

买入

业绩表现中规中矩，未来新游上线可期

网易 (NTES.O)

2025-08-18 星期一

【投资要点】

目标价: 167.10 美元

现价: 129.22 美元

预计升幅: 29.3%

重要数据

日期	2025-08-15
收盘价(美元)	129.22
总股本(亿份 ADS)	6.33
总市值(亿美元)	817.96
净资产(亿美元)	215.94
总资产(亿美元)	292.33
52 周高低(美元)	141.45/74.17
每 ADS 净资产(美元)	33.10

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Shining Globe 45.81%

相关报告

网易 (NTES.O) - 首发报告 -

20200828

网易 (NTES.O) - 更新报告 -

20200909、20210226、20220224、

20231124、20250107

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 游戏业务驱动业绩增长，二季度营收同比增长 9.4%

网易 Q2 净收入 279 亿元，同比增长 9.4%；非公认会计准则下归属于公司股东的净利润为 95 亿元，同比增长 21.8%。业绩增长主要由游戏业务驱动，Q2 增速明显加速，反映出新品周期和海外扩张的成效。但云音乐收入下滑拖累整体，有道虽盈利但收入收缩。总体来看，游戏仍然是网易的绝对核心业务，二季度游戏及相关增值服务净收入为 228 亿元。网易有道二季度收入达 14 亿元，实现连续第四个季度的可持续盈利。网易云音乐二季度净收入 20 亿元，同比基本持平。得益于网易严选收入环比增加，网易创新及其他业务二季度净收入 17 亿元。游戏业务占比进一步提升至 81.3%，而云音乐和有道业务占比相对收窄。

➤ 战略规划清晰，聚焦“游戏全球化”和“AI 赋能”

本季度，公司依然落实游戏全球化战略，持续加码海外市场，通过投资工作室和 IP 合作构建全球研发及发行网络。二季度公司在北美流水新高就是验证该战略成功的案例，未来将深化本地化运营和发行渠道，目标提升海外收入占比至 20% 以上。而在 AI 驱动创新方面，有道以“AI 原生”为核心，优化教育产品；游戏业务探索 AI 用于内容生成和玩家体验提升，如新游中的互动设计；云音乐业务将升级后 AI 推荐算法，提升了内容分发效率，推动用户日均使用时长回升，并带动广告收入及订阅收入重回增长通道。

➤ 游戏带动利润增长可期，维持买入评级

我们认为公司短期看点在于其游戏新品管线丰富，叠加暑期和节日档期，预计游戏收入增速维持 10% 以上。同时海外扩张能够进一步打开收入增长天花板，北美地区的成功可复制至其他新市场。而中长期则需观察 AI 与技术创新，将 AI 用于游戏开发降本、玩法扩充，利用 AI 技术重构教育板块增长逻辑，将可打开新增长曲线。我们预计公司 2025-2027 年每 ADS 对应盈利分别为 53.91/62.46/74.34 元，当前股价对应 PE 估值分别为 17.2/14.9/12.5 倍。综上，分别给予游戏、有道、云音乐业务对应 2023 年 25 倍 PE、3 倍 PS 及 5 倍 PS 估值，对应公司合理估值为 1,058 亿美元，因此给予公司 167.1 美元的目标价，有 29.3% 的上涨空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E
营业额	103,468	105,295	114,495	121,555	129,325
同比增长	7.23%	1.77%	8.74%	6.17%	6.39%
净利润	29,357	30,256	34,158	39,574	47,099
同比增长	47.95%	3.06%	12.90%	15.86%	19.01%
净利润率	28.37%	28.73%	29.83%	32.56%	36.42%
每 ADS 盈利(元)	45.06	47.75	53.91	62.46	74.34
PE	20.6	19.4	17.2	14.9	12.5

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

► 游戏业务驱动业绩增长，二季度营收同比增长 9.4%

网易 Q2 净收入 279 亿元，同比增长 9.4%；非公认会计准则下归属于公司股东的净利润为 95 亿元，同比增长 21.8%。业绩增长主要由游戏业务驱动，Q2 增速明显加速，反映出新品周期和海外扩张的成效。但云音乐收入下滑拖累整体，有道虽盈利但收入收缩。总体来看，非游戏业务仍需通过运营及技术转型来重回增长通道。分板块来看，游戏仍然是网易的绝对核心业务，二季度游戏及相关增值服务净收入为 228 亿元。本季度公司游戏业务在多款核心游戏的带动下，延续了稳健的增长势能。其中《燕云十六声》推出了凉州与暑期版本后，游戏热度持续攀升，iOS 免费榜多次稳居前二。经典 IP《梦幻西游》电脑版依托长线运营能力，在线人数创下新高，而手游季度收入也再创新高。网易有道二季度收入达 14 亿元，在“AI 原生”战略下，实现连续第四个季度的可持续盈利。网易云音乐二季度净收入 20 亿元，同比基本持平。得益于网易严选收入环比增加，网易创新及其他业务二季度净收入 17 亿元。游戏业务占比进一步提升至 81.3%，而云音乐和有道业务占比相对收窄。

► 游戏业务流水强势复苏，教育及音乐盈利能力有提升

游戏业务：游戏业务作为核心引擎，2025 年 Q2 净收入 228 亿元，同比增长约 12%（推算自总营收占比 81.3% 及历史趋势），占公司总收入 81.3%。产品矩阵进一步强化，旗舰游戏《梦幻西游》电脑版同时在线人数创新高，而自研新作《燕云十六声》表现突出，iOS 免费榜多次稳居前二，累计用户超 4000 万，推动用户粘性和收入增长。而公司在海外市场同样有所突破，多款新游戏在北美市场取得里程碑式成功，验证了网易全球化战略的有效性。未来公司将持续与 IP 深化合作，特别是延续与漫威、宝可梦等世界级 IP 的合作，通过丰富内容库吸引新用户。整体上，游戏业务受益于“新老结合”策略——经典 IP 精细化运营（如暴雪回归提振端游）叠加自研新品爆发，收入环比增速有明显提升。

云音乐业务：云音乐业务 2025 年上半年面临一定挑战，上半年收入 38.27 亿元，同比下降 6.0%。二季度单季净收入 20 亿元，同比微降 0.5%，较 Q1 的 19 亿元环比略有改善。目前公司还在探索用户与商业化之间的平衡阶段，得益于新版本上线提升互动性 DAU 和 MAU 实现增长。日活跃用户数/月活跃用户数比率稳居 30% 以上，会员订阅服务也收入从 2024 年上半年度的 21.4 亿元增长至今年上半年度的 24.7 亿元，增幅达 15.2%。而业务盈利能力也明显提升上半年度毛利率水平达 36.4%，创公司历史同期新高，营业利润录得 8.4 亿元，同比增长

40.8%。公司上半年重点增强以音乐为核心的变现能力，特别在成本端的优化是盈利能力提升的关键。未来该业务仍会继续以用户为中心，通过优质内容、产品创新和多元化变现推动增长，兼顾音乐与长音频市场，拓展年轻用户及低线城市群体。

有道：有道二季度实现净收入 14 亿元，同比降幅收窄（Q1 同比降 6.7%），并连续第四个季度实现盈利。有道通过 AI 技术赋能教育产品，提升用户留存；同时驱动盈利能力提升，这一战略发展路径已开始显效，未来公司仍会通过构建 AI 技术、在线课程优化和硬件设备之间协同发展，实现成本结构优化，带动毛利率提升。

其他业务：其他业务（含网易严选、广告等）2025 年 Q2 净收入 17 亿元，环比增长 6.3%（Q1 为 16 亿元），但同比仍下滑（Q1 同比降 17.6%）。网易严选收入环比增加，但广告业务受宏观经济影响承压。

➤ 战略规划清晰，聚焦“游戏全球化”和“AI 赋能”

本季度，公司依然落实游戏全球化战略，持续加码海外市场，通过投资工作室和 IP 合作构建全球研发及发行网络。二季度公司在北美流水新高就是验证该战略成功的案例，《界外狂潮》主机版本发布后登上 PlayStation 的 5 月免费游戏下载榜北美地区第二；《全明星街球派对》《漫威秘法狂潮》海外发行后，横扫多地区 iOS 下载榜榜首，双双跻身美国下载榜 TOP2；《七日世界》推出 2.0 版本，登上 Steam 全球畅销榜第四；《漫威争锋》推出第三赛季及夏日特辑活动，先后斩获 Steam 美国畅销榜第一和 Steam 全球畅销榜第二。财报显示，多款令人期待的新游戏将继续丰富全球产品布局，包括原创海洋冒险 RPG《遗忘之海》，叙事向动作冒险游戏《归唐》蓄势待发，以及正在筹备将《逆水寒》手游和《燕云十六声》推向全球市场。未来将深化本地化运营和发行渠道，目标提升海外收入占比至 20% 以上。而在 AI 驱动创新方面，有道以“AI 原生”为核心，优化教育产品；游戏业务探索 AI 用于内容生成和玩家体验提升，如新游中的互动设计；云音乐业务将升级后 AI 推荐算法，提升了内容分发效率，推动用户日均使用时长回升，并带动广告收入及订阅收入重回增长通道。

我们认为公司短期看点在于其游戏新品管线丰富，叠加暑期和节日档期，预计游戏收入增速维持 10% 以上。同时海外扩张能够进一步打开收入增长天花板，北美地区的成功可复制至其他新市场。而中长期则需观察 AI 与技术创新，将 AI 用于游戏开发降本、玩法扩充，利用 AI 技术重构教育板块增长逻辑，将可打开新增长曲线。我们预计公司 2025-2027 年每

ADS 对应盈利分别为 53.91/62.46/74.34 元,当前股价对应 PE 估值分别为 17.2/14.9/12.5 倍。综上,分别给予游戏、有道、云音乐业务对应 2023 年 25 倍 PE、3 倍 PS 及 5 倍 PS 估值,对应公司合理估值为 1,058 亿美元,因此给予公司 167.1 美元的目标价,有 29.3%的上涨空间,维持“买入”评级。

表 1: 互联网娱乐服务行业估值比较 (20250814)

代码	证券名称	总市值 亿港元	市盈率PE			市净率PB 市销率PS	
			2024A	2025E	2026E	2025TTM	2025TTM
0700. HK	腾讯控股	54,107.0	26.1	1,475.0	1,282.6	4.4	7.0
TME. N	腾讯音乐	3,122.6	11.0	9.0	8.3	3.4	9.3
1024. HK	快手-W	3,245.7	19.6	80.0	73.7	4.6	2.3
1357. HK	美图公司	492.7	55.5	5.0	4.2	9.1	13.7
2400. HK	心动公司	385.5	42.3	4.2	3.5	14.2	7.1
0777. HK	网龙	61.7	18.3	4.2	3.4	1.0	0.9
0799. HK	IGG	60.3	10.1	1.9	1.5	1.9	1.1

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)预测及整理

【风险提示】

1. 游戏收入增长不及预期的风险;
2. 国内市场竞争与政策风险;
3. 非游戏业务盈利能力提升不达预期风险。

【财务报表摘要】

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	103,468	105,295	114,495	121,555	129,325
成本	(40,405)	(39,488)	(39,094)	(37,730)	(34,378)
毛利	63,063	65,807	75,401	83,824	94,947
销售费用	(13,969)	(14,148)	(15,113)	(16,045)	(17,071)
管理费用	(4,900)	(4,551)	(4,923)	(5,227)	(5,561)
研发费用	(16,485)	(17,525)	(18,319)	(19,449)	(20,692)
经营溢利	27,709	29,584	37,045	43,103	51,623
投资及其他	6,348	6,134	3,279	3,614	3,977
除税前溢利	34,057	35,718	40,324	46,718	55,600
所得税	(4,700)	(5,461)	(6,166)	(7,143)	(8,502)
持续净利润	29,357	30,256	34,158	39,574	47,099
非持续利润	0	0	0	0	0
总利润	29,357	30,256	34,158	39,574	47,099
增长					
总收入(%)	7.2%	1.8%	8.7%	6.2%	6.4%
净利润(%)	47.9%	3.1%	12.9%	15.9%	19.0%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	8,075	8,520	8,440	8,504	8,726
土地使用权	4,075	4,172	4,172	4,172	4,172
定期存款	1,050	3,025	3,025	3,025	3,025
长期投资	27,722	25,290	26,377	27,331	28,035
其他固定资产	2,310	1,660	1,660	1,660	1,660
固定资产合计	43,232	42,667	43,674	44,692	45,618
应收账款	6,422	5,669	5,936	6,302	6,705
其它应收款项	6,077	6,417	4,871	4,701	4,283
存货	695	572	888	857	781
货币资金	21,429	51,383	93,254	138,618	192,333
存款	103,633	78,528	78,528	78,528	78,528
投资	4,436	10,756	10,756	10,756	10,756
流动资产合计	142,692	153,325	194,233	239,762	293,386
应付账款	881	721	1,347	1,300	1,185
其他应付款	7,429	7,442	7,826	8,138	8,482
递延收入	13,362	15,299	16,586	17,441	18,383
借款	19,240	11,805	11,805	11,805	11,805
其他流动负债	12,930	14,401	15,824	17,389	19,110
流动负债合计	53,842	49,668	53,388	56,074	58,965
递延税项负债	2,299	2,173	2,173	2,173	2,173
其他长期负债	1,699	1,657	1,657	1,657	1,657
长期负债合计	3,998	3,830	3,830	3,830	3,830
股东权益合计	128,085	142,494	180,690	224,551	276,210

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率(%)	60.9%	62.5%	65.9%	69.0%	73.4%
经营利润率(%)	26.8%	28.1%	32.4%	35.5%	39.9%
净利率(%)	28.4%	28.7%	29.8%	32.6%	36.4%
ROE	22.9%	21.2%	18.9%	17.6%	17.1%
营运表现					
费用/收入(%)	34.2%	34.4%	33.5%	33.5%	33.5%
实际税率(%)	17.0%	18.5%	16.6%	16.6%	16.5%
应收账款天数	22	19	19	19	19
应付账款天数	8	7	12	12	12
财务状况					
负债/权益	0.45	0.38	0.32	0.27	0.23
收入/总资产	0.56	0.54	0.48	0.43	0.38
总资产/权益	1.45	1.38	1.32	1.27	1.23

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前收益	29,357	30,256	34,158	39,574	47,099
非现金调整	5,598	5,769	6,455	6,704	6,978
资本变动	376	3,652	4,682	2,521	2,983
非持续经营变动	0	0	0	0	0
经营活动现金流	35,331	39,677	45,296	48,799	57,060
购买固定资产	(4,266)	(2,192)	(3,425)	(3,436)	(3,344)
短期投资变动	3,156	1,932	0	0	0
其他投资活动	(15,934)	18,176	0	0	0
非持续经营流出	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(17,043)	17,916	(3,425)	(3,436)	(3,344)
债务融资	(21,553)	(27,472)	0	0	0
资本融资	86	136	0	0	0
融资活动现金流	(21,467)	(27,336)	0	0	0
现金变化	(3,179)	30,258	41,871	45,364	53,716
期初持有现金	27,588	24,207	54,475	96,346	141,709
汇兑变化及出售	(202)	11	(3,092)	(3,092)	(3,092)
期末持有现金	24,207	54,475	93,254	138,618	192,333

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>