

天鵝互動(1980 HK, HK\$4.63, 目標價:HK\$6.15, 買入) - 三季度業績亮麗, 增長動能持續

❖ **三季度業績亮麗。**天鵝公佈 14 財年第三季度業績。因月度活躍用戶(MAU)和月度付費用戶(MPU)升幅理想, 營收同比增長 23.9%至人民幣 1.73 億。14 財年第三季度營收需付 6%的增值稅。如果我們剔除了營改增的影響, 三季度收入則同比提高 31.4%。因為“多對多”實時社交視頻平臺的日益普及, 三季度實時社交平臺的 MAU 和 MPU 同比分別增長了 23.1%和 30.9%, 由 13 財年三季度的 1,170 萬和 25.6 萬用戶增加至 14 財年三季度的 1,440 萬和 33.5 萬用戶。受營改增影響, 三季度毛利率環比上升 1.7 個百分點到 88.5%。公司三季度淨利潤達人民幣 0.21 億, 去年同期錄得淨虧損人民幣 0.30 億。三季度經調整可轉換優先股非現金公允價值虧損後的淨利潤則為人民幣 0.71 億, 同比增長 44.4%。三季度調整後的淨利潤率則同比上升 5.9 個百分點至 41.4%。

❖ **移動端將成為實時社交平臺成長的催化劑。**移動用戶的增長大大拉動了天鵝實時社交平臺的 MAU 成長。三季度手機實時社交平臺 MAU 同比增長 137%至 140 萬用戶。移動端 MAU 佔總實時社交平臺 MAU 的 10.0%, 比去年同期的 5.2%顯著增加。我們預計 PC 端實時社交平臺的用戶增速將會放慢, 而移動端的強勁用戶增長勢頭將持續到 15 年, 成為實時社交平臺成長的關鍵驅動力。然而, 手機社交平臺的 ARPU 值比 PC 端來的低。這導致三季度實時社交平臺 ARPU 值同比下降 10.6%至人民幣 161 元。隨著移動端的用戶比例不斷增加, 我們預期未來實時社交平臺的 ARPU 值將持續受壓。

❖ **15 年將推出 6 至 8 款手機遊戲。**公司在 9 月份推出了旗下的第二款遊戲“江山美人”, 三季度手機遊戲 MAU 也環比上升 8.2%至 34.5 萬。“江山美人”是一個嵌入實時視頻社交的 PC 端 RPG 遊戲。天鵝將充分利用其在實時社交平臺的技術優勢, 並專注於開發嵌入互動社交視頻功能的遊戲。公司在 15 年將推出 6 至 8 款自主開發或第三方開發的手機遊戲。其中數款遊戲將嵌入實時視頻功能。公司並沒有計劃於 15 年推出任何 PC 端的遊戲。

❖ **因移動端 MAU 增長勢頭強勁, 我們分別調高 14 和 15 財年調整後的淨利潤率預測達 3.1%和 4.5%至人民幣 2.67 億和 3.37 億。我們維持以 18 倍 15 財年預測市盈率為公司估值, 並將目標價由 5.96 港元上調至 6.15 港元, 代表著 32.9%的上升潛力。我們維持買入評級。**

天鵝互動 (1980 HK)

評級	買入
收市價	HK\$4.63
目標價	HK\$6.15
市值 (港幣百萬)	5,846
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	8.94
52 周高/低 (港幣)	6.31/3.93
發行股數 (百萬)	1,263
主要股東	傅政軍 (24.2%)

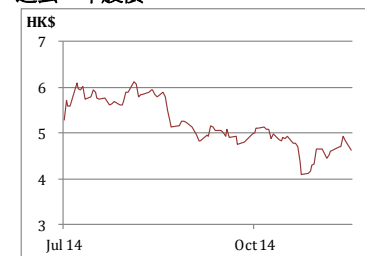
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-2.0%	-2.6%
3 月	-17.9%	-11.8%
6 月	NA	NA

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (港幣百萬元)	456	548	715	932	1,152
調整後淨利潤 (港幣百萬元)	158	206	267	337	415
調整後每股收益 (港幣)	N.A.	N.A.	N.A.	0.27	0.33
調整後每股收益變動 (%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	23.2
市盈率(x)	N.A.	N.A.	N.A.	13.5	11.0
市帳率(x)	N.A.	N.A.	N.A.	3.1	2.6
股息率 (%)	N.A.	N.A.	N.A.	1.9	2.6
調整後權益收益率 (%)	37.0	44.4	21.3	23.0	23.8
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万港币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	456	548	715	932	1,152
实时社视频平台	437	528	653	807	970
游戏	2	3	52	114	171
其他	16	17	10	11	11
销售成本	(52)	(68)	(106)	(156)	(209)
毛利	403	480	609	776	943
其他营运收入/费用	30	35	41	45	49
销售费用	(170)	(167)	(204)	(261)	(306)
管理费用	(44)	(53)	(124)	(103)	(94)
研发费用	(57)	(69)	(97)	(121)	(140)
息税前收益	163	226	224	335	451
息税及折旧摊销前收益	175	239	242	358	477
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 公平值虧損	(173)	(283)	(286)	0	0
税前利润(亏损)	(15)	(56)	(54)	348	465
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)	(100)	291	395
调整后净利润	158	206	267	337	415

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	426	534
物业、厂房及设备	20	17	131	160	206
無形資產	7	6	49	64	79
递延税项资产	33	24	32	41	51
其他	75	205	123	160	198
流动资产	506	593	1,464	1,666	1,950
现金及现金等价物	137	172	860	875	967
已抵押银行存款	0	33	100	130	161
存货	0	0	0	0	0
应收贸易款项	11	21	26	40	55
其他应收款项	62	67	86	111	136
其他	297	300	391	510	630
流动负债	213	300	460	562	680
借债	0	30	92	97	92
应付贸易账款	21	14	36	34	55
其他应付账款	126	115	149	192	237
其他	66	141	184	239	296
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)	1,258	1,464	1,742
股东权益	72	(84)	1,258	1,464	1,742
调整后股东权益	428	465	1,258	1,464	1,742

来源：公司资料，招银国际预测

現金流量表

12月31日 (百万港币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	163	226	224	335	451
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)	(80)
其他	(2)	(5)	0	0	0
经营活动所得现金净额	216	176	157	223	366
购置固定资产	(83)	(44)	(130)	(50)	(69)
其他	(177)	(114)	(149)	(195)	(241)
投资活动所得现金净额	(260)	(158)	(279)	(244)	(310)
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)	(87)	(119)
其他	6	(44)	(69)	133	165
融资活动所得现金净额	6	16	810	36	36
现金增加净额	(38)	34	688	15	92
年初现金及现金等价物	175	137	172	860	875
年末现金及现金等价物	137	172	860	875	967

来源：公司资料，招銀國際预测

主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合 (%)					
实时社交视频平台	95.9	96.4	91.3	86.6	84.2
游戏	0.5	0.5	7.2	12.2	14.8
其他	3.6	3.1	1.4	1.1	1.0
合計	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	88.5	87.6	85.1	83.3	81.9
息税及折旧摊销前收益率	38.3	43.7	33.8	38.4	41.4
营业利润率	35.8	41.3	31.4	35.9	39.1
净利润率	(6.0)	(16.9)	(14.0)	31.3	34.3
调整后净利润率	34.7	37.6	37.4	36.2	36.0
有效税率	(78.2)	(64.1)	(83.8)	16.3	15.0

增长 (%)

收入增长	18.6	20.3	30.5	30.2	23.7
毛利增长	20.0	19.0	26.8	27.4	21.6
息税前收益增长	16.9	38.7	(0.9)	49.3	34.6
净利润增长	(66.3)	240.0	8.1	(391.0)	35.8
调整后净利润增长	13.4	30.2	29.6	26.1	23.2

资产负债比率

流动比率 (x)	2.4	2.0	3.2	3.0	2.9
速动比率 (x)	2.4	2.0	3.2	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	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

回报率 (%)

资本回报率	(37.6)	110.7	(8.0)	19.9	22.7
调整后资本回报率	37.0	44.4	21.3	23.0	23.8
资产回报率	(4.2)	(11.0)	(5.6)	13.9	15.9
调整后资产回报率	24.7	24.4	14.9	16.1	16.7

每股数据 (人民币)

每股利润	(0.43)	(1.45)	(2.67)	0.23	0.31
调整后每股利润	N.A.	N.A.	N.A.	0.27	0.33
每股账面值	N.A.	N.A.	N.A.	1.16	1.38
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.07	0.09

来源：公司资料，招銀國際预测

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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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資訊，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。