

网易-S (09999.HK)

经典游戏展现长期价值，毛利率表现良好

优于大市

核心观点

总览：收入同比上升 6%，毛利率提升优秀。 26Q1，公司实现营收 306 亿元，同比上升 6%。Non-GAAP 归母净利润 112.8 亿元，同比持平。26Q1，公司综合毛利率 69%，同比上升 5pct，其中游戏增值服务毛利率提升 6pct。毛利率提升，主要系高毛利自研游戏占比提升、渠道分成成本下降等。除此以外，公司管理费用控制优秀，26Q1 管理费用 6.3 亿元，同比下降 33%，管理费率 2.1%，同比下降 1.2pct。

游戏：经典游戏展现长期价值。 26Q1，在线游戏业务收入为 251 亿元，同比增长 7%。高基数以及新游戏真空期，增长较好。26Q1 网易递延收 218 亿元，同比增长 23%，环比增长 6%，反应健康流水状态。当前经典游戏支撑网易游戏大盘。多款经典游戏凭借高频内容迭代和玩法创新，玩家活跃度和收入表现持续强劲，包括《梦幻西游》、《燕云十六声》海外发行等。《燕云十六声》海外 3 月推出首个大型版本扩展，更新推出后登上 Steam 全球畅销榜第 2 位，季度营收再创历史新高。除此以外，《第五人格》、《蛋仔派对》运营修复。后续 pipeline：《遗忘之海》（26Q3 上线）、《无限大》（年底或明年）、《妖妖棋》（自走棋）等。

有道：收入同比上升 4%，学习设备需求下降。 26Q1，有道净收入为 13 亿元，同比上升 4%。根据有道财报，学习服务收入为 6.3 亿元，同比增长 4.2%，增长主要得益于 AI 驱动的订阅服务。智能设备收入为 1.1 亿元，同比下降 43%，反应智能学习设备的整体需求下降。广告服务收入为 6.1 亿元，同比增长 20.9%，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：毛利率趋势较好。 26Q1，云音乐净收入为 20 亿元，同比增长 7%。毛利率 37%，同比持平，环比提升 2pct，显示公司在内容成本控制和业务结构优化。

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。 维持 26-28 年调整后归母净利润分别为 406/447/480 亿元。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%
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)	10.50	11.70	12.71	13.99	15.03
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)	15.1	13.5	12.5	11.3	10.5
EV/EBITDA	19.0	15.9	14.0	12.8	12.1
市净率 (PB)	4.11	3.48	2.90	2.52	2.21

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

公司研究 · 海外公司财报点评

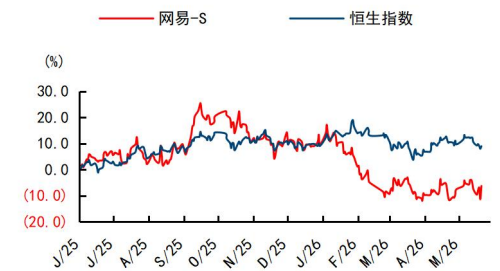
互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004
 证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn 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 181.50 港元
 总市值/流通市值 579368/579368 百万港元
 52 周最高价/最低价 244.54/168.80 港元
 近 3 个月日均成交额 1173.93 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

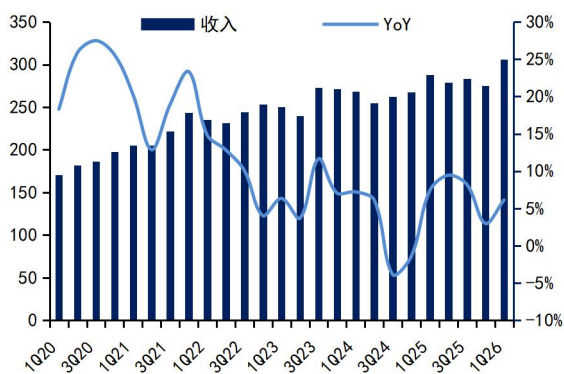
相关研究报告

- 《网易-S (09999.HK) - 游戏收入受到递延周期影响，海外游戏进展顺利》——2026-02-13
- 《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

总览：收入同比上升 6%，毛利率提升优秀

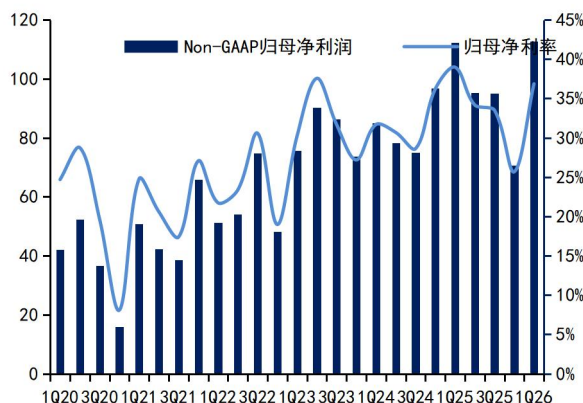
26Q1 收入同比上升 6%。26Q1，公司实现营收 306 亿元，同比上升 6%。Non-GAAP 归母净利润 112.8 亿元，同比持平。

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

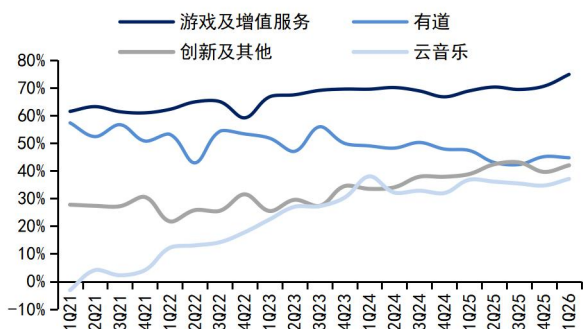
图2：公司经调整归母净利润及利润率（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

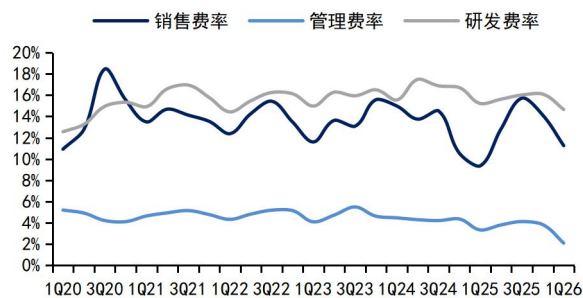
26Q1，公司综合毛利率 69%，同比上升 5pct，其中游戏增值服务毛利率提升 6pct。毛利率提升，主要系高毛利自研游戏占比提升、渠道分成成本下降等。除此以外，公司管理费用控制优秀，26Q1 管理费用 6.3 亿元，同比下降 33%，管理费率 2.1%，同比下降 1.2pct。

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

2026Q1，在线游戏业务收入为 251 亿元，同比增长 7%。高基数以及新游戏真空期，增长较好。26Q1 网易递延收 218 亿元，同比增长 23%，环比增长 6%，反应健康流水状态。

当前经典游戏支撑网易游戏大盘。多款经典游戏凭借高频内容迭代和玩法创新，玩家活跃度和收入表现持续强劲，包括《梦幻西游》、《燕云十六声》海外发行等。除此以外，《第五人格》、《蛋仔派对》运营修复。《燕云十六声》海外3月推出首个大型版本扩展，更新推出后登上Steam全球畅销榜第2位，季度营收再创历史新高。后续 pipeline:《遗忘之海》(26Q3 上线)、《无限大》(年底或明年)、《妖妖棋》(自走棋)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

有道: 收入同比上升4%，学习设备需求下降

2026Q1，有道净收入为13亿元，同比上升4%。根据有道财报，学习服务收入为6.3亿元，同比增长4.2%，增长主要得益于AI驱动的订阅服务。智能设备收入为1.1亿元，同比下降43%，反应智能学习设备的整体需求下降。广告服务收入为6.1亿元，同比增长20.9%，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: 毛利率趋势较好

26Q1，云音乐净收入为20亿元，同比增长7%。毛利率37%，同比持平，环比提升

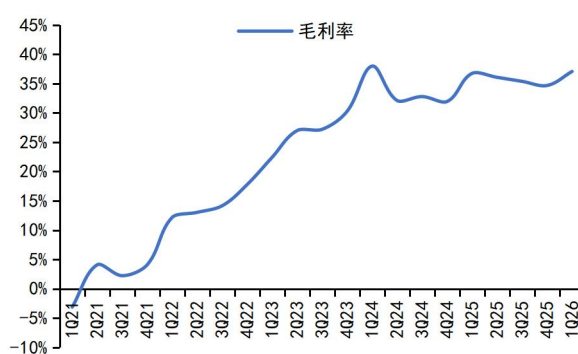
2pct，显示公司在内容成本控制和业务结构优化。

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。维持 26-28 年调整后归母净利润分别为 406/447/480 亿元。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)					利润表(百万元)				
	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	47168	61848	71508	82127	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	#N/A	19392
其他流动资产	4319	4576	4951	5312	研发费用	17719	18136	#N/A	21792
流动资产合计	180615	196349	213326	231505	管理费用	4228	4892	#N/A	5200
固定资产	8425	11584	14803	17960	营业利润	35835	38122	42574	45677
无形资产及其他	25826	43075	53111	65429	财务费用	(3178)	(4151)	(4359)	(3896)
投资性房地产	6549	6549	6549	6549	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
资产总计	221415	257556	287789	321443	利润总额	40830	43703	48366	51133
短期借款及交易性金融负债	6384	12477	10222	9694	所得税费用	6033	6555	7255	7670
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
流动负债合计	52369	61132	61942	65085	经调整归母净利润	37344	40572	44669	47983
长期借款及应付债券	0	0	0	0	现金流量表(百万元)				
其他长期负债	3942	5256	5818	5818	净利润	33760	36635	40408	42720
长期负债合计	3942	5256	5818	5818	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	56311	66388	67760	70903	折旧摊销	2858	5256	4949	4615
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)
负债和股东权益总计	221415	257556	287789	321443	营运资本变动	6055	2932	2081	2172
关键财务与估值指标					其它	(16659)	419	575	608
经调整 EPS	11.70	12.71	13.99	15.03	经营活动现金流	24927	44397	47048	49149
每股红利	1.87	3.44	3.80	4.01	资本开支	(1731)	(4389)	(3796)	(4345)
每股净资产	48.63	58.25	67.11	76.48	其它投资现金流	(29245)	0	(5772)	(6061)
ROIC	27%	24%	24%	23%	投资活动现金流	(7078)	(4389)	(9568)	(10406)
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%	36%	37%	36%	其它融资现金流	570	6092	(2255)	(528)
收入增长	7%	6%	8%	7%	融资活动现金流	(12586)	(4898)	(14377)	(13344)
净利润增长率	14%	9%	10%	6%	现金净变动	(4215)	35110	23103	25399
资产负债率	28%	28%	26%	24%	货币资金的期初余额	51383	47168	61848	71508
息率	1.0%	1.8%	2.0%	2.1%	货币资金的期末余额	47168	82278	84951	96907
P/E	13.5	12.5	11.3	10.5	企业自由现金流	37722	36203	39422	41266
P/B	3.5	2.9	2.5	2.2	权益自由现金流	41234	45823	40872	44270
EV/EBITDA	15.9	14.0	12.8	12.1					

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 ±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 ±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提及的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