

长青游戏创新高，期待《遗忘之海》上线 贡献增量

——网易 (9999.HK) 26Q1 点评

核心观点

- **事项：**网易发 26Q1 财报。26Q1 营收 306 亿 (yoy+6%)，较彭博预期高 3.4%，主要系长青游戏表现优异。GAAP 归母净利润 107 亿 (yoy+4%)，较彭博预期高 13.7%。Non-GAAP 归母净利润 113 亿 (yoy+0.3%)，较彭博预期高 11.3%。
- **《梦幻西游》端游畅玩服活跃，《燕云十六声》全球表现优异。**26Q1 游戏及相关增值服务总收入 257 亿 (yoy+7%)，较彭博预期高 4.1%。主要系《梦幻西游》系列、《天下》等长青游戏均创历史新高。此外，合同负债未确认流水较高，增长 13 亿，较彭博预期高 10%，有望在后续季度确认收入。游戏毛利率 75% (qoq+4.3pct)，主要系平台分成收入下降。**我们预期 26Q2 游戏环比因淡旺季有所回落，但同比持续增长**，主要系预期《蛋仔派对》、《梦幻西游》等长青游戏维持良好增长。新品储备来看，搜打撤游戏《遗忘之海》有望于 2026 年 Q3 上线，后续期待《无限大》等项目上线贡献增量。
- **网易云音乐付费会员数量及 ARPU 有望双双增长。**26Q1 网易云音乐收入 20 亿 (yoy+7%)，较彭博预期低 0.5%。公司近期陆续引入 Shofar 等 Kpop 厂牌，补充了陈楚生、易烊千玺、刘雨昕、杨千嬅等流行华语音乐人的作品；此外，公司上线 AI 音乐人平台天音，有望驱动独占内容进一步增长。截至 2025 年已有超过 100 万名音乐人上传超过 560 万首曲目至云音乐。我们预期 26Q2 音乐收入或达 21 亿 (yoy+6%)，主要系我们认为随着曲库进一步完善，MAU 和付费率将持续提升。且在 ARPU 层面，我们认为随着渠道折扣减少，2026 年 ARPU 有望提升。

盈利预测与投资建议

- 公司暴雪游戏陆续恢复运营，长青游戏《燕云十六声》海内外表现优异。2026 年期待《遗忘之海》上线驱动增长。我们预测公司 26~28 年归母净利润为 419/489/538 亿元 (原 26~27 为 375/433 亿元，因根据游戏表现及 Q1 财报调整收入、毛利率，费率等，从而调整盈利预测)。我们采用 SOTP 估值，给予目标价 210.40 港币 /183.29 人民币 (HKD/CNY=0.87)，维持“买入”评级。

风险提示

新游戏表现不及预期；版号审批不确定性；游戏净利率波动性较大；直播竞争加剧

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	105295	112626	122491	140588	153123
同比增长(%)	1.77%	6.96%	8.76%	14.77%	8.92%
营业利润(百万元)	29584	35835	47215	55139	61198
同比增长(%)	6.77%	21.13%	31.76%	16.78%	10.99%
归属母公司净利润(百万元)	29698	33760	41927	48898	53841
同比增长(%)	0.96%	13.68%	24.19%	16.63%	10.11%
每股收益(元)	9.22	10.49	13.02	15.19	16.72
毛利率(%)	62.50%	64.29%	69.52%	70.58%	71.26%
净利率(%)	28.20%	29.98%	34.23%	34.78%	35.16%
净资产收益率(%)	22.59%	22.58%	23.85%	23.32%	21.63%
市盈率(倍)	18	16	13	11	10
市净率(倍)	4	3	3	2	2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2026年05月28日)	192.7 港元
目标价格	210.40 港元
52 周最高价/最低价	244.54/168.8 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	319,211/319,211
H 股市值 (百万港币)	615,120
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026 年 06 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	12.23	11.52	8.61	-0.16
相对表现%	13.73	14.14	14.71	-7.67
恒生指数%	-1.5	-2.62	-6.1	7.51



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 香港证监会牌照：BXO329 jinmuyang@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

长青游戏稳定，期待《无限大》上线贡献增量：——网易 (9999.HK) 25Q4 点评	2026-03-05
长青游戏持续修复，《燕云十六声》全球表现亮眼：——网易 (9999.HK) 25Q3 点评	2025-11-27
《蛋仔派对》暑期表现优异，预期 Q3 长青游戏修复：——网易 (9999.HK) 25Q2 点评	2025-08-21

表 1：盈利预测表

单位：百万/%	26Q1	26Q2E	26Q3E	26Q4E	26E	27E	28E
营业收入	30,591	29,395	31,624	30,881	122,491	140,588	153,123
yoy	6%	5%	12%	12%	8.76%	14.77%	8.92%
毛利率%	69.36%	69.40%	70.00%	69.32%	69.52%	70.58%	71.26%
游戏及相关增值服务	25,713	24,205	26,389	25,093	101,401	118,477	130,108
yoy	6.92%	6.13%	13.13%	14.23%	10.04%	16.84%	9.82%
毛利率%	75%	75%	75%	75%	75.21%	75.64%	76.04%
游戏	25,070	23,498	25,791	24,342	98,701	115,696	127,244
yoy	6.92%	6.11%	13.28%	14.48%	10.04%	16.84%	9.82%
其他	643	707	598	751	2,700	2,781	2,864
yoy	6.92%	6.90%	6.90%	6.90%	6.91%	3.00%	3.00%
有道	1,348	1,487	1,715	1,642	6,192	6,676	7,179
yoy	3.83%	4.92%	5.30%	4.92%	4.79%	7.81%	7.55%
毛利率%	45%	44%	44%	47%	44.90%	44.67%	44.72%
云音乐	1,981	2,077	2,136	2,191	8,385	9,090	9,647
yoy	6.61%	5.50%	8.76%	11.31%	8.07%	8.41%	6.13%
毛利率%	37%	38%	40%	41%	38.85%	41.59%	42.90%
创新业务及其他	1,549	1,625	1,384	1,955	6,514	6,346	6,189
yoy	-4.61%	-4.34%	-3.79%	-4.50%	-4.34%	-2.58%	-2.47%
毛利率%	42%	45%	46%	43%	43.84%	44.85%	45.85%
营业成本	9,374	8,994	9,487	9,475	37,330	41,364	44,005
毛利	21,217	20,401	22,137	21,406	85,161	99,225	109,119
销售费用	3,441	3,838	4,588	4,068	15,935	18,512	20,071
管理费用	637	960	1,037	1,002	3,636	4,380	4,802
研发费用	4,482	4,357	4,839	4,696	18,375	21,194	23,048
营业利润	12,657	11,246	11,673	11,639	47,215	55,139	61,198
营业利润率%	41.37%	38.26%	36.91%	37.69%	38.55%	39.22%	39.97%
GAAP 归母净利润	10,674	10,352	10,635	10,265	41,927	48,898	53,841
yoy	4%	20%	23%	64%	24.19%	16.63%	10.11%
Non-GAAP 归母净利润	11,275	11,147	11,445	11,009	44,876	52,439	57,681
yoy	0%	17%	20%	56%	20.17%	16.85%	10.00%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：主营业务估值（2026.5.28 收盘价）

主营业务	股票代码	USD/CNY 6.8	USD/HKD 7.8	HKD/CNY 0.87	估值占比	乘数 2026E		估值方案
		估值 百万美金	估值 百万人民币	归属网 易 百万人 民币		人民币/每 股	港币/每 股	
游戏		82,487	562,893	562,893	95%		14.4x	P/E
有道	DAO.N	1,404	9,582	3,072	1%			
云音乐	9899.hk	3,327	22,705	13,584	2%			
广告		823	5,618	5,618	1%		12.3x	P/E
其他		726	4,955	4,955	1%	1.0x		P/S
总值		88,768	605,752	590,121	100%			

数据来源：ifind，东方证券研究所

表 3：游戏可比公司估值（2026.5.28 收盘价）

代码	证券简称	总市值（亿）	营业总收入(百万)	归母净利润（百万）	市盈率 PE
----	------	--------	-----------	-----------	--------

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

			26E	27E	26E	27E	26E	27E
	调整后平均						14.4	12.6
0700.HK	腾讯控股	33,759	830,042	914,621	246,868	273,276	13.7	12.4
002555.SZ	三七互娱	429	17,835	19,372	3,177	3,475	13.5	12.3
002624.SZ	完美世界	277	9,030	10,056	1,675	2,123	16.5	13.1
603444.SH	吉比特	238	6,754	7,321	1,924	2,115	12.4	11.3
300002.SZ	神州泰岳	160	6,112	6,763	989	1,120	16.2	14.3

数据来源：ifind 一致性预期，东方证券研究所，HKD/RMB 0.87

表 4：广告可比公司估值（2026.5.28 收盘价）

代码	证券简称	总市值（亿）	营业总收入(百万)		归母净利润（百万）		市盈率 PE	
			26E	27E	26E	27E	26E	27E
9888.HK	百度	2,978	132,594	142,170	24,116	29,223	12.3	10.2

数据来源：ifind 一致性预期，东方证券研究所，HKD/RMB 0.87

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	51,383	47,168	68,986	107,926	145,939	营业总收入	105295	112626	122491	140588	153123
应收款项合计	12,086	12,996	14,135	16,223	17,669	主营业务收入	105295	112626	122491	140588	153123
存货	572	689	640	709	754	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,086	4,319	3,394	3,600	3,771	营业总支出	75711	76791	75276	85449	91925
流动资产合计	153,325	180,615	202,598	243,901	283,576	营业成本	39488	40224	37330	41364	44005
固定资产净值	8,520	8,425	9,120	9,844	10,598	营业开支	36223	36567	37946	44085	47920
权益性投资	0	0	0	0	0	营业利润	29584	35835	47215	55139	61198
其他长期投资	23,231	21,458	22,507	22,399	22,121	净利息支出	-4921	-3953	-3725	-3753	-3757
商誉及无形资产	541	320	1,450	-583	3,075	权益性投资损益	0	0	0	0	0
土地使用权	4,172	4,047	3,922	3,797	3,672	其他非经营性损益	1213	1042	399	793	739
其他非流动资产	6,202	6,549	6,750	6,500	6,600	非经常项目前利润	35718	40830	51340	59686	65694
非流动资产合计	42,667	40,800	43,750	41,958	46,066	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	195,992	221,415	246,348	285,858	329,643	除税前利润	35718	40830	51340	59686	65694
应交税金	2,759	3,874	3,068	3,234	3,392	所得税	5461	6033	8664	9892	10869
短期借贷及长期借贷到期部分	11,805	6,384	6,448	6,513	6,578	少数股东损益	559	1038	749	896	984
其他流动负债	34,383	41,467	35,667	37,172	38,102	持续经营净利润	29698	33760	41927	48898	53841
流动负债合计	49,668	52,369	45,931	47,623	48,770	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	428	0	0	0	0	净利润	29698	33760	41927	48898	53841
其他非流动负债	3,402	3,942	3,638	3,661	3,747	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	3,830	3,942	3,638	3,661	3,747	归母净利润 (GAAP)	29698	33760	41927	48898	53841
负债合计	53,497	56,311	49,570	51,283	52,517	归母净利润 (non GAAP)	33511	37344	44876	52439	57681
归属母公司股东权益	138,686	160,296	191,221	228,121	269,688	EPS (摊薄)	9.22	10.49	13.02	15.19	16.72
少数股东权益	3,809	4,808	5,557	6,453	7,438	主要财务比率					
所有者权益合计	142,494	165,104	196,778	234,575	277,125	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
负债和股东权益	195,992	221,415	246,348	285,858	329,643	成长能力					
现金流量表						营业收入增长率	1.8%	7.0%	8.8%	14.8%	8.9%
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	营业利润增长率	6.8%	21.1%	31.8%	16.8%	11.0%
经营活动现金流	39,677	50,740	36,603	53,140	52,701	归属普通股股东净利润增长率	1.0%	13.7%	24.2%	16.6%	10.1%
净利润	29,698	33,760	41,927	48,898	53,841	获利能力					
折旧与摊销	2,418	2,247	897	4,060	-1,631	毛利率	62.5%	64.3%	69.5%	70.6%	71.3%
营运资本变动	3,652	8,721	-6,969	-714	-494	净利率	28.2%	30.0%	34.2%	34.8%	35.2%
其他非现金调整	3,910	6,011	749	896	984	ROE	22.6%	22.6%	23.9%	23.3%	21.6%
投资活动现金流	17,916	-33,181	-3,847	-2,267	-2,478	ROA	15.6%	16.2%	17.9%	18.4%	17.5%
出售固定资产收到的现金	15	46	24	24	24	偿债能力					
资本性支出	2,206	2,052	3,669	2,541	2,402	资产负债率	27.3%	25.4%	20.1%	17.9%	15.9%
投资净增	-20,515	31,214	0	0	0	流动比率	308.7%	344.9%	441.1%	512.2%	581.5%
其他投资活动现金流量净额	-407	40	-201	250	-99	速动比率	307.6%	343.6%	439.7%	510.7%	579.9%
融资活动现金流	-27,336	-20,160	-10,938	-11,933	-12,210	每股指标 (元)					
债务净增	-7,476	-5,799	64	64	65	每股收益	9.22	10.49	13.02	15.19	16.72
股本增加	0	0	0	0	0	每股经营现金流	12.32	15.76	11.37	16.51	16.37
支付的股利合计	11,165	13,826	11,002	11,998	12,275	每股净资产	43.08	49.79	59.39	70.85	83.77
其他筹资活动现金流量净额	136	104	0	0	0	估值比率					
汇率变动影响	11	-382	0	0	0	P/E	18	16	13	11	10
现金净增加额	30,268	-2,984	21,819	38,940	38,013	P/B	4	3	3	2	2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。