

持有

2018年11月20日

新遊戲表現良好，出海初見成效

- **三季度財報摘要：**淨收入 169 億元，同比增長 35%，超過彭博一致預期的 167 億元。遊戲、電商、廣告、郵箱及其他業務的收入占比分別為 61%、27%、4%和 8%。歸屬於公司的淨利潤為 16 億元，去年同期為 25 億元。Non-GAAP 歸屬於公司的淨利潤為 23 億元，去年同期為 30 億元。
- **遊戲業務：**遊戲收入 103 億元，同比增長 28%，連續三個季度實現環比增長。遞延收入 74 億元，環比增長 16%，占 TTM 遊戲收入的比重為 19.82%，環比提升 1.63 個百分點。網易在移動遊戲的市場份額為 20%，環比下降 3 個百分點。受益於《荒野行動》在日本市場的成功，本季度海外遊戲收入占遊戲收入的比重超過 10%，環比提升約 5 個百分點。公司未來將繼續拓展海外市場，預計 2019 年與暴雪聯合推出手游《暗黑破壞神：不朽》，並進行全球發行。考慮到公司推出的《神都夜行錄》《明日之後》等新遊戲表現良好，已有頭部遊戲穩定，我們預計 Q4 的遊戲收入將保持目前增速。
- **電商業務：**電商收入 45 億元，同比增長 67%。毛利率 10%，同比下降 1.5 個百分點，環比持平。公司目前的重點仍然在擴大電商業務的規模，短期內利潤率不會有明顯的提升，電商業務仍將拖累公司的盈利表現。
- **盈利預測：**2018-2020 年，淨收入為 669、826 和 977 億元，CAGR 為 21%。淨利潤為 58、63 和 77 億元，CAGR 15%。
- **下調目標價至 246.75 美元，下調至持有評級：**採用分部估值法，目標價為 246.75 美元，對應 2019 年 PE 為 24 倍，對比當前股價仍有 5.78% 的上升空間，下調至持有評級。
- **風險因素：**電商業務競爭加劇、遊戲斷檔、人民幣貶值。

李倩

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

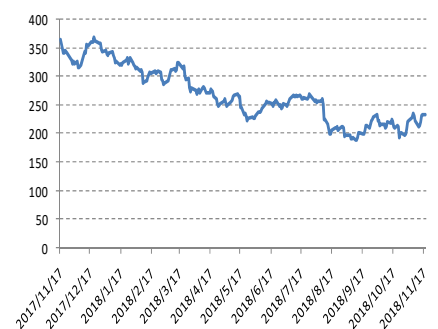
行業	TMT
股價	233.28 美元
目標價	246.75 美元 (+5.78%)
股票代碼	NTES US
總股數	1.29 億 ADS (32.25 億股)
市值	306.36 億美元
52 周高/低	376.43 美元/184.60 美元
每 ADS 帳面值	48.12 美元
主要股東	丁磊 44.30% Orbis Allan Gray 7.44% Blackrock 3.56%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	16年历史	17年历史	18年预测	19年预测	20年预测
总营业收入 (百万美元)	5,454	7,729	9,564	11,807	13,961
变动	67.43%	41.71%	23.74%	23.45%	18.24%
Non-GAAP净利润 (百万美元)	1,799	1,816	1,192	1,344	1,604
Non-GAAP每ADS盈利 (美元)	13.6	13.7	9.2	10.3	12.2
变动	69.65%	0.68%	-32.53%	11.87%	18.45%
基于233.28美元的市盈率 (估)	17.2	17.0	25.3	22.6	19.1
每股派息 (美元)	2.7	3.5	1.7	1.6	1.6
股息现价比	1.18%	1.50%	0.71%	0.71%	0.70%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

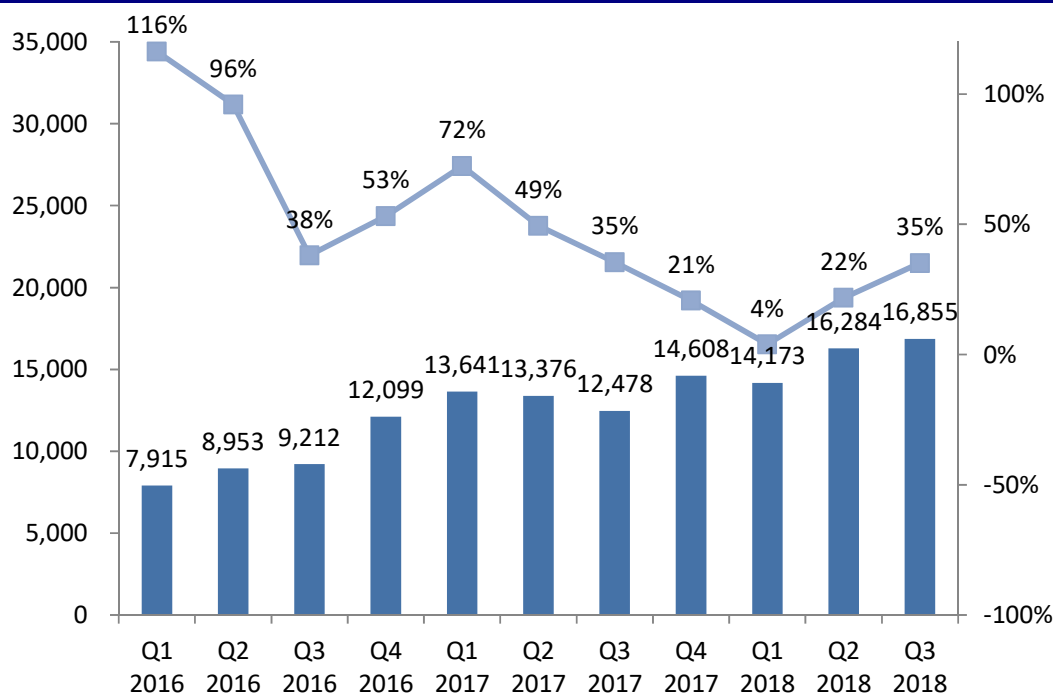
業績摘要

2018年三季度業績

淨收入超預期

淨收入為169億元，同比增長35.1%，超過彭博一致預測的167億元。

圖表1：2015 Q1-2018 Q3 淨收入及增速（單位：百萬元）

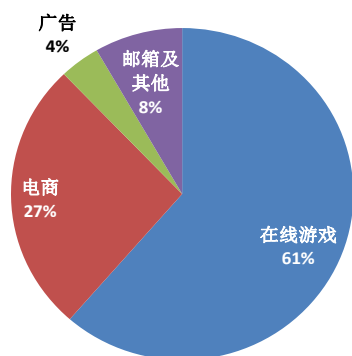


資料來源：公司資料，第一上海

遊戲、電商、廣告、郵箱及其他業務的收入占比分別為61%、27%、4%和8%

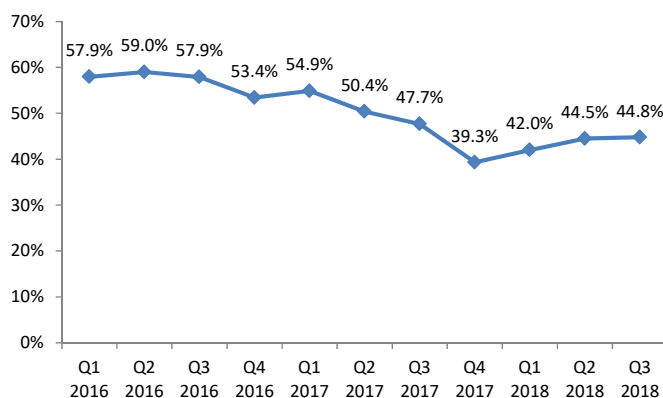
線上遊戲業務淨收入103億元，同比增長27.6%。其中，移動端遊戲收入占比68%，去年同期為68.3%。電商業務淨收入45億元，同比增長67.2%。廣告業務淨收入6.442億元，同比增長2%。廣告收入主要來自於汽車、房地產和互聯網服務行業。郵箱及其他業務淨收入14億元，同比增長31.5%。遊戲、電商、廣告、郵箱及其他業務的收入占比分別為61%、27%、4%和8%。

圖表2：2018 Q3 公司收入與結構



資料來源：公司資料，第一上海

圖表3：2016 Q1-2018 Q3 毛利率



資料來源：公司資料，第一上海

毛利率 44.8%，連續 3 個季度環比提升

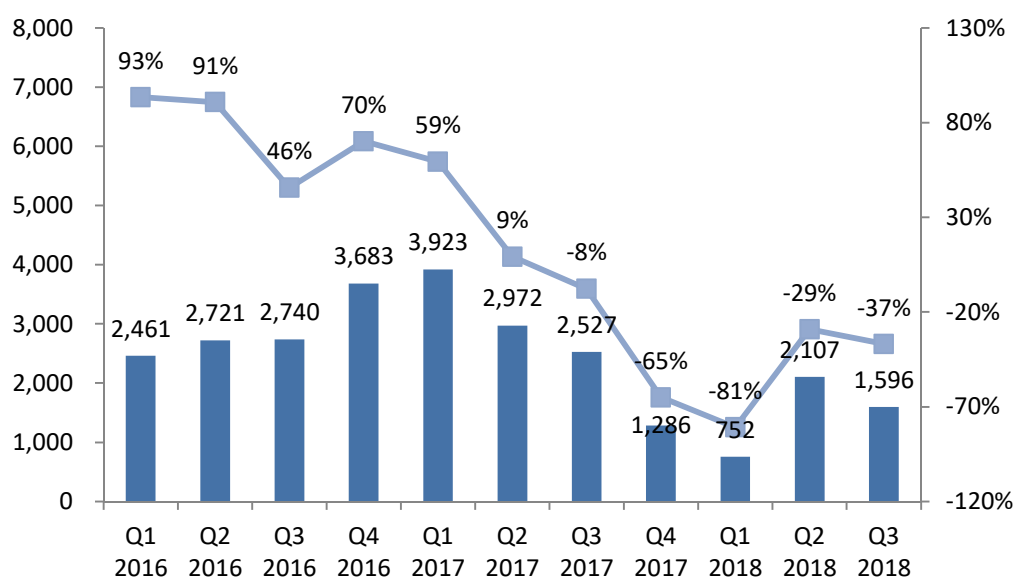
毛利 75 億元，同比增長 26.9%。毛利率 44.8%，去年同期為 47.7%，連續 3 個季度環比提升。其中，線上遊戲業務的毛利率為 65.1%，電商業務毛利率 10%，廣告業務毛利率為 63.6%，郵箱及其他業務毛利率-3.3%。

運營費用合計 54 億元，同比增長 60.1%。其中，包含在銷售費用中的物流成本為 3.855 億元，去年同期為 2.948 億元。

歸屬於公司的淨利潤為 16 億元，Non-GAAP 歸屬於公司的淨利潤 23 億元，均符合彭博一致預測

歸屬於公司的淨利潤為 16 億元，去年同期為 25 億元，符合彭博一致預測的 16 億元。Non-GAAP 歸屬於公司的淨利潤 23 億元，去年同期為 30 億元，符合彭博一致預測的 22.74 億元。攤薄後每 ADS 收益為 1.80 美元，Non-GAAP 攤薄後每 ADS 收益為 2.55 美元。

圖表 4：2016 Q1-2018 Q3 淨利潤及增速（百萬元）



資料來源：公司資料，第一上海

經營活動產生的淨現金流為 36 億元，去年同期為 17 億元，上季度為 20 億元

截至 2018 年 9 月 30 日，公司共有現金及其等價物、銀行存款和短期投資 426 億元。本季度，經營活動產生的淨現金流為 36 億元，去年同期為 17 億元，上季度為 20 億元。

其他事項

董事會批准了三季度每 ADS 0.45 美元的股息；宣佈新的不超過 12 個月、上限為 10 億美元的股份回購計畫

董事會批准了三季度每 ADS 0.45 美元的股息，預計於 2018 年 12 月 7 日派發。

公司於 2017 年 11 月 15 日宣佈了一項不超過 12 個月、上限為 10 億美元的股份回購計畫，並與 2018 年 6 月 11 日宣佈增加回購計畫的上限至 20 億美元。截至 2018 年 9 月 30 日，公司在該項計畫下共回購了 450 萬 ADS，花費約 11.68 億美元。

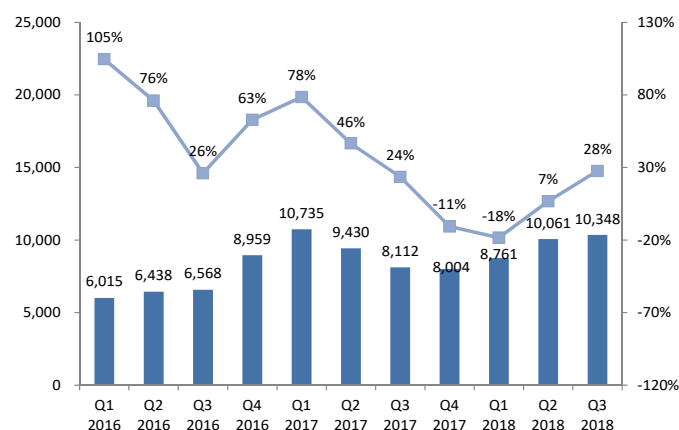
公司於 2018 年 11 月 15 日宣佈新的不超過 12 個月、上限為 10 億美元的股份回購計畫，與 2018 年 11 月 16 日起生效。

業績點評

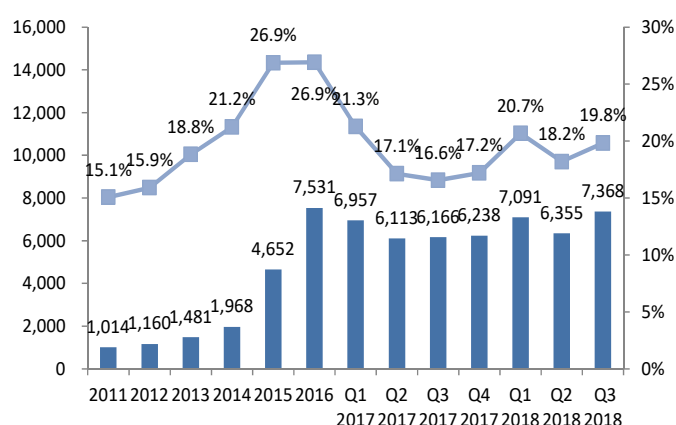
遊戲業務

遊戲收入同比增長 28%，環遊遊戲收入 103 億元，同比增長 28%，增速加快，環比連續三個季度實現增長。比連續三個季度實現增長

圖表 5：遊戲收入及同比增速（百萬元）



圖表 6：遞延收入占 TTM 遊戲收入比重（百萬元）



資料來源：公司資料，第一上海

資料來源：公司資料，第一上海

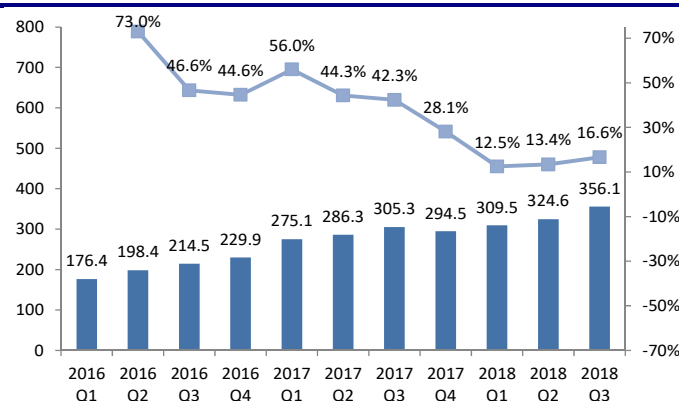
遞延收入 74 億元，環比增長 16%

遞延收入 74 億元，環比增長 16%，占 TTM 遊戲收入的比重為 19.82%，環比提升 1.63 個百分點。

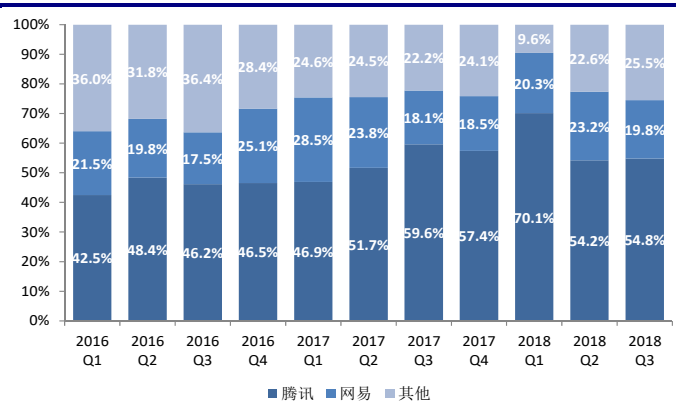
網易在移動遊戲的市場份額為 20%，環比下降 3 個百分點

2018 年三季度，中國移動遊戲市場的實際銷售收入為 356.1 億元，同比增長 16.6%，環比增長 9.7%，有所回升。網易三季度移動遊戲占遊戲收入比重為 68%，收入為 70 億元，同比增長 27%，環比下降 6%。網易在移動遊戲的市場份額為 20%，環比下降 3 個百分點。

圖表 7：中國移動遊戲實際銷售收入（億元）



圖表 8：2016 Q1-2018 Q3 網易移動遊戲市場份額



資料來源：遊戲工委，第一上海整理

資料來源：遊戲工委，公司資料，騰訊財報，第一上海

海外遊戲收入占遊戲收入的比重超過 10%，環比提升約 5 個百分點

受益于《荒野行動》在日本市場的成功，本季度海外遊戲收入占遊戲收入的比重超過 10%，環比提升約 5 個百分點。根據 SensorTower 資料，《荒野行動》連續 5 個月位居中國手游海外收入第一名，其三季度收入為 1.35 億美元，折合人民幣約 9.37 億元，換算平均月流水為 3.12 億。

公司未來將繼續拓展海外市場，預計 2019 年與暴雪聯合推出手游《暗黑破壞神：不朽》，並進行全球發行。

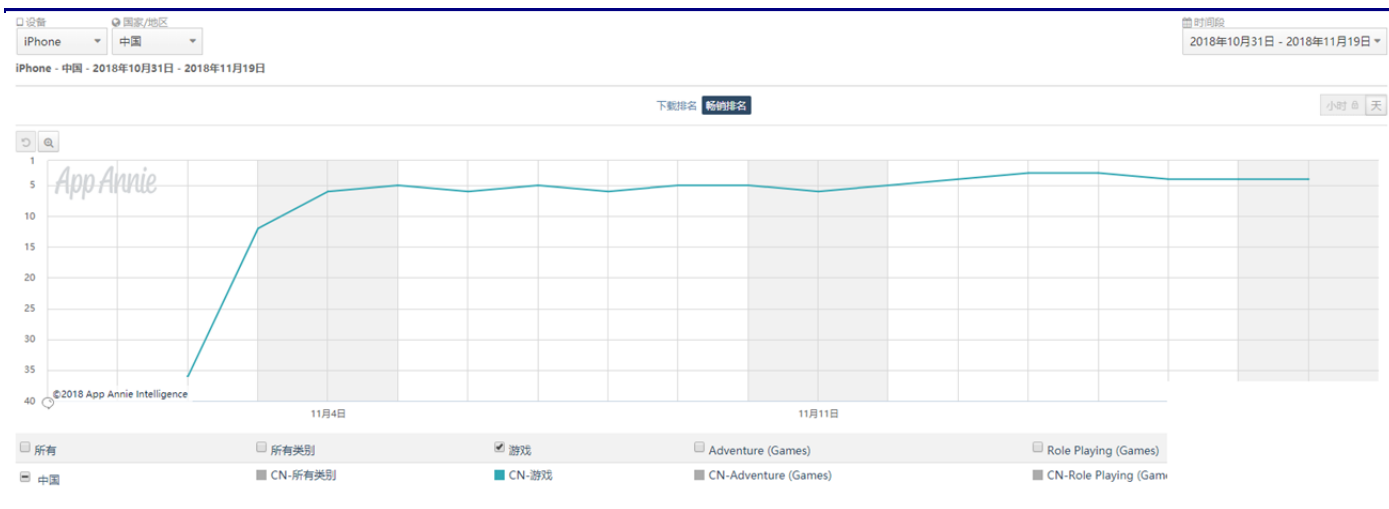
公司新推出的遊戲表現良好。《神都夜行錄》9 月 18 日上線，最高到達暢銷榜第二，近期表現出現波動。《明日之後》10 月 31 日上線，目前位居下載榜第一，暢銷榜第四。

圖表 9: 《神都夜行錄》iOS 暢銷榜排名



資料來源: APPAnnie

圖表 10: 《明日之後》iOS 暢銷榜排名



資料來源: APPAnnie

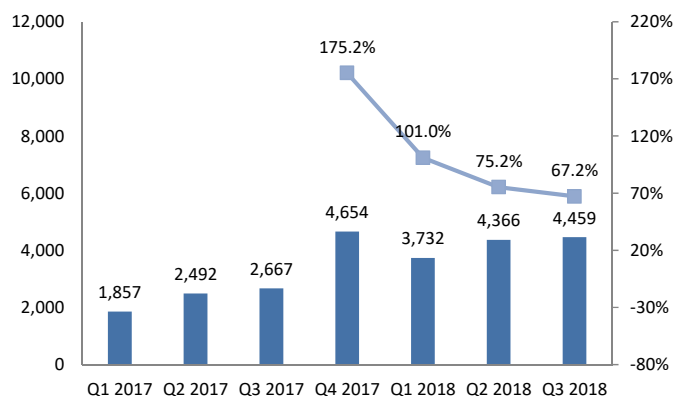
預計 Q4 的遊戲收入將保持目前的增速水準。考慮到公司推出的《神都夜行錄》《明日之後》等新遊戲表現良好，已有頭部遊戲穩定，我們預計 Q4 的遊戲收入將保持目前的增速水準。

電商業務

電商收入同比增長 67%

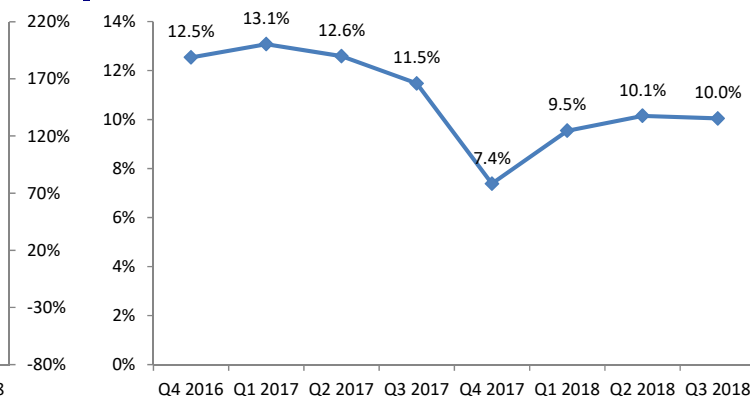
電商收入 45 億元，同比增長 67%，環比增長 2%，收入占比 27%。

圖表 11: 2017Q1-2018Q3 電商業務收入 (億元)



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 12: 電商業務毛利率



資料來源：公司資料，第一上海

重點在擴大電商業務的規模，短期利潤率不會有明顯提升，仍將拖累盈利表現

電商業務的毛利率 10%，同比下降 1.5 個百分點，環比下降 0.1 個百分點。公司目前的重點仍然在擴大電商業務的規模，短期內利潤率不會有明顯的提升，電商業務仍將拖累公司的盈利表現。

盈利預測

2018-2020 年，淨收入為 669、826 和 977 億元，CAGR 為 21%

我們預測，2018-2020 年，公司的淨收入為 669、826 和 977 億元，同比分別增長 24%、23% 和 18%，CAGR 為 21%。淨利潤為 58、63 和 77 億元，同比分別增長 46%、8% 和 22%，CAGR 為 15%。

圖表 13: 2016 年-2020 年網易的盈利及預測

百万CNY	FY 2016	FY 2017	FY 2018E	FY 2019E	FY 2020E
净收入					
在线游戏	27,980	36,282	39,601	45,881	50,903
电商	4,542	11,670	19,504	27,728	37,010
广告	2,152	2,409	2,493	2,618	2,749
邮箱及其他	3,504	3,741	5,350	6,420	7,062
净收入	38,179	54,102	66,948	82,647	97,724
毛利	21,664	25,913	28,041	33,295	38,080
营业利润	12,629	12,154	7,019	7,757	9,740
净利润	11,605	10,708	5,820	6,310	7,699

資料來源：公司資料，第一上海預測

估值：目標價 246.75 美元，下調至持有評級

DCF 估值: 238.34 美元

根據 DCF 估值法，假設 WACC 為 12.5%，長期增長率 1%，美元兌人民幣匯率為 7，求得公司的合理股價為 238.34 美元。

圖表 14: DCF 估值模型

折現年限	高速成長期					穩定成長期					永續期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假設	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
(百萬美元)											
自由現金流增長率		-8.3%	29.2%	15.0%	10.0%	8.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%
自由現金流量	6,617	6,070	7,844	9,020	9,922	10,716	11,252	11,702	12,053	12,294	12,417
折合至2018年的現金流量	6,617	5,396	6,198	6,335	6,194	5,947	5,550	5,131	4,698	4,259	121,471
永續期折現值											109,054

WACC	12.50%
長期增長率	1.0%

現金流折現	177,796
減：淨金融負債	-38,744
減：少數股東權益+合夥人權益	1,318
股本價值	215,222
股本數量（預期）	129
人民幣匯率	7.00
DCF法之每ADS價值（人民幣）	1,668.39
DCF法之每ADS價值（美元）	238.34

資料來源：第一上海預測

分部估值法：246.75 美元

分部估值法，假設美元兌人民幣匯率為 7，遊戲和廣告業務採用 PE 法，電商業務考慮到前景的不確定性給予估值 0。網易雲音樂此輪融資 6 億美元後，投後估值達到 35 億美元，但是考慮到雲音樂仍然處於虧損狀態，我們只給予雲音樂 6 億美元募資金額的現金估值。給予整體 80% 的折扣，得出合理股價為 246.75 美元。

圖表 15: 分部估值模型

以百萬CNY計除每股	淨收入	淨利潤	估值乘數	估值
在线游戏业务	39,601	11,880	18.00	213,845
广告服务业务	2,493	873	20.00	17,452
电商业务	19,504		0.00	0
网易云音乐				4,200
淨現金				43,027
合計				278,524
估值折扣				80%
股本數量（預期）				129
人民幣匯率				7.00
每ADS價值（人民幣）				1727.28
每ADS價值（美元）				246.75

資料來源：第一上海預測

目標價 246.75 美元，持有評級

我們採用分部估值法的價格 246.75 美元，對應 2019 年 PE 為 24 倍，對比當前股價仍有 5.78% 的上升空間，下調至持有評級。

風險因素

電商業務競爭加劇

考拉轉型綜合電商，將會和淘寶、京東等產生正面競爭。隨著宏觀經濟增速放緩，電商領域的流量爭奪更加激烈。

遊戲斷檔風險

今年國產手遊審批暫停，公司豐富的 Pipeline 是否能如期推出存在不確定性，推出後能否產生爆款遊戲以維持收入的增長也有待市場檢驗。

人民幣貶值風險

近期美元兌人民幣匯率持續上升，而公司的收入來自於中國。若未來人民幣貶值的趨勢無法遏制，將會負面影響公司的美元股價表現。

主要財務報表

損益表						財務能力分析					
單位：百萬元人民幣，財務年度：12月31日											
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
	實際	實際	預測	預測	預測	盈利能力	實際	實際	預測	預測	預測
主營業務收入	38,179	54,102	66,948	82,647	97,724	毛利率(%)	56.7%	47.9%	41.9%	40.3%	39.0%
- 主營業務收入成本	-16,515	-28,189	-38,907	-49,352	-59,644	EBITDA 利率(%)	33.9%	23.9%	11.3%	10.3%	11.0%
毛利	21,664	25,913	28,041	33,295	38,080	淨利率(%)	30.9%	20.1%	9.0%	7.9%	8.1%
營業開支	-9,035	-13,759	-21,022	-25,538	-28,340	Non-GAAP 淨利率	33.7%	23.5%	12.5%	11.4%	11.5%
- 行政管理費用	-1,506	-2,430	-3,280	-4,050	-4,398	營運表現					
- 市場營銷費用	-4,482	-6,958	-10,042	-12,397	-13,681	行政管理費用/收入(%)	-3.9%	-4.5%	-4.9%	-4.9%	-4.5%
- 研究和開發開支	-3,047	-4,371	-7,699	-9,091	-10,261	市場營銷費用/收入(%)	-11.7%	-12.9%	-15.0%	-15.0%	-14.0%
營業利潤	12,629	12,154	7,019	7,757	9,740	研究和開發費用/收入(%)	-8.0%	-8.1%	-11.5%	-11.0%	-10.5%
- 利息收入	542	667	667	667	667	實際稅率(%)	-15.1%	-16.6%	-28.0%	-28.0%	-28.0%
- 營業外損淨額	725	190	639	639	639	股息支付率(%)					
稅前利潤	13,895	13,012	8,326	9,064	11,047	應收賬款天數	23.2	24.9	24.9	25.0	24.0
- 所得稅支出	-2,102	-2,162	-2,331	-2,538	-3,093	應付賬款天數	32.8	26.6	23.9	22.0	21.0
淨利潤	11,793	10,849	5,994	6,526	7,954	財務狀況					
普通股股東所得淨利潤	11,605	10,708	5,820	6,310	7,699	總負債/總資產	33.7%	33.8%	44.1%	52.2%	57.3%
						收入/淨資產	99.3%	115.0%	151.9%	195.9%	231.7%
折舊與攤銷	328	802	554	761	1,009	經營性現金流/收入	40.6%	22.0%	13.0%	10.3%	11.1%
EBITDA	12,956	12,956	7,574	8,518	10,749	稅前盈利對利息倍數	25.6	19.5	12.5	13.6	16.6
主營業務增長(%)	67%	42%	24%	23%	18%						
EBITDA 增長率(%)	74%	0%	-42%	12%	26%						
資產負債表						現金流量表					
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
	實際	實際	預測	預測	預測		實際	實際	預測	預測	預測
+ 現金與現金等同	5,439	2,764	4,215	5,118	7,795	+ 淨利潤	11,793	10,849	5,994	6,526	7,954
+ 短期投資	34,416	46,273	50,273	54,273	58,273	+ 折舊、攤銷	328	802	554	761	1,009
+ 應收賬款與票據	4,251	3,620	5,148	4,815	6,430	+ 其他調整	727	1,741	2,523	3,095	3,527
+ 其他流動資產	5,276	9,291	8,574	11,768	11,878	+ 非現金運營資本變動	2,640	-1,503	-388	-1,832	-1,671
總計流動資產	49,383	61,948	68,210	75,974	84,376	經營活動現金流量	15,488	11,889	8,684	8,550	10,819
+ 總固定資產	3,823	N.A	7,611	10,090	13,065	+ 固定及無形資產變動	-1,136	-1,843	-2,066	-2,479	-2,975
- 累計折舊	-1,403	N.A	-2,330	-3,091	-4,100	+ 短期投資淨變動	-6,550	-8,430	-4,000	-4,000	-4,000
+ 淨固定資產	2,420	3,769	5,281	6,999	8,966	+ 收購與剝離淨現金	-364	-236	0	0	0
+ 總計土地使用 - 淨值	589	593	593	593	593	+ 其他投資活動	-6,202	-3,091	0	0	0
+ 長期投資	1,970	2,685	2,685	2,685	2,685	投資活動現金	-14,002	-13,249	-6,066	-6,479	-6,975
+ 其他長期資產	3,670	2,036	2,036	2,036	2,036	+ 已付股利	-2,546	-3,258	-1,500	-1,500	-1,500
總計長期資產	8,648	9,084	10,595	12,314	14,280	+ 短期債務	1,495	3,105	10,333	10,333	10,333
總資產	58,032	71,031	78,805	88,288	98,656	+ 股本回購	-1,199	-2,062	-10,000	-10,000	-10,000
+ 應付賬款	1,396	2,443	2,866	3,895	3,949	+ 其他融資活動	0	912	0	0	0
+ 短期借款	3,816	6,624	16,957	27,290	37,623	融資所得現金	-2,251	-1,303	-1,167	-1,167	-1,167
+ 遞延收入	7,531	6,238	6,238	6,238	6,238	現金淨增減	-632	-2,675	1,451	904	2,677
+ 其他短期負債	6,433	8,446	8,446	8,446	8,446	期初現金	6,071	5,439	2,764	4,215	5,118
總計流動負債	19,176	23,750	34,507	45,869	56,256	期末現金	5,439	2,764	4,215	5,118	7,795
總長期負債	392	231	231	231	231						
總負債	19,569	23,982	34,738	46,100	56,488						
總股東權益	38,463	46,435	43,452	41,573	41,554						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。