

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

网易 (NTES US)

双喜临门

- 阿里巴巴 (BABA US; 买入; 目标价218美元) 收购了考拉, 并通过领投网易云音乐和网易形成战略合作伙伴关系
- 合作为双方带来共赢, 并具有更深层的战略意义
- 看好网易重新定位的战略前景以及考拉分拆带来的利润率提升; 维持买入评级, 目标价295美元目前在审视中

阿里巴巴在跨境电商称王, 网易云音乐估值翻倍

9月5日, 阿里巴巴宣布以约20亿美元收购网易考拉, 并与云峰基金在网易云音乐新一轮融资中做了7亿美元的投资。这两笔交易标志着两家公司的合作加深。根据易观数据, 天猫国际和考拉为中国前两大跨境电商, 截至19年二季度分别占有33%及25%的市场份额。因此, 收购考拉将令阿里巴巴在约4000亿元人民币的跨境电商盘子里独占鳌头, 并占有约为60%的市场份额。作为回报, 网易也能剥离该亏损业务, 从而提升公司整体的盈利能力。另一方面, 7亿美元是网易云音乐迄今为止获得的最大一笔投资。此后, 网易将继续作为云音乐的控股股东。假设阿里巴巴占股10%, 云音乐的估值将增长至70亿美元左右, 相比在百度 (BIDU US; 未评级) 于18年四季度投资后的35亿美元估值翻了一倍。

形成战略合作伙伴关系能限制竞争对手, 并提升两家公司的核心业务

我们认为在这两笔交易的背后, 这次合作对阿里巴巴和网易都具有更深层次的战略意义。对于阿里巴巴而言, 这两项交易的目的在于: 1) 压制拼多多 (PDD US; 未评级) 的跨境电商发展, 并削弱腾讯 (700 HK; 买入; 目标价392港元) 在大文娱领域的优势, 2) 将云音乐超过8亿的用户流量导流到其电商平台, 以及3) 整合考拉自营业务上的优势, 特别是其商户资源和供应链能力, 以推动阿里电商的海外扩张。就网易而言, 将能: 1) 得到更多资本用于投资其创新业务, 特别是树立有道的品牌知名度, 以及为云音乐购入更多的独家音乐版权, 2) 利用阿里巴巴的资源来增强云音乐的变现能力, 及3) 剥离长期持续亏损并不具盈利希望的考拉。

剥离考拉会带来极大的上升空间

我们认为这两笔交易主要对网易的财务有以下两点影响: 1) 考虑到约30亿美元的额外现金收益, 以及剥离掉的考拉的价值, 将为公司带来约20亿美元的估值提振; 2) 可以将公司毛利率于2020年同比提升5-7个百分点, 主要源于低毛利的电商业务 (19年上半年毛利率为10.6%) 的收入占比将从19年上半年的27%下降到2020年的~7%。由于目前公司没有公布太多关于这次交易的细节, 我们现阶段不会调整对公司的预测。我们仍然维持买入评级, 此前的目标价295美元还在审视当中。我们的目标价对应21倍的19财年预测市盈率。网易当前的估值为20倍19财年预测市盈率。

盈利预测及估值

人民币百万元	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
营业额	54,100	67,156	76,825	85,473	92,196
同比增长 (%)	41.7	24.1	14.4	11.3	7.9
非 GAAP 净利润	12,711	8,682	12,726	12,021	12,177
同比增长 (%)	(1.2)	(31.7)	46.6	(5.5)	1.3
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	14.2	9.9	14.0	13.1	13.2
EV/EBITDA (x)	13.8	16.4	12.8	13.7	16.0
市盈率(x)	19.6	28.1	19.9	21.3	21.1
ROE (%)	25.5	13.5	20.3	15.4	13.1

注: 收盘价截至2019年9月6日; 资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

马牧野 刘楠, CFA
+852 3189 6394 +852 3189 6117
mattma@cmschina.com.hk leoliu@cmschina.com.hk
黄耀林
+852 3189 6176
calvinngyl@cmschina.com.hk

最新变动

目标价在审视中

买入

前次评级	买入
股价	US\$279
12个月目标价 (上涨空间)	US\$295 (+6%)
前次目标价	US\$295

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
NTES US	15.3	23.9	45.8
CCMP 指数	1.8	9.4	2.5

行业: TMT

恒生指数	26691
MSCI中国	78

重要数据

52周股价区间(美元)	185-290
市值(十亿美元)	35.7
日均成交量(百万股)	0.9
19财年预测非GAAP摊薄每股盈利(美元)	14.0

主要股东

丁磊	45.5%
Orbis IM Ltd. and Orbis AM Ltd.	7.8%
自由流通量	46.7%

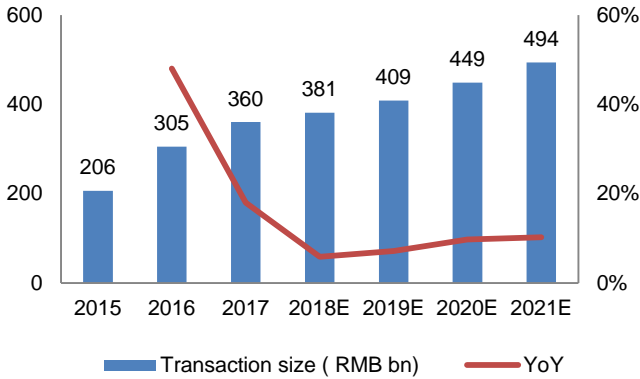
资料来源: 万得、彭博、招商证券(香港)研究

相关报告

1. 网易(NTES US) - 收入放缓, 盈利能力增强 2019/08/08
2. 行业报告: 中国互联网 - 投资者交流会反馈 2019/06/27
3. 行业报告: 游戏出海市场大乱斗 2019/06/20
4. 中国互联网 - 18年四季度业绩超出预期, 期待19年下半年表现 2019/04/16
5. 云游戏: 沙漠中的海市蜃楼 2019/04/04
6. NetEase (NTES US) - Mobile game remains the backbone of NetEase 2019/02/21
7. 线上游戏: 业绩预览 2019/02/20

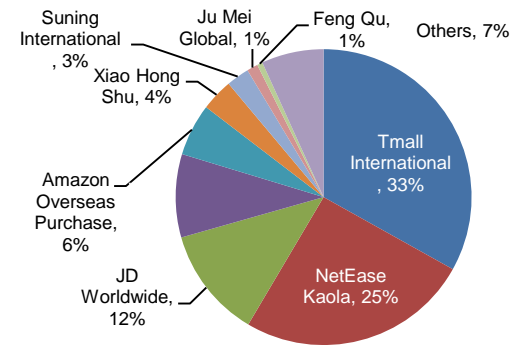
重点图表

图1: 中国进口跨境电商市场规模



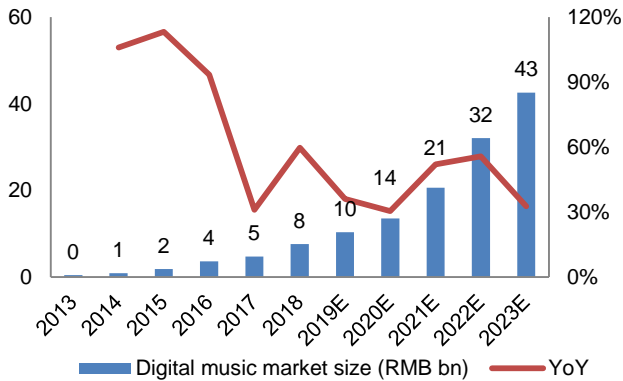
资料来源: 易观、招商证券(香港)

图2: 阿里巴巴通过收购考拉能得到中国进口跨境电商约60%的市场份额



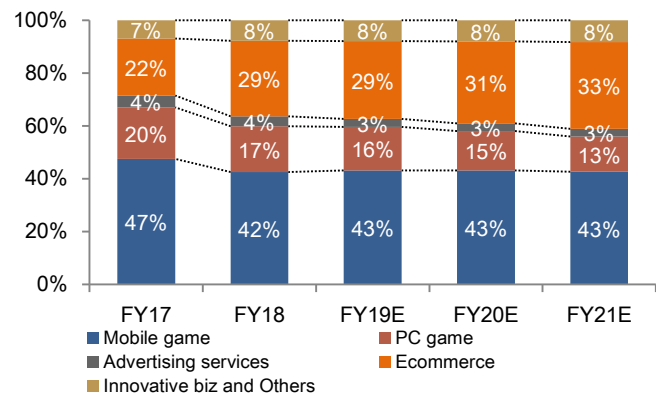
资料来源: 易观、招商证券(香港)

图3: 中国数字音乐市场规模



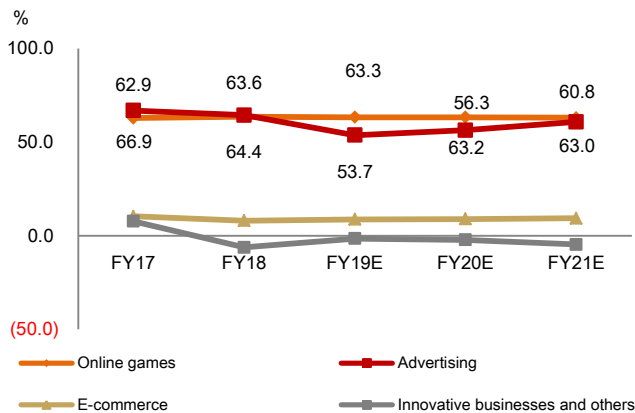
资料来源: 艾瑞咨询、招商证券(香港)

图4: 网易的各业务收入占比



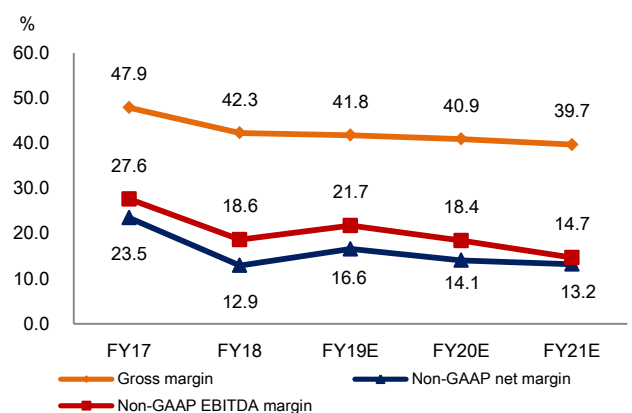
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图5: 各业务毛利率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图6: 整体利润率趋势



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

财务预测表

利润表

人民币百万元	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
净收入	54,100	67,156	76,825	85,473	92,196
营业成本	(28,189)	(38,753)	(44,714)	(50,493)	(55,606)
毛利润	25,911	28,403	32,111	34,980	36,590
销售和营销费用	(6,958)	(9,526)	(7,494)	(10,899)	(11,390)
一般管理和行政费用	(2,430)	(3,192)	(3,342)	(3,359)	(3,559)
研发费用	(4,371)	(7,793)	(8,988)	(10,253)	(11,128)
总营业费用	(13,759)	(20,511)	(19,824)	(24,511)	(26,077)
营业利润	12,152	7,893	12,287	10,469	10,513
投资收入, 净额	362	(22)	385	408	422
利息收入	668	588	562	487	430
其它, 净额	(172)	486	310	313	491
税前收入	13,010	8,944	13,544	11,677	11,856
所得税	(2,162)	(2,467)	(3,156)	(2,335)	(2,371)
少数股东权益	141	325	176	93	325
净收入	10,707	6,152	10,213	9,248	9,160
非GAAP净收入	12,711	8,682	12,726	12,021	12,177

主要财务比率

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
年成长率					
营业收入净额	42	24	14	11	8
毛利润	20	10	13	9	5
经营利润	(4)	(35)	56	(15)	0
非 GAAP 净利润	(1)	(32)	47	(6)	1
非 GAAP 摊薄每股盈利	(1)	(30)	47	(6)	1
主要比率					
ROE	25.5	13.5	20.3	15.4	13.1
毛利率	47.9	42.3	41.8	40.9	39.7
经营利润率	22.5	11.8	16.0	12.2	11.4
非 GAAP 净利润率	23.5	12.9	16.6	14.1	13.2
股息支付率	24.9	27.8	26.9	25.0	25.0
每股资料 and 估值 (人民币)					
非 GAAP 基本每股盈利	96.6	67.1	98.9	93.3	94.5
非 GAAP 摊薄每股盈利	95.8	66.7	98.0	92.4	93.6
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	14.2	9.9	14.0	13.1	13.2
每股净资产	348	353	430	505	581
每股股息	20.2	13.2	21.3	17.9	17.8
估值					
EV/EBITDA	13.8	16.4	12.8	13.7	16.0
市盈率(x)	19.6	28.1	19.9	21.3	21.1
市净率(x)	5.2	5.4	4.6	3.9	3.4
股息率(%)	1.1	0.7	1.1	0.9	0.9

注: 收盘价截止2019年9月6日

资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

资产负债表

人民币百万元	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
物业、厂房及设备	3,769	5,379	6,350	7,041	7,318
定期存款	30,703	33,000	26,857	21,622	16,366
现金及现金等价物	2,764	5,389	9,390	20,575	30,408
限制性现金	5,927	4,817	3,915	3,182	2,586
短期投资	9,743	11,675	12,903	13,950	15,002
预付款及其它流动资产	9,291	9,646	11,881	14,406	17,186
应收账款, 净额	3,620	4,289	4,801	6,130	5,510
其它	5,214	12,774	14,268	16,035	18,124
总资产	71,031	86,968	90,367	102,944	112,501
短期贷款	6,624	13,659	12,715	12,491	10,349
递延收入	6,238	7,953	7,343	7,826	7,842
应付负债和其它应付款项	4,692	5,848	4,721	6,539	6,834
应付账款	2,443	2,385	2,981	3,078	3,594
其它	3,985	5,711	6,257	6,895	7,629
总负债	23,982	35,556	34,017	36,829	36,249
可赎回非控股权益	615	5,386	0	0	0
股东权益总额	45,732	45,232	55,380	65,051	74,864
少数股东权益	703	794	970	1,063	1,388
总权益	46,435	46,026	56,350	66,114	76,252

现金流量表

人民币百万元	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
经营活动现金流	11,889	13,168	11,618	13,968	15,259
净收入	10,849	6,477	10,388	9,341	9,485
折旧摊销	802	2,084	1,893	2,498	3,161
股份补偿成本	2,004	2,530	2,513	2,773	3,007
运营资金变动	(1,503)	2,477	(3,344)	(818)	(598)
其它	(263)	(400)	168	173	205
投资活动现金流	(12,855)	(13,570)	409	(942)	(1,526)
资本开支及无形资产购买	(1,843)	(2,528)	(2,864)	(3,189)	(3,438)
短期投资净变动	2,229	(1,494)	(1,229)	(1,047)	(1,051)
定期存款净变动	(11,555)	(1,629)	6,143	5,234	5,256
其它	(1,687)	(7,919)	(1,641)	(1,940)	(2,294)
融资活动现金流	(1,303)	1,587	(8,928)	(2,574)	(4,496)
借款	0	0	(944)	(224)	(2,142)
股息	(3,258)	(1,440)	(2,599)	(2,350)	(2,354)
其它	1,955	3,028	(5,386)	0	0
净现金流	(2,281)	1,515	3,099	10,452	9,237
年终现金	2,764	5,389	9,390	20,575	30,408

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/cms/hk/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