Boyaa Interactive (434 HK)

Solid growth outlook with attractive valuation

- **Robust mobile game development led 2014 growth**
- **High margin of safety with 28% 2015E P/E discount than sector**
- **We cut TP to HK$7.28 on lowered earnings. Reiterate BUY.**

Fast growth lead by robust mobile game momentum

Boyaa's FY14 results are in line with our expectation and market consensus. As the growth engine, revenue from mobile games grew by 94.8% YoY, to RMB536 mn and the proportion in total revenue increased to 56.7%(vs 40.4% in FY13).The 4Q14 operating data of mobile game business continued to improve as paying users and MAUs up 182.1%/29.6% respectively, with paying user/MAU rate increased to 10.1%(vs 4.6% in 4Q13). We attribute the growth to the long lifecycle feature of card & board games, combined with Boyaa's efforts in 1) successful expansion to overseas markets; 2) significant growth of revenue from Fight-the-Landlord and other new games and 3) optimized revenue structure (revenue from Texas Hold'em series declined to 78% of total revenue in FY14 (vs 87% in FY13)).

Strategies in 2015

In 2015, Boyaa tends to 1) deepen the development in overseas emerging markets (i.e. Indonesia and Middle East) by leveraging local social media/distribution channels, enhancing product localization and setting up local operating team, and 2) roll out TV games and offline card/ board tournaments (i.e. two WCA International Texas Hold'em competitions to be held in 2015) to explore new income sources and improve brand awareness.

Catalysts and risks

Catalysts: 1) fast development in emerging markets; 2) improvement of payment willingness; 3) offline tournaments to become new source of revenue and 4) breakthrough in TV games. Risks: 1) deterioration of web games and 2) higher competition in China's card & board game market.

Valuation

We lower our 2015/16 net profit forecast by 6%-8% to reflect the conservative outlook in web games. Boyaa is valued at 8.6x FY15E PE, 27% discount to peer's average of 11.6x. We reiterate BUY with new DCF-based TP HK$7.28, implying 11.7x FY15E PE.

Financials

RMB mn	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	681	945	1,222	1,580	2,062
Growth (%)	32%	39%	29%	29%	30%
Net profit	219	306	377	464	564
Growth (%)	37%	40%	23%	23%	21%
EPS (RMB)	0.25	0.38	0.50	0.62	0.77
DPS (RMB)	0.11	0.12	0.15	0.19	0.23
P/E (x)	16.8	11.2	8.6	6.8	5.6
P/B (x)	2.1	2.1	1.9	1.6	1.3
ROE (%)	18%	21%	23%	23%	23%

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Jeff HAO
852-31896117
haoyf@cmschina.com.cn

Andrew HUANG
852-31896179
huangx@cmschina.com.cn

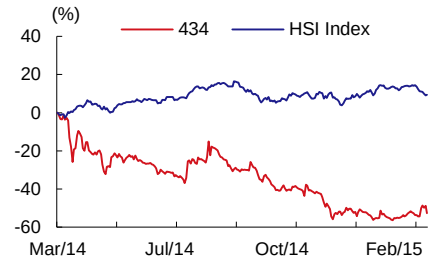
WHAT'S NEW

TP/estimate cut

BUY

Previous	BUY
Price	HK$5.61
12-month Target Price (Potential up/downside)	HK$7.28 (+30%)
Previous	HK$7.48

Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
434 HK	13.9	(24.3)	(49.3)
HSI	(2.5)	(3.8)	6.5

Industry: TMT	
Hang Seng Index	23798
HSCEI	11566
Key Data	
52-week range (HK$)	5.05-12.5
Market cap (HK$ mn)	4272
Avg. daily volume (mn)	2.11
BVPS (HK$)	1.93
Shareholdings Structure	
Boyaa Global Limited	23.19%
Sequoia Capital China	16.05%
Emily Technology Limited	10.50%
Comsenz Holdings Limited	5.25%
No. of shares outstanding (mn)	762
Free float	44.84%

博雅互动 (434 HK)

增长前景稳定，估值吸引

- **移动端收入快速增长带动了公司2014年业绩的全面提升**
- **估值较行业平均仍有28%的折让，安全边际依旧明显**
- **维持买入评级，下调目标价至7.28港元**

移动端带动公司盈利快速增长

博雅互动2014年度收入和利润增长符合我们和市场的预期。移动端作为主要的增长引擎,收入同比增长94.8%至人民币5.36亿元,收入占比提升至56.7%(2013年：40.4%)。移动端的运营数据继续改善,4Q14付费用户数和MAU分别同比增长182.1%/29.6%,付费率达到10.1%(vs 4Q13 4.6%)。我们认为博雅的业绩反映了棋牌类游戏长生命周期的特点,以及公司1)积极拓展海外市场，2)斗地主和其他新游戏收入显著提升,以及3)产品收入结构继续优化（德州扑克的收入占比由2013年的87%下降至2014年的78%)。

海外市场、线下活动和电视游戏将成为新的增长动力

公司在2015年将继续积极扩展海外业务,通过与当地社交媒体/分发渠道建立良好关系、推出本地化产品和在目标市场设立团队等方式继续发掘新兴市场（如印尼和中东地区等）的机会。此外，公司在2015年将积极发展电视游戏和线下比赛等新业务模式（计划举办2场WCA国际级德州扑克竞赛)。我们相信公司的这些举措将增加更多的收入来源，提升品牌效应并加快其产品货币化的进程。

催化剂和风险

催化剂：1）新兴市场的快速发展；2）付费率进一步提升；3）线下棋牌竞赛成为新的收入增长点；和4）电视游戏发展超预期。风险：1）网页游戏收入下降幅度超预期；2）国内棋牌游戏市场竞争显著加剧。

估值与评级

我们小幅下调公司的2015-16E盈利预测6-8%，以反映我们对网页游戏保守的预期。博雅目前相比行业平均市盈率仍有27%的折让(2015E P/E 8.6x vs 11.6x) 具有一定的安全边际。我们重申买入评级以及新的基于DCF的目标价HK$7.28,相当于11.7x 2015E PE

盈利预测及估值

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	681	945	1,222	1,580	2,062
同比增长 (%)	32%	39%	29%	29%	30%
净利润	219	306	377	464	564
同比增长 (%)	37%	40%	23%	23%	21%
每股盈利 (元)	0.25	0.38	0.50	0.62	0.77
每股股息 (元)	0.11	0.12	0.15	0.19	0.23
市盈率 (X)	16.8	11.2	8.6	6.8	5.6
市净率 (X)	2.1	2.1	1.9	1.6	1.3
ROE (%)	18%	21%	23%	23%	23%

资料来源：公司资料,招商证券（香港）预测

郝云帆 852-31896117 haoyf@cmschina.com.cn

黄轩 852-31896179 huangx@cmschina.com.cn

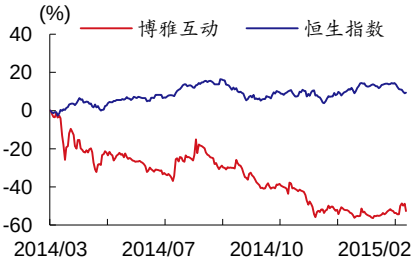
最新变动

EPS/估值下调

买入

前次评级	买入
股价	HK$5.61
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK$7.28 （+30%）
前次目标价：	HK$7.48

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
434 HK	13.9	(24.3)	(49.3)
HSI	(2.5)	(3.8)	6.5

行业： TMT	
恒生指数	23798
国企指数	11566
重要数据	
52周股价区间（港元）	5.05-12.5
港股市值（百万港元）	4272
日均成交量（百万股）	2.11
每股净资产（港元）	1.93
主要股东	
Boyaa Global Limited	23.19%
Sequoia Capital China	16.05%
Emily Technology Limited	10.50%
Comsenz Holdings Limited	5.25%
No. of shares outstanding (mn)	762
自由流通量	44.84%

2014业绩及运营数据点评

博雅互动2014年度总收入同比增长38.8%至人民币9.45亿元，Non-GAAP净利润同比增长40%至人民币3.06亿元,符合我们和市场的预期。移动端作为主要的增长引擎，收入同比增长94.8%至人民币5.36亿元，收入占比提升至56.7%(2013年：40.4%)。移动端的运营数据继续改善，2014年4季度付费用户数和MAU分别同比增长182.1%/29.6%，移动用户付费率达到10.1%(vs 4Q13 4.6%)。而其网页端棋牌游戏受到中国页游市场不够景气的影响，收入仅同比增长0.8%至人民币4.10亿元。我们认为公司在移动端的发力，以及通过不断改善游戏体验以维持网页端用户消费意愿的策略使整体收入仍取得快速增长。同时，公司在海外市场的发展，斗地主和其他新游戏收入显著提升，以及产品收入结构继续优化（德州扑克系列游戏的收入占比由2013年的87%下降至2014年的78%）优化了公司的产品组合和货币化模式，保证了增长的可持续性。

公司4Q14总收入同比增长22.3%，季度环比增长0.2%。季度增长放缓的主要原因是网页游戏收入的同比及环比下降（分别达到-9.9%和-7.7%）。但是考虑到公司在未来将着重发展移动棋牌游戏（2015年将推出5款新游戏），我们认为棋牌游戏的增长可以抵消网页游戏不景气对公司收入带来的影响，并使公司在长期保持稳定的成长前景。

图1 公司季度财务数据汇总

人民币千元	4Q13A	1Q14A	2Q14A	3Q14A	4Q14A	YoY%	QoQ%
网页游戏收入	102,533	110,198	106,784	100,147	92,415	-9.9%	-7.7%
移动端游戏收入	96,908	111,429	129,540	143,315	151,491	56.3%	5.7%
总收入	**199,441**	**221,627**	**236,324**	**243,462**	**243,906**	**22.3%**	**0.2%**
营业成本	(80,531)	(88,390)	(85,710)	(97,776)	(105,591)	31.1%	8.0%
毛利	**118,910**	**133,237**	**150,614**	**145,686**	**138,315**	**16.3%**	**-5.1%**
销售费用	(43,108)	(42,702)	(45,215)	(45,352)	(45,413)	5.3%	0.1%
管理费用	(42,827)	(26,645)	(28,201)	(27,717)	(34,835)	-18.7%	25.7%
其他损益净额	5,127	7,754	14,121	14,641	18,361	258.1%	25.4%
营运利润	**38,102**	**71,644**	**91,319**	**87,258**	**76,428**	**100.6%**	**-12.4%**
财务收入	317	6,033	611	591	1,283	304.7%	117.1%
财务成本	2,868	(3,222)	(3,164)	(215)	212	-92.6%	-198.6%
应占附属公司利益	54	341	2,460	2,659	762	1311.1%	-71.3%
税前利润	**41,341**	**74,796**	**91,226**	**90,293**	**78,685**	**90.3%**	**-12.9%**
所得税	(7,342)	(12,559)	(15,627)	(14,043)	(13,184)	79.6%	-6.1%
净利润	**33,999**	62,237	75,599	76,250	65,501	92.7%	-14.1%
Non-GAAP 净利润	**57,982**	**71,755**	**82,068**	**82,108**	**70,246**	**21.2%**	**-14.4%**

来源：公司资料，招商证券 (香港)

从季度运营数据来看，公司4Q14的整体付费用户数和月活跃用户数(MAU)分别同比增长143.5%和19.7%。虽然受到页游不景气的拖累，但是公司在移动棋牌游戏的研发及运营等方面的优势使其移动端的项指标迅速增长，有效地拉动了整体业务指标的优化。另外，我们也注意到公司的整体用户付费率由4Q13的3.8%提升至4Q14的7.7%，其中移动端用户付费率由4Q13的4.6%提升至4Q14的10.1%，反映出用户付费意愿的增加以及整体产品货币化程度的不断加深。

通过分析公司的产品运营数据，我们注意到斗地主系列游戏在4Q14增长强劲，其季度收入同比和环比增长分别达到150.7%和15.2%。我们认为斗地主系列产品已经顺利通过了用户积累和提升活跃度的阶段，客户的付费意愿已经显著增加。同时，公司也通过融合各地规则和不同的衍生玩法开发了多款地方性和独特性的差异化产品，更好地覆盖广大的斗地主玩家群体。我们相信这款产品在未来将有望成为公司继德州扑克之后又一档明星产品。

公司的传统旗舰产品德州扑克在4Q14保持平稳，收入同比增速为3.4%，移动端ARPPU同比增长10%。随着公司产品结构的优化，其在总收入中的占比由4Q13的86.3%下降至4Q14的72.9%。

图2 公司季度运营数据汇总

	4Q13A	1Q14A	2Q14A	3Q14A	4Q14A	YoY%	QoQ%
付费用户数（千人）	**886**	**1,068**	**1,618**	**2,015**	**2,157**	**143.5%**	**7.0%**
-- 页游	178	181	182	179	160	-10.1%	-10.6%
-- 手游	708	887	1,436	1,836	1,997	182.1%	8.8%
日活跃用户数（千人）	**4,895**	**5,252**	**5,671**	**5,805**	**5,828**	**19.1%**	**0.4%**
-- 页游	1,562	1,591	1,607	1,610	1,580	1.2%	-1.9%
-- 手游	3,333	3,661	4,064	4,195	4,248	27.5%	1.3%
月活跃用户数（千人）	**23,322**	**24,461**	**25,960**	**27,064**	**27,909**	**19.7%**	**3.1%**
-- 页游	8,021	8,071	8,095	8,106	8,084	0.8%	-0.3%
-- 手游	15,301	16,390	17,865	18,958	19,825	29.6%	4.6%
付费率（付费用户数/MAU）	**3.8%**	**4.4%**	**6.2%**	**7.4%**	**7.7%**		
-- 页游	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.0%		
-- 手游	4.6%	5.4%	8.0%	9.7%	10.1%		
ARPPU（人民币元）	**75.0**	**69.2**	**48.7**	**40.3**	**38**	**-49.8%**	**-6.4%**
-- 页游	192.0	202.9	195.6	186.5	193	0.3%	3.2%
-- 手游	45.6	41.9	30.1	26.0	25	-44.6%	-2.8%

来源：公司资料，招商证券 (香港)

图3 公司主要游戏产品季度运营数据

	4Q13A	1Q14A	2Q14A	3Q14A	4Q14A	YoY%	QoQ%
德州扑克系列							
-- 总收入（人民币千元）	172,059	184,615	190,950	183,305	177,914	3.4%	-2.9%
-- 网页端 ARPPU（人民币元）	387.5	409.1	418.6	419.5	407.6	5.2%	-2.8%
-- 移动端 ARPPU（人民币元）	51.8	53.9	56.1	56.5	57.0	10.0%	0.9%
斗地主系列							
-- 总收入（人民币千元）	20,816	27,260	35,212	45,301	52,196	150.7%	15.2%
-- 网页端 ARPPU（人民币元）	43.2	47.3	47.8	48.1	48.3	11.8%	0.4%
-- 移动端 ARPPU（人民币元）	16.1	16.8	17.4	17.7	17.9	11.2%	1.1%
其他游戏							
-- 总收入（人民币千元）	6,566	9,752	10,162	14,856	13,796	110.1%	-7.1%
-- 网页端 ARPPU（人民币元）	12.9	11.7	11.5	14.8	10.8	-16.3%	-27.0%
-- 移动端 ARPPU（人民币元）	8.6	8.2	8.4	6.3	7.2	-16.3%	14.3%

来源：公司资料，招商证券 (香港)

盈利预测调整

图4 盈利预测调整

人民币千元	调整前			调整后			差异		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
网页游戏收入	419,318	439,407	N/A	379,236	385,044	381,511	-9.6%	-12.4%	N/A
移动端游戏收入	837,802	1,200,947	N/A	842,641	1,195,333	1,680,479	0.6%	-0.5%	N/A
总收入	**1,257,120**	**1,640,354**	**N/A**	**1,221,877**	**1,580,377**	**2,061,990**	-2.8%	-3.7%	**N/A**
营业成本	(484,807)	(630,667)	N/A	(480,750)	(619,833)	(804,176)	-0.8%	-1.7%	N/A
毛利	**772,313**	**1,009,687**	**N/A**	**741,127**	**960,544**	**1,257,814**	-4.0%	-4.9%	**N/A**
销售费用	(237,427)	(313,407)	N/A	(229,303)	(308,182)	(402,422)	-3.4%	-1.7%	N/A
管理费用	(139,589)	(173,780)	N/A	(135,664)	(167,440)	(230,182)	-2.8%	-3.6%	N/A
其他损益净额	50,631	66,084	N/A	52,627	63,626	51,095	3.9%	-3.7%	N/A
营运利润	**445,928**	**588,583**	**N/A**	**428,787**	**548,548**	**676,305**	-3.8%	-6.8%	**N/A**
财务收入	5,580	5,208	N/A	5,580	5,208	5,580	0.0%	0.0%	N/A
财务成本	(8,800)	(13,123)	N/A	(8,553)	(12,643)	(16,496)	-2.8%	-3.7%	N/A
应占附属公司利益	11,314	14,763	N/A	8,553	9,482	10,310	-24.4%	-35.8%	N/A
税前利润	**454,022**	**595,432**	**N/A**	**434,367**	**550,595**	**675,699**	-4.3%	-7.5%	**N/A**
所得税	(72,644)	(98,246)	N/A	(69,499)	(90,848)	(111,490)	-4.3%	-7.5%	N/A
净利润	**381,379**	**497,185**	**N/A**	**364,868**	**459,747**	**564,208**	-4.3%	-7.5%	**N/A**
Non-GAAP 净利润	**400,236**	**505,387**	**N/A**	**377,087**	**464,488**	**564,208**	-5.8%	-8.1%	**N/A**
成长性分析（YoY%）									
网页游戏收入增长	0.1%	4.8%	N/A	-7.4%	1.5%	-0.9%			
移动端游戏收入增长	53.8%	43.3%	N/A	57.3%	41.9%	40.6%			
总收入增长	30.5%	30.5%	N/A	29.3%	29.3%	30.5%			
毛利增长	31.0%	30.7%	N/A	30.5%	29.6%	30.9%			
营运利润增长	29.6%	32.0%	N/A	31.3%	27.9%	23.3%			
净利润增长	28.4%	30.4%	N/A	30.5%	26.0%	22.7%			
Non-GAAP 净利润增长	23.0%	26.3%	N/A	23.2%	23.2%	21.5%			
盈利性分析									
毛利率	61.4%	61.6%	N/A	60.7%	60.8%	61.0%			
经营利润率	35.5%	35.9%	N/A	35.1%	34.7%	32.8%			
净利率	30.3%	30.3%	N/A	29.9%	29.1%	27.4%			
Non-GAAP 净利率	31.8%	30.8%	N/A	30.9%	29.4%	27.4%			
收入分布									
网页游戏	33.4%	26.8%	N/A	31.0%	24.4%	18.5%			
移动端游戏	66.6%	73.2%	N/A	69.0%	75.6%	81.5%			

来源：公司资料，招商证券 (香港)

我们分别下调了公司2015/16年网页游戏收入9.6%和12.4%，以反映中国页游市场整体下滑的情况。而我们看好公司移动端的发展，维持移动游戏收入的预测。在盈利能力方面，我们认为公司发展手游将会付出更多地渠道分成和相关的网络设施运维费用，因此我们分别将其2015/16毛利率下调70bps和80bps，以反映手游收入占比提升对公司毛利带来的影响。而考虑到公司有效地成本管控以及未来人员增长幅度低于收入增长，我们对公司Non-GAAP净利润的下调幅度小于对毛利的调整。

图5 招商预测 vs 市场一致预期

人民币千元	CMSHK			Consensus			Diff%		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
收入	1,221,877	1,580,377	2,061,990	1,257,833	1,680,200	N/A	-2.9%	-5.9%	N/A
毛利	741,127	960,544	1,257,814	760,737	1,024,922	N/A	-2.6%	-6.3%	N/A
经营利润	428,787	548,548	676,305	447,667	606,200	N/A	-4.2%	-9.5%	N/A
净利润	364,868	459,747	564,208	405,333	607,500	N/A	-10.0%	-24.3%	N/A
Non-GAAP 净利润	377,087	464,488	564,208	397,667	521,200	N/A	-5.2%	-10.9%	N/A
EPS(人民币元)	0.50	0.62	0.77	0.54	0.71	N/A	-8.1%	-12.0%	N/A
毛利率（%）	60.7%	60.8%	61.0%	60.5%	61.0%	N/A	0.3%	-0.4%	N/A
经营利润率（%）	35.1%	34.7%	32.8%	35.6%	36.1%	N/A	-1.4%	-3.8%	N/A
净利率（%）	29.9%	29.1%	27.4%	32.2%	36.2%	N/A	-7.3%	-19.5%	N/A
Non-GAAP 净利率（%）	30.9%	29.4%	27.4%	31.6%	31.0%	N/A	-2.4%	-5.3%	N/A

来源：公司资料，招商证券 (香港)

潜在的催化剂：海外市场、线下棋牌竞赛和电视游戏

公司在2015年将继续积极扩展海外业务，通过与当地社交媒体/分发渠道建立良好关系、推出本地化产品和在目标市场设立团队等方式继续发掘新兴市场的机会。公司现已进入的海外市场，如越南和泰国，其之前的政治风波已经结束，4Q14已经恢复了较快的增长。同时，公司之前在印尼和中东地区的布局也基本完成，预计这些新兴市场将在2015年为公司带来更多的收入。

在线下棋牌比赛方面，公司2014年在四川已经成功地举办了多场以博雅为主题品牌的棋牌比赛并获得圆满成功。基于14年的经验，公司将在2015年举行两场WCA国际德州扑克大赛，并积极筹备亚洲级别的德州扑克联赛。我们相信线下的比赛将会更好地帮助公司树立品牌形象，鼓励线下玩家进行线上消费并将线上玩家的游戏体验扩展至线下的场景中。同时，作为线上游戏的补充，线下竞赛将为公司开拓新的货币化模式和打造游戏周边的商业生态圈。

此外，博雅已经与众多硬件厂商和互联网电视供应商（如小米）展开深入合作，将博雅优质的棋牌产品搬进家庭的客厅。目前博雅的产品在智能电视中的安装率已达到1000-2000台/天，同时在线的玩家人数也可以达到几千人的水平。我们认为，尽管电视游戏的支付环境、操作设备以及客户服务等环节还处在摸索和建设的阶段，但是作为进入一个蓝海市场，博雅在早期的布局无疑是正确的战略选择。

估值和盈利预测

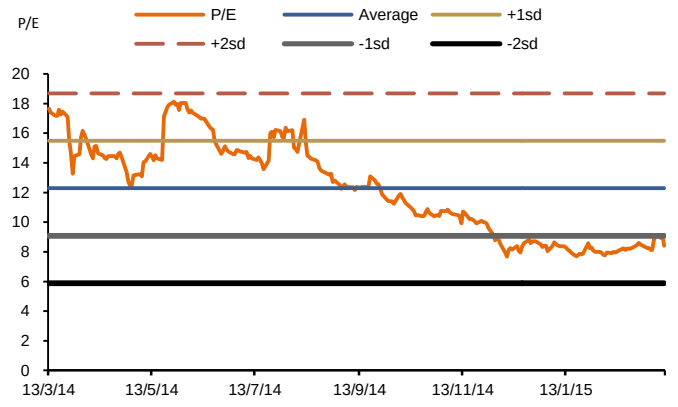
我们预计2015-17年收入CAGR为29%,净利润CAGR为22%。另外，公司的派息率在未来仍将保持30%，而目前股价对应的2015年预测股息率达到3.3%。从市盈率上看，博雅目前相比行业平均估值仍有28%的折让(8.4x vs 11.6x)，具有一定的安全边际。我们重申博雅互动买入评级以及新的基于DCF的目标价HK$7.28，相当于11.7x 2015E PE。主要的催化剂包括：1）公司游戏产品在印尼和中东等新兴市场的快速发展；2）推出更多地方棋牌和特色产品，使用户付费率进一步提升；3）线下棋牌竞赛成为新的收入增长点，带动线上线下协同发展和4）电视游戏发展及货币化进程超预期。主要的风险包括：1）网页游戏收入下降幅度超预期；2）国内棋牌游戏市场竞争显著加剧。

图6：中国游戏上市公司估值情况

公司	代码	货币	股票价格	市值（百万美元）	市盈率（X）		
					2014E	2015E	2016E
云游控股	484 HK	HKD	13.66	224.11	N/A	14.8	10.2
联众	6899 HK	HKD	3.52	354.96	12.9	8.8	6.4
网龙	777 HK	HKD	13.2	838.61	19.8	16.6	13.3
IGG	8002 HK	HKD	3.58	632.89	8.9	8.1	6.9
中国手游	CMGE US	USD	18.21	572.89	14.4	8.2	6.6
畅游	CYOU US	USD	26.81	1416.56	N/A	9.7	9.5
网易	NTES US	USD	97.47	12737.38	15.9	14.2	12.0
完美世界	PWRD US	USD	18.55	918.83	9.2	8.1	7.0
淘米	TAOM US	USD	3.2	115.08	160.0	24.1	35.6
创梦天地	DSKY US	USD	10.85	459.21	6.6	6.6	4.2
行业平均					31.0	11.6	10.7
博雅互动	**434 HK**	**HKD**	**5.61**	**550.2**	**11.0**	**8.6**	**6.4**

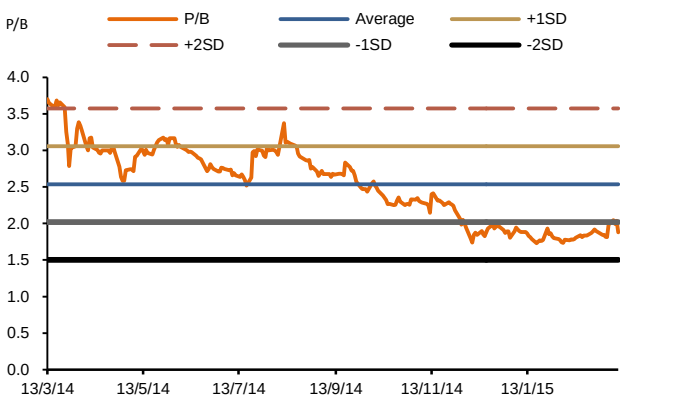
来源：公司资料，Bloomberg，招商证券（香港）

图7 博雅互动P/E Band



来源：Bloomberg，招商证券（香港）

图8 博雅互动P/B Band



来源：Bloomberg，招商证券（香港）

图9： DCF模型主要假设

主要模型假设	
Beta	1.0
无风险利率（Rf）	3.5%
风险溢价（Rp）	10.3%
所得税率	25.0%
债务成本（Cost of Debt）	6.0%
权益成本（Cost of Equity)	13.8%
永续增长率（g）	1.0%
WACC	13.8%

来源：Bloomberg，招商证券（香港）预测

图10： FCF计算

百万人民币	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
FCF	360	458	551	557	561	563	566	567	571	572
折现后 FCF 总计	2,695									
终值价值	1,239									
企业价值	3,934									
现金	352									
权益价值	4,286									
每股价值（HK$）	7.28									

来源：Bloomberg，招商证券（香港）预测

图11： 敏感性分析

HK$		WACC				
		12.8%	13.3%	13.8%	14.3%	14.8%
	0.0%	7.7	7.4	7.1	6.9	6.6
	0.5%	7.8	7.5	7.2	6.9	6.7
Growth	**1.0%**	7.9	7.6	7.3	7.0	6.8
	1.5%	8.0	7.7	7.4	7.1	6.9
	2.0%	8.1	7.8	7.5	7.2	6.9

来源：Bloomberg，招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	**1,375**	**1,527**	**1,893**	**2,332**	**2,801**
现金	966	1,029	830	1,225	1,644
短期投资	223	370	923	923	923
以公允价值计量金融资产	107	0	7	7	7
应收账款	59	94	96	129	165
其他应收款项	20	33	37	47	62
非流动资产	**33**	**187**	**53**	**54**	**57**
固定资产	11	15	13	14	16
无形资产	1	20	3	4	4
长期股权投资	8	22	23	23	23
可供出售金融资产	0	64	0	0	0
递延税项	4	2	4	4	4
其他	9	65	9	9	9
资产总计	**1,408**	**1,714**	**1,945**	**2,386**	**2,858**
流动负债	**193**	**218**	**269**	**360**	**405**
应付账款	98	115	142	209	225
递延收入	39	24	71	95	124
应付所得税	56	78	56	56	56
长期负债	**1**	**14**	**1**	**1**	**1**
递延所得税	1	14	1	1	1
A 类优先股	0	0	0	0	0
负债合计	**193**	**232**	**270**	**360**	**406**
净资产	**1,215**	**1,482**	**1,675**	**2,026**	**2,452**
股本	0	0	0	0	0
股本溢价	738	632	537	428	290
期权项目储备	0	0	0	0	0
储备	54	137	54	54	54
留存收益	423	703	1,085	1,544	2,109
负债及权益合计	**1,408**	**1,714**	**1,945**	**2,386**	**2,858**

现金流量表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	**211**	**235**	**370**	**511**	**568**
税前盈利	165	0	434	551	676
折旧摊销	4	0	8	10	14
财务收入	-2	0	-6	-5	-6
投资收益	-5	0	0	0	0
以股份为基础的薪酬开支	47	0	0	0	0
资产价值变动损益	10	0	0	0	0
资产处置损益及其他	-1	0	0	0	0
应占联营公司损益	0	0	0	0	0
营运资本变动	9	0	3	46	-4
所得税	-17	-30	-69	-91	-111
投资活动现金流	**-196**	**-65**	**-4**	**-7**	**-12**
购买资产支出	-650	-1543	-10	-12	-17
出售资产所得	452	300	0	0	0
向附属公司投资	0	-8	0	0	0
利息收入	2	8	6	5	6
筹资活动现金流	**680**	**-106**	**-89**	**-109**	**-138**
上市前融资	0	0	0	0	0
股份回购	0	-1	0	0	0
支付上市相关费用	-63	0	0	0	0
IPO 及相关期权融资	742	7	0	0	0
支付股利	0	-112	-89	-109	-138
现金净增加额	**694**	**64**	**277**	**395**	**419**

利润表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**681**	**945**	**1,222**	**1,580**	**2,062**
收入成本	-265	-377	-481	-620	-804
毛利	**416**	**568**	**741**	**961**	**1258**
销售及市场推广开支	-148	-179	-229	-308	-402
一般及行政开支	-111	-117	-136	-167	-230
其他收益及盈利	19	55	53	64	51
营业利润	**176**	**327**	**429**	**549**	**676**
财务收入	2	9	6	5	6
财务成本	-14	-6	-9	-13	-16
分占共同控制实体亏损	0	6	9	9	10
税前利润	**165**	**335**	**434**	**551**	**676**
所得税	-29	-55	-69	-91	-111
税后利润	**136**	**280**	**365**	**460**	**564**
少数股东权益	0	1	0	0	1
母公司所有者权益	**136**	**280**	**365**	**460**	**564**
经调整母公司所有者权益	**219**	**306**	**377**	**464**	**564**
基本每股收益（元）	0.44	0.42	0.55	0.69	0.85
稀释每股收益（元）	0.25	0.38	0.50	0.62	0.77

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年成长率					
营业收入	32%	39%	29%	29%	30%
营业利润	-10%	85%	31%	28%	23%
经调整净利润	37%	40%	23%	23%	21%
获利能力					
毛利率	61%	60%	61%	61%	61%
经调整净利率	32%	32%	31%	29%	27%
ROE	18%	21%	23%	23%	23%
ROA	16%	18%	19%	19%	20%
偿债能力					
资产负债率	0%	0%	0%	0%	0%
流动比率	7.1	7.0	7.0	6.5	6.9
速动比率	7.1	7.0	7.0	6.5	6.9
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	14.0	12.3	14.0	14.0	14.0
应付账款周转率	8.5	8.9	9.0	9.0	9.5
估值比率					
PE	16.8	11.2	8.6	6.8	5.6
PB	2.1	2.1	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	12.1	6.1	5.3	3.4	2.2

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1 类(证券交易)、第2 类(期货合约交易)、第4 类(就证券提供意见)、第6 类(就机构融资提供意见)和第9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1 类(证券交易)、第2 类(期货合约交易)、第4 类(就证券提供意见)、第6 类(就机构融资提供意见)和第9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1 类(证券交易)、第2 类(期货合约交易)、第4 类(就证券提供意见)、第6 类(就机构融资提供意见)和第9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828