

### 天鵝互動(1980 HK, HK\$4.77, 目標價: HK\$5.70, 買入) - 手機平台是成功的關鍵

- ❖ **四季度調整後淨利潤符合預期。**天鵝公布 14 財年第四季度業績。受營改增影響，營收同比僅增長 17.5% 至人民幣 1.75 億。如果我們剔除了 6% 增值稅對營收的影響，四季度收入將達人民幣 1.85 億，同比增長 24.5%。因四季度低毛利率的手機網遊對營收的貢獻增加，毛利率同比下降 4.7 個百分點到 82.1%。公司四季度淨利潤達人民幣 0.46 億，同比增長 56.7%。四季度經調整股票獎勵及上市費用後的淨利潤則為人民幣 0.64 億，同比增長 15.1%，符合我們的預期。四季度調整後的淨利潤率則同比下降 0.8 個百分點至 36.9%。
- ❖ **移動端社交平台將成為新的增長動力。**第四季直播社交平台月活躍用戶 (MAU) 達 1,580 萬用戶，同比大幅增長 31.2%。第四季移動 MAU 占視頻社交平台 MAU 的 13.9%，比第三季的 6.7% 顯著增加。我們預計移動端社交平台將成為主要增長動力，因為 1) 結合 4G 網絡的廣泛覆蓋，入門級 4G 智能手機的在中國的快速普及；2) 移動端用戶比 PC 端用戶更容易進行網上支付。天鵝在 13-14 財年直播社交平台的支付比(每月付費用戶/ MAU) 於 2-3% 之間浮動。通過提升移動端占 MAU 的比例，管理層預期長遠來說支付比將可上升到 4-5% 的水平。然而，手機社交平台的 ARPU 值比 PC 端來的低。因移動端的用戶比例增加，四季度實時社交平台 ARPU 值同比下降 11.2% 至人民幣 143 元。
- ❖ **手機遊戲業務將在 15 財年起飛。**天鵝在 14 財年 9 月推出了旗下第二款手機遊戲“江山美人”，並成功地拉高了手遊活躍用戶的增長。4Q14 手遊 MAU 環比大幅增長 136.8%，至 81.7 萬。天鵝將充分利用其在實時網絡通信的技術優勢來開發可嵌入互動社交視頻功能的手遊。公司計劃於 15 年推出 6 到 8 款手機遊戲(主要由第三方開發)。我們預計手遊業務的毛利率將在 35-40% 的水平，這比公司的實時社交平台約 90% 的毛利率要低得多。我們預計手遊業務在 15 財年將推動營收增長，但也會對整體毛利率造成不利影響。
- ❖ **因手遊毛利率較預期為低，我們分別調低 15 和 16 財年調整後的淨利潤率預測達 5.1% 和 4.2% 至人民幣 3.20 億和 3.98 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 6.15 港元下調至 5.70 港元，代表着 19.6% 的上升潛力。我們維持 買入 評級。**

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
營業額 (港幣百萬元)	456	548	692	934	1,158
調整後淨利潤 (港幣百萬元)	158	206	267	320	398
調整後每股收益 (港幣)	N.A.	N.A.	0.29	0.25	0.32
調整後每股收益變動 (%)	N.A.	N.A.	N.A.	(12.0)	24.3
市盈率 (x)	N.A.	N.A.	13.2	15.1	12.1
市帳率 (x)	N.A.	N.A.	1.7	2.1	1.9
股息率 (%)	N.A.	N.A.	1.7	1.7	2.4
調整後權益收益率 (%)	37.0	44.4	12.8	14.0	15.6
淨財務槓桿率 (%)	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

#### 天鵝互動 (1980 HK)

評級	買入
收市價	HK\$4.77
目標價	HK\$5.70
市值 (港幣百萬)	5,979
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	7.37
52 周高/低 (港幣)	6.196/3.07
發行股數 (百萬)	1,259
主要股東	傅政軍 (24.4%)

來源: 彭博

#### 股價表現

	絕對	相對
1 月	37.8%	37.6%
3 月	21.9%	15.2%
6 月	-4.0%	-10.3%

來源: 彭博

#### 過去一年股價



來源: 彭博

**利潤表**

12月31日(百万港币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>456</b>	<b>548</b>	<b>692</b>	<b>934</b>	<b>1,158</b>
实时社交视频平台	437	528	631	807	970
游戏及其他	19	20	61	127	188
<b>销售成本</b>	<b>(52)</b>	<b>(68)</b>	<b>(105)</b>	<b>(176)</b>	<b>(231)</b>
<b>毛利</b>	<b>403</b>	<b>480</b>	<b>587</b>	<b>758</b>	<b>927</b>
其他营运收入/费用	30	35	59	50	55
销售费用	(170)	(167)	(212)	(262)	(308)
管理费用	(44)	(53)	(136)	(104)	(95)
研发费用	(57)	(69)	(86)	(121)	(141)
<b>息税前收益</b>	<b>163</b>	<b>226</b>	<b>211</b>	<b>321</b>	<b>438</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>175</b>	<b>239</b>	<b>229</b>	<b>345</b>	<b>465</b>
利息收入	2	37	8	10	10
融资成本	(7)	(37)	(3)	0	0
可换股可赎回优先股及可赎回普通 股公允价值虧損	(173)	(283)	(284)	0	0
<b>税前利润(亏损)</b>	<b>(15)</b>	<b>(56)</b>	<b>(71)</b>	<b>331</b>	<b>448</b>
所得税	(12)	(36)	(36)	(57)	(70)
非控制股东权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>(27)</b>	<b>(93)</b>	<b>(108)</b>	<b>274</b>	<b>378</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>158</b>	<b>206</b>	<b>267</b>	<b>320</b>	<b>398</b>

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	FY14A	FY15E	FY16E
<b>非流动资产</b>	<b>135</b>	<b>252</b>	<b>775</b>	<b>886</b>	<b>1,017</b>
物业、厂房及设备	20	17	142	169	214
無形資產	7	6	49	66	82
递延税项资产	33	24	32	44	54
其他	75	205	551	606	667
<b>流动资产</b>	<b>506</b>	<b>593</b>	<b>1,488</b>	<b>1,629</b>	<b>1,813</b>
现金及现金等价物	137	172	289	261	291
已抵押银行存款	0	33	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
应收贸易款项	11	21	14	27	17
其他应收款项	62	67	159	214	264
其他	297	300	1,025	1,128	1,241
<b>流动负债</b>	<b>213</b>	<b>300</b>	<b>172</b>	<b>233</b>	<b>281</b>
借债	0	30	0	0	0
应付贸易账款	21	14	24	34	36
其他应付账款	126	115	53	70	86
其他	66	141	96	129	160
<b>非流动负债</b>	<b>356</b>	<b>628</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
借债	0	79	0	0	0
递延税项负债	1	1	0	0	1
可换股可赎回优先股及可赎回普通	355	548	1	0	0
少数股东权益	0	5	5	6	8
<b>净资产总值</b>	<b>72</b>	<b>(84)</b>	<b>2,088</b>	<b>2,282</b>	<b>2,548</b>
<b>股东权益</b>	<b>72</b>	<b>(84)</b>	<b>2,088</b>	<b>2,282</b>	<b>2,548</b>
<b>调整后股东权益</b>	<b>428</b>	<b>465</b>	<b>2,090</b>	<b>2,282</b>	<b>2,548</b>

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	FY14A	FY15E	FY16E
<b>营业利润</b>	<b>163</b>	<b>226</b>	<b>211</b>	<b>321</b>	<b>438</b>
折旧	10	11	16	22	25
摊销	2	2	2	2	2
营运资金变动	49	(38)	(875)	0	(46)
利息支出	0	(1)	(3)	0	0
利息收入	2	3	8	10	10
税款支出	(7)	(22)	(45)	(68)	(80)
其他	(2)	(5)	919	0	0
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>216</b>	<b>176</b>	<b>235</b>	<b>287</b>	<b>349</b>
购置固定资产	(83)	(44)	(142)	(49)	(69)
其他	(177)	(114)	(1,157)	(155)	(191)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(260)</b>	<b>(158)</b>	<b>(1,298)</b>	<b>(203)</b>	<b>(261)</b>
股本的变化	0	0	2,243	0	0
银行贷款变动	0	110	(657)	(1)	0
股息支付	0	(50)	(74)	(82)	(113)
其他	6	(44)	(332)	(28)	56
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>6</b>	<b>16</b>	<b>1,180</b>	<b>(112)</b>	<b>(58)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(38)</b>	<b>34</b>	<b>117</b>	<b>(28)</b>	<b>30</b>
年初现金及现金等价物	175	137	172	289	261
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>137</b>	<b>172</b>	<b>289</b>	<b>261</b>	<b>291</b>

来源：公司资料，招银国际预测

**主要比率**

12月31日	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>銷售組合 (%)</b>					
实时社交视频平台	95.9	96.4	91.1	86.4	83.8
游戏及其他	4.1	3.6	8.9	13.6	16.2
<b>合計</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	88.5	87.6	84.8	81.1	80.1
息税及折旧摊销前收益率	38.3	43.7	33.1	36.9	40.2
营业利润率	35.8	41.3	30.5	34.4	37.8
净利润率	(6.0)	(16.9)	(15.5)	29.3	32.7
调整后净利润率	34.7	37.6	38.6	34.3	34.4
有效税率	(78.2)	(64.1)	(50.6)	17.2	15.6

**增长 (%)**

收入增长	18.6	20.3	26.3	35.0	23.9
毛利增长	20.0	19.0	22.2	29.2	22.3
息税前收益增长	16.9	38.7	(6.8)	52.0	36.5
净利润增长	(66.3)	240.0	16.1	(355.0)	37.9
调整后净利润增长	13.4	30.2	29.6	19.8	24.3

**资产负债比率**

流动比率 (x)	2.4	2.0	8.6	7.0	6.4
速动比率 (x)	2.4	2.0	8.6	7.0	6.4
平均应收账款周转天数	8	10	9	8	7
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	66	60	55
现金周期	(111)	(84)	(57)	(52)	(48)
净负债/权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

**回报率 (%)**

资本回报率	(37.6)	110.7	(5.1)	12.0	14.8
调整后资本回报率	37.0	44.4	12.8	14.0	15.6
资产回报率	(4.2)	(11.0)	(4.8)	10.9	13.4
调整后资产回报率	24.7	24.4	11.8	12.7	14.1

**每股数据 (人民币)**

每股利润	(0.43)	(0.14)	(0.22)	0.22	0.30
调整后每股利润	N.A.	N.A.	0.29	0.25	0.32
每股账面值	N.A.	N.A.	2.25	1.81	2.02
每股股息	0.00	0.00	0.07	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: 香港中环夏慤道 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

本报告期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作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。