

陌陌(MOMO.US)

憧憬探探及 VAS 梯度接力

- ❖ **2Q18 全線超預期。** 2Q18 收入同比增長 58% 至 4.94 億 (美元·下同)，較一致預期高 3%，主要受惠于：1) 直播業務穩健增長及 2) 增值服務 (VAS) 增長加速。Non-GAAP 淨利潤同比增長 90% 至 2.82 億美元，較一致預期高 10%，源于營銷費用低于預期及其他收入的貢獻。在世界杯分流及匯率波動情況下，3Q18 收入指引依舊強勁：指引為 5.25~5.40 億，該指引中值同比上升 53%，較我們的預期/一致預期高 4%/3%。
- ❖ **月活和付費用戶趨勢向好。** 如前期 2Q18 預覽報告中所述，儘管世界杯帶來分流影響，公司 2Q18 月活仍攀升至 1.08 億，環比增長 4.5%，受益于：1) 運營優化；2) 配合世界杯舉辦的非賽事運營（譬如金球大贏家集卡活動、名人直播）。同時，2Q18 直播付費用戶增長至 460 萬，環比增長 4.5%，受惠于：1) 工會合作加深、激勵機制優化；2) 粉絲團戰刺激長尾用戶付費熱情。基于近期月活數據監測及用戶留存向好趨勢，我們看好 2H18 的用戶增長空間，而冠名熱門綜藝《幻樂之城》預計將進一步推動公司 2H18 的品牌推廣。
- ❖ **憧憬探探變現優化及 VAS 增量補充。** 探探已于 6 月起并表，貢獻收入約 450 萬美元。截至 6 月底，探探會員戶數達到 310 萬，符合我們的預期。探探自 7 月起新推兩項會員服務（“超級曝光”和“查看誰喜歡我”），我們預計優化版會員功能將有效刺激探探 FY18E 及 FY19E 的付費轉化率及 ARPU 值。此外，公司整體 2Q18 VAS 收入同比增長 124% 至 5,500 萬美元，其中陌陌 VAS 付費用戶數增至 530 萬，環比增加 4%。結合探探變現空間打開及陌陌 VAS 玩法出新（e.g. 聊天室、KTV），我們預計 FY18E VAS 收入增長高達 148%，占全年收入 13%（對比 FY17 占比 8%）。
- ❖ **3Q18E 利潤率短期攤薄，但全年利潤率穩健。** 我們預計 3Q18E 毛利率將環比上升 1 個百分點至 46.8%，歸因于《幻樂之城》的收入貢獻。3Q18E 經營利潤率將會是全年低點，源于：1) 營銷費率將環比增加 3~4 個百分點，考慮到《幻樂之城》及探探推廣；2) 研發費率及管理費率環比上升 1~2 個百分點；3) 3Q18E 退稅收入較少。但全年來看，我們預測 FY18E 經營利潤率同比保持穩定，且 4Q18E 經營利潤率有望環比回升，受益于：1) 《幻樂之城》製作費用將于 3Q18E 結清，而其于 4Q18E 錄得的廣告收入將有效改善 4Q18E 毛利率；2) 營銷費用主要集中在 3Q18E；4Q18E 營銷費率的控制有效抵消研發費率的上升。因此我們預計 FY18E 經營利潤率將依舊同比保持穩定。
- ❖ **維持買入評級。** 公司當前估值為 17.2x/13.5x FY18/19 PE。基于公司超預期的收入指引及穩健的用戶數增長，我們分別上調 FY18/19E 淨利潤 3%/2%，對應 FY18-20E 調整後淨利潤 CAGR 為 27%。目標價基本不變，為 60.3 美元 (基于 DCF 估值)，對應 24x/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	2,041	2,705	3,263
調整後淨利潤 (百萬美元)	177	373	537	696	875
調整後 EPADS (美元)	0.87	1.79	2.54	3.25	4.08
EPADS 變動 (%)	462%	106%	42%	28%	26%
市盈率 (x)	50.4	24.4	17.2	13.5	10.8
市帳率 (x)	10.4	6.4	4.2	3.1	2.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
權益收益率 (%)	24%	37%	35%	33%	40%
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\$60.3)
潛在升幅	+37.7%
當前股價	US\$43.8

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

龐碩

電話：(852) 3900 0882

郵件：garypang@cmbi.com.hk

互聯網行業

市值 (百萬美元)	8,931
3 月平均流通量 (百萬美元)	235.4
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%
BlackRock Inc	4.1%
Prime Capital Management	4.0%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.7%	9.0%
3-月	12.6%	25.2%
6-月	22.6%	38.6%

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

2Q18 全綫超預期

2Q18 收入同比增長 58%至 4.94 億（美元·下同），較一致預期高 3%，主要受惠于：1）直播業務穩健增長及 2）增值服務（VAS）增長加速。Non-GAPP 淨利潤同比增長 90%至 2.82 億美元，較一致預期高 10%，源于營銷費用低于預期及其他收入的貢獻。在世界杯分流及匯率波動情況下，3Q18 收入指引依舊強勁：指引為 5.25~5.40 億，該指引中值同比上升 53%，較我們的預期/一致預期高 4%/3%。

圖 1:2Q18 財務回顧

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%	

資料來源: 公司，彭博，招銀國際預測

圖 2: 2Q18 收入細分

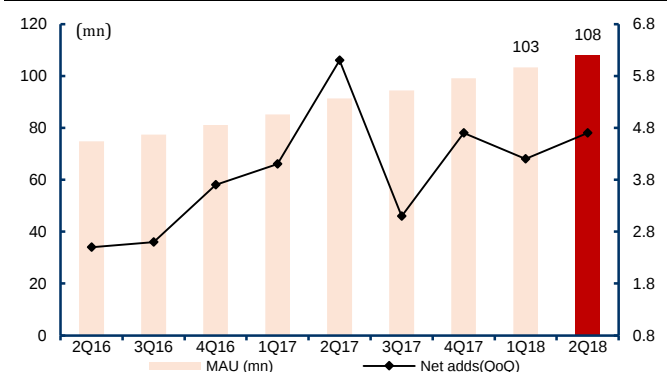
百万美元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	QoQ	YoY
收入	265.2	312.2	354.5	386.4	435.1	494.3	14%	58%
直播	212.6	259.4	302.6	328.0	371.5	411.0	11%	58%
增值服务	22.9	24.6	26.3	29.4	37.0	55.2	49%	124%
手游	11.6	19.0	17.4	21.8	6.6	22.3	235%	17%
移动营销	17.9	9.1	8.0	6.9	18.7	5.5	-71%	-40%
其他	0.3	0.0	0.1	0.3	1.3	0.4	-72%	3440%

資料來源: 公司

月活和付費用戶增勢向好

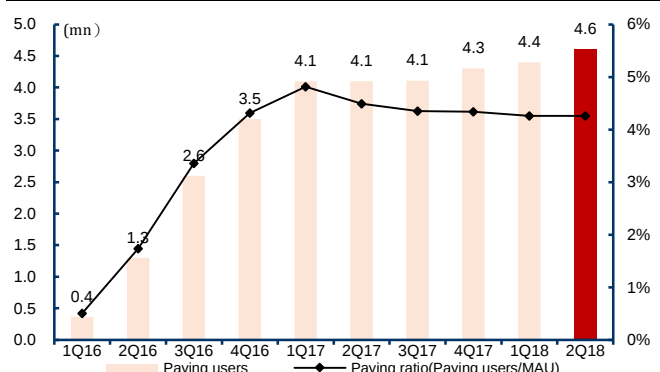
如前期2Q18預覽報告中所述，儘管世界杯帶來分流影響，公司2Q18月活仍攀升至1.08億，環比增長4.5%，受益於：1）運營優化；2）配合世界杯舉辦的非賽事運營（譬如金球大贏家集卡活動、名人直播）。同時，2Q18直播付費用戶增長至460萬，環比增長4.5%，受惠於：1）工會合作加深、激勵機制優化；2）粉絲團戰刺激長尾用戶付費熱情。基於近期月活數據監測及用戶留存向好趨勢，我們看好2H18的用戶增長空間，而冠名熱門綜藝《幻樂之城》預計將進一步推動公司2H18的品牌推廣。

圖 3: 陌陌季度月活



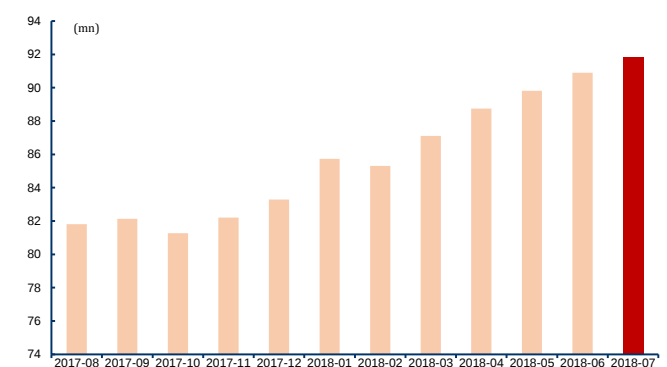
資料來源: 公司

圖 4: 陌陌直播付費用戶數



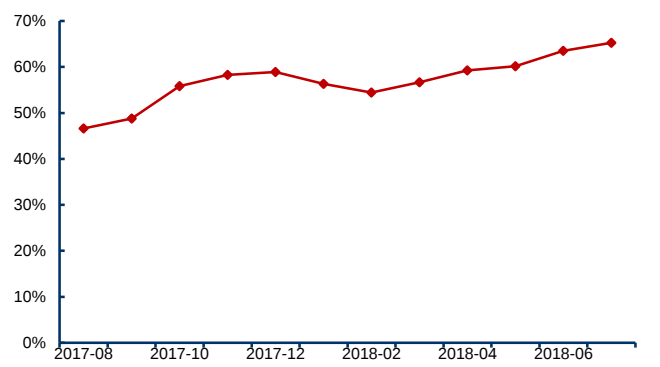
資料來源: 公司

圖 5: 月活趨勢



資料來源: QuestMobile

圖 6: 留存率穩健上揚

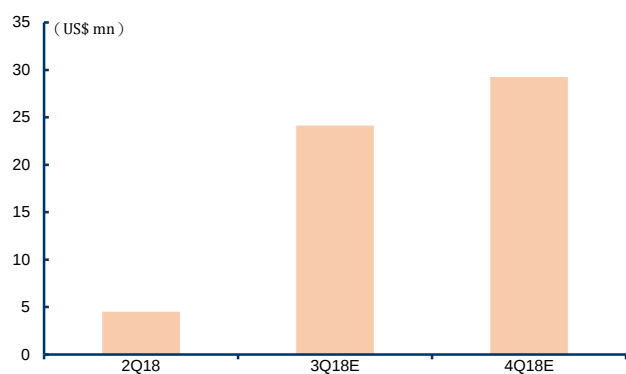


資料來源: QuestMobile

憧憬探探變現優化及 VAS 增量補充

探探已于6月起并表，貢獻收入約450萬美元。截至6月底，探探會員戶數達到310萬，符合我們的預期。探探自7月起新推兩項會員服務（“超級曝光”和“查看誰喜歡我”），我們預計優化版會員功能將有效刺激探探 FY18E 及 FY19E 的付費轉化率及 ARPU 值。此外，公司整體 2Q18 VAS 收入同比增長 124% 至 5,500 萬美元，其中陌陌 VAS 付費用戶數增至 530 萬，環比增加 4%。結合探探變現空間打開及陌陌 VAS 玩法出新（e.g. 聊天室、KTV），我們預計 FY18E VAS 收入增長高達 148%，占全年收入 13%（對比 FY17 占比 8%）。

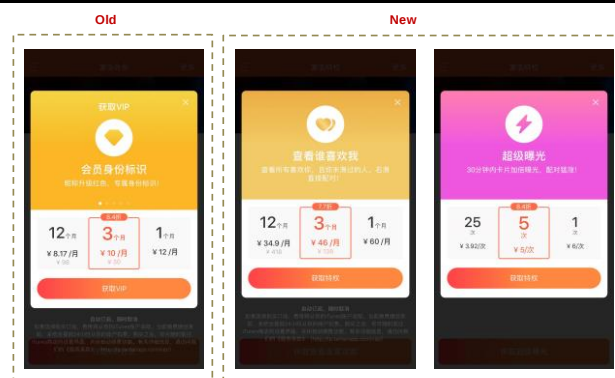
圖 7: 探探收入預測



資料來源: 公司, 招銀國際預測

注釋: 2Q18 僅考慮 6 月收入

圖 8: 探探會員價目



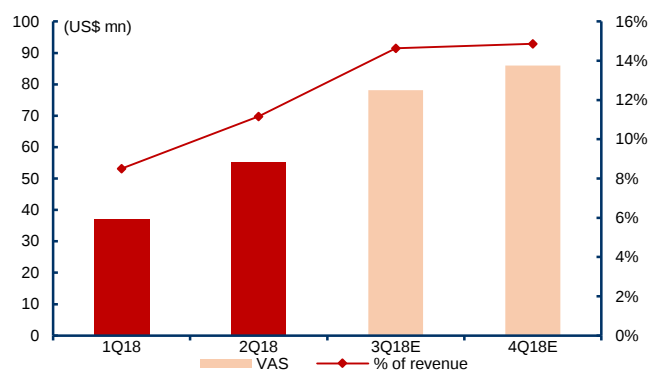
資料來源: 探探

圖 9: 陌陌聊天室功能



資料來源: 公司

圖 10: 陌陌 VAS 收入及預測



資料來源: 公司, 招銀國際預測

3Q18 利潤率短期攤薄，但全年利潤率穩健

我們預計 3Q18 毛利率將環比上升 1 個百分點，歸因于《幻樂之城》的收入貢獻。3Q18 經營利潤率將會是全年低點，源于：1) 營銷費率將環比增加 3~4 個百分點，考慮《幻樂之城》及探探推廣；2) 研發費率及管理費率環比上升 1~2 個百分點；3) 3Q18 退稅收入較少。但全年來看，我們預測 FY18E 經營利潤率同比保持穩定，且 4Q18E 經營利潤率有望環比回升，受益於：1) 《幻樂之城》製作費用將於 3Q18 結清，而其于 4Q18 錄得的廣告收入將有效改善 4Q18 毛利率；2) 營銷費用主要集中在 3Q18；4Q18 營銷費率的控制有效抵消研發費率的上升。故而我們預計 FY18E 經營利潤率將依舊同比保持穩定。

基于公司超預期的收入指引及穩健的用戶數增長，我們分別上調 FY18/19E 淨利潤 3%/2%，對應 FY18-20E 調整後淨利潤 CAGR 為 27%。

圖 11: 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	2,041	2,705	3,263	2,018	2,599	3,131	1.1%	4.1%	4.2%
毛利潤	978	1,319	1,601	981	1,285	1,553	-0.2%	2.6%	3.1%
經營利潤	538	691	861	536	702	862	0.4%	-1.5%	0.0%
調整後淨利潤	537	696	875	538	693	850	-0.1%	0.5%	2.9%
調整後 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
經營利潤率	26.4%	25.6%	26.4%	26.6%	27.0%	27.5%	-0.2ppts	-1.4ppts	-1.1ppts
調整後淨利潤率	26.3%	25.8%	26.8%	26.7%	26.7%	27.2%	-0.3ppts	-0.9ppts	-0.3ppts

資料來源: 公司，彭博，招銀國際預測

圖 12: 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	2,041	2,705	3,263	1,986	2,621	3,211	2.8%	3.2%	1.6%
毛利潤	978	1,319	1,601	973	1,283	1,576	0.6%	2.8%	1.6%
經營利潤	538	691	861	508	652	803	5.8%	6.1%	7.3%
調整後淨利潤	537	696	875	521	683	855	3.2%	1.9%	2.4%
調整後 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
經營利潤率	26.4%	25.6%	26.4%	25.6%	24.9%	25.0%	+0.8ppts	+0.7ppts	+1.4ppts
調整後淨利潤率	26.3%	25.8%	26.8%	26.2%	26.1%	26.6%	+0.1ppts	-0.3ppts	+0.2ppts

資料來源: 公司，招銀國際預測

圖 13: 公司季度財務預測

	2017A				2018E				2019E			
(百萬元)	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
增值服務	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
移動營銷	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
銷售成本	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
經營費用	54.1	88.3	88.1	79.6	78.5	84.8	137.7	139.6	128.0	167.0	166.4	166.3
銷售費用	32.2	66.7	55.0	54.3	42.0	50.6	80.0	75.2	63.9	94.4	91.1	89.8
行政費用	6.5	8.3	8.2	10.4	9.9	7.6	10.7	11.6	12.7	16.9	13.3	14.2
研發費用	6.8	7.9	11.1	16.4	15.2	21.2	26.7	34.7	29.1	33.7	35.0	37.4
股權激勵	9.5	13.0	14.7	12.5	12.4	21.0	21.3	23.1	23.3	27.0	28.0	29.9
經營利潤	91.0	73.7	89.0	107.1	147.5	140.6	112.1	137.7	154.1	171.0	170.2	196.0
調整後 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
調整後 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
稅前利潤	97.0	78.9	96.2	116.3	156.3	148.6	120.4	146.7	164.7	182.7	183.9	211.2
所得稅	15.8	13.9	17.2	19.0	26.9	31.1	25.2	30.7	34.5	38.3	38.5	44.3
非控制股東權益	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
淨利潤	81.2	65.1	79.1	97.5	129.9	117.8	95.5	116.3	130.5	144.8	145.7	167.3
調整後淨利潤	90.7	78.1	93.8	110.0	142.3	138.8	116.9	139.4	153.8	171.7	173.7	197.2
攤薄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
調整後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
財務指標												
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
經營利潤率	34.3	23.6	25.1	27.7	33.9	28.4	21.0	23.8	26.5	25.3	24.3	26.2
調整後經營利潤率	37.9	27.8	29.2	30.9	36.7	32.7	25.0	27.8	30.5	29.3	28.3	30.2
調整後EBITDA利潤率	31.5	20.2	21.9	25.5	32.2	25.3	18.0	20.7	23.7	22.4	21.3	23.1
淨利潤率	30.6	20.9	22.3	25.2	29.8	23.8	17.9	20.1	22.5	21.5	20.8	22.4
調整後淨利潤率	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
經營利潤	3.0	-19.0	20.7	20.3	37.8	-4.7	-20.3	22.8	12.0	10.9	-0.5	15.1
淨利潤	-3.1	-19.8	21.4	23.3	33.2	-9.3	-18.9	21.7	12.3	10.9	0.6	14.8
調整後淨利潤	-0.9	-13.9	20.0	17.3	29.3	-2.4	-15.8	19.3	10.3	11.7	1.1	13.5
攤薄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
調整後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
經營利潤	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
淨利潤	614.5	236.4	89.3	20.2	56.8	77.6	24.7	26.7	8.1	23.7	48.6	41.5
調整後淨利潤	614.5	236.4	89.3	20.2	56.8	77.6	24.7	26.7	8.1	23.7	48.6	41.5
攤薄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
調整後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

資料來源: 公司, 招銀國際預測

估值預測

公司當前股價為 17.2x/13.5x FY18/19 PE。基于公司超預期的收入指引及穩健的用戶數增長，我們分別上調 FY18/19E 淨利潤 3%/2%，對應 FY18-20E 調整後淨利潤 CAGR 為 27%。目標價基本不變，為 60.3 美元(基于 DCF 估值)，對應 24x/19x FY18/19E PE，0.7x FY19E PEG。維持買入評級。

圖 14: 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	616	799	1,007	1,217	1,419	1,620	1,815	2,001	2,174	2,335
實際稅項	-114	-156	-196	-237	-276	-315	-353	-389	-423	-455
折舊與攤銷	27	35	-19	-23	-27	-31	-34	-38	-41	-44
營運資本	124	85	102	124	144	164	184	203	221	237
資本開支	-35	-41	-34	-41	-48	-55	-61	-68	-74	-79
自由現金流量	618	724	860	1,039	1,212	1,384	1,550	1,709	1,857	1,994
自有現金流同比增速	60%	17%	28%	21%	17%	14%	12%	10%	9%	7%
永續期折現值										20,326
現金流折現(包括永續期折現值)	546	566	595	635	655	661	655	638	613	6,514

基本参数

WACC	13.1%
稅率	25.0%
无风险利率	3.6%
債務成本	0.0%
Beta	1.16
風險溢價	11.8%
權益成本	13.1%
目標債務/(權益+債務)	0.0%
長期增長率	3.0%
債券價值	0

公司價值計算

現金流折現	12,077
減：淨金融負債	-486
減：少數股東權益	-1
股本價值	12,563
股本數量(百萬)	208
DCF法之每股價值(美元)	60.3

資料來源：公司，彭博，招銀國際預測

		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

圖 15: 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			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

資料來源：彭博

利潤表

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: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

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: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結:12月31日(百万美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
年度利潤	145	322	458	587	744
折舊和摊销	8	12	27	35	41
營運資金變動	31	68	124	85	(21)
稅務開支	-	-	-	-	-
其他	34	50	78	108	131
經營活動所得現金淨額	218	452	687	816	894
購置固定資產、無形資產及土地	(7)	(39)	(35)	(41)	(37)
聯營公司	(494)	-	-	-	-
其他	383	(17)	(846)	(8)	(8)
投資活動所得現金淨額	(118)	(56)	(882)	(49)	(45)
長期負債變化	0	0	42	-	-
購買普通股的付款	0	-	-	-	-
其他	(0)	34	353	(107)	(711)
融資活動所得現金淨額	0	34	395	(107)	(711)
現金增加淨額	100	430	201	660	138
年初現金及現金等价物	169	258	687	888	1,548
匯兌	(12)	-	-	-	-
年末現金及現金等价物	258	687	888	1,548	1,686
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表的現金	258	687	888	1,548	1,686

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
直播	68.1	83.6	82.4	78.6	78.6
增值服務	12.2	7.8	12.6	15.5	15.2
手遊	6.4	5.3	3.0	4.4	4.2
移動營銷	12.0	3.2	1.9	1.4	1.8
其他	1.2	0.1	0.1	0.1	0.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	312.8	138.3	54.8	32.5	20.7
毛利	199.8	114.4	45.8	34.8	21.4
經營利潤	2473.7	149.8	49.1	28.5	24.6
淨利潤	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
稅前利率	27.2	29.5	28.0	27.5	28.8
淨利潤率	26.3	24.5	22.5	21.8	22.8
調整後淨利潤率	32.0	28.3	26.3	25.8	26.8
有效稅率	(3)	(17)	(20)	(21)	(21)
資產負債比率					
流動比率 (x)	5.4	4.6	3.9	4.5	5.0
平均應收賬款周轉天數	23.8	11.0	7.0	6.9	5.5
平均應付賬款周轉天數	61.5	42.0	35.2	35.1	27.9
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	23.7	37.4	35.1	33.5	39.5
資產回報率	27.0	36.0	29.5	26.0	28.3
每股數據					
每股盈利(美元)	0.87	1.79	2.54	3.25	4.08
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股賬面值(美元)	3.07	4.98	7.62	10.38	11.08

來源: 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責任。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。接收本報告之行爲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。