

网易 (NTES US)

《阴阳师》势头减弱，关注新游表现

- ❖ **1Q17 业绩超预期。**公司 1Q17 收入 136.4 亿元（人民币·下同），同比增长 72.3%，较市场预期高 14.6%；Non-GAAP 净利润为 43 亿元，同比增长 62.6%，较市场预期高 16.8%，主要受益于 4Q16 游戏递延收入的贡献。
- ❖ **《阴阳师》势头减弱，关注海外市场补充效应。**1Q17 游戏收入为 107.4 亿元，手游占比达 73.3% (vs. 4Q16 64.4%)；手游占比的提升及代理游戏结构优化（毛利低的代理游戏占比下降）带动 1Q17 游戏毛利率提升至 64% (vs. 4Q16 61%)。其中，《阴阳师》由于游戏竞争加剧、生命周期受限等因素月流水逐渐出现下滑。根据 Priori data 监测，1Q17 阴阳师 iOS 月流水月度环比下滑约 20%~30%，在 App Annie 中国区 iOS 畅销榜排名自 2 月开始势头减弱，至 4 月多次跌出 TOP10。考虑 1Q17 递延收入的环比下滑，预计对未来季度收入贡献仍有消极影响。而近期股价调整或正逐步消化该风险。此外，本季度《阴阳师》在日本发行（日本为全球 TOP3 游戏市场之一），iOS 畅销排名在 20~50 之间，预计将受益于海外市场的补充效应。
- ❖ **代理及 PC 游戏储备或释放惊喜。**1Q17 手游新品包括《镇魔曲》手游、《大话西游热血版》和《光明大陆》等，其中《光明大陆》iOS 排名维持在 30~40 名之间。代理自暴雪娱乐的 PC 游戏《守望先锋》和《魔兽世界》表现亮眼（1Q17 PC 游戏同比增长 31%），《炉石传说》季度 MAU 创下历史新高。而备受关注的沙盒游戏《我的世界》在 4 月结束小规模技术测试后，预计于 7 月上线，并采用免费游戏模式。虽然端游行业整体增速放缓，但精品游戏依旧存在较大市场空间（例如：大屏幕体验优势）。随着后期游戏储备的释放，或将有效抵消《阴阳师》的波动表现。
- ❖ **电商去季节效应，表现靓丽。**电商、邮件及其他收入同比增长 63.2%，受益于 1Q17 的促销运营和广告投放。其中，严选 ODM 电商模式有望迎合消费者品质化需求的提升，近期开通的港澳台地区配送亦将带动 GMV 的增长。考拉海购市场占比已高达 22%（参考艾瑞咨询数据），位居第一。考拉于 4 月初在欧洲招商会上宣布的 30 亿欧元的高品质商品采购计划，预计将进一步拉动消费需求，并扩大行业领先优势。
- ❖ **短期风险待释，关注未来新游表现。**近期《阴阳师》下滑及新游表现趋弱风险待消化，且 1Q17 递延收入的环比下滑将部分影响 2Q17 的表现。目前公司估值为 15x FY18 PE，尽管相对腾讯（700 HK，买入）已折让，但我们认为在精品新游上线前，短期估值仍存在回调压力。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万人民币)	11,712.8	22,802.9	38,178.8
调整后净利润(百万人民币)	4,756.6	6,738.9	11,626.5
调整后 EPADS (人民币)	36.3	51.0	87.9
EPADS 变动 (%)	6.4	40.4	72.4
市盈率(x)	17.0	23.1	17.0
市帐率(x)	3.4	5.3	5.2
股息率 (%)	41.1	21.8	25.2
权益收益率 (%)	21.7	25.5	34.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司

未评级

当前股价 US\$276.8

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	36,628
3 月平均流通量(百万美元)	311.2
5 周内股价高/低(美元)	309/140
总股本(百万)	132.6

资料来源：彭博

股东结构

New York Life	4.1%
Invesco	3.9%
Lazard	3.3%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.5%	-0.6%
3-月	8.3%	1.9%
6-月	10.8%	-0.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.ir.netease.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。