

传媒

2026 年 06 月 30 日

网易

(09999)

——蓄势待发，再迎新一轮产品周期（网易深度之二）

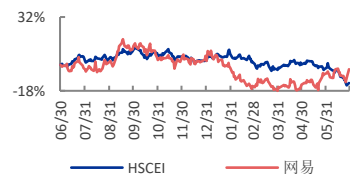
报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：2026 年 06 月 29 日

收盘价（港币）	199.40
恒生中国企业指数	7605.34
52 周最高/最低（港币）	248.00/168.80
H 股市值（亿港元）	6,419.81
流通 H 股（百万股）	3,190.64
汇率（港币/人民币）	0.8692

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

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com

- 我们于 2020 年发布首次覆盖深度《匠心与热爱造就游戏常青树》，探讨网易聚焦游戏主业，以“坚守研发核心、海外稳扎稳打”的思路双线并进。本篇报告则重点讨论——公司长青运营、品类创新、出海策略调整以抓住下一轮行业机遇。
- 网易是全球稀缺的长青游戏公司，市场低估了其游戏基本盘的持续性与自研出海的成长性，且长期担忧网易增长依赖少数长青老游、产品周期波动大，但复盘其经营，真正的护城河是穿越周期的长青运营与“一年一爆品”的世界级品类创新能力。
- MMO 基本盘维稳，新品类创新带来增量。《梦幻西游》等构成稳固基本盘，长青原因在于成熟的经济/社交系统与高频运营。增量多来自品类创新如《第五人格》（非对称竞技）、《燕云》（开放世界）等大单品，多为发行不到三年、且多非传统 MMO 的新品。
- 新品储备丰富，新一轮产品周期蓄势。持续押注年轻用户偏好的内容向品类，在研管线多元化，《遗忘之海》（海洋开放世界，预约超 3000 万、7 月上线）、《无限大》（都市开放世界）、《归唐》（3A 买断制单机）等构成 26/27 年的新一轮产品周期。
- 自研出海打开第二增长曲线。中国以外游戏市场全球占比 73%，且 PC 占比高，行业主导者为 3A 游戏大厂，但近年海外 3A 游戏厂商经营平淡，国产游戏凭借自研进步，Steam 年度畅销 Top100 中国游戏从 21 年 5 款翻倍至 25 年的 11 款。公司经历了从投资出海到自研出海的策略调整，研发投入支撑的 3A 工业化能力已通过《漫威争锋》《燕云十六声》在欧美主流市场得到验证，目前海外游戏收入占比仍低于 20%，具备较大潜力。
- AI 提效，带来新玩法。AI 降低内容生产门槛，（1）内容消耗型游戏提升版本更新速度，（2）demo 降低创意试错成本，丰富供给，（3）AI+UGC 有望打造新的平台。目前网易 AI 实践包括：《蛋仔派对》UGC、《逆水寒》AI 剧组、《永劫无间》AI 队友等。
- 估值与股东回报：安全边际高，向上有弹性。近十年调整后 ROE 基本在 20%以上，过去五年股东回报率均值在 4%左右。50 亿美元回购计划延长至 29 年初，季度派息稳定。
- 上调盈利预测，维持买入评级。考虑公司存量产品持续性及新品节奏，我们预计公司 2026-2028 年营业收入 1185/1310/1407 亿元（原预测为 1148/1263/1314 亿元），同比增长 5%/11%/7%；预计公司 Non-GAAP 净利润 411/470/510 亿元（原预测为 408/468/501 亿元），同比增长 10%/14%/9%。SOTP 分部估值下，目标市值 7172 亿元人民币，对应每股合理价值 256 港元/股，维持买入评级。
- 风险提示：新品上线进度或表现不及预期、长青产品流水下滑超预期、版号与行业监管风险、出海及地缘与本地化风险。

财务数据及盈利预测

百万元 人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	105,295	112,626	118,502	131,026	140,744
同比增长率 (%)	1.8	7.0	5.2	10.6	7.4
经调整归属普通股东净利润	33,511	37,344	41,122	46,992	51,007
同比增长率 (%)	2.61	11.44	10.12	14.27	8.54
经调每股收益 (元/股)	10.56	11.7	12.88	14.72	15.98
ROE (%)	21.82	21.71	21.56	21.67	20.71
市盈率	16.65	14.94	13.57	11.87	10.94
市净率	4.02	3.48	3.06	2.68	2.37



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年营业收入同比增长 5%/11%/7%，Non-GAAP 净利润同比增长 10%/14%/9%，利润增速持续快于收入。根据 SOTP 分部估值给予网易目标市值 7172 亿元人民币，对应每股合理价值 164 美元/ADS、256 港元/股。基于约 29% 的上升空间，维持买入评级。

关键假设点

游戏业务：长青产品（《梦幻西游》《蛋仔派对》《永劫无间》等）稳住基本盘，《遗忘之海》7 月上线、《无限大》《归唐》等新品逐步兑现，预计 2026-2028 年游戏及增值服务收入 977/1086/1169 亿元、同比增长约 6%/11%/8%，自研产品收入占比提升推动游戏毛利率升近 75%。

其他业务：有道维持增长、毛利率企稳，云音乐收入趋稳、毛利率改善至约 37%，创新业务主动收缩后有回暖；

有别于大众的认识

市场担心网易增长依赖少数长青老游、产品周期波动大、新增长难以为继；我们认为从品类角度来看，网易拥有 MMO 的基本盘，近年保持约一年一款爆款节奏，在 UGC 派对、非对称竞技、武侠动作、女性向、搜打撤、古风开放世界等品类上已经有不错成绩；公司穿越游戏产业多轮变革，抓住了端游、端转手、手游重度化、拓品类、出海等多个重要机遇。

市场对网易自研出海的空间认识不足：中国以外游戏市场全球占比 73%，PC 游戏占比高，行业主导者为 3A 游戏大厂，但近年海外 3A 游戏厂商经营平淡，国产游戏凭借自研进步，Steam 年度畅销 Top100 中国游戏从 21 年 5 款翻倍至 25 年的 11 款。公司经历了从投资出海到自研出海的策略调整，研发投入支撑的 3A 工业化能力已通过《漫威争锋》《燕云十六声》在欧美主流市场得到验证，海外游戏收入占比仍低于 20%，具备较大潜力。

股价表现的催化剂

新品上线及流水超预期（《遗忘之海》7 月、《无限大》等）、自研出海持续突破、港股通纳入带来增量资金、回购与分红持续兑现。

核心假设风险

新品上线进度或表现不及预期、长青产品流水下滑超预期、版号与行业监管风险、出海及地缘与本地化风险。

目录

1. 复盘穿越周期的游戏领军	7
1.1 历史关键决策阶段性梳理	7
1.2 24 年起主动进行组织革新，当前经营治理重回平稳.....	9
2. 游戏行业的向上动能驱动	11
2.1 量价拆分，看中国游戏厂商发展.....	11
2.2 国内：品类视角看结构性分化	13
2.3 出海：扬帆提质，确定性成长赛道	14
3. 增长引擎：品类创新与出海 3.0	19
3.1 MMO 品类构筑基本盘	19
3.2 MMO 之外，新品类持续创造增量	21
3.3 出海三阶段，稳扎稳打，成绩亮眼	24
4. AI 游戏落地仍需时间，短期提效/试错为主.....	27
5. 股价复盘、财务分析、盈利预测及投资分析意见	29
5.1 股价周期复盘：产品驱动超额收益	29
5.2 重点财务指标分析	31
5.3 盈利预测	34
5.4 估值分析及投资分析意见	35
风险提示.....	37

图表目录

图 1：2025 年网易业务占比拆分	7
图 2：2002 年-2025 年网易业务占比变化	7
图 3：网易历史发展复盘.....	8
图 4：网易互娱事业群最新组织架构梳理	10
图 5：过去五年移动互联网各行业使用总时长分布.....	11
图 6：中国整体游戏市场、手游、端游市场规模	11
图 7：中国游戏行业用户规模.....	12
图 8：中国游戏行业 ARPU	12
图 9：历年游戏版号个数.....	12
图 10：中国整体游戏市场、手游、端游市场规模、出海收入同比增速（%）	13
图 11：中国收入排名前 100 的移动游戏占比变化.....	14
图 12：中国游戏用户年龄代际变化.....	14
图 13：全球游戏市场收入推移（中国与海外）	15
图 14：全球游戏市场收入推移（中国与海外）（%）	15
图 15：全球主要游戏市场用户规模推移（亿人）	15
图 16：全球主要游戏市场用户增速分布（%）	15
图 17：2025 年全球各区域玩家 ARPU 值（美元）	15
图 18：分平台全球游戏市场规模及海内外端游平台占比（十亿美元，%）	16
图 19：海外头部游戏公司游戏收入变化（十亿美元）	17
图 20：21-25 年各厂商出品登榜 steam 畅销 Top100 的游戏个数统计	18
图 21：中国自研游戏出海收入（亿美元，%）	19
图 22：《梦幻西游》宏观经济环节流程图	20
图 23：武侠 MMO 品类由 1.0 阶段已演变至 3.0	20
图 24：《梦幻西游》手游全新轮回境模式	20
图 25：网易的部分核心产品矩阵梳理	21
图 26：高校开办蛋仔 UGC 课程	22
图 27：第五人格中玩家可自由选择身份角色	22
图 28：永劫无间独创的冷兵器进展博弈.....	22
图：燕云十六声兼具开放世界与 MMO 的优点.....	

图 30: 《遗忘之海》预约人数已突破 3000 万.....	24
图 31: 《无限大》可在都市中飙车/枪战.....	24
图 32: 网易海外游戏投资版图不完全梳理.....	25
图 33: 《2025 中国城市网络形象指数报告》城市排名.....	26
图 34: 开封文旅与《燕云》合作, 文化外宣吸引外国游客前来打卡.....	26
图 35: 全球部分游戏公司研发费用对比 (百万美元).....	26
图 36: 全球部分游戏公司研发费用率对比 (%).....	26
图 37: 全球部分游戏公司人均创造毛利对比 (万美元).....	27
图 38: 全球部分游戏公司海外收入占比 (%).....	27
图 39: “AI+ “玩法落地方向梳理.....	28
图 40: 《EVE》商业化仍需验证.....	28
图 41: 《永劫无间》手游于 24 年上线 AI 队友.....	29
图 42: 《逆水寒》手游剧组模式可实现 AI 追捕.....	29
图 43: 网易过去十年股价周期复盘.....	30
图 44: 2013 年起至今网易派息变化 (美元/ADS).....	30
图 45: 2013 年起至今网易回购变化 (百万元).....	30
图 46: 过去十年股东回报率及 ROE 变化 (%).....	30
图 47: 1Q22-1Q26 网易营业收入及净利润 (亿元, %).....	31
图 48: 1Q22-1Q26 网易各业务毛利率 (%).....	32
图 49: 1Q22-1Q26 网易营业费用构成 (亿元).....	33
图 50: 销售费用率、管理费用率、研发费用率 (%).....	33
图 51: 2020-2025 网易经营现金流与净利润 (亿元).....	33
图 52: 1Q22-1Q26 递延收入与占 TTM 游戏收入比值 (亿元, %).....	33
表 1: 互娱事业群管理层变动统计梳理.....	10
表 2: 代际与品类的对应梳理.....	14
表 3: 近年来海外游戏相关资本事件梳理.....	17
表 4: 21-25 年 steam 畅销榜铂金游戏及其所属厂商.....	18
表 5: 2026 年 5 月中国手游全平台收入 TOP10.....	19
表 6: 网易部分游戏储备.....	23
表 7: 2019 年日本市场手游收入 TOP10 (亿元).....	24

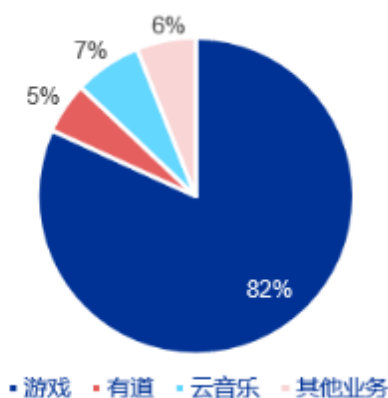
表 8: 不同品类游戏的 AI 提效策略有异同	27
表 9: 苹果/谷歌渠道政策调整梳理	32
表 10: 各项业务营收预测 (百万元, %)	34
表 11: 网易费用率与 Non-GAAP 净利润预测 (百万元, %)	35
表 12: 全球游戏公司可比估值表 (截至 2026 年 6 月 29 日)	36
表 13: 教育、音乐、电商、广告可比公司估值表 (截至 2026 年 6 月 29 日) ...	37
表 14: 网易 SOTP 估值	37

1. 复盘穿越周期的游戏领军

网易作为一家成立近 30 年、高度专注的游戏长青公司。公司自 2001 年起战略转向自研游戏，《大话西游》《梦幻西游》两款端游奠定其在国内游戏行业的领先地位，按 Sensor Tower 口径常年位列中国手游发行商收入前列。

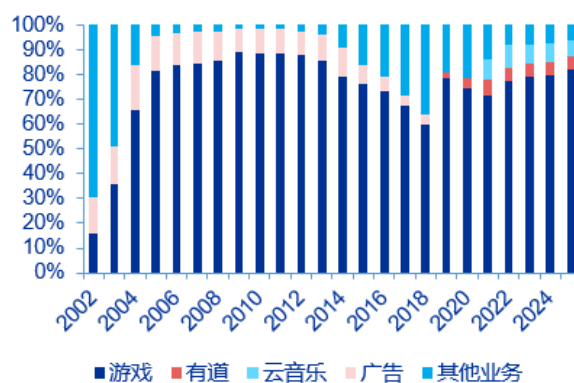
除游戏主业外，网易历史上在电商（考拉海购/严选）、在线教育（有道）、在线音乐（云音乐）等领域均有多元化布局，并经历了显著的战略调整：考拉海购于 2019 年以约 20 亿美元出售予阿里巴巴；有道于同年纽交所独立上市，云音乐于 2021 年港交所独立上市，二者均保持并表。剥离与分拆背后，是网易战略上向游戏核心主业的持续聚焦，2025 年其营收 1126 亿元，其中游戏业务收入 921 亿元，占比达 82%（04 年起游戏业务占比未低于过 60%）。

图 1：2025 年网易业务占比拆分



资料来源：ifind，申万宏源研究

图 2：2002 年-2025 年网易业务占比变化



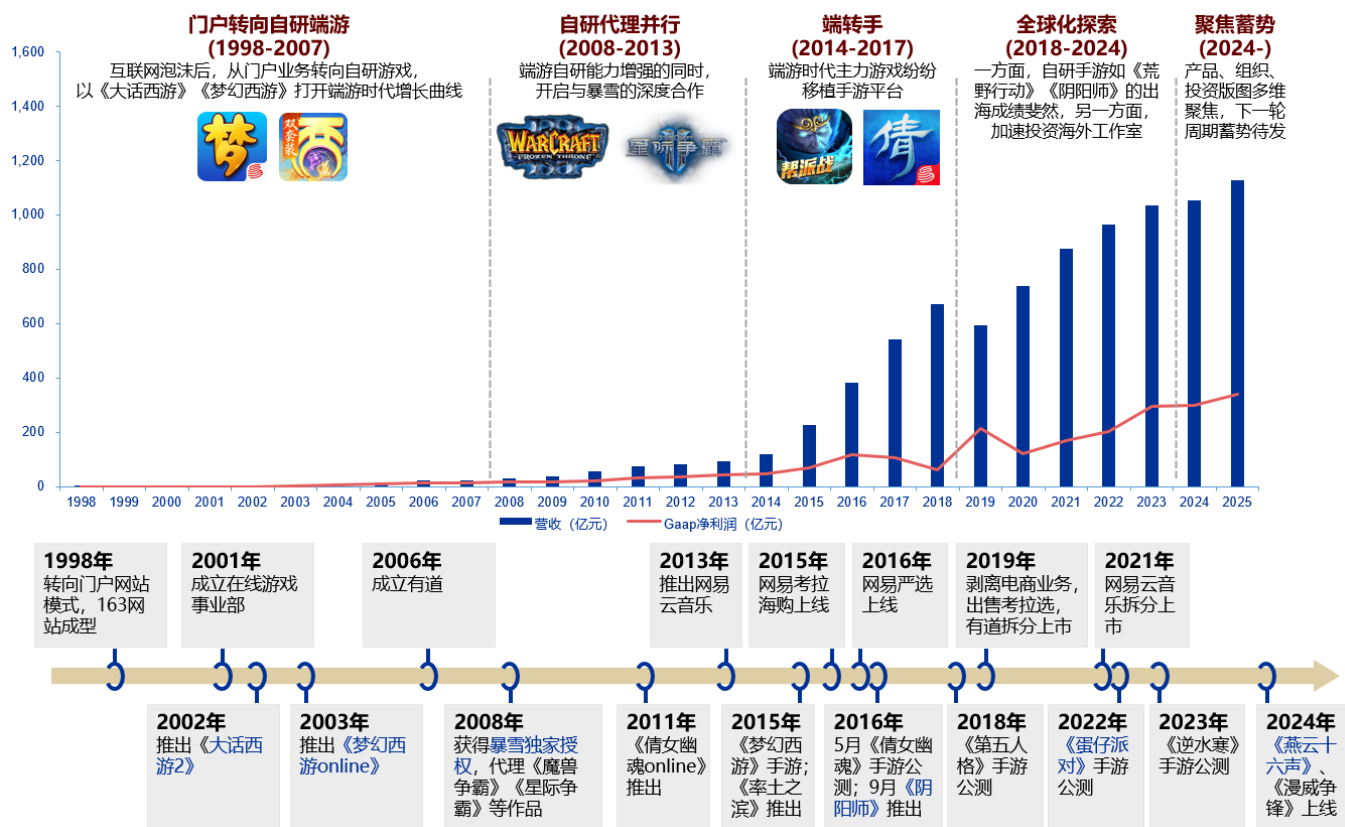
资料来源：ifind，申万宏源研究

注：广告业务于 2019 年起并入其他业务中，有道及网易云音乐业务分别于 2019 年/2021 年从其他业务中拆出

1.1 历史关键决策阶段性梳理

中国游戏产业的成长来自两个核心因素的驱动：（1）技术周期：硬件设备的变化、AI 和 XR 等技术带来内容形式变化和分发形式的变化，供给创新拉动新需求；（2）人口结构变化及细分市场开拓，提升渗透率及用户付费：覆盖不同年龄段、不同性别玩家人群的游戏品类持续突破，此外，出海创造新需求。网易多次抓住产业历史性机会：

图 3：网易历史发展复盘



资料来源：公司财报，申万宏源研究

1) 1998-2007 年，门户转端游，自研立命的起步期。

2000-2001 年互联网泡沫破裂，国内门户业务陷入困境，创始人丁磊将公司战略由门户业务转向自研游戏。2001 年公司收购天夏公司积累网游开发经验并于同年成立在线游戏事业部，自主开发首款自研网游《大话西游》。2002 年《大话西游 2》推出，同年公司斥资代理韩国网游《精灵 OL》以学习 3D 游戏制作经验。2003 年 12 月《梦幻西游》端游公测，与《大话西游 2》形成自研双拳。2004 年公司买断韩国网游《飞飞》源代码并自主改写。华丽转型的网易成为了国内头部游戏研发商之一。

2) 2008-2013 年，自研代理双轮驱动，与暴雪展开深度合作。

2008 年公司获得暴雪游戏《星际争霸 II》《魔兽争霸 III:混乱之治》《魔兽争霸 III:冰封王座》代理权，之后陆续引进《魔兽世界》（2009）、《炉石传说》（2014）、《风暴英雄》（2015）等全球大作及暴雪旗下战网平台。2011 年 4 月《倩女幽魂 Online》经五年打磨问世，成为网易第一款玄幻网游。2012 年自研 IP《梦幻西游》同时在线人数突破 271 万，创当时的国内端游历史纪录。2013 年丁磊正式提出端游全面转向手游，同期立项 70 款手游产品。以“自研+代理”双引擎驱动网易稳居国内端游头部，并提前为下一轮手游周期完成布局。

3) 2014-2017 年，端转手押注，手游全面崛起。

2014 年公司推出《乱斗西游》，是网易在手游领域的转折点，也是其深耕重度精品手游的起点。2015 年 3 月《梦幻西游》手游上线，成为网易首款 App Store 免费榜与畅销榜双榜第一的手游产品。2016 年 9 月《阴阳师》上线，首月流水突破 6 亿元。

4) 2018-2024 年，全球化探索，投资换能力与自研出海并举。

2017 年 11 月《荒野行动》日服上线，五年全球累计流水超 22 亿美元，九成来自日本，连续四年位列日本战术竞技手游收入第一。《阴阳师》《第五人格》同步在日本市场获得活跃用户的显著增长，网易成为国内唯一进入日本手游收入 TOP10 的厂商（2019 年）。2018 年起先后战略投资 Bungie、Quantic Dream、Behaviour、Second Dinner 等 10 余家海外团队，并陆续设立 Ouka 樱花、Worlds Untold、Jar of Sparks 等自有海外工作室，海外收入占比逐步爬升至 10% 以上。

5) 2024-2026 年，战略聚焦再出发，主动周期管理。

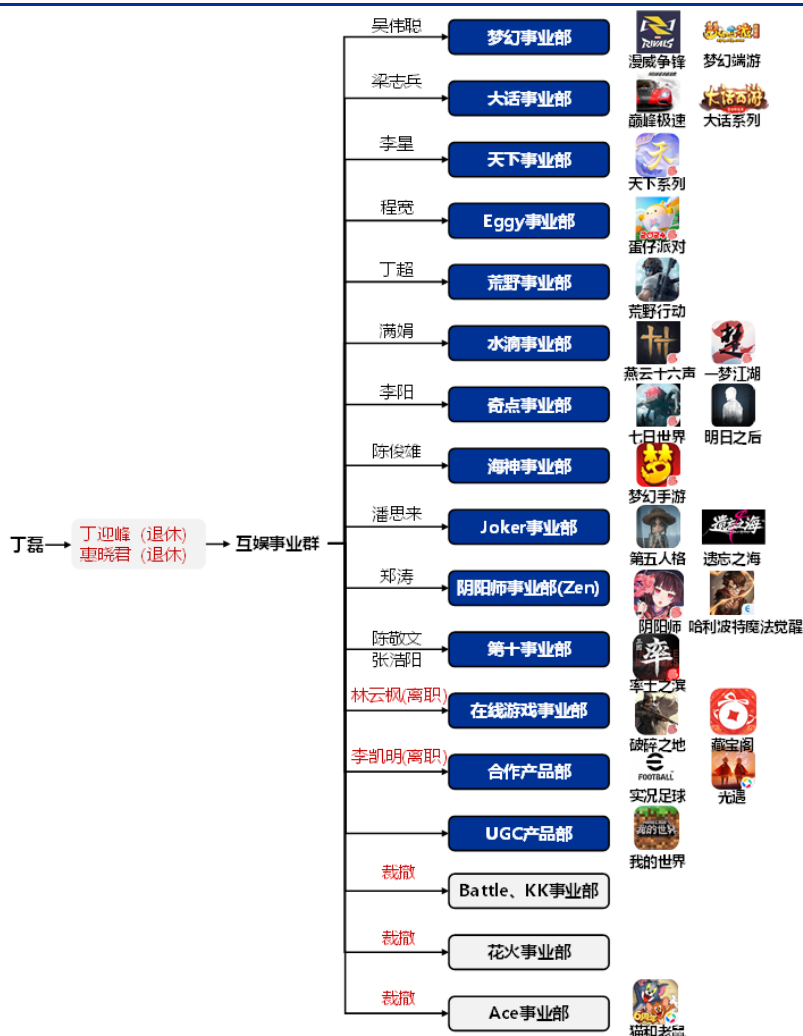
2024 年丁磊重回一线，主导公司进入战略聚焦阶段：在研项目主动砍掉 30 余款，《射雕》《天启行动》等高投入项目果断止损；2024 年 11 月起公司启动内部反腐立案，对供应商管控体系进行系统性整顿；海外投资策略也由“广撒网”转向更看重胜率的投资，前期布局的多家海外工作室关停或暂停。

1.2 24 年起主动进行组织革新，当前经营治理重回平稳

互娱事业群逐步扁平化，新生代年轻人接棒。分管多年的两位副总裁丁迎峰、惠晓君退休，事业群与事业部之间的中间管理层被抹去，十余个游戏事业部改为直接向丁磊汇报。从接任名单看，公司的用人逻辑清晰，让新生代、且有爆款验证的人掌舵：《漫威争锋》制作人吴伟聪接管梦幻事业部，《蛋仔》《荒野行动》的制作人分别执掌新独立的 Eggy、荒野事业部，《阴阳师》创始团队成员接手 Zen。其中杭州雷火事业群创造的《逆水寒》、《永劫无间》等爆款贡献的营收已接近网易游戏的半壁江山。雷火负责人胡志鹏于 2025 年 3 月底晋升集团执行副总裁，成为公司第二位分管游戏业务的执行副总裁。上海方面，总投资 50 亿元的网易上海国际文创科技园总建筑面积约 60 万平方米、预计引入约 2 万名员工。

精品化策略，游戏立项的门槛提高。据游戏新知披露，过去一个项目组要升级为工作室，标准是旗下游戏累计流水达到 10 亿元、工作室升级为事业部是累计 20 亿元；而在调整后，新标准提高至“年流水做不到 50 亿元的产品不值得做”。

图 4：网易互娱事业群最新组织架构梳理



资料来源：游戏新知，娱乐资本论，网易招聘，申万宏源研究梳理

表 1：互娱事业群管理层变动统计梳理

游戏事业部	城市	主要工作室	接替者及产品变动
梦幻事业部	广州	泰坦、Gaia、战魂、Z	吴伟聪（新丁）， 漫威争锋制作人
大话事业部	广州	君子居、天行健、赤子心、好望角	
天下事业部	广州、杭州、 上海	香格里拉、BlackTech	李星（星一）， 香格里拉工作室负责人
Eggy 事业部	杭州	Eggy、Racer	程宽（Kwan）， 蛋仔派对制作人
荒野事业部	广州、杭州	银河	丁超，荒野行动制作人
水滴事业部	杭州	HEX、Everstone	
奇点事业部	上海	星云	
海神事业部	广州	MIRAI、飞羽、Atlas	梦幻西游手游与《命运：群星》将并入
Joker 事业部	杭州	Mask	
阴阳师事业部 (Zen)	广州、上海	阴阳师、Portkey	郑涛， 《阴阳师》创始团队成员
第十事业部	广州	率土、百源	陈敬文 / 张浩阳
在线游戏事业部	广州、杭州、	战趣（已裁撤）、樱花（已裁撤）、文创中	

	上海、日本	心、藏宝阁	
合作产品部	广州、杭州	阿尔法、贝塔、Next	
UGC 产品部			《我的世界》 (原属合作产品部)
神迹事业部	杭州	Starry、Instinct	已裁撤
ACE 事业部	上海、广州、 杭州	Seven、Eight	已裁撤
花火事业部	北京		已裁撤

资料来源：游戏新知，娱乐资本论，网易招聘，岛游网，申万宏源研究梳理

2. 游戏行业的向上动能驱动

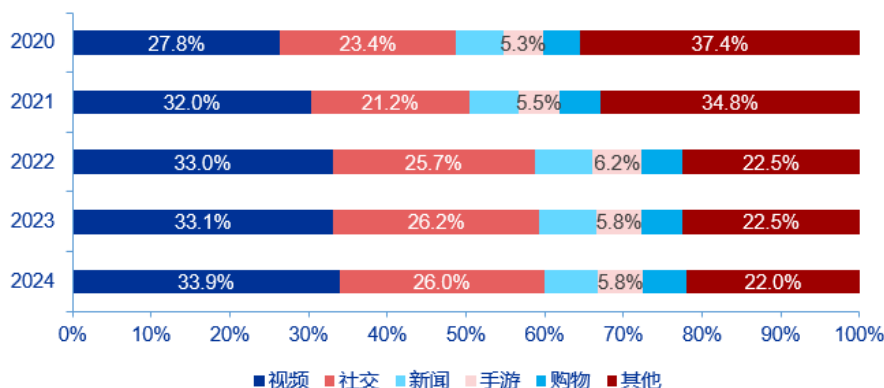
2.1 量价拆分，看中国游戏厂商发展

中国游戏行业经过近 20 年的高速扩张后，用户量对游戏增长的驱动明显减弱。从产业发展的角度出发，“量”即“用户数量”的扩张往往与网络基础和硬件设备的迭代高度关联，比如从街机->页游->端游->手游->主机等硬件上的迭代，3G->4G->5G 等网络提速，皆带来了用户规模和用户时长的大幅上涨。

2025 年数据来看，国内游戏用户增长有走平趋势，但价的提升仍在延续，ARPU 实现 6.2%增速。从细分市场来看，2025 年，国内端游增速小有惊喜，实现 15%增速，头部长青产品收入稳中有增+热门新手游 PC 端同步发行；自研游戏出海收入增长 10.2%。

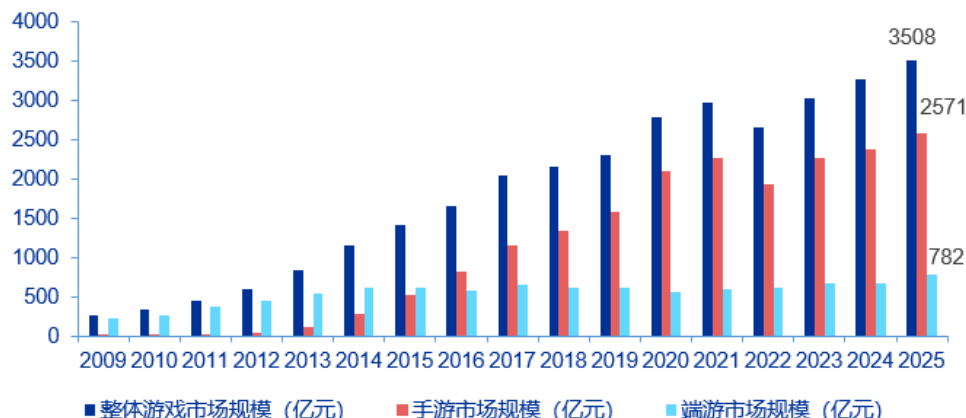
量的角度：①游戏用户数方面，根据国家统计局人口数据计算，16 年-25 年游戏行业渗透率约从 41%提升到了 49%，近年增长明显放缓，②用户时长方面，2020 年-2024 年手游行业使用时长占比有所提升，但较为缓慢（5.3%提升至 5.8%）（总移动互联网总时长是增加的）。

图 5：过去五年移动互联网各行业使用总时长分布



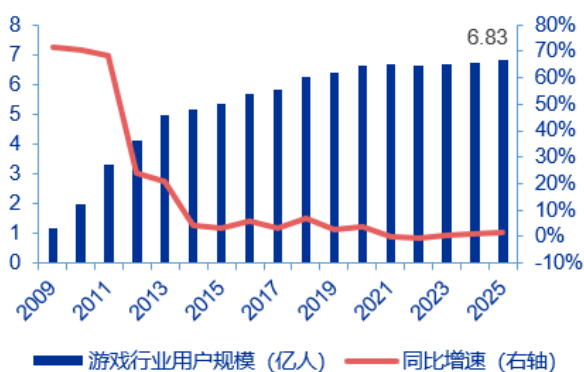
资料来源：Questmobile，申万宏源研究

图 6：中国整体游戏市场、手游、端游市场规模



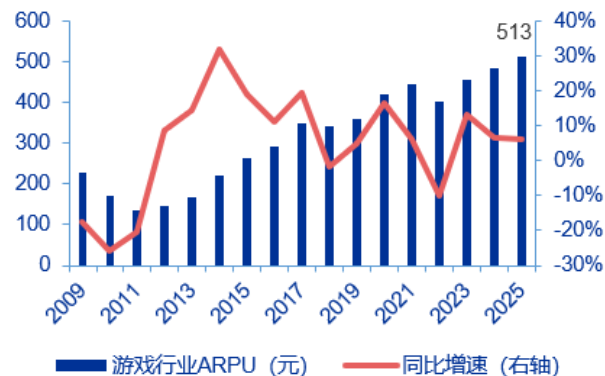
资料来源：CNG, GPC&IDC, 申万宏源研究

图 7：中国游戏行业用户规模



资料来源：CNG, GPC&IDC, 申万宏源研究

图 8：中国游戏行业 ARPU



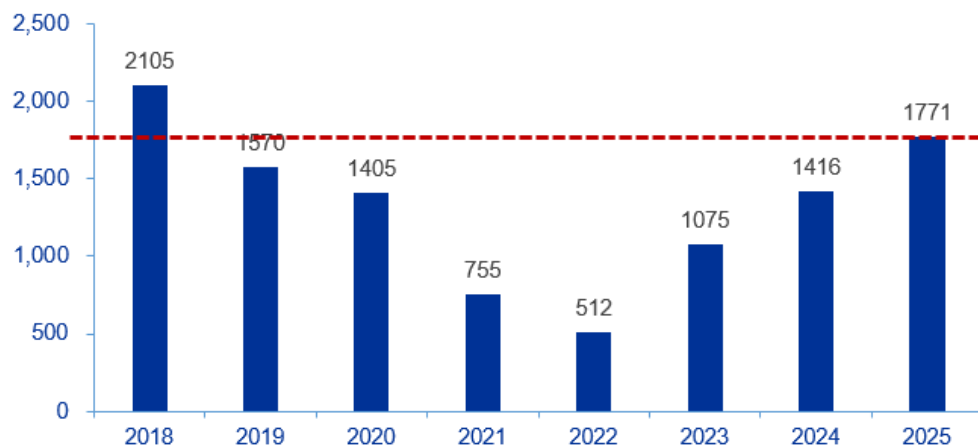
资料来源：CNG, GPC&IDC, 申万宏源研究

站在用户的视角上更倾向于游玩的游戏类型也可大致分为三类：①**过去常玩的游戏**，沉浸成本较高且游戏运营快速迭代，如 MMO（网易优势）、SLG（华通出海）等品类；②**新品类的领军游戏，亦或老品类玩法的推陈出新**，基于社交需求或新奇心理，如 FPS（搜打撤玩法标新立异）、卡牌策略（金铲铲）；③**对时长（沉浸感）要求不高的游戏**，如休闲、二合/三合，如 supercell 旗下的《皇室战争》、《荒野乱斗》的重新爆火，新开辟的（微信）小游戏市场等。

站在厂商的视角上，在国内的“量”边际效益降低的情况下，深挖用户的付费潜力，即“价”的提升至关重要，而这也从两个方面得以实现：**缝合更多的玩法或增加付费点**，玩家付费意愿与游玩时间往往呈正相关，如网易《燕云》开放世界中增添大量小游戏（麻将、摸蛋、投壶等），或如华通、三七探索 SLG+X 的融合品类，皆是从“价”上下手。

行业景气度亦与版号节奏高度相关。 历经 18、21 年两轮暂停后，版号数量于 22 年触底，此后逐年回升。2025 年发放 1771 个版号，创 2019 年以来七年新高。近年来监管政策转向宽松，地方密集出台支持措施，支持文化出海与内容精品化，有效驱动需求上行。

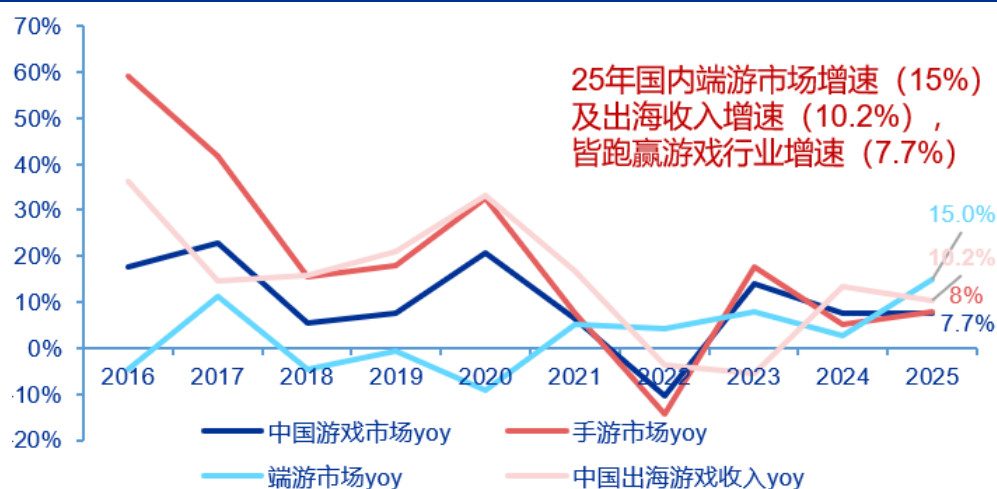
图：历年游戏版号个数



资料来源：国家新闻出版署，申万宏源研究

展望未来，游戏产业的结构性机会：一方面，国内市场内部，不同年龄段玩家的游戏偏好、付费习惯和内容消费方式出现分层，成熟用户支撑 MMO、SLG 等高 ARPU 长线品类，拉长生命周期、提升付费+年轻用户则持续催生社交、UGC、竞技、二次元、开放世界等新品类，拓展增量市场；另一方面，海外市场成为中国游戏厂商继续扩大收入边界的重要方向。

图 10：中国整体游戏市场、手游、端游市场规模、出海收入同比增速（%）

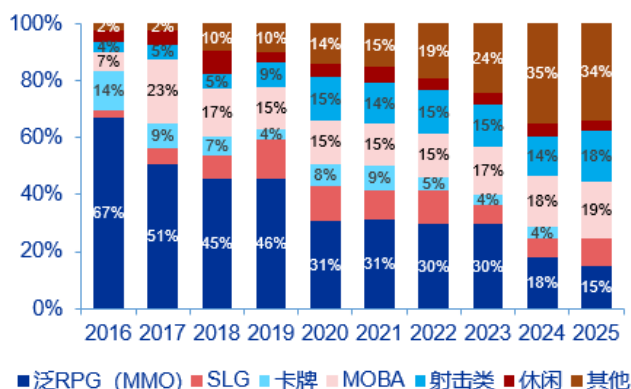


资料来源：CNG, GPC&IDC，申万宏源研究

2.2 国内：品类视角看结构性分化

近十年新品类崛起，品类集中度降低，“年轻人”青睐的新品类增速更为迅猛。根据伽马数据每年对排名前 100 的移动游戏的品类占比统计，泛 RPG（包含 MMO）的占比由 16 年的 67% 下降至 25 年的 15%，MOBA、射击等品类占比有所提升，泛 RPG、SLG、MOBA、射击、休闲之外的其他品类占比提升明显，2025 年占比达到了 34%（含卡牌口径，但卡牌 16-24 年占比也是持续下降的），说明品类更为百花齐放。究其原因，一是，从纯手机发行到多端发行，玩家的操作方式和游戏的供给都更多元化，可选择余地更多，比如后兴起的 MOBA、自走棋、FPS 等；二是主流玩家群体的年轻化（70~80 后→90 后→α 世代的更迭），产生了新的内容需求。

图 11：中国收入排名前 100 的移动游戏占比变化



注：2025 年起卡牌游戏计入其他游戏分类

资料来源：CNG, GPC&IDC，申万宏源研究

图 12：中国游戏用户年龄代际变化



资料来源：TalkingData，艾瑞咨询，QuestMobile，申万宏源研究

具体到代际-品类的对应结构，70-80 后成熟用户经历了端游与早期手游的完整周期，对 MMO、SLG、卡牌等具备完整经济系统与强社交属性的高 ARPU 长线品类有较强黏性，多为类似《梦幻西游》《魔兽世界》《率土之滨》等长青产品的核心付费盘；90 后与 95-05 后用户在移动互联网兴起后进入游戏市场，对 MOBA、二次元、开放世界等“内容向”品类的接受度更高，《王者荣耀》《原神》《永劫无间》等产品的崛起即为这一代际偏好的体现；05 后与 α 世代则在 UGC、派对、跨平台休闲游戏中寻找新奇与社交，《蛋仔派对》《罗布乐思》等成为其入门产品。每一代用户在自身成长经历中形成不同的品类倾向（新代际催生新品类内容需求）。

表 2：代际与品类的对应梳理

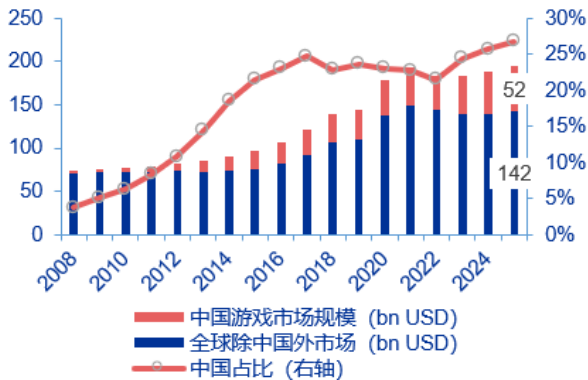
维度	70/80 后成熟玩家	90 后中坚玩家	00 后年轻玩家
年龄区间	36-55 岁	26-35 岁	16-25 岁
核心需求	长线养成、强社交关系链、资产沉淀、稳定付费反馈、怀旧 IP	竞技对抗、内容深度、IP 社区、版本持续更新、电竞观赛	低门槛进入、轻社交、UGC 创作、情绪价值、潮流表达、Z 世代认同
偏好品类	MMO/回合制 RPG/SLG/经典 IP 长线服/卡牌养成	MOBA/FPS-TPS 射击/动作竞技/二次元卡牌/非对称竞技/Roguelike	PartyGame/UGC 沙盒/女性向/开放世界/社交冒险/二次元
付费特征	高 ARPU、长付费周期、对外观+战力均付费	中高 ARPU、付费集中于赛季通行证+外观	中 ARPU、外观/情感向付费为主，反对 Pay2Win
生命周期	5-15 年长服	3-8 年中长服	1-5 年迭代为主
网易代表产品	《梦幻西游》《大话西游》《率土之滨》《倩女幽魂》《魔兽世界》国服	《阴阳师》《第五人格》《永劫无间》《哈利波特：魔法觉醒》《决战！平安京》《炉石传说》	《世界之外》《逆水寒手游》《燕云十六声》

资料来源：申万宏源研究梳理

2.3 出海：扬帆提质，确定性成长赛道

海外市场空间广阔。根据 Newzoo 及伽马数据，2025 年全球游戏市场规模约 1942 亿美元，同比增长约 3.5%，其中中国市场约 520 亿美元，占全球 27%，十年期 CAGR 为 9.6%。尽管海外游戏市场规模提升不明显，但用户增速更快，尤其中东非、拉美等区域仍保持相对更快的用户扩张（25 年用户增速亚太除中国 7%，拉美增速 5%，皆高于中国的 1%）。但 ARPPU 来看，新兴国家客单价低，仍在产业早期阶段，北美、欧洲等发达国家市场有较强的付费意愿。

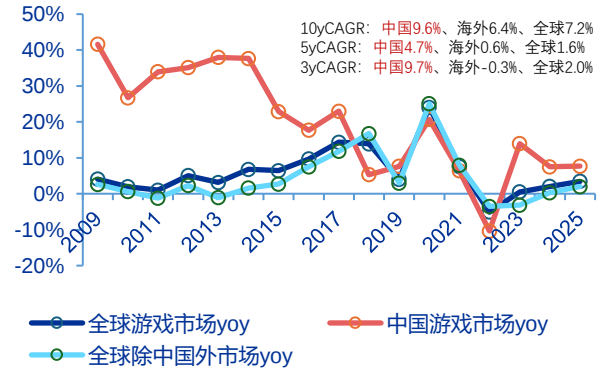
图 13: 全球游戏市场收入推移 (中国与海外)



注：中国市场来自伽马数据，其他来自 Newzoo（25 年全球游戏时长规模口径变化，为保持一致性，25 年采取同比推算）

资料来源：Newzoo，伽马数据，申万宏源研究

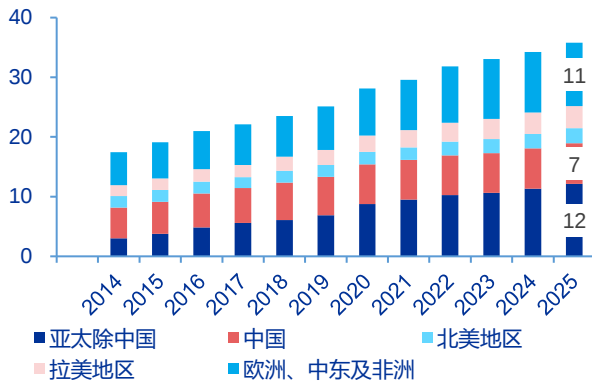
图 14: 全球游戏市场收入推移 (中国与海外) (%)



注：中国市场来自伽马数据，其他来自 Newzoo

资料来源：Newzoo，伽马数据，申万宏源研究

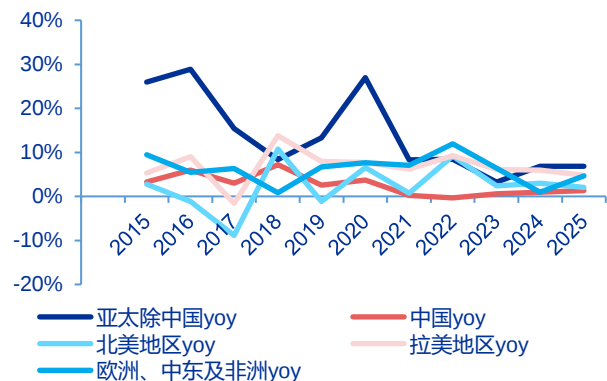
图 15: 全球主要游戏市场用户规模推移 (亿人)



注：中国市场来自伽马数据，其他来自 Newzoo

资料来源：Newzoo，伽马数据，申万宏源研究

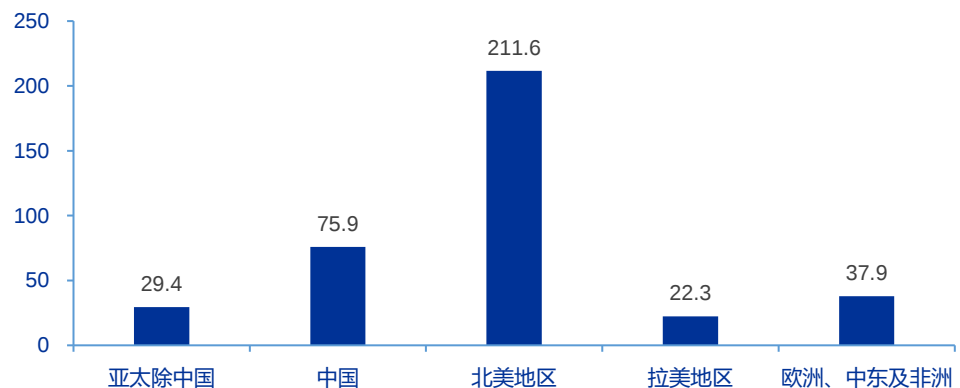
图 16: 全球主要游戏市场用户增速分布 (%)



注：中国市场来自伽马数据，其他来自 Newzoo

资料来源：Newzoo，伽马数据，申万宏源研究

图 17: 2025 年全球各区域玩家 ARPU 值 (美元)



注：中国市场来自伽马数据，其他来自 Newzoo

资料来源：Newzoo，伽马数据，申万宏源研究

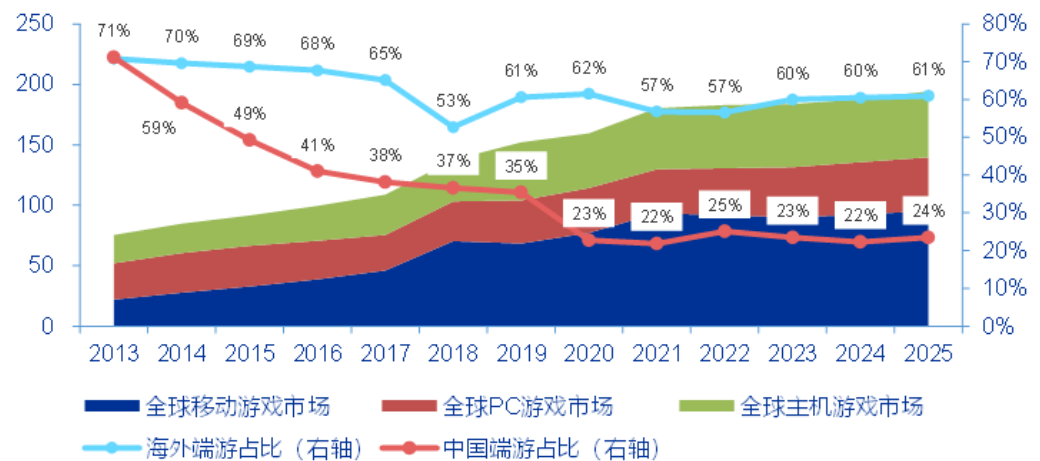
竞争格局来看,现有游戏巨头多为专注 PC 3A 的老牌厂商,但近三年经营上明显承压。

- **海外市场 PC/主机端游占比常年稳定在 60%左右,以买断制 3A 为主**,且由欧美日的传统大厂主导:微软、索尼、Take-Two、EA、育碧等依托 PC 与主机平台,凭借《使命召唤》《侠盗猎车手》《刺客信条》等系列化 IP,长期占据全球畅销榜的头部。以育碧《刺客信条》为例,自 2007 年首作至今 19 年间已推出 15 部正作,几乎保持一年一部的发行节奏。

- **从收入规模增长看,海外传统游戏大厂平淡**。任天堂受主机换代周期影响,游戏收入从 21 财年的 166 亿美元回落至 25 财年的 76 亿美元;育碧、EA 多年增长停滞;少数仍在增长的公司索尼、微软,增量也更多来自硬件周期与并购整合。

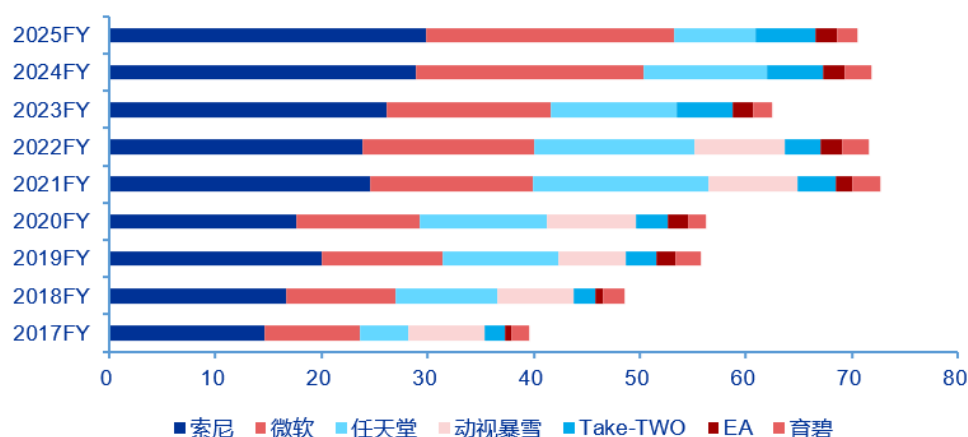
- **专注于“精品 3A”的海外巨头们近年来也被迫面临收购或裁员**:2025 年 9 月,全球头号 3A 发行商艺电(EA)被沙特主权基金 PIF 联合财团以约 550 亿美元全现金私有化,成为游戏史上最大杠杆收购;育碧将《刺客信条》等核心 IP 剥离进子公司 Vantage,引入腾讯约 11.6 亿欧元注资并让出 26.3%经济权益;《宝可梦 GO》开发商 Niantic 将整个游戏业务以 35 亿美元出售给 Scopely;微软在斥资 687 亿美元收购动视暴雪后,于 25 年裁员约 9000 人、关停多个老牌工作室;连最强 IP《GTA6》也两度跳票至 26 年底。据不完全统计,全球游戏行业 2022 年至 2025 年 7 月累计裁员约 4.5 万人。

图 18: 分平台全球游戏市场规模及海内外端游平台占比 (十亿美元, %)



资料来源: Newzoo, 伽马数据, 申万宏源研究

图 19：海外头部游戏公司游戏收入变化（十亿美元）



注：时间口径取财年

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

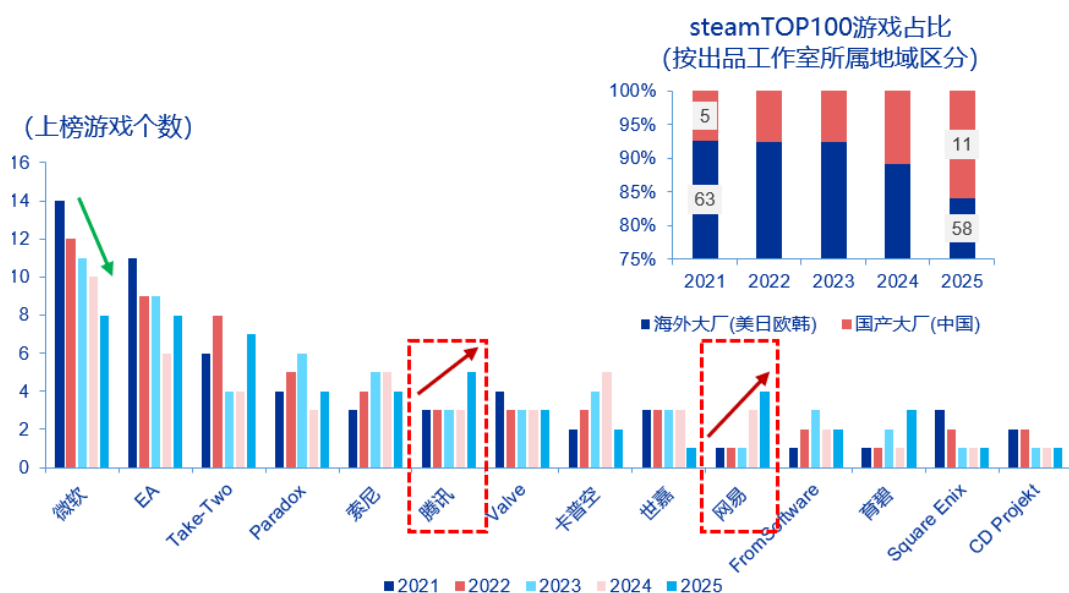
表 3：近年来海外游戏相关资本事件梳理

时间	收购/投资方	标的	金额	备注
2021.3	微软	ZeniMax/Bethesda	\$75 亿	
2022.1~2023.10	微软	动视暴雪	\$687 亿	史上最大游戏并购
2022.1	Take-Two	Zynga	\$127 亿	主机大厂补充手游产线
2022.1	索尼	Bungie	\$36 亿	
2023.4	沙特 Savvy (PIF)	Scopely	\$49 亿	
2024.10	EQT 等	Keywords Studios	\$28 亿	游戏服务领先企业被 PE 私有化
2025.3	Scopely (Savvy 系)	Niantic 游戏业务 (宝可梦 GO)	\$35 亿	剥离游戏
2025.3~2025.11	腾讯	育碧 Vantage (刺客/孤岛/彩六)	€11.6 亿	
2025.9	沙特 PIF、Silver Lake、Affinity	EA	\$550 亿	史上最大 LBO，美国头号 3A 发行商将退市

资料来源：Bloomberg，GNN 新闻，GameLook 公众号，新浪财经，IT 之家，申万宏源研究

即便是在端游市场，中国厂商已经有头部产品在海外市场抢夺份额。Steam 是全球最大的 PC 游戏平台，我们统计其近五年的年度畅销榜（总营收排名）Top100 并对其工作室所属溯源后可发现：海外大厂上榜数从 21 年的 63 款降至 25 年的 58 款，而同期国产大厂从 5 款翻倍至 11 款。产品类型上，海外大厂上榜的多是《使命召唤》《刺客信条》等老 IP 的续作与重制，而国产新增上榜的大多是《永劫无间》《黑神话：悟空》《漫威争锋》《鸣潮》等原创新品。海外 3A 大厂仍有 3A 精品游戏壁垒但中国正依赖优质供给追赶。

图 20: 21-25 年各厂商出品登榜 steam 畅销 Top100 的游戏个数统计



资料来源: steam 平台, 申万宏源研究梳理

表 4: 21-25 年 steam 畅销榜铂金游戏及其所属厂商

2021		2022		2023		2024		2025	
游戏	厂商	游戏	厂商	游戏	厂商	游戏	厂商	游戏	厂商
PUBG:	Krafton	Counter-Strike2	Valve	Counter-Strike2	Valve	Counter-Strike2	Valve	Counter-Strike2	Valve
Valheim: 英灵神殿	Iron Gate	艾尔登法环	FromSoftware	博德之门 3	Larian Studios	黑神话: 悟空	Game Science	战地风云™6	EA
彩虹六号: 围攻	育碧	Lost Ark	Smilegate	Apex Legends™	EA	PUBG:	Krafton	PUBG:	Krafton
《战地风云™2042》	EA	Apex Legends™	EA	霍格沃茨之遗	华纳	HELLDIVERS™ 2	索尼	Monster Hunter Wilds	卡普空
Apex Legends™	EA	使命召唤®	微软	PUBG:	Krafton	使命召唤®	微软	ARC Raiders	Nexon
Grand Theft Auto V	Take-Two	PUBG:	Krafton	使命召唤®	微软	幻兽帕鲁	Pocketpair	漫威争锋	网易
黎明杀机	Behaviour	Dota 2	Valve	Sons Of The Forest	Endnight	艾尔登法环	FromSoftware	Dota 2	Valve
New World: Aeternum	亚马逊	命运 2	索尼	Starfield	微软	Dota 2	Valve	Apex Legends™	EA
Dota 2	Valve	永劫无间	网易	命运 2	索尼	Apex Legends™	EA	Schedule I	TVGS
Counter-Strike 2	Valve	消逝的光芒 2: 重装上阵	腾讯	赛博朋克 2077	CD Projekt	Warhammer 40,000: 星际战士 2	Saber Interactive	R.E.P.O.	semiwork
命运 2	索尼	MONSTER HUNTER RISE	卡普空	EA SPORTS FC™ 24	EA	博德之门 3	Larian Studios	使命召唤®	微软
永劫无间	网易	Yu-Gi-Oh! Master Duel	科乐美	Dota 2	Valve	《EA SPORTS FC™ 24》	EA	天国: 拯救 2	Embracer

资料来源: steam 平台, 申万宏源研究梳理

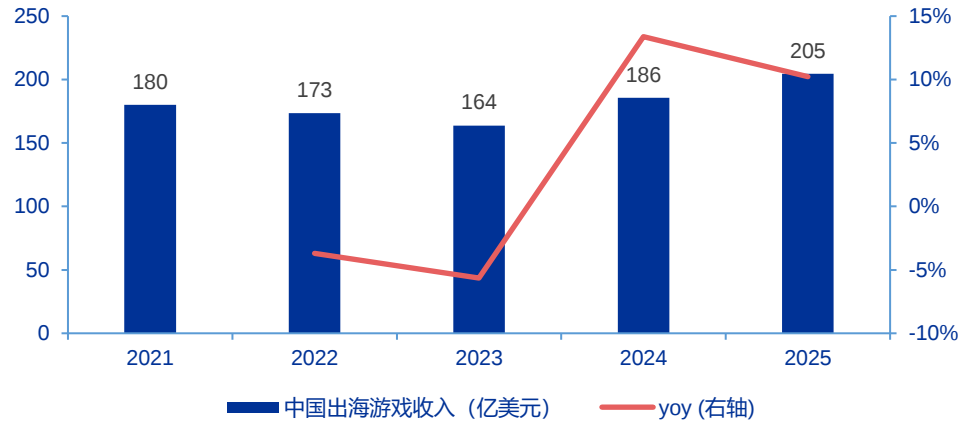
请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

第18页 共41页

简单金融 成就梦想

据游戏工委数据，中国自研游戏的海外收入在 2025 年已达 205 亿美元，创下历史新高。2024、2025 年分别同比增长 13.4%和 10.2%。收入端的新高与前述产品端的冲榜互相印证。

图 21：中国自研游戏出海收入（亿美元，%）



资料来源：游戏工委，申万宏源研究

3. 增长引擎：品类创新与出海 3.0

网易增长拆解，（一）是存量市场中的 MMO 长线品类可以提供坚实的利润底座，（二）是年轻用户偏好的社交、UGC、竞技、开放世界和内容型产品，或可促使公司在存量行业中走出增量，（三）是出海战略调整，从投资出海到自研出海。

3.1 MMO 品类构筑基本盘

“长青化”趋势是近年来头部产品的趋势之一。根据伽马数据，26 年 5 月中国手游 TOP10 中有半数产品运营超过 5 年、《王者荣耀》（11 年）、《和平精英》（7 年）、《梦幻西游》（11 年）等长青 IP 常年占据榜单前列。根据 Sensor Tower，25 年全球畅销手游 Top100 中，运营超过 5 年的老游戏占比已突破 70%。

表 5：2026 年 5 月中国手游全平台收入 TOP10

排名	游戏	类型	厂商	上线时间
1	王者荣耀	MOBA	腾讯	2015 年
2	和平精英	射击	腾讯	2019 年
3	三角洲行动	射击	腾讯	2024 年
4	无畏契约：源能行动	射击	腾讯×Riot	2025 年
5	无尽冬日	SLG 策略	点点互动（世纪华通）	2024 年
6	金铲铲之战	自走棋	腾讯×Riot	2021 年
7	梦幻西游	回合制 MMO	网易	2015 年
8	地下城与勇士：起源	横版动作	腾讯	2024 年
	洛克王国：世界	开放世界 RPG	腾讯	年
10	开心消消乐	三消	乐元素	2014 年

注：标红为运营过五年产品

资料来源：伽马数据，申万宏源研究

从品类角度，MMO 因其完善的经济系统、强粘度的社交体系、高频的长线运营，较为适配长青运营。道具掉落、装备交易、虚拟货币等经济系统让玩家形成持续的资产积累；师徒、帮派、跨服活动等社交体系加强了玩家之间的联系；赛年制运营、IP 衍生与玩法创新则让产品始终保持新鲜感。网易作为国内 MMO 品类领军，在这三个维度上均有深厚积累，以《梦幻西游》为例，2012 年端游同时在线突破 271 万创下当时的国内端游纪录，2015 年手游上线后长期稳居 iOS 畅销榜前列；2025 年 7 月推出的“畅玩服”创下电脑版运营 22 年以来新高。

图 22：《梦幻西游》宏观经济环节流程图



资料来源：GameRes 游资网，申万宏源研究

从玩法角度，网易持续革新，丰富 MMO 品类游戏内容，以优质供给吸引玩家。①整体品类机制的更迭，国产武侠 MMO 手游早年以端转手、卖数值为主，23 年《逆水寒》手游开启“3.0 时代”，转向不卖数值、只卖外观的付费设计，将传统 MMO 的高 ARPU 模式拓宽为面向年轻用户的大 DAU 模式，抬高了这一成熟品类的用户上限；②游戏内容深度的加强，例如《逆水寒》手游引入 AI 队友、AI 剧组，兼顾单人体验与内容创作；运营逾十年的《梦幻西游》手游也在 26 年 4 月推出“轮回令”赛年制与“轮回境”搜打撒玩法，让经典 IP 保持新鲜感。MMO 护城河的厚度，构成了网易在存量博弈中的稳态基本盘。

图 23：武侠 MMO 品类由 1.0 阶段已演变至 3.0

	MMO1.0阶段 (2016 起)	MMO2.0阶段 (2018 起)	MMO3.0阶段 (2023 起)
代表产品	《倩女幽魂》 手游、《剑侠情缘》	《一梦江湖》 、《天涯明月刀》	《逆水寒》手 游等
玩法核心	玩法的复刻 端转手，在移 动端复刻端游 体验	世界的塑造 强调画面与沉 浸感，引入开 放世界元素	大DAU化趋势 追求包容性， 满足不同圈层 玩家
商业模式	多以卖数值为主，高 ARPU		不卖数值、只 卖外观，低 ARPU 大 DAU

图 24：《梦幻西游》手游全新轮回境模式



资料来源：竞核，申万宏源研究

资料来源：《梦幻西游》手游公众号，申万宏源研究

3.2 MMO 之外，新品类持续创造增量

在 MMO 长青基本盘之外，网易已经构建起覆盖多品类、多目标用户群的年轻产品矩阵。这一矩阵既包含以《蛋仔派对》《第五人格》《永劫无间》为代表的已稳态运营的成熟新品，也包含《世界之外》《漫威争锋》《燕云十六声》等近年探索的新型品类，覆盖 UGC 派对、非对称竞技、武侠动作、女性向、搜打撤、古风开放世界等多元方向，我们对产品矩阵做了梳理如下：

图 25：网易的部分核心产品矩阵梳理

	产品	品类	核心用户	流水量级	上线时间	生命周期
基本盘/大单品	 漫威争锋	第三人称射击	海外IP粉丝	50-100亿	2024.12	爬升期
	 燕云十六声	开放世界武侠	国风、女性占比偏多	50-100亿	2024.12(端)/2025.1(手)	爬升期
	 逆水寒手游	MMORPG	国风、女性占比偏多	10-50亿	2023.6	稳定 (AI/出海拉长曲线)
	 梦幻西游电脑版	回合制MMORPG	30+男性	50-100亿	2004.1	稳定
	 梦幻西游手游	回合制MMORPG	IP老玩家	50-100亿	2015.3	稳定
	 率土之滨	SLG	30+男性	10-50亿	2015.1	稳定
	 第五人格	非对称对抗	年轻女性、学生	50-100亿	2018.4	二次爬升
	 蛋仔派对	休闲派对	低龄学生、年轻女性	10-50亿	2022.5	稳定
	 阴阳师	CCG/RPG	二次元	10-50亿	2016.9	衰退
	 荒野行动	吃鸡	日本市场为主	10-50亿	2017.11	稳定/温和衰退
中坚产品	 永劫无间端游	武侠吃鸡	多为青年男性	10-50亿	2021.8年	稳定
	 暗黑破坏神：不朽	MMO/ARPG	暴雪IP粉（联合开发）	10-50亿	2022.6	稳定
	 永劫无间手游	武侠吃鸡	多为青年男性	10-50亿	2024.7	稳定
	 魔兽世界（正式服+怀旧服）	MMORPG	端游硬核老玩家	10-50亿	2024.8 国服回归	回归爬升期
长尾产品	 明日之后	SOC生存	末日生存中重度玩家	<10亿	2018.11	稳定/温和衰退
	 巅峰极速	模拟赛车	多为青年男性	<10亿	2023.3	稳定/温和衰退
	 全明星街球派对	体育	多为青年男性	<10亿	2023.8	衰退

注：各个游戏流水量级基于第三方数据估测

资料来源：公司财报，17173 论坛，GameLook 网站，IT 之家，搜狐网，游民星空，申万宏源研究

游戏厂商多以产品驱动为主，一款大 DAU 游戏在运营多年后因玩法疲劳而出现衰退，一款内容向游戏也会因内容深度不够或被消耗而衰退，在这种情况下，如何稳定且及时的推出新品填补空缺是关键问题。我们可以看到，网易目前的主力大单品皆是发行少于 年

的新游（且多不是 MMO 品类），大致保持着一年一款爆品的速度推出，整体产品迭代速度良性，这也正是其能够在品类代际变化中持续走出增量的能力证明，以代表性产品为例：

- **蛋仔派对：UGC+社交，从派对游戏到创作平台。**派对竞技与 UGC 创作体系融为一体。传统派对游戏的内容供给依赖开发者，版本更新节奏直接决定产品的生命周期；蛋仔则通过开放地图编辑器，让玩家从纯粹的消费者转变为内容创作者，用户“自产自销”行成正循环并且促进了玩家的深度参与，据新华网，截止 25 年 7 月蛋仔工坊的创作者数量已突破 5000 万。竞技之外，蛋仔进一步添加派对房间、装扮体系、IP 联动等社交玩法，逐步从一款派对游戏变成年轻用户的社交广场。
- **第五人格：引入非对称竞技。**其将“1v4”非对称对抗机制引入国内手游市场，在彼时同质化的 5v5 和吃鸡赛道之外开辟了全新品类。其设计的巧妙之处在于，“监管者”与“求生者”的操作逻辑和策略体系完全不同，本质上是在一款游戏中提供了两套截然不同的游戏体验，极大地提升了重复游玩的新鲜感。配合哥特风美术与角色身份叙事，产品在玩法和视觉上均与主流手游形成鲜明差异，7 周年全球注册用户突破 4 亿。
- **永劫无间：近战冷兵器博弈，打破吃鸡的射击垄断。**其将东方武侠的近战动作系统植入了大逃杀游戏框架。战术竞技品类几乎被射击玩法垄断，永劫则以国风冷兵器近战为核心，构建了“攻击、格挡、抓取”类似剪刀石头布的三角博弈体系，配合钩锁的纵向机动设计，将战斗节奏从远距离枪战转向了贴身肉搏的动作对决。这套以近战为核心的竞技模式在全球没有先例，手游版上线后七成用户为端游未曾触达的新客群，也说明了品类创新对用户增量的拉动。
- **燕云十六声：3A 开放世界，古风 IP 的全球化表达。**在 3A 开放世界品类上的大胆投入。区别于传统 MMO 的副本循环与线性任务驱动，燕云构建了以北宋末年为背景的大型开放世界，在建筑、服饰、音乐等维度追求对宋代文化的深度还原，同时在开放世界中嵌入社交与休闲玩法（如麻将、攒蛋、投壶等），既有开放世界的探索深度，又兼具 MMO 的社交粘性（且玩家可以自由选择单机或联机）。产品从立项之初即定位全球同步发行，全球用户突破 8000 万。

图 26：高校开办蛋仔 UGC 课程



资料来源：触乐，申万宏源研究

图 28：永劫无间独创的冷兵器进展博弈

图 27：第五人格中玩家可自由选择身份角色

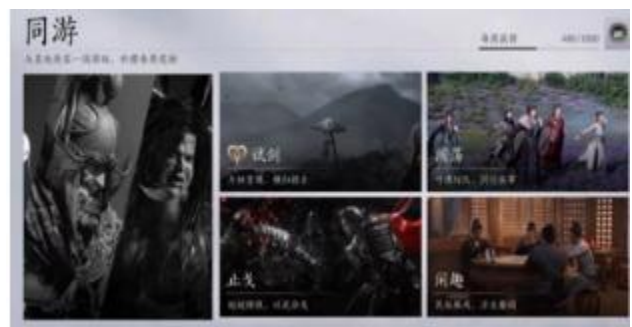


资料来源：GNN 新闻，申万宏源研究

图 29：燕云十六声兼具开放世界与 MMO 的优点



资料来源：游戏内截图，申万宏源研究



资料来源：游民星空，申万宏源研究

除已上线的成熟产品外，网易在研储备同样充裕。从公开信息看，其产品管线覆盖多个品类，分布于杭州、上海、广州的雷火与互娱多个工作室（如下表），延续了一贯的多团队赛马机制，且明显向开放世界、3A 单机等年轻用户偏好的内容向品类倾斜。中短期关注《无限大》、《遗忘之海》，远期可期待对标 3A 买断制的《归唐》，《荒野》原班人马开发的射击游戏《极限战场》，题材新颖且已有版号的《诡影藏锋》等。

表 6：网易部分游戏储备

项目	所在地	工作室/事业部	游戏类型
《无限大》	杭州	雷火 Naked Rain 工作室	开放世界 RPG
《遗忘之海》	杭州	互娱 Joker 事业部	开放世界
《星绘友晴天》	杭州	雷火 UX 用户体验中心	生活模拟
《归唐》	杭州	雷火临安 24th 工作室	3A 买断制单机
《剑心雕龙》	上海	雷火临安 24th 工作室	仙侠单机
《极限战场》	上海	互娱荒野事业部	3A 射击
《山海奇旅》	上海	互娱水滴事业部	生活模拟
《破碎之地》	广州	互娱北落师门工作室	PVE 射击
《风华决战》（代号白衣）	广州	互娱白衣工作室	自走棋
《妖妖棋》（代号妖鬼）	广州	互娱 UGC 事业部	自走棋
《诡影藏锋》		雷火	中式志怪搜打撤

资料来源：游戏新知，申万宏源研究

其中，《无限大》和《遗忘之海》是当前最值得关注的两款主打产品。前者切入都市开放世界 RPG，在移动端开放世界竞争逐步加剧的背景下，尝试用都市探索、动作战斗和生活化交互打开更年轻、更泛二次元的用户圈层，对标《异环》；后者由打造《第五人格》的 Joker 工作室历时 7 年自研，为一款覆盖 Steam/PS5/移动三端的海洋开放世界 RPG，融合海战、陆战与肉鸽搜打撤玩法，并在 200 平方公里海域与主城中嵌入暗骰检定、十余种趣味小游戏，以“缝合玩法”增厚内容深度与付费点（“价”的提升）。目前全平台预约已超 3000 万，对标的海洋题材买断制游戏《盗贼之海》上线一年半内仅 Steam 单平台销量即突破 500 万份，题材接受度有先验，已于 26 年 4 月获得版号，5 月底开启大规模“破晓号测试”，现已定档将于 7 月 9 日 PC 端公测，是短期最确定的新品催化。

图 30: 《遗忘之海》预约人数已突破 3000 万



注: 截止 2026 年 6 月 22 日

资料来源: 游戏官网, 申万宏源研究

图 31: 《无限大》可在都市中飙车/枪战



资料来源: 游戏官网, 申万宏源研究

3.3 出海三阶段，稳扎稳打，成绩亮眼

网易是国内出海最早的厂商之一，其海外战略大致经历了三个阶段，从 1.0 在亚太周边地区的小范围出海，到 2.0 全球投资，近年则过渡至 3.0 阶段的“自研游戏全球出海”。

【1.0 小范围出海】集中在以日本为主的邻近市场。网易自 2013 年底启动出海、组建海外团队，并未急于全球铺开，而是先以成熟手游深耕日本：2016 年《阴阳师》登陆日本即跻身畅销前列，2017 年《荒野行动》在日本长期热销，累计下载超 2500 万，2019 年一季度仅日本市场收入就过亿美元（《阴阳师》《荒野行动》《第五人格》均曾登顶日本 AppStore 下载榜）。凭借这些产品，网易成为当时唯一进入日本手游收入 TOP10 的中国厂商，并在 2019 年中国厂商出海收入排名中位居第二。

表 7: 2019 年日本市场手游收入 TOP10 (亿元)

排名	名称	发行商	收入 (日元)	收入 (折算人民币)
1	命运/冠位指定	Aniplex	711	45.2
2	怪物弹珠	XFLAG	709	45
3	智龙迷城	Gungho	522	33.2
4	荒野行动	网易	424	27
5	龙珠 Z 激战	万代南梦宫	301	19.1
6	Pokémon GO	Niantio	277	17.6
7	职棒野球魂 A	科乐美	262	16.7
8	碧蓝幻想	CybetAgent	242	15.3
9	勇者斗恶龙 Walk	SQUARE ENIX	239	15.2
10	迪士尼松松嘉年华	LINE	187	11.9

资料来源: 角川游戏, 申万宏源研究

【2.0 投资出海，2018–2023】全球投资，试图以资本快速获得 3A 能力、成熟 IP，打造全球化团队。2018 至 2023 年，国内版号收紧，为求增长网易在欧美日大举投资与收购：全资收购了《英雄不再》的日本草蜢工作室（须田刚一）和《底特律：变人》的法国 Quantic Dream，战略入股了《命运》《光环》的 Bungie、《黎明杀机》的 Behaviour、《光·遇》的陈星汉 thatgamecompany，以及发行商 Kepler、AR 领军 Niantic（《宝可梦 GO》）等，

同时在北美、加拿大新设了十余家自研工作室，覆盖主机、3A、独立与 AR 多个赛道，并不惜重金签下大量行业明星制作人。

海外自研/投资工作室近两年多半关停或撤资。2022 年索尼以 36 亿美元收购 Bungie，网易借此获利退出；Kepler 发行的《光与影：33 号远征队》在 2025 年成为 Steam 年度爆款，单平台流水超 10 亿元。但其他投资标的如 Quantic Dream、名越工作室等多年未拿出新的代表作。截至 2026 年初，网易已累计关停或撤资超过 10 家海外工作室。但这一阶段也并非全无收获，在与全球顶级团队的并购与共事中，网易积累了 3A 工业化研发的经验与精品内容的制作能力，也沉淀下一批资深人才，这是 24/25 年网易出海产品受广泛认可的原因之一。

图 32：网易海外游戏投资版图不完全梳理

	厂商/工作室	投资概况	状态	负责人	历史作品	现状
海外三方 (投资)	Bungie	2018 年投约 1 亿美元，获董事会席位	已退出	Pete Parsons	《光环》《命运》系列	2022 年被索尼以 36 亿美元收购，网易借此获利退出
	Niantic	2017 年投约 2 亿美元，持股约 20%	已退出	John Hanke	《宝可梦 GO》《Ingress》	2025 年游戏业务（含《宝可梦 GO》）以 35 亿美元卖给 Scopely，网易退出
	Kepler Interactive	2021 年投约 1.2 亿美元，为最大资方	在投	联合所有制	《师父》	发行的《光与影：33 号远征队》2025 年成 Steam 爆款，估值超 5 亿美元
	Behaviour Interactive	2019 年战略入股少数股权、进入董事会	在投	Rémi Racine	《黎明杀机》	《黎明杀机》PC/主机长青
	thatgamecompany	2017 年 C 轮、2019 年 C+ 轮	在投	陈星汉	《风之旅人》《光·遇》	《光·遇》长线运营，2022 年再融 1.6 亿美元，新作仍在研
	Second Dinner	投资约 3000 万美元	在投	Ben Brode	《炉石传说》	《漫威终极逆转(Marvel Snap)》获 TGA 年度手游（字节 Nuverse 发行）
	Theorycraft Games	2021 年投约 3750 万美元	失败	Joe Tung	《英雄联盟》《Supervive》	《Supervive》2024 年上线后遇冷，2026 年 2 月停服
	Something Wicked Games	2022 年投约 1320 万美元	受挫	Jeff Gardiner	《辐射 4》	RPG《Wyrdsong》2024 年大幅缩水，规模缩水
	Bossa Studios	2019 年入股少数股权（估值约 3000 万美元）	在投	Henrique Olfifiers 等	《外科手术模拟器》《I Am Fish》	独立运营，2025 年推出《Lost Skies》
	Jumpship	2020 年参与投资（曾领投）	已退出	Dino Patti	《Inside》《Somerville》	2022 年被瑞典 Thunderful 收购，网易退出；《Somerville》2022 年上线
海外一方 (收购)	Build A Rocket Boy	2024 年参投 D 轮 1.1 亿美元	失败	Leslie Benzies（前 R 星 North 总裁）	《侠盗猎车手》系列	《Minds Eye》2025 年发布后口碑销量不及预期（IGN 4/10），团队当年 6 月裁员
	草蛙工作室 Grasshopper	2021 年全资收购	在运营	须田刚一	《英雄不再》《杀手 7》	新作《Romeo is a Dead Man》26 年 2 月 11 日发售
	Quantic Dream	2022 年全资收购（约 1 亿欧元）	在运营	David Cage	《底特律：变人》《暴雨》	收购后未发布新作，《Spellcasters》2026 年被取消，《星球大战：绝地》仍遥遥无期
海外一方 (自建)	SkyBox Labs	2023 年 1 月收购多数股权	在运营	—	《光环：无限》《我的世界》（联合开发）	长期参与《光环》《我的世界》联合开发，2024 年裁员约 25 人
	Bullet Farm	2024 年 2 月在洛杉矶设立	在研	David Vonderhaar	《使命召唤：黑色行动》系列	研发强调合作玩法的原创 3A（UE5），尚未上线
	PinCool	2023 年 5 月设立（日本）	在研	市村龙太郎	《勇者斗恶龙》系列	首作《蕾娜多·蕾娜多》计划 2025 年 12 月发售
	Studio Flare	2023 年 2 月设立（日本，首全资）	在研	青木利雄、森田雄	《苍翼默示录》系列	研发 3D 动作产品，2024 年 1 月公布视觉图
	GPTRACK50	2022 年 11 月设立（日本）	在研	小林裕幸	《生化危机 4》	3D 动作 RPG《Stupid Never Dies》预计 2026 年发售
	名越工作室 Nagoshi Studio	2022 年 1 月设立（日本东京）	已停止注资	名越彬洋	《如龙》系列	《Gang of Dragon》于 TGA 2025 首曝，网易拟自 2026 年 5 月起停止注资
	Fantastic Pixel Castle	2023 年设立（英国）	已关停	Greg Street	《魔兽世界》《英雄联盟》	研发奇幻 MMO “Ghost”，2025 年网易缩减投资
	Worlds Untold	2023 年设立（加拿大温哥华）	已暂停	Mac Walters	《质量效应》系列	2024 年 11 月暂停运营，寻找新发行方
	T-Minus Zero	2023 年 8 月设立（英国奥斯坦汀）	已关停	Rich Vogel	《星球大战：旧共和国》	2025 年 8 月关停，后由团队员工买回
	Bad Brain Games	2023 年 5 月设立（加拿大蒙特利尔）	已关停	Sean Crooks	《看门狗》系列	动作冒险《Midnight Riders》随工作室 2025 年 11 月关闭
	Anchor Point Studios	2023 年 4 月设立（西班牙巴塞罗那）	已转独立	Paul Ehreth	《控制》	2026 年 2 月脱离网易，转为独立工作室
	Spliced	2023 年 2 月设立（英国）	收购	—	—	研发“世界级动作游戏”，2026 年 2 月传出裁员
	Jackalypic Games	2022 年设立（英国奥斯坦汀）	已关停	Jack Emmert	《无冬之夜 OL》	《战地 40K》MMO 随工作室 2025 年 11 月关停
	Jar of Sparks	2022 年 7 月设立（英国西德图）	已暂停	Jerry Hook	《光环：无限》	2025 年 1 月暂停项目，寻找新发行方
	樱花工作室 Ouka Studios	约 2020 年设立（日本东京）	已关停	—	《圣剑传说》	曾参与《圣剑传说：Visions of Mana》，2024 年 12 月关闭

资料来源：GameLook 公众号，竞核，游戏新知，罗斯基，旅法师营地，GameDeveloper，各公司官网，申万宏源研究梳理

【3.0 自研出海，2024 至今】第三阶段是自研出海，也是网易当前的重心。2024 年底上线的《漫威争锋》由网易广州团队自研、获漫威正版授权，上线两个月全球玩家突破 4000 万、登顶 Steam 全球榜，并在美、英、德、法等西方主要市场跻身收入前五；《燕云十六声》全球用户突破 8000 万，海外版上线首月玩家即破 1500 万、Steam 好评率达 89%。在研的《极限战场》主打 3A PC 射击品类。

图 33：《2025 中国城市网络形象指数报告》城市排名

排序	城市	城市规模	国际主流媒体影响力	国际社交媒体影响力	国际影响力
1	福州	I型大城市	99.76	94.27	95.92
2	义乌	I型大城市	98.08	89.21	91.87
3	南昌	I型大城市	99.82	84.55	89.13
4	青岛	特大城市	89.22	86.53	87.34
5	厦门	I型大城市	99.46	79.97	85.82
6	昆明	特大城市	99.1	79.94	85.69
7	开封	I型大城市	59.82	96.56	85.54
8	宜昌	I型大城市	79.64	86.79	84.65
9	烟台	I型大城市	58.68	93.2	82.84
10	宁波	特大城市	89.94	92.23	82.37

资料来源：新华网，申万宏源研究

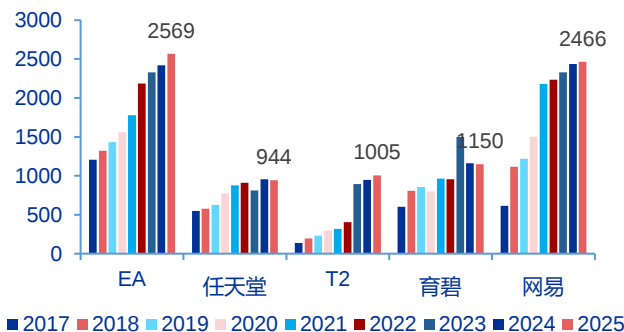
图 34：开封文旅与《燕云》合作，文化外宣吸引外国游客前来打卡



资料来源：新华网，申万宏源研究

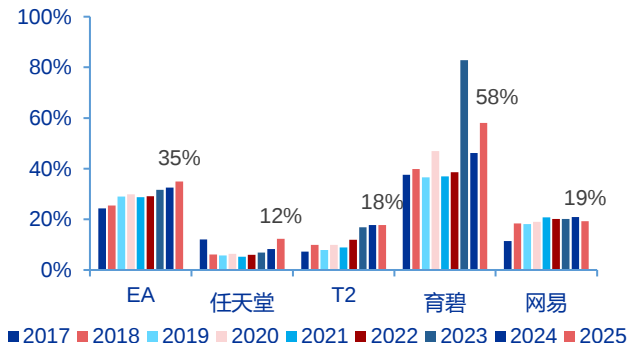
网易能在自研出海上快速起势，主要得益于两点。①是持续的高研发投入与投资阶段沉淀的 3A 精品管线能力：网易 2025 年研发投入达 177 亿元、连续六年超过百亿，与 EA、Take-Two 等海外大厂处于同一量级，已具备独立打造全球级产品的工业能力，且其盈利能力居前的同时海外收入占比最低（<20%），空间较大；②是“文化输出”与“本地化”双管齐下：《燕云十六声》以中国古风武侠为内核，海外玩家自发研究点穴、轻功与十二时辰，甚至掀起学习中文与古诗词的热潮，被多家媒体称为“文化出海新范式”；《漫威争锋》则相反，借助漫威这一全球顶级 IP 与贴合欧美口味的英雄射击玩法打入西方主流市场，其在欧美的热度甚至高于亚洲。

图 35：全球部分游戏公司研发费用对比（百万美元）



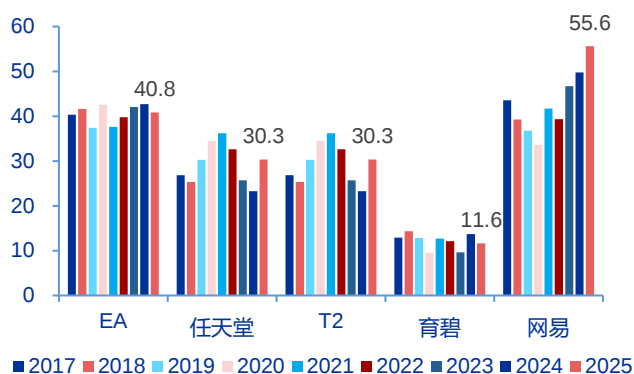
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 36：全球部分游戏公司研发费用率对比（%）



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

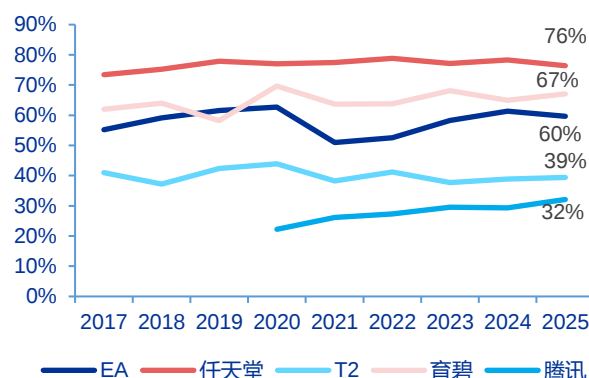
图 37：全球部分游戏公司人均创造毛利对比（万美元）



注：口径方面，员工数 EA 为比例近似，任天堂为总员工数，T2/育碧为研发员工数，网易为游戏分部员工数；毛利网易采取游戏分部总毛利

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 38：全球部分游戏公司海外收入占比（%）



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

4. AI 游戏落地仍需时间，短期提效/试错为主

（一）供给繁荣刺激需求扩容，版号约束决定释放节奏

供给端，游戏行业本质是时长、注意力和情绪价值竞争，优质内容供给长期受研发产能、创意试错和发行效率约束，AI 可以打破这些桎梏。根据 Google Cloud 2025 年针对 615 名游戏开发者的调研，90% 的受访开发者已经在游戏开发流程中使用 AI，其中应用较多的环节包括测试和平衡、代码生成与脚本支持、本地化和翻译。**需求端**，中短期看供给放开后对需求的刺激，长期景气看悦己消费需求（尤其是少子化）。

内容上，AI 进入管线带来的提效可部分提升内容产能，目前已经嵌入代码、测试、买量、数据分析等非创意环节，对于内容消耗型游戏而言，“长草期”（做得慢但玩家消耗快）的情况是影响留存的关键因素，AI 可有效提高产能。但是对于重叙事、二游、3A 等头部产品，强调情感投射和手工感，剧情、美术、角色塑造等创意环节反而需更克制使用 AI，规避舆情风险。

表 8：不同品类游戏的 AI 提效策略有异同

品类	制作/运营特点	AI 介入环节
大 DAU（规则向）	用户规模大，稳定性和内容品质要求高	管线提效：后端代码、测试、客服、翻译、数据分析、反作弊
二游/3A（重叙事）	情感投射强，玩家重视美术、剧情和手工感	AI 辅助概念设计和流程提效，但剧情、美术、角色塑造、配音等创意环节舆情风险较大
SLG/合成（强范式）	玩法范式成熟，长线运营和买量驱动	运营提效：活动方案、数值调优、买量素材、本地化、版本内容批量生成
小游戏/休闲（轻量）	试错快、素材消耗高、用户容错度相对较高	供给扩容：玩法 Demo、素材量产、关卡生成、AB 测试、低成本持续迭代

资料来源：申万宏源研究梳理

玩法维度看，1) AI 大幅降低试错与创业成本，小团队更易跑出创意玩法，但同时因小团队的“玩法”本身不具备壁垒（美术/成熟生产管线等），容易被快速换皮复制，最终比拼买量；2) AI 原生/融合玩法可提高游戏上限，当前落地的方向多为 AI+大 DAU 游戏（融合），相当于增加游戏内一种玩法，提高在线时长；AI 原生游戏中，陪伴方向或先落地。

图 39：“AI+”玩法落地方向梳理

	玩法核心	现已落地产品
AI 队友/Copilot	AI 实时语音队友，自主跑图、战斗、听指令报战况，提升大 DAU 局内体验与留存	网易《永劫无间》手游 Copilot；腾讯《和平精英》AI 队友
AI 陪伴	AI 角色具长期记忆与情感交互，提供陪伴、陪玩与情绪价值	自然选择《EVE》（3D AI 伴侣）
AI 动态叙事/RPG	AI 充当 DM/世界引擎，按玩家自然语言实时推演剧情与世界状态	《历史模拟器：崇祯》（接入千问，AI 原生，2026.5 上线 Steam）、AI Dungeon
AI 推理/解谜	AI 即时出题、识别玩家自然语言提问并引导其还原真相	《海龟蘑菇汤》（Steam 首批 AI 游戏，首月超 400 万次提问）等 AI 海龟汤产品
AI 养成/经营	与 AI NPC 互动的模拟经营/养成，AI 驱动角色行为与世界反馈	相对偏早期

资料来源：品玩，极客公园，申万宏源研究梳理

图 40：《EVE》商业化仍需验证



定价模式待探索，目前以通讯费为主
（一块钱约20点通讯费）
发送消息-每句1点通讯费；
照片生图-每图2点通讯费；
语音/视频-每分钟2/3点通讯费

游戏玩法仍需验证，用户粘性不高
游玩途中付费，“出戏”程度高

资料来源：游戏葡萄，申万宏源研究

AI 游戏较为确定性的利好是 UGC 平台，面对供给端的冲击，平台作为创作者与玩家的桥梁，主动降低创作者进入的门槛，形成内容生态。如果与大 DAU 游戏相结合，也可让公司在创意与产能有限的情况下，通过对创作者的激励机制，实现自产自销的良性循环，带动长线留存。例如《原神》推出 UGC 玩法“千星奇域”，配以“千星沙箱”编辑器与全流程创作扶持，上线后已汇聚超 3 万名创作者、累计逾 1.5 亿游玩；网易《蛋仔派对》“蛋仔工坊”已聚集 5000 万创作者，并以“100% 分成+亿元补贴”将地图内消费全额返还创作者、单张热门地图两个月收益可达数十万元等。

（二）网易：供给提效与玩法创新并行

提效方面，网易已将 AI 规模化部署至研发管线。据网易雷火事业群负责人胡志鹏于 2025 云栖大会的分享，网易已建成 1000 余条 AI 新质生产管线，覆盖约 90%的生产场景，**美术侧**场景设计效率提升约 70%，**动画产能**综合提效约 30%，部分场景效率提升达 300%；**技术侧** AI 代码生成工具在部分场景将开发效率提升约 50%。

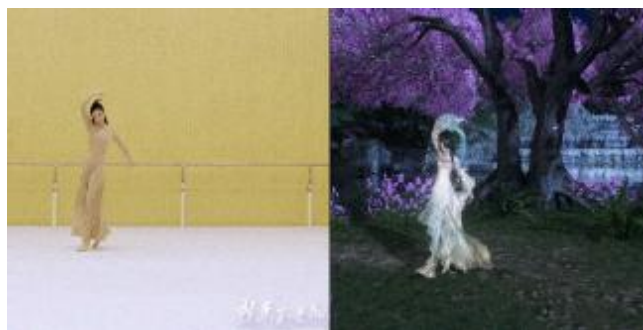
玩法方面，AI 已赋能网易多款主力单品并得到玩家认可。网易旗下伏羲实验室是国内最早专注游戏 AI 的团队，智能捏脸、智能 NPC、动画生成、AI 反外挂等能力已落地多款产品（《永劫无间》手游的 AI 队友 Copilot 即出自伏羲）。近期《逆水寒》手游的推出“剧组模式”：玩家借助 AI 可一键完成智能捏脸、智能编剧、智能群演与动画生成，亲自担任导演、编剧、演员创作剧情短片，目前已有数百万玩家参与、累计生成 UGC 动画超千万条、相关视频传播量破百亿。

图 41: 《永劫无间》手游于 24 年上线 AI 队友



资料来源: 游戏官网, 申万宏源研究

图 42: 《逆水寒》手游剧组模式可实现 AI 动捕



资料来源: GameLook, 申万宏源研究

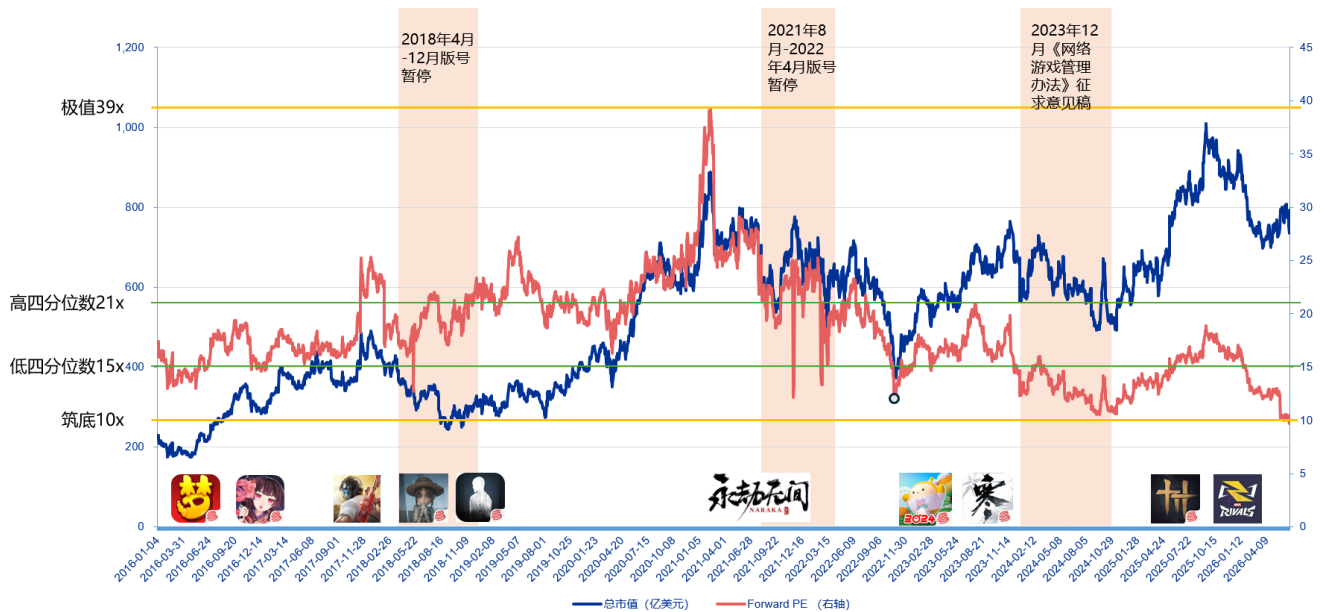
5. 股价复盘、财务分析、盈利预测及投资分析意见

5.1 股价周期复盘: 产品驱动超额收益

估值中枢由行业监管及景气周期共同决定, 超额收益多由产品驱动。复盘十年股价, 网易 Forward PE 区间波动在 10x~39x, 低/高分位数分别为 15x/21x, 低点与游戏行业监管的阶段控制时期有较高重合, 例如 2018 年与 2021 年的两次版号暂停, 以及 2023 年《网络游戏管理办法》征求意见稿发布后, 整体行业估值中枢有所下移, 最低可达 10x。

- 2014-2017 年中国手游发展迅速, 网易多款 MMO 亦开始端转手并积极探索如卡牌 (《阴阳师》) 等多元品类;
- 19H2 至 21H1, 疫情影响下线上需求旺盛, 整体游戏行业增速回升, 港股互联网及泛娱乐受益于宅经济、消费乐观预期, 估值有所抬升;
- 2023 年版号恢复发放, 手游行业增速回升, 同时公司推出《蛋仔派对》、《逆水寒》等爆款大单品, 形成戴维斯双击; 2025 年则受益于端游景气度上行, 利润率因渠道优化而进一步提高, 《燕云》、《漫威争锋》的超预期流水亦有贡献;
- 2026 年以来消费与互联网估值中枢下移, 加之市场担忧 AI 可能对游戏带来的冲击影响, 整体行业估值下行, 目前前瞻 PE 已回落至约 10x, 为十年间最低水平。

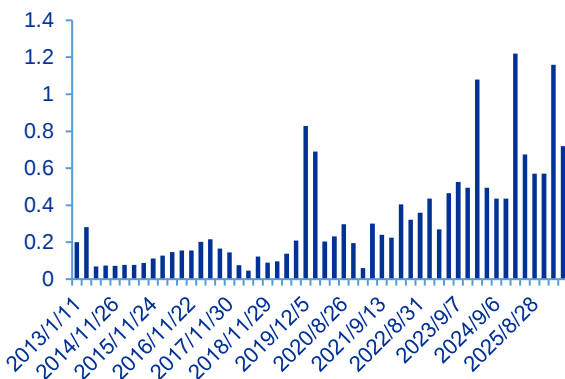
图 43：网易过去十年股价周期复盘



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究梳理

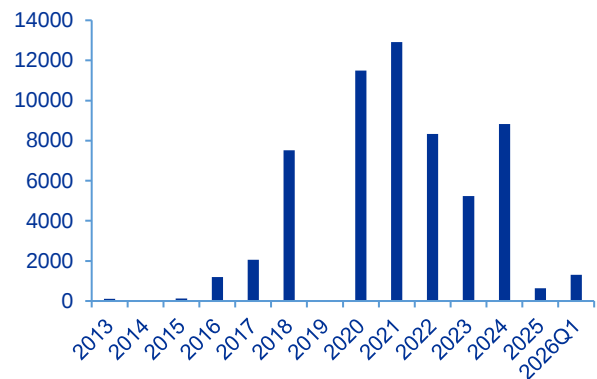
在手现金充裕，ROE 与股东回报率双高，安全边际支撑强。核心游戏业务为长期现金牛，公司治理方面投资审慎胜率高，近十年调整后 ROE 基本都维持在 20% 以上，且 2020 年至今股东回报率均值稳定在 4% 左右（24 年达 5%），公司形成了较稳定的季度派息和持续回购机制。同时，网易于 25 年 11 月将 50 亿美元回购计划延长至 2029 年 1 月，截至 1Q26 末累计回购约 21 亿美元，剩余额度约 29 亿美元。

图 44：2013 年起至今网易派息变化（美元/ADS）



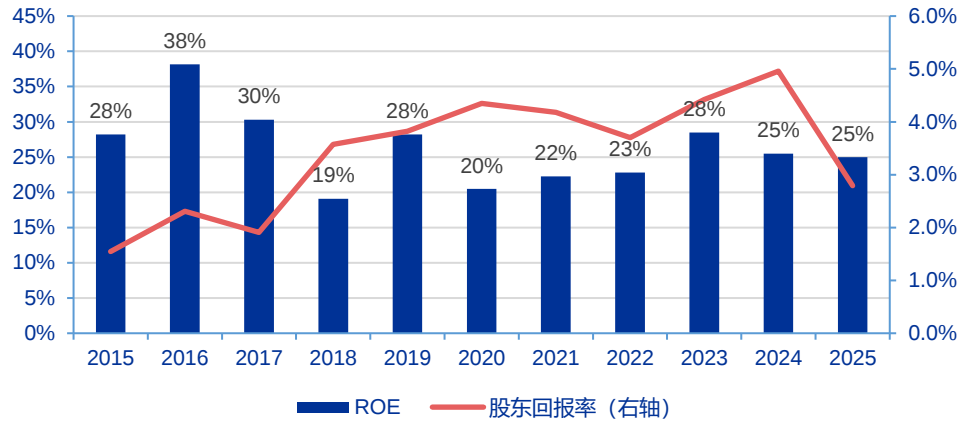
注：2020 年进行 1: 5 的调整，统一按照现行口径折算
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 45：2013 年起至今网易回购变化（百万元）



注：每年回购金额以现金流量表口径为准
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 46：过去十年股东回报率及 ROE 变化 (%)



注：股东回报率计算公式为 (回购+派息) / 年平均市值；ROE 取 Non-GAAP 净利润

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

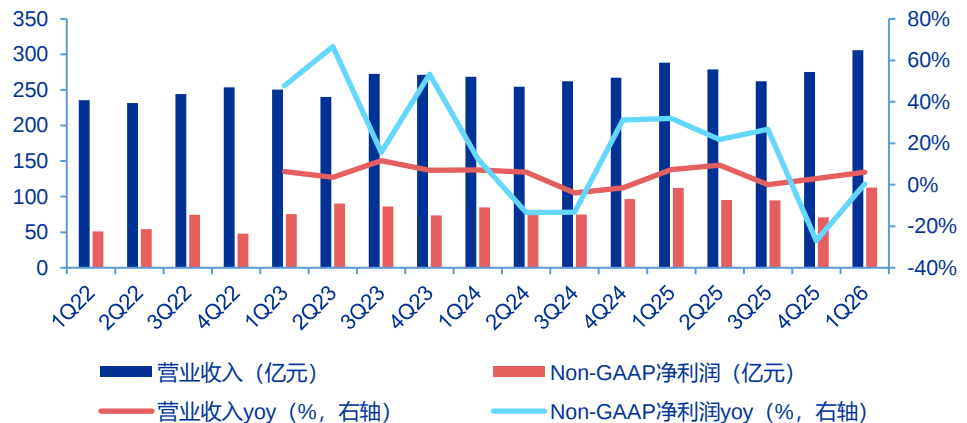
综上，我们预期网易安全边际高，向上空间大，估值、业绩有望共振：

- ① 网易将于 6 月 30 日起转换为香港联交所双重主要上市公司并纳入港股通，有望带来增量资金；
- ② 26H2 至 27 年有望迎来新一轮产品爆发，《遗忘之海》定档 7 月 9 日 (PC) (西幻题材适合出海)，《无限大》已经多轮测试 (题材新颖)，《归唐》官宣 26 年夏日游戏节 (《永劫》工作室出品、有《燕云十六声》珠玉在先)，目前产品预期皆不高；
- ③ 高 ROE、在手净现金丰厚、稳定分红回购，目前接近 10x 估值底。

5.2 重点财务指标分析

收入稳健增长，盈利能力持续上台阶。营业收入从 1Q22 的 236 亿增至 1Q26 的 306 亿，季度同比增速多落在中低个位数；24 年受产品空窗与高基数拖累、单季收入一度小幅负增长，25 年新品周期重启后增速回升，1Q26 营收 306 亿创单季新高。Non-GAAP 净利润的中枢上移更为明显。

图 47: 1Q22-1Q26 网易营业收入及净利润 (亿元，%)



资料来源：网易财报，申万宏源研究

游戏高毛利率领跑，云音乐毛利率改善最快，盈利结构持续优化。游戏业务毛利率自1Q22的62%稳步上行至1Q26的75%，自研产品收入占比提升、对外部买量依赖低是主因。云音乐毛利率改善至37%，受益于版权成本摊薄、社交付费等高毛利收入占比上升等。

渠道分成比例下调，内容厂商毛利率有上行空间。谷歌在美国被要求开放应用内支付，25年10月生效；25年4月，苹果被法院裁定必须开放第三方支付，25年5月苹果允许应用内跳转第三方支付。24年，欧盟《数字市场法案》要求开放第三方应用市场、降低苹果税以及允许第三方支付。日本《智能手机软件竞争促进法》要求开放第三方应用商店和第三方支付，12月18日已正式生效。中国于26年3月起苹果标准分佣由30%下调至25%。

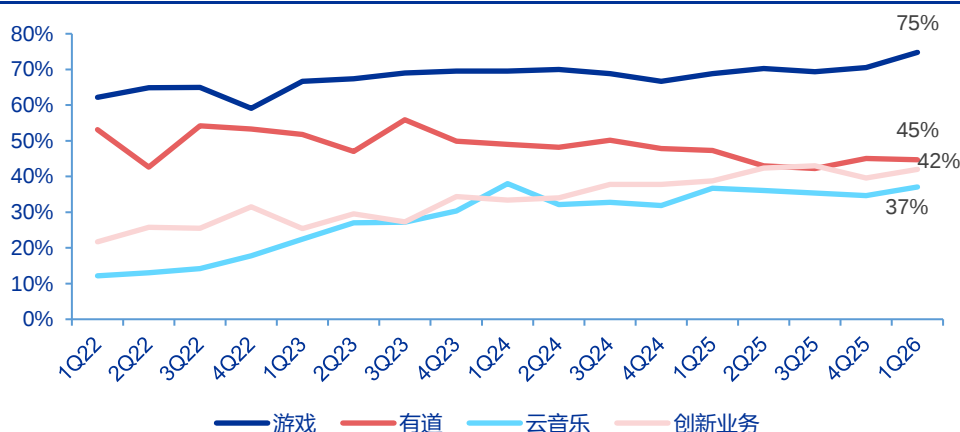
表 9：苹果/谷歌渠道政策调整梳理

区域	核心案件/事件	主体	最新进展
美国	Epic Games 诉 Google	谷歌	与 Epic 和解后启动全球降费，Play 商店 IAP 标准费率由 30%降至 20%、订阅降至 10%，2026 年 6 月底起在美/英/欧率先落地
美国	Epic Games 诉 Apple	苹果	要求开放第三方支付，25 年 4 月法院裁定，25 年 5 月苹果进行相应调整
欧盟	数字市场法案 DMA	苹果	因反引导限制被罚 5 亿欧元后改制，欧盟应用内支付费率最低降至 10%，外部购买服务费降为 5%/13%
日本	智能手机软件竞争促进法	苹果	新法 2025 年 12 月生效，苹果在日开放第三方商店与替代支付，费率降至 5%~21%
中国	苹果 App Store 中国区费率调整	苹果	2026 年 3 月起苹果中国标准佣金由 30%降至 25%，小企业及 Mini Apps 开发者由 15%降至 12%

资料来源：The Verge，IT 之家，第一财经，申万宏源研究梳理

综合渠道、自研、代理成本等多个因素，我们估算网易游戏毛利率中期约在 74%-78% 区间，乐观远期情况下可达 80%。游戏毛利率进一步提升依靠于：1) 自研占比提升，降低外部代理、IP 授权等费用；2) 主动收缩安卓联运、向官服与自有渠道迁移；3) 海外占比提升带来的平台结构优化，海外端游占比高（端游基本无渠道费）。

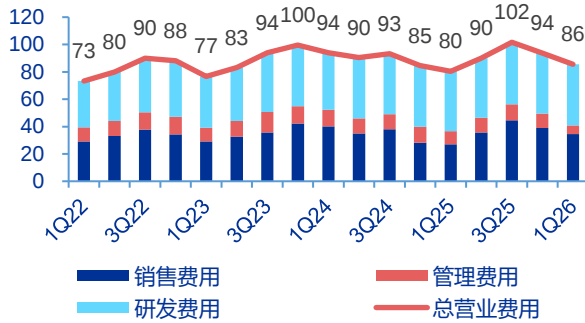
图 48：1Q22-1Q26 网易各业务毛利率 (%)



资料来源：网易财报，申万宏源研究

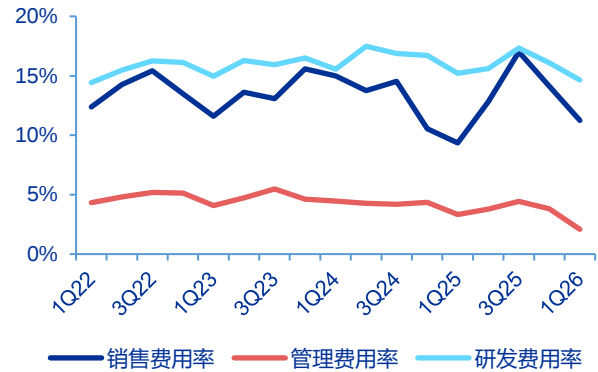
研发投入保持定力，管理费用率持续压降，销售费用随产品周期张弛。研发费用单季稳定在 44 亿左右、费用率常年维持在 15%–17% 高位，公司对内容工业化长期投入；管理费用率由 1Q22 的 4.3% 持续优化至 1Q26 的 2.1%，组织效率提升明显。销售费用率与产品周期高度相关，新游密集推广的季度走高（3Q25 达 17%）、平销期回落（1Q26 为 11.2%）。

图 49：1Q22-1Q26 网易营业费用构成（亿元）



资料来源：网易财报，申万宏源研究

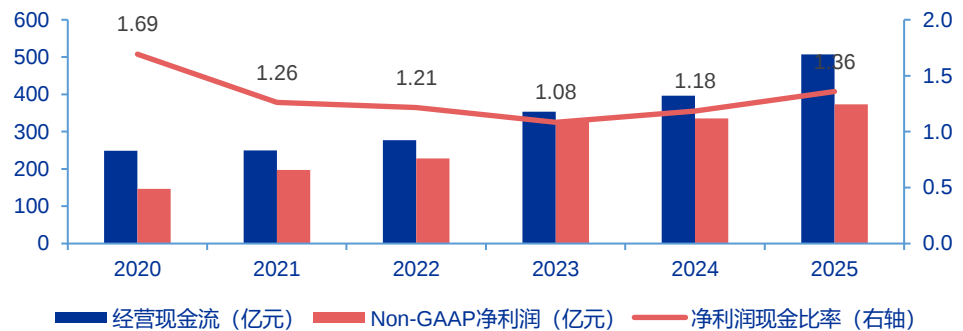
图 50：销售费用率、管理费用率、研发费用率（%）



资料来源：网易财报，申万宏源研究

经营现金流持续创新高，盈利质量扎实。经营性现金流由 2020 年的 249 亿增至 2025 年的 507 亿、五年增长约一倍；经营现金流与 Non-GAAP 净利润之比常年保持在 1 以上，账面利润有充沛现金支撑，盈利含金量高。

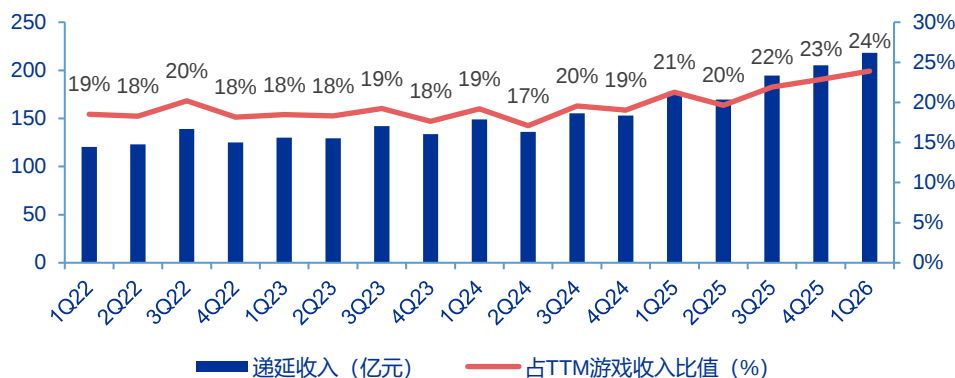
图 51：2020-2025 网易经营现金流与净利润（亿元）



资料来源：网易财报，申万宏源研究

递延收入加速积累，前瞻指向游戏景气上行。递延收入由 1Q22 的 121 亿增至 1Q26 的 218 亿，占 TTM 游戏收入的比值同步从 19% 升至 24%、为近年高点。作为游戏流水的“蓄水池”，已收款、待确认收入规模的扩大对后续季度收入形成有力支撑，也印证 24 年以来新品上线后的景气延续。

图 52：1Q22-1Q26 递延收入与占 TTM 游戏收入比值（亿元，%）



注：递延收入采用合同负债口径

资料来源：网易财报，申万宏源研究

5.3 盈利预测

游戏业务：我们认为长青基本盘托底，新品周期与自研出海提供增量，毛利率随自研占比提升而上行。预计 2026-2028 年游戏及增值服务收入为 977 亿/1086 亿/1169 亿，同比增长约 6%/11%/8%。节奏上，2026 年由《梦幻》《漫威争锋》《燕云》等长青产品稳住基本盘、《遗忘之海》7 月上线贡献半年增量，增速平稳；2027 年随《无限大》等在研新品逐步兑现、出海产品满年贡献，增速回升至高个位数；2028 年高基数下回归常态。如前文所述，网易主力大单品多为发行不到三年、且多非传统 MMO 的新品，维持约一年一款爆品的节奏，储备管线（《无限大》都市开放世界、《遗忘之海》海洋开放世界、《归唐》3A 买断制单机等）明显向年轻用户偏好的开放世界与 3A 内容倾斜；同时自研出海打开第二空间。毛利率方面，自研产品收入占比提升、渠道策略优化，推动游戏毛利率由 2025 年的 69.7% 升至 2026 年的约 74%（1Q26 已达 75%），预计 27/28 年稳定在 74%及以上。

表 10：各项业务营收预测（百万元，%）

百万元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
游戏业务收入	81,565	83,623	92,149	97,657	108,573	116,853
YoY		3%	10%	6%	11%	8%
毛利率	68.2%	68.7%	69.7%	73.9%	74.1%	74.7%
有道收入	5,389	5,626	5,909	6,363	7,089	7,496
YoY		4%	5%	8%	11%	6%
毛利率	51.4%	48.9%	44.3%	44.9%	45.4%	45.4%
有道云音乐收入	7,867	7,950	7,759	7,764	7,609	7,457
YoY		1%	-2%	0%	-2%	-2%
毛利率	26.7%	33.7%	35.7%	37.1%	37.1%	37.1%
创新业务收入	8,647	8,097	6,809	6,717	7,756	8,939
YoY		-6%	-16%	-1%	15%	15%
毛利率	29.7%	35.8%	40.8%	42.0%	40.0%	40.0%

资料来源：网易财报，申万宏源研究

有道：收入维持增长，毛利率结构调整后企稳。预计 2026-2028 年收入为 64 亿/71 亿/75 亿，同比增长 8%/11%/6%。在线教育需求平稳、智能硬件与订阅服务延续。

云音乐：收入趋稳，毛利率改善后维持高位。预计 2026-2028 年收入为 78 亿/76 亿/75 亿，同比基本持平到小幅回落。受益于版权成本摊薄与高毛利收入占比提升，毛利率已由低位改善至约 37%并趋于稳定，盈利质量较前期明显改善。

创新业务及其他：主动收缩后企稳回升。预计 2026-2028 年收入为 67 亿/78 亿/89 亿，2026 年延续小幅下行、2027-2028 年回升至双位数增长，毛利率维持在 40%上下。前期主动收缩低效业务，留存业务结构改善带动毛利率较此前明显抬升。

表 11：网易费用率与 Non-GAAP 净利润预测（百万元，%）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	103,468	105,295	112,626	118,502	131,026	140,744
YoY		2%	7%	5%	11%	7%
毛利率	61%	63%	64%	68%	68%	69%
销售费用率	14%	13%	13%	11%	12%	12%
管理费用率	5%	4%	4%	2%	3%	3%
研发费用率	16%	17%	16%	15%	15%	15%
Non-GAAP 营业利润率	30%	32%	35%	42%	40%	41%
Non-GAAP 净利润	32,659	33,511	37,344	41,122	46,992	51,007
YoY		3%	11%	10%	14%	9%

资料来源：网易财报，申万宏源研究

费用率与净利润：毛利率结构性上行叠加费用控制，Non-GAAP 净利润增速快于收入。高毛利的自研游戏占比提升，带动整体毛利率上行，是利润弹性的主要来源；费用端，研发费用率维持以支撑长期产品力，销售费用率有控制。我们预计 2026-2028 年 Non-GAAP 净利润为 411 亿/470 亿/510 亿，同比增长 10%/14%/9%，高于同期收入增速，盈利兑现确定性较高。

5.4 估值分析及投资分析意见

我们采用 SOTP 分部估值，目标市值 7172 亿人民币。网易业务横跨游戏、教育（有道）、音乐（云音乐）与创新业务，各板块成长性与盈利模式差异大，且有道、云音乐均已分别在纽交所、港交所独立上市。

1) **游戏业务：**给予 2026 年 17xPE，分部估值约 6807 亿元。公司未单独披露游戏分部利润，我们结合产品结构，参考吉比特、巨人网络等研发型公司净利润率水平，同时考虑渠道优化、PC 自研占比提升带来的利润率提升，假设游戏业务净利率约 41%，对应我们预测的 26 年游戏及增值服务收入 977 亿元，可得游戏业务净利润亿元。可比公司估值上，A 股头部游戏公司 年平均 PE 约 .x ，腾讯约

13.7x，日韩头部（任天堂、Konami 等）约 18.7x，欧美约 23.3x（相比日韩欧美游戏头部，网易游戏收入相对集中于中国，有一定折价；且如任天堂等估值包含全球 IP 及乐园/电影/硬件业务的生态溢价）；考虑到网易研发实力行业领先、品类创新与长青运营能力突出，且《遗忘之海》《无限大》等新品有望推动公司实现进一步增长，我们给其 26 年 17xPE。

表 12：全球游戏公司可比估值表（截至 2026 年 6 月 29 日）

公司名称	总市值	净利润（调整后）			P/E		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E
A 股（百万元）							
完美世界	24,618	752	1,417	1,624	32.7	17.4	15.2
三七互娱	41,811	3,180	3,481	3,792	13.1	12.0	11.0
吉比特	25,863	1,917	2,102	2,276	13.5	12.3	11.4
巨人网络	51,752	4,398	4,985	5,482	11.8	10.4	9.4
神州泰岳	15,541	1297.03	1,453	1,565	12.0	10.7	9.9
恺英网络	34,546	2,672	3,023	3,376	12.9	11.4	10.2
平均值					16.0	12.4	11.2
中概股（百万美元）							
腾讯控股	487,978	35521	39,424	44,124	13.7	12.4	11.1
平均值					13.7	12.4	11.1
日韩（百万美元）							
Konami	15,888	728	800	908	21.8	19.8	17.5
Krafton	6,779	729.711	793	847	9.3	8.5	8.0
Nexon	10,662	747	761	800	14.3	14.0	13.3
Capcom	10,036	393.839	438	487	25.5	22.9	20.6
Nintendo	55,126	2,442	2,882	3,244	22.6	19.1	17.0
平均值					18.7	16.9	15.3
欧美（百万美元）							
EA	51,417	2204	2,456	2,465	23.3	20.9	20.9
平均值					23.3	20.9	20.9

注：A 股公司净利润采取 Wind 一致预期，非 A 股公司净利润采取 Bloomberg 一致预期

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

2) 有道：给予 2026 年 1xPS，分部估值约 36 亿元（持股 56.6%）。考虑到有道仍处于教育业务调整后向 AI 学习产品、智能硬件转型阶段，利润释放不稳定，我们采取 P/S 进行估值，且如前文，我们预计有道 26 年收入为 63.6 亿元，参照可比公司估值，给予 1xPS。

3) 云音乐：参照云音乐公司独立估值，归属网易部分约 275 亿元（持股 59.2%）。云音乐已在港交所独立上市，参照我们此前发布的云音乐公司报告及可比公司估值，给予其 26 年 20xPE，对应其 26 年 Non-GAAP 归母净利润 23.3 亿元。

4) 创新业务及其他：参考广告、电商可比给予 0.8xPS，分部估值约 54 亿元。网易严选、广告等创新业务参考广告（百度、微博）、电商（阿里、拼多多、京东）可比公司，给予 0.8xPS（低于可比均值，其规模与盈利仍需爬坡），对应我们预计 26 年创新业务收入 . 亿元。

表 13：教育、音乐、电商、广告可比公司估值表（截至 2026 年 6 月 29 日）

	总市值	收入			净利润			P/S			P/E		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
教育（百万美元）													
好未来	5,258	3,689	4,324	6,333	457	600	1,085	1.4	1.2	0.8	11.5	8.8	4.8
新东方	7,406	5,596	6,267	6,917	560	679	767	1.3	1.2	1.1	13.2	10.9	9.7
平均值							1.4	1.2	1.0	12.4	9.8	7.3	
音乐流媒体（百万美元）													
腾讯音乐	13,931	5,260	5,740	6,178	1,499	1,642	1,798	2.6	2.4	2.3	9.3	8.5	7.7
Spotify	95,154	22,746	26,004	29,461	3,135	3,873	4,717	4.2	3.7	3.2	30.4	24.6	20.2
平均值							3.4	3.0	2.7	19.8	16.5	14.0	
电商（百万美元）													
阿里巴巴	227,737	166,806	186,507	209,967	15,955	21,675	28,206	1.4	1.2	1.1	14.3	10.5	8.1
拼多多	108,947	71,245	80,061	87,798	15,911	19,395	22,673	1.5	1.4	1.2	6.8	5.6	4.8
京东	34,480	205,155	218,166	229,842	4,595	6,087	7,245	0.2	0.2	0.2	7.5	5.7	4.8
平均值							1.0	0.9	0.8	9.5	7.3	5.9	
广告（百万美元）													
百度	36,198	19,605	21,136	23,203	2,272	3,058	3,632	1.8	1.7	1.6	15.9	11.8	10.0
微博	1,767	1,828	1,877	1,932	387	419	446	1.0	0.9	0.9	4.6	4.2	4.0
平均值							1.4	1.3	1.2	10.2	8.0	7.0	

注：A 股公司净利润采取 Wind 一致预期，非 A 股公司净利润采取 Bloomberg 一致预期

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

综上，SOTP 加总约 7172 亿元，按当前 ADS 股本算得每股合理价值约 164 美元/ADS（美股）、约 256 港元/股（港股），有 29% 上升空间，维持买入评级。

表 14：网易 SOTP 估值

估值项目	2026E 预测收入 (百万元)	2026E 预测净利润 (百万元)	倍数	分业务估值 (百万元)	每 ADS 合理价 值(US\$)	每股合理价值 (HKD)
在线游戏		40,040	17x PE	680,672	155.6	243.2
有道	6,363	-	1x PS	3,600	0.8	1.3
网易云音乐		2,325	20x PE	27,537	6.3	9.8
创新业务	6,717		0.8x PS	5,374	1.2	1.9
总计				717,183	163.9	256.3

注：汇率按照 1USD=6.7939RMB；1HKD=0.8692RMB 计算

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

风险提示

新品上线进度或表现不及预期。《遗忘之海》《无限大》《归唐》等在研产品的上线时点及其上线后的流水、留存均存在不确定性。开放世界、3A 等重内容品类研发周期长、投入大，若新品延期或品质、商业化不及预期，将直接影响游戏业务收入增速。

长青产品流水下滑超预期。网易游戏基本盘依赖《梦幻西游》《蛋仔派对》《永劫无间》等长青产品，网络游戏流水的季度环比波动明显、部分产品生命周期可能短于预期。若旗舰长青产品的流水与活跃用户降幅超出预期、而新品尚未接力，将对游戏收入与利润形成较大冲击。

版号与行业监管风险。游戏行业受版号审批节奏及未成年人保护、防沉迷等政策影响较大，2018、2021 年版号曾出现阶段性暂停。若版号审批趋紧、新品无法及时获批，或行业监管进一步收紧，公司的新品排布与商业化前景将面临不确定性。

出海及地缘、本地化风险。海外市场在文化偏好、买量环境、平台（Steam、主机）规则、数据合规与地缘政治等方面与国内差异较大。若海外产品本地化或运营不及预期、地缘与监管环境趋紧，出海增量的兑现节奏可能放缓。

合并利润表

百万元 人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	105,295	112,626	118,502	131,026	140,744
营业成本	-39,488	-40,224	-37,738	-41,467	-43,757
毛利润	65,807	72,402	80,764	89,559	96,988
销售及推广开支	-14,148	-14,620	-13,421	-15,723	-16,889
一般及行政开支	-4,551	-4,228	-2,709	-3,931	-4,222
研发开支	-17,525	-17,719	-17,661	-19,654	-21,112
营业利润 (GAAP)	29,584	35,835	46,973	50,251	54,764
投资收益	355	732	-901	900	900
利息收益	4,921	3,953	3,543	3,650	3,759
汇兑收益	255	-776	-2,233	-300	-300
其他净收益	602	1,087	1,635	1,635	1,635
税前利润 (GAAP)	35,718	40,830	49,017	56,136	60,759
所得税	-5,461	-6,033	-9,646	-11,047	-11,957
非持续经营利润	0	0	0	0	0
非控制性权益等	-559	-1,038	-644	-841	-743
归母净利润 (GAAP)	29,698	33,760	38,727	44,248	48,059
调整项 (股权支付成本)	3,813	3,584	2,395	2,744	2,948
归母净利润 (Non-GAAP)	33,511	37,344	41,122	46,992	51,007

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	153,325	180,615	198,712	229,792	261,044
现金及现金等价物	129,911	144,127	161,500	191,059	221,142
应收款项	5,669	5,338	5,616	6,210	6,670
存货	572	689	734	810	857
其他流动资产	17,173	30,462	30,861	31,713	32,374
长期投资	20,206	18,463	18,463	18,463	18,463
固定资产	8,520	8,425	8,525	8,625	8,725
无形资产及其他	13,940	13,911	14,273	15,021	15,605
资产总额	195,992	221,415	239,973	271,901	303,838
流动负债	49,668	52,369	48,004	53,641	57,178
借款	11,805	6,384	6,384	6,384	6,384
应付款项	5,404	5,533	5,113	5,948	6,389
其他流动负债	32,459	40,452	36,507	41,309	44,405
非流动负债	3,830	3,942	3,942	3,942	3,942
负债总额	53,497	56,311	51,947	57,583	61,120
可赎回非控制性权益	84	91	96	100	104
本公司权益持有人应占权益	138,686	160,296	182,574	208,025	235,682
非控制性权益	3,724	4,717	5,356	6,193	6,931
权益总额	142,410	165,013	187,931	214,218	242,613
负债及权益总额	195,992	221,415	239,973	271,901	303,838

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元 人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	35,718	40,830	49,017	56,136	60,759
加：折旧摊销减值	-	-	-	-	-
利息净支出	4,921	3,953	3,543	3,650	3,759

投资损失	644	2,713	0	0	0
营运资本变动	3,652	8,721	-5,088	4,115	2,369
其他经营现金流	-3,982	-4,413	-13,237	-14,911	-15,860
经营活动现金流	39,677	50,740	34,136	48,889	50,927
资本开支	-2,221	-2,098	-120	-120	-120
其它投资现金流	20,137	-31,083	-17,392	-17,611	-17,518
投资活动现金流	17,916	-33,181	-17,512	-17,731	-17,638
支付股利和利息	-11,165	-13,826	-16,449	-18,797	-20,403
其它融资现金流	-16,170	-6,334	-216	-227	-238
融资活动现金流	-27,336	-20,160	-16,665	-19,024	-20,641
净现金流	30,268	-2,984	-41	12,134	12,647

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

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@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.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”) 在中华人民共和国境内 (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。