

2026年5月22日  
 网易(9999.HK/NTES)

## 公司动态分析

证券研究报告

互联网与软件

### Q1 表现超市场预期，期待新游后续进展

**事件：**网易发布 26Q1 业绩表现，收入和利润均超市场预期，其中主营业务游戏业务体现出较强韧性，在非旺季实现环比跳升，毛利率也呈现显著改善，盈利能力持续提升。目前公司估值处于相对底部，在自研能力+全球化双引擎驱动下，我们认为公司的估值有修复空间，等待 Q2 新游管线催化信号。

#### 报告摘要

**营收利润双双超预期，游戏业务韧性较强。** 网易 2026Q1 实现净收入 305.9 亿元，同比增长 6.1%，环比增长 11.1%，超出彭博一致预期 295.1 亿元约 3.7%。归母净利润 107 亿元，同比增长 3.6%，环比大幅增长 71.2%，经调整每 ADS 收益 17.46 元，同样超出彭博预期的 15.47 元。Q1 毛利润 212.2 亿元(市场预估 191.1 亿元)，毛利率 69.4%，较去年同期的 64.1% 大幅提升 5.3 个百分点，驱动因素主要是营业成本同比下降 9.4%，以及平台收入分成压缩带来的结构性毛利率改善。分业务看，游戏及相关增值服务净收入 257.1 亿元(市场预估 247.1 亿元)，同比增长 6.9%，环比跳升 17%，是拉动总收入超预期的主引擎。Q4 通常是游戏旺季，Q1 环比下降才是常态，26Q1 反而实现 17% 的环比跳升，说明《燕云十六声》的新增流水与《梦幻西游》系列的老用户活跃形成合力，丁磊强调的“全球市场布局”已从叙事走向兑现。在无重大新游上线，以及去年高基数的背景下仍实现亮眼增长，得益于长青游戏的“再运营”战略。在线游戏收入占分部 97.5%，《梦幻西游》系列与《燕云十六声》贡献核心增量。海外方面，《燕云十六声》、《漫威争锋》持续扩展国际版图。其他业务方面，有道净收入 13.5 亿元(预估 14.2 亿，略低于预期)，云音乐 19.8 亿元(基本符合预期)。

**盈利能力持续提升，降本增效全面兑现。** Q1 的毛利率大幅改善是最大亮点。综合毛利率 69.4%，比市场预期高出近 3 个百分点，也创下了近年季度新高。营业成本同比不升反降，说明公司不再单纯追求收入规模扩张，而是在优化收入结构、压缩低效分成方面取得了实质进展。Non-GAAP 营业利润率 43.4% 也同样创近年新高。管理费用同比-33%、销售费率环比回落至 11%，人员精简与海外战线收缩的财务效果已显性化，且仍在持续。这一趋势若延续，利润弹性将远超收入端。

**新游关键性进展：** 1) 遗忘之海，是近期最核心催化剂，今年 4 月已获版号，预计 5 月 28 日开启删档付费测试——这是上线前最后一次大规模测试。管理层表示，产品处于上线前最后准备阶段，三测将展示更全面的故事背景和多样化玩法，商业化以角色和时装为主，预期在暑期(26Q3)上线。此前 2 月“流浪号测试”Beta 封测反馈良好，YouTube 实机视频 3 天播放量突破 1200 万，TapTap 评分 8.9。2) 无限大，或将成为中期最大弹性来源，管理层认为开放世界赛道竞争激烈，反映了强劲的用户需求。无限大主打都市开放世界的差异化定位，强调社交元素和探索沉浸感而非地图规模和战斗体验，与传统二次元 RPG/ACG 产品形成了区隔。研发团队表示会以最高品质交付，持续打磨产品内容品质。

**投资观点：** 游戏主业 Q1 展现淡季不淡的 alpha，毛利率结构性改善验证了公司从“规模导向”向“利润导向”的转型。业绩全面超预期，但昨日股价仍下跌 4.82%，可能源于两个短期因素：一是前期股价已对业绩有所抢跑，二是市场对港股整体流动性和美债收益率上行的担忧压倒了基本面利好。这反而为关注基本面的投资者提供了一个相对舒适的观察窗口。昨日港股收盘价 171.7 港元对应约 12x 2026E P/E (基于彭博一致预期)，估值水平处于相对底部。在自研能力+全球化双引擎驱动下，估值有修复空间，等待 Q2 新游管线催化信号。

**风险提示：** 宏观经济下行；新游上线节奏不及预期可能抑制估值扩张；港股流动性受美债收益率持续上行压制，折价可能进一步加深。

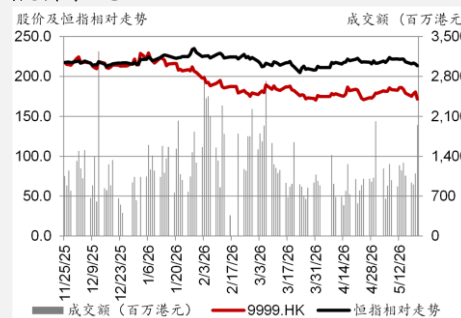
投资评级： 未有  
 6 个月目标价 未有  
 股价 2026-5-21 171.7 港元

总市值(百万港元) 1,119,815  
 港股市值(百万港元) 548,085  
 总股本(百万股) 3,850  
 港股股本(百万股) 3,192  
 12 个月低/高(港元) 168.8/232.6  
 平均成交(百万港元) 1,155.58

#### 股东结构

丁磊 45.45%  
 贝莱德 2.98%  
 先锋领航 2.50%  
 资本集团 2.43%  
 瑞银资产管理 1.73%  
 其他 44.90%  
 总共 100.0%

#### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.89	-2.47	-14.19
绝对收益	-6.58	-7.41	-6.99

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

TMT 行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk



## Q1 业绩表现

业务板块	26Q1 收入 (人民币亿元)	YoY	QoQ
游戏及相关增值服务	257.13	+6.9%	+17.1%
有道	13.48	+3.9%	-13.9%
云音乐	19.81	+6.6%	+0.7%
创新及其他	15.49	-4.6%	-24.3%

资料来源：公司公告，国投证券国际

## 游戏矩阵

游戏产品	Q1 表现及亮点
梦幻西游 PC	PCU 突破 390 万创新高，Q1 收入创新高；无限服扩大用户基础，传统服用户稳增
梦幻西游手游	DAU 达 2017 年以来最高；3 月 11 周年庆，4 月升级经济系统强化长线
天下系列	Q1 收入创新高；运营超 18 年，稳定社区+生命周期运营体验
燕云十六声	网易第三大游戏；国内+海外双轮驱动，Q1 收入创新高
蛋仔派对	维持中国派对游戏领先；春节活动+IP 联动持续带动
第五人格	用户参与度稳定；3 月 8 周年庆，打造非对称竞技赛道壁垒
逆水寒	玩家社区持续活跃，开放世界内容不断进化
永劫无间	战斗体验优化，新英雄、新地图、战斗机制持续升级
率土之滨	SLG 体验提升，新服拉新+战局节奏优化

资料来源：公开资料，国投证券国际

## 彭博一致预测

(人民币亿元, 31/12 年结)	2026E	2027E	2028E
收入	1206.37	1311.48	1407.97
YOY (%)	7.11%	8.71%	7.36%
毛利率 (%)	66.05%	66.42%	67.03%
经营利润	416.29	459.91	510.00
净利润	378.65	421.28	458.85
P/E	12.3	11.2	10.3

资料来源：彭博，国投证券国际（截至 5 月 21 日）

**客户服务热线**

香港：2213 1888

国内：40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系****收益评级：**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国投证券(香港)有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010