

网易 (NTES US)

等待新游梯度借力，短期风险待释

- ❖ **2Q17 业绩不及预期。**公司 2Q17 收入 133.8 亿元（人民币·下同），同比增长 49%，较市场预期高 3%，受益于电商、邮件及其他收入的超预期增长；Non-GAAP 净利润为 34.7 亿元，同比增长 8%，较市场预期低 6%，归因于部分游戏势头减弱、毛利率逊色及销售费用的上扬。
- ❖ **部分爆款游戏势头减弱，递延收入环比下滑风险待释。**2Q17 游戏收入为 94.3 亿元，同比增长 46%，但环比下滑 12%（印证此前提及的递延收入风险）；手游占比为 72.4%，略低于 1Q17 的 73.3%。我们认为游戏在月流水及毛利率层面短期将依旧承压，归因于：1）部分爆款游戏势头下滑。虽然《梦幻西游》及《倩女幽魂》流水表现强劲，但尚不足以抵消《阴阳师》及《大话西游》因游戏竞争加剧等因素出现的流水波动。其中，《阴阳师》及《大话西游》在 App Annie 中国区 iOS 畅销榜排名自 4 月至 8 月多次跌出 TOP10；2）游戏结构分布变化（毛利低的手游占比上升）未能延续此前积极趋势，拖累 2Q17 游戏毛利率下滑至 63.1%（vs. 1Q17 63.9%，2Q16 66.2%）。3）考虑 2Q17 递延收入的环比加速下滑，预计对未来季度收入贡献仍有消极影响。
- ❖ **关注《我的世界》梯度借力及海外市场补充效应。**1）新游步伐放缓。《我的世界》PC 版已于 7 月上线，预计于 3Q17 推出手机版，有望成为代理游戏增长新引擎；而计划年底前上线的两款日系 RPG 游戏《魔法禁书》和《永远的 7 日之都》，或将有效抵消原有部分爆款游戏的波动表现。2）海外市场初见成效，但任重道远。《阴阳师》韩国表现亮眼（下载排行榜 TOP1、畅销排行榜 TOP4），管理层表示未来将有多款游戏出海（基于市场适配性）；但应警惕海外市场推广（尤其日本）带来的净利率稀释风险。
- ❖ **电商加速增长，重心依旧为市场扩张。**电商、邮件及其他收入实现加速增长（2Q17 +69%YoY, vs. 1Q17+63%YoY），但毛利率环比下滑 3ppts 至 11%，归因于品类组合中严选、考拉占比的扩大。未来电商重心依旧围绕市场份额的扩张。看好消费升级、品质化需求提升下严选、考拉模式的发展前景，但跨境电商税收、限额等政策变化压力仍存。
- ❖ **等待新游梯度接力。**我们长期看好公司精品运营及研发实力，但短期竞争加剧下需等待下一爆款对其带来的收入补充。部分游戏流水波动风险待消化，毛利率或将持续承压。目前公司估值为 16x FY18 PE，虽相对腾讯（700 HK）有较大折让，但业绩风险仍存，建议密切关注《我的世界》等新游表现。

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)	17.3	23.5	17.3
市帐率(x)	3.5	5.4	5.3
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\$281.0

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	36,879
3 月平均流通量(百万美元)	415.6
5 周内股价高/低(美元)	338/199
总股本(百万)	132.6

资料来源：彭博

股东结构

Blackrock	3.8%
Credit Agricole group	3.4%
Invesco	3.3%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.6%	-10.4%
3-月	3.6%	-3.1%
6-月	9.1%	-4.3%

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的分析员，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）没有在有关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。