

买入

游戏储备产品丰富，新游公测数据可期

网易 (NTES.O)

2026-07-15 星期三

### 【投资要点】

目标价: **156.10 美元**

现价: **128.39 美元**

预计升幅: **21.6%**

#### 重要数据

| 日期            | 2026-07-14    |
|---------------|---------------|
| 收盘价(美元)       | 128.39        |
| 总股本(亿份 ADS)   | 6.43          |
| 总市值(亿美元)      | 826.72        |
| 净资产(亿美元)      | 242.99        |
| 总资产(亿美元)      | 326.04        |
| 52 周高低(美元)    | 157.15/105.94 |
| 每 ADS 净资产(美元) | 38.00         |

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

#### 主要股东

Shining Globe 45.50%

#### 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、20250818

#### 研究部

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

#### ➤ 业绩稳中有进，运营效率凸显

2026 年第一季度公司实现总营业收入 306 亿元，同比增长 6.1%；归属于公司股东的 Non-GAAP 净利润高达 113 亿元，GAAP 净利润达 107 亿元，同比增长 3.9%。分业务来看，公司整体呈现稳中有进的态势。公司游戏及相关增值服务作为绝对核心贡献 257 亿元，占比约 84%，同比增长 6.9%。网易云音乐实现收入 20 亿元，同比增长 6.6%，成功重回增长轨道，业务毛利率达到 37.1%，同比小幅改善，用户粘性维持高位。网易有道收入 13 亿元，同比增长 3.8%，并且连续七个季度实现经营盈利，学习服务和智能硬件收入有波动，但 AI 订阅服务销售额破亿。创新及其他业务收入 15 亿元，同比下降 4.6%。

#### ➤ 产品精品化与全球化，构筑长期竞争壁垒

公司未来围绕“内容精品化”“技术创新驱动”和“市场全球化”三大轴心展开的业务战略。游戏业务通过国内存量市场精耕细作，发挥长线运营优势，将 IP 价值深度挖掘、GaaS 模式深化到公司发展策略，通过主动收缩新品数量，将资源集中于少数具有爆款潜质的产品。而面向增量市场，公司全球化战略已从早期“产品出海”进化至“全球化研发、全球化发行”的更高维度，《燕云十六声》海外成功验证了网易 3A 级产品开发能力与中华文化输出实力。另外网易《遗忘之海》PC 端于 7 月 9 日正式公测，移动端则定档 7 月 23 日。该游戏延续了 Joker 事业部在风格美术上的探索，采用了独特的木偶化美术风格。在多元化业务层面，云音乐从“社区”向“商业”闭环演进，有道以 AI 驱动教育科技重塑，二者均从规模扩张转向质量型增长。在技术创新层面，公司全面拥抱 AI，AIGC 在游戏研发、运营分发及产品核心功能中的深度应用，有望带来效率革命与产品升级。

#### ➤ 游戏储备丰富，全球化战略可期

综合来看，公司现有旗舰产品稳定贡献、次新游戏持续发力、重磅新品陆续上线及非游戏业务协同增长，基于公司深厚研发实力、卓越长线运营能力，我们对公司长期发展保持乐观。预计公司 2026-2028 年每 ADS 对应盈利分别为 57.61/65.66/72.98 元，当前股价对应 PE 分别为 15.1/13.2/11.9 倍。综上，分别给予游戏、有道、云音乐业务对应 2026 年 20 倍 PE、5 倍 PS 及 5 倍 PS 估值，对应公司合理估值为 1,005 亿美元，因此给予公司 156.1 美元的目标价，有 21.6% 的上涨空间，维持“买入”评级。

| 人民币百万元       | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额          | 105,295 | 112,626 | 119,987 | 128,205 | 138,011 |
| 同比增长         | 1.77%   | 6.96%   | 6.54%   | 6.85%   | 7.65%   |
| 净利润          | 30,256  | 34,780  | 37,096  | 42,281  | 46,993  |
| 同比增长         | 3.06%   | 14.95%  | 6.66%   | 13.98%  | 11.14%  |
| 净利润率         | 28.73%  | 30.88%  | 30.92%  | 32.98%  | 34.05%  |
| 每 ADS 盈利 (元) | 47.75   | 54.01   | 57.61   | 65.66   | 72.98   |
| PE           | 18.2    | 16.1    | 15.1    | 13.2    | 11.9    |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 业绩稳中有进，运营效率凸显

2026 年第一季度公司实现总营业收入 306 亿元，同比增长 6.1%；归属于公司股东的 Non-GAAP 净利润高达 113 亿元，GAAP 净利润达 107 亿元，同比增 3.9%。分业务来看，公司整体呈现稳中有进的态势。公司游戏及相关增值服务作为绝对核心贡献 257 亿元，占比约 84%，同比增长 6.9%，《梦幻西游》系列表现强劲，端游同时在线人数突破 390 万创新高，《燕云十六声》海外版收入创历史新高，《第五人格》、《蛋仔派对》、《逆水寒》手游等经典游戏持续稳健。网易云音乐实现收入 20 亿元，同比增长 6.6%，成功重回增长轨道，业务毛利率达到 37.1%，同比小幅改善，用户粘性维持高位。网易有道收入 13 亿元，同比增长 3.8%，并且连续七个季度实现经营盈利，学习服务和智能硬件收入有波动，但 AI 订阅服务销售额破亿。创新及其他业务收入 15 亿元，同比下降 4.6%。整体而言，公司核心游戏业务能够稳健托底，同时新兴业务板块逐步发力，一季度整体毛利率创历史新高，主要得益于高毛利自研游戏占比提升、渠道分成成本下降，反映出公司的旗舰 IP 目前仍然长盛不衰，长线运营能力得到持续验证。核心游戏业务在高基数背景下仍实现稳健增长，盈利能力显著提升，展现了公司强大的长线运营能力和经营韧性。公司目前储备产品丰富，下半年有望迎来新一轮产品周期。

### ➤ 核心业务多点开花，游戏引擎稳健驱动多元发展

游戏业务作为公司基石，在 2026 年第一季度再次证明其造血能力，实现收入 257 亿元，同比增长 6.9%，增速超越公司整体营收水平。增长动力主要来源于三个维度。首先以《梦幻西游》《大话西游》为代表的旗舰 IP 通过精细化长线运营维持极高活跃度与付费意愿，春节及元宵活动深度融合传统文化元素，构筑了深厚品牌护城河。其次《逆水寒》手游版及《燕云十六声》等次新游戏形成强大梯队，后者凭借独特武侠题材与主机级品质在海外市场表现抢眼，成为本季度增量亮点。最后公司全球化布局已初见成效，公司在日本、加拿大、美国等地建立研发体系和运营团队，积极突破市场。另外网易《遗忘之海》PC 端于 7 月 9 日正式公测，移动端则定档 7 月 23 日。该游戏延续了 Joker 事业部在风格美术上的探索，采用了独特的木偶化美术风格。网易云音乐实现业绩反转，会员付费体系深化与社区生态差异化优势共同驱动收入重回增长通道，毛利率显著改善。网易有道连续七个季度盈利，AI 技术深度赋能产品线，“子曰”教育大模型重塑产品逻辑，标志着多元化战略正步入“质量型增长”新阶段。

### ➤ 产品精品化与全球化，构筑长期竞争壁垒

公司未来围绕“内容精品化”“技术创新驱动”和“市场全球化”三大轴心展开的业务战略。游戏业务通过国内存量市场精耕细作，发挥长线运营优势，将 IP 价值深度挖掘、GaaS 模式深化到公司发展策略，通过主动收缩新品数量，将资源集中于少数具有爆款潜质的产品，构建可持续的竞争壁垒。而面向增量市场，公司全球化战略已从早期“产品出海”进化至“全球化研发、全球化发行”的更高维度，《燕云十六声》海外成功验证了网易 3A 级产品开发能力与中华文化输出实力。在多元化业务层面，云音乐从“社区”向“商业”闭环演进，有道以 AI 驱动教育科技重塑，二者均从规模扩张转向质量型增长。在技术创新层面，公司全面拥抱 AI，AIGC 在游戏研发、运营分发及产品核心功能中的深度应用，有望带来效率革命与产品升级。

### ➤ 游戏储备丰富，全球化战略可期

展望未来，网易的增长潜力主要系于其丰厚且多元化的游戏产品储备。重点储备产品中，《漫威争锋》作为 6v6 英雄射击游戏，凭借漫威全球顶级 IP 优势与品类创新空间，有望成为网易下一款支柱级产品。《无限大》以都市题材开放世界 RPG 切入二次元赛道，展现极高技术水准。此外，产品储备覆盖女性向（《星绘友晴天》）、国风传统文化（《山海奇旅》）、海洋题材探索（《遗忘之海》）等细分赛道，体现了公司多元化布局思路。综合来看，公司现有旗舰产品的稳定贡献、次新游戏的持续发力、重磅新品的爆发潜力及非游戏业务的协同增长，基于公司深厚研发实力、卓越长线运营能力，我们对公司长期发展保持乐观。

表 1：互联网娱乐服务行业估值比较（20260714）

| 代码       | 证券名称 | 总市值<br>亿港元 | EPS（港元） |       |       | 市盈率PE |       |       | 市净率PB 市销率PS |         |
|----------|------|------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|---------|
|          |      |            | 2025    | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E | 2026TTM     | 2026TTM |
| 0700. HK | 腾讯控股 | 41,480.1   | 27.4    | 30.4  | 33.8  | 16.3  | 15.0  | 13.5  | 3.2         | 4.8     |
| TME. N   | 腾讯音乐 | 1,101.7    | 4.0     | 3.5   | 3.8   | 8.8   | 10.1  | 9.1   | 1.3         | 2.9     |
| 1024. HK | 快手-W | 1,901.5    | 4.8     | 3.8   | 4.3   | 9.2   | 11.7  | 10.2  | 2.0         | 1.2     |
| 1357. HK | 美图公司 | 183.0      | 0.1     | 0.3   | 0.4   | 30.2  | 13.3  | 10.2  | 2.9         | 4.3     |
| 2400. HK | 心动公司 | 206.4      | 3.5     | 4.7   | 5.6   | 11.3  | 9.0   | 7.5   | 4.9         | 3.2     |
| 0777. HK | 网龙   | 40.2       | 0.3     | 0.8   | 1.2   | 100.8 | 9.1   | 6.5   | 0.7         | 0.8     |
| 0799. HK | IGG  | 40.0       | 0.5     | 0.5   | 0.6   | 6.8   | 6.4   | 6.1   | 1.2         | 0.7     |

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> |          |          |          |          |          |
|                   | 2024A    | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
| 收入                | 105,295  | 112,626  | 119,987  | 128,205  | 138,011  |
| 成本                | (39,488) | (40,224) | (38,683) | (35,716) | (32,895) |
| 毛利                | 65,807   | 72,402   | 81,304   | 92,489   | 105,116  |
| 销售费用              | (14,148) | (14,620) | (15,838) | (16,923) | (22,082) |
| 管理费用              | (4,551)  | (4,228)  | (4,505)  | (4,813)  | (5,181)  |
| 研发费用              | (17,525) | (17,719) | (21,598) | (25,641) | (27,602) |
| 经营溢利              | 29,584   | 35,835   | 39,363   | 45,112   | 50,251   |
| 投资及其他             | 6,134    | 4,978    | 4,279    | 4,631    | 5,035    |
| 除税前溢利             | 35,718   | 40,812   | 43,643   | 49,742   | 55,285   |
| 所得税               | (5,461)  | (6,033)  | (6,546)  | (7,461)  | (8,293)  |
| 持续净利润             | 30,256   | 34,780   | 37,096   | 42,281   | 46,993   |
| 非持续利润             | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 总利润               | 30,256   | 34,780   | 37,096   | 42,281   | 46,993   |
| 增长                |          |          |          |          |          |
| 总收入(%)            | 1.8%     | 7.0%     | 6.5%     | 6.8%     | 7.6%     |
| 净利润(%)            | 3.1%     | 15.0%    | 6.7%     | 14.0%    | 11.1%    |

| 资产负债表             |         |         |         |         |         |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <百万元>,财务年度截至<十二月> |         |         |         |         |         |
|                   | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
| 物业,厂房及设备          | 8,520   | 8,520   | 8,722   | 9,092   | 9,663   |
| 土地使用权             | 4,172   | 4,172   | 4,172   | 4,172   | 4,172   |
| 定期存款              | 3,025   | 3,025   | 3,025   | 3,025   | 3,025   |
| 长期投资              | 25,290  | 23,422  | 23,904  | 23,904  | 23,480  |
| 其他固定资产            | 1,660   | 1,660   | 1,660   | 1,660   | 1,660   |
| 固定资产合计            | 42,667  | 40,800  | 41,483  | 41,854  | 42,000  |
| 应收账款              | 5,669   | 6,096   | 6,494   | 6,939   | 7,470   |
| 其它应收款项            | 6,417   | 6,900   | 6,636   | 6,127   | 5,643   |
| 存货                | 572     | 689     | 663     | 612     | 564     |
| 货币资金              | 51,383  | 47,168  | 91,081  | 141,591 | 198,078 |
| 存款                | 78,528  | 105,357 | 105,357 | 105,357 | 105,357 |
| 投资                | 10,756  | 14,406  | 14,406  | 14,406  | 14,406  |
| 流动资产合计            | 153,325 | 180,615 | 224,636 | 275,032 | 331,517 |
| 应付账款              | 721     | 721     | 693     | 640     | 589     |
| 其他应付款             | 7,442   | 7,442   | 7,748   | 8,090   | 8,498   |
| 递延收入              | 15,299  | 15,299  | 16,521  | 17,868  | 19,325  |
| 借款                | 11,805  | 11,805  | 11,805  | 11,805  | 11,805  |
| 其他流动负债            | 14,401  | 17,102  | 18,795  | 20,657  | 22,706  |
| 流动负债合计            | 49,668  | 52,369  | 55,562  | 59,060  | 62,923  |
| 递延税项负债            | 2,173   | 2,285   | 2,285   | 2,285   | 2,285   |
| 其他长期负债            | 1,657   | 1,657   | 1,657   | 1,657   | 1,657   |
| 长期负债合计            | 3,830   | 3,942   | 3,942   | 3,942   | 3,942   |
| 股东权益合计            | 142,494 | 165,104 | 206,615 | 253,883 | 306,651 |

| 财务分析     |       |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 盈利能力     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)   | 62.5% | 64.3% | 67.8% | 72.1% | 76.2% |
| 经营利润率(%) | 28.1% | 31.8% | 32.8% | 35.2% | 36.4% |
| 净利率(%)   | 28.7% | 30.9% | 30.9% | 33.0% | 34.0% |
| ROE      | 21.2% | 21.1% | 18.0% | 16.7% | 15.3% |
| 营运表现     |       |       |       |       |       |
| 费用/收入(%) | 34.4% | 32.5% | 35.0% | 37.0% | 39.8% |
| 实际税率(%)  | 18.5% | 16.8% | 16.6% | 16.5% | 16.5% |
| 应收账款天数   | 19    | 19    | 19    | 19    | 19    |
| 应付账款天数   | 7     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 财务状况     |       |       |       |       |       |
| 负债/权益    | 0.38  | 0.34  | 0.29  | 0.25  | 0.22  |
| 收入/总资产   | 0.54  | 0.51  | 0.45  | 0.40  | 0.37  |
| 总资产/权益   | 1.38  | 1.34  | 1.29  | 1.25  | 1.22  |

| 现金流量表             |          |          |         |         |         |
|-------------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| <百万元>,财务年度截至<十二月> |          |          |         |         |         |
|                   | 2024A    | 2025A    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
| 除税前收益             | 30,256   | 34,780   | 37,096  | 42,281  | 46,993  |
| 非现金调整             | 5,769    | 7,221    | 6,662   | 7,235   | 8,023   |
| 资本变动              | 3,652    | 8,721    | 3,086   | 3,613   | 3,865   |
| 非持续经营变动           | 0        | 0        | 0       | 0       | 0       |
| 经营活动现金流           | 39,677   | 50,722   | 46,844  | 53,128  | 58,880  |
| 购买固定资产            | (2,192)  | (2,007)  | (2,931) | (2,618) | (2,393) |
| 短期投资变动            | 1,932    | (10,939) | 0       | 0       | 0       |
| 其他投资活动            | 18,176   | (20,236) | 0       | 0       | 0       |
| 非持续经营流出           | 0        | 0        | 0       | 0       | 0       |
| 投资活动现金流           | 17,916   | (33,181) | (2,931) | (2,618) | (2,393) |
| 债务融资              | (27,472) | (19,624) | 0       | 0       | 0       |
| 资本融资              | 136      | (536)    | 0       | 0       | 0       |
| 融资活动现金流           | (27,336) | (20,160) | 0       | 0       | 0       |
| 现金变化              | 30,258   | (2,619)  | 43,913  | 50,511  | 56,487  |
| 期初持有现金            | 24,207   | 54,475   | 47,168  | 91,081  | 141,591 |
| 汇兑变化及出售           | 11       | (382)    | 0       | 0       | 0       |
| 期末持有现金            | 54,475   | 51,473   | 91,081  | 141,591 | 198,078 |



# 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>