

公司报告

网易 (NTES US)

传统游戏强劲, 新游戏带来额外增长

■ 18年三季度, 总收入同比增长35%至169亿元人民币, 与市场共识一致; 受到线上游戏同比增长28%和电商收入同比增长67%推动。由于研发和所得税费用上升, 非GAAP净利润同比下跌25%至23亿元人民币

■ 我们下调了18/19财年收入1%/3%, 下调非GAAP盈利3%/3%以反映手游业务不及我们预期、竞争加剧的电商领域、和更为高昂的研发费用。维持买入评级, 目标价292美元

短期内老游戏和海外游戏收入可为手游保驾护航

手游: 虽然游戏审批恢复时间仍然存在不确定性, 但手游收入保持稳健, 同比增长27%, 但环比下跌了6%, 得益于: 1) 新游戏神都夜行录在三季度末在中国iOS畅销游戏榜上排名前五; 2) 三季度海外游戏贡献占到游戏总收入的10%以上, 特别是荒野行动和第五人格。这两款游戏在日本均大受欢迎, 本季前者贡献了9亿元人民币以上的全球收入。**端游:** 由于逆水寒首次计入了完整的全季度表现, 以及其新推出了结婚和结拜系统等社交功能, 因此录得29%/30%的同比/环比增长。我们认为PC端游的加速是由于暑假学生放假可以有更多的时间玩硬核类MMO端游。未来, 管理层相信公司能够持续实现100亿元人民币或更高的季度游戏收入。我们认为由于公司的传统MMO游戏和海外游戏收入一并能够贡献大部分的手游收入, 而新游戏包括神都夜行录、明日之后(2个月贡献)和逆水寒在四季度均能贡献完整的季度收入, 因此公司的线上游戏收入应该能够轻松达到这一目标。此外, 根据我们的行业渠道调研, 我们预计游戏版号审批很可能在19年一季度末恢复, 因此游戏收入增长在一季度可能会稍微放缓, 等到游戏版号审批恢复和备受期待的暗黑破坏神手游及梦幻西游3D版推出后将重获增速。

由于利润率的抑制, 3季度电商业务同比稳健增加67%

18年3季度, 电商/广告/邮箱和其他业务占总收入的26%/4%/8%。电商的净收入为45亿元人民币, 从18年2季度的同比增长75%放缓至同比增长67%。电商的毛利率小幅下降至10% (相比18年2季度的10.1%及一年前的11.5%), 与管理层重申将电商毛利率维持在10%的水平以支持考拉和严选的发展一致。管理层还表示跨境电商将拥有更光明的前景, 因为政府在扩大进口方面持支持态度, 并将降低关税以刺激跨境电商业务。

由于竞争激烈和研发成本高企, 调整盈利和目标价

展望未来, 我们认为未来几个季度的收入和盈利增长将在很大程度上取决于: 1) 新上线游戏: 神都夜行录、明日之后和逆水寒的表现; 以及2) 游戏版号审批恢复时间。我们看好网易在游戏研发上的领先地位, 和其海外业务的潜力。维持买入评级。目标价为292美元, 基于游戏业务12倍19财年预测EV/EBIT, 广告服务11倍19财年预测EV/EBIT, 以及电商0.4倍19财年预测P/S。

盈利预测及估值

人民币百万元	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
营业额	38,179	54,100	67,073	79,762	92,039
同比增长 (%)	67.4	41.7	24.0	18.9	15.4
非 GAAP 净利润	12,861	12,711	8,648	9,620	10,731
同比增长 (%)	73.3	(1.2)	(32.0)	11.2	11.6
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	14.0	14.2	9.9	10.7	11.9
EV/EBITDA (x)	12.8	12.0	16.7	15.5	13.8
市盈率 (x)	16.5	16.3	23.4	21.5	19.5
ROE (%)	34.4	25.5	12.3	11.8	11.2

注: 收盘价截至2018年11月15日

资料来源: 彭博、公司资料、招商證券(香港)预测

马牧野 刘楠, CFA
+852 3189 6394 +852 3189 6117
mattma@cmschina.com.hk leoliu@cmschina.com.hk

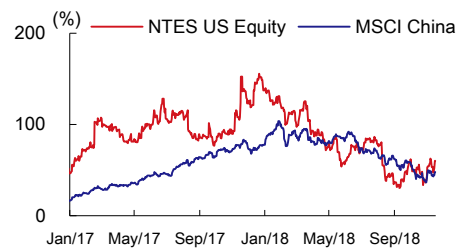
最新变动

盈利和目标价调整

买入

前次评级	买入
股价	US\$231
12个月目标价 (上涨空间)	US\$292 (26%)
前次目标价	US\$291

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
网易	2.7	-12.7	-28.5
CCMP指数	2.9	-21.2	-16.4

行业: TMT

恒生指数	26184
MSCI中国	72.7

重要数据

52周股价区间(美元)	185-377
市值(十亿美元)	32.3
日均成交量(百万股)	0.9
FY19E Non-GAAP diluted EPADS (US\$)	10.7

主要股东

Orbis Allan Gray Ltd	7.44%
Blackrock	3.56%
Lazard Ltd	2.61%

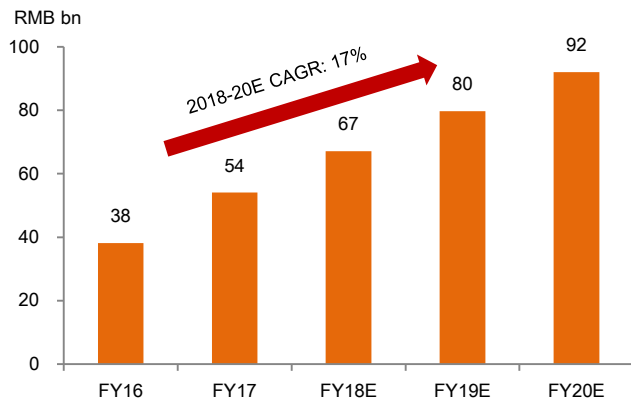
资料来源: Capital IQ、彭博、招商證券(香港)

相关报告

- 游戏行业: 大吉大利, 腾讯吃鸡 2018/9/27
- 网易 (NTES US) - 一季度盈利大幅低于预期, 等待重磅游戏 2018/05/18
- 网易 (NTES US) - 电商强劲带动四季度增长, 2018 年游戏储备稳固 2018/02/09
- 网易 (NTES US) - 四季度前瞻: 电商和手游推动业绩温和增长 (买入) 2018/1/24
- 网易 (NTES US) - 三季度如预期减弱, 游戏业务仍处过渡阶段 (买入) 2017/11/16
- 网易 (NTES US) - 预计三季度保持沉寂, 等待巨作 (买入) 2017/10/10
- 网易 (NTES US) - 17 年二季度好戏参半: 游戏弱、电商强, 如我们先前预期 (买入) 2017/08/10
- 网易 (NTES US) - 关注“我的世界”和新游戏推动 17 年下半年增长 (买入) 2017/07/10

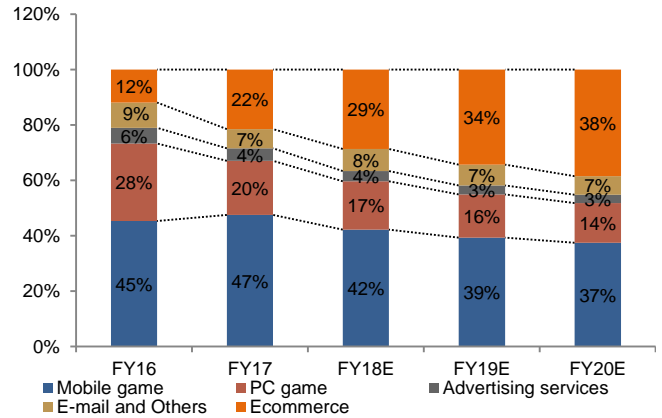
重点图表

图1: 总收入



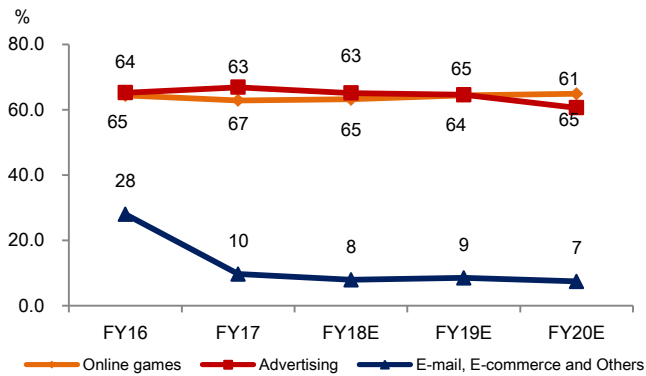
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 收入构成



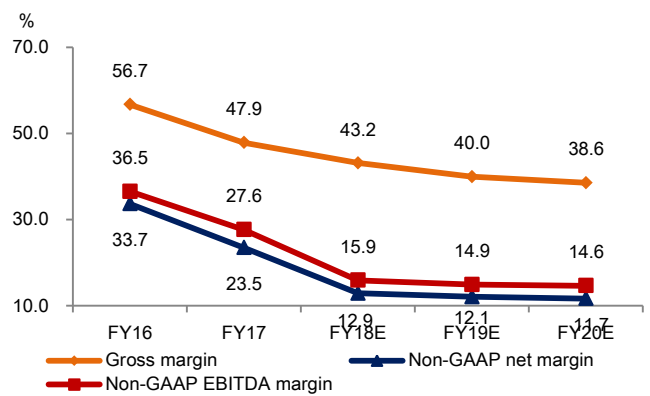
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 分部毛利率



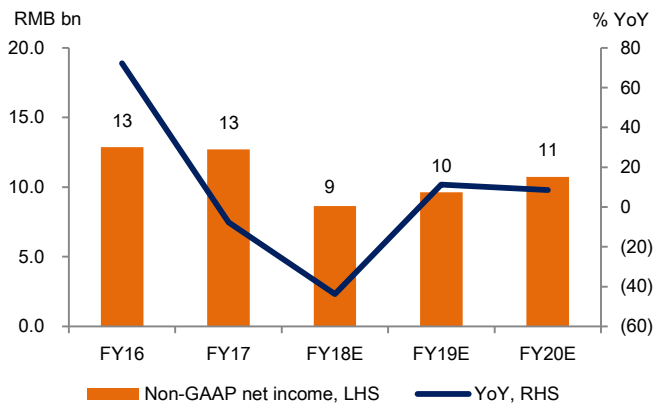
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 整体毛利率



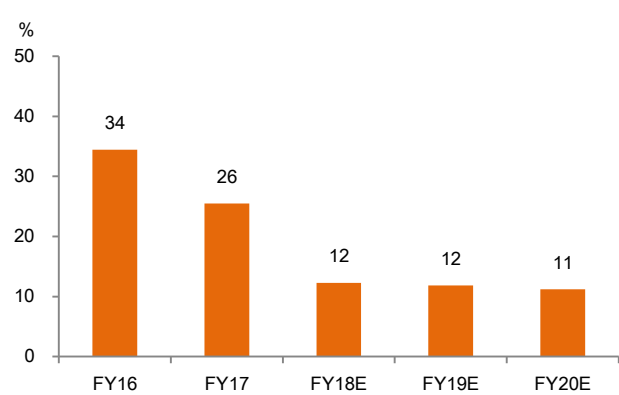
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图5: 非GAAP净利润



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图6: ROE



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
物业、厂房及设备	2,420	3,769	5,133	6,706	8,459
定期存款	19,911	30,703	26,122	21,913	17,250
现金及现金等价物	5,439	2,764	9,068	18,207	25,943
限制性现金	5,533	5,927	6,520	7,172	7,889
短期投资	11,582	9,743	10,506	11,348	12,281
预付款及其它流动资产	5,276	9,291	11,197	13,591	16,418
应收账款, 净额	4,251	3,620	3,585	5,076	5,244
其它	3,619	5,214	8,541	6,301	7,092
总资产	58,032	71,031	80,672	90,314	100,576
短期贷款	3,816	6,624	6,415	6,561	6,988
递延收入	7,531	6,238	6,928	7,242	7,421
应付负债和其它应付款项	3,219	4,692	6,390	6,490	6,906
应付账款	1,396	2,443	2,132	3,613	3,173
其它	3,606	3,985	4,260	4,809	5,410
总负债	19,569	23,982	26,125	28,715	29,898
		615	959	0	0
股东权益总额	38,191	45,732	52,635	60,578	69,583
少数股东权益	272	703	953	1,021	1,094
总权益	38,463	46,435	53,588	61,599	70,678

现金流量表

人民币百万元	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
经营活动现金流	15,488	11,889	10,243	8,950	9,444
净收入	11,793	10,849	6,278	6,773	7,353
折旧摊销	328	802	418	545	693
股份补偿成本	990	2,004	2,620	2,914	3,452
运营资金变动	2,640	(1,503)	480	(1,441)	(2,239)
其它	(263)	(263)	446	159	185
投资活动现金流	(14,002)	(13,249)	(2,243)	2,678	(409)
资本开支及无形资产购买	(1,136)	(1,843)	(1,782)	(2,118)	(2,447)
短期投资净变动	(6,264)	2,229	(764)	(842)	(933)
定期存款净变动	(3,990)	(11,555)	4,582	4,209	4,663
其它	(2,613)	(2,081)	(4,280)	1,429	(1,693)
融资活动现金流	(2,251)	(1,303)	(1,696)	(2,490)	(1,299)
借款	0	0	(208)	146	427
股息	(2,546)	(3,258)	(1,832)	(1,676)	(1,726)
其它	296	1,955	344	(959)	0
净现金流	(632)	(2,675)	6,304	9,138	7,736

注: 收盘价截止2018年11月15日

资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

利润表

人民币百万元	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
净收入	38,179	54,100	67,073	79,762	92,039
营业成本	(16,515)	(28,189)	(38,122)	(47,876)	(56,551)
毛利润	21,664	25,911	28,951	31,885	35,489
销售和营销费用	(4,482)	(6,958)	(9,830)	(10,302)	(11,510)
一般管理和行政费用	(1,506)	(2,430)	(3,243)	(3,317)	(3,649)
研发费用	(3,047)	(4,371)	(8,241)	(9,849)	(11,004)
总营业费用	(9,035)	(13,759)	(21,315)	(23,468)	(26,163)
营业利润	12,629	12,152	7,636	8,417	9,326
投资收入, 净额	200	362	45	278	288
利息收入	542	668	696	624	554
其它, 净额	524	(172)	266	357	336
税前收入	13,895	13,010	8,643	9,676	10,504
所得税	(2,102)	(2,162)	(2,366)	(2,903)	(3,151)
少数股东权益	188	141	250	68	74
净收入	11,605	10,707	6,028	6,706	7,279
非GAAP净收入	12,861	12,711	8,648	9,620	10,731

主要财务比率

	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
年成长率					
营业收入净额	67	42	24	19	15
毛利润	62	20	12	10	11
经营利润	74	(4)	(37)	10	11
非 GAAP 净利润	73	(1)	(32)	11	12
非 GAAP 摊薄每股盈利	73	(1)	(31)	12	12
主要比率					
ROE	34.4	25.5	12.3	11.8	11.2
毛利率	56.7	47.9	43.2	40.0	38.6
经营利润率	33.1	22.5	11.4	10.6	10.1
非 GAAP 净利润率	33.7	23.5	12.9	12.1	11.7
股息支付率	24.9	24.9	25.0	25.0	23.7
每股资料 and 估值 (人民币)					
非 GAAP 基本每股盈利	98.0	96.6	66.8	74.9	83.6
非 GAAP 摊薄每股盈利	97.2	95.8	66.4	74.5	83.1
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	14.0	14.2	9.9	10.7	11.9
每股净资产	291	348	410	472	542
每股股息	22.0	20.2	13.0	13.1	13.4
估值					
EV/EBITDA	12.8	12.0	16.7	15.5	13.8
市盈率(x)	16.5	16.3	23.4	21.5	19.5
市净率(x)	5.5	4.3	3.9	3.4	3.0
股息率(%)	1.37	1.34	0.81	0.81	0.83

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828