

网易

预计 3 季度收入好于预期，但利润率面临压力

业绩预览 中文摘要

维持推荐

股票代码	NTES.US
评级	推荐
最新收盘价	美元 144.53
目标价	美元 170.00
主营行业	互联网

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

预计 3 季度业绩在《梦幻西游》和《大话西游》推动下好于预期

我们预计，在《梦幻西游》和《大话西游》的出色表现推动下，网易 2015 年 3 季度实现收入 67 亿元，同比增长 101%，环比增长 38%，高于市场一致预期 12%；非 GAAP 下净利润预计 19 亿元，超出市场一致预期 18.7%，同比与环比分别增长 60%和 28%。

关注要点

我们预计网易 3 季度移动端游戏收入将达到 30 亿元，主要推动因素包括：（1）《梦幻西游》2 季度递延收入 12 亿元在 3 季度得到确认；（2）《梦幻西游》3 季度确认收入 13 亿元，递延收入 12 亿元；（3）《大话西游》3 季度确认收入 1 亿元，递延收入 2 亿元；我们预计在良好季节性因素和新款游戏《天谕》推动下电脑端游戏业务季度环比增长 3%。

网易跨境电子商务业务考拉 3 季度成交总额有望达到 3.50 亿元，而费用支出得到控制，预计经营性亏损限制在 10%。

但是，我们预计净利润率面临压力，2015 年 4 季度后更是如此，主要原因包括：（1）《梦幻西游》2 季度递延成本 5 亿元左右将在 3 季度确认；（2）网易在《大话西游》收入分成模式中处于劣势；（3）2015 年 3 季度以及未来一段时间新款游戏将产生额外的销售与营销费用。我们预计 2015 年 3 季度净利润率下降 2.4 个百分点，至 32.4%，全年净利润率与 2014 年相比下降 11 个百分点。

估值与建议

维持推荐评级与 170 美元目标价。我们预计网易短期将受益于出色的业绩表现和被纳入 MSCI 中国指数。假设入 MSCI 中国指数 4%的市值即 324 亿美元由被动型基金持有。我们估计网易在指数中的权重从今年 11 月份开始 0.58%左右（明年 5 月份上升至 1.16%左右），据此计算网易被纳入 MSCI 中国指数在 11 月份引发的净资金流入大约为 1.98 亿美元，相当于其三个月日均成交额 1.047 亿美元的 1.9 倍。不过，投资者需警惕现有移动端游戏业务面临的风险（虽然《大话西游》似乎已经企稳，但《梦幻西游》7 月份达到顶点）以及潜在项目更新（《X 天下》、《倩女幽魂》和《掠夺者》）。

风险

《梦幻西游》和《大话西游》移动端竞争加剧。

本报告是原出版于 2015 年 11 月 3 日英文报告 NetEase: Revenue to beat on FWJ/WWJ, margin under pressure 的翻译摘要。

吴越，CFA

分析师
natalie.wu@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080515100002
SFC CE Ref: BDI411

陈昊飞

分析师
haofei.chen@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511030015
SFC CE Ref: AJD676



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	9,196	11,713	21,436	26,573	营业收入	12.1%	27.4%	83.0%	24.0%
营业成本	-2,479	-3,262	-8,547	-11,504	营业利润	17.3%	9.5%	34.3%	10.9%
销售管理费用	-1,443	-2,363	-4,119	-5,049	EBITDA	14.4%	9.5%	37.7%	12.5%
研发费用	-922	-1,323	-2,370	-2,923	净利润	22.2%	7.4%	29.2%	9.2%
其他	0	0	0	0	Non-GAAP 净利润	23.8%	7.8%	37.1%	11.0%
营业利润	4,352	4,765	6,401	7,098	盈利能力				
财务费用	506	602	679	747	毛利率	73.0%	72.2%	60.1%	56.7%
其他利润	117	92	73	73	营业利润率	47.3%	40.7%	29.9%	26.7%
利润总额	4,975	5,458	7,153	7,917	EBITDA 利润率	49.0%	42.2%	31.7%	28.8%
所得税	531	663	988	1,188	净利率	48.3%	40.7%	28.8%	25.3%
净利润	4,444	4,771	6,164	6,730	Non-GAAP 净利率	51.6%	43.7%	32.7%	29.3%
少数股东损益	-1	-25	0	0	偿债能力				
非通用准则净利润	4,750	5,120	7,018	7,788	流动比率	5.39	4.10	4.03	4.30
EBITDA	4,511	4,940	6,804	7,658	速动比率	5.39	4.10	4.03	4.30
资产负债表					现金比率	4.78	3.43	3.37	3.63
货币资金	20,221	23,147	29,672	36,141	资产负债率	17.8%	22.6%	23.1%	21.7%
应收账款及票据	403	873	1,162	1,449	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
存货	0	0	0	0	回报率分析				
其他流动资产	2,175	3,713	4,626	5,210	总资产收益率	21.7%	18.7%	20.4%	18.3%
流动资产合计	22,798	27,733	35,460	42,800	净资产收益率	26.6%	23.5%	26.5%	23.7%
固定资产及在建工程	872	1,281	1,755	2,281	每股指标				
无形资产及其他长期资产	11	78	78	78	每股净利润 (元)	33.86	36.36	46.98	51.29
非流动资产合计	1,749	2,622	3,096	3,622	非通用准则每股净利润 (元)	36.20	39.02	53.49	59.36
资产合计	24,546	30,355	38,556	46,423	每股净资产 (元)	153.70	178.01	224.90	276.10
短期借款	976	2,050	2,050	2,050	每股销售额 (元)	70.08	89.26	163.37	202.51
应付账款	0	0	0	0	每股经营现金流 (元)	39.90	44.76	56.48	57.65
其他流动负债	3,258	4,707	6,755	7,903	估值分析				
流动负债合计	4,233	6,756	8,805	9,953	市盈率	25.8	24.7	19.8	18.3
长期借款	0	0	0	0	非通用准则市盈率	24.2	23.0	17.4	15.8
非流动负债合计	145	106	106	106	市净率	5.7	5.0	4.1	3.4
负债合计	4,378	6,863	8,911	10,060	EV/EBITDA	21.2	19.5	13.9	11.6
少数股东权益	-77	-32	-32	-32	股息收益率	0.7%	1.7%	1.3%	1.4%
股东权益合计	20,168	23,358	29,511	36,229					
负债及股东权益合计	24,546	30,221	38,422	46,289					
现金流量表									
税前利润	4,975	5,458	7,153	7,917					
折旧和摊销	158	174	403	560					
营运资本变动	-287	-559	846	277					
其他	389	800	-990	-1,189					
经营活动现金流	5,236	5,873	7,411	7,564					
资本开支	-220	-551	-875	-1,085					
其他	-5,233	-3,969	0	0					
投资活动现金流	-5,453	-4,520	-875	-1,085					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	1,006	1,071	0	0					
其他	-919	-1,850	0	0					
筹资活动现金流	87	-778	0	0					
汇率变动对现金的影响	-2	-11	-11	-11					
现金净增加额	-132	563	6,525	6,468					

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司简介

网易成立于 1997 年 6 月, 是一家中国领先的互联网公司, 经营的主要业务包括: 网络游戏、门户网站、邮箱、有道词典、易信等。网易是目前中国最大的网络游戏研发商和运营商之一, 游戏业务是网易目前收入和利润的主要来源, 其运营的游戏包括自主研发的《大话西游》系列, 《梦幻西游》系列, 《倩女幽魂》, 《天下 3》等, 以及代理游戏《魔兽世界》, 《星际争霸》, 《炉石传说》等。网易门户是中国最大的四大门户之一, 其运营的 163 和 126 邮箱也是中国用户群体最大的邮箱之一。网易于 2000 年在美国纳斯达克上市。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

翻译：卢伟

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

