

看好暑期新游和老游戏加码运营

华泰研究

2026年5月22日 | 美国

季报点评

互联网

网易 1Q26 总营收同比+6%至 306 亿元，高于 VA 一致预期 3%（下同），递延收入超预期 21%，环比提升 13 亿元。经调整净利润同比提升 0.3%至 113 亿元，超预期 11%，主因人员增效的战略持续兑现，管理费用同比下降 33.4%。我们认为暑期前是网易较好的投资窗口，①从新游看，《遗忘之海》有望于 3Q 上线，4 月测试反馈较佳，美术和玩法的创新优势突出，我们预计其首年全端流水有望达 30-50 亿元；②老游戏流水加速增长，我们重点看好《率土之滨》《梦幻西游》。26 年常青游戏均新增战略，逐步调整为新一代中层管理人员，重点致力于再运营，开设新服+全面改善玩法（直播吸引新玩家），重大更新+新增休闲玩法（老玩家回流），从而达到重振商业化的效果；③利润率持续改善：网易 PC 端充值改善渠道费，公司持续精简组织架构，3 月裁减外包员工，并继续收缩海外战线，同时新项目批准门槛提升。维持“买入”评级。

1Q 游戏收入超预期，自研游戏占比持续提升

新游方面，海洋冒险 RPG《遗忘之海》已于 4 月获版号，5 月底开启新一轮测试，有望暑期上线。此外，我们观测到游戏 AI 玩法的拓展，3 月网易参加 GDC 大会并展示《逆水寒》AI 剧组模式，玩家上传视频或文字后，即可生成游戏角色对应动作与剧情。收入端，1Q 游戏和 VAS 收入同增 7%至 257 亿元，其中游戏同增 7%至 251 亿元，高于预期 4%，系《梦幻》《燕云》自研游戏流水释放；1Q 递延收入超预期 21%，环比提升 13 亿至 218 亿元，游戏+递延收入实际超预期 11%。从利润端看，1Q 游戏和 VAS 毛利率环比提升 4.3pt 至 74.8%，系《燕云》海外等自研 PC 游戏占比提升。

聚焦老游长线运营，流水有望加速增长

26 年常青游戏均新增战略，逐步调整为新一代中层管理人员，重点致力于再运营。网易于 5 月 20 日举办游戏发布会，重点围绕老游长线运营活动。后期我们建议重点关注：①《率土之滨》新服流水增量，5 月底 iOS 畅销榜进入前五；②《梦幻西游》畅玩服：端游同时在线玩家 1Q 创新高至 390 万；③《逆水寒》将于 6 月末更新为《逆水寒：新世界》，围绕经济系统打通、画面升级及玩法创新展开，有望带动用户回流；④《燕云》海外版将会推进多端上线，计划新增更多本地化内容，3 月更新后登上 Steam 畅销榜前二；4 月末国服开启大版本更新，iOS 畅销榜排名一度升至第七。

盈利预测与估值

展望 26-28 年，我们分别调整公司总营收预测 0.5%、0.6%、0.6%，主因《无限大》有望于 27 年上线。经调整归母净利润端，我们分别调整预测 6%、8.3%、8%至 424 亿、495 亿、538 亿元，主因人员提效作用。我们基于 SOTP 估值，给予网易目标价 178.92 美元（前值 174.34 美元），对应 26 年 18.3 倍 PE（经调整归母净利润口径，前值 19.6 倍 PE）。维持“买入”评级。

风险提示：老游戏收入和新游利润低于市场预期，头部新游上线延迟。

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

178.92

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄阳

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

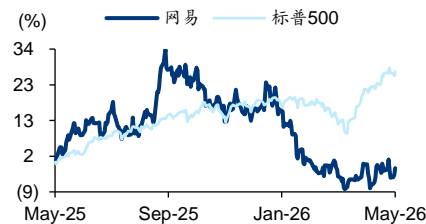
联系人

mouruijie@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

| | |
|---------------------|---------------|
| 收盘价(美元 截至 5 月 20 日) | 116.82 |
| 市值(美元百万) | 74,546 |
| 6 个月平均日成交额(美元百万) | 91.25 |
| 52 周价格范围(美元) | 108.67-157.34 |

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

| 会计年度(人民币) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 112,626 | 121,284 | 130,413 | 139,233 |
| +/-% | 6.96 | 7.69 | 7.53 | 6.76 |
| 归母净利润(百万) | 33,760 | 40,021 | 46,330 | 50,825 |
| +/-% | 13.68 | 18.55 | 15.76 | 9.70 |
| 归母净利润(调整后,百万) | 37,344 | 42,403 | 49,477 | 53,767 |
| +/-% | 11.44 | 13.55 | 16.68 | 8.67 |
| EPS(调整后,最新摊薄) | 58.52 | 66.45 | 77.53 | 84.26 |
| PE(调整后,倍) | 13.65 | 12.02 | 10.31 | 9.48 |
| PB(倍) | 3.07 | 2.64 | 2.27 | 1.97 |
| ROE(调整后,%) | 24.29 | 23.76 | 23.82 | 22.36 |
| EV EBITDA(倍) | 12.77 | 9.99 | 8.13 | 6.94 |
| 股息率(%) | 1.61 | 1.91 | 2.21 | 2.43 |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：网易 1Q 财务数据

| 人民币 (百万) | NTES, RMB mn | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 1Q VA Cons | Diff | 2Q VA Cons |
|--------------|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|------------|
| 收入 | Revenue | 28,829 | 27,892 | 28,359 | 27,547 | 30,591 | 29,787 | 2.7% | 29,261 |
| YOY (%) | YOY (%) | 7.4% | 9.4% | 8.2% | 3.0% | 6.1% | 3.3% | | 4.9% |
| 收入分业务 | Revenue by segment | | | | | | | | |
| 1. 游戏与相关增值服务 | - Games and related VAS | 24,048 | 22,806 | 23,328 | 21,967 | 25,713 | 24,766 | 3.8% | 23,952 |
| YOY (%) | YOY (%) | 12.1% | 13.7% | 11.8% | 3.4% | 6.9% | 3.0% | | 5.0% |
| - 游戏收入 | - Games | 23,447 | 22,145 | 22,768 | 21,264 | 25,070 | 24,138 | 3.9% | 23,238 |
| YOY (%) | YOY (%) | 15% | 15% | 13% | 4% | 7% | 2.9% | | 4.9% |
| 2. 有道 | - Youdao | 1,298 | 1,418 | 1,629 | 1,565 | 1,348 | | | |
| YOY (%) | YOY (%) | -6.7% | 7.2% | 3.6% | 16.8% | 3.8% | | | |
| 3. 云音乐 | - Cloud Music | 1,858 | 1,969 | 1,964 | 1,968 | 1,981 | | | |
| YOY (%) | YOY (%) | -8.4% | -3.5% | -1.8% | 4.7% | 6.6% | | | |
| 4. 创新业务及其他 | - Innovative & others | 1,624 | 1,699 | 1,439 | 2,047 | 1,549 | | | |
| YOY (%) | YOY (%) | -17.6% | -17.8% | -18.9% | -10.4% | -4.6% | | | |
| 递延收入 | Deferred revenue | 17,749 | 16,967 | 19,474 | 20,515 | 21,812 | 18,079 | 20.6% | 17,981 |
| QOQ (%) | QOQ (%) | 16.0% | -4.4% | 14.8% | 5.3% | 6.3% | 1.9% | | 6.0% |
| 游戏收入+递延收入 | Game + Deferred revenue | 41,195 | 39,112 | 42,241 | 41,778 | 46,882 | 42,217 | 11.0% | 41,219 |
| 递延收入是游戏为主 | | | | | | | | | |
| 网易毛利 | Gross Profit | 18,479 | 18,052 | 18,178 | 17,692 | 21,217 | 19,265 | 10.1% | 18,899 |
| YOY (%) | YOY (%) | 8.6% | 12.5% | 10.3% | 8.7% | 14.8% | 4.2% | | 4.7% |
| 网易毛利率 | GPM | 64.1% | 64.7% | 64.1% | 64.2% | 69.4% | 64.7% | 4.68pp | 64.6% |
| 游戏和增值业务毛利率 | Game and VAS GPM | 68.8% | 70.2% | 69.3% | 70.5% | 74.8% | | | |
| 经营利润 | Operating Profit | 10,441 | 9,061 | 8,013 | 8,319 | 12,657 | 9,882 | 28.1% | 9,382 |
| YOY (%) | YOY (%) | 37.0% | 29.6% | 12.1% | 6.4% | 21.2% | -5.4% | | 3.5% |
| 经营利润率 | OPM | 36.2% | 32.5% | 28.3% | 30.2% | 41.4% | 33.2% | 8.20pp | 32.1% |
| 经调整经营利润 | Adj Operating Profit | 11,377 | 9,992 | 8,900 | 9,150 | 13,258 | 10,824 | 22.5% | 10,308 |
| YOY (%) | YOY (%) | 33.9% | 24.1% | 9.8% | 4.7% | 16.5% | -4.9% | | 3.2% |
| 经调整经营利润率 | Adj OPM | 39.5% | 35.8% | 31.4% | 33.2% | 43.3% | 36.3% | 7.00pp | 35.2% |
| 经调整归母净利润 | Adj Net Profit | 11,237 | 9,532 | 9,502 | 7,073 | 11,275 | 10,170 | 10.9% | 9,846 |
| YOY (%) | YOY (%) | 32.0% | 21.9% | 26.7% | -26.9% | 0.3% | -9.5% | | 3.3% |
| 经调整净利率 | Adj NPM | 39.0% | 34.2% | 33.5% | 25.7% | 36.9% | 34.1% | 2.71pp | 33.6% |
| 经营费用 | Operating Expense | 8,038 | 8,991 | 10,164 | 9,373 | 8,560 | 9,291 | -7.9% | 9,443 |
| YOY (%) | YOY (%) | -14.4% | -0.6% | 8.9% | 10.9% | 6.5% | 15.6% | | 5.0% |
| 经营费用率 | % of Revenue | 27.9% | 32.2% | 35.8% | 34.0% | 28.0% | 31.2% | | 32.3% |
| - 销售费用 | -S&M | 2,696 | 3,578 | 4,458 | 3,888 | 3,441 | 3,726 | -7.6% | 3,834 |
| YOY (%) | YOY (%) | -33.0% | 2.2% | 17.2% | 37.9% | 27.7% | 38.2% | | 7.2% |
| 销售费用率 | % of Revenue | 9.4% | 12.8% | 15.7% | 14.1% | 11.2% | 12.5% | | 13.1% |
| - 管理费用 | -G&A | 956 | 1,057 | 1,165 | 1,051 | 637 | 1,043 | -38.9% | 1,088 |
| YOY (%) | YOY (%) | -20.1% | -3.2% | 5.8% | -9.6% | -33.4% | 9.0% | | 2.9% |
| 管理费用率 | % of Revenue | 3.3% | 3.8% | 4.1% | 3.8% | 2.1% | 3.5% | | 3.7% |
| - 研发费用 | -R&D | 4,386 | 4,357 | 4,542 | 4,434 | 4,482 | 4,522 | -0.9% | 4,521 |
| YOY (%) | YOY (%) | 5.1% | -2.2% | 2.7% | -0.8% | 2.2% | 3.1% | | 3.8% |
| 研发费用率 | % of Revenue | 15.2% | 15.6% | 16.0% | 16.1% | 14.7% | 15.2% | | 15.4% |

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

云音乐与有道 AI 产品布局持续深化

1Q 云音乐净收入同比+6.6%至 19.8 亿元；毛利率改善 0.3pct 至 37.1%。有道 1Q 营收同比提升 3.8%。云音乐近期强化供给端 AI 布局，3 月推出 AI 创作工具“云创”，同步升级 AI 歌曲激励金政策。有道亦密集推出 AI 产品：①发布 Agent 产品 LobsterAI（有道龙虾）；②4 月推出 AI 知识库产品有道宝库，定位 AI 研究助手与知识库平台；③4 月发布有道词典笔 A7S，集成豆包、千问、DeepSeek、子曰等模型。

网易 520 发布会：精品战略延续

网易于 5 月 20 日举办游戏发布会，共披露 4 款新游信息，长青游戏密集上线 IP 联动、新玩法等，我们认为契合公司聚焦长线运营、新品强调高质与差异化的战略。老游方面重点更新包括：①《逆水寒》周年庆版本将对玩法与系统进行全面升级，并于 6 月末同步更名为《逆水寒：新世界》。②《梦幻西游》手游将推出新的搜打撤玩法“轮回镜”。③《燕云十六声》将上线伙伴系统，进一步丰富社交属性。

《遗忘之海》新一轮“破晓号”测试将于 5 月 28 日开启，我们认为其首年全端流水有望达到 30-50 亿元。本次发布会进一步展示其木偶风美术表达。此前 2 月、4 月测试反馈更佳，整体玩法以海洋区域的航海与海战为主线，并叠加海岛区域 Roguelike 机制与回合制战斗，形成双线并行体验。同时，游戏在主玩法外嵌入麻将、解谜等多类型小游戏。

其他新游：率土团队研发的《万民长歌：三国》大型单机 SLG 游戏，发布会展示了 UGC 玩法，包括植入 OpenCode 的 AI 编辑器、创作模板套组、地图编辑等功能。治愈风生活模拟游戏《山海奇旅》披露 6 月“有大事宣布”，或将开启首轮测试。《星绘友晴天》已于 4 月末发布 PC 先行版，融合生活模拟与休闲派对轻量玩法。核心体验包括探索收集、建设经营，单人玩家可独立建造并探索自家星球，社交型玩家则可共建星球并参与派对游戏。

图表2：网易 520 游戏发布会重点游戏信息

| 游戏 | 重点更新 |
|------------|----------------------------------|
| 梦幻西游PC | 推出融合敦煌文化的新锦衣外观 |
| 梦幻西游手游 | 新版本上线，新增搜打撤玩法、地图及装备 |
| 梦幻西游网页版 | 周年庆开启，新伙伴上线 |
| 大话西游 | 新门派、新资料片上线 |
| 新大话西游3 | IP联动密集上线 |
| 逆水寒 | 端游上线新流派；手游将于6.26更新《逆水寒：新世界》版本 |
| 倩女幽魂 | 联动《微微一笑很倾城》IP，并上线新玩法 |
| 率土之滨 | 联动《我的世界》《镇魂街》IP，新赛季即将上线 |
| 天下：万象 | 发布新实机演示视频 |
| 一梦江湖 | 新门派、新地图预计7月上线 |
| 天谕 | 激战服、简单服已上线，将推出新外观 |
| 燕云十六声 | 5月末上线伙伴系统等内容 |
| 漫威争锋 | 新赛季开启，全球电竞赛事持续推进 |
| 界外狂潮 | 新英雄上线 |
| 七日世界 | 新赛季上线 |
| 遗忘之海 | 新测试“破晓号”将于5月28日开启；5月22日官方将公布游戏机制 |
| 星绘友晴天 | 将开展喜羊羊IP联动 |
| 万民长歌：三国 | 率土团队大型单机SLG，将上线AI编辑类UGC玩法 |
| 山海奇旅 | 治愈风模拟经营新作；6月“有大事宣布”，或开启首轮测试 |
| 第五人格 | 新玩法《加页手记》将开启 |
| 蛋仔派对 | 新IP联动开启 |
| 永劫无间 | 多IP联动推进，新玩法上线 |
| 明日之后 | 新版本将开启 |
| 暗黑破坏神：不朽 | 新职业上线 |
| 实况足球 | 新版本上线，优化局内表现 |
| 萤火突击 | 新赛季将开启 |
| 漫威终极逆转 | 新赛季开启，新卡牌与限时玩法上线；2H将上线周年庆活动、电影联动 |
| 光遇 | 周年庆版本即将上线 |
| 阴阳师 | 十周年庆内容更新，新玩法、皮肤即将上线 |
| 星际猎人 | 与常州中华恐龙园联动 |
| 时空中的绘旅人 | 新增短信互动功能 |
| 我的世界 | 将上线铜器时代新版本 |
| 狼人杀 | 新角色即将登场，周年庆典将于2H上线 |
| 哈利波特：魔法觉醒 | 时装返场 |
| 歧路旅人：大陆的霸者 | 周年庆版本即将上线 |
| 忘川风华录 | 新内容将上线 |
| 灵兽大冒险 | 将与大话西游IP联动 |
| 战意：三国 | 全新三国赛季将上线 |

资料来源：网易 520 发布会，华泰研究

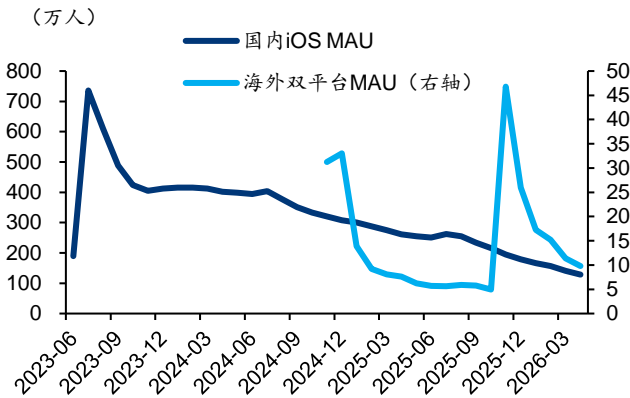
《逆水寒》更名焕新，珍玩体系与玩法升级

《逆水寒》三周年版本升级，游戏将更名为《逆水寒：新世界》，并于6月26日上线。鉴于《逆水寒》国内iOS月流水持续下滑（ST数据），本次更新有望重启产品生命周期，推动老玩家回流。不同于传统MMO主要依靠新职业、新地图带动短期回流，本次升级更侧重降低养成负担、提升画面表现，并完善经济系统生态。

核心更新包括：

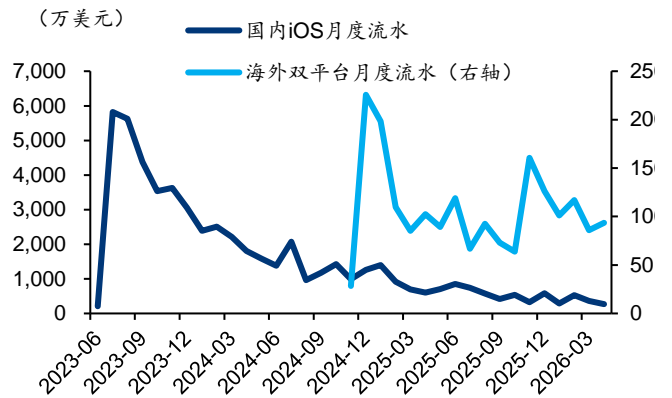
- ①**经济系统**：珍玩体系全面打通。过去《逆水寒》中副本、探索等玩法相对割裂，资源获取路径各异。新版本将引入“万物出大金”珍玩系统，各类玩法均可产出高价值奖励并用于兑换。我们认为，对长青游戏而言，经济系统稳定性与珍玩保值性尤为关键（参考《梦幻西游》），本次升级或有助于延长产品生命周期。
- ②**画面表现**：版本将升级拟真光照、高精度面部模型等能力，美术品质与沉浸感有望显著提升。
- ③**战斗玩法**：新版本将引入“搜打撤”玩法，提升玩法深度。此外，玩家可自创武学流派，武器形态与战斗组合自由度进一步提高。
- ④**内容体验**：《逆水寒：新世界》将引入新剧情，并进一步丰富世界观。

图表3：《逆水寒》海内外MAU数据



资料来源：SensorTower，华泰研究

图表4：《逆水寒》海内外流水数据



资料来源：SensorTower，华泰研究

图表5：《逆水寒：新世界》画面品质精良



资料来源：《逆水寒》官方公众号，华泰研究

盈利预测

展望 26-28 年，我们分别调整公司总营收预测 0.5%、0.6%、0.6%，主因《无限大》有望于 27 年上线。经调整归母净利润端，我们分别调整预测 6%、8.3%、8%至 424 亿、495 亿、538 亿元，主因人员提效作用。

图表6：网易分业务预测（人民币百万元）

| 人民币 百万 | RMB mn | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2Q26E YoY | 3Q26E YoY | 25 YoY | 26E YoY | 27E YoY | 28E YoY |
|-----------|----------------------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|--------------|--------------|-----------|------------|------------|------------|
| 网易总收入 | Total revenue | 30,591 | 29,446 | 31,197 | 112,626 | 121,284 | 130,413 | 139,233 | 6% | 10% | 7% | 8% | 8% | 7% |
| 游戏与相关增值服务 | Game and VAS revs | 25,713 | 24,179 | 25,932 | 92,149 | 100,081 | 108,003 | 115,530 | 6% | 11% | 10% | 9% | 8% | 7% |
| 游戏 | Game revs | 25,070 | 23,484 | 25,344 | 89,623 | 97,429 | 105,299 | 112,771 | 6% | 11% | 11% | 9% | 8% | 7% |
| 手游 | Mobile game | 16,173 | 15,133 | 16,781 | 57,821 | 62,446 | 66,818 | 70,827 | 5% | 12% | -1% | 8% | 7% | 6% |
| PC游戏 | PC game | 8,897 | 8,351 | 8,563 | 31,802 | 34,983 | 38,481 | 41,944 | 8% | 10% | 45% | 10% | 10% | 9% |
| 营业成本 | Cost of services | (9,374) | (9,235) | (9,666) | (40,224) | (38,011) | (40,121) | (42,106) | -6% | -5% | 2% | -6% | 6% | 5% |
| 毛利润 | Gross profit | 21,217 | 20,211 | 21,531 | 72,402 | 83,273 | 90,292 | 97,127 | 12% | 18% | 10% | 15% | 8% | 8% |
| 毛利率 % | Gross margin % | 69.4% | 68.6% | 69.0% | 64.3% | 68.7% | 69.2% | 69.8% | 3.9pp | 4.9pp | 1.8pp | 4.4pp | 0.6pp | 0.5pp |
| 经调整经营利润 | Adj operating profit | 13,258 | 12,147 | 12,198 | 39,419 | 48,299 | 53,533 | 57,742 | 22% | 37% | 18% | 23% | 11% | 8% |
| 经调整经营利润率 | Adj OPM | 43.3% | 41.3% | 39.1% | 35.0% | 39.8% | 41.0% | 41.5% | 5.4pp | 7.7pp | 3.3pp | 4.8pp | 1.2pp | 0.4pp |
| 网易归母净利润 | GAAP net profit | 10,675 | 9,821 | 10,267 | 33,760 | 40,848 | 46,991 | 51,354 | 14% | 19% | 14% | 21% | 15% | 9% |
| 经调整归母净利润 | Non-GAAP net profit | 11,275 | 10,444 | 10,917 | 37,344 | 42,403 | 49,477 | 53,767 | 10% | 15% | 11% | 14% | 17% | 9% |
| 经调整净利率 | Adj NPM | 36.9% | 35.5% | 35.0% | 33.2% | 35.0% | 37.9% | 38.6% | 1.3pp | 1.5pp | 1.3pp | 1.8pp | 3.0pp | 0.7pp |
| 整净利润 | Non-gaap game NP | 9,518 | 8,801 | 9,004 | 28,447 | 35,605 | 39,095 | 42,526 | 23% | 39% | 22% | 25% | 10% | 9% |
| 游戏经调整净利率 | Non-GAAP game NP | 46.8% | 45.2% | 42.8% | 37.2% | 43.9% | 44.6% | 45.3% | 7.2pp | 9.3pp | 2.9pp | 6.7pp | 0.7pp | 0.7pp |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表7：网易：华泰预测变动

| (人民币 亿元) | 2026E | | | 2027E | | | 2028E | | |
|--------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
| | 前值 | 新值 | 变动 (%) | 前值 | 新值 | 变动 (%) | 前值 | 新值 | 变动 (%) |
| 网易营业收入 | 1,207 | 1,213 | 0.5 | 1,296 | 1,304 | 0.6 | 1,384 | 1,392 | 0.6 |
| 游戏和VAS收入 | 992 | 1,001 | 0.9 | 1,070 | 1,080 | 0.9 | 1,143 | 1,155 | 1.1 |
| 游戏与VAS毛利 | 702 | 748 | 6.5 | 762 | 812 | 6.6 | 820 | 875 | 6.7 |
| 游戏和VAS经调整净利润 | 313 | 356 | 13.8 | 350 | 391 | 11.7 | 383 | 425 | 11.0 |
| 网易归母净利润 | 373 | 408 | 9.5 | 429 | 470 | 9.5 | 471 | 514 | 9.0 |
| 网易经调整归母净利润 | 400 | 424 | 6.0 | 457 | 495 | 8.3 | 498 | 538 | 8.0 |
| (%) | | | 变动 (pp) | | | 变动 (pp) | | | 变动 (pp) |
| 游戏与VAS毛利率 | 70.8% | 74.7% | 3.9 | 71.2% | 75.2% | 4.0 | 71.7% | 75.7% | 4.0 |
| 游戏和VAS经调整净利率 | 31.6% | 35.6% | 4.0 | 32.7% | 36.2% | 3.5 | 33.5% | 36.8% | 3.3 |
| 网易归母净利率 | 30.9% | 33.7% | 2.8 | 33.1% | 36.0% | 2.9 | 34.0% | 36.9% | 2.9 |
| 网易经调整归母净利率 | 33.1% | 35.0% | 1.8 | 35.3% | 37.9% | 2.7 | 36.0% | 38.6% | 2.6 |

资料来源：华泰研究预测

图表8：网易：华泰预测对比 VA 一致预期

| (人民币 亿元) | 2026E | | | 2027E | | | 2028E | | |
|----------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
| | 华泰 | VA一致预期 | 差异 (%) | 华泰 | VA一致预期 | 差异 (%) | 华泰 | VA一致预期 | 差异 (%) |
| 网易营业收入 | 1,213 | 1,206 | 0.5 | 1,304 | 1,310 | (0.5) | 1,392 | 1,402 | (0.7) |
| 游戏和VAS收入 | 1,001 | 992 | 0.9 | 1,080 | 1,092 | (1.1) | 1,155 | 1,175 | (1.7) |
| 毛利润 | 833 | 780 | 6.7 | 903 | 857 | 5.4 | 971 | 923 | 5.2 |
| 归母净利润 | 408 | 374 | 9.2 | 470 | 416 | 12.9 | 514 | 451 | 13.9 |
| 经调整归母净利润 | 424 | 405 | 4.7 | 495 | 451 | 9.7 | 538 | 489 | 10.0 |

资料来源：Visible Alpha，华泰研究预测

公司估值

我们基于 SOTP 估值，上调网易目标价至 178.92 美元，具体如下：

1. 在线游戏和增值服务业务每股估值 136.2 美元，基于 2026 年游戏经调整净利润 16.6x PE，较其全球可比公司均值 14.6x 有所溢价，主因网易长青游戏潜力高，海外拓展进展良好。
2. 有道教育业务每股估值 1.2 美元，基于有道股票总市值和网易持股比例。
3. 云音乐业务每股估值 2.9 美元，基于该业务的上市公司的总市值和网易持股比例。
4. 净现金每股估值 38.6 美元。综上所述，我们对网易的总估值为每股 178.92 美元。我们的目标价对应网易 26 年 18.3x PE（经调整归母净利润口径）。

图表9：网易 SOTP 估值

| SOTP 估值 (人民币百万元) | 2026年 预测收入 | 26年经调整 净利润 | PE | 市值 美元百万 | 网易持股 比例 | 估值 美元百万 | 每股估值 美元 |
|---------------------|---------------|---------------|------|------------|------------|------------|------------|
| 一、在线游戏和增值服务 | 100,081 | 35,605 | 16.6 | | 100% | 86,932 | 136.2 |
| 二、有道教育 | | | | 1,398 | 55% | 768 | 1.2 |
| 三、云音乐 | | | | 3,069 | 60.4% | 1,853 | 2.9 |
| 四、净现金 | | | | | | 24,621 | 38.6 |
| 公司估值 | | | | | | 114,174 | |
| 美股ADS稀释股本（百万） | | | | | | 638 | |
| 每股估值 - 网易（美元） | | | | | | | \$ 178.92 |

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表10：在线游戏同业比较

| 公司 | 股票代码 | 股价 (交易货币) | 经调整净利润增长 (%) | | | 经调整 PE (x) | | |
|-----------------------|-----------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | | | 2026E FY+1 | 2027E FY+2 | 2028E FY+3 | 2026E FY+1 | 2027E FY+2 | 2028E FY+3 |
| 在线游戏 | | | | | | | | |
| 腾讯 | 700 HK | 439.8 | 6% | 10% | 11% | 12.7 | 11.4 | 10.2 |
| EA(FY26-28) | EA US | 201.6 | 2% | 12% | 0% | 22.5 | 20.6 | 19.6 |
| 网龙 | 777 HK | 8.7 | 165% | 33% | 18% | 10.0 | 7.6 | 6.4 |
| Nexon | 3659 JP | 2,262.0 | 1% | 5% | 7% | 14.5 | 13.8 | 13.0 |
| Nintendo(FY26-28) | 7974 JP | 7,274.0 | 19% | 14% | 11% | 24.3 | 20.4 | 17.9 |
| Bandai Namco(FY26-28) | 7832 JP | 3,748.0 | 0% | 9% | 10% | 17.1 | 15.8 | 14.4 |
| 完美世界 | 002624 CH | 14.3 | 129% | 22% | 11% | 16.4 | 13.4 | 12.4 |
| 三七互娱 | 002555 CH | 20.5 | 11% | 9% | 6% | 14.2 | 13.0 | 12.2 |
| 市值加权平均 PE | | | | | | 14.6 | 13.1 | 11.8 |

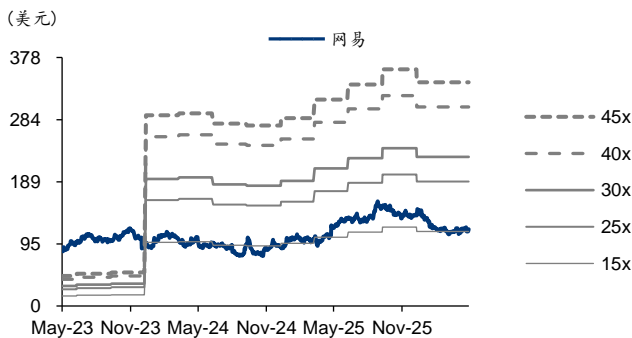
注：美股数据截至美国东部时间 5 月 20 日收盘，其他数据截至 5 月 21 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

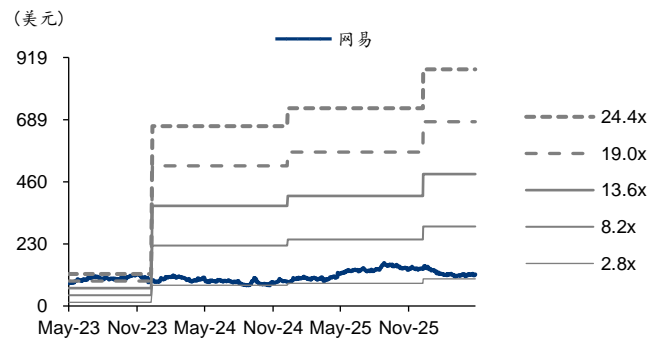
1. 《逆水寒》、《蛋仔派对》等老游戏收入弱于预期
2. 暴雪系手游利润低于一致预期
3. 头部新游上线时间延迟

图表11：网易 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表12：网易 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

| 会计年度 (人民币百万) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 105,295 | 112,626 | 121,284 | 130,413 | 139,233 |
| 销售成本 | (39,488) | (40,224) | (38,011) | (40,121) | (42,106) |
| 毛利润 | 65,807 | 72,402 | 83,273 | 90,292 | 97,127 |
| 销售及分销成本 | (14,148) | (14,620) | (15,160) | (16,302) | (17,404) |
| 管理费用 | (4,551) | (4,228) | (3,396) | (3,521) | (3,620) |
| 其他收入/支出 | 1,213 | 1,042 | (727.52) | 1,761 | 1,761 |
| 财务成本净额 | 4,921 | 3,953 | 3,891 | 4,316 | 5,144 |
| 应占联营公司利润及亏损 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 税前利润 | 35,718 | 40,830 | 49,082 | 56,463 | 61,705 |
| 税费开支 | (5,461) | (6,033) | (8,233) | (9,472) | (10,351) |
| 少数股东损益 | (554.82) | (1,034) | (826.97) | (661.58) | (529.26) |
| 归母净利润 | 29,698 | 33,760 | 40,021 | 46,330 | 50,825 |
| Non-GAAP 调整项 | 3,813 | 3,584 | 2,382 | 3,147 | 2,942 |
| 调整后净利润 | 33,511 | 37,344 | 42,403 | 49,477 | 53,767 |
| 折旧和摊销 | (2,418) | (2,662) | (2,608) | (2,656) | (2,638) |
| EBITDA | 33,215 | 39,539 | 47,798 | 54,803 | 59,199 |
| EPS (人民币, 基本) | 52.51 | 58.52 | 66.45 | 77.53 | 84.26 |

资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 存货 | 572.00 | 689.00 | 724.00 | 760.00 | 798.00 |
| 应收账款和票据 | 12,086 | 12,996 | 13,257 | 13,521 | 13,792 |
| 现金及现金等价物 | 54,475 | 51,874 | 80,448 | 113,563 | 149,170 |
| 其他流动资产 | 86,192 | 115,057 | 115,002 | 115,003 | 115,003 |
| 总流动资产 | 153,325 | 180,615 | 209,431 | 242,848 | 278,763 |
| 固定资产 | 6,261 | 5,804 | 5,387 | 5,022 | 4,720 |
| 无形资产 | 5,742 | 5,589 | 5,450 | 5,210 | 4,927 |
| 其他长期资产 | 30,664 | 29,407 | 29,513 | 29,546 | 29,491 |
| 总长期资产 | 42,667 | 40,800 | 40,350 | 39,779 | 39,138 |
| 总资产 | 195,992 | 221,415 | 249,782 | 282,626 | 317,901 |
| 应付账款 | 8,163 | 9,407 | 9,596 | 9,787 | 9,983 |
| 短期借款 | 11,805 | 6,384 | 6,512 | 6,642 | 6,775 |
| 其他负债 | 29,700 | 36,578 | 36,898 | 37,227 | 37,561 |
| 总流动负债 | 49,668 | 52,369 | 53,006 | 53,656 | 54,319 |
| 长期债务 | 428.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他长期债务 | 3,402 | 3,942 | 3,942 | 3,942 | 3,942 |
| 总长期负债 | 3,830 | 3,942 | 3,942 | 3,942 | 3,942 |
| 股本 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 |
| 储备/其他项目 | 142,409 | 165,012 | 191,915 | 223,448 | 257,531 |
| 股东权益 | 142,410 | 165,013 | 191,915 | 223,449 | 257,531 |
| 少数股东权益 | 84.27 | 91.32 | 918.29 | 1,580 | 2,109 |
| 总权益 | 142,494 | 165,104 | 192,833 | 225,028 | 259,640 |

估值指标

| 会计年度 (倍) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE | 15.13 | 13.58 | 11.96 | 10.25 | 9.43 |
| PB | 3.56 | 3.07 | 2.64 | 2.27 | 1.97 |
| 调整后 PE (倍) | 15.22 | 13.65 | 12.02 | 10.31 | 9.48 |
| 调整后 ROE | 24.79 | 24.29 | 23.76 | 23.82 | 22.36 |
| EV EBITDA | 15.08 | 12.77 | 9.99 | 8.13 | 6.94 |
| 股息率 (%) | 1.42 | 1.61 | 1.91 | 2.21 | 2.43 |
| 自由现金流收益率 (%) | 5.23 | 6.33 | 7.64 | 8.81 | 9.55 |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

| 会计年度 (人民币百万) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| EBITDA | 33,215 | 39,539 | 47,798 | 54,803 | 59,199 |
| 融资成本 | (4,921) | (3,953) | (3,891) | (4,316) | (5,144) |
| 营运资本变动 | 389.00 | 217.00 | (107.00) | (109.00) | (113.00) |
| 税费 | (5,461) | (6,033) | (8,233) | (9,472) | (10,351) |
| 其他 | 16,455 | 20,970 | 10,561 | 12,205 | 13,753 |
| 经营活动现金流 | 39,677 | 50,740 | 46,128 | 53,111 | 57,344 |
| CAPEX | (2,206) | (2,052) | (2,052) | (2,052) | (2,052) |
| 其他投资活动 | 20,122 | (31,129) | (0.47) | (0.47) | (0.47) |
| 投资活动现金流 | 17,916 | (33,181) | (2,052) | (2,052) | (2,052) |
| 债务增加量 | (7,435) | (5,849) | 128.00 | 130.00 | 133.00 |
| 权益增加量 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 派发股息 | (7,200) | (8,185) | (9,703) | (11,232) | (12,322) |
| 其他融资活动现金流 | (12,701) | (6,126) | (5,925) | (6,841) | (7,495) |
| 融资活动现金流 | (27,336) | (20,160) | (15,500) | (17,944) | (19,685) |
| 现金变动 | 30,258 | (2,601) | 28,575 | 33,115 | 35,607 |
| 年初现金 | 24,207 | 54,475 | 51,874 | 80,448 | 113,563 |
| 汇率波动影响 | 10.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 年末现金 | 54,475 | 51,874 | 80,448 | 113,563 | 149,170 |

业绩指标

| 会计年度 (倍) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 1.77 | 6.96 | 7.69 | 7.53 | 6.76 |
| 毛利润 | 4.35 | 10.02 | 15.02 | 8.43 | 7.57 |
| 营业利润 | 6.77 | 21.13 | 28.14 | 9.73 | 8.76 |
| 净利润 | 0.96 | 13.68 | 18.55 | 15.76 | 9.70 |
| 调整后净利润 | 2.77 | 11.44 | 13.55 | 16.68 | 8.67 |
| EPS (基本) | 2.77 | 11.44 | 13.55 | 16.68 | 8.67 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 62.50 | 64.29 | 68.66 | 69.24 | 69.76 |
| EBITDA | 31.54 | 35.11 | 39.41 | 42.02 | 42.52 |
| 净利润率 | 28.20 | 29.98 | 33.00 | 35.53 | 36.50 |
| 调整后净利润率 | 31.83 | 33.16 | 34.96 | 37.94 | 38.62 |
| ROE | 21.97 | 21.96 | 22.43 | 22.31 | 21.13 |
| 调整后 ROE | 24.79 | 24.29 | 23.76 | 23.82 | 22.36 |
| ROA | 15.55 | 16.18 | 16.99 | 17.40 | 16.93 |
| 偿债能力 (倍) | | | | | |
| 净负债比率 (%) | (29.66) | (27.57) | (38.53) | (47.85) | (55.29) |
| 流动比率 | 3.09 | 3.45 | 3.95 | 4.53 | 5.13 |
| 速动比率 | 3.08 | 3.44 | 3.94 | 4.51 | 5.12 |
| 营运能力 (天) | | | | | |
| 总资产周转率 (次) | 0.55 | 0.54 | 0.51 | 0.49 | 0.46 |
| 应收账款周转天数 | 42.03 | 40.09 | 38.96 | 36.96 | 35.31 |
| 应付账款周转天数 | 75.09 | 78.62 | 89.99 | 86.96 | 84.52 |
| 存货周转天数 | 5.78 | 5.64 | 6.69 | 6.66 | 6.66 |
| 现金转换周期 | (27.29) | (32.90) | (44.33) | (43.34) | (42.54) |
| 每股指标 (人民币) | | | | | |
| EPS (基本) | 52.51 | 58.52 | 66.45 | 77.53 | 84.26 |
| EPS (调整后, 基本) | 52.51 | 58.52 | 66.45 | 77.53 | 84.26 |
| 每股净资产 | 223.17 | 258.59 | 300.75 | 350.16 | 403.57 |

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄璇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员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。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
 南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
 电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
 深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
 电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
 电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
 电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
 电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
 电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
 电话: +65 68603600
 传真: +65 65091183
<https://www.htsc.com.sg>

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
 邮政编码: 100032
 电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
 电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司