

天鵝互動(1980 HK, HK\$5.10, 目標價:HK\$5.96, 買入) - 領先的“多對多”實時社交視頻平臺

- ❖ **中國最大的實時社交視頻平臺。**以總用戶消費計，天鵝是中國最大的實時視頻社交平臺，並為“多對多”視頻社交模式的先行者和領導者。根據艾瑞諮詢的報告，以總用戶消費計，天鵝在中國實時視頻社交的市場份額在 2013 年達到 33.9%。
- ❖ **同時經營“多對多”及“一對多”社區。**天鵝的核心業務是實時社交視頻平臺，包括運營“多對多”及“一對多”社區。公司的兩個主要“多對多”社區平臺包括 9158 視頻和新浪 SHOW，另外天鵝還經營六個其它社區，各偏重於不同的內容和地區。天鵝唯一的“一對多”社交視頻平臺為新浪 Showcase。
- ❖ **主要用戶都來自低收入群體。**天鵝的實時社交視頻平臺中的用戶主要來自一些娛樂設施及社交活動普遍缺乏的 2-4 線城市，以及一線城市裡的流動人口。這些流動人口雖有娛樂設施供其選擇，但仍會使用天鵝的社交視頻平臺與他們家鄉的朋友和家人交流。
- ❖ **擴大移動遊戲和網上遊戲市場。**天鵝計劃利用其龐大的用戶群拓展移動及網上遊戲市場。公司計劃用 3 種不同的方式來拓展遊戲業務：1) 擴展內部研發團隊；2) 外包遊戲開發給第三方公司和 3) 從第三方遊戲開發商獲得授權。公司目前經營一個手機遊戲“三國志：國戰版”，遊戲在 13 年 8 月正式推出，于 14 第二季有 32 萬月度活躍用戶。在 7-8 月間，天鵝已為新遊戲進行 beta 測試，並將實時視頻互動功能嵌入該遊戲。
- ❖ **我們預測公司 14-15 財年每股盈利分別為人民幣 0.26 元和 0.31 元。**以我們 15 財年的盈利預測估算，天鵝目前的市盈率為 15.6 倍。我們用行業平均 18.2 倍 15 財年市盈率為天鵝估值。目標價為 5.96 港元，相當於 16.8% 的上漲空間。我們的初始評級為 買入。

天鵝互動 (1980 HK)

評級	買入
收市價	HK\$5.10
目標價	HK\$5.96
市值 (港幣百萬)	6,440
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	N.A.
52 周高/低 (港幣)	6.31/4.70
發行股數 (百萬)	1,263
主要股東	傅政軍 (24.2%)

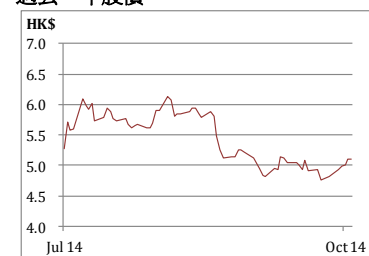
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-0.4%	6.6%
3 月	-8.9%	-10.1%
6 月	NA	NA

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (港幣百萬元)	456	548	719	920	1,115
調整後淨利潤 (港幣百萬元)	158	206	259	323	397
調整後每股收益 (港幣)	N.A.	N.A.	N.A.	0.26	0.31
調整後每股收益變動 (%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	22.9
市盈率(x)	N.A.	N.A.	N.A.	15.6	12.7
市帳率(x)	N.A.	N.A.	N.A.	3.5	2.9
股息率 (%)	N.A.	N.A.	N.A.	1.7	2.2
調整後權益收益率 (%)	37.0	44.4	20.7	22.3	23.2
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万港币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	456	548	719	920	1,115
实时社交视频平台	437	528	649	802	964
游戏	2	3	60	108	140
其他	16	17	10	11	11
销售成本	(52)	(68)	(116)	(164)	(207)
毛利	403	480	603	756	908
其他营运收入/费用	30	35	41	45	49
销售费用	(170)	(167)	(205)	(258)	(297)
管理费用	(44)	(53)	(125)	(103)	(92)
研发费用	(57)	(69)	(98)	(120)	(136)
息税前收益	163	226	216	321	433
息税及折旧摊销前收益	175	239	234	344	459
利息收入	2	37	10	17	18
融资成本	(7)	(37)	(4)	(4)	(4)
可换股可赎回优先股及可赎回普通股 公平值亏损	(173)	(283)	(286)	0	0
税前利润(亏损)	(15)	(56)	(63)	334	447
所得税	(12)	(36)	(46)	(57)	(70)
非控制股东权益	0	0	0	0	0
净利润	(27)	(93)	(108)	277	377
调整后净利润	158	206	259	323	397

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

12月31日 (百万港币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	135	252	335	421	522
物业、厂房及设备	20	17	131	160	206
無形資產	7	6	49	63	76
递延税项资产	33	24	32	41	50
其他	75	205	123	157	191
流动资产	506	593	1,462	1,646	1,913
现金及现金等价物	137	172	855	866	963
已抵押银行存款	0	33	100	128	155
存货	0	0	0	0	0
应收贸易款项	11	21	26	39	53
其他应收款项	62	67	87	110	132
其他	297	300	394	504	610
流动负债	213	300	467	556	663
借债	0	30	92	97	92
应付贸易账款	21	14	41	33	56
其他应付账款	126	115	149	190	229
其他	66	141	185	236	286
	0	0	0	0	0
非流动负债	356	628	81	66	61
借债	0	79	80	65	60
递延税项负债	1	1	1	1	1
可换股可赎回优先股及可赎回普通股	355	548	0	0	0
少数股东权益	0	5	6	8	10
净资产总值	72	(84)	1,250	1,445	1,711
股东权益	72	(84)	1,250	1,445	1,711
调整后股东权益	428	465	1,250	1,445	1,711

来源：公司资料，招银国际则预测



现金流量表

12月31日 (百万港币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	163	226	216	321	433
折旧	10	11	15	21	24
摊销	2	2	2	2	2
营运资金变动	49	(38)	(39)	(82)	(46)
利息支出	0	(1)	(4)	(4)	(4)
利息收入	2	3	10	17	18
税款支出	(7)	(22)	(53)	(66)	(78)
其他	(2)	(5)	0	0	0
经营活动所得现金净额	216	176	149	210	349
购置固定资产 ^a	(83)	(44)	(130)	(50)	(69)
其他	(177)	(114)	(150)	(192)	(233)
投资活动所得现金净额	(260)	(158)	(280)	(242)	(302)
股本的变化	0	0	1,440	0	0
银行贷款变动	0	110	(486)	(10)	(10)
股息支付	0	(50)	(74)	(83)	(113)
其他	6	(44)	(65)	135	174
融资活动所得现金净额	6	16	815	42	51
现金增加净额	(38)	34	683	10	98
年初现金及现金等价物	175	137	172	855	866
年末现金及现金等价物	137	172	855	866	963

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
实时社交视频平台	95.9	96.4	90.2	87.1	86.4
游戏	0.5	0.5	8.3	11.7	12.6
其他	3.6	3.1	1.4	1.1	1.0
合计	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	88.5	87.6	83.8	82.1	81.4
息税及折旧摊销前收益率	38.3	43.7	32.5	37.3	41.1
营业利润率	35.8	41.3	30.1	34.8	38.8
净利润率	(6.0)	(16.9)	(15.0)	30.1	33.8
调整后净利润率	34.7	37.6	36.0	35.1	35.6
有效税率	(78.2)	(64.1)	(72.9)	17.0	15.7

增长 (%)

收入增长	18.6	20.3	31.2	28.0	21.2
毛利增长	20.0	19.0	25.5	25.4	20.1
息税前收益增长	16.9	38.7	(4.5)	48.2	34.9
净利润增长	(66.3)	240.0	16.8	(355.9)	36.1
调整后净利润增长	13.4	30.2	25.7	24.5	22.9

资产负债比率

流动比率 (x)	2.4	2.0	3.1	3.0	2.9
速动比率 (x)	2.4	2.0	3.1	3.0	2.9
平均应收账款周转天数	8	10	12	13	15
平均存货周转天数	0	0	0	0	0
平均应付账款周转天数	119	94	86	82	78
现金周期	(111)	(84)	(74)	(69)	(63)
净负债 / 权益比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

回报率 (%)

资本回报率	(37.6)	110.7	(8.7)	19.2	22.0
调整后资本回报率	37.0	44.4	20.7	22.3	23.2
资产回报率	(4.2)	(11.0)	(6.0)	13.4	15.5
调整后资产回报率	24.7	24.4	14.4	15.6	16.3

每股数据 (人民币)

每股利润	(0.43)	(1.45)	(2.67)	0.22	0.30
调整后每股利润	N.A.	N.A.	N.A.	0.26	0.31
每股账面值	N.A.	N.A.	N.A.	1.14	1.35
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.07	0.09

来源：公司资料，招银国际则预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。