

今日焦點:

► 網易 (9999 HK, 股價195.00港元, 市值6170億港元) 第四季收入疲軟但產品管線強勁

中國遊戲巨頭網易公佈2025年第四季度總淨收入為人民幣275億元（按年增長3% / 按季下跌2.8%），低於市場預期的人民幣288億元。儘管毛利率及營運開支比率有所改善，惟盈利表現受非經營項目拖累，主要為股權投資公允值變動及第四季較大的外匯虧損。

**遊戲及相關增值服務**第四季收入按年增長3.4%至人民幣219.7億元，收入佔比回落至80%。分部毛利率持續擴張至70.5%的歷史新高，貢獻整體毛利88%。期內，線上遊戲淨收入佔該分部96.8%；按季下跌主要反映比較基數較高，因上一季度受多元化的夏季活動密集推廣所提振。

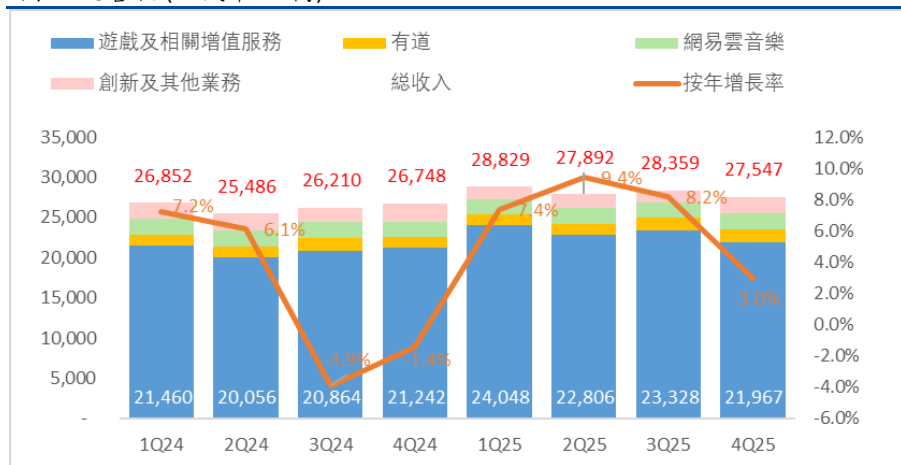
**有道（佔總收入6%）**：第四季淨收入為人民幣16億元，按季持平，按年增長16.8%，毛利率45.1%。按年增長主要受線上營銷及學習服務表現強勁帶動。

**網易雲音樂（佔總收入7%）**：第四季淨收入按年增長4.7%至人民幣19.7億元，毛利率為34.7%，結束連續四季按年收入下跌的趨勢，反映收入動力回穩。

**創新業務及其他（佔總收入7%）**：第四季淨收入按年下跌10.4%至人民幣20.4億元，毛利率39.6%，為連續第六季按年收入下跌，惟按季反彈42.3%（對比第三季人民幣14億元）。按季反彈主要受嚴選、廣告服務及其他業務貢獻增強所帶動，而按年跌幅則主要反映更高的分部間交易抵銷。

**毛利率維持韌性**：毛利率按季微升0.1個百分點至64.2%，連續第四季保持在64%以上，主要受收入分成減少及授權遊戲內容成本下降所帶動的收入成本降低支持。

圖 1: 總營收 (人民幣/百萬)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	27,266	0.3%	6.4%
中資企業指數	9,268	0.3%	4.0%
紅籌指數	4,432	0.6%	10.4%
滬深300指數	4,713	-0.2%	1.8%
上海A股	4,333	0.1%	5.0%
上海B股	266	0.4%	5.0%
深圳A股	2,820	-0.2%	6.5%
深圳B股	1,250	0.0%	-1.1%

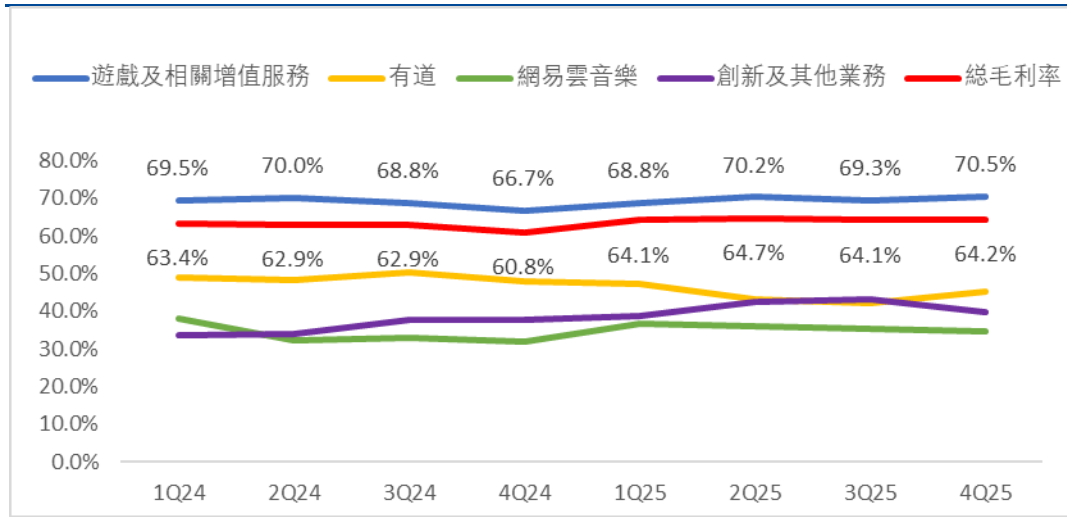
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	50,121	-0.1%	4.3%
標普500	6,941	-0.0%	1.4%
美國納斯達克指數	23,066	-0.2%	-0.8%
日經平均指數	57,703	0.1%	14.6%
英國富時指數	10,472	1.1%	5.4%
法國證券公會指數	8,313	-0.2%	2.0%
德國法蘭克福指數	24,856	-0.5%	1.5%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	5,084	1.2%	17.2%
銅價 (美元/盎司)	3,119	2.2%	22.6%
銀價 (美元/盎司)	84	4.3%	14.9%
原油 (美元/桶)	64	1.0%	13.1%
銅價 (美元/盎司)	13,166	-0.1%	6.0%
鋁價 (美元/盎司)	3,103	-0.7%	3.6%
鎳價 (美元/盎司)	2,136	2.3%	2.7%
鎘價 (美元/盎司)	3,406	0.9%	9.3%
小麥 (美分/蒲式耳)	537	1.6%	6.0%
玉米 (美分/蒲式耳)	427	-0.3%	-2.9%
糖 (美分/磅)	71	-3.5%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,139	1.3%	7.4%
PVC (美元/噸)	4,977	0.3%	9.2%
CRB 指數	310	-0.2%	3.0%
BDI		-0.7%	0.3%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	153.3	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	19.6	9.9	0.9
歐羅	1.2	9.3		181.9	1.1	8.2
日元	0.0	5.1	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.1	1.1	198.6		9.0
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.1	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	17	-5.3%

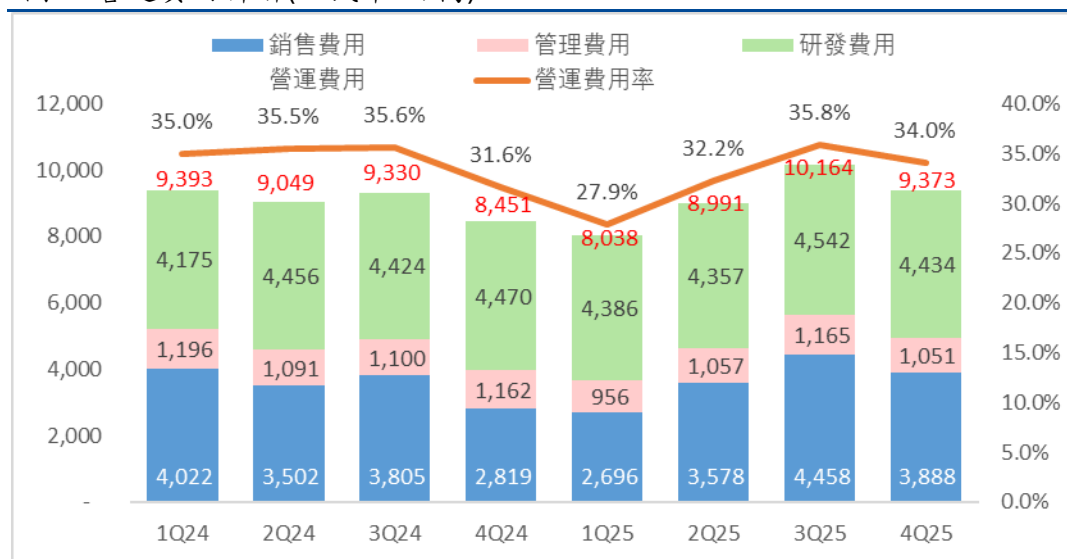
圖 2: 毛利率拆解



資料來源: 公司數據, 新華滙富

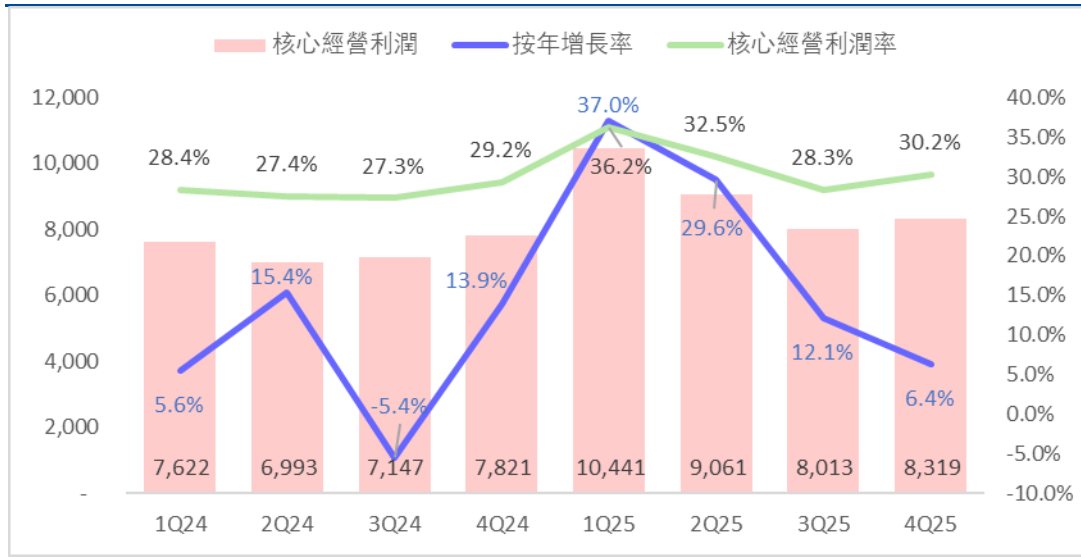
**營運開支槓桿, 盈利拖累:** 營運開支比率按季下降1.8個百分點至34.0%，主要由於一般及行政開支與研發開支減少，部分被線上遊戲推廣帶動的銷售及市場推廣開支增加所抵銷。核心營運利潤達人民幣83億元（按年+6.4% / 按季+3.8%），帶動核心營運利潤率升至30.2%（按年+1.0個百分點 / 按季+1.9個百分點）。然而，其他收入/支出轉弱，主要由於股權投資錄得人民幣17億元公允值虧損（主要為其持有的拼多多股份按市值計價虧損），加上較大的外匯淨虧損，拖累應佔淨利潤降至人民幣62億元（按年-28.8% / 按季-27.5%），淨利潤率按季下跌7.7個百分點至22.7%。

圖 3: 營運費用拆解(人民幣/百萬)



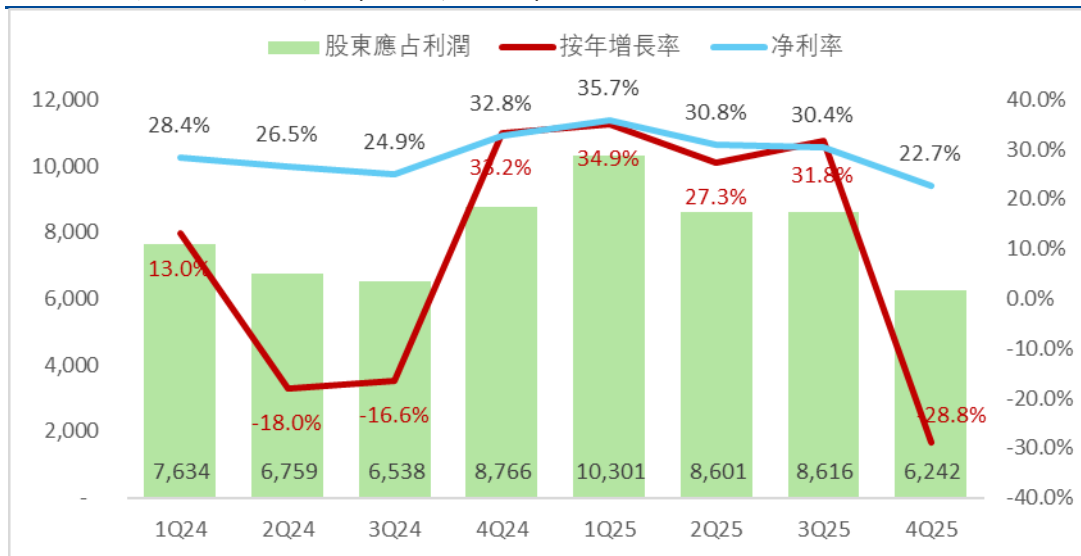
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 4: 核心經營利潤拆解 (人民幣/百萬)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 5: 股東應占利潤拆解 (人民幣/百萬)

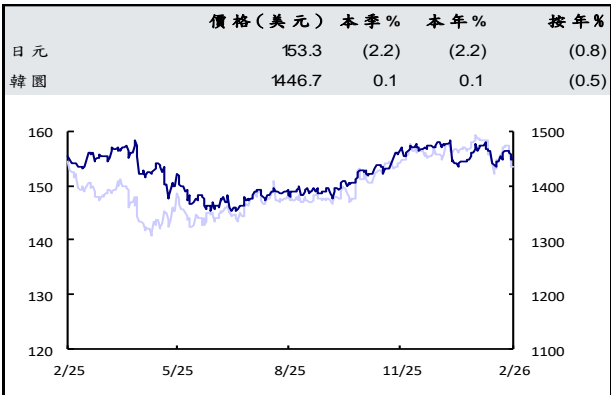
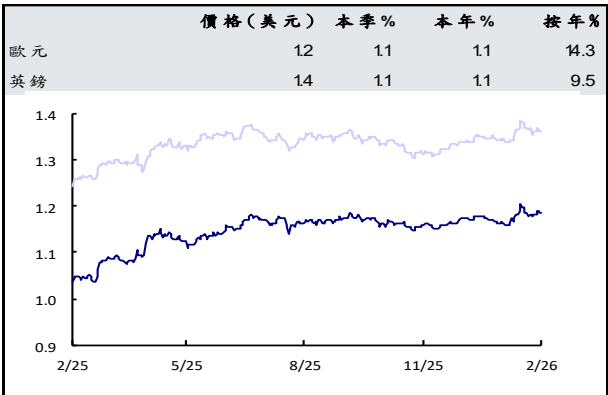
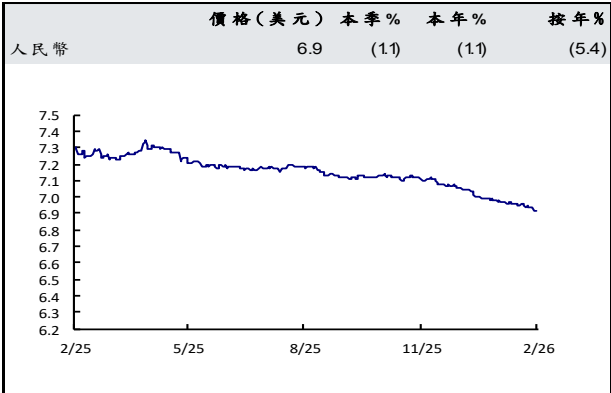
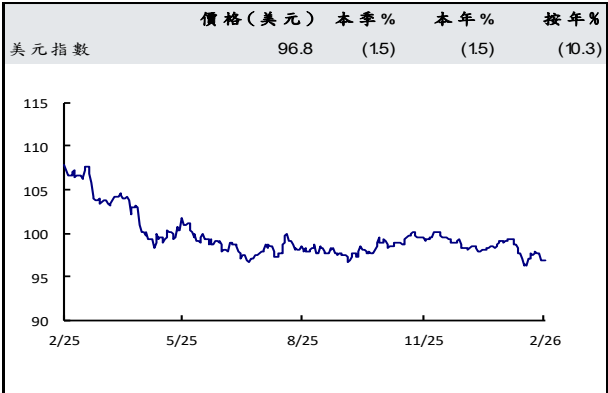
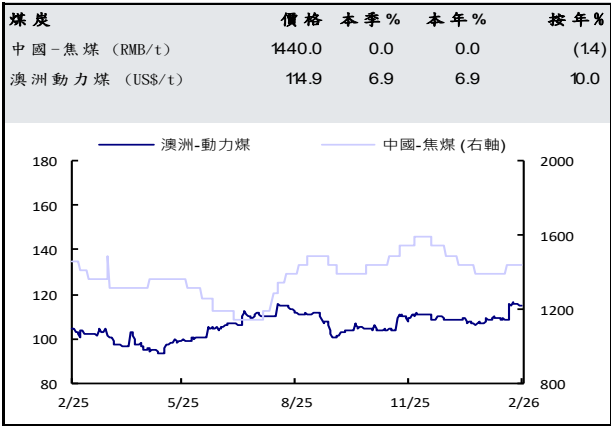
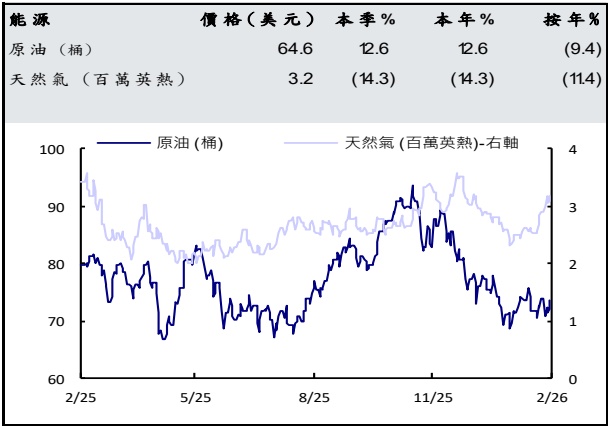
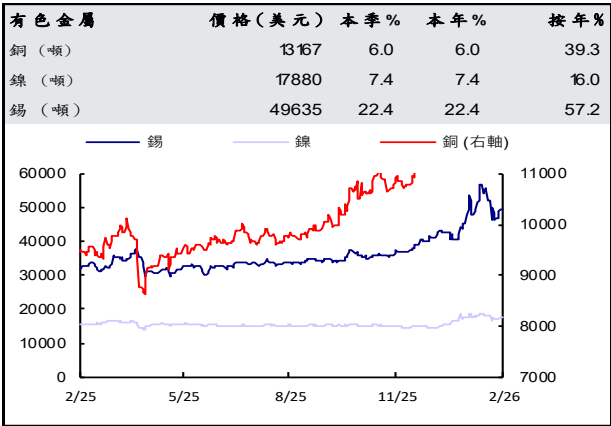
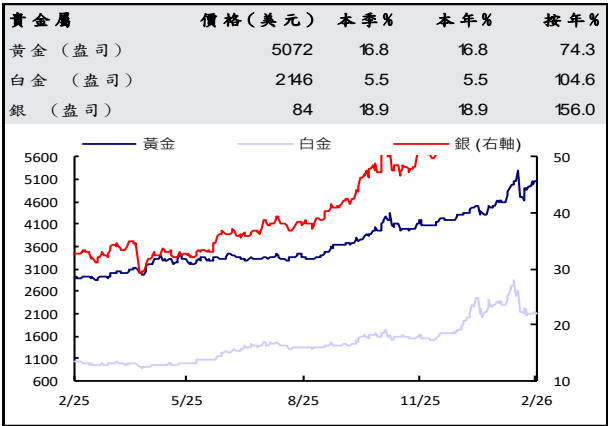


資料來源: 公司數據, 新華滙富

**我們的觀點：**第四季收入未達預期，主要由於高基數、新遊戲陣容較少及競爭加劇。儘管如此，遞延收入按年增長34%，提升短期變現能見度，主要受《Where Winds Meet》帶動。公司披露其分階段多平台上線累計玩家超過8,000萬，該遊戲在海外推出後曾短暫位列Steam全球暢銷榜第二位，顯示武俠內容在海外吸引力提升。

邁向2026年，《Sea of Remnants》及《ANANTA》預計將帶來新增長。管理層指引兩款遊戲均可達致數以十億人民幣計的年化收入運行率，且其差異化題材可減少與長青遊戲之間的蠶食效應。在製作方面，Google的Genie3及類似工具有望降低遊戲行業門檻，惟距離取代頂級遊戲工業化仍相距甚遠。網易表示其內部專注遊戲的AI已嵌入製作流程，帶來效率及成本效益。財務方面，公司淨現金達人民幣1,640億元，佔總資產約74%，提供充足彈藥支持新遊戲開發及全球發行。憑藉其長青IP實力及不斷改善的產品管線，我們對其中期增長持正面看法。公司目前對應2026年預測市盈率14倍。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
就業報告	月		26年2月11日
首次申請失業保險金人數	週		26年2月12日
成屋銷售量	月		26年2月12日
消費者物價指數	月		26年2月13日
耐久財訂單	月		26年2月18日
新屋開工與營建許可	月		26年2月18日
工業生產指數	月		26年2月18日
貿易收支	月		26年2月19日
批發庫存	月		26年2月19日
個人收入與支出	月		26年2月20日
國內生產毛額	季		26年2月20日
新屋銷售	月		26年2月20日
工廠訂單	月		26年2月23日
消費者信心指數	月		26年2月24日
生產者物價指數	月		26年2月27日
採購經理人指數	月		26年3月2日
零售業銷售額	月		26年3月2日
商業庫存	月		26年5月14日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		26年2月12日
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	季		26年3月7日
生產者物價指數	月		26年3月9日
消費者物價指數	月		26年3月9日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		26年2月20日
消費者物價指數	月		26年2月25日
國內生產毛額	季		26年2月25日
貿易收支	月		26年2月27日
M2貨幣供應量	月		26年2月27日
零售業銷售額	月		26年3月4日
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	月		26年3月6日
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
綜合利率	月		

滙富研究部		
<b>分析員</b> 王學宏 (Howard Wong) 李旭佳 (Alan Li)	<b>電郵</b> howard.wong@sunwahkingsway.com alan.li@sunwahkingsway.com	<b>電話</b> (852)22837307 (852)22837306

於前兩個交易日大股東所提交的披權益露通知

[illegible]

資料來源：香港交易所



免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港  
滙富金融服務有限公司  
香港金鐘道89號  
力寶中心1座7樓  
電話：852-2283-7000  
傳真：852-2877-2665

廣州  
廣東新華滙富商業保理有限公司  
廣州越秀區先烈中路69號  
東山廣場2701室  
郵編510095

越南  
新華滙富越南服務有限公司代表處  
SunwahTower,MezzanineFloor  
115NguyenHue  
District1  
HoChiMinhCity  
Vietnam