

陌陌 (MOMO.US)

月活淨增加速，短視頻促進關係沉澱

- ❖ **1Q17 業績超预期，強勁勢頭去弱季節效應。**公司 1Q17 收入同比增長 421% 至 2.7 億（美元·下同），較市場一致預期高 8%；Non-GAAP 歸屬母公司淨利潤為 9,071.7 萬元，同比大漲 615%，較市場一致預期高 39%，受益於直播付費用戶的增加。公司 2Q17 收入指引為 2.83 億~2.88 億（同比增長 189%-191%），中值較市場一致預期高 5%。用戶層面，MAU 季度淨增實現加速：1Q17 MAU 達 8,520 萬（較 4Q16 淨增 410 萬），此前季度淨增 MAU 約 200~300 萬。3 月日均使用時長同比增長超 12%，平臺日均形成的關係數同比增長超 50%。
- ❖ **短視頻+直播整合協同，社區升級觸達關係沉澱。**受益於付費用戶的增加（1Q17 付費用戶環比增長 17% 至 410 萬），1Q17 直播收入環比增長 9% 至 2.1 億，收入占比 80%。我們認為如下亮點將支撐公司的強勁增長：**1）單身潮下的長期持續社交需求，行業洗牌有助凸顯公司社交優勢。**近期直播行業 DAU 下滑、鬥魚映客等扎堆融資的背後，反映出行業整合期平臺競爭加劇、盈利需求的迫切，而多數平臺用戶低粘性、低留存的痛點恰恰源於社交關係鏈的缺失。在獲客成本高企、人口紅利褪去之際，我們認為陌陌基於“LBS 陌生人社交”的強大關係鏈，將受益於單身潮下長期持續社交需求（2015 年單身人數近 2 億，且獨居人口占比逐年上升），并持續鞏固其盈利能力及構築長期壁壘。**2）“短視頻”元素豐富社區體驗，刺激用戶互動。**短視頻滲透率已達 46%，且使用度持續快速攀升（截至 5 月第二周，短視頻日均上傳量和日觀看量較改版前一周均值分別增長 155% 和 116%）。而視頻點擊帶來的個人資料頁的查看、關注，有望激活沉睡用戶進而提高互動率。**3）付費用戶上升空間。**雖然陌陌付費用戶數已超過同業，但 1Q17 付費用戶占 MAU 比重僅為 4.8%（低於天鵝 5.3%），配合近期 MAU 的淨增加速、轉化率提升（預計會受益於 2Q17 品牌投放加大、算法優化），我們認為付費用戶數仍有較大上升空間。
- ❖ **其他業務多點開花，關注《狼人殺》公测。**1Q17 會員增值、移動營銷、手游業務分別同比增長 54%/45%/56%。預計手游業務將持續受益於自研遊戲《陌陌勁舞團 2》、《坦克前線》的貢獻。而近期嵌入的《狼人殺》功能，有望帶動會員的激活及用戶粘性。
- ❖ **淨利潤率短期或受市場投放影響，但後期有望回升。**公司通過渠道拉新及用戶召回刺激用戶加速增長，預計 2Q17 營銷費用有所提升（4 月中旬市場推廣加大）。但我們認為市場過度預測其對 Non-GAAP 淨利潤率的負面影響，原因在於：1）算法優化有助營銷效率提升；2）營銷費用占收入比重呈逐季下滑趨勢，且 1Q17 Non-GAAP 淨利潤率（34.2%）依舊高於市場預期 7%。
- ❖ **關注股價回調下的買點。**市場一致預測 FY17/18/19 公司 NON-GAAP 淨利潤分別為 3.1/4.5/5.8 億，對應 CAGR 為 76%。而近期公司股價自一個月前觸及最高點後，已回調 19%，基於目前市價，估值為 25x FY17E PE，及 0.5x FY17E PEG，PEG 遠低於同業，估值吸引。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬美元)	44.8	134.0	553.1
調整後淨利潤(百萬美元)	-83.1	13.7	149.6
調整後 EPADS (美元)	-1.94	0.08	0.79
EPADS 變動 (%)	-708	104	891
市盈率(x)	-	266.9	24.8
市帳率(x)	5.2	6.6	5.6
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	-33.4	3.0	26.4
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司

未評級

當前股價

US\$37.6

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬美元)	7,411
3 月平均流通量(百萬美元)	253.7
52 周內股價高/低(美元)	46.0/8.9
總股本(百萬)	195.5

資料來源：彭博

股東結構

Alibaba	10.9%
Prime Capital	4.2%
Tang Yan	3.6%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.4%	-8.4%
3-月	11.7%	3.5%
6-月	83.8%	60.4%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.immomo.com

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）發表于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并無直接或間接關係。

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

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。報告所載數據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，并可能會受目標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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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 年證券交易法規則 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。