

传媒

2026年05月27日

网易-S

(09999)

——毛利率提升，下半年新品来袭

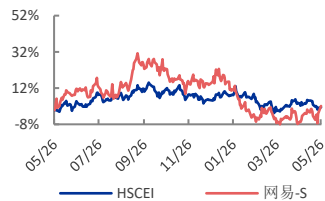
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年05月26日

收盘价 (港币)	189.30
恒生中国企业指数	8576.89
52周最高/最低 (港币)	248.00/168.80
H股市值 (亿港元)	6,094.64
流通H股 (百万股)	3,190.64
汇率 (港币/人民币)	0.8716

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com

研究支持

张淇元 A0230124080001
zhangqy@swsresearch.com

联系人

陈悦 A0230524100003
chenyue@swsresearch.com

投资要点：

- 根据财报，网易 1Q26 营业收入 306 亿元，YoY+6.1%；Non-GAAP 归母净利润 113 亿元，YoY+0.3%。毛利率与费用率双轮共振：综合毛利率 69.4%，YoY+5.3pct；游戏毛利率 74.8% (YoY+6.0pct)，创历史新高，受益 PC 业务占比提高与渠道优化，业绩符合预期。
- **自研长青驱动游戏稳健增长、老游戏仍有新看点。** Q1 游戏及增值业务收入 yoy+6.9%至 257 亿，其中在线游戏占比 97.5%。Q1 主要由《梦幻西游》系列春节版本运营，《第五》《蛋仔》等高频迭代驱动，去年高基数背景下增幅可观。4 月《梦幻西游》手游推出 11 年来最大版本变革“轮回令+轮回境”，赛季制装备系统+赛季制 PVE/PVP 搜打撤玩法；海外端，《燕云十六声》国际服 (25 年 11 月全球上线、首周流水超过 3 千万，海外 PC 两周玩家超 900 万、Steam 畅销榜 TOP2) 带来 Q1 边际增量但海外整体占比偏低，有提升空间。
- **云音乐毛利率优于预期、有道承压。** Q1 云音乐营收同比增长 6.6%至 20 亿，毛利率 37.1%，YoY+0.3pct，会员规模持续增长，优于一致预期；有道收入 yoy+3.8%至 13.5 亿，但 QoQ-13.8%，主要由学习服务和智能硬件收入下降所致，毛利率 44.7%，YoY-2.6pct。
- **费用控制严格、经营杠杆释放。** Q1 销售/管理/研发费用率分别为 11.2%/2.1%/14.7% (YoY+1.9/-1.2/-0.6pct, QoQ-2.9/-1.7/-1.4pct)，合计费用率 28.0% (YoY 基本持平、QoQ-6.0pct)。费用率偏低有一定投放季节性因素，目前 AI 主要用于业务提效，研发等团队规模不受影响，同时渠道分成结构有所优化，渠道费用降低，叠加游戏毛利率提升共振，驱动 Q1 营业利润率达 41.4%创近年新高，经营杠杆加速释放。
- **回购加速、股东回报可观。** Q1 股息每股 0.144 美元 (每 ADS 0.720 美元)，50 亿美元回购计划延期 36 个月至 29 年 1 月，截至 1Q26 末累计回购约 21 亿美元，剩余额度约 29 亿美元，回购节奏有把控。Q1 末净现金 1675 亿元 (vs 25 年末 1635 亿元)，Q1 经营性现金流入 137 亿元，充裕现金流支撑长期股东回报。
- **新品有催化、26H2 或进入兑现窗口。** 整体看，Q1 业绩符合预期，老品流水有保障。新品端，开放世界 RPG《遗忘之海》近期“破晓号大规模测试”开启，预期 Q3 上线，全平台预约人数超 2300 万；都市开放世界二次元《无限大》已获版号、对标“二次元 GTA”，上线时间待定；其他储备包括《星绘友晴天》《山海奇旅》(UGC、模拟经营)、《万民长歌：三国》(三国题材单机策略)等，新品弹性可期且长青支撑较强，26H2 有望进入兑现期。
- **调整盈利预测，维持“买入”评级。** 考虑到老游戏长青运营多轮验证，大新品定档 Q3 有弹性，我们调整收入及利润预测，下调公司 26-年营收预测至 1148 亿元 (原为 1226 亿)，新增 27-28 年营收预测 1263/1314 亿元，上调 26 年归母净利润预测至 408 亿 (原为 379 亿)，新增 27-28 年归母净利润预测 460/499 亿元。现价对应 26-28 年 PE 为 13/12/11x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期，游戏监管政策边际变化，游戏的生命周期短于预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	105,295	112,626	114,752	126,302	131,353
同比增长率 (%)	1.77	6.96	1.89	10.07	4.00
归属普通股股东净利润	29,698	33,760	40,822	46,038	49,896
同比增长率 (%)	0.96	13.68	20.92	12.78	8.38
每股收益 (元/股)	9.28	10.59	12.68	14.30	15.50
ROE (%)	21.41	21.06	21.35	20.43	19.06
市盈率	18	16	13	12	11

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元 (人民币)



申万宏源研究微信服务号

合并利润表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	105,295	112,626	114,752	126,302	131,353
主营收入	105,295	112,626	114,752	126,302	131,353
营业成本	-39,488	-40,224	-35,967	-38,912	-40,369
销售和管理费用	-18,698	-18,848	-17,213	-18,314	-18,389
研发费用	-17,525	-17,719	-16,983	-18,314	-18,521
其他经营损益	858	311	316	348	362
财务费用	4,921	3,953	2,361	2,611	3,736
投资收益	355	732	798	628	719
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他非经常性损益	0	0	0	0	0
除税前利润	35,718	40,830	48,064	54,350	58,892
所得税	-5,461	-6,033	-6,729	-7,609	-8,245
净利润	30,256	34,798	41,335	46,741	50,647
少数股东损益及其他	559	1,038	512	703	751
归属普通股股东净利润	29,698	33,760	40,822	46,038	49,896

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。