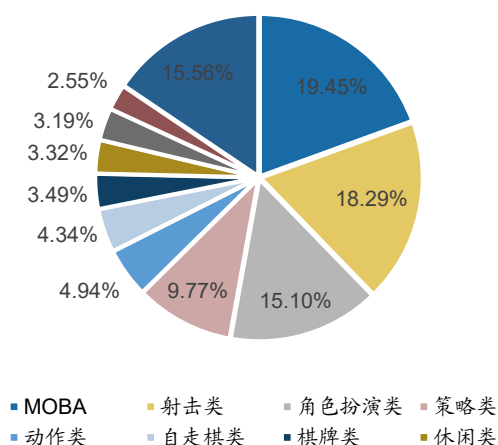


数据来源：逆水寒官网，广发证券发展研究中心

2. 从MMO到泛品类龙头，能力圈不断拓展

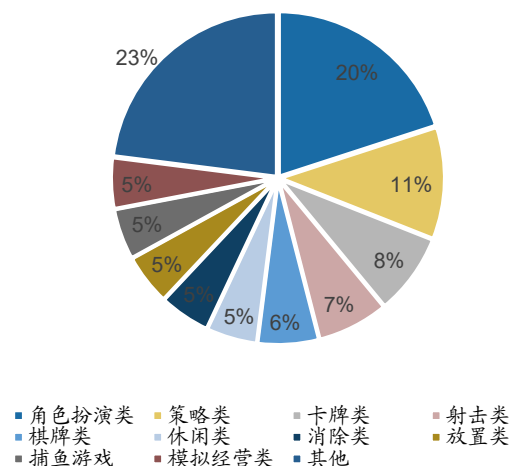
对于绝大部分游戏公司而言，受限于创作者的审美能力、对产品的判断力以及对买量策略的把控力，通常仅能在1至2个核心赛道实现领先，而具备品类拓展能力的公司则较为稀缺。从游戏品类结构来看，即便是规模最大的品类，其占整体市场的比重也仅为20%左右。因此，品类扩张能力是游戏公司一项稀缺的核心竞争力。这一能力不仅表明公司在方法论或行业理解层面更为深刻，同时也意味着公司能够在更多品类中持续产出产品，天然具备更高的业务天花板。

图 3：2025年收入排名前100的移动游戏产品分品类的流水分布



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

图 4：2025年收入排名前100的移动游戏产品分品类的数量分布



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

具体到产品端，除MMO品类外，网易在SLG、卡牌、生存撤离、体育、Party Game等品类中均有重磅产品布局。通过持续的玩法创新与品类扩张，网易具备了跨品类的研发认知。这一能力一方面使其能够持续产出爆款产品，另一方面也为公司旗舰产品的玩法开发与迭代提供了更广阔的思路，从而赋予旗舰产品更大的玩法容量。

表 3：网易非MMO品类核心在运产品

名称	上线时间	品类
七日世界	2025 年	SOC
无尽的拉格朗日	2021 年	太空策略 SLG
萤火突击	2024 年	生存撤离
永劫无间手游	2024 年	多人竞技
蛋仔派对	2022 年	派对游戏
第五人格	2018 年	非对称竞技
率土之滨	2015 年	SLG
阴阳师	2016 年	卡牌 RPG
光遇	2019 年	社交冒险
明日之后	2018 年	SOC
世界之外	2024 年	女性向

巅峰极速	2023 年	赛车
实况足球	2018 年	体育
命运：群星	2025 年	射击
猫和老鼠官方手游	2019 年	非对称竞技
决战！平安京	2017 年	MOBA
荒野行动	2017 年	射击
王牌竞速	2021 年	赛车
绿茵信仰	2022 年	足球
实况：王者集结	2018 年	卡牌
漫威终极逆转	2024 年	CCG
哈利波特：魔法觉醒	2021 年	CCG/RPG
游戏王：决斗链接	2021 年	CCG
影之诗	2018 年	CCG
漫威对决	2021 年	CCG

数据来源：网易官网、七麦数据，广发证券发展研究中心




3. 制作人文化构建网易创新底色，创新机制长期有效

网易旗下主要游戏项目的立项多采用自下而上的方式。公司重点项目的起点通常源于制作人或小团队先提出方向、制作原型，再争取资源推进，而非由管理层自上而下定义题材并指派对应团队执行。例如，《阴阳师》由金韬提出想法后快速获批，并以小团队起步；《第五人格》的前身是新人Mini项目《危险游戏》；《大航海之路》则经历了多轮Demo才获得认可。这表明网易并未将立项权完全掌握在管理层手中，而是给予制作人充足的发挥空间，将“项目从无到有”的决定权更多交予最接近用户与玩法的一线团队，为创新留出空间。

制作人团队在项目的大方向把控上拥有充分的自主权。从《明日之后》《蛋仔派对》《永劫无间》等案例来看，网易不仅允许团队提交创意，更重要的是支持其在赛道选择、核心玩法乃至产品表达上坚持自身判断。《明日之后》并未在成熟的MMO路线上进行同质化竞争，而是由李哲团队主动转向末日生存题材；《蛋仔派对》则先确立“派对游戏+UGC”的底层方向，再逐步寻找合适的形态。这一机制在很大程度上保障了制作人的产品表达空间，也成为网易制作人文化的核心要素之一。

表 4：网易部分产品立项方式

项目名称	图标	立项方式	事件描述
阴阳师		制作人提案、核心小团队启动	《阴阳师》制作人金韬 2014 年入职网易第一天就与高层沟通《阴阳师》想法，当天即获立项，第二天开始做；立项后先组建核心团队，前期团队规模约 9 人。
第五人格		新人 Mini 项目孵化	《第五人格》的前身是 2014 年的 Mini 项目《危险游戏》，团队最初在新人培训阶段基于个人兴趣选择了非对称对抗玩法，彼时甚至对“能否正式立项”都没有很高预期，后续才在评审、制作人等介入下成长成正式产品。
蛋仔派对		团队自主确定方向，再逐步做成产品	《蛋仔派对》制作人 Kwan 表示项目先确定了“派对游戏+编辑器/UGC”的思路，潮玩世界观则来自团队核心成员自身兴趣。

明日之后		制作人主导的新品类探索立项	《明日之后》项目起点在 2015 年底，制作人李哲开始为并没有直接跟随成熟 MMO 路线，而是先从“产品两年后上线时玩家会需要什么”倒推方向，再逐步聚焦到末日生存。
永劫无间		制作人先做 Demo，再扩成全球化项目	制作人关磊在完成《流星群侠传》手游并取得一定反响后，便启动了《永劫无间》的 Demo 制作；项目制作始于 2018 年 11 月，2019 年 4 月进入第一次测试。随后项目经历多轮测试，根据玩家反馈不断修正方向。
大航海之路		团队先做多轮 Demo，获认可后立项	制作人武潇表示这个项目从兴趣爱好走向立项，中间“前后做了 5 个 Demo 才得到公司的认可”。

数据来源：触乐，网易游戏学堂，游戏日报，游戏葡萄，GameLook，广发证券发展研究中心

网易明星制作人矩阵正是其制作人文化的典型产物。网易并非仅推出过若干爆款，而是能够孵化出一批与核心产品深度绑定、并在不同赛道持续输出的明星制作人。例如，丁迎峰凭借《大话西游》《梦幻西游》确立了网易在回合制领域的基本盘；潘思来通过《第五人格》奠定了网易在非对称竞技赛道的话语权等。上述案例表明，网易的底层基因并非追逐热点，而是基于制作人形成了一套可复制的供给体系，从而使公司能够在多个赛道维持中长期新品供给的韧性。

图 5：网易体系下成长的重要制作人梳理

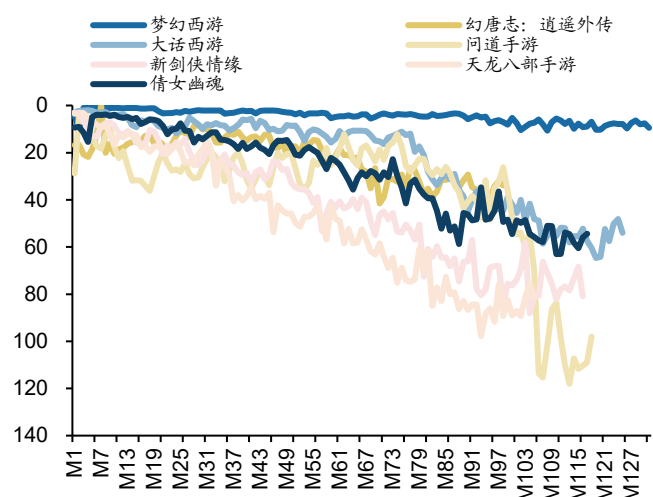


数据来源：竞核，GameRes 游资网，预言家游报，广发证券发展研究中心

（二）长线运营成效突出，产品长青属性得到验证

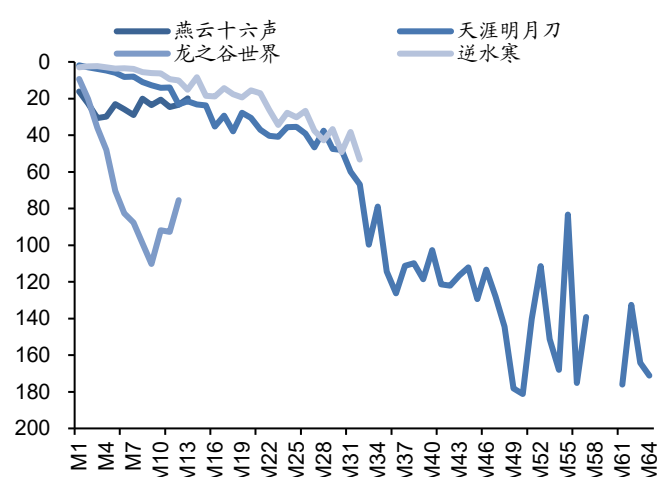
上线初期优秀的表现是长青游戏的共性之一，网易旗下多款产品均具备这一特质。我们认为，“只有佼佼者才能实现长青”，一旦实现用户量级突破，产品便更容易通过持续运营留住或召回核心玩家，从而获得长期生命力。随着游戏竞争的激烈，获取用户注意力本身也在变得更加困难；所以在赛道的早期以更优的品质获取最多的用户沉淀十分重要。以移动端的MMO品类为例，取2026年1月TOP100榜单的MMO作为分析样本，《梦幻西游》《大话西游》等均有不错的表现。本质是由于优秀品质的产品在上线早期即积累了丰富的用户，从而可以通过持续的运营不断延长自身产品的生命周期，将产品流水保持较高水平。

图 6：26年1月TOP100MMO中上线5年以上产品月度平均畅销榜排名



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心（注：横轴为上线时长，单位为月）

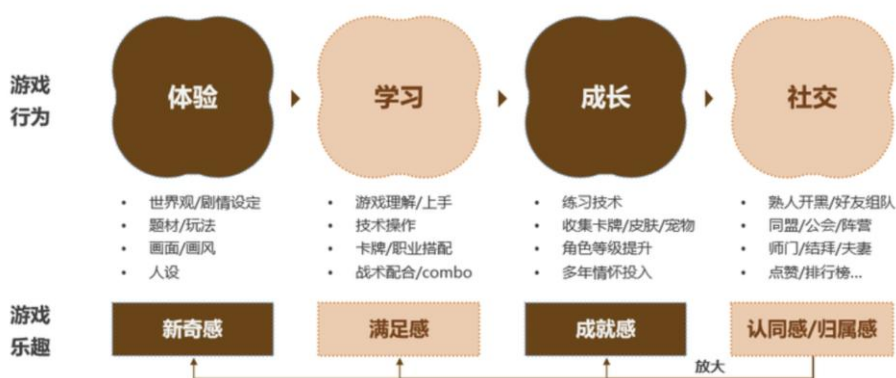
图 7：26年1月TOP100MMO中上线5年以内产品月度平均畅销榜排名



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心（注：横轴为上线时长，单位为月）

社交是游戏的核心体验之一，也是网易游戏的重要基点。根据网易游戏学堂分享，社交不仅是玩家后期的高级需求，更贯穿游戏体验的全过程，持续塑造与增强玩家的整体乐趣。它深度融合于游戏过程的各个阶段，并持续塑造与增强玩家的整体乐趣。该内容将玩家的游戏体验分为四个部分，包括体验，学习，成长，社交。通过社交，玩家在社群中寻求“认同感、归属感与优越感”。这不仅满足了人的群体归属需求，更能通过交互持续激活并放大前几个阶段的乐趣——一次默契的配合、一次公认的“高光时刻”，都让进一步放大游戏本身的体验。

图 8：社交为玩家提供游戏的认同感与归属感

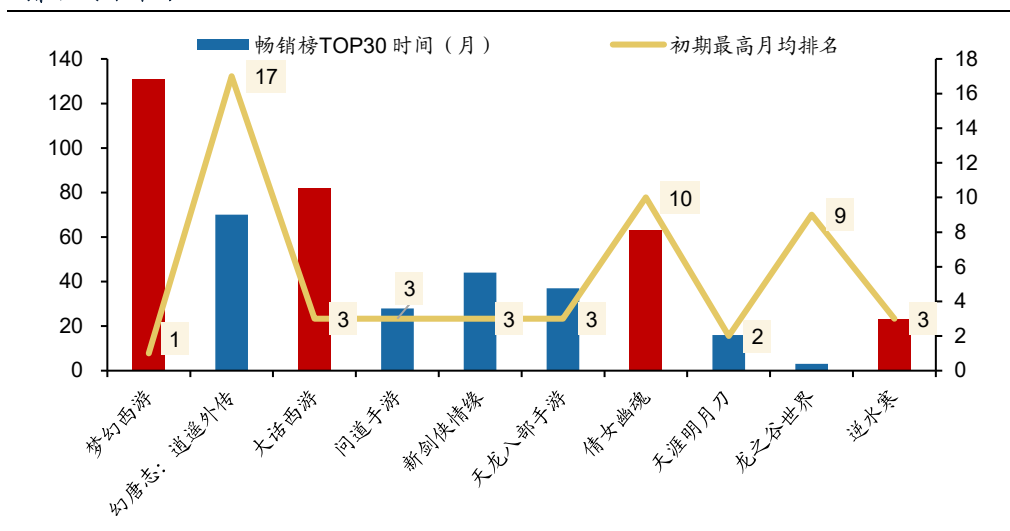


数据来源：网易游戏学堂，广发证券发展研究中心

在MMO这个赛道上，网易出色的运营能力使其产品经久不衰。MMO作为典型的初期获量品类，可以明显前期表现越出色，越有可能实现更长周期的经营表现。只有

完成用户积累的核心品类，才有进一步通过持续运营实现长线留存，实现产品的长青。例如，前期排名最高的《梦幻西游》在运营141个月后仍然保持畅销榜前30，而排名稍弱的产品通常在4-5年左右的时间逐步下滑，脱离榜单头部。而从发行商来看，网易在MMO品类的长周期产品占比最高，在头部持续运营时间超5年以上的4款产品中，3款来自网易，我们认为一方面是网易常常在带头迭代MMO的体验，另外一方面是质量基本优于同期（带给用户最早+最好的独特体验和质量）；因此沉淀下来了最优质的赛道用户。

图 9：长周期MMO产品的维持在畅销榜Top30时间（左轴）及上线初期畅销榜排名（右轴）



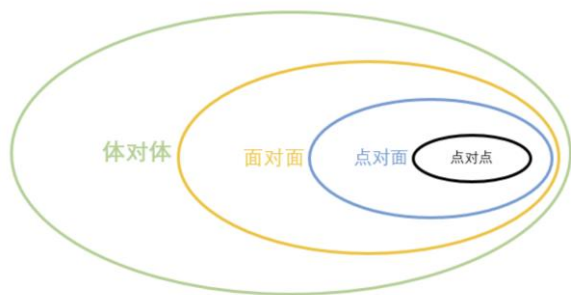
数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心（初期排名取前三个月平均值最高，红色为网易发行）

1. 梦幻西游：社交+内容+经济系统结合，持续提供优质体验

（1）深度社交系统提升用户迁移成本

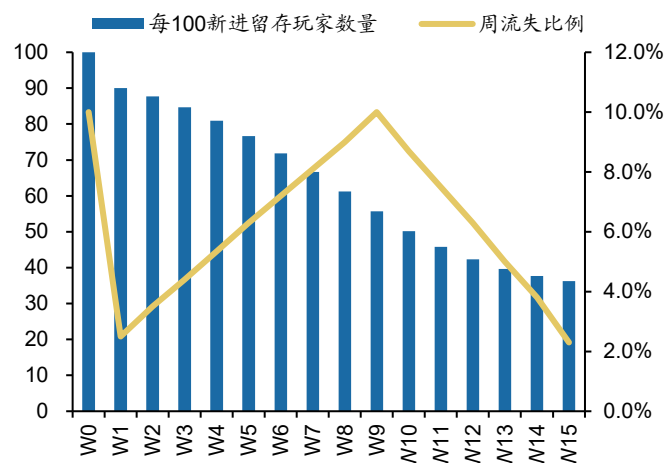
在MMO体系内，随着社交关系的推进，玩家的粘性逐步增强。据腾讯游戏学堂，在游戏中创造了社交场景，搭建了社交工具，链接游戏内的人与人，是社交搭建的第一步，即形成两者之间的社交关系。在此之后还需要通过丰富玩法强化社交，MMO类游戏通过系统给社交团体构筑任务目标，经过玩家共同努力，完成目标并获得对应玩法奖励，加强玩家间的粘性，使得长线玩家的留存逐步稳定。据数数科技，随着产品上线时间的延长，用户流失率在达峰后逐步收窄，我们认为虽然内容消耗在加速，但玩家仍然留存在游戏内，说明社交等因素在后期的留存中逐步显现价值。

图 10: MMO游戏的社交分层



数据来源: 腾讯游戏学堂, 广发证券发展研究中心

图 11: MMO类手游留存曲线



数据来源: 数数科技, 广发证券发展研究中心

《梦幻西游》具备优秀的社交系统，从而长期吸引用户。据游戏葡萄分析，梦幻西游中组队关系是最基本的社会关系，游戏通过5人组队练级最优的魔兽引导玩家自发组队，形成社交的最基本承载，通过组队初步结识陌生人后，玩家从中获得更加完整的社会关系，包括夫妻、兄弟、师徒、朋友等。另一大核心社交玩法则是帮派，帮派是梦幻西游中唯一被正式承认的组织关系，且强制加入，否则无法学习部分技能且成长受限，通过帮派，玩家能逐步形成游戏内的社会影响力，加深与其他玩家的联系。在后期，围绕帮派还会有更加深度的玩法，通过帮派间的对战，使得帮派内玩家具备更强的合作收益，使得帮派的社交关系变得更加紧密。在松散的组队和帮派基础上，更加熟悉的玩家还可形成兄弟、师徒、夫妻等更加紧密的游戏内关系。一旦玩家在游戏内形成类似紧密的社交关系，其粘性就会逐步增强，更有可能成为游戏的长线用户，提升产品的生命周期。

图 12: 《梦幻西游》社交体系构建

梦幻西游手游：社交系统框架拆解

核心机制：能力成长与数值绑定社交系统 → 组队/夫妻/交易/个人空间为手段实现社区化 → 帮派组织固定玩家社交圈 → 组织与组织竞争互动带动服务器社交循环



数据来源：腾讯游戏学堂，广发证券发展研究中心

(2) 丰富的内容迭代稳固产品长生命周期价值

梦幻西游基于丰富的内容迭代，持续增强老玩家的用户粘性。自2003年公测以来，产品累计推出数十部大型资料片，持续扩展游戏世界边界、深化养成层次。其长线运营的核心逻辑同样在于通过高频次、高质量的内容更新，系统性地扩展游戏地图、剧情任务、挑战副本与PVP对战等核心玩法，并不断扩容角色养成体系，为不同层级玩家提供阶段性新目标与持续消耗点。其中，在重要的内容玩法更新方面，2005年的大型资料片更新中，推出飞升系统，新增高等级玩法与场景，提高养成深度；2007年推出了副本、帮派迷宫和幻境寻宝三大玩法，强化团队PVE内容；2014年1月梦幻西游资料片腾云驾雾推出“剑会天下”跨服对战平台，配套更新灵饰系统与召唤兽进阶体系，进一步提升中后期养成层级与对战强度。2018年上线“大闹天宫”团队副本终章，新增多队协作与高难PVE挑战。核心是通过持续不断的内容更新丰富游戏体验，进而使玩家始终能够获得新的成长目标与参与动力，而非在完成既有内容后快速流失。正因如此，《梦幻西游》能够将老玩家沉淀为稳定的核心用户群体，并通过长线运营不断夯实其长青产品属性。

图 13: 《梦幻西游》资料片更新情况



数据来源：梦幻西游官网，Gamelook，gamereactor，广发证券发展研究中心

畅玩服的推出增强了《梦幻西游》的新用户承接能力，并进一步巩固产品的长线价值。2025年7月梦幻西游畅玩服开启，上线免点卡模式，配套“尊享特权/绿通”等服务权益，降低回流门槛以覆盖更多轻度玩家。从具体做法看，畅玩服最核心的变化在于显著降低上手门槛：一方面，网易管理层在公司25Q3业绩会上明确表示其“畅玩服去掉了时间收费”，直接降低新玩家和回流用户的首次体验成本；另一方面，畅玩服对系统与玩法进行了简化，并引入减负设计，使整体乐趣“更加简单而直接”，从而降低老端游MMO常见的学习成本与理解负担。与此同时，产品并未放弃《梦幻西游》最核心的内容资产，而是在保留经典门派框架、社交体验及部分核心玩法的基础上，对操作与体验链路进行轻量化改造，实现“降门槛但不伤内核”。

从结果来看，畅玩服上线后，《梦幻西游》电脑版在线人数持续走高。公开报道显示，2025年11月2日游戏同时在线人数突破358万，为畅玩服于2025年7月上线后的第四次新高；此前在线人数亦从275万、293万、315万持续抬升。畅玩服并不是单纯以“免点卡”换取短期用户增长，而是在时间服之外，为《梦幻西游》搭建了一个更轻量前端入口。时间服继续承接高粘性、高付费、深度社交与经济系统需求，畅玩服则负责拉新、召回与轻量体验，从而形成分层运营结构。将原本较高门槛的成熟产品，转化为能够持续吸纳新用户的平台型产品，延长了IP生命周期，并进一步强化其长青护城河。

表 5: 畅玩服主要简化内容梳理

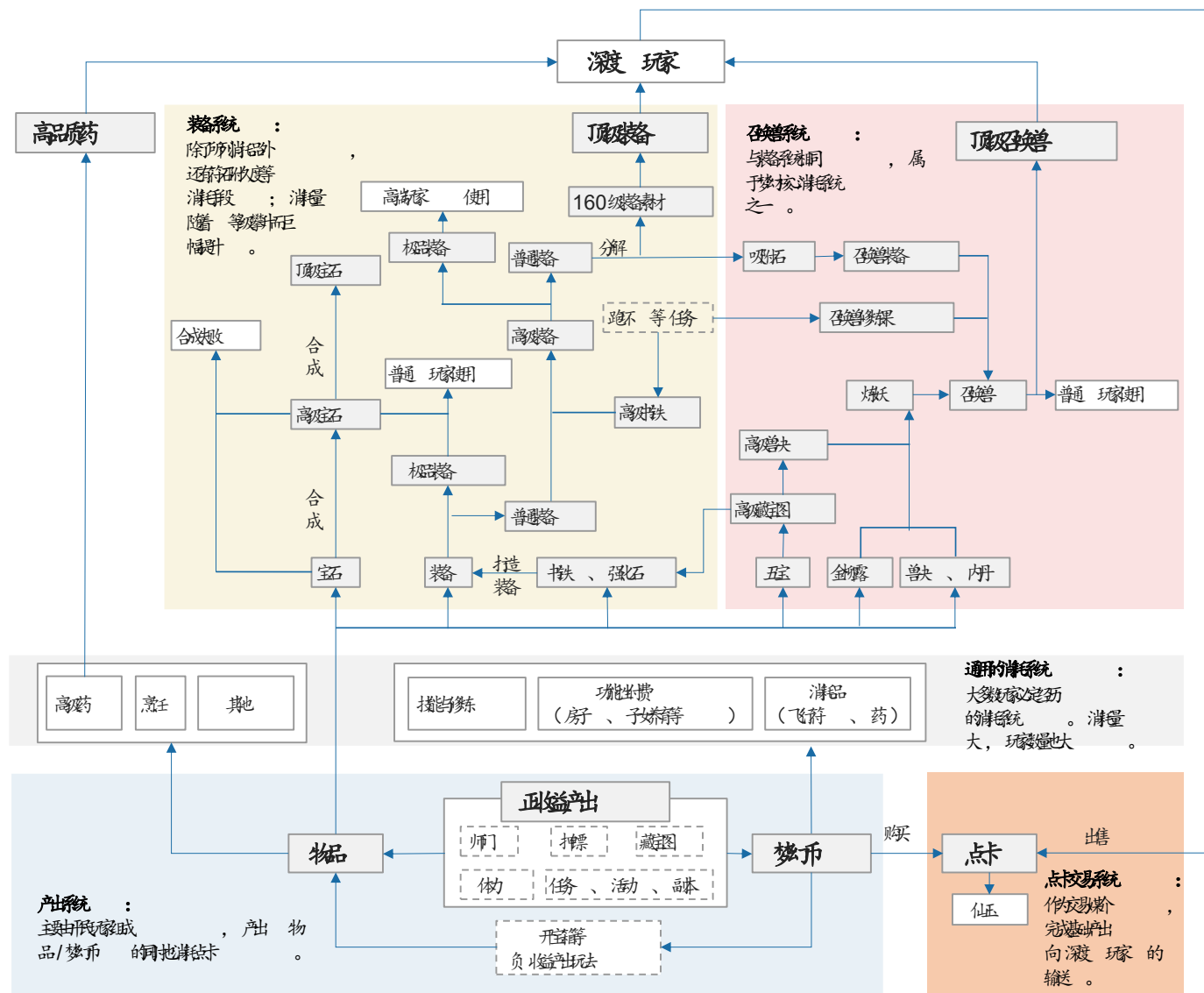
对比维度	时间服	畅玩服	主要简化
收费模式	按在线时长计费: 10 级起 6 点/小时 (约 0.6 元/小时), 可买单点/月卡/年卡	基础登录免费, 但核心功能需购买“尊享权益”: 3 元/天、90 元/月、540 元/半年	取消点卡计时, 采用“免费+特权”模式, 降低入门门槛
经济与交易	有藏宝阁官方交易平台, 角色/装备/梦幻币可安全交易, 资产保值性强	无藏宝阁, 仅游戏内摆摊/面对面交易; 产出受限 (如打图 50 次/天), 物价波动大	移除官方线下交易渠道, 限制产出, 形成封闭经济循环
门派与角色	完整门派+全角色阵容	精简为 12 经典门派+12 角色	回归经典门派配置
等级上限	175 级, 含飞升、化圣等终极追求	155 级, 无飞升/化圣系统	降低等级上限, 简化养成深度
玩法系统	副本、帮战、武神坛、神器、牧场、锦衣等深度系统齐全	保留师门、捉鬼、挖宝等核心玩法; 砍掉牧场、部分锦衣等复杂系统	聚焦经典玩法, 移除冗余养成
副本机制	自由进入, 奖励多为可交易道具	需消耗副本券 (7.5 万梦幻币或 5 仙玉), 奖励多绑定	增加副本进入成本, 限制资源流通
操作体验	无强制挂机限制, 操作相对传统	智能寻路、无限回合挂机, 日均 2-3 小时可清完日常	引入自动化功能, 大幅降低操作门槛与时间投入

数据来源: 梦幻西游官网, 广发证券发展研究中心

(3) 稳定的经济系统循环, 夯实产品长期运营根基

《梦幻西游》成熟且稳定的经济系统, 是其长线生命力的重要支撑之一。相较于一般游戏仅停留在数值消费层面, 《梦幻西游》通过点卡寄售、藏宝阁官方交易、多货币体系及持续的货币回收机制, 构建了一个兼具稳定性、流动性与可持续性的虚拟经济生态。一方面, 梦幻币、储备金、仙玉等多层货币分工明确, 配合技能提升、装备养成、召唤兽培养等大量消耗场景, 使游戏内产出与回收形成相对平衡, 避免经济系统快速通胀或失序; 另一方面, 点卡寄售和藏宝阁则实现了从玩家的时间投入转变为虚拟资产、再转化为现实价值的链条, 使玩家的游戏行为不仅能获得即时体验, 也能够沉淀为可流通、可交易的资产。更重要的是, 网易并未放任其自由演化, 而是通过掉落概率、任务奖励、活动供给和服务器调控等手段, 对整体物价与经济规模进行持续干预, 保证系统长期处于健康区间。这套经济系统能够让玩家持续感知到投入有回报、成长可延续, 使得用户形成较强的自发游玩意愿和长期留存动力, 进而支撑产品穿越周期。

图 14: 《梦幻西游》经济系统



数据来源：梦幻西游官网，GameRes 游资网，广发证券发展研究中心

藏宝阁是《梦幻西游》经济系统中的核心基础设施，也是网易在国内MMO商业模式上的标志性创新。其于2009年上线，核心是将角色、装备、召唤兽、游戏币等原本分散于官方体系外的交易，纳入官方认证、可追踪、可结算的平台之中，率先解决了私下交易中长期存在的账号被找回、欺诈频发、履约不确定等痛点。此后，藏宝阁又通过公示期、交易保护期、抽签机制、历史成交价查询、角色拆售等机制持续迭代，分别对应解决抢货套利、交易安全等问题，推动虚拟资产交易规范化。传统MMO里，玩家长期投入往往面临两个行业痛点：一是虚拟财产缺乏安全保障，二是退出机制缺失，导致高价值账号、装备和宠物虽然“有价值”，却难以安全兑现。网易率先打造藏宝阁，用官方信用重构了这套秩序，使玩家的时间投入与现实价值建立起相对可信的关系，进而提升玩家的留存意愿，这也是《梦幻西游》能够长期保持高活跃、高粘性的重要支撑。

图 15: 《梦幻西游》藏宝阁拆售功能示意



数据来源：梦幻西游官方论坛，广发证券发展研究中心

梦幻西游策划团队成熟的项目经验与体系理解构成了经济系统稳定的核心。《梦幻西游》核心策划团队初代以徐波为代表，完成了世界观、玩法框架与底层数值模型的搭建，奠定了梦幻区别于同期写实网游的产品调性与商业基础；第二代由林云枫承接，在门派、副本、社交与经济体系层面持续做厚内容，并强化了藏宝阁、官方交易与经济监控机制，使虚拟资产逐步形成较强的保值预期；第三、四代团队则一方面通过召唤兽、锦衣、祥瑞等付费与养成体系扩展消费深度，另一方面通过对工作室的治理等举措，维持系统长期稳态。第五代团队由吴伟聪（新丁）、钟鹏（月月）等人主导，其中吴伟聪是梦幻体系内部成长起来的核心策划代表，既参与过前期商业化深化阶段，也在后续版本迭代中积累了对经济、玩法与玩家生态的深刻理解；钟鹏则长期负责帮派系统、难度挑战玩法设计等内容建设。二者均为梦幻元老，在守住经济系统稳定性的同时，亦有望推动产品开启新一轮增长。

表 6: 梦幻西游历史策划团队

代际	核心人物	在任时期	核心贡献与历史定位
第一代	徐波（老徐）	2003-2006 年	《梦幻西游》游戏世界的底层框架构建。 将濒临停服的《大话西游 1》以 Q 版风格重制为《梦幻西游》，确立了游戏的基础世界观、核心玩法框架与底层数值模型。其设计奠定了梦幻区别于同期写实风格游戏的独特气质。
第二代	林云枫（小白）	2006-2014 年	完成经济体系的设计，深化了社交玩法。 在徐波离开后接任主策划，通过《天命之战》（推出武神坛）、《宝藏》（推出副本系统）、《法宝传奇》等资料片，极大地丰富了游戏内容和社交深度。其最大贡献在于建立了藏宝阁这一官方交易平台，并构建了严密的监控与宏观调控机制。
第三代	吴伟聪（新丁）	2014-2018 年	进一步巩固了游戏的付费深度。 上任后推出《异兽奇兵》资料片，一次性引入灵饰系统、召唤兽进阶和须弥真言技能，大幅拉高了角色养成上限与付费深度。同时，其任内锦衣、祥瑞等外观系统蓬勃发展，为网易创造了巨大的经济效益。

第四代	戴祺 (小奇)	2015年-2024年	保障游戏内经济系统长期稳定。在游戏出现产出过剩、玩家消费不足的背景下上任。其核心工作是通过数据分析,对经济系统进行调控,以对抗通货膨胀和工作室刷金,维护系统长期稳定。标志性举措为2019年“三界功绩”大改。
第五代	吴伟聪 (新丁) 钟鹏 (月月)	2024年-至今	在元老离场、经济系统经历调整后接棒,核心任务是重振玩家信心,稳住基本盘,并寻找新的增长点。

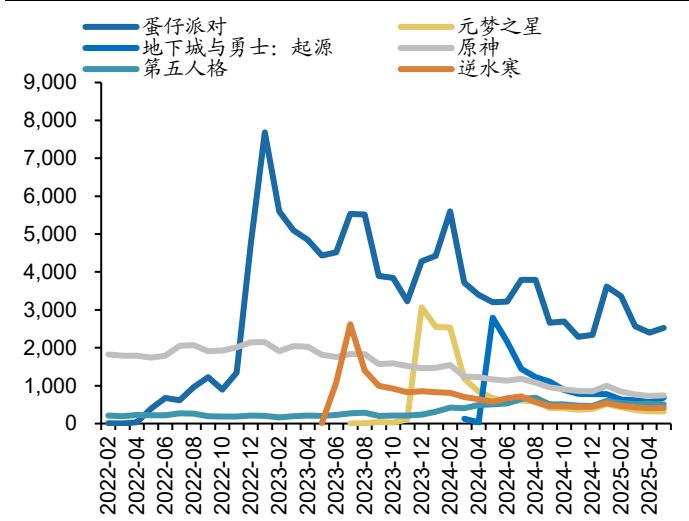
数据来源: 网易游戏, 广发证券发展研究中心

2. 蛋仔派对: 低门槛设计+UGC生态+轻量化社交

(1) 低上手门槛易于社交扩散

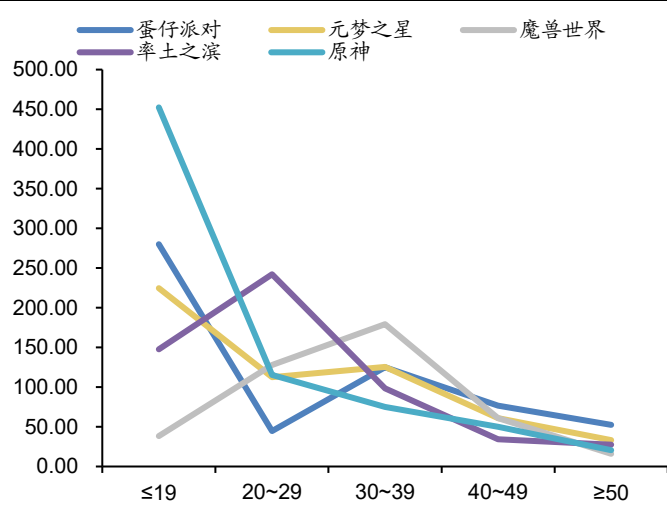
《蛋仔派对》极低的入手门槛使其能够快速触达更广泛受众,同时显著提高产品的社交扩散效率。蛋仔派对MAU明显领跑其它头部游戏,此外除19岁以下TGI偏高之外,其他年龄段TGI水平基本保持稳定。从玩法上看,《蛋仔派对》的操作逻辑非常简单,核心围绕移动、跳跃、闯关与轻度对抗展开,玩家不需要掌握复杂连招、数值体系或长线养成逻辑,即可在短时间内获得明确反馈和参与乐趣。这使其不仅能覆盖传统游戏用户,也更容易吸引低龄用户、轻度用户乃至非核心玩家进入。低操作门槛带来受众面显著拓宽,由于用户几乎不需要前置训练即可参与,产品天然更适合同学生群体、休闲玩家和家庭场景渗透。其次是社交扩散效率更高,许多重度游戏往往要求用户先具备一定游戏能力,才能顺畅组队或融入社交环境;而《蛋仔派对》恰恰相反,用户可以在“边玩边学”的过程中完成社交连接,熟人之间更容易形成即时组局,产品也更容易从个体娱乐外溢到聚会、陪玩和家庭互动场景。

图 16: 头部游戏MAU (万人)



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

图 17: 不同游戏按年龄分布的TGI指数



数据来源: 百度指数, 广发证券发展研究中心

《蛋仔派对》的视觉与反馈设计具备较强的普适性,能够同时满足低龄用户的直观偏好与成年用户的情绪需求。从视觉层面看,游戏采用圆润、拟人化的“蛋仔”形象,整体角色没有明显攻击性,天然更容易获得儿童用户的亲近感;同时,鲜明饱和的色彩搭配和轻松活泼的美术风格,显著降低了用户的理解成本。游戏中的碰撞、弹飞、滚落、翻转等物理表现往往较为夸张,并通过节奏明快的动画与反馈放大喜剧效果,使失败本身也具备娱乐性。对于低龄用户而言,这类直观、夸张、即时的反

馈更容易形成持续兴趣；而对成年用户而言，这种轻度失控、带有随机性的互动体验，则具备较强的解压属性。这套设计语言巧妙地平衡了低龄用户的审美偏好与成年用户的情感需求，为产品实现跨代际传播打下了良好基础。

图 18: 《蛋仔派对》新手教程主要流程

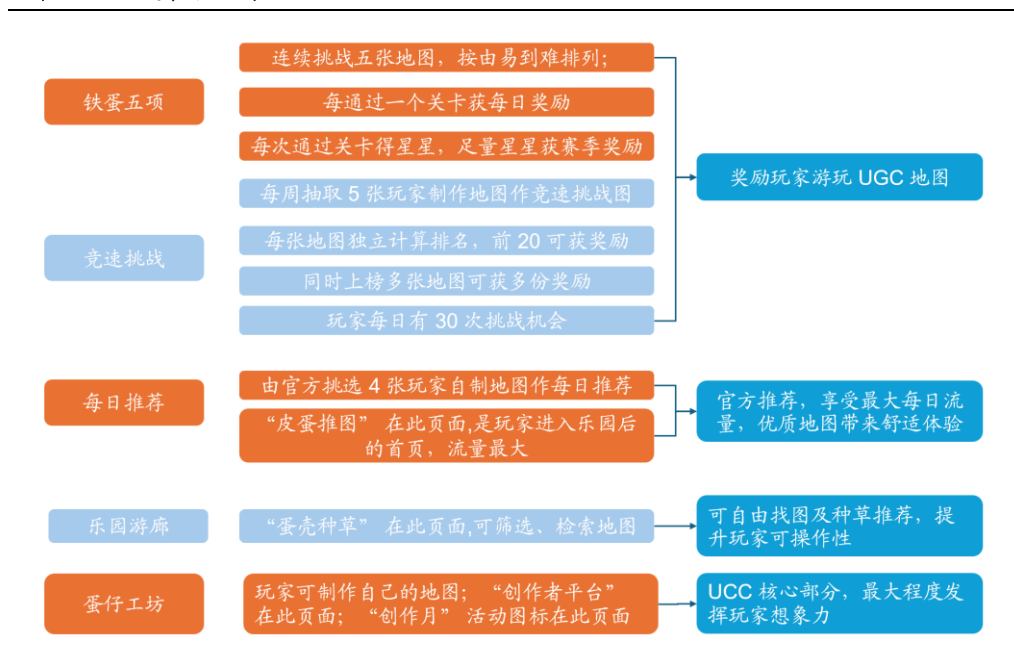


数据来源：蛋仔派对，Bilibili，广发证券发展研究中心

(2) UGC生态实现内容正向循环，赋予产品自更新属性

《蛋仔派对》的UGC乐园工坊，不仅极大丰富了游戏内容，更是让其能够承载不同年龄层的内容需求。《蛋仔派对》自2022年上线以来，便同步推进乐园工坊建设，早期通过低门槛地图编辑器吸引普通玩家参与创作，首先完成了“全民创作”的冷启动；随后，随着地图品类扩展、创作工具升级和创作者大会等机制推进，UGC生态逐步从兴趣驱动走向专业分工。据新华网，截至2025年7月，蛋仔工坊创作者数量已突破5000万；UGC地图累计达到上亿张，并逐步分化出轻量休闲社交类、高品质挑战类、剧情叙事类、模拟经营类等多个内容分支。乐园工坊实质上把《蛋仔派对》从固定玩法产品，扩展为一个可容纳多圈层偏好的内容平台，成为其长青能力的重要来源。

图 19: 《蛋仔派对》UGC玩法



数据来源: 游戏日报, 广发证券发展研究中心

UGC生态的专业化演进, 为《蛋仔派对》的内容带来了更强的正向循环。2025年《蛋仔派对》推进“高校匠星创造营”, 以课程、实训、赛事和孵化结合的方式, 把高校学生和潜在创作者纳入培养体系; 与此同时, 官方还持续推进“工匠创作月”等常态化创作赛制, 用主题任务、流量曝光和创作奖励引导内容生产逐步标准化、持续化。在激励层面, 网易于2025年前后进一步叠加地图赞助、金豆子商业化、工作室扶持及“100%分成+亿元补贴”等机制, 开始形成更成熟的创作者经济体系。2025年9月, 《蛋仔派对》在乐园工坊上线“AI模型生成”功能, 支持创作者通过文字或图片直接生成3D模型, 持续降低高质量内容生产的技术门槛。专业化的内容导向以及效率工具的推进, 均不断提升《蛋仔派对》的内容厚度和自我更新能力。

图 20: 《蛋仔派对》工坊专业化导向



数据来源：触乐，游戏研究社，广发证券发展研究中心

(3) 轻量化社交增强用户粘性，窗口期裂变推动产品破圈增长

以“蛋搭子”文化为代表的轻量化社交生态，使得《蛋仔派对》能够形成强大的用户粘性。所谓“蛋搭子”，本质上是一起跑图、闯关、逛乐园、打卡地图的轻关系同伴，不必像传统强社交游戏那样先建立固定队友、公会等高强度协作模式。网易将产品定位于“一起揪蛋友参加欢乐派对”，同时在后续运营中持续放大这种属性。2024年7月，官方活动“第二届蛋仔冲冲冲”直接以“与蛋搭子一起，各显神通向前冲”作为传播文案，并同步上线赛事分享、弹幕互动等功能；2025年12月31日，跨年版本推出“跨年不孤蛋”主题，官方明确引导玩家“和蛋搭子一起见证”“一起合影打卡”；2026年3月，官方上线“寻找你的呼呼搭子”默契测试活动，并在周末福利、组队活动中反复使用“快来邀请蛋搭子一起领福利”的表述。此外，游戏内上线的“欢聚蛋圈”系统，为“搭子关系”从线上延伸到更稳定的社交圈提供了土壤；线下推动举办“蛋友碰碰会”等聚会，将游戏内温暖的社交氛围复刻到现实，极大地增强了用户粘性与留存。

表 7: 网易“蛋搭子”文化运营主要举措

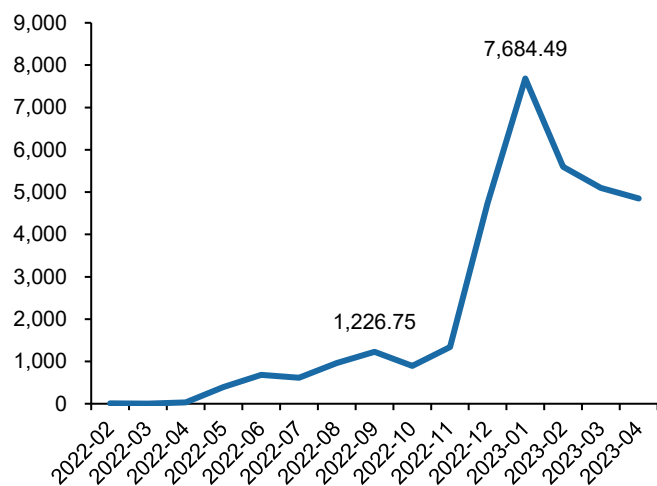
时间节点	举措类型	具体内容
2023年3月17日	外部发酵	抖音、小红书等平台出现大量玩家“找蛋搭子”内容，用于一起打卡乐园、跑酷、组队社交。
2023年7月前后	平台话题运营	B 站上线“蛋仔派对寻找蛋搭子”官方话题页/激励计划，鼓励投稿与开播。
2023年12月15日	造节运营	官方在“5 亿用户”节点推出“蛋搭节”，并发布《蛋仔派对》蛋搭节 CG《携五亿蛋仔，共赴蛋搭节!》。
2024年7月5日	组队赛事	官方更新公告中推出“第二届蛋仔冲冲冲”，明确写到“与蛋搭子一起，各显神通向前冲”，并新增赛事分享、弹幕、纪念册功能。
2025年4月4日	场景化陪伴	樱花季活动“露营、野炊还有流星雨”上线，官方文案明确引导玩家“陪你的蛋搭子一起来看”“快和蛋搭子比比谁能钓更多鱼”。

2025年5月29日	生态延伸	“蛋搭子小组件”上线，支持在手机主页面查看亲密好友游戏状态、接收其发布的游戏消息。
2025年6月20日 -7月17日	小组件激励	周年庆版本继续围绕“小组件”做活动，安装“蛋搭子小组件”可领取动作奖励。
2025年11月14日	功能深化	“蛋仔农场留言板”功能上线，支持给“蛋搭子们”留言，留言达到一定数量后门牌还会出现特效。
2025年12月12日 -12月14日	常态化福利社交	更新公告中延续“邀请蛋搭子一起领福利”的周末福利机制，并配合助力砍价等好友协作任务。
2026年1月26日 -2月1日	节日福利社交	春节前版本以“快来邀请蛋搭子一起领福利”组织周末奖励发放。
2026年3月20日	双人玩法升级	新玩法“好蛋成双”上线，8名蛋仔两两组队进行多轮小游戏对抗。

数据来源：蛋仔派对官网，Bilibili，广发证券发展研究中心

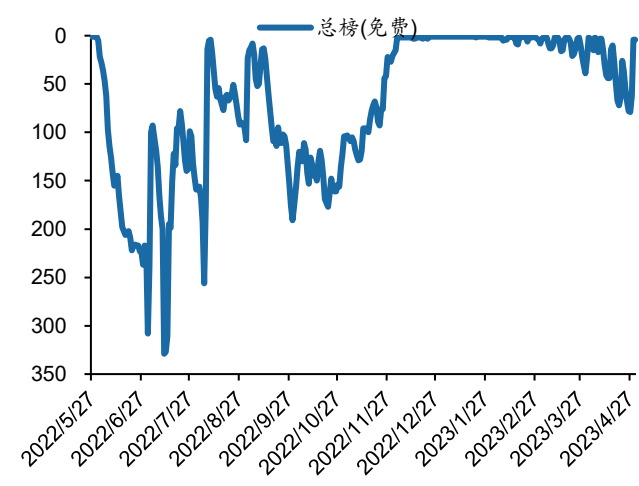
《蛋仔派对》依靠社交裂变推动用户破圈，暑假和春节通常为重要窗口。从用户活跃的变化可以看出，其主要增长驱动来自暑期及春节两个时间点。在暑期，产品逐步实现自身种子用户积累，暑期MAU达到1227万。而在春节，则形成了产品的社交爆发：MAU爆发式增长，新进用户数量大幅提升，产品在2022年11月-2023年2月，持续在 iOS 免费榜保持靠前位置。我们认为核心因素在于重大假期窗口，年轻用户存在巨大的组队休闲需求；以《蛋仔派对》为代表的Party Game很好的承接了这一需求。因此大量Party Game通常都在假期实现用户量的快速增长。

图 21：2022年5月-2023年4月蛋仔派对MAU（万人）



数据来源：Quest mobile，广发证券发展研究中心

图 22：2022年5月-2023年4月蛋仔派对免费榜排名



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

在内容及活动层面，《蛋仔派对》在春节等活动高峰期，版本更新更加频繁。其上线早期产品版本更新频率相对较高，通常在4-5周迭代一个版本。在春节等活动高峰期，通常一个大活动包含3-4个小版本更新，蛋仔派对在2023年春节期间迭代了8个小版本，持续优化玩家体验。

图 23: 蛋仔派对暑期&春节活动更新节奏



数据来源: APP Store, 广发证券发展研究中心

二、深化精品研发，单品竞争优势显著抬升

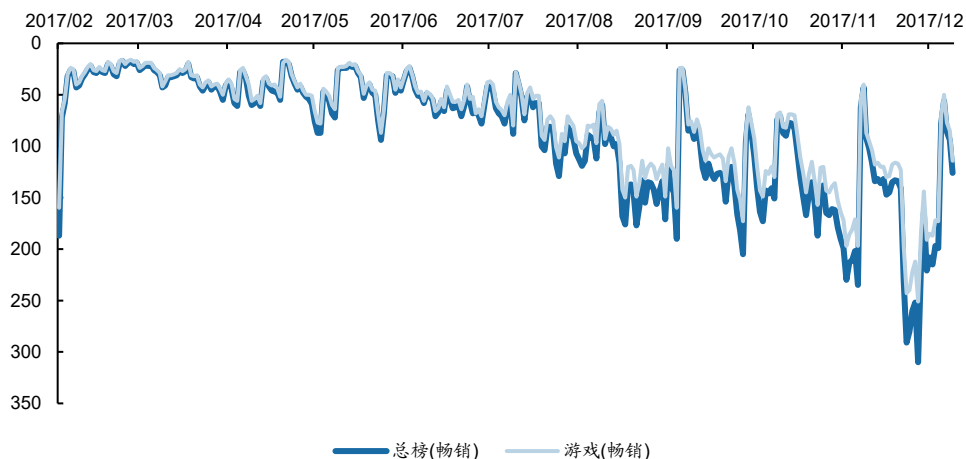
(一) 发行能力逐步完善，新品立项立足全球化

1. 从亚洲市场转向全球，出海范围逐步扩张

网易以精品游戏破圈日本市场，深耕游戏内容与本土的适配度、强调游戏更新迭代速度、打磨游戏细节和内容卖点，先后推出《阴阳师》《荒野行动》等。2017年底，建立在优质自研能力所积累的品牌影响力基础上，网易开启日本大航海阶段，先后输出《率土之滨》《第五人格》《明日之后》等。

《阴阳师》奠定日本市场本土化运营基础。2016年由网易Zen事业部自研的《阴阳师》在国内上线测试之后，于2017年2月上线日本，上线首日登顶免费榜。《阴阳师》游戏以《源氏物语》的古日本平安时代为背景，设定及画风注入诸多和风元素，故事剧情极具探索性，优质内容吸引众多粉丝。《阴阳师》在日本的出海营销主要靠针对目标用户进行精准内容营销，并结合线上、线下整合传播提升用户触达率。精准内容营销方面，《阴阳师》在日本评测网站Appbank取得推荐位，并与日本最大的二次元媒体Animate Times、二次元视频网站niconico合作，进行声优、画师及编剧团队直播等活动；线上、线下整合传播方面，线上获得App Store和Google Play首页大图推荐及新游推荐；线下则在电车车厢、秋叶原等地投放了大量户外广告

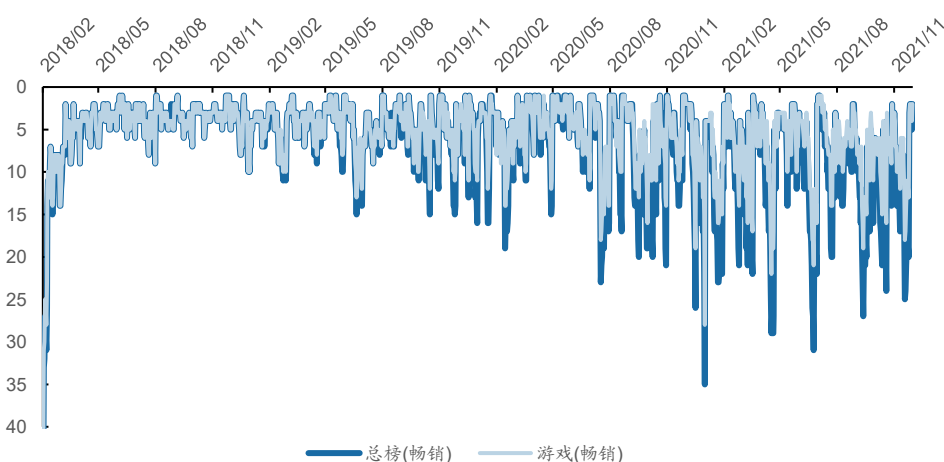
图 24: 《阴阳师》上线首年日本畅销榜排名



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

《荒野行动》接档《阴阳师》，持续霸榜日本手游畅销榜。在《阴阳师》之后，2017年底网易自研游戏《荒野行动》在日本上线。网易凭借过去深厚的研发经验，在内容层面保持较高的更新速度，将自研的Messiah引擎应用在《荒野行动》中，在当时的“吃鸡”手游市场脱颖而出。根据Sensor Tower数据，《荒野行动》2018年全年收入4.65亿美元，日本市场贡献80%；据Gameage研究所的数据统计，2018年日本游戏用户为3400万人，而根据《荒野行动》官方Twitter发布的消息，2018年《荒野行动》的日本市场下载量正式超过2500万。

图 25: 《荒野行动》日本畅销榜排名

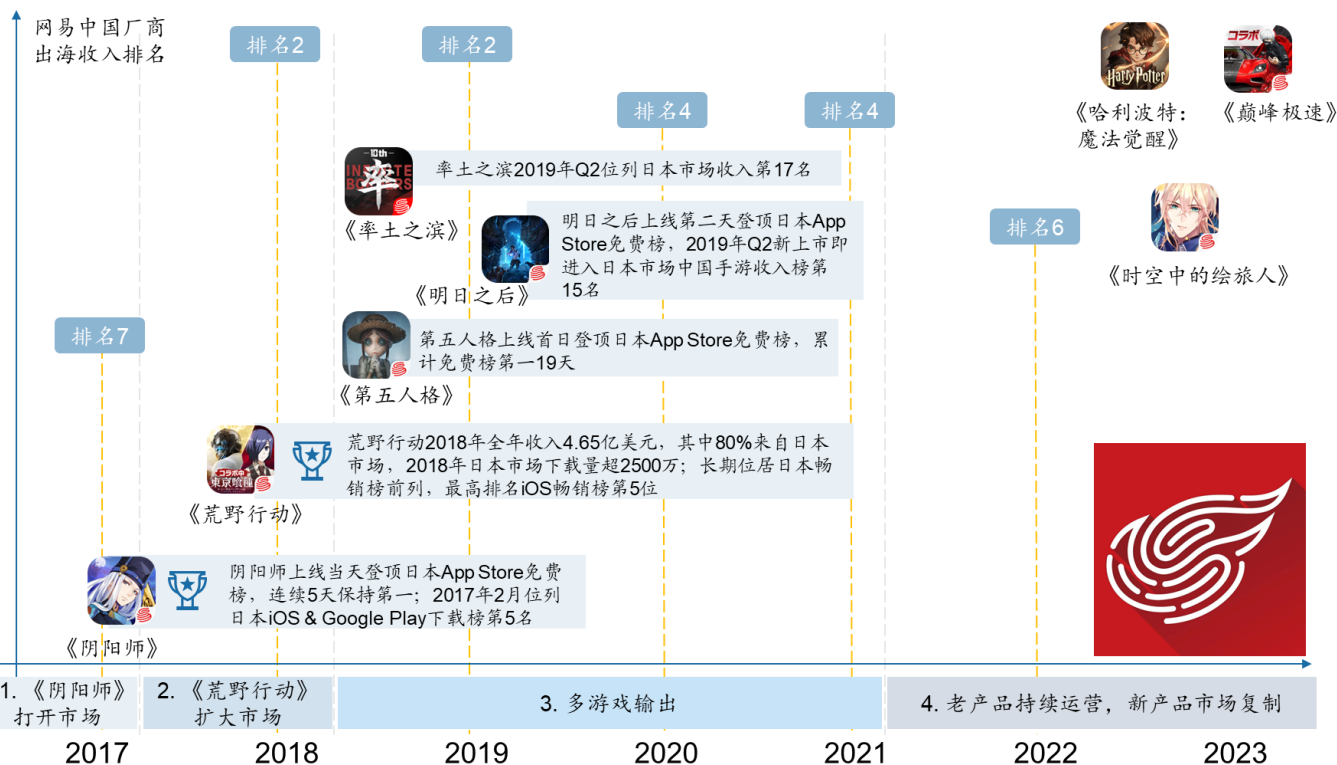


数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

细分品类处于领先地位，日本市场进一步拓展。网易借助《阴阳师》树立的品牌形象和市场基础，加之本土化运营的丰富经验。此后更加注重游戏内容细分下沉，进入游戏出海质与量并存时代，以三国IP为核心的SLG游戏《率土之滨》日服于2017年7月上线。2019年《率土之滨》两度上升畅销榜第9，超过了一众日本本土三国游

戏，被日本游戏媒体4gamer评为“第一三国手游”。《率土之滨》在日发行期间发挥了文化输出媒介作用，本地厂商多效仿率土研发SLG游戏“率土LIKE”。网易自研《第五人格》和《明日之后》分别于2018年7月及2019年4月在日本上线。根据Sensor Tower的数据，网易共有4款游戏入围2019Q2中国手游日本收入Top20，其中《荒野行动》第1、《第五人格》第8、《明日之后》和《率土之滨》日服（大三国志）分别位列第15、17。

图 26：网易游戏出海产品及其表现



数据来源：网易游戏官网，SensorTower，七麦数据，广发证券发展研究中心

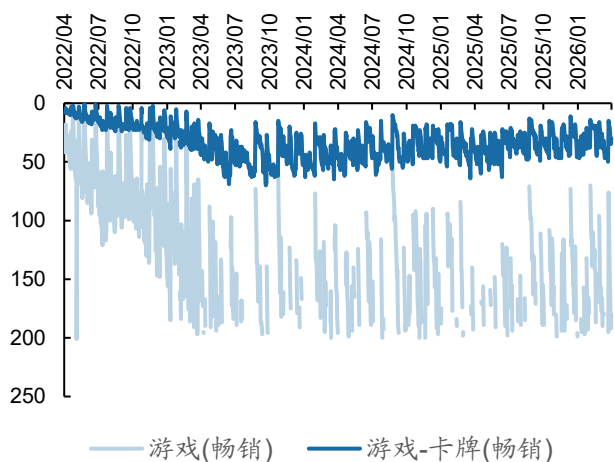
2. 从海外IP转向自研出海，全球化能力持续提升

自2024年以来，网易海外研发布局明显由“广撒网式设点”转向自研内容出海为核心的收缩整合阶段。2024年底，曾参与《圣剑传说：Visions of Mana》研发工作、旨在开发次世代主机游戏的网易日本樱花工作室关闭；同年9月下旬，网易对其位于加拿大的工作室Skybox Labs进行裁员调整，该工作室曾参与过《光环：无限》和《我的世界》开发支持；2025年1月，由《光环：无限》前设计主管Jerry Hook领衔的西雅图工作室Jar of Sparks关闭，该团队曾被视为网易进军北美3A叙事游戏的重要布局。网易海外一方工作室模式本身具备高投入、长周期、高风险特征，海外顶尖人才薪酬高、3A研发回报周期长、新IP成功率低，公司因而转而将出海重心收束到已有验证能力更强的自研产品全球发行上。

网易成熟的研运能力能够将知名IP稳定转化为用户沉淀与流水兑现。《哈利波特：魔法觉醒》于2021年9月9日在中国大陆上线，上线以来始终维持稳定的流水。产品首发当日仅7小时即登顶iOS畅销榜，并位列双榜第一。2022年中，游戏虽经历自然

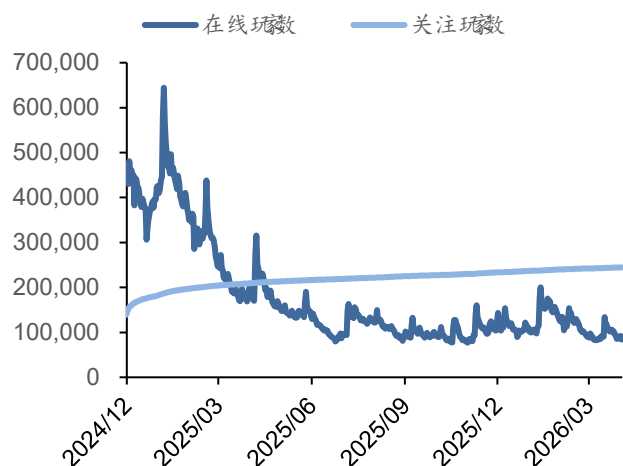
回落，但整体长期位于国内iOS游戏畅销榜前列，流水表现趋于稳定具备持续贡献收入的能力。《漫威争锋》则验证了网易在全球市场对强IP的放大能力，其于2024年12月5日上线Steam，上线后不久即登顶Steam全球畅销榜，长线运营依然能够沉淀下相当数量的稳定玩家。

图 27: 《哈利波特：魔法觉醒》国内排名情况



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

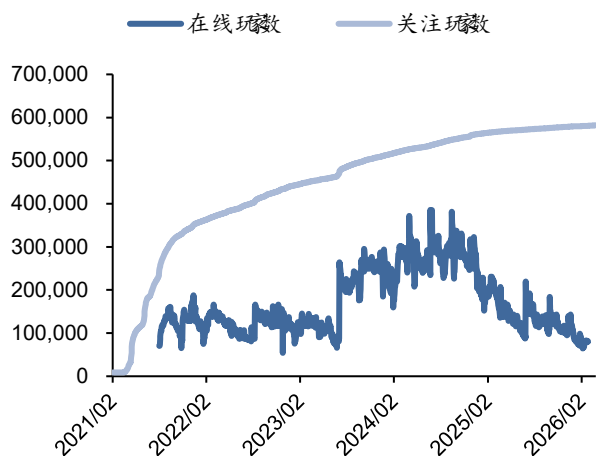
图 28: 《漫威争锋》Steam玩家在线及关注数量 (单位：人)



数据来源：SteamDB，广发证券发展研究中心

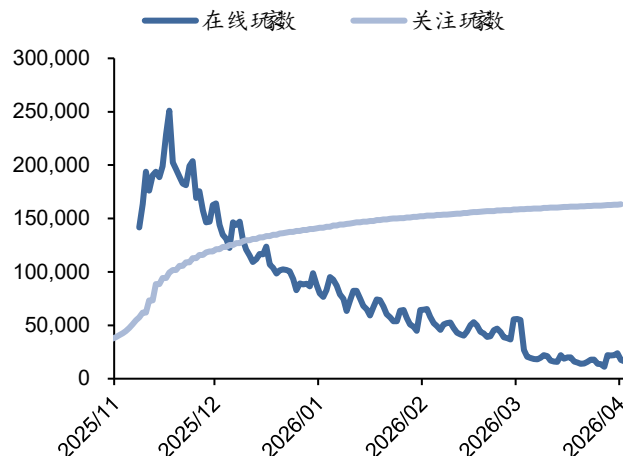
网易自研产品在出海上依然具备较强的产品化与用户获取能力，但不同品类在海外市场的兑现节奏存在明显差异。《永劫无间》是网易自研出海中最成功的代表之一，产品于2021年8月11日上线，2021年底网易即披露其PC端销量已超过600万份；2022年官方进一步提到产品达到1000万销量；2023年7月又转为免费游戏并登陆PS5，带动用户规模继续扩张；到2024年，网易披露《永劫无间》全球用户已超过2000万，而Steam商店当前则显示“已有超过4000万玩家加入”。其武侠近战吃鸡的差异化定位较为鲜明，在全球竞争格局中具备一定稀缺性，因此即便产品进入成熟期，仍能沉淀出一批稳定核心用户。《燕云十六声》全球版于2025年11月14日上线Steam，官方随后披露，该作品自上线以来游戏总玩家数已突破900万，Steam峰值同时在线超过25万人。但从后续趋势看，《燕云十六声》在线人数回落较快，主要在于文化题材的跨区域接受门槛较高，其更依赖武侠世界观、叙事语境与东方文化表达，海外用户从“被题材吸引”到“形成深度留存”之间存在更长转化链条。

图 29: 《永劫无间》Steam 玩家在线及关注数量 (单位: 人)



数据来源: SteamDB, 广发证券发展研究中心

图 30: 《燕云十六声》Steam 玩家在线及关注数量 (单位: 人)



数据来源: SteamDB, 广发证券发展研究中心

3. 储备项目具备全球化潜力, 看好海外发行扩张

网易目前已有储备产品《遗忘之海》与《无限大》, 二者均具备充足的全球化潜力。

《遗忘之海》定位为海洋冒险开放世界RPG, 题材上天然具备全球传播优势, 同时美术风格上以“木偶”质感、怪诞美学为主线, 进一步拉开了视觉区隔。更关键的是, 其“海上即时海战+陆地回合制战斗”的双轨玩法结构, 既能覆盖偏动作体验的玩家, 也能吸纳偏策略与RPG养成的用户。《无限大》则切入都市开放世界ARPG方向, 产品将跑酷、飞车、探索、战斗和沉浸式都市生活模拟结合在一起, 试图构建更接近“现代城市幻想”的开放世界体验。其设计思路更强调“生活在城市里”的体验感, 有望增强内容传播性和社区讨论度。

表 8: 《遗忘之海》&《无限大》产品特点梳理

维度	遗忘之海	无限大
游戏类型	海洋冒险 / 开放世界角色扮演游戏 (RPG)	都市开放世界 / 动作角色扮演游戏 (ARPG)
制作团队背景	网易旗下 Joker Studio (代表作《第五人格》), 团队成立于 2018 年。	网易旗下 Naked Rain 工作室 (隶属雷火事业群), 团队规模达 700 人, 核心成员多为 90 后、00 后。
差异化定位	海洋主题开放世界 RPG, 以独特的木偶美学和双轨玩法(即时海战+回合制陆战)为特色, 打造风格化航海冒险体验。	都市开放世界 RPG, 融合跑酷、飞车、探索与战斗, 主打高自由度与沉浸式都市生活模拟。
核心玩法特色	1.双轨战斗: 海上即时海战+陆地回合制战斗。2.高自由度探索: 动态城市系统, 玩家选择影响世界。3.丰富社交与休闲玩法: 如酒馆拼酒、打牌等。	1.立体都市探索: 融合跑酷、飞车等移动方式。2.角色人生模拟: 玩家扮演不同职业角色, 体验其故事与生活。3.无脚本驱动: 高互动性世界, NPC 拥有全天候行为逻辑。
美术风格	标志性怪诞美学 (木偶质感、哥特风格), 角色设计由日本原型师竹谷隆之、大山竜操刀。	二次元卡通渲染, 构建具有“现代亚洲城市风格”的动漫感都市。
商业模式	免费游玩, 包含抽卡机制。	免费游玩, 取消角色抽卡, 仅通过出售皮肤、外观等付费。
目标平台	PC (Steam)、PS5、iOS、Android, 多平台数据互通。	PC、PS5、iOS、Android, 计划全平台同步上线。
上线计划	计划于 2026 年第三季度 (7-9 月) 正式上线。	尚未公布具体公测日期, 处于持续打磨阶段, 目标 2026 年内或 2027 年上线。

数据来源: 游戏那点事 Gamez, 游戏新知, Enjoy 出海, GameRes 游资网, GameLook, 无限大官网, 广发证券发展研究中心

《遗忘之海》与《无限大》两款旗舰产品的研发进程顺利且市场热度高涨，看好后续海外发行扩张。截至2026年4月8日，《遗忘之海》全网预约量已突破1535万，TapTap评分高达8.9，此外其独特的美术风格与玩法在海外市场引发了热烈反响，2026年2月测试期间发布的实机视频在YouTube上3天内播放量即突破1200万。《无限大》全网预约量已突破1671万，此外在2025年东京电玩展（TGS）上荣获日本游戏大奖“未来部门奖”，成为唯一入选的中国原创IP。

表 9: 《遗忘之海》&《无限大》研发进度时间线

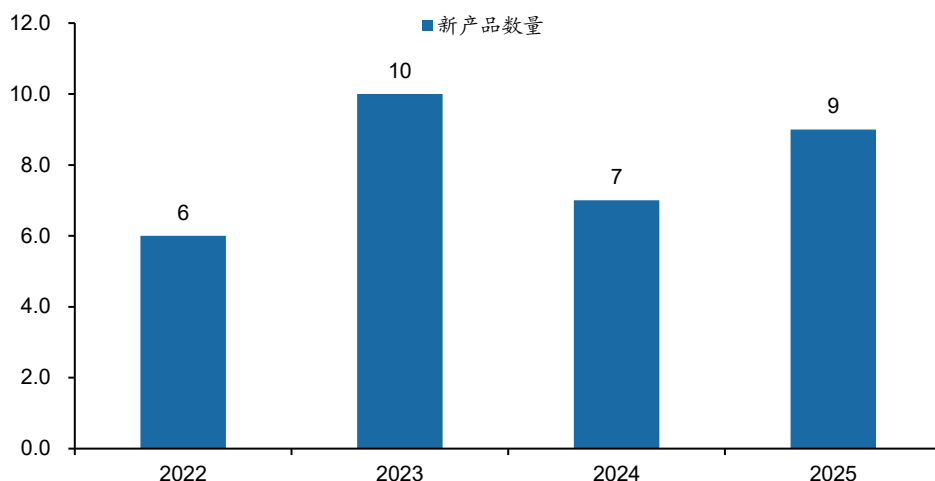
产品名称	时间节点	关键事件
遗忘之海	2025年5月16日	首曝概念宣传片《YoHo!》
	2025年5月20日	登陆网易游戏520线上发布会
	2025年6月5日	登陆索尼State of Play发布会
	2025年6月27日-29日	开启“漂流瓶号”首次技术性测试
	2026年1月8日	公布“流浪号测试”实机玩法预告
	2026年2月5日-13日	开启“流浪号测试”Beta封测
无限大	2023年8月24日	在德国科隆游戏展(Gamescom)首曝
	2024年11月29日	游戏正式定名《无限大》
	2024年12月23日	获得国家新闻出版署版号
	2025年1月3日-4日	开启首次线下封闭测试
	2025年9月23日	发布7分钟玩法预告PV
	2025年9月25日-28日	东京电玩展（TGS）首次公开试玩

数据来源：遗忘之海官网，无限大官网，Bilibili，广发证券发展研究中心

（二）产品研发精耕大单品，核心壁垒源于玩法创新

以520发布会为代表，近年网易游戏新品数量明显减少，主要反映公司产品策略转向大单品驱动。从近四年网易520发布会新品情况看，2022-2025年公司合计推出34款新品，单年维持在6-10款区间，相较于早期年均推出20余款新品而言明显收敛。此外，公司近四年新品中已停运产品达到9款、在研产品仍有7款，反映公司对新品项目的筛选和淘汰明显加快。相较于早期多品类、大面积推出产品的策略，网易目前转向精耕细作、集中资源做大单品的做法，能够保证游戏业务的稳定营收。以2022年为例，作为新品推出数量低于10款的首年，520发布会中亮相的《暗黑破坏神：不朽》、《逆水寒》手游、《永劫无间》手游、《蛋仔派对》均跑出现象级表现，且稳定盈利至今，本质反映公司体量扩大后更依赖于大单品表现驱动增长，因而在产品策略上围绕头部产品优化资源配置、主动压缩低效率项目存量。

图 31: 2022-2025年网易520发布会新品数量



数据来源: 网易游戏, 广发证券发展研究中心

从产品表现来看, 大单品成功的逻辑主要源于玩法和品类创新, 网易在研序列仍具备大单品潜力。以2022-2025年为例, 网易520发布会推出的34款新品中, 现象级产品有《逆水寒》手游(2022)、《永劫无间》手游(2022)、《蛋仔派对》(2022)、《燕云十六声》(2024)等。网易新品的成功并非主要依赖传统成熟品类的简单复制, 而更多来自于对玩法框架、用户场景和品类表达的重新定义。例如《永劫无间》手游把高机动近战博弈与“大逃杀”机制结合, 形成了差异化的“武侠吃鸡”体验; 《逆水寒》手游在武侠MMO框架中强化开放世界、社交生态与降肝减负设计, 重新适配当代用户习惯; 《蛋仔派对》依托UGC地图编辑、派对闯关与强社交裂变, 实质上做出了休闲竞技内容自增长的生态; 《燕云十六声》则进一步把单机叙事、开放世界探索与武侠沉浸体验结合, 形成了区别于传统MMO和传统动作游戏的新表达。而2025年亮相的《遗忘之海》基于海洋冒险题材、开放世界探索, 打造了即时海战、陆地回合制战斗等新颖玩法, 通过题材、美术和系统层面同时做差异化, 若后续测试验证完成度与留存表现, 有望成为网易下一阶段值得关注的大单品候选。

表10: 2022-2025年网易520发布会新品梳理

年份	产品名称	产品状态	产品主要内容 / 表现
2022	《暗黑破坏神: 不朽》	端游	上线 8 周营收超 1 亿美元, 上线 11 个月全球累计营收突破 5.25 亿美元; 运营三年多后, 2025 年仍每月为暴雪和网易贡献 600 万至 700 万美元收入。
	《逆水寒》手游	端游	2023 年 6 月 30 日公测, 首月 iOS 总收入超 11 亿元, 开服 10 分钟同时在线破 100 万, 注册玩家迅速突破 5000 万; 截至 2025 年 11 月, 国服累计 iOS 端流水已超 45 亿元, 月流水稳定在 5500 万元左右
	《永劫无间》手游	端游	2024 年 7 月 25 日上线, 预下载登顶 AppStore 免费总榜, 上线当天空降 iOS 畅销榜第 3, 上线前三天 iOS 累计预估收入超 2700 万元; 2025 年玩家数突破 6000 万, 年流水达 7.74 亿元, 位列武侠手游流水榜前列。
	《蛋仔派对》	端游	2022 年 5 月 27 日公测, 2023 年 2 月 DAU 突破 3000 万; 截至 2025 年 12 月 6 日, 其通过 Google Play 与 AppStore 累计实现的玩家消费额已突破 7.5 亿美元(约 52 亿元人民币)。
	《战争怒吼》	停运	网易于 2024 年 11 月 13 日发布公告, 由于游戏开发运营策略调整, 游戏将于 2025 年 1 月 13 日 15 时起停止新内容开发, 并关闭部分服务器。
2023	《绿茵信仰》	端游	2026 年 3 月, 游戏举办了 3 周年庆典, 推出了“跨越巅峰”版本更新及“殊途争锋”新玩法; 据国家新闻出版署 2026 年 3 月 25 日发布的审批信息, 该游戏已更名为《网易足球王》。
	《巅峰极速》	端游	2023 年 6 月 20 日公测, 累计用户超 6500 万, 月活达 3500 万, 成为竞速赛道黑马。
	《超凡先锋》	端游	2023 年 6 月 8 日公测, 主打生存夺金玩法, 拥有自由交易与枪械改装系统。游戏持续更新赛季, 2026 年 3 月已上线 S9“魔法惊奇夜”赛季。
	《全明星街球派对》	端游	2023 年上线后曾冲上国内 iOS 畅销榜第一。2025 年 5 月全球发行后表现强劲, 登顶多个地区 iOS 免费榜, 在美国下载榜位列第二。
	《零号任务》	在研	在研。网易自研 2v4 非对称竞技手游, 目前处于测试阶段。该游戏于 2023 年 3 月获得版号, 并在 2021 年至 2023 年间进行了多轮测试, 包括于 2023 年 12 月 1 日结束的“曙光测试”。
	《龙之灵域》	在研	在研。网易自研大世界魔幻 MMORPG 手游, 采用无职业设定。已进行“龙灵觉醒”首测(2023 年 3 月)和“龙灵破晓”二测(2023 年 11 月)。
	《代号 56》 (后更名《破碎之地》)	在研	在研。网易北落师门工作室自研的中式废土题材 PVE 射击游戏。已进行多轮计费删档测试, 原计划 2024 年公测, 后决定延期优化, 预计 2026 年上线。
	《突袭: 暗影传说》	端游	以色列 Plarium 公司开发的西方魔幻回合制 RPG 手游, 全球运营已超 6 年。2025 年推出六周年版本, 新增后台挂机等功能, 持续更新中。
	《射雕》	停运	网易于 2025 年 9 月 24 日公告, 由于《射雕三部曲》IP 合作期即将结束及游戏运营策略调整, 游戏将于 2025 年 11 月 24 日 15 时终止运营。
	《九畿: 岐风之旅》	停运	研发商“之幻网络”于 2024 年 9 月 4 日解散, 游戏项目停止研发。
2024	《三国诛将录》	停运	网易于 2023 年 12 月 13 日公告, 游戏将于 2024 年 2 月 19 日 15 时终止运营。
	《燕云十六声》	端游	2025 年 1 月公测, 首月 iOS 端流水 8020 万元, 至 11 月 iOS 流水仍维持在 7500 万元左右。
	《萤火突击》	端游	网易自研的生存夺金射击手游, 主打“爽快摸金”体验。据 2025 年行业调研, 其用户量及流水同比增长, 5 月底 DAU 约 300 万, 累计注册用户超 6000 万, 被视为射击品类新兴成功产品。
	《漫威终极逆转》	端游	网易代理发行的漫威 IP 策略卡牌手游, 海外名《MARVEL SNAP》。游戏持续更新赛季, 2025 年 11 月推出“神奇四季”新赛季。
	《圣剑传说 Visions of Mana》	端游	《圣剑传说 Visions of Mana》(又称《圣剑传说 5》)是由 Square Enix 发行、网易旗下樱花工作室(Ouka Studios)参与核心开发的动作角色扮演游戏, 于 2024 年 8 月 29 日登陆各大平台。其主要开发工作室网易樱花工作室在游戏发售后被裁撤关闭, 长期运营将主要依赖 Square Enix 的维护。
	《勇拳冲锋》	端游	日本 MyDearest 开发的 VR 3v3 动作对战游戏, 由网易关联公司国内发行。2025 年 7 月由付费转为免费模式, 持续更新赛季, 2026 年 3 月已开启第八赛季。
	《七日世界》	端游	2024 年 7 月 10 日全球公测的开放世界生存游戏, 玩家扮演“超越者”在末世合作生存、建造家园、对抗畸变体。
	《天启行动》	停运	2024 年 10 月 14 日, 网易官宣《天启行动》将于同年 12 月 12 日正式停服。

	《命运：群星》	端游	2025年10月16日公测的《命运》IP授权科幻射击RPG手游，支持第一/第三人称切换，创新“遗物”系统。
2025	《unVEIL the world》	端游	2025年10月16日日本上线的网易×集英社策略冒险RPG，采用竖屏漫画式叙事。
	《灵兽大冒险》	端游	2025年8月7日公测的竖版回合制MMO，以东方神话为背景，主打灵兽捕捉、进化与策略战斗。
	《PlanetPartyTime》	在研	在研。网易雷火研发的“多人派对+生活模拟”游戏，玩家在立方体星球探索建造。已进行海外测试（2025年5月）。
	《遗忘之海》	在研	在研。网易第五人格团队新作，原创海洋冒险RPG。2025年已完成首次测试，预计2026年发布。
	《万民长歌：三国》	停运	2025年7月，网易自研的单机游戏《万民长歌：三国》项目解散。
	《漫威秘法狂潮》	停运	2026年3月19日，网易旗下《漫威秘法狂潮》在游戏内发布了停运公告，表示游戏将于今年5月19日正式停止运营。
	《头号追击》	停运	2025年12月17日，网易官宣《头号追击》于2026年2月26日终止运营。
	《无主星渊》	停运	2026年2月28日，网易官宣《无主星渊》将于4月30日正式停服。

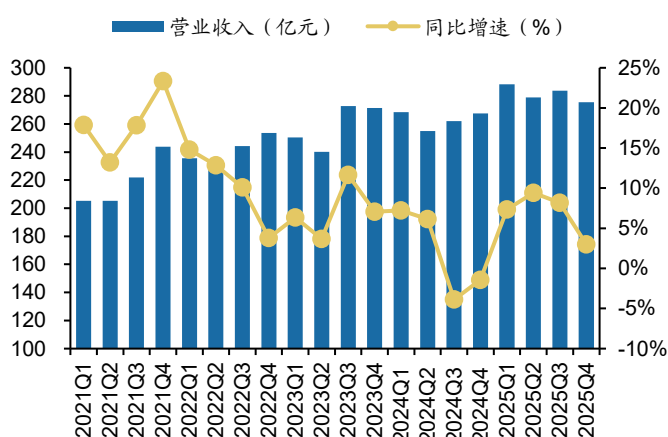
数据来源：网易游戏，TapTap，GameLook，游戏陀螺，游戏葡萄，竞核，游戏新知，17173游戏网，游侠网，游戏那点事 Gamez，手游那点事 Gamez，独立出海联合体，点点出海，映维网 Nweon，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

（一）公司财务：经营情况保持稳健，合同负债同比增加

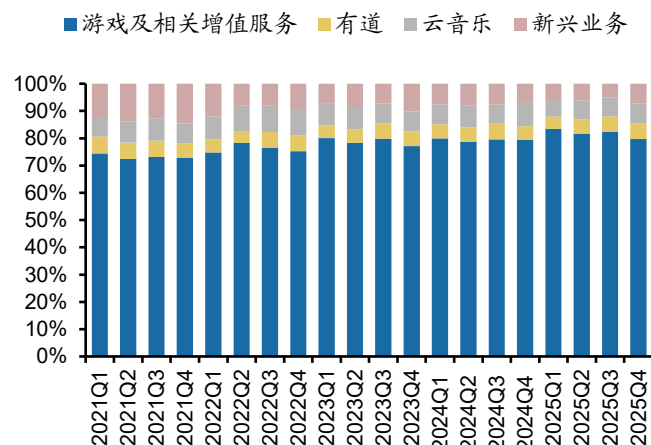
公司整体营收保持增长，游戏业务占比稳定。2025Q4公司实现营业收入275.5亿元，YoY+2.99%/QoQ-2.86%，游戏及增值服务净收入为220.00亿元，YoY+3.41%/QoQ-5.84%；2025全年实现营业收入1126.26亿元，同比增长6.96%，游戏及增值服务全年净收入为921.49亿元，同比增长10.20%。Q4毛利率同比增长5.29pct至64.05%，全年毛利率同比增长1.74pct至64.24%。

图 32：网易调整后单季度营收（亿元）和增速（%）



数据来源：网易季报，广发证券发展研究中心

图 33：网易调整后单季度各业务营收占比（%）

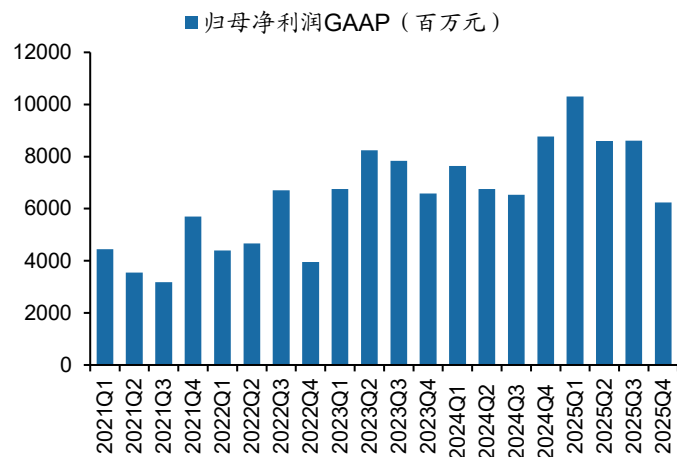


数据来源：网易季报，广发证券发展研究中心

公司25Q4销售费用38.88亿元，环比减少12.79%，受24Q4低基数影响同比增加37.94%，25Q4销售费用率为14.11%。25Q4管理费用为10.51亿元，环比减少9.79%，

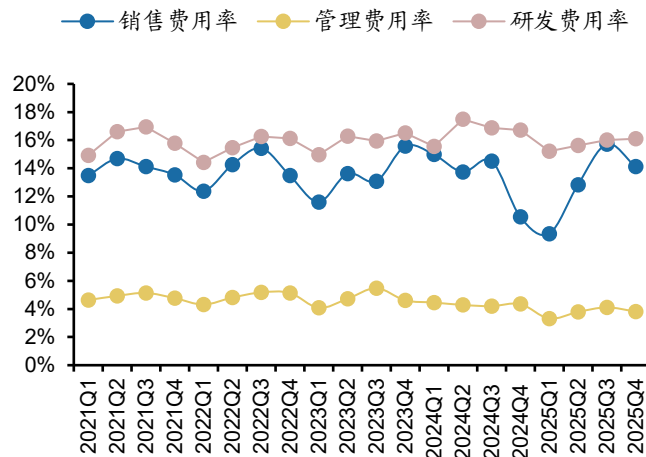
同比减少9.58%，管理费用率为3.82%。25Q4研发费用44.34亿元，环比减少2.38%，同比减少0.80%，研发费用率为16.10%。25Q4受季度内确认较多股票投资公允价值变动损失及净汇兑损失，GAAP归母净利润同比下降28.80%至62.42亿元，GAAP归母净利率为22.66%，Non-GAAP归母净利润70.73亿元（YOY-26.95%），Non-GAAP归母净利率为25.68%。

图 34: 网易单季度GAAP净利润走势（百万元，货币单位：人民币）



数据来源：网易季报，广发证券发展研究中心

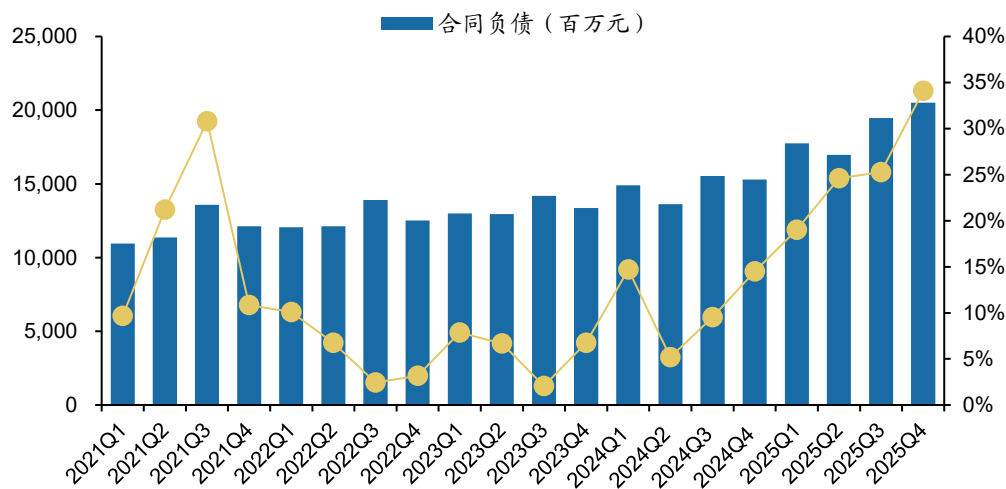
图 35: 21Q1~25Q4年网易期间费用率走势（%）



数据来源：网易季报，广发证券发展研究中心

网易合同负债2025Q4达205.15亿元，同比增长34.09%，环比增长5.35%。合同负债指已售预付点数销售所得款项、未摊销的游戏内消费等，网易合同负债全年整体呈现增速走快、中枢上移态势，表明公司预收款项积累明显加快，收入蓄水池持续增厚。Q2阶段性环比回落更多反映确认节奏及活动排期差异，Q3、Q4连续增长，且Q4同比增速大幅抬升至，反映年末旺季活动、重点产品运营效果较好。合同负债持续走高，反映公司未来收入释放具备较强确定性。

图 36: 网易2021Q1~2025Q4合同负债（百万元）及同比增速（%）

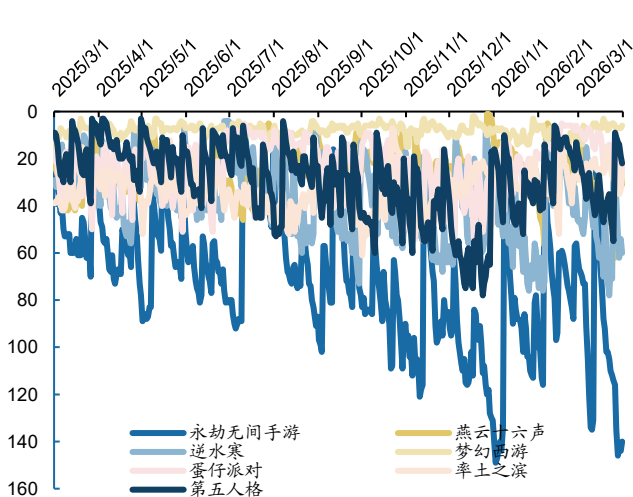


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

总体而言，公司核心经营情况稳定，核心业务表现相对稳健。游戏表现方面，燕云十六声流水排名较高，长线游戏排名稳定。公司经典手游依旧表现维持在头部，较为稳定，新手游也有不错表现。根据七麦数据，2026年1月1日至2026年3月31日，2025年1月上线的《燕云十六声》iOS游戏畅销榜平均排名为25，《逆水寒手游》畅销榜平均排名为47，排名头部的游戏还有《梦幻西游》畅销榜平均排名为9，《第五人格》畅销榜平均排名为29，《蛋仔派对》畅销榜平均排名为17名，《率土之滨》畅销榜排名为28，2024年1月底上线的《世界之外》畅销榜平均排名为96，《倩女幽魂》平均排名60，《大话西游》平均排名60，《阴阳师》平均排名56，《巅峰极速》平均排名84，《全明星街球派对》平均排名136，《光遇》平均排名73。其中相比于25Q4排名环比提升较大的有《蛋仔派对》（提升13名）、《第五人格》（提升17名）、《世界之外》（提升13名）、《巅峰极速》（提升18名）。

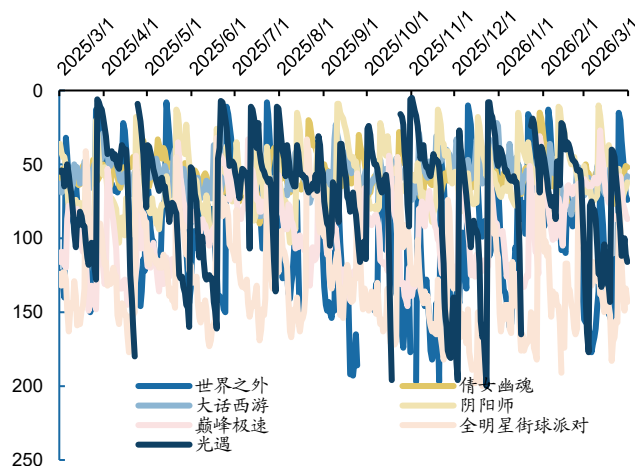
在其他业务上，有道25年实现营收59.1亿元，同比增长5.05%；云音乐25年实现营收77.59亿元，同比增长-2.4%。25年毛利率为35.69%，YoY+1.99pct。创新及其他业务25Q4收入68.09亿元，毛利率为40.80%，毛利率同比改善。

图 37: 国内iOS畅销榜排名Top的网易游戏（其一）



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

图 38: 国内iOS畅销榜排名Top的网易游戏（其二）



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

表11: 网易分业务营业收入和毛利率情况（百万元，货币单位：人民币）

营业收入 (百万元)	2024Q4	2025Q3	2025Q4	YoY(%)	QoQ(%)	2024	2025	YOY
游戏及增值服务	21242	23328	21967	3.41%	-5.84%	83622	92149	10.20%
有道教育	1340	1629	1565	16.79%	-3.95%	5626	5910	5.05%
云音乐	1880	1964	1968	4.67%	0.22%	7950	7759	-2.40%
创新及其他	2285	1439	2047	-10.40%	42.28%	8097	6809	-15.90%
营业总收入	26748	28360	27547	2.99%	-2.87%	105295	112627	6.96%
毛利率 (%)	2024Q4	2025Q3	2025Q4	同比增减 (pct)	环比增减 (pct)	2024	2025	同比增减 (pct)
游戏及增值服务	66.70%	69.34%	70.53%	3.83	1.19	68.70%	69.71%	1.01
有道教育	47.80%	42.23%	45.06%	-2.74	2.82	48.90%	44.29%	-4.61

云音乐	31.90%	35.39%	34.65%	2.75	-0.74	33.70%	35.69%	1.99
创新及其他	37.80%	43.02%	39.56%	1.76	-3.45	35.80%	40.80%	5.00
总体毛利率	60.84%	64.10%	64.05%	3.22	-0.05	62.50%	64.29%	1.79

数据来源：网易季报，广发证券发展研究中心

（二）股价复盘：经营业绩与产品周期是当前股价的核心驱动

网易自身股价长期来看呈现向上趋势，核心支撑在于业绩的增长。我们复盘来看，可以将网易的股价走势分为5个阶段，在2018年以前，国内移动游戏市场处于扩张周期，行业增速较快，网易作为龙头，收入持续增长，同时持续拓展新兴业务，在此阶段，对公司成长预期带来的估值扩张是股价核心驱动。

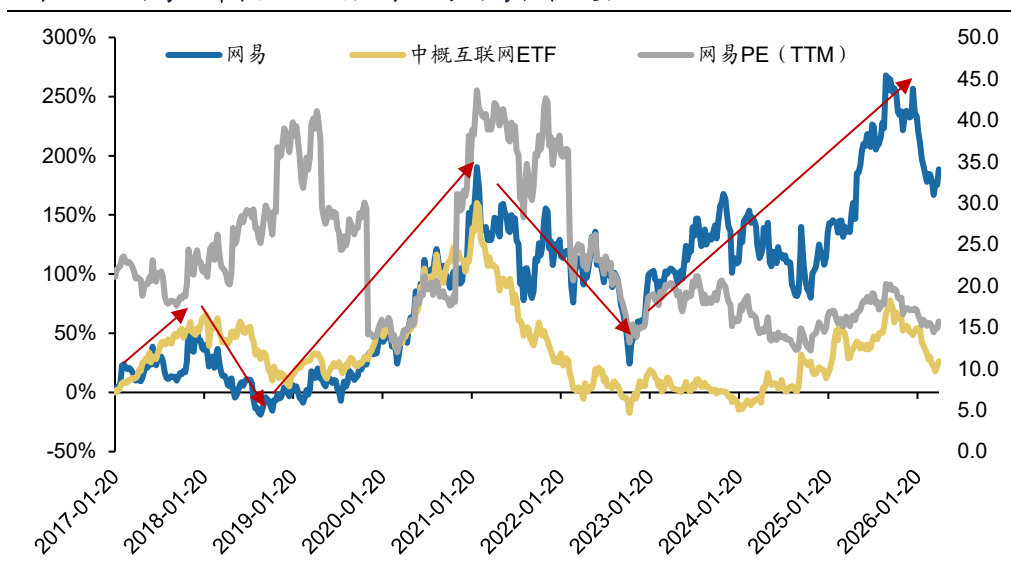
在2018年起，国家加强对游戏领域的监管。在此期间，网易凭借经典游戏的长线运营及自身丰富的产品储备，在经营层面未收到明显冲击，2018Q1起，公司利润稳步提升，但因游戏行业监管加强，股价则有明显调整。

2018年底开始，游戏行业版号重新发放，行业重回增长周期，随着新品的持续推出及亏损业务投入的减少，公司利润明显提升，随着国内互联网公司总体增长的提速，公司估值同样随着板块而提升，2019年至2021年呈现出估值与业绩的同步扩张。

在2021年-2022年底，公司业绩依然保持增长趋势，但由于行业监管趋严，整体估值持续下降，形成业绩具备支撑但估值加速下行的趋势，在此阶段，估值的下降是股价核心驱动因素。

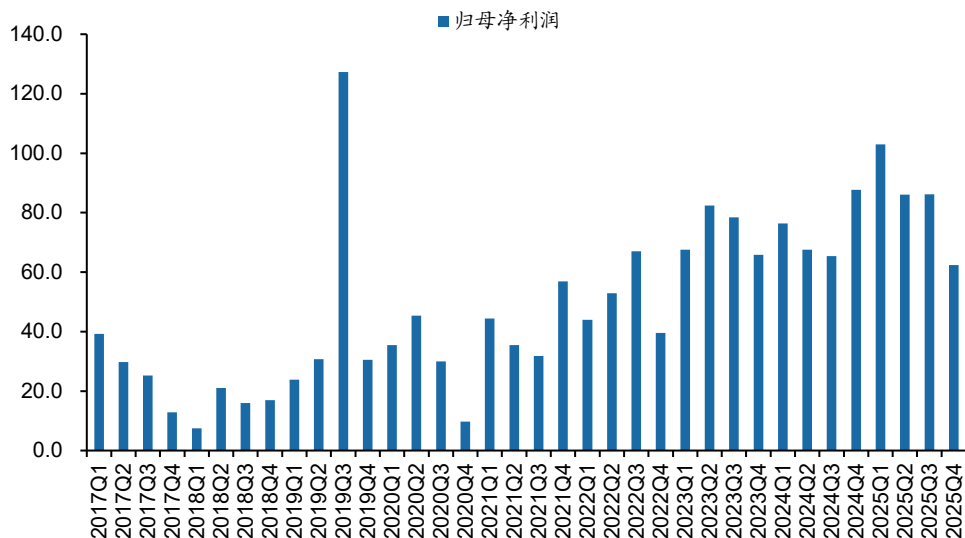
在2023年起，公司估值逐步稳定在15-20X PE的区间，保持相对稳定，股价的驱动逐渐向业绩变化靠拢，随着公司经营业绩的增长，公司股价主要受公司的业绩预期所影响。我们认为，当前公司估值在区间相对偏低位置，随着新产品的上线，未来经营趋势有望进一步提升，从而带动股价上行。

图 39：网易、中概股涨跌幅对比与网易估值变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 40: 网易2017Q1-2025Q4季度归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 盈利预测和投资建议

- 1. 游戏及相关增值服务。**2024-2025年公司游戏及相关增值服务收入分别为836.23、921.49亿元，游戏业务处于增长趋势，其驱动主要包括《燕云十六声》2025年11月全球上线，表现出色成为现象级产品；《漫威争锋》凭借高频更新，年内增长稳定。老产品方面，《梦幻西游》凭借怀旧服运营，重新创下营收新高；《蛋仔派对》则通过持续创新，春节档收入同比暴涨；与暴雪恢复合作后，《魔兽世界》国服、《炉石传说》均表现不错，为端游业务贡献了可观增量。展望来看，公司储备产品开放世界游戏《无限大》、海洋冒险RPG《遗忘之海》均有望成为大单品，叙事向动作冒险游戏《归唐》、生活模拟派对游戏《星绘友晴天》等产品也计划在2026-2027年陆续推出。考虑《梦幻西游》等老产品的稳定增长，以及《燕云十六声》等新产品的收入增长，以及部分经典游戏流水正常衰减，我们预计2026-2028年游戏与增值服务营业收入为937.28/1076.22/1035.29亿元。我们预计随着《遗忘之海》、《无限大》等自研IP产品上线，公司自研IP比重进一步提升，同时移动游戏渠道分成有降低趋势，有望进一步降低公司成本，我们预计2026-2028年，公司游戏及相关增值服务业务毛利分别为663.74/775.09/819.78亿元，毛利率分别为71%、72%、72%，预计毛利率较2025年有小幅提升。
- 2. 有道教育业务，**公司有道业务主要围绕教育转型，2024-2025年经营情况保持稳定，收入分别为56.26亿元、59.09亿元。未来该业务主要战略将聚焦于“AI+教育”场论驱动，AI技术推动业务稳步发展，预计2026-2028年营业收入为65.27/72.79/78.01亿元。我们认为未来移动端渠道成本将略有降低，但影响相对有限，有道业务毛利率总体稳中有升，预计2026-2028年毛利率分别为44%、45%、45%。
- 3. 云音乐业务。**云音乐业务过去两年订阅用户持续提升，收入保持稳健，2024-2025年收入分别为79.50、77.59亿元。随着会员订阅稳步增长以及内容生态的不断升级，叠加持续的成本优化，我们预测2026-2028年收入为85.39/93.23/100.94亿元。随着版权成本的降低，我们预计云音乐业务毛利率将持续改善，2026-2028年毛利率分别为38%、41%、43%。

4. 创新及其他业务，过去两年公司创新业务（主要是严选电商、广告、直播等）处于收缩趋势，2024-2025年分别为80.97、68.09亿元。我们预期严选电商、广告服务及其他增值服务三块业务总体回到稳定区间，我们预测2026-2028年创新及其他业务营收分别为68.77/69.46/70.16亿元。创新及其他业务毛利率在过去几年有所提升，我们预计主要受直播收缩影响，考虑到直播业务占比降低，我们预计2026-2028年该业务毛利率相对稳定。

综上，我们预计公司2026~2028年营业收入分别为1157/1312/1384亿元。

表12：网易2022~2028E年各业务营业收入（百万元，单位：人民币）和增速（%）

各业务营业收入	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
游戏及相关增值服务	74,566	81,565	83,623	92,149	93,728	107,622	113,529
YOY(%)	9.95%	9.39%	2.52%	10.20%	1.71%	14.82%	5.49%
游戏及相关增值服务毛利	46,782	55,627	57,480	64,238	66,374	77,509	81,978
游戏及相关增值服务毛利率	62.74%	68.20%	68.74%	69.71%	70.82%	72.02%	72.21%
有道	5,013	5,389	5,626	5,909	6,527	7,279	7,801
YOY(%)	-6.37%	7.50%	4.39%	5.03%	10.46%	11.51%	7.17%
有道毛利	2,582	2,767	2,748	2,617	2,891	3,283	3,501
有道毛利率	51.51%	51.35%	48.85%	44.29%	44.30%	45.11%	44.88%
云音乐	8,992	7,867	7,950	7,759	8,539	9,323	10,094
YOY(%)	28.50%	-12.51%	1.06%	-2.40%	10.05%	9.18%	8.27%
云音乐毛利	1,293	2,103	2,682	2,770	3,280	3,787	4,332
云音乐毛利率	14.38%	26.73%	33.73%	35.69%	38.41%	40.62%	42.92%
创新及其他业务	7,924	8,647	8,097	6,809	6,877	6,946	7,016
YOY(%)	6.58%	9.12%	-6.36%	-15.91%	1.01%	1.00%	1.00%
创新及其他业务毛利	2,109	2,567	2,897	2,778	2,751	2,778	2,806
创新及其他业务毛利率	26.61%	29.68%	35.78%	40.80%	40.00%	40.00%	40.00%
收入总计	96,496	103,468	105,295	112,626	115,672	131,170	138,439
YOY(%)	10.15%	7.23%	1.77%	6.96%	2.70%	13.40%	5.54%
毛利总计	52,766	63,063	65,807	72,402	75,297	87,357	92,618
毛利率	54.68%	60.95%	62.50%	64.29%	65.10%	66.60%	66.90%

数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

分部估值：公司游戏业务收入937.28亿元，公司未单独拆分游戏业务利润，我们根据产品拆分情况，预计游戏业务净利率为32%，可得到公司游戏业务利润300亿元，参考国内头部游戏公司腾讯游戏业务2026年PE倍数为15x，以及完美世界、三七互娱、吉比特等A股游戏公司在2026年的平均PE估值为14-19x；由于网易的研发实力在行业领先，且《遗忘之海》《无限大》等产品有望推动公司实现进一步增长，我们给予网易游戏业务2026年18xPE，算得网易游戏业务的分部合理估值为5409亿元。有道教育已在纽交所独立上市，参照我们此前发布的有道公司报告，给予有道2026年50倍的PE估值，并按照股权比例算得归属于网易公司的合理价值为63亿元。

云音乐已经在港交所独立上市，参照我们此前发布的云音乐公司报告，给予其2026年21xPE的估值，预计其2026年Non-GAAP归母净利润为22.06亿元，根据网易持股算得合理估值为274亿元。

网易严选及广告等创新业务参考广告公司、电商平台给予1.0xPS进行估值，算得创新及其他业务的合理估值为69亿元。

综上所述，网易分部估值加总（SOTP）为5815亿元，按照即期美元对人民币的平均汇率折算得到合理估值为849亿美元/6648亿港元，按照当前ADS股本算得每股合理价值为134.04美元/ADS（美股），209.85港元/股（港股）。

表 13: 游戏、音乐、电商细分行业可比公司的估值情况 (统计日期: 2026 年 5 月 11 日, 折算汇率 CNY/USD=6.85)

公司名称	总市值 (百万美元)	26 年预计 营收 (百万美 元)	26 预计净 利润 (百万美 元)	PE				PS			
				24A	25A	26E	27E	24A	25A	26E	27E
腾讯控股	540953	122272	35512	17.96	17.29	15.23	13.52	5.96	5.17	4.42	4.02
完美世界	4604	1334	241	(24.48)	43.13	19.10	15.22	5.66	4.73	3.45	3.12
三七互娱	6864	2607	465	17.58	16.20	14.76	13.47	2.69	2.94	2.63	2.42
吉比特	3999	975	280	28.98	15.26	14.29	13.01	7.41	4.41	4.10	3.78
音乐流媒体公司											
Spotify	86003	22933	3173	69.83	34.39	27.10	22.09	5.29	4.43	3.75	3.29
TME	14767	5302	1385	14.46	9.60	10.66	9.68	3.79	3.22	2.79	2.53
广告公司											
搜狐	409	582	(63)	—	1.04	—	—	0.68	0.70	0.70	0.68
百度	48997	19394	2095	13.06	62.98	23.39	19.78	2.65	2.73	2.53	2.42
平台型电商和自营型电商											
京东	42665	157313	3519	7.59	15.61	12.12	8.26	0.27	0.23	0.21	0.20
唯品会	6945	15059	1087	6.46	6.89	6.39	6.18	0.46	0.47	0.44	0.43

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 盈利预测选择Wind和Bloomberg一致预期, 带 () 为负值

表 14: 网易各块业务的分部估值表

业务类型	在线游戏及相 关增值服务	有道教育	云音乐	创新业务
26 年预计营收 (亿元人民币)	937	65	85	69
26 年预计净利润 (亿元人民币)	300	2	22	—
26 年对应估值参考	18x PE	50x PE	21 xPE	1X PS
分部合理估值 (亿元人民币)	5,409	63	274	69
合理总价值 (亿元人民币)	5,815			
汇率 CNY/USD	6.8467			
合理总价值 (亿美元)	849			
存托凭证 (ADS, 百万)	634			
每股合理价值 (美元/ADS)	134.04			
每股合理价值 (港元/股)	209.85			

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 从2020年10月2日开始, ADS和普通股的比例由1: 25调整为1: 5; 美元兑人民币汇率取6.85; 港元兑人民币汇率取0.87, 表内净利润口径均为Non-GAAP归母净利润。截至5月19日, 网易持有有道56.6%的股权, 持有云音乐59.22%的股权。

四、风险提示

网络游戏用户增长进入瓶颈，市场规模增速持续下滑。随着越来越多国内游戏公司出海，海外游戏市场的竞争加剧，公司海外业务可能不及预期。

产品周期延迟，受政策监管、产品研发周期、内测情况的影响，公司计划发布的游戏可能出现延迟发行或取消发行的情况，由此影响到该期间公司的业绩情况。

音乐版权费用持续增长，导致网易云音乐面临较大的成本压力。

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	207,749	241,158	277,341
现金及现金等价物	51,383	47,168	67,491	93,365	122,110
应收账款及票据	5,669	5,338	5,784	6,558	6,922
存货	572	689	673	730	764
其他	95,701	127,421	133,801	140,504	147,546
非流动资产合计	42,667	40,800	40,898	41,038	41,221
固定资产净值	8,520	8,425	8,525	8,625	8,725
长期投资	23,231	21,458	21,029	20,608	20,196
商誉及无形资产	541	320	330	340	350
其他	10,374	10,596	11,014	11,464	11,950
资产总额	195,992	221,415	248,647	282,196	318,562
流动负债合计	49,668	52,369	54,696	57,594	60,637
短期借款	11,805	6,384	6,000	6,000	6,000
应付账款及票据	721	643	673	730	764
其他	37,142	45,341	48,023	50,864	53,873
非流动负债合计	3,830	3,942	4,060	4,182	4,308
长期借款	428	0	0	0	0
其他非流动负债	3,402	3,942	4,060	4,182	4,308
总负债	53,497	56,311	58,756	61,776	64,944
普通股股本	3	3	3	3	3
储备	142,149	162,050	185,786	215,552	247,956
其他	-3,466	-1,756	-1,219	-1,159	-1,069
归母权益总额	138,686	160,296	184,571	214,396	246,890
少数股东权益	3,809	4,808	5,320	6,023	6,727
股东权益合计	142,494	165,104	189,891	220,420	253,618
负债及股东权益合计	195,992	221,415	248,647	282,196	318,562

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	105,295	112,626	115,672	131,170	138,439
营业成本	39,488	40,224	40,375	43,813	45,822
毛利	65,807	72,402	75,297	87,357	92,618
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	14,148	14,620	15,384	17,446	17,997
行政管理费用	4,551	4,228	4,511	4,853	4,984
研发费用	17,525	17,719	18,507	20,331	21,320
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	29,584	35,835	36,894	44,727	48,317
利息收入	4,921	3,953	1,145	1,604	2,150
利息支出	0	0	161	156	156
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	1,213	1,042	720	999	1,010
除税前利润	35,718	40,830	38,597	47,174	51,321
所得税	5,461	6,033	5,983	7,312	7,955
合并净利润	30,256	34,798	32,615	39,862	43,366
少数股东损益	559	1,038	512	703	704
归母净利润	29,698	33,760	32,102	39,159	42,662
NonGAAP 归母净利润	33,511	37,344	37,375	44,607	47,725

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	36,319	43,044	47,092
合并净利润	30,256	34,798	32,615	39,862	43,366
折旧与摊销	2,418	2,247	2,590	2,601	2,612
营运资本变动	3,652	8,721	1,673	1,424	1,968
其他非经营性调整	3,910	6,011	-559	-843	-854
投资活动现金流净额	17,916	-33,181	-7,623	-7,681	-8,023
处置固定资产收益	15	46	720	999	1,010
资本性支出	-2,206	-2,052	-2,700	-2,711	-2,722
投资资产支出	20,515	-31,214	-5,303	-5,600	-5,912
其他	-407	40	-340	-369	-399
融资活动现金流净额	-27,336	-20,160	-8,033	-9,886	-10,732
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	-8,026	-9,790	-10,666
其他	136	104	-8	-96	-66
现金净增加额	30,268	-2,984	20,323	25,874	28,745
期初现金余额	24,207	54,475	47,168	67,491	93,365
期末现金余额	54,475	51,491	67,491	93,365	122,110

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%	2.7%	13.4%	5.5%
营业利润增长率	6.8%	21.1%	3.0%	21.2%	8.0%
NonGAAP 业绩增速	2.8%	11.4%	0.1%	19.3%	7.0%
获利能力					
毛利率	62.5%	64.3%	65.1%	66.6%	66.9%
NonGAAP 净利率	31.8%	33.2%	32.8%	34.5%	35.0%
NonGAAP ROE	24.2%	23.3%	20.2%	20.8%	19.3%
偿债能力					
资产负债率	27.3%	25.4%	23.6%	21.9%	20.4%
有息负债率	6.2%	2.9%	2.4%	2.1%	1.9%
流动比率	3.1	3.4	3.8	4.2	4.6
利息保障倍数			233.6	293.1	316.2
营运能力					
应收账款周转天数	20.7	17.6	18.0	18.0	18.0
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	6.0	6.0	6.0
每股指标					
NonGAAP EPS	10.44	11.79	11.71	13.97	14.95
每股净资产	43.19	50.60	57.82	67.16	77.34
每股经营现金流	12.36	16.02	11.38	13.48	14.75
估值比率					
NonGAAP PE	11.6	15.9	13.1	11.0	10.2
PB	2.8	3.7	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	10.5	14.1	10.6	8.3	7.2

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。
- 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。