

天鵝互動(1980 HK, HK\$4.77, 目標價: HK\$5.70, 買入) - 手機平臺是成功的關鍵

- ❖ **四季度調整後淨利潤符合預期。**天鵝公佈 14 財年第四季度業績。受營改增影響，營收同比僅增長 17.5% 至人民幣 1.75 億。如果我們剔除了 6% 增值稅對營收的影響，四季度收入將達人民幣 1.85 億，同比增長 24.5%。因四季度低毛利率的手機網遊對營收的貢獻增加，毛利率同比下降 4.7 個百分點到 82.1%。公司四季度淨利潤達人民幣 0.46 億，同比增長 56.7%。四季度經調整股票獎勵及上市費用後的淨利潤則為人民幣 0.64 億，同比增長 15.1%，符合我們的預期。四季度調整後的淨利潤率則同比下降 0.8 個百分點至 36.9%。
- ❖ **移動端社交平臺將成為新的增長動力。**第四季直播社交平臺月活躍用戶 (MAU) 達 1,580 萬用戶，同比大幅增長 31.2%。第四季移動 MAU 佔視頻社交平臺 MAU 的 13.9%，比第三季的 6.7% 顯著增加。我們預計移動端社交平臺將成為主要增長動力，因為 1) 結合 4G 網絡的廣泛覆蓋，入門級 4G 智能手機的在中國的快速普及; 2) 移動端用戶比 PC 端用戶更容易進行網上支付。天鵝在 13-14 財年直播社交平臺的支付比 (每月付費用戶/ MAU) 於 2-3% 之間浮動。通過提升移動端占 MAU 的比例，管理層預期長遠來說支付比將可上升到 4-5% 的水準。然而，手機社交平臺的 ARPU 值比 PC 端來的低。因移動端的用戶比例增加，四季度實時社交平臺 ARPU 值同比下降 11.2% 至人民幣 143 元。
- ❖ **手機遊戲業務將在 15 財年起飛。**天鵝在 14 財年 9 月推出了旗下第二款手機遊戲“江山美人”，並成功地拉高了手遊活躍用戶的增長。4Q14 手遊 MAU 環比大幅增長 136.8%，至 81.7 萬。天鵝將充分利用其在實時網路通信的技術優勢來開發可嵌入互動社交視頻功能的手遊。公司計劃於 15 年推出 6 到 8 款手機遊戲 (主要由協力廠商開發)。我們預計手遊業務的毛利潤率將在 35-40% 的水準，這比公司的實時社交平臺約 90% 的毛利率要低得多。我們預計手遊業務在 15 財年將推動營收增長，但也會對整體毛利率造成不利影響。
- ❖ **因手遊毛利率較預期為低，我們分別調低 15 和 16 財年調整後的淨利潤率預測達 5.1% 和 4.2% 至人民幣 3.20 億和 3.98 億。我們維持以 18 倍 15 財年預測市盈率為公司估值，並將目標價由 6.15 港元下調至 5.70 港元，代表著 19.6% 的上升潛力。我們維持 買入 評級。**

財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY12A | FY13A | FY14A | FY15E | FY16E |
|----------------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 營業額 (港幣百萬元) | 456 | 548 | 692 | 934 | 1,158 |
| 調整後淨利潤 (港幣百萬元) | 158 | 206 | 267 | 320 | 398 |
| 調整後每股收益 (港幣) | N.A. | N.A. | 0.29 | 0.25 | 0.32 |
| 調整後每股收益變動 (%) | N.A. | N.A. | N.A. | (12.0) | 24.3 |
| 市盈率(x) | N.A. | N.A. | 13.2 | 15.1 | 12.1 |
| 市帳率(x) | N.A. | N.A. | 1.7 | 2.1 | 1.9 |
| 股息率 (%) | N.A. | N.A. | 1.7 | 1.7 | 2.4 |
| 調整後權益收益率 (%) | 37.0 | 44.4 | 12.8 | 14.0 | 15.6 |
| 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

天鵝互動 (1980 HK)

| | |
|-------------------|-------------|
| 評級 | 買入 |
| 收市價 | HK\$4.77 |
| 目標價 | HK\$5.70 |
| 市值 (港幣百萬) | 5,979 |
| 過去 3 月平均交易 (港幣百萬) | 7.37 |
| 52 周高/低 (港幣) | 6.196/3.07 |
| 發行股數 (百萬) | 1,259 |
| 主要股東 | 傅政軍 (24.4%) |

來源: 彭博

股價表現

| | 絕對 | 相對 |
|-----|-------|--------|
| 1 月 | 37.8% | 37.6% |
| 3 月 | 21.9% | 15.2% |
| 6 月 | -4.0% | -10.3% |

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

| 12月31日(百万港币) | FY12A | FY13A | FY14A | FY15E | FY16E |
|----------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 收入 | 456 | 548 | 692 | 934 | 1,158 |
| 实时社交视频平台 | 437 | 528 | 631 | 807 | 970 |
| 游戏及其他 | 19 | 20 | 61 | 127 | 188 |
| 销售成本 | (52) | (68) | (105) | (176) | (231) |
| 毛利 | 403 | 480 | 587 | 758 | 927 |
| 其他营运收入/费用 | 30 | 35 | 59 | 50 | 55 |
| 销售费用 | (170) | (167) | (212) | (262) | (308) |
| 管理费用 | (44) | (53) | (136) | (104) | (95) |
| 研发费用 | (57) | (69) | (86) | (121) | (141) |
| 息税前收益 | 163 | 226 | 211 | 321 | 438 |
| 息税及折旧摊销前收益 | 175 | 239 | 229 | 345 | 465 |
| 利息收入 | 2 | 37 | 8 | 10 | 10 |
| 融资成本 | (7) | (37) | (3) | 0 | 0 |
| 可换股可赎回优先股及可赎回普通 股公允价值虧損 | (173) | (283) | (284) | 0 | 0 |
| 税前利润(亏损) | (15) | (56) | (71) | 331 | 448 |
| 所得税 | (12) | (36) | (36) | (57) | (70) |
| 非控制股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | (27) | (93) | (108) | 274 | 378 |
| 调整后净利润 | 158 | 206 | 267 | 320 | 398 |

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

| 12月31日(百万港币) | FY12A | FY13A | FY14A | FY15E | FY16E |
|-----------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 非流动资产 | 135 | 252 | 775 | 886 | 1,017 |
| 物业、厂房及设备 | 20 | 17 | 142 | 169 | 214 |
| 無形資產 | 7 | 6 | 49 | 66 | 82 |
| 递延税项资产 | 33 | 24 | 32 | 44 | 54 |
| 其他 | 75 | 205 | 551 | 606 | 667 |
| 流动资产 | 506 | 593 | 1,488 | 1,629 | 1,813 |
| 现金及现金等价物 | 137 | 172 | 289 | 261 | 291 |
| 已抵押银行存款 | 0 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收贸易款项 | 11 | 21 | 14 | 27 | 17 |
| 其他应收款项 | 62 | 67 | 159 | 214 | 264 |
| 其他 | 297 | 300 | 1,025 | 1,128 | 1,241 |
| 流动负债 | 213 | 300 | 172 | 233 | 281 |
| 借债 | 0 | 30 | 0 | 0 | 0 |
| 应付贸易账款 | 21 | 14 | 24 | 34 | 36 |
| 其他应付账款 | 126 | 115 | 53 | 70 | 86 |
| 其他 | 66 | 141 | 96 | 129 | 160 |
| 非流动负债 | 356 | 628 | 2 | 0 | 1 |
| 借债 | 0 | 79 | 0 | 0 | 0 |
| 递延税项负债 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 可换股可赎回优先股及可赎回普通 | 355 | 548 | 1 | 0 | 0 |
| 少数股东权益 | 0 | 5 | 5 | 6 | 8 |
| 净资产总值 | 72 | (84) | 2,088 | 2,282 | 2,548 |
| 股东权益 | 72 | (84) | 2,088 | 2,282 | 2,548 |
| 调整后股东权益 | 428 | 465 | 2,090 | 2,282 | 2,548 |

来源：公司资料，招银国际预测

现金流量表

| 12月31日 (百万港币) | FY12A | FY13A | FY14A | FY15E | FY16E |
|-------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
| 营业利润 | 163 | 226 | 211 | 321 | 438 |
| 折旧 | 10 | 11 | 16 | 22 | 25 |
| 摊销 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营运资金变动 | 49 | (38) | (875) | 0 | (46) |
| 利息支出 | 0 | (1) | (3) | 0 | 0 |
| 利息收入 | 2 | 3 | 8 | 10 | 10 |
| 税款支出 | (7) | (22) | (45) | (68) | (80) |
| 其他 | (2) | (5) | 919 | 0 | 0 |
| 经营活动所得现金净额 | 216 | 176 | 235 | 287 | 349 |
| 购置固定资产 | (83) | (44) | (142) | (49) | (69) |
| 其他 | (177) | (114) | (1,157) | (155) | (191) |
| 投资活动所得现金净额 | (260) | (158) | (1,298) | (203) | (261) |
| 股本的变化 | 0 | 0 | 2,243 | 0 | 0 |
| 银行贷款变动 | 0 | 110 | (657) | (1) | 0 |
| 股息支付 | 0 | (50) | (74) | (82) | (113) |
| 其他 | 6 | (44) | (332) | (28) | 56 |
| 融资活动所得现金净额 | 6 | 16 | 1,180 | (112) | (58) |
| 现金增加净额 | (38) | 34 | 117 | (28) | 30 |
| 年初现金及现金等价物 | 175 | 137 | 172 | 289 | 261 |
| 年末现金及现金等价物 | 137 | 172 | 289 | 261 | 291 |

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

| 12月31日 | FY12A | FY13A | FY14A | FY15E | FY16E |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 銷售組合 (%) | | | | | |
| 实时社交视频平台 | 95.9 | 96.4 | 91.1 | 86.4 | 83.8 |
| 游戏及其他 | 4.1 | 3.6 | 8.9 | 13.6 | 16.2 |
| 合計 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

盈利能力比率 (%)

| | | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|------|------|
| 毛利率 | 88.5 | 87.6 | 84.8 | 81.1 | 80.1 |
| 息税及折旧摊销前收益率 | 38.3 | 43.7 | 33.1 | 36.9 | 40.2 |
| 营业利润率 | 35.8 | 41.3 | 30.5 | 34.4 | 37.8 |
| 净利润率 | (6.0) | (16.9) | (15.5) | 29.3 | 32.7 |
| 调整后净利润率 | 34.7 | 37.6 | 38.6 | 34.3 | 34.4 |
| 有效税率 | (78.2) | (64.1) | (50.6) | 17.2 | 15.6 |

增长 (%)

| | | | | | |
|----------|--------|-------|-------|---------|------|
| 收入增长 | 18.6 | 20.3 | 26.3 | 35.0 | 23.9 |
| 毛利增长 | 20.0 | 19.0 | 22.2 | 29.2 | 22.3 |
| 息税前收益增长 | 16.9 | 38.7 | (6.8) | 52.0 | 36.5 |
| 净利润增长 | (66.3) | 240.0 | 16.1 | (355.0) | 37.9 |
| 调整后净利润增长 | 13.4 | 30.2 | 29.6 | 19.8 | 24.3 |

资产负债比率

| | | | | | |
|--------------|-------|------|------|------|------|
| 流动比率 (x) | 2.4 | 2.0 | 8.6 | 7.0 | 6.4 |
| 速动比率 (x) | 2.4 | 2.0 | 8.6 | 7.0 | 6.4 |
| 平均应收账款周转天数 | 8 | 10 | 9 | 8 | 7 |
| 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 | 66 | 60 | 55 |
| 现金周期 | (111) | (84) | (57) | (52) | (48) |
| 净负债/权益比率 (%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |

回报率 (%)

| | | | | | |
|----------|--------|--------|-------|------|------|
| 资本回报率 | (37.6) | 110.7 | (5.1) | 12.0 | 14.8 |
| 调整后资本回报率 | 37.0 | 44.4 | 12.8 | 14.0 | 15.6 |
| 资产回报率 | (4.2) | (11.0) | (4.8) | 10.9 | 13.4 |
| 调整后资产回报率 | 24.7 | 24.4 | 11.8 | 12.7 | 14.1 |

每股数据 (人民币)

| | | | | | |
|---------|--------|--------|--------|------|------|
| 每股利润 | (0.43) | (0.14) | (0.22) | 0.22 | 0.30 |
| 调整后每股利润 | N.A. | N.A. | 0.29 | 0.25 | 0.32 |
| 每股账面值 | N.A. | N.A. | 2.25 | 1.81 | 2.02 |
| 每股股息 | 0.00 | 0.00 | 0.07 | 0.07 | 0.09 |

来源：公司资料，招银国际预测

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。接收本報告之行為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。