

網易 (NTES US)

《陰陽師》勢頭減弱，關注新游表現

- ❖ **1Q17 業績超预期。**公司 1Q17 收入 136.4 億元（人民幣·下同），同比增長 72.3%，較市場預期高 14.6%；Non-GAAP 淨利潤為 43 億元，同比增長 62.6%，較市場預期高 16.8%，主要受益于 4Q16 遊戲遞延收入的貢獻。
- ❖ **《陰陽師》勢頭減弱，關注海外市場補充效應。**1Q17 遊戲收入為 107.4 億元，手游占比達 73.3% (vs. 4Q16 64.4%)；手游占比的提升及代理遊戲的結構優化（毛利低的代理遊戲占比下降）帶動 1Q17 遊戲毛利率提升至 64% (vs. 4Q16 61%)。其中，《陰陽師》由于遊戲競爭加劇、生命周期受限等因素月流水逐漸出現下滑。根據 Priori data 監測，1Q17 陰陽師 iOS 月流水月度環比下滑約 20%~30%，在 App Annie 中國區 iOS 暢銷榜排名自 2 月開始勢頭減弱，至 4 月多次跌出 TOP10。考慮 1Q17 遞延收入的環比下滑，預計對未來季度收入貢獻仍有消極影響。而近期股價調整或正逐步消化該風險。此外，本季度《陰陽師》在日本發行（日本為全球 TOP3 遊戲市場之一），iOS 暢銷排名在 20~50 之間，預計將受益于海外市場的補充效應。
- ❖ **代理及 PC 遊戲儲備或釋放驚喜。**1Q17 手游新品包括《鎮魔曲》手游、《大話西游熱血版》和《光明大陸》等，其中《光明大陸》iOS 排名維持在 30~40 名之間。代理自暴雪娛樂的 PC 遊戲《守望先鋒》和《魔獸世界》表現亮眼（1Q17 PC 遊戲同比增長 31%），《爐石傳說》季度 MAU 創下歷史新高。而備受關注的沙盒遊戲《我的世界》在 4 月結束小規模技術測試後，預計于 7 月上線，並採用免費遊戲模式。雖然端游行業整體增速放緩，但精品遊戲依舊存在較大市場空間（例如：大屏幕體驗優勢）。隨著後期遊戲儲備的釋放，或將有效抵消《陰陽師》的波動表現。
- ❖ **電商去季節效應，表現靚麗。**電商、郵件及其他收入同比增長 63.2%，受益于 1Q17 的促銷運營和廣告投放。其中，嚴選 ODM 電商模式有望迎合消費者品質化需求的提升，近期開通的港澳臺地區配送亦將帶動 GMV 的增長。考拉海購市場占比已高達 22%（參考艾瑞諮詢數據），位居第一。考拉于 4 月初在歐洲招商會上宣布的 30 億歐元的高品質商品採購計劃，預計將進一步拉動消費需求，並擴大行業領先優勢。
- ❖ **短期風險待釋，關注未來新游表現。**近期《陰陽師》下滑及新游表現趨弱風險待消化，且 1Q17 遞延收入的環比下滑將部分影響 2Q17 的表現。目前公司估值為 15x FY18 PE，儘管相對騰訊（700 HK，買入）已折讓，但我們認為在精品新游上線前，短期估值仍存在回調壓力。

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)	17.0	23.1	17.0
市帳率 (x)	3.4	5.3	5.2
股息率 (%)	41.1	21.8	25.2
權益收益率 (%)	21.7	25.5	34.4
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司

未評級

當前股價 US\$276.8

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬美元)	36,628
3 月平均流通量(百萬美元)	311.2
5 周內股價高/低(美元)	309/140
總股本(百萬)	132.6

資料來源：彭博

股東結構

New York Life	4.1%
Invesco	3.9%
Lazard	3.3%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.5%	-0.6%
3-月	8.3%	1.9%
6-月	10.8%	-0.7%

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責任。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。接收本報告之行爲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。