

陌陌(MOMO.US)

警惕 1Q19 弱季節效應

- ❖ **4Q18E 業績充分預期，但警惕 1Q19E 弱指引。**基於宏觀不確定性及對《幻樂之城》的投入減少，我們預計 4Q18E 公司收入為 5.34 億美元，調整後淨利潤率為 21.6%（高於 3Q18 的 20.5%）。市場關注的焦點在於 1Q19E 指引和 FY19E 直播業務增速。考慮直播弱季節效應，我們將 1Q19E 收入下調 5% 至 5.13 億美元（環比下降 4%）。我們預測 FY19E 收入同比增速降至 20%，其中 VAS 強勁增長將部分抵消直播的疲軟。然而，我們預計 FY19E 淨利潤率將有所回升，預計調整後淨利潤率為 26%（同比上升 1ppt），源於營銷費用率的縮減（不再有《幻樂之城》開支）以及探探虧損的縮小。
- ❖ **憧憬 4Q18E 月活淨增加速。**在 3Q18 用戶淨化舉措後，我們預計 4Q18 月活將加速增長至 1.14 億，季度淨增達 400 萬（高於 3Q18 的 250 萬），源於：1) 年度盛典運營效應，以及 2) 新玩法推出（例如 AR 小寵）。受益於持續的玩法創新及內容優化，我們預計付費用戶數（VAS 及直播）將保持穩健增長態勢。儘管 1Q19 存在弱季節效應，但我們預計 1Q19 月活環比增長將持續，而直播和 VAS 的付費用戶數有待觀察。宏觀不利環境將主要影響頭部付費用戶的打賞金額，腰部及長尾付費用戶敏感性較弱。公司或將通過豐富互動功能來刺激腰部及長尾消費者的 ARPU 增長，代替以往年度盛典的大量投入（對頭部付費用戶效果明顯）。
- ❖ **探探變現能力持續加強。**除豐富會員專屬功能外，我們同時期待探探未來進一步探索針對非會員的變現途徑（例如對“喜歡和不喜歡”的變現）。當前，探探的首要目標仍然是用戶和收入增長，而非扭虧為盈。但我們預計探探的虧損率將持續收窄，主要得益於獲客效率的改善和協同效應。展望未來，我們期待陌陌和探探在用戶獲取、算法優化和數據共享層面釋放更多協同效應。
- ❖ **維持買入評級，目標價下調至 43 美元。**為反映宏觀經濟對直播的潛在影響，我們將公司 FY18/19/20E 的調整後淨利潤預測分別下調了 0%/6%/6%，對應 FY18-20E 的每股盈利年複合增長率為 20%。該股目前的交易價格為 FY19E 的 10.5 倍市盈率，低於同業 Tinder，估值較為吸引。基於 DCF 估值，我們將目標價自 52.3 美元下調至 43.1 美元，相當於 18 倍/15 倍 FY18/19E 市盈率及 0.7 倍 FY19E PEG。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬美元)	553	1,318	1,999	2,408	2,850
調整後淨利潤 (百萬美元)	177	373	507	631	763
調整後 EPADS (美元)	0.87	1.79	2.37	2.85	3.44
EPADS 變動 (%)	462%	106%	36%	25%	21%
市盈率 (x)	34.5	16.7	12.6	10.5	8.7
市帳率 (x)	10.4	6.4	4.4	3.3	3.1
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	24%	37%	33%	32%	36%
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	US\$43.1
（此前目標價	US\$52.3）
潛在升幅	+43.7%
當前股價	US\$30.0

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

龐碩

電話：(852) 3900 0882

郵件：garypang@cmbi.com.hk

互聯網行業

市值(百萬美元)	6,206
3 月平均流通量 (百萬美元)	120.4
52 周內股價高/低 (美元)	54/23
總股本 (百萬)	199.2

資料來源：彭博

股東結構

Pendal Group Ltd	4.8%
Renaissance Tech	4.5%
BlackRock Inc	4.0%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	23.1%	13.8%
3-月	-2.0%	-12.6%
6-月	-24.9%	-21.8%

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

圖 1: 年度財務預測修改

百万美元 (年结: 12月31日)	最新预测			此前预测			差异 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	1,999	2,408	2,850	2,001	2,605	3,032	-0.1%	-7.6%	-6.0%
毛利润	936	1,173	1,389	943	1,270	1,488	-0.8%	-7.7%	-6.6%
经营利润	494	632	751	507	666	800	-2.7%	-5.1%	-6.2%
调整后净利润	507	631	763	507	671	813	0.0%	-5.9%	-6.2%
调整后EPS(美元)	2.37	2.85	3.44	2.37	3.02	3.68	0.2%	-5.6%	-6.4%
毛利率	46.8%	48.7%	48.7%	47.1%	48.8%	49.1%	-0.3ppts	-0.1ppts	-0.3ppts
经营利润率	24.7%	26.2%	26.3%	25.4%	25.6%	26.4%	-0.6ppts	+0.7ppts	-0.1ppts
调整后净利润率	25.3%	26.2%	26.8%	25.3%	25.8%	26.8%	+0.0ppts	+0.5ppts	+0.0ppts

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 2: 招銀國際預測與彭博一致預測對比

百万美元 (年结: 12月31日)	CMBI 预测			彭博一致预测			差异 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	1,999	2,408	2,850	1,993	2,413	2,802	0.3%	-0.2%	1.7%
毛利润	936	1,173	1,389	929	1,136	1,336	0.8%	3.3%	4.0%
经营利润	494	632	751	495	604	755	-0.1%	4.6%	-0.6%
调整后净利润	507	631	763	509	619	751	-0.6%	2.0%	1.7%
调整后EPS(美元)	2.37	2.85	3.44	2.33	2.80	3.34	1.8%	1.8%	3.1%
毛利率	46.8%	48.7%	48.7%	46.6%	47.1%	47.7%	+0.2ppts	+1.6ppts	+1.1ppts
经营利润率	24.7%	26.2%	26.3%	24.8%	25.0%	27.0%	-0.1ppts	+1.2ppts	-0.6ppts
调整后净利润率	25.3%	26.2%	26.8%	25.6%	25.6%	26.8%	-0.2ppts	+0.6ppts	+0.0ppts

資料來源: 公司, 彭博, 招銀國際預測

圖 3: 公司季度財務預測

	2018E				2019E				2020E			
(百萬元)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
总收入	435.1	494.3	536.0	533.7	513.1	601.6	629.7	663.5	637.0	714.3	744.6	754.2
直播	371.5	411.0	406.9	398.4	376.7	415.5	440.8	465.4	468.3	499.2	524.5	522.8
增值服务	37.0	55.2	84.2	91.6	99.4	112.5	123.5	129.8	122.7	128.4	139.6	146.8
手游	6.6	22.3	17.2	14.6	7.5	42.2	31.6	31.6	8.9	47.0	37.6	37.6
移动营销	18.7	5.5	4.1	4.3	3.6	4.2	5.2	6.8	5.5	6.6	8.1	10.5
其他	1.3	0.4	23.5	24.7	25.9	27.2	28.6	30.0	31.5	33.1	34.7	36.5
销售成本	209.1	268.9	297.5	287.4	266.3	305.1	323.0	340.8	330.2	364.0	382.6	384.0
Non-GAAP毛利	226.0	225.4	238.4	246.3	246.8	296.5	306.6	322.7	306.7	350.3	362.0	370.2
经营费用	78.5	84.8	143.8	135.1	107.7	146.4	142.4	144.3	133.3	174.0	167.8	163.4
销售费用	42.0	50.6	78.2	74.7	51.3	78.2	75.6	73.0	63.7	92.9	89.3	83.0
行政费用	9.9	7.6	10.0	10.7	11.2	15.0	11.2	12.6	13.3	17.9	12.4	13.6
研发费用	15.2	21.2	31.5	29.4	25.7	30.1	31.5	33.2	31.8	35.7	37.2	37.7
股权激励	12.4	21.0	25.0	21.3	20.5	24.1	25.2	26.5	25.5	28.6	29.8	30.2
经营利润	147.5	140.6	94.6	111.2	139.1	150.1	164.3	178.4	173.4	176.3	194.2	206.8
调整后 EBIT	159.9	161.6	119.6	132.5	159.6	174.2	189.4	205.0	198.9	204.9	224.0	237.0
调整后 EBITDA	140.1	125.1	75.4	94.8	124.6	132.1	145.1	157.9	155.1	154.9	171.5	183.8
利息收入	7.5	6.3	8.6	3.1	4.3	5.1	6.9	8.4	10.1	11.4	13.3	15.1
其他收入	1.3	1.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
税前利润	156.3	148.6	105.6	116.7	145.8	157.7	173.6	189.2	185.9	190.2	209.9	224.3
所得税	26.9	31.1	21.6	23.8	29.8	32.2	35.5	38.7	38.0	38.8	42.9	45.8
非控制股东权益	-0.5	-0.3	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
净利润	129.9	117.8	85.2	94.0	117.2	126.6	139.3	151.7	149.1	152.4	168.1	179.6
调整后净利润	142.3	138.8	110.1	115.4	137.7	150.7	164.5	178.3	174.6	181.0	197.9	209.8
摊薄EPS	0.63	0.56	0.40	0.43	0.53	0.57	0.63	0.68	0.67	0.68	0.75	0.80
调整后EPS	0.69	0.66	0.51	0.52	0.62	0.68	0.74	0.80	0.79	0.81	0.88	0.94
财务指标												
毛利率	51.9	45.6	44.5	46.1	48.1	49.3	48.7	48.6	48.2	49.0	48.6	49.1
经营利润率	33.9	28.4	17.7	20.8	27.1	24.9	26.1	26.9	27.2	24.7	26.1	27.4
调整后经营利润率	36.7	32.7	22.3	24.8	31.1	28.9	30.1	30.9	31.2	28.7	30.1	31.4
调整后 EBITDA 利润率	32.2	25.3	14.1	17.8	24.3	21.9	23.0	23.8	24.3	21.7	23.0	24.4
净利润率	29.8	23.8	15.9	17.6	22.8	21.0	22.1	22.9	23.4	21.3	22.6	23.8
调整后净利润率	32.7	28.1	20.5	21.6	26.8	25.0	26.1	26.9	27.4	25.3	26.6	27.8
环比增长 (%)												
收入	12.6	13.6	8.4	-0.4	-3.9	17.3	4.7	5.4	-4.0	12.1	4.2	1.3
毛利	21.1	-0.3	5.8	3.3	0.2	20.1	3.4	5.3	-5.0	14.2	3.3	2.3
经营利润	37.8	-4.7	-32.7	17.5	25.1	7.9	9.4	8.6	-2.8	1.7	10.1	6.5
净利润	33.2	-9.3	-27.7	10.4	24.7	8.0	10.0	8.9	-1.7	2.3	10.3	6.8
调整后净利润	29.3	-2.4	-20.6	4.7	19.4	9.4	9.2	8.4	-2.1	3.7	9.3	6.0
摊薄EPS	33.6	-11.0	-28.6	7.2	24.7	7.5	10.0	8.9	-1.7	1.7	9.7	6.8
调整后EPS	29.8	-4.3	-21.6	1.7	19.4	8.9	9.2	8.4	-2.1	3.2	8.8	6.0
同比增长 (%)												
收入	64.1	58.3	51.2	38.1	17.9	21.7	17.5	24.3	24.2	18.7	18.2	13.7
毛利	55.7	39.1	34.7	31.9	9.2	31.6	28.6	31.1	24.3	18.2	18.0	14.7
经营利润	62.0	90.7	6.3	3.8	-5.7	6.8	73.6	60.5	24.7	17.5	18.2	15.9
净利润	56.8	77.6	17.5	4.9	-3.2	8.6	49.3	54.5	26.8	20.1	20.3	17.7
调整后净利润	56.8	77.6	17.5	4.9	-3.2	8.6	49.3	54.5	26.8	20.1	20.3	17.7
摊薄EPS	58.3	78.0	4.9	-9.0	-15.1	2.6	58.0	60.6	26.6	19.8	19.5	17.2
调整后EPS	55.3	74.9	14.4	-1.0	-8.9	3.6	44.3	53.8	26.1	19.5	19.1	16.5

資料來源: 公司, 招銀國際預測

利潤表

年結:12月31日(百万美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	553	1,318	1,999	2,408	2,850
直播	377	1,103	1,588	1,698	2,015
增值服務	68	103	268	465	538
手游	35	70	61	113	131
移動營銷	66	42	33	20	31
其他	7	1	50	112	136
銷售成本	(240)	(647)	(1,063)	(1,235)	(1,461)
毛利	313	671	936	1,173	1,389
銷售費用	(91)	(208)	(246)	(278)	(329)
行政費用	(20)	(33)	(38)	(50)	(57)
研發費用	(26)	(42)	(97)	(120)	(143)
股权激励	(32)	(50)	(80)	(96)	(114)
經營利潤	144	361	494	632	751
利息收入	8	22	26	25	50
其他收入	(2)	6	8	10	10
稅前利潤	150	388	527	666	810
所得稅	(5)	(66)	(103)	(136)	(165)
非控制股東權益	-	1	3	5	5
淨利潤	145	323	427	535	649
調整後淨利潤	177	373	507	631	763

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結:12月31日(百万美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	50	113	921	933	936
物業、厂房及設備	15	42	57	69	73
聯營公司	32	44	67	67	67
無形資產	-	-	-	-	-
其他	3	27	796	796	796
流動資產	720	1,189	1,771	2,371	2,500
現金及現金等价物	258	687	434	1,007	1,138
定期存款	394	374	1,182	1,182	1,182
應收賬款	36	40	64	90	87
關連款項	-	-	-	-	-
其他	33	88	92	92	92
流動負債	134	260	357	434	418
借債	-	-	-	-	-
應付賬款	40	75	97	116	113
應付稅項	-	-	-	-	-
其他應付款項	93	186	260	318	305
非流動負債	2	4	756	756	756
長期銀行貸款	-	-	-	-	-
其他	2	2	756	756	756
淨資產總值	634	1,038	1,579	2,114	2,263
股東權益	634	1,038	1,579	2,114	2,263
少數股東權益	-	-	-	-	-

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結:12月31日(百万美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
年度利潤	145	322	424	530	645
折舊和攤銷	8	12	35	47	51
營運資金變動	31	68	69	51	(14)
稅務開支	-	-	-	-	-
其他	34	50	80	96	114
經營活動所得現金淨額	218	452	608	724	796
購置固定資產、無形資產及土地	(7)	(39)	(36)	(36)	(32)
聯營公司	(494)	-	-	-	-
其他	383	(17)	(1,615)	(23)	(23)
投資活動所得現金淨額	(118)	(56)	(1,651)	(59)	(55)
長期負債變化	0	0	754	-	-
購買普通股的付款	0	-	-	-	-
其他	(0)	34	36	(92)	(610)
融資活動所得現金淨額	0	34	790	(92)	(610)
現金增加淨額	100	430	(254)	574	131
年初現金及現金等价物	169	258	687	434	1,007
匯兌	(12)	-	-	-	-
年末現金及現金等价物	258	687	434	1,007	1,138
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表的現金	258	687	434	1,007	1,138

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
直播	68.1	83.6	79.4	70.5	70.7
增值服務	12.2	7.8	13.4	19.3	18.9
手遊	6.4	5.3	3.0	4.7	4.6
移動營銷	12.0	3.2	1.6	0.8	1.1
其他	1.2	0.1	2.5	4.6	4.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	312.8	138.3	51.6	20.4	18.4
毛利	199.8	114.4	39.5	25.3	18.5
經營利潤	2473.7	149.8	36.9	27.9	18.8
淨利潤	469.4	110.6	35.9	24.6	20.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	56.6	50.9	46.8	48.7	48.7
稅前利率	27.2	29.5	26.4	27.7	28.4
淨利率	26.3	24.5	21.4	22.2	22.8
調整後淨利潤率	32.0	28.3	25.3	26.2	26.8
有效稅率	(3)	(17)	(20)	(20)	(20)
資產負債比率					
流動比率 (x)	5.4	4.6	5.0	5.5	6.0
平均應收賬款周轉天數	23.8	11.0	11.6	13.6	11.2
平均應付賬款周轉天數	61.5	42.0	33.3	34.4	28.2
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	23.7	37.4	33.4	31.5	35.8
資產回報率	27.0	36.0	25.4	21.0	22.6
每股數據					
每股盈利(美元)	0.87	1.79	2.37	2.85	3.44
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股賬面值(美元)	3.07	4.98	7.16	9.59	10.21

來源: 公司及招銀國際研究部

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。

本報告基於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。