


陌陌 (MOMO US)

2Q18 预览：憧憬探探变现空间

- ❖ **负面因素已消化。**我们略微下调 2Q18 收入预测 1%，略低于指引中值，归因于：1) 世界杯负面影响；及 2) 人民币贬值（公司财报以美元计价）。但我们相信上述负面影响，包括近期抖音开放直播等风险，已在近来低迷股价中完全体现。未来我们对公司 2H18 及 FY18 的收入增长更为乐观，源于探探新增付费功能，及 2H18 营销加大投入下的收入提振（配合运营优化及玩法出新）。
- ❖ **预计 2Q18 用户增长向好。**我们预计 2Q18 月活环比增长 4% 至 107 万，受益于：1) 留存率的稳健上扬（自 2017 年 10 月以来）；2) 沉睡用户唤醒存在较大提升空间（获客成本更低，留存率更高）。部分直播用户或分流至世界杯，但我们预计公司 6 月非赛事运营（e.g. 金球大赢家集卡活动、名人直播）可抵消世界杯影响。此外，直播付费用户数仍存在提升空间，源于：1) 工会合作加深、激励机制优化；2) 电台等小额付费模式降低直播社交门槛；3) 粉丝团战刺激长尾用户付费热情。另外，冠名热门综艺《幻乐之城》预计将进一步推动公司品牌推广及用户增长。
- ❖ **看好探探付费提价、变现加强。**探探将于 6 月并表（6 月收入指引~450 万美元）。探探已于 2018 年 1 月开始货币化（会员订阅），我们对其 2H18 及 FY19 收入贡献更为乐观，源于更为多样化的会员功能设计及更高的会员价格（我们注意到自七月起公司新推出两款会员专属服务，即“超级曝光”与“查看谁喜欢我”。其中，“查看谁喜欢我”功能月费高达 60 元人民币，远高于基本会员月费 12 元。参考 Tinder 在推出高级版付费服务 Tinder Gold（类似于探探的“查看谁喜欢我”）后的亮眼财务表现，我们预计优化版会员功能将有效刺激探探 FY18 及 FY19 的付费转化率及变现能力。我们预测探探 FY18 的收入/净亏损分别为~5,800 万/2,800 万美元，拖累公司利润率约 3%。
- ❖ **2Q18 利润率短期摊薄，但全年利润率稳健。**我们预计 2Q18 毛利率环比下跌两个百分点，归因于主播激励优化。研发费率预计环比上升 1~2 个百分点，用于招聘算法工程师。但市场推广费预计较温和。考虑可转债摊薄及探探亏损，我们预计公司 2Q18 调整后净利润为 27%，EPS 为 0.63 美元（较市场预期高 3%）。全年来看，我们预测 FY18E 经营利润率同比保持稳定，源于营销费率的控制抵消研发费率的上升。
- ❖ **维持买入评级，上调目标价至 60 美元。**公司当前股价为 16.1x/12.5 FY18/19 PE。为反映探探的货币化潜力，我们分别上调 FY18/19/20E 净利润 0%/4%/4%，对应 FY18-20E 调整后净利润 CAGR 为 27%。目标价从 50.7 美元上调至 60.3 美元（基于 DCF 估值），对应 25x/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	1,986	2,621	3,211
调整后净利润(百万美元)	177	373	521	683	855
调整后 EPADS(美元)	0.87	1.79	2.49	3.20	3.99
EPADS 变动(%)	462%	106%	39%	29%	24%
市盈率(x)	46.0	22.3	16.1	12.5	10.0
市帐率(x)	10.4	6.4	4.4	3.2	3.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	24%	37%	35%	33%	39%
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\$50.7）
潜在升幅	+51.0%
当前股价	US\$39.9

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

电话：(852) 3900 0881

邮件：alexng@cmbi.com.hk

互联网行业

市值(百万美元)	8,230
3 月平均流通量(百万美元)	218.0
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%
Prime Capital Management	4.0%
BlackRock Inc	4.0%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-13.0%	-11.0%
3-月	6.2%	15.1%
6-月	35.4%	59.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

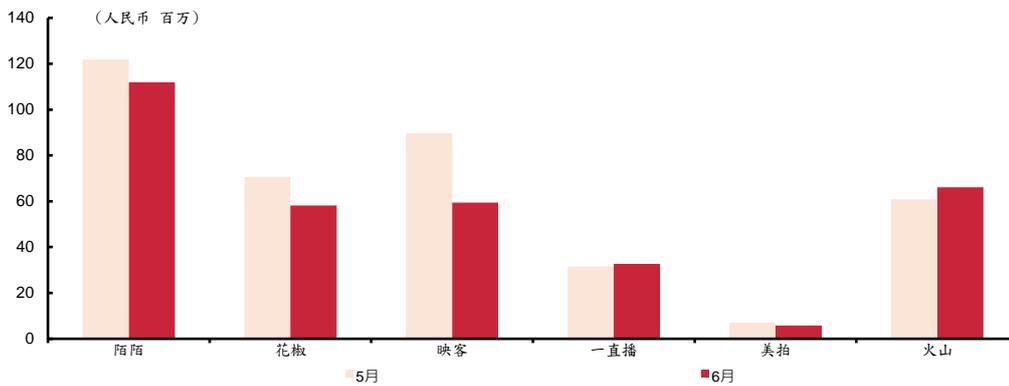
审计师：德勤

公司网站：www.immomo.com

负面因素已消化

我们略微下调 2Q18 收入预测 1%，略低于指引中值，归因于：1) 世界杯负面影响；及 2) 人民币贬值（公司财报以美元计价）。但我们相信上述负面影响，包括近期抖音开放直播等风险，已在近来低迷股价中完全体现。未来我们对公司 2H18 及 FY18 的收入增长更为乐观，源于探探新增付费功能，及 2H18 营销加大投入下的收入提振（配合运营优化及玩法出新）。

图 1: 世界杯对直播行业 6 月利润形成压力



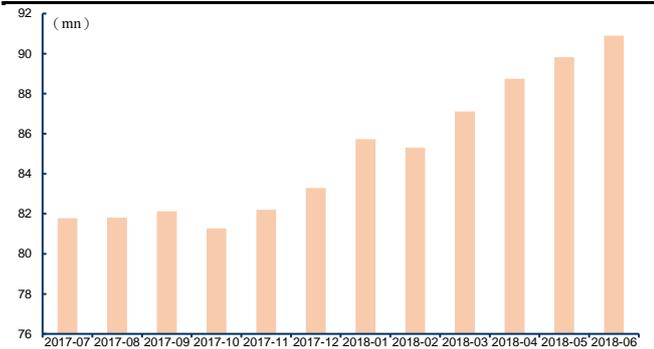
资料来源：今日网红，CMBIS

注：统计样本：6 月份各平台收入前 300 的头部主播

预计 2Q18 用户增长向好

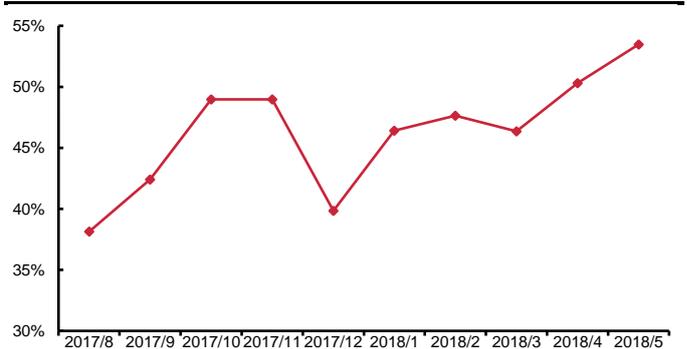
我们预计 2Q18 月活环比增长 4%至 107 万，受益于：1) 留存率的稳健上扬（自 2017 年 10 月以来）；2) 沉睡用户唤醒存在较大提升空间（获客成本更低，留存率更高）。部分直播用户或分流至世界杯，但我们预计公司 6 月非赛事运营（e.g. 金球大赢家集卡活动、名人直播）可抵消世界杯影响。此外，直播付费用户数仍存在提升空间，源于：1) 工会合作加深、激励机制优化；2) 电台等小额付费模式降低直播社交门槛；3) 粉丝团战刺激长尾用户付费热情。另外，冠名热门综艺《幻乐之城》预计将进一步推动公司品牌推广及用户增长。

图 2: 月活趋势



资料来源: QuestMobile

图 3: 留存率稳健上扬

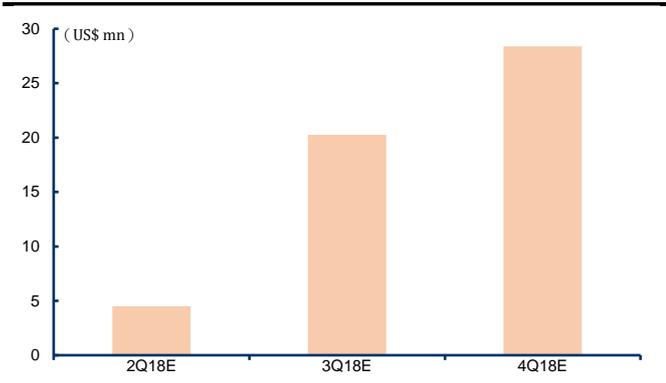


资料来源: QuestMobile

看好探探付费提价、变现加强

探探将于6月并表（6月收入指引~450万美元）。探探已于2018年1月开始货币化（会员订阅），我们对其2H18及FY19收入贡献更为乐观，源于更为多样化的会员功能设计及更高的会员价格（我们注意到自七月起公司新推出两款会员专属服务，即“超级曝光”与“查看谁喜欢我”。其中，“查看谁喜欢我”功能月费高达60元人民币，远高于基本会员月费12元。参考Tinder在推出高级版付费服务Tinder Gold（类似于探探的“查看谁喜欢我”）后的亮眼财务表现，我们预计优化版会员功能将有效刺激探探FY18及FY19的付费转化率及变现能力。我们预测探探FY18的收入/净亏损分别为~5,800万/2,800万美元，拖累公司利润率约3%。

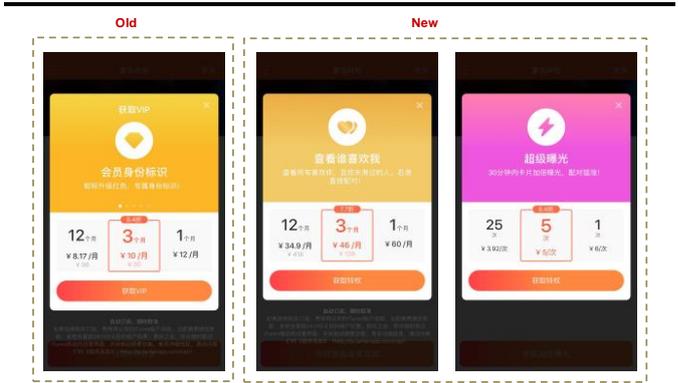
图 4: 探探收入预测



资料来源: 招银国际预测

注释: 2Q18E 仅考虑6月收入

图 5: 探探会员价目



资料来源: 探探

2Q18 利润率短期摊薄，但全年利润率稳健

我们预计 2Q18 毛利率环比下跌两个百分点，归因于直播激励优化。研发费率预计环比上升 1~2 个百分点，用于招聘算法工程师。但市场推广费预计较温和。考虑可转债摊薄及探探亏损，我们预计公司 2Q18 调整后净利润为 27%，EPS 为 0.63 美元（较市场预期高 3%）。全年来看，我们预测 FY18E 经营利润率同比保持稳定，源于营销费率的控制抵消研发费率的上升。

图 6: 季度财务回顾

百万美元	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E(最新)	2Q18E QoQ	2Q18E YoY	2Q18E 一致预期	Diff %	2Q18E CMBI(此前)	Diff %
收入	246	265	312	354	386	435	476	9.4%	52.5%	481	-1%	481	-1.0%
经营利润	88	91	74	89	107	148	131	-11.5%	77.1%	132	-1%	130	0.2%
净利润	84	81	65	79	98	130	113	-13.1%	73.3%	116	-3%	113	0.2%
调整后净利润	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%
利润率 (%)													
毛利率	55.3%	54.7%	51.9%	50.0%	48.2%	51.8%	49.1%			49.2%		49.8%	
经营利润率	35.9%	34.3%	23.6%	25.1%	27.7%	33.9%	27.4%			27.4%		27.1%	
调整后净利润率	37.2%	34.2%	25.0%	26.5%	28.5%	32.7%	27.7%			26.6%		27.4%	
同比增长 (%)													
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%	
经营利润	2445.6%	1747.8%	426.6%	139.3%	21.2%	62.0%	77.1%			78.8%		76.8%	
调整后净利润	674.4%	614.5%	236.4%	89.3%	20.2%	56.8%	68.8%			63.7%		68.8%	

资料来源: 公司, 彭博, 招银国际预测

图 7: 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	1,986	2,621	3,211	1,998	2,562	3,064	-0.6%	2.3%	4.8%
毛利润	973	1,283	1,576	979	1,251	1,490	-0.6%	2.6%	5.8%
经营利润	508	652	803	532	691	836	-4.5%	-5.6%	-4.0%
调整后净利润	521	683	855	520	667	808	0.1%	2.5%	5.8%
调整后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
经营利润率	25.6%	24.9%	25.0%	26.6%	26.9%	27.3%	-1.0ppts	-2.1ppts	-2.3ppts
调整后净利润率	26.2%	26.1%	26.6%	26.0%	26.0%	26.4%	0.2ppts	0.0ppts	+0.2ppts

资料来源: 公司, 彭博, 招银国际预测

图 8: 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	1,986	2,621	3,211	2,001	2,552	3,110	-0.7%	2.7%	3.2%
毛利润	973	1,283	1,576	980	1,240	1,516	-0.8%	3.5%	3.9%
经营利润	508	652	803	507	626	768	0.2%	4.2%	4.6%
调整后净利润	521	683	855	520	658	820	0.0%	3.8%	4.2%
调整后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
经营利润率	25.6%	24.9%	25.0%	25.4%	24.5%	24.7%	+0.2ppts	+0.4ppts	+0.3ppts
调整后净利润率	26.2%	26.1%	26.6%	26.0%	25.8%	26.4%	+0.2ppts	+0.3ppts	+0.2ppts

资料来源: 公司, 招银国际预测

图9: 公司季度财务预测

(百万美元)	2017A				2018E				2019E			
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
总收入	265.2	312.2	354.5	386.4	435.1	476.2	513.2	561.5	559.4	642.3	682.6	736.8
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
增值服务	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
移动营销	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
销售成本	120.1	150.1	177.4	199.7	209.1	242.4	268.5	293.3	288.9	324.0	351.1	373.8
Non-GAAP毛利	145.2	162.1	177.1	186.7	226.0	233.9	244.6	268.2	270.5	318.4	331.5	362.9
经营费用	54.1	88.3	88.1	79.6	78.5	103.3	136.0	146.6	137.9	162.8	163.5	167.4
销售费用	32.2	66.7	55.0	54.3	42.0	52.4	77.0	84.2	78.3	89.9	88.7	88.4
行政费用	6.5	8.3	8.2	10.4	9.9	11.4	11.3	14.0	12.2	16.1	14.4	17.7
研发费用	6.8	7.9	11.1	16.4	15.2	21.4	28.2	30.9	28.0	32.1	34.1	36.8
股权激励	9.5	13.0	14.7	12.5	12.4	19.0	20.5	22.5	22.4	25.7	27.3	29.5
经营利润	91.0	73.7	89.0	107.1	147.5	130.6	108.6	121.6	132.6	155.6	168.0	195.5
调整后EBIT	100.6	86.7	103.7	119.6	159.9	149.6	129.1	144.1	155.0	181.3	195.3	225.0
调整后EBITDA	83.7	63.2	77.6	98.5	140.1	116.5	93.0	104.1	116.8	136.4	147.2	172.6
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
税前利润	97.0	78.9	96.2	116.3	156.3	135.8	115.3	129.3	141.7	165.8	179.9	209.1
所得税	15.8	13.9	17.2	19.0	26.9	23.4	19.8	22.3	24.4	28.5	31.0	36.0
非控制股东权益	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
净利润	81.2	65.1	79.1	97.5	129.9	112.9	95.9	107.6	117.8	137.7	149.4	173.6
调整后净利润	90.7	78.1	93.8	110.0	142.3	131.9	116.4	130.0	140.1	163.4	176.7	203.1
摊薄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
调整后EPS	0.44	0.38	0.45	0.53	0.69	0.63	0.56	0.62	0.66	0.77	0.83	0.94
财务指标												
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
经营利润率	34.3	23.6	25.1	27.7	33.9	27.4	21.2	21.7	23.7	24.2	24.6	26.5
调整后经营利润率	37.9	27.8	29.2	30.9	36.7	31.4	25.2	25.7	27.7	28.2	28.6	30.5
调整后EBITDA利润率	31.5	20.2	21.9	25.5	32.2	24.5	18.1	18.5	20.9	21.2	21.6	23.4
净利率	30.6	20.9	22.3	25.2	29.8	23.7	18.7	19.2	21.1	21.4	21.9	23.6
调整后净利率	34.2	25.0	26.5	28.5	32.7	27.7	22.7	23.2	25.1	25.4	25.9	27.6
环比增长 (%)												
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
经营利润	3.0	-19.0	20.7	20.3	37.8	-11.5	-16.8	12.0	9.0	17.3	8.0	16.4
净利润	-3.1	-19.8	21.4	23.3	33.2	-13.1	-15.0	12.1	9.5	16.9	8.5	16.2
调整后净利润	-0.9	-13.9	20.0	17.3	29.3	-7.3	-11.7	11.7	7.8	16.6	8.1	14.9
摊薄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
调整后EPS	-0.4	-15.0	19.8	17.5	29.8	-7.7	-12.2	11.1	7.3	16.0	7.6	14.4
同比增长 (%)												
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
经营利润	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
净利润	614.5	236.4	89.3	20.2	56.8	68.8	24.2	18.2	-1.5	23.9	51.7	56.2
调整后净利润	614.5	236.4	89.3	20.2	56.8	68.8	24.2	18.2	-1.5	23.9	51.7	56.2
摊薄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
调整后EPS	603.4	223.8	86.0	19.2	55.3	68.6	23.6	16.8	-3.4	21.4	48.7	53.1

资料来源: 公司, 彭博, 招银国际预测

估值预测

(1) DCF 估值

公司当前股价为 16.1x/12.5 FY18/19 PE。为反映探探的货币化潜力，我们分别上调 FY18/19/20E 净利润 0%/4%/4%，对应 FY18-20E 调整后净利润 CAGR 为 27%。目标价从 50.7 美元上调至 60.3 美元(基于 DCF 估值)，对应 25x/19x FY18/19E PE，0.7x FY19E PEG。维持买入评级。

图 10: 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	583	757	950	1,144	1,332	1,517	1,697	1,867	2,027	2,174
实际税项	-92	-120	-151	-181	-211	-240	-269	-296	-321	-344
折旧与摊销	21	27	5	5	6	7	8	9	10	10
营运资本	67	81	99	119	138	158	176	194	211	226
资本开支	-33	-39	-33	-40	-46	-53	-59	-65	-70	-75
自由现金流量	545	706	870	1,048	1,220	1,389	1,554	1,710	1,856	1,991
自有现金流同比增长速	41%	29%	27%	20%	16%	14%	12%	10%	9%	7%
折后至 2017 年的现金流量	482	551	600	638	656	661	653	635	609	6,409
永续期折现值										20,128

基本参数

WACC	13.2%
税率	25.0%
无风险利率	3.6%
债务成本	0.0%
Beta	1.17
风险溢价	11.8%
权益成本	13.2%
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	11,893
减：净金融负债	-665
减：少数股东权益	-1
股本价值	12,559
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				
		11%	12%	13%	14%	15%
长期增长率	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	60.3	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

图 11: 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			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
平均									23.8	18.3	14.3		0.83

资料来源：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:公司及招银国际研究部

资产负债表

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:公司及招银国际研究部

现金流量表

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: 公司及招银国际研究部

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于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 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。