

天鸽互动(1980 HK, HK\$5.10, 目标价:HK\$5.96, 买入) - 领先的“多对多”实时社交视频平台

- ❖ **中国最大的实时社交视频平台。**以总用户消费计，天鸽是中国最大的实时视频社交平台，并为“多对多”视频社交模式的先行者和领导者。根据艾瑞咨询的报告，以总用户消费计，天鸽在中国实时视频社交的市场份额在2013年达到33.9%。
- ❖ **同时经营“多对多”及“一对多”社区。**天鸽的核心业务是实时社交视频平台，包括运营“多对多”及“一对多”社区。公司的两个主要“多对多”社区平台包括9158视频和新浪SHOW，另外天鸽还经营六个其它社区，各偏重于不同的内容和地区。天鸽唯一的“一对多”社交视频平台为新浪Showcase。
- ❖ **主要用户都来自低收入群体。**天鸽的实时社交视频平台中的用户主要来自一些娱乐设施及社交活动普遍缺乏的2-4线城市，以及一线城市里的流动人口。这些流动人口虽有娱乐设施供其选择，但仍会使用天鸽的社交视频平台与他们家乡的朋友和家人交流。
- ❖ **扩大移动游戏和网上游戏市场。**天鸽计划利用其庞大的用户群拓展移动及网上游戏市场。公司计划用3种不同的方式来拓展游戏业务：1) 扩展内部研发团队；2) 外包游戏开发给第三方公司和3) 从第三方游戏开发商获得授权。公司目前经营一个手机游戏“三国志：国战版”，游戏在13年8月正式推出，于14第二季有32万月度活跃用户。在7-8月间，天鸽已为新游戏进行beta测试，并将实时视频互动功能嵌入该游戏。
- ❖ **我们预测公司14-15财年每股盈利分别为人民币0.26元和0.31元。以我们15财年的盈利预测估算，天鸽目前的市盈率为15.6倍。我们用行业平均18.2倍15财年市盈率为天鸽估值。目标价为5.96港元，相当于16.8%的上涨空间。我们的初始评级为买入。**

天鸽互动 (1980 HK)

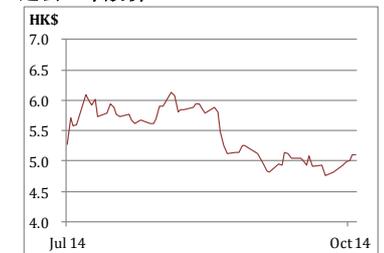
| | |
|-----------------|-------------|
| 评级 | 买入 |
| 收市价 | HK\$5.10 |
| 目标价 | HK\$5.96 |
| 市值(港币百万) | 6,440 |
| 过去3个月平均交易(港币百万) | N.A. |
| 52周高/低(港币) | 6.31/4.70 |
| 发行股数(百万) | 1,263 |
| 主要股东 | 傅政军 (24.2%) |
| 来源: 彭博 | |

股价表现

| | 绝对 | 相对 |
|----|-------|--------|
| 1月 | -0.4% | 6.6% |
| 3月 | -8.9% | -10.1% |
| 6月 | NA | NA |

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

| (截至12月31日) | FY12A | FY13A | FY14E | FY15E | FY16E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额(港币百万元) | 456 | 548 | 719 | 920 | 1,115 |
| 调整后净利润(港币百万元) | 158 | 206 | 259 | 323 | 397 |
| 调整后每股收益(港币) | N.A. | N.A. | N.A. | 0.26 | 0.31 |
| 调整后每股收益变动(%) | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | 22.9 |
| 市盈率(x) | N.A. | N.A. | N.A. | 15.6 | 12.7 |
| 市帐率(x) | N.A. | N.A. | N.A. | 3.5 | 2.9 |
| 股息率(%) | N.A. | N.A. | N.A. | 1.7 | 2.2 |
| 调整后权益收益率(%) | 37.0 | 44.4 | 20.7 | 22.3 | 23.2 |
| 净财务杠杆率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |

来源: 公司及招銀国际研究部

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 公允价值虧損 | (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 | (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 |

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，招银国际预测

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）没有在有关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: 香港中环夏意道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。报告所载资料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，并可能会受标的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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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法律责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，请与我们联系。

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 年证券交易法规则 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其他人。