

公司研究

精品化兑现周期来临，新游有望推动业绩上行与估值重塑

——网易-S (9999.HK) 点评报告

买入（维持）

当前价：195.40 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：陈磊

执业证书编号：S0930526050003

010-56513114

chenlei2@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.92
总市值(亿港元)	6,237
一年最低/最高(港元)	168.8/244.5
近3月换手率	11.75%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.1	11.4	3.0
绝对	9.2	8.2	-1.5

资料来源：Wind

相关研报

营销投入恢复较快，递延收入支撑后续增长——网易-S (9999.HK) 2025 年二季度业绩点评 (2025-08-16)

事件：我们认为，当前时间点公司有三大逻辑值得关注：1) 新游或推动业绩超预期；2) 产品大年带来估值提升；3) 降本增效带来的新一阶段提质发展。具体来说，重点新游包括了《遗忘之海》《无限大》《归唐》，近期的催化剂是 5 月 28 日开启新一轮内测的《遗忘之海》。

点评：

近期来看《遗忘之海》5 月 28 日开启新一轮内测：《遗忘之海》是由网易游戏旗下 Joker 工作室（《第五人格》制作方）研发的海洋奇遇开放世界 RPG。历时 5 年打造，三端互通，以木偶美学为视觉标签，融合航海探索、双模态战斗、肉鸽循环等核心玩法。

游戏现已开启两轮测试，其“漂流瓶号测试”于 2025 年 6 月 27 日开启，“流浪号测试”于 2026 年 2 月 5 日开启。玩家将扮演一名丢失了记忆的船长，和身份成谜的少女一起，开启航海之旅，直至抵达最后的海。2026 年 4 月，《遗忘之海》获得版号。2026 年 5 月 28 日，游戏开启新一轮内测，根据一般游戏的测试规律，此轮测试或为上线前最后一轮测试。

根据公司官网，游戏目前全网预约数达 2500 万，作为对比，上线前《鸣潮》和《异环》约超 3000 万。现距离游戏上线还有一定时间，因此我们判断《遗忘之海》全网预约数同样有望超 3000 万，跻身关注度第一梯队。

我们参考《第五人格》《鸣潮》《异环》等风格或玩法相似的游戏，认为《遗忘之海》首年（12 个月）流水或达 50 亿元，考虑到游戏三端发售，PC 端（特别是直连）利润率较高，有望拉高整体利润率，若以 35%-45% 为利润率假设，有望贡献 17.5-22.5 亿元利润增量，占 2025 年公司 Non-GAAP 利润 4.7%-6%。

中远期来看《无限大》更为重磅，《归唐》关注度高：后续公司还有《无限大》《归唐》等新游储备。《无限大》是公司正在开发的都市开放世界角色扮演游戏，2023 年 8 月首曝，2025 年 1 月 3 日开启技术性线下测试。目前游戏公布的资料较少，我们从宣传片上和部分玩家试玩视频可以看到，都市背景贴近日式风格，配合多主角多技能，以第三人称动作、探索为主，融入了一定 QTE 玩法。目前游戏全球预约人数超 1700 万。

《归唐》是公司雷火事业群临安 24 工作室使用虚幻引擎 5 打造的一款动作冒险游戏，执行副总裁胡志鹏担任制作人，于 2018 年立项，2021 年开始研发。游戏灵感来源于“沙州归唐”的历史事件，采用买断制，将登陆 PC 及主机平台，面向全球发行。《归唐》可以视为公司第一款 3A 游戏。

提质发展效果初现：创始人丁磊在 2024 年底“重回一线”，直接掌管游戏业务的最高决策权，并在公司内部推行了一系列旨在降本增效的改革措施。我们看到公司三费管控得当，效果初现。具体来说，公司研发费用率保持在 16% 上下，26Q1 降至 14.7%，在这样的开发强度下，效率提升明显；销售费用率保持稳定；管理费用率由 21Q2 的 4.93% 下降至 2.08%。

2027 年公司有望被纳入“港股通”：根据公司公告，因 2025 财年在港交所的股份成交量占全球总成交量比重超过 55%，触发了港交所“交易重心转移”条款，公司须全面遵守适用于双重主要上市发行人的相关香港上市规则。若这一成交状态持续

一年，公司交易重心将被视作永久迁移至港交所，正式转为双重主要上市，届时也将具备纳入港股通的资格。

盈利预测、估值与评级：我们看好公司新产品线，2026年起有望体现营收增量，2027年有望体现可观利润增量。综上我们预计公司2026-2028年营收分别为1249/1436/1516亿元，非国际会计准则下的利润分别为412/486/516亿元，与我们前期的预测相比，基本维持2026年Non-GAAP净利润不变，上调2027年Non-GAAP净利润9.2%，新增2028年净利润，当前股价对应P/E (Non-GAAP)分别为13/11/10倍，维持“买入”评级。

风险提示：新游上线进度或质量不及预期，宏观经济增幅放缓导致可消费受损等。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万人民币)	105,295	112,626	124,937	143,617	151,562
增长率 YoY (%)	1.8	7.0	10.9	15.0	5.5
归母净利润(Non-GAAP,百万元)	33,500	37,300	41,182	48,565	51,563
增长率 YoY (%)	1.0	13.7	10.4	17.9	6.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	9.30	10.58	11.68	13.77	14.62
净资产收益率 (%)	21.4	21.1	20.4	21.0	19.7
P/E (倍, Non-GAAP)	16	14	13	11	10
P/B (倍)	4.2	3.6	3.2	2.8	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-05-27；汇率：按1HKD=0.87CNY换算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	105,295	112,626	123,735	143,617	151,562
营业成本	39,488	40,224	41,982	47,753	49,387
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	14,148	14,620	16,086	20,106	19,400
管理费用	4,551	4,228	4,516	5,170	5,305
研发费用	17,525	17,719	18,560	21,255	24,250
财务费用	-4,921	-3,953	-348	-383	-639
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1,213	1,042	1,485	1,436	1,516
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	29,584	35,835	42,591	49,332	53,220
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	35,718	40,830	44,423	51,151	55,375
所得税	5,461	6,033	6,664	7,673	8,306
净利润	30,256	34,798	37,760	43,478	47,069
少数股东损益	559	1,038	1,133	1,304	1,412
净利润 (Non-GAAP)	33,500	37,300	41,182	48,565	51,563
EBITDA	33,215	39,124	45,827	52,266	56,020
EPS (元/股)	9.30	10.58	11.68	13.77	14.62

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	39,677	50,740	37,497	47,970	48,034
净利润	29,698	33,760	37,273	43,956	46,669
折旧摊销	2,418	2,247	1,751	1,498	1,284
财务费用	0	0	124	38	49
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	3,652	8,721	-1,306	2,555	104
其他经营现金流	3,910	6,011	-346	-77	-72
投资活动现金流	17,916	-33,181	-22,451	-1,514	-4,664
资本支出	-2,206	-2,052	-500	-450	-380
长期投资	-398	1,773	-300	-500	-800
其他投资现金流	20,521	-32,902	-21,651	-564	-3,484
筹资活动现金流	-27,336	-20,160	-19,161	-18,430	-16,250
短期借款	-7,435	-5,421	-4,500	-1,250	2,000
长期借款	0	-428	0	0	0
普通股增加	-8,830	-639	0	0	0
资本公积增加	5,789	19,901	22,396	26,472	28,128
其他筹资现金流	-16,859	-33,572	-37,057	-43,653	-46,378
现金净增加额	30,268	-2,984	-4,456	27,685	26,779
经营活动现金流	39,677	50,740	37,497	47,970	48,034

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	153,325	180,615	179,194	210,983	243,297
现金	51,383	47,168	42,041	68,840	94,970
应收票据及应收账款	5,669	5,338	6,874	7,979	8,420
其他应收款	6,417	7,658	7,424	8,617	9,094
预付账款	0	0	0	0	0
存货	572	689	700	796	823
其他流动资产	89,284	119,762	122,155	124,751	129,990
非流动资产	42,667	40,800	60,667	60,119	60,015
长期投资	23,231	21,458	21,758	22,258	23,058
固定资产	8,520	8,425	7,190	6,157	5,268
无形资产	541	320	304	289	275
其他非流动资产	10,374	10,596	31,415	31,415	31,415
资产总计	195,992	221,415	239,861	271,102	303,312
流动负债	49,668	52,369	47,012	51,564	54,851
短期借款	11,805	6,384	1,884	634	2,634
应付票据及应付账款	721	643	583	663	686
其他流动负债	37,142	45,341	44,545	50,266	51,531
非流动负债	3,830	3,942	4,610	4,610	4,610
长期借款	428	0	0	0	0
其他非流动负债	3,402	3,942	4,610	4,610	4,610
负债合计	53,497	56,311	51,623	56,174	59,462
少数股东权益	3,809	4,808	5,941	7,245	8,657
股本	3	3	3	3	3
资本公积	142,149	162,050	184,052	209,437	236,947
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	138,686	160,296	182,298	207,683	235,193
负债和股东权益	195,992	221,415	239,861	271,102	303,312

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼