

## 網易 (NTES US)

### 等待新游梯度借力，短期風險待釋

- ❖ **2Q17 業績不及預期。**公司 2Q17 收入 133.8 億元（人民幣·下同），同比增長 49%，較市場預期高 3%，受益於電商、郵件及其他收入的超預期增長；Non-GAAP 淨利潤為 34.7 億元，同比增長 8%，較市場預期低 6%，歸因於部分遊戲勢頭減弱、毛利率遜色及銷售費用的上揚。
- ❖ **部分爆款遊戲勢頭減弱，遞延收入環比下滑風險待釋。**2Q17 遊戲收入為 94.3 億元，同比增長 46%，但環比下滑 12%（印證此前提及的遞延收入風險）；手游占比為 72.4%，略低於 1Q17 的 73.3%。我們認為遊戲在月流水及毛利率層面短期將依舊承壓，歸因於：1）部分爆款遊戲勢頭下滑。雖然《夢幻西游》及《倩女幽魂》流水表現強勁，但尚不足以抵消《陰陽師》及《大話西游》因遊戲競爭加劇等因素出現的流水波動。其中，《陰陽師》及《大話西游》在 App Annie 中國區 iOS 暢銷榜排名自 4 月至 8 月多次跌出 TOP10；2）遊戲結構分布變化（毛利低的手游占比上升）未能延續此前積極趨勢，拖累 2Q17 遊戲毛利率下滑至 63.1%（vs. 1Q17 63.9%，2Q16 66.2%）。3）考慮 2Q17 遞延收入的環比加速下滑，預計對未來季度收入貢獻仍有消極影響。
- ❖ **關注《我的世界》梯度借力及海外市場補充效應。**1）新游步伐放緩。《我的世界》PC 版已于 7 月上線，預計於 3Q17 推出手機版，有望成為代理遊戲增長新引擎；而計劃年底前上線的兩款日系 RPG 遊戲《魔法禁書》和《永遠的 7 日之都》，或將有效抵消原有部分爆款遊戲的波動表現。2）海外市場初見成效，但任重道遠。《陰陽師》韓國表現亮眼（下載排行榜 TOP1、暢銷排行榜 TOP4），管理層表示未來將有多款遊戲出海（基於市場適配性）；但應警惕海外市場推廣（尤其日本）帶來的淨利率稀釋風險。
- ❖ **電商加速增長，重心依舊為市場擴張。**電商、郵件及其他收入實現加速增長（2Q17 +69%YoY, vs. 1Q17+63%YoY），但毛利率環比下滑 3ppts 至 11%，歸因於品類組合中嚴選、考拉占比的擴大。未來電商重心依舊圍繞市場份額的擴張。看好消費升級、品質化需求提升下嚴選、考拉模式的發展前景，但跨境電商稅收、限額等政策變化壓力仍存。
- ❖ **等待新游梯度接力。**我們長期看好公司精品運營及研發實力，但短期競爭加劇下需等待下一爆款對其帶來的收入補充。部分遊戲流水波動風險待消化，毛利率或將持續承壓。目前公司估值為 16x FY18 PE，雖相對騰訊（700 HK）有較大折讓，但業績風險仍存，建議密切關注《我的世界》等新游表現。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬人民幣)	11,712.8	22,802.9	38,178.8
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	4,756.6	6,738.9	11,626.5
調整後 EPADS (人民幣)	36.3	51.0	87.9
EPADS 變動 (%)	6.4	40.4	72.4
市盈率 (x)	17.3	23.5	17.3
市帳率 (x)	3.5	5.4	5.3
股息率 (%)	41.1	21.8	25.2
權益收益率 (%)	21.7	25.5	34.4
淨財務槓桿率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司

#### 未評級

當前股價 US\$281.0

#### 黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

#### TMT 行業

市值(百萬美元)	36,879
3 月平均流通量 (百萬美元)	415.6
5 周內股價高/低 (美元)	338/199
總股本 (百萬)	132.6

資料來源：彭博

#### 股東結構

Blackrock	3.8%
Credit Agricole group	3.4%
Invesco	3.3%

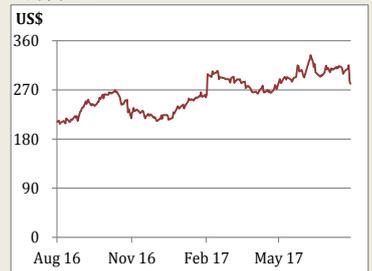
資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.6%	-10.4%
3-月	3.6%	-3.1%
6-月	9.1%	-4.3%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.ir.netease.com

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。