

陌陌(MOMO.US)

憧憬探探及 VAS 梯度接力

- ❖ **2Q18 全线超预期。**2Q18 收入同比增长 58% 至 4.94 亿 (美元·下同)，较一致预期高 3%，主要受惠于：1) 直播业务稳健增长及 2) 增值服务 (VAS) 增长加速。Non-GAAP 净利润同比增长 90% 至 2.82 亿美元，较一致预期高 10%，源于营销费用低于预期及其他收入的贡献。在世界杯分流及汇率波动情况下，3Q18 收入指引依旧强劲：指引为 5.25~5.40 亿，该指引中值同比上升 53%，较我们的预期/一致预期高 4%/3%。
- ❖ **月活和付费用户势增向好。**如前期 2Q18 预览报告中所述，尽管世界杯带来分流影响，公司 2Q18 月活仍攀升至 1.08 亿，环比增长 4.5%，受益于：1) 运营优化；2) 配合世界杯举办的非赛事运营（譬如金球大赢家集卡活动、名人直播）。同时，2Q18 直播付费用户增长至 460 万，环比增长 4.5%，受惠于：1) 工会合作加深、激励机制优化；2) 粉丝团战刺激长尾用户付费热情。基于近期月活数据监测及用户留存向好趋势，我们看好 2H18 的用户增长空间，而冠名热门综艺《幻乐之城》预计将进一步推动公司 2H18 的品牌推广。
- ❖ **憧憬探探变现优化及 VAS 增量补充。**探探已于 6 月起并表，贡献收入约 450 万美元。截至 6 月底，探探会员户数达到 310 万，符合我们的预期。探探自 7 月起新推两项会员服务（“超级曝光”和“查看谁喜欢我”），我们预计优化版会员功能将有效刺激探探 FY18E 及 FY19E 的付费转化率及 ARPU 值。此外，公司整体 2Q18 VAS 收入同比增长 124% 至 5,500 万美元，其中陌陌 VAS 付费用户数增至 530 万，环比增加 4%。结合探探变现空间打开及陌陌 VAS 玩法出新（e.g. 聊天室、KTV），我们预计 FY18E VAS 收入增长高达 148%，占全年收入 13%（对比 FY17 占比 8%）。
- ❖ **3Q18E 利润率短期摊薄，但全年利润率稳健。**我们预计 3Q18E 毛利率将环比上升 1 个百分点至 46.8%，归因于《幻乐之城》的收入贡献。3Q18E 经营利润率将会是全年低点，源于：1) 营销费率将环比增加 3~4 个百分点，考虑到《幻乐之城》及探探推广；2) 研发费率及管理费率环比上升 1~2 个百分点；3) 3Q18E 退税收入较少。但全年来看，我们预测 FY18E 经营利润率同比保持稳定，且 4Q18E 经营利润率有望环比回升，受益于：1) 《幻乐之城》制作费用将于 3Q18E 结清，而其于 4Q18E 录得的广告收入将有效改善 4Q18E 毛利率；2) 营销费用主要集中在 3Q18E；4Q18E 营销费率的控制有效抵消研发费率的上升。因此我们预计 FY18E 经营利润率将依旧同比保持稳定。
- ❖ **维持买入评级。**公司当前估值为 17.2x/13.5x FY18/19 PE。基于公司超预期的收入指引及稳健的用户数增长，我们分别上调 FY18/19E 净利润 3%/2%，对应 FY18-20E 调整后净利润 CAGR 为 27%。目标价基本不变，为 60.3 美元 (基于 DCF 估值)，对应 24x/19x FY18/19E PE，0.7x FY19E PEG。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万美元)	553	1,318	2,041	2,705	3,263
调整后净利润 (百万美元)	177	373	537	696	875
调整后 EPADS (美元)	0.87	1.79	2.54	3.25	4.08
EPADS 变动 (%)	462%	106%	42%	28%	26%
市盈率 (x)	50.4	24.4	17.2	13.5	10.8
市帐率 (x)	10.4	6.4	4.2	3.1	2.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
权益收益率 (%)	24%	37%	35%	33%	40%
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

买入 (维持)

目标价	US\$60.3
(此前目标价)	US\$60.3)
潜在升幅	+37.7%
当前股价	US\$43.8

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

庞硕

电话：(852) 3900 0882

邮件：garypang@cmbi.com.hk

互联网行业

市值 (百万美元)	8,931
3 月平均流通量 (百万美元)	235.4
52 周内股价高/低 (美元)	54/22
总股本 (百万)	199.2

资料来源：彭博

股东结构

Pendal Group Ltd	5.3%
BlackRock Inc	4.1%
Prime Capital Management	4.0%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.7%	9.0%
3-月	12.6%	25.2%
6-月	22.6%	38.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：www.immomo.com

2Q18 全线超预期

2Q18 收入同比增长 58% 至 4.94 亿（美元·下同），较一致预期高 3%，主要受惠于：1）直播业务稳健增长及 2）增值服务（VAS）增长加速。Non-GAPP 净利润同比增长 90% 至 2.82 亿美元，较一致预期高 10%，源于营销费用低于预期及其他收入的贡献。在世界杯分流及汇率波动情况下，3Q18 收入指引依旧强劲：指引为 5.25~5.40 亿，该指引中值同比上升 53%，较我们的预期/一致预期高 4%/3%。

图 1:2Q18 财务回顾

百万美元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	QoQ	YoY	Consensus	Diff %	CMBI	Diff %
收入	265	312	354	386	435	494	13.6%	58.3%	480	3%	476	4%
经营利润	91	74	89	107	148	141	-4.7%	90.7%	131	7%	131	7%
净利润	81	65	79	98	130	142	9.3%	117.9%	115	23%	113	26%
调整后净利润	91	74	94	110	142	140	-1.5%	89.9%	128	10%	132	6%
EPS（美元）	0.44	0.38	0.45	0.53	0.69	0.66	-4.3%	75.9%	0.62	7%	0.63	4%
利润率（%）												
毛利率	54.7%	51.9%	50.0%	48.2%	51.8%	45.4%			49.2%		49.1%	
经营利润率	34.3%	23.6%	25.1%	27.7%	33.9%	28.4%			27.3%		27.4%	
调整后净利润率	34.2%	25.0%	26.5%	28.5%	32.7%	28.4%			26.7%		27.7%	
同比增长（%）												
收入（YoY）	420.9%	215.3%	125.7%	57.0%	64.1%	58.3%			53.7%		52.5%	
收入（QoQ）	7.8%	17.7%	13.5%	9.0%	12.6%	13.6%			10.3%		9.4%	
经营利润	1747.8%	426.6%	139.3%	21.2%	62.0%	90.7%			77.6%		77.6%	
调整后净利润	614.5%	236.4%	89.3%	20.2%	56.8%	89.9%			73.4%		78.9%	

资料来源: 公司，彭博，招银国际预测

图 2: 2Q18 收入细分

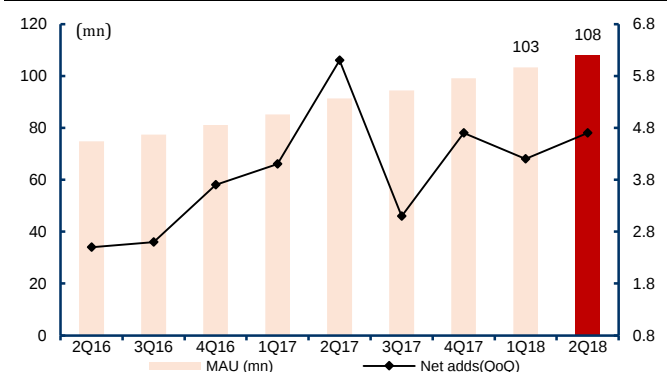
百万美元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	QoQ	YoY
收入	265.2	312.2	354.5	386.4	435.1	494.3	14%	58%
直播	212.6	259.4	302.6	328.0	371.5	411.0	11%	58%
增值服务	22.9	24.6	26.3	29.4	37.0	55.2	49%	124%
手游	11.6	19.0	17.4	21.8	6.6	22.3	235%	17%
移动营销	17.9	9.1	8.0	6.9	18.7	5.5	-71%	-40%
其他	0.3	0.0	0.1	0.3	1.3	0.4	-72%	3440%

资料来源: 公司

月活和付费用户增势向好

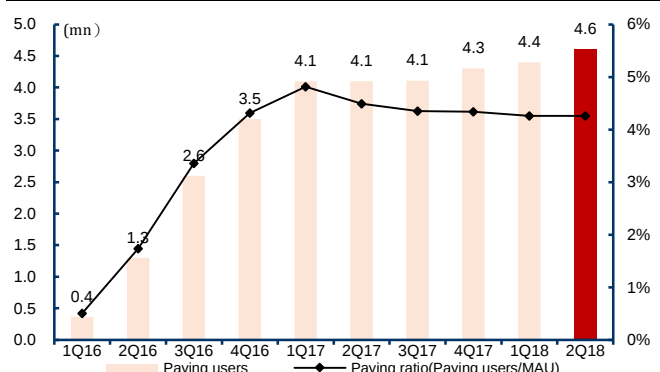
如前期2Q18预览报告中所述，尽管世界杯带来分流影响，公司2Q18月活仍攀升至1.08亿，环比增长4.5%，受益于：1）运营优化；2）配合世界杯举办的非赛事运营（譬如金球大赢家集卡活动、名人直播）。同时，2Q18直播付费用户增长至460万，环比增长4.5%，受惠于：1）工会合作加深、激励机制优化；2）粉丝团战刺激长尾用户付费热情。基于近期月活数据监测及用户留存向好趋势，我们看好2H18的用户增长空间，而冠名热门综艺《幻乐之城》预计将进一步推动公司2H18的品牌推广。

图 3: 陌陌季度月活



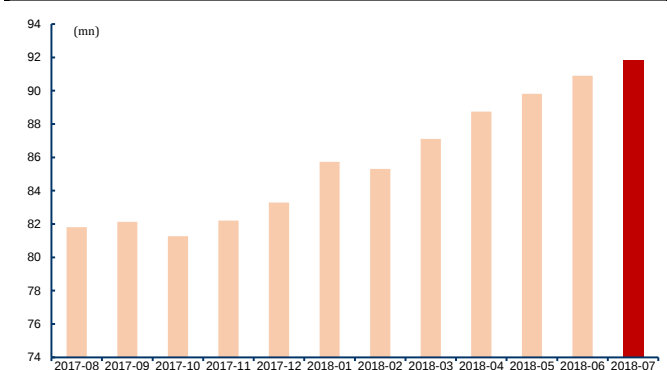
资料来源: 公司

图 4: 陌陌直播付费用户数



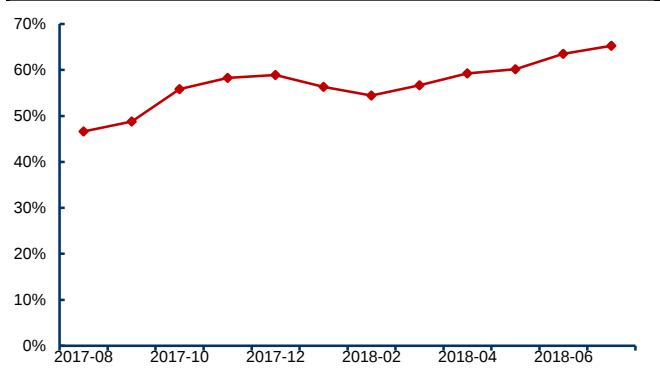
资料来源: 公司

图 5: 月活趋势



资料来源: QuestMobile

图 6: 留存率稳健上扬

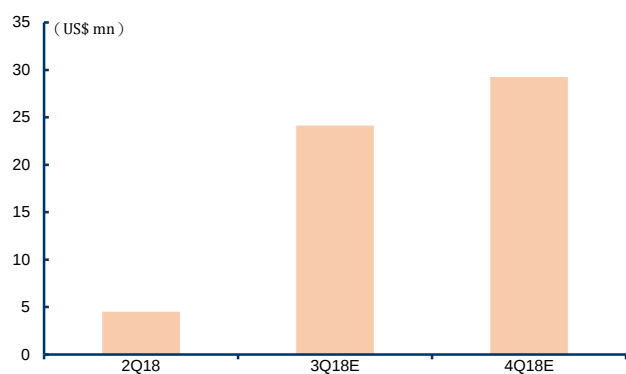


资料来源: QuestMobile

憧憬探探变现优化及 VAS 增量补充

探探已于 6 月起并表，贡献收入约 450 万美元。截至 6 月底，探探会员户数达到 310 万，符合我们的预期。探探自 7 月起新推两项会员服务（“超级曝光”和“查看谁喜欢我”），我们预计优化版会员功能将有效刺激探探 FY18E 及 FY19E 的付费转化率及 ARPU 值。此外，公司整体 2Q18 VAS 收入同比增长 124% 至 5,500 万美元，其中陌陌 VAS 付费用户数增至 530 万，环比增加 4%。结合探探变现空间打开及陌陌 VAS 玩法出新（e.g. 聊天室、KTV），我们预计 FY18E VAS 收入增长高达 148%，占全年收入 13%（对比 FY17 占比 8%）。

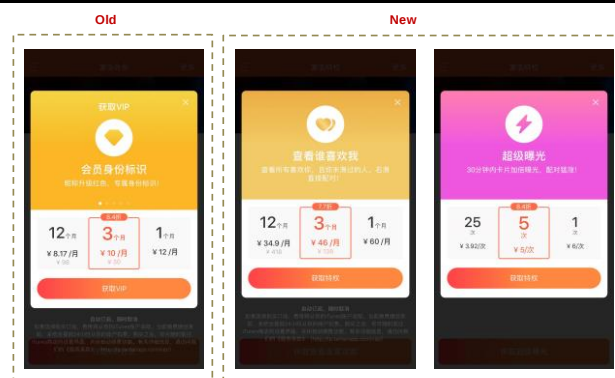
图 7: 探探收入预测



资料来源: 公司, 招银国际预测

注释: 2Q18 仅考虑 6 月收入

图 8: 探探会员价目



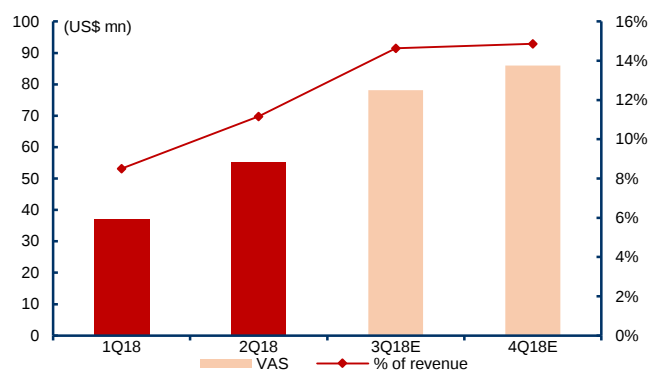
资料来源: 探探

图 9: 陌陌聊天室功能



资料来源: 公司

图 10: 陌陌 VAS 收入及预测



资料来源: 公司, 招银国际预测

3Q18 利润率短期摊薄，但全年利润率稳健

我们预计 3Q18 毛利率将环比上升 1 个百分点，归因于《幻乐之城》的收入贡献。3Q18 经营利润率将会是全年低点，源于：1) 营销费率将环比增加 3~4 个百分点，考虑《幻乐之城》及探探推广；2) 研发费率及管理费率环比上升 1~2 个百分点；3) 3Q18 退税收入较少。但全年来看，我们预测 FY18E 经营利润率同比保持稳定，且 4Q18E 经营利润率有望环比回升，受益于：1) 《幻乐之城》制作费用将于 3Q18 结清，而其于 4Q18 录得的广告收入将有效改善 4Q18 毛利率；2) 营销费用主要集中在 3Q18；4Q18 营销费率的控制有效抵消研发费率的上升。故而我们预计 FY18E 经营利润率将依旧同比保持稳定。

基于公司超预期的收入指引及稳健的用户数增长，我们分别上调 FY18/19E 净利润 3%/2%，对应 FY18-20E 调整后净利润 CAGR 为 27%。

图 11: 招银国际预测与彭博一致预测对比

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	2,041	2,705	3,263	2,018	2,599	3,131	1.1%	4.1%	4.2%
毛利润	978	1,319	1,601	981	1,285	1,553	-0.2%	2.6%	3.1%
经营利润	538	691	861	536	702	862	0.4%	-1.5%	0.0%
调整后净利润	537	696	875	538	693	850	-0.1%	0.5%	2.9%
调整后 EPS(美元)	2.54	3.25	4.08	2.52	3.20	4.02	0.9%	1.4%	1.4%
毛利率	47.9%	48.8%	49.1%	48.6%	49.4%	49.6%	-0.7ppts	-0.7ppts	-0.5ppts
经营利润率	26.4%	25.6%	26.4%	26.6%	27.0%	27.5%	-0.2ppts	-1.4ppts	-1.1ppts
调整后净利润率	26.3%	25.8%	26.8%	26.7%	26.7%	27.2%	-0.3ppts	-0.9ppts	-0.3ppts

资料来源: 公司, 彭博, 招银国际预测

图 12: 年度财务预测修改

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	2,041	2,705	3,263	1,986	2,621	3,211	2.8%	3.2%	1.6%
毛利润	978	1,319	1,601	973	1,283	1,576	0.6%	2.8%	1.6%
经营利润	538	691	861	508	652	803	5.8%	6.1%	7.3%
调整后净利润	537	696	875	521	683	855	3.2%	1.9%	2.4%
调整后 EPS(美元)	2.54	3.25	4.08	2.49	3.20	3.99	2.1%	1.4%	2.3%
毛利率	47.9%	48.8%	49.1%	49.0%	49.0%	49.1%	-1.0ppts	-0.2ppts	+0.0ppts
经营利润率	26.4%	25.6%	26.4%	25.6%	24.9%	25.0%	+0.8ppts	+0.7ppts	+1.4ppts
调整后净利润率	26.3%	25.8%	26.8%	26.2%	26.1%	26.6%	+0.1ppts	-0.3ppts	+0.2ppts

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 13: 公司季度财务预测

	2017A				2018E				2019E			
(百万美元)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
总收入	265.2	312.2	354.5	386.4	435.1	494.3	533.4	578.3	581.3	674.5	700.6	748.1
直播	212.6	259.4	302.6	328.0	371.5	411.0	433.9	464.8	471.7	519.7	551.3	582.0
增值服务	22.9	24.6	26.3	29.4	37.0	55.2	78.1	86.0	94.1	100.6	109.9	115.6
手游	11.6	19.0	17.4	21.8	6.6	22.3	14.5	18.7	8.1	45.6	28.8	36.8
移动营销	17.9	9.1	8.0	6.9	18.7	5.5	6.5	8.4	7.0	8.2	10.2	13.2
其他	0.3	0.0	0.1	0.3	1.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
销售成本	120.1	150.1	177.4	199.7	209.1	268.9	283.6	301.0	299.2	336.5	364.0	385.9
Non-GAAP毛利	145.2	162.1	177.1	186.7	226.0	225.4	249.8	277.2	282.1	338.0	336.6	362.3
经营费用	54.1	88.3	88.1	79.6	78.5	84.8	137.7	139.6	128.0	167.0	166.4	166.3
销售费用	32.2	66.7	55.0	54.3	42.0	50.6	80.0	75.2	63.9	94.4	91.1	89.8
行政费用	6.5	8.3	8.2	10.4	9.9	7.6	10.7	11.6	12.7	16.9	13.3	14.2
研发费用	6.8	7.9	11.1	16.4	15.2	21.2	26.7	34.7	29.1	33.7	35.0	37.4
股权激励	9.5	13.0	14.7	12.5	12.4	21.0	21.3	23.1	23.3	27.0	28.0	29.9
经营利润	91.0	73.7	89.0	107.1	147.5	140.6	112.1	137.7	154.1	171.0	170.2	196.0
调整后 EBIT	100.6	86.7	103.7	119.6	159.9	161.6	133.5	160.8	177.4	198.0	198.2	225.9
调整后 EBITDA	83.7	63.2	77.6	98.5	140.1	125.1	95.9	119.6	137.7	150.8	148.9	172.8
利息收入	3.8	4.6	6.0	7.2	7.5	6.3	6.6	7.3	8.9	10.0	12.0	13.6
其他收入	2.2	0.5	1.2	2.0	1.3	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
税前利润	97.0	78.9	96.2	116.3	156.3	148.6	120.4	146.7	164.7	182.7	183.9	211.2
所得税	15.8	13.9	17.2	19.0	26.9	31.1	25.2	30.7	34.5	38.3	38.5	44.3
非控制股东权益	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
净利润	81.2	65.1	79.1	97.5	129.9	117.8	95.5	116.3	130.5	144.8	145.7	167.3
调整后净利润	90.7	78.1	93.8	110.0	142.3	138.8	116.9	139.4	153.8	171.7	173.7	197.2
摊薄EPS	0.40	0.31	0.38	0.47	0.63	0.56	0.45	0.54	0.61	0.67	0.68	0.78
调整后 EPS	0.44	0.38	0.45	0.53	0.69	0.66	0.55	0.65	0.72	0.80	0.81	0.92
财务指标												
毛利率	54.7	51.9	50.0	48.3	51.9	45.6	46.8	47.9	48.5	50.1	48.1	48.4
经营利润率	34.3	23.6	25.1	27.7	33.9	28.4	21.0	23.8	26.5	25.3	24.3	26.2
调整后经营利润率	37.9	27.8	29.2	30.9	36.7	32.7	25.0	27.8	30.5	29.3	28.3	30.2
调整后 EBITDA 利润率	31.5	20.2	21.9	25.5	32.2	25.3	18.0	20.7	23.7	22.4	21.3	23.1
净利润率	30.6	20.9	22.3	25.2	29.8	23.8	17.9	20.1	22.5	21.5	20.8	22.4
调整后净利润率	34.2	25.0	26.5	28.5	32.7	28.1	21.9	24.1	26.5	25.5	24.8	26.4
环比增长 (%)												
收入	7.8	17.7	13.5	9.0	12.6	13.6	7.9	8.4	0.5	16.0	3.9	6.8
毛利	6.6	11.6	9.3	5.4	21.1	-0.3	10.8	11.0	1.8	19.8	-0.4	7.6
经营利润	3.0	-19.0	20.7	20.3	37.8	-4.7	-20.3	22.8	12.0	10.9	-0.5	15.1
净利润	-3.1	-19.8	21.4	23.3	33.2	-9.3	-18.9	21.7	12.3	10.9	0.6	14.8
调整后净利润	-0.9	-13.9	20.0	17.3	29.3	-2.4	-15.8	19.3	10.3	11.7	1.1	13.5
摊薄EPS	-2.6	-20.9	21.3	23.5	33.6	-11.0	-19.3	21.1	12.3	10.3	0.6	14.8
调整后 EPS	-0.4	-15.0	19.8	17.5	29.8	-4.3	-16.2	18.7	10.3	11.1	1.1	13.5
同比增长 (%)												
收入	420.9	215.3	125.7	57.0	64.1	58.3	50.5	49.7	33.6	36.5	31.4	29.4
毛利	369.5	184.0	99.6	37.0	55.7	39.1	41.1	48.5	24.8	50.0	34.8	30.7
经营利润	1,747.8	426.6	139.3	21.2	62.0	90.7	26.0	28.6	4.5	21.6	51.8	42.3
净利润	614.5	236.4	89.3	20.2	56.8	77.6	24.7	26.7	8.1	23.7	48.6	41.5
调整后净利润	614.5	236.4	89.3	20.2	56.8	77.6	24.7	26.7	8.1	23.7	48.6	41.5
摊薄EPS	1,033.7	306.8	99.1	15.4	58.3	78.0	18.5	16.2	-2.4	21.1	51.0	43.2
调整后 EPS	603.4	223.8	86.0	19.2	55.3	74.9	22.3	23.5	5.0	21.9	47.1	40.8

资料来源: 公司, 招银国际预测

估值预测

公司当前股价为 17.2x/13.5x FY18/19 PE。基于公司超预期的收入指引及稳健的用户数增长，我们分别上调 FY18/19E 净利润 3%/2%，对应 FY18-20E 调整后净利润 CAGR 为 27%。目标价基本不变，为 60.3 美元(基于 DCF 估值)，对应 24x/19x FY18/19E PE，0.7x FY19E PEG。维持买入评级。

图 14: DCF 估值测算及敏感度分析

DCF估值模型 (US\$ mn)										
现金流量预测	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
息税前利润	616	799	1,007	1,217	1,419	1,620	1,815	2,001	2,174	2,335
实际税项	-114	-156	-196	-237	-276	-315	-353	-389	-423	-455
折旧与摊销	27	35	-19	-23	-27	-31	-34	-38	-41	-44
营运资本	124	85	102	124	144	164	184	203	221	237
资本开支	-35	-41	-34	-41	-48	-55	-61	-68	-74	-79
自由现金流量	618	724	860	1,039	1,212	1,384	1,550	1,709	1,857	1,994
自有现金流同比增速	60%	17%	28%	21%	17%	14%	12%	10%	9%	7%
永续期折现值										20,326
现金流折现(包括永续期折现值)	546	566	595	635	655	661	655	638	613	6,514

基本参数	
WACC	13.1%
税率	25.0%
无风险利率	3.6%
债务成本	0.0%
Beta	1.16
风险溢价	11.8%
权益成本	13.1%
目标债务/(权益+债务)	0.0%
长期增长率	3.0%
债券价值	0

公司价值计算	
现金流折现	12,077
减：净金融负债	-486
减：少数股东权益	-1
股本价值	12,563
股本数量(百万)	208
DCF法之每股价值(美元)	60.3

资料来源: 公司, 彭博, 招银国际预测

WACC						
长期增长率		11%	12%	13%	14%	15%
	1.5%	71.2	63.3	56.3	51.6	47.1
	2.0%	73.4	65.0	57.5	52.6	47.8
	2.5%	75.8	66.8	58.9	53.6	48.7
	3.0%	78.6	68.8	60.3	54.8	49.6
	3.5%	81.7	71.1	62.0	56.1	50.6
	4.0%	85.3	73.6	63.8	57.5	51.7
	4.5%	89.4	76.5	65.8	59.0	52.8

图 15: 同业估值比较

公司	股票代码	货币	股价	CMBI 评级	市值 (百万美元)	EPS			PE			FY0-2E EPS CAGR	PEG
						FY0E	FY1E	FY2E	FY0E	FY1E	FY2E		
阿里巴巴	BABA US	USD	174.2	BUY	451,636	39.5	52.5	67.6	30.1	22.7	17.6	31%	0.73
百度	BIDU US	USD	224.4	BUY	78,550	70.2	80.1	96.7	21.8	19.1	15.8	17%	1.10
Facebook	FB US	USD	174.6	NR	504,238	8.0	9.5	10.5	21.7	18.5	16.6	14%	1.29
YY	YY US	USD	77.1	BUY	4,875	51.6	60.9	71.9	10.2	8.6	7.3	18%	0.48
新浪	SINA US	USD	69.9	NR	4,992	3.1	4.5	7.0	22.6	15.5	10.1	50%	0.31
微博	WB US	USD	78.6	NR	17,533	2.8	3.8	5.1	28.5	20.6	15.3	37%	0.56
陌陌	MOMO US	USD	43.8	BUY	8,931	2.5	3.2	4.0	17.4	13.7	10.9	26%	0.52
平均									21.8	17.0	13.4		0.84

资料来源: 彭博

利润表

年结:12月31日 (百万美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	553	1,318	2,041	2,705	3,263
直播	377	1,103	1,681	2,125	2,566
增值服务	68	103	256	420	497
手游	35	70	62	119	139
移动营销	66	42	39	39	60
其他	7	1	2	2	2
销售成本	(240)	(647)	(1,063)	(1,386)	(1,662)
毛利	313	671	978	1,319	1,601
销售费用	(91)	(208)	(248)	(339)	(392)
行政费用	(20)	(33)	(40)	(57)	(66)
研发费用	(26)	(42)	(98)	(135)	(163)
股权激励	(32)	(50)	(78)	(108)	(131)
经营利润	144	361	538	691	861
利息收入	8	22	28	44	73
其他收入	(2)	6	6	7	7
税前利润	150	388	572	743	941
所得税	(5)	(66)	(114)	(156)	(197)
非控制股东权益	-	1	1	1	1
净利润	145	323	459	588	745
调整后净利润	177	373	537	696	875

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结:12月31日 (百万美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	50	113	925	939	943
物业、厂房及设备	15	42	57	71	75
联营公司	32	44	62	62	62
无形资产	-	-	-	-	-
其他	3	27	806	806	806
流动资产	720	1,189	1,415	2,088	2,223
现金及现金等价物	258	687	888	1,548	1,686
定期存款	394	374	416	416	416
应收账款	36	40	39	51	49
关连款项	-	-	-	-	-
其他	33	88	72	72	72
流动负债	134	260	368	465	442
借债	-	-	-	-	-
应付账款	40	75	102	133	127
应付税项	-	-	-	-	-
其他应付款项	93	186	265	332	315
非流动负债	2	4	345	345	345
长期银行贷款	-	-	-	-	-
其他	2	2	45	45	45
净资产总值	634	1,038	1,629	2,217	2,380
股东权益	634	1,038	1,629	2,217	2,380
少数股东权益	-	-	-	-	-

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结:12月31日(百万美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
年度利润	145	322	458	587	744
折旧和摊销	8	12	27	35	41
营运资金变动	31	68	124	85	(21)
税务开支	-	-	-	-	-
其他	34	50	78	108	131
经营活动所得现金净额	218	452	687	816	894
购置固定资产、无形资产及土地	(7)	(39)	(35)	(41)	(37)
联营公司	(494)	-	-	-	-
其他	383	(17)	(846)	(8)	(8)
投资活动所得现金净额	(118)	(56)	(882)	(49)	(45)
长期负债变化	0	0	42	-	-
购买普通股的付款	0	-	-	-	-
其他	(0)	34	353	(107)	(711)
融资活动所得现金净额	0	34	395	(107)	(711)
现金增加净额	100	430	201	660	138
年初现金及现金等价物	169	258	687	888	1,548
汇兑	(12)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	258	687	888	1,548	1,686
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	258	687	888	1,548	1,686

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
直播	68.1	83.6	82.4	78.6	78.6
增值服务	12.2	7.8	12.6	15.5	15.2
手游	6.4	5.3	3.0	4.4	4.2
移动营销	12.0	3.2	1.9	1.4	1.8
其他	1.2	0.1	0.1	0.1	0.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	312.8	138.3	54.8	32.5	20.7
毛利	199.8	114.4	45.8	34.8	21.4
经营利润	2473.7	149.8	49.1	28.5	24.6
净利润	469.4	110.6	44.2	29.6	25.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	56.6	50.9	47.9	48.8	49.1
税前利率	27.2	29.5	28.0	27.5	28.8
净利润率	26.3	24.5	22.5	21.8	22.8
调整后净利润率	32.0	28.3	26.3	25.8	26.8
有效税率	(3)	(17)	(20)	(21)	(21)
资产负债比率					
流动比率 (x)	5.4	4.6	3.9	4.5	5.0
平均应收账款周转天数	23.8	11.0	7.0	6.9	5.5
平均应付账款周转天数	61.5	42.0	35.2	35.1	27.9
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	23.7	37.4	35.1	33.5	39.5
资产回报率	27.0	36.0	29.5	26.0	28.3
每股数据					
每股盈利(美元)	0.87	1.79	2.54	3.25	4.08
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值(美元)	3.07	4.98	7.62	10.38	11.08

来源: 公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。