


**陌陌(MOMO US)**

## 2Q18 預覽：憧憬探探變現空間

- ❖ **負面因素已消化。**我們略微下調 2Q18 收入預測 1%，略低于指引中值，歸因于：1) 世界杯負面影響；及 2) 人民幣貶值（公司財報以美元計價）。但我們相信上述負面影響，包括近期抖音開放直播等風險，已在近來低迷股價中完全體現。未來我們對公司 2H18 及 FY19 的收入增長更為樂觀，源于探探新增付費功能，及 2H18 營銷加大投入下的收入提振（配合運營優化及玩法出新）。
- ❖ **預計 2Q18 用戶增長向好。**我們預計 2Q18 月活環比增長 4% 至 107 萬，受益于：1) 留存率的穩健上揚（自 2017 年 10 月以來）；2) 沉睡用戶喚醒存在較大提升空間（獲客成本更低，留存率更高）。部分直播用戶或分流至世界杯，但我們預計公司 6 月非賽事運營（e.g. 金球大贏家集卡活動、名人直播）可抵消世界杯影響。此外，直播付費用戶數仍存在提升空間，源于：1) 工會合作加深、激勵機制優化；2) 電臺等小額付費模式降低直播社交門檻；3) 粉絲團戰刺激長尾用戶付費熱情。另外，冠名熱門綜藝《幻樂之城》預計將進一步推動公司品牌推廣及用戶增長。
- ❖ **看好探探付費提價、變現加強。**探探將于 6 月并表（6 月收入指引~450 萬美元）。探探已于 2018 年 1 月開始貨幣化（會員訂閱），我們對其 2H18 及 FY19 收入貢獻更為樂觀，源于更為多樣化的會員功能設計及更高的會員價格（我們注意到自七月起公司新推出兩款會員專屬服務，即“超級曝光”與“查看誰喜歡我”。其中，“查看誰喜歡我”功能月費高達 60 元人民幣，遠高于基本會員月費 12 元。參考 Tinder 在推出高級版付費服務 Tinder Gold（類似于探探的“查看誰喜歡我”）後的亮眼財務表現，我們預計優化版會員功能將有效刺激探探 FY18 及 FY19 的付費轉化率及 ARPU 值。我們預測探探 FY18 的收入/淨虧損分別為~5,800 萬/2,800 萬美元，拖累公司利潤率約 3%。
- ❖ **2Q18 利潤率短期攤薄，但全年利潤率穩健。**我們預計 2Q18 毛利率環比下跌兩個百分點，歸因于主播激勵優化。研發費率預計環比上升 1~2 個百分點，用于招聘算法工程師。但市場推廣費預計較溫和。考慮可轉債攤薄及探探虧損，我們預計公司 2Q18 調整後淨利潤為 27%，EPS 為 0.63 美元（較市場預期高 3%）。全年來看，我們預測 FY18E 經營利潤率同比保持穩定，源于營銷費率的控制抵消研發費率的上升。
- ❖ **維持買入評級，上調目標價至 60 美元。**公司當前股價為 16.1x/12.5 FY18/19 PE。為反映探探的貨幣化潛力，我們分別上調 FY18/19/20E 淨利潤 0%/4%/4%，對應 FY18-20E 調整後淨利潤 CAGR 為 27%。目標價從 50.7 美元上調至 60.3 美元（基于 DCF 估值），對應 25x/19x FY18/19E PE，0.7x 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	1,986	2,621	3,211
調整後淨利潤(百萬美元)	177	373	521	683	855
調整後 EPADS(美元)	0.87	1.79	2.49	3.20	3.99
EPADS 變動(%)	462%	106%	39%	29%	24%
市盈率(x)	46.0	22.3	16.1	12.5	10.0
市帳率(x)	10.4	6.4	4.4	3.2	3.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	24%	37%	35%	33%	39%
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\$60.3
（此前目標價	US\$50.7）
潛在升幅	+51.0%
當前股價	US\$39.9

#### 黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

#### 伍力恒

電話：(852) 3900 0881

郵件：alexng@cmbi.com.hk

### 互聯網行業

市值(百萬美元)	8,230
3月平均流通量(百萬美元)	218.0
52周內股價高/低(美元)	54/22
總股本(百萬)	199.2

資料來源：彭博

### 股東結構

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

資料來源：彭博

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-13.0%	-11.0%
3-月	6.2%	15.1%
6-月	35.4%	59.5%

資料來源：彭博

### 股價表現



資料來源：彭博

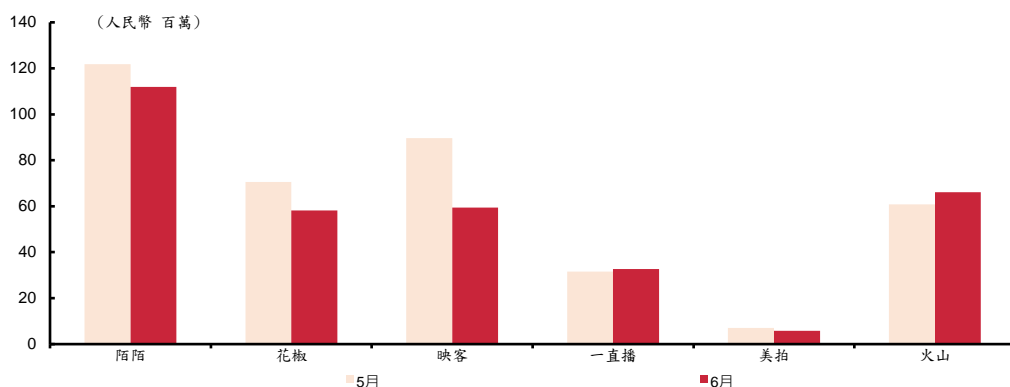
### 審計師：德勤

公司網站：www.immomo.com

## 負面因素已消化

我們略微下調 2Q18 收入預測 1%，略低于指引中值，歸因于：1) 世界杯負面影響；及 2) 人民幣貶值（公司財報以美元計價）。但我們相信上述負面影響，包括近期抖音開放直播等風險，已在近來低迷股價中完全體現。未來我們對公司 2H18 及 FY18 的收入增長更為樂觀，源于探探新增付費功能，及 2H18 營銷加大投入下的收入提振（配合運營優化及玩法出新）。

圖 1: 世界杯對直播行業 6 月利潤形成壓力



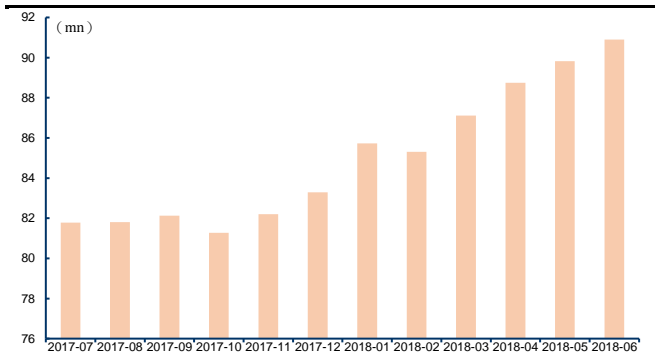
資料來源：今日網紅，CMBIS

注：統計樣本：6 月份各平臺收入前 300 的頭部主播

## 預計 2Q18 用戶增長向好

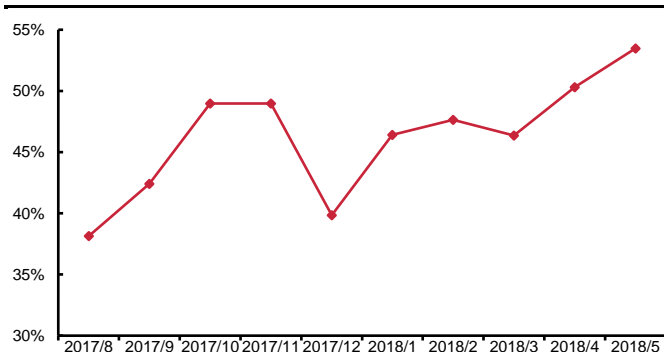
我們預計 2Q18 月活環比增長 4% 至 107 萬，受益于：1) 留存率的穩健上揚（自 2017 年 10 月以來）；2) 沉睡用戶喚醒存在較大提升空間（獲客成本更低，留存率更高）。部分直播用戶或分流至世界杯，但我們預計公司 6 月非賽事運營（e.g. 金球大贏家集卡活動、名人直播）可抵消世界杯影響。此外，直播付費用戶數仍存在提升空間，源于：1) 工會合作加深、激勵機制優化；2) 電臺等小額付費模式降低直播社交門檻；3) 粉絲團戰刺激長尾用戶付費熱情。另外，冠名熱門綜藝《幻樂之城》預計將進一步推動公司品牌推廣及用戶增長。

圖 2: 月活趨勢



資料來源：QuestMobile

圖 3: 留存率穩健上揚

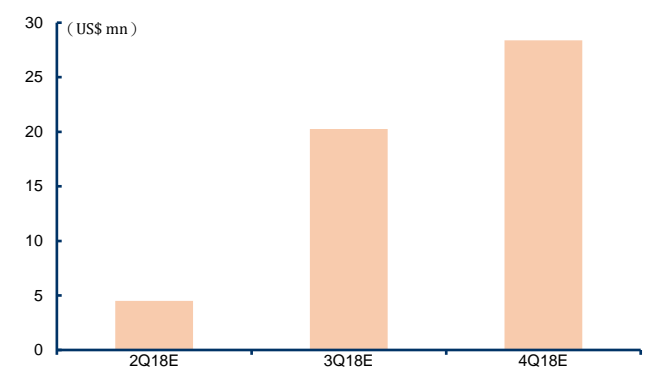


資料來源：QuestMobile

## 看好探探付費提價、變現加強

探探將於6月并表（6月收入指引~450萬美元）。探探已于2018年1月開始貨幣化（會員訂閱），我們對其2H18及FY19收入貢獻更為樂觀，源于更為多樣化的會員功能設計及更高的會員價格（我們注意到自七月起公司新推出兩款會員專屬服務，即“超級曝光”與“查看誰喜歡我”。其中，“查看誰喜歡我”功能月費高達60元人民幣，遠高于基本會員月費12元。參考Tinder在推出高級版付費服務Tinder Gold（類似于探探的“查看誰喜歡我”）後的亮眼財務表現，我們預計優化版會員功能將有效刺激探探FY18及FY19的付費轉化率及變現能力。我們預測探探FY18的收入/淨虧損分別為~5,800萬/2,800萬美元，拖累公司利潤率約3%。

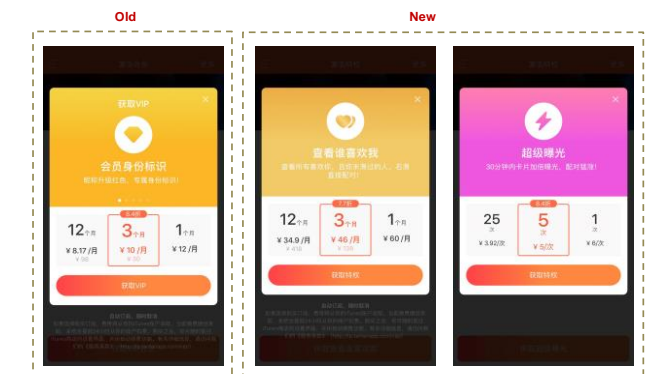
圖 4: 探探收入預測



資料來源: 招銀國際預測

注釋: 2Q18E 僅考慮6月收入

圖 5: 探探會員價目



資料來源: 探探

## 2Q18 利潤率短期攤薄，但全年利潤率穩健

我們預計 2Q18 毛利率環比下跌兩個百分點，歸因于主播激勵優化。研發費率預計環比上升 1~2 個百分點，用于招聘算法工程師。但市場推廣費預計較溫和。考慮可轉債攤薄及探探虧損，我們預計公司 2Q18 調整後淨利潤為 27%，EPS 為 0.63 美元（較市場預期高 3%）。全年來看，我們預測 FY18E 經營利潤率同比保持穩定，源于營銷費率的控制抵消研發費率的上升。

圖 6: 季度財務回顧

百万美元	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E(最新)	2Q18E QoQ	2Q18E YoY	2Q18E 一致預期	Diff %	2Q18E CMB(此前)	Diff %
收入	246	265	312	354	386	435	476	9.4%	52.5%	481	-1%	481	-1.0%
經營利潤	88	91	74	89	107	148	131	-11.5%	77.1%	132	-1%	130	0.2%
淨利潤	84	81	65	79	98	130	113	-13.1%	73.3%	116	-3%	113	0.2%
調整後淨利潤	92	91	78	94	110	142	132	-7.3%	68.8%	128	3%	132	0.0%
EPS (美元)	0.44	0.44	0.38	0.45	0.53	0.69	0.63	-8.3%	68.6%	0.62	3%	0.63	0.0%
<b>利潤率 (%)</b>													
毛利率	55.3%	54.7%	51.9%	50.0%	48.2%	51.8%	49.1%			49.2%		49.8%	
經營利潤率	35.9%	34.3%	23.6%	25.1%	27.7%	33.9%	27.4%			27.4%		27.1%	
調整後淨利潤率	37.2%	34.2%	25.0%	26.5%	28.5%	32.7%	27.7%			26.6%		27.4%	
<b>同比增長 (%)</b>													
收入 (YoY)	523.7%	420.9%	215.3%	125.7%	57.0%	64.1%	52.5%			54.1%		54.1%	
收入 (QoQ)	56.7%	7.8%	17.7%	13.5%	9.0%	12.6%	9.4%			10.6%		10.5%	
經營利潤	2445.6%	1747.8%	426.6%	139.3%	21.2%	62.0%	77.1%			78.8%		76.8%	
調整後淨利潤	674.4%	614.5%	236.4%	89.3%	20.2%	56.8%	68.8%			63.7%		68.8%	

資料來源: 公司, 彭博, 招銀國際預測

圖 7: 招銀國際預測與彭博一致預測對比

百万美元 (年結: 12月31日)	CMBI 預測			彭博一致預測			差異 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	1,986	2,621	3,211	1,998	2,562	3,064	-0.6%	2.3%	4.8%
毛利潤	973	1,283	1,576	979	1,251	1,490	-0.6%	2.6%	5.8%
經營利潤	508	652	803	532	691	836	-4.5%	-5.6%	-4.0%
調整後淨利潤	521	683	855	520	667	808	0.1%	2.5%	5.8%
調整後EPS(美元)	2.49	3.20	3.99	2.52	3.20	3.90	-1.2%	0.1%	2.2%
毛利率	49.0%	49.0%	49.1%	49.0%	48.8%	48.6%	+0.0ppts	0.1ppts	+0.5ppts
經營利潤率	25.6%	24.9%	25.0%	26.6%	26.9%	27.3%	-1.0ppts	-2.1ppts	-2.3ppts
調整後淨利潤率	26.2%	26.1%	26.6%	26.0%	26.0%	26.4%	0.2ppts	0.0ppts	+0.2ppts

資料來源: 公司, 彭博, 招銀國際預測

圖 8: 年度財務預測修改

百万美元 (年結: 12月31日)	最新預測			此前預測			差異 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	1,986	2,621	3,211	2,001	2,552	3,110	-0.7%	2.7%	3.2%
毛利潤	973	1,283	1,576	980	1,240	1,516	-0.8%	3.5%	3.9%
經營利潤	508	652	803	507	626	768	0.2%	4.2%	4.6%
調整後淨利潤	521	683	855	520	658	820	0.0%	3.8%	4.2%
調整後EPS(美元)	2.49	3.20	3.99	2.49	3.09	3.83	0.0%	3.8%	4.2%
毛利率	49.0%	49.0%	49.1%	49.0%	48.6%	48.8%	+0.0ppts	+0.4ppts	+0.3ppts
經營利潤率	25.6%	24.9%	25.0%	25.4%	24.5%	24.7%	+0.2ppts	+0.4ppts	+0.3ppts
調整後淨利潤率	26.2%	26.1%	26.6%	26.0%	25.8%	26.4%	+0.2ppts	+0.3ppts	+0.2ppts

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 9: 公司季度財務預測

(百万美元)	2017A				2018E				2019E			
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
<b>总收入</b>	<b>265.2</b>	<b>312.2</b>	<b>354.5</b>	<b>386.4</b>	<b>435.1</b>	<b>476.2</b>	<b>513.2</b>	<b>561.5</b>	<b>559.4</b>	<b>642.3</b>	<b>682.6</b>	<b>736.8</b>
直播	212.6	259.4	302.6	328.0	371.5	393.4	407.2	436.2	442.7	487.8	517.4	546.3
增值服務	22.9	24.6	26.3	29.4	37.0	42.5	63.9	71.0	78.9	84.9	93.6	98.6
手游	11.6	19.0	17.4	21.8	6.6	16.9	14.5	18.6	8.1	34.6	28.6	36.6
移動營銷	17.9	9.1	8.0	6.9	18.7	22.1	26.2	34.1	28.2	33.4	41.2	53.5
其他	0.3	0.0	0.1	0.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8
銷售成本	120.1	150.1	177.4	199.7	209.1	242.4	268.5	293.3	288.9	324.0	351.1	373.8
<b>Non-GAAP毛利</b>	<b>145.2</b>	<b>162.1</b>	<b>177.1</b>	<b>186.7</b>	<b>226.0</b>	<b>233.9</b>	<b>244.6</b>	<b>268.2</b>	<b>270.5</b>	<b>318.4</b>	<b>331.5</b>	<b>362.9</b>
<b>經營費用</b>	<b>54.1</b>	<b>88.3</b>	<b>88.1</b>	<b>79.6</b>	<b>78.5</b>	<b>103.3</b>	<b>136.0</b>	<b>146.6</b>	<b>137.9</b>	<b>162.8</b>	<b>163.5</b>	<b>167.4</b>
銷售費用	32.2	66.7	55.0	54.3	42.0	52.4	77.0	84.2	78.3	89.9	88.7	88.4
行政費用	6.5	8.3	8.2	10.4	9.9	11.4	11.3	14.0	12.2	16.1	14.4	17.7
研發費用	6.8	7.9	11.1	16.4	15.2	21.4	28.2	30.9	28.0	32.1	34.1	36.8
股權激勵	9.5	13.0	14.7	12.5	12.4	19.0	20.5	22.5	22.4	25.7	27.3	29.5
<b>經營利潤</b>	<b>91.0</b>	<b>73.7</b>	<b>89.0</b>	<b>107.1</b>	<b>147.5</b>	<b>130.6</b>	<b>108.6</b>	<b>121.6</b>	<b>132.6</b>	<b>155.6</b>	<b>168.0</b>	<b>195.5</b>
<b>調整後EBIT</b>	<b>100.6</b>	<b>86.7</b>	<b>103.7</b>	<b>119.6</b>	<b>159.9</b>	<b>149.6</b>	<b>129.1</b>	<b>144.1</b>	<b>155.0</b>	<b>181.3</b>	<b>195.3</b>	<b>225.0</b>
<b>調整後EBITDA</b>	<b>83.7</b>	<b>63.2</b>	<b>77.6</b>	<b>98.5</b>	<b>140.1</b>	<b>116.5</b>	<b>93.0</b>	<b>104.1</b>	<b>116.8</b>	<b>136.4</b>	<b>147.2</b>	<b>172.6</b>
利息收入	3.8	4.6	6.0	7.2	7.5	3.9	5.4	6.5	7.8	8.9	10.6	12.3
其他收入	2.2	0.5	1.2	2.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>稅前利潤</b>	<b>97.0</b>	<b>78.9</b>	<b>96.2</b>	<b>116.3</b>	<b>156.3</b>	<b>135.8</b>	<b>115.3</b>	<b>129.3</b>	<b>141.7</b>	<b>165.8</b>	<b>179.9</b>	<b>209.1</b>
所得稅	15.8	13.9	17.2	19.0	26.9	23.4	19.8	22.3	24.4	28.5	31.0	36.0
非控制股東權益	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
<b>淨利潤</b>	<b>81.2</b>	<b>65.1</b>	<b>79.1</b>	<b>97.5</b>	<b>129.9</b>	<b>112.9</b>	<b>95.9</b>	<b>107.6</b>	<b>117.8</b>	<b>137.7</b>	<b>149.4</b>	<b>173.6</b>
<b>調整後淨利潤</b>	<b>90.7</b>	<b>78.1</b>	<b>93.8</b>	<b>110.0</b>	<b>142.3</b>	<b>131.9</b>	<b>116.4</b>	<b>130.0</b>	<b>140.1</b>	<b>163.4</b>	<b>176.7</b>	<b>203.1</b>
攤薄EPS	0.40	0.31	0.38	0.47	0.63	0.54	0.46	0.51	0.56	0.65	0.70	0.81
<b>調整後EPS</b>	<b>0.44</b>	<b>0.38</b>	<b>0.45</b>	<b>0.53</b>	<b>0.69</b>	<b>0.63</b>	<b>0.56</b>	<b>0.62</b>	<b>0.66</b>	<b>0.77</b>	<b>0.83</b>	<b>0.94</b>
<b>財務指標</b>												
毛利率	54.7	51.9	50.0	48.3	51.9	49.1	47.7	47.8	48.4	49.6	48.6	49.3
經營利潤率	34.3	23.6	25.1	27.7	33.9	27.4	21.2	21.7	23.7	24.2	24.6	26.5
調整後經營利潤率	37.9	27.8	29.2	30.9	36.7	31.4	25.2	25.7	27.7	28.2	28.6	30.5
調整後EBITDA利潤率	31.5	20.2	21.9	25.5	32.2	24.5	18.1	18.5	20.9	21.2	21.6	23.4
淨利潤率	30.6	20.9	22.3	25.2	29.8	23.7	18.7	19.2	21.1	21.4	21.9	23.6
調整後淨利潤率	34.2	25.0	26.5	28.5	32.7	27.7	22.7	23.2	25.1	25.4	25.9	27.6
<b>环比增长 (%)</b>												
收入	7.8	17.7	13.5	9.0	12.6	9.4	7.8	9.4	-0.4	14.8	6.3	7.9
毛利	6.6	11.6	9.3	5.4	21.1	3.5	4.6	9.6	0.9	17.7	4.1	9.5
經營利潤	3.0	-19.0	20.7	20.3	37.8	-11.5	-16.8	12.0	9.0	17.3	8.0	16.4
淨利潤	-3.1	-19.8	21.4	23.3	33.2	-13.1	-15.0	12.1	9.5	16.9	8.5	16.2
調整後淨利潤	-0.9	-13.9	20.0	17.3	29.3	-7.3	-11.7	11.7	7.8	16.6	8.1	14.9
攤薄EPS	-2.6	-20.9	21.3	23.5	33.6	-13.5	-15.4	11.6	8.9	16.3	8.0	15.6
<b>調整後EPS</b>	<b>-0.4</b>	<b>-15.0</b>	<b>19.8</b>	<b>17.5</b>	<b>29.8</b>	<b>-7.7</b>	<b>-12.2</b>	<b>11.1</b>	<b>7.3</b>	<b>16.0</b>	<b>7.6</b>	<b>14.4</b>
<b>同比增长 (%)</b>												
收入	420.9	215.3	125.7	57.0	64.1	52.5	44.8	45.3	28.6	34.9	33.0	31.2
毛利	369.5	184.0	99.6	37.0	55.7	44.3	38.2	43.7	19.7	36.1	35.5	35.3
經營利潤	1,747.8	426.6	139.3	21.2	62.0	77.1	22.0	13.6	-10.1	19.1	54.7	60.8
淨利潤	614.5	236.4	89.3	20.2	56.8	68.8	24.2	18.2	-1.5	23.9	51.7	56.2
調整後淨利潤	614.5	236.4	89.3	20.2	56.8	68.8	24.2	18.2	-1.5	23.9	51.7	56.2
攤薄EPS	1,033.7	306.8	99.1	15.4	58.3	73.1	20.7	9.0	-11.1	19.6	52.7	58.2
<b>調整後EPS</b>	<b>603.4</b>	<b>223.8</b>	<b>86.0</b>	<b>19.2</b>	<b>55.3</b>	<b>68.6</b>	<b>23.6</b>	<b>16.8</b>	<b>-3.4</b>	<b>21.4</b>	<b>48.7</b>	<b>53.1</b>

資料來源: 公司, 彭博, 招銀國際預測

## 估值預測

### (1) DCF 估值

公司當前股價為 16.1x/12.5 FY18/19 PE。為反映探探的貨幣化潛力，我們分別上調 FY18/19/20E 淨利潤 0%/4%/4%，對應 FY18-20E 調整後淨利潤 CAGR 為 27%。目標價從 50.7 美元上調至 60.3 美元(基于 DCF 估值)，對應 25x/19x FY18/19E PE，0.7x FY19E PEG。維持買入評級。

圖 10: DCF 估值測算及敏感度分析

DCF 估值模型 (US\$ mn)										
現金流量預測	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
息稅前利潤	583	757	950	1,144	1,332	1,517	1,697	1,867	2,027	2,174
實際稅項	-92	-120	-151	-181	-211	-240	-269	-296	-321	-344
折舊與攤銷	21	27	5	5	6	7	8	9	10	10
營運資本	67	81	99	119	138	158	176	194	211	226
資本開支	-33	-39	-33	-40	-46	-53	-59	-65	-70	-75
<b>自由現金流量</b>	<b>545</b>	<b>706</b>	<b>870</b>	<b>1,048</b>	<b>1,220</b>	<b>1,389</b>	<b>1,554</b>	<b>1,710</b>	<b>1,856</b>	<b>1,991</b>
自有現金流同比增速	41%	29%	27%	20%	16%	14%	12%	10%	9%	7%
永續期折現值										20,128
<b>現金流折現(包括永續期折現值)</b>	<b>482</b>	<b>551</b>	<b>600</b>	<b>638</b>	<b>656</b>	<b>661</b>	<b>653</b>	<b>635</b>	<b>609</b>	<b>6,409</b>

### 基本參數

<b>WACC</b>	<b>13.2%</b>
稅率	25.0%
無風險利率	3.6%
債務成本	0.0%
Beta	1.17
風險溢價	11.8%
權益成本	13.2%
目標債務/(權益+債務)	0.0%
<b>長期增長率</b>	<b>3.0%</b>
債券價值	0

### 公司價值計算

<b>現金流折現</b>	<b>11,893</b>
減：淨金融負債	-665
減：少數股東權益	-1
股本價值	12,559
股本數量(百萬)	208
<b>DCF法之每股價值(美元)</b>	<b>60.3</b>

資料來源：公司，彭博，招銀國際預測

		WACC				
		11%	12%	13%	14%	15%
長期增長率	1.5%	71.7	63.9	56.4	52.1	47.6
	2.0%	73.9	65.5	57.6	53.1	48.4
	2.5%	76.3	67.3	58.9	54.2	49.2
	3.0%	79.1	69.3	<b>60.3</b>	55.3	50.1
	3.5%	82.2	71.6	61.9	56.6	51.1
	4.0%	85.8	74.1	63.7	58.0	52.2
4.5%	89.9	77.0	65.6	59.5	53.4	

圖 11: 同業估值比較

公司	股票代碼	貨幣	股價	CMBI 評級	市值 (百萬美元)	EPS			PE			EPS CAGR	PEG
						FY0E	FY1E	FY2E	FY0E	FY1E	FY2E		
阿里巴巴	BABA US	USD	178.6	BUY	463,016	41.3	53.4	71.3	29.5	22.9	17.1	31%	0.73
百度	BIDU US	USD	233.0	BUY	81,561	68.8	78.5	93.9	23.1	20.3	16.9	17%	1.20
Facebook	FB US	USD	185.7	NR	536,128	8.2	9.7	11.0	22.7	19.2	16.9	16%	1.19
YY	YY US	USD	88.8	BUY	5,610	51.6	63.4	76.3	11.7	9.6	7.9	22%	0.44
新浪	SINA US	USD	80.0	NR	5,717	3.2	4.7	6.8	25.4	16.8	11.7	47%	0.36
微博	WB US	USD	83.1	NR	18,544	2.7	3.9	5.4	30.3	21.3	15.3	41%	0.52
<b>平均</b>									<b>23.8</b>	<b>18.3</b>	<b>14.3</b>		<b>0.83</b>

資料來源：彭博

**利潤表**

年结:12月31日 (百万美元)	FY15A	FY16A	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	134	553	1,318	1,986	2,621	3,211
直播	-	377	1,103	1,608	1,994	2,408
增值服务	58	68	103	214	356	427
手游	31	35	70	57	108	126
移动营销	39	66	42	101	156	242
其他	6	7	1	6	7	8
销售成本	(30)	(240)	(647)	(1,013)	(1,338)	(1,635)
毛利	104	313	671	973	1,283	1,576
销售费用	(49)	(91)	(208)	(256)	(345)	(423)
行政费用	(13)	(20)	(33)	(47)	(60)	(71)
研发费用	(20)	(26)	(42)	(96)	(131)	(161)
股权激励	(17)	(32)	(50)	(74)	(105)	(128)
经营利润	6	144	361	508	652	803
利息收入	8	8	22	23	40	67
其他收入	0	(2)	6	5	5	5
税前利润	14	150	388	537	696	875
所得税	(0)	(5)	(66)	(92)	(120)	(151)
非控制股东权益	-	-	1	2	2	2
净利润	14	145	323	446	578	726
调整后净利润	31	177	373	521	683	855

来源: 公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

年结:12月31日 (百万美元)	FY15A	FY16A	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	38	50	113	370	383	387
物业、厂房及设备	17	15	42	56	69	73
联营公司	19	32	44	50	50	50
无形资产	-	-	-	-	-	-
其他	2	3	27	263	263	263
流动资产	504	720	1,189	1,489	2,149	2,273
现金及现金等价物	169	258	687	781	1,427	1,554
定期存款	300	394	374	579	579	579
应收账款	15	36	40	48	62	58
关连款项	-	-	-	-	-	-
其他	19	33	88	81	81	81
流动负债	72	134	260	329	425	401
借债	-	-	-	-	-	-
应付账款	10	40	75	113	145	138
应付税项	-	-	-	-	-	-
其他应付款项	62	93	186	216	280	263
非流动负债	2	2	4	6	6	6
长期银行贷款	-	-	-	-	-	-
其他	2	2	2	4	4	4
净资产总值	468	634	1,038	1,523	2,101	2,252
股东权益	468	634	1,038	1,523	2,101	2,252
少数股东权益	-	-	-	-	-	-

来源: 公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

年结:12月31日 (百万美元)	FY15A	FY16A	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
年度利润	14	145	322	444	577	724
折旧和摊销	7	8	12	21	27	33
营运资金变动	20	31	68	67	81	(20)
税务开支	-	-	-	-	-	-
其他	17	34	50	74	105	128
经营活动所得现金净额	57	218	452	607	790	866
购置固定资产、无形资产及土地	(13)	(7)	(39)	(33)	(39)	(36)
联营公司	(451)	(494)	-	-	-	-
其他	130	383	(17)	(449)	(1)	(1)
投资活动所得现金净额	(333)	(118)	(56)	(482)	(40)	(37)
长期负债变化	-	0	0	2	-	-
购买普通股的付款	(2)	0	-	-	-	-
其他	-	(0)	34	(33)	(103)	(702)
融资活动所得现金净额	(2)	0	34	(32)	(103)	(702)
现金增加净额	(278)	100	430	93	647	127
年初现金及现金等价物	451	169	258	687	781	1,427
汇兑	(3)	(12)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	169	258	687	781	1,427	1,554
受限制现金	-	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	169	258	687	781	1,427	1,554

来源: 公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)						
直播	-	68.1	83.6	81.0	76.1	75.0
增值服务	43.6	12.2	7.8	10.8	13.6	13.3
手游	23.2	6.4	5.3	2.9	4.1	3.9
移动营销	29.0	12.0	3.2	5.1	6.0	7.5
其他	4.1	1.2	0.1	0.3	0.3	0.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)						
收入	199.4	312.8	138.3	50.7	32.0	22.5
毛利	258.1	199.8	114.4	45.0	31.9	22.8
经营利润	121.5	2473.7	149.8	40.9	28.2	23.2
净利润	-	469.4	110.6	39.7	31.2	25.1
盈利能力比率 (%)						
毛利率	77.9	56.6	50.9	49.0	49.0	49.1
税前利率	10.3	27.2	29.5	27.0	26.6	27.2
净利润率	10.2	26.3	24.5	22.5	22.1	22.6
调整后净利润率	23.2	32.0	28.3	26.2	26.1	26.6
有效税率	(1)	(3)	(17)	(17)	(17)	(17)
资产负债比率						
流动比率 (x)	7.0	5.4	4.6	4.5	5.1	5.7
平均应收账款周转天数	40.6	23.8	11.0	8.8	8.6	6.6
平均应付账款周转天数	128.7	61.5	42.0	40.8	39.5	30.9
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	净现金
回报率 (%)						
资本回报率	3.0	23.7	37.4	35.2	33.1	38.9
资产回报率	6.1	27.0	36.0	32.9	31.1	32.9
每股数据						
每股盈利(美元)	0.15	0.87	1.79	2.49	3.20	3.99
每股股息(美元)	-	-	-	-	-	-
每股账面价值(美元)	2.32	3.07	4.98	7.23	9.93	10.59

来源: 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责任。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。