

买入

2014年08月13日

业绩符合预期，移动用户增长迅猛，收入结构优化

- 二季度业绩符合预期：**2014年上半年，公司收入同比增长48.2%至4.58亿元人民币，毛利为2.83亿元，同比增长48.4%，毛利率为62%，同比上升0.1个百分点。净利润同比上升96.5%至1.38亿元，非IFRS利润为1.54亿元，同比增长48%，每股基本盈利为0.215元，中期派息6.2分。从收入结构观察，移动端游戏收入同比增长159.6%至2.41亿元，网页游戏则小幅提升0.4%至2.17亿元。业绩基本符合我们预期，由于公司的游戏产品具有一定的收入增长稳定性，我们相信公司全年业绩可以达到我们的全年预期。
- 移动用户高速增长，游戏收入结构将进一步优化：**二季度，公司的活跃用户和付费用户均得到了良好的提升，主要的驱动力来自于移动端用户增长。在移动端，日活跃用户同比增长23.6%至约406万，月活跃用户同比增长28.9%至约1787万，付费用户同比增长292.3%，至约144万。2季度，在收入结构方面，德州扑克收入占比下降到了80.8%，斗地主收入占比上升到了14.9%，收入结构进一步得到优化。
- 专注长周期棋牌类游戏，看好公司未来产品创收能力：**第二季度，博雅互动将新推出五款游戏，分别为《三张牌》、《二七十》、《马股》、《川味斗地主》、《斗地主大赛》。在渠道方面，我们对公司的预装策略以及和运营商的合作有信心。我们认为，公司产品创收能力强、产品运营团队专业，得以维持公司游戏的平稳运作并持续创收，只要配合合理的分成，将会得到渠道的青睐。
- 下调目标价至12港元，维持买入评级：**目标价相对应14年PEG值为0.62，基于我们对公司在14-17年盈利CAGR为38.47%的假设。我们的估值主要基于以下因素：（1）稳定增长的业绩；（2）现有以及未来游戏产品具备较强可持续性；（3）公司将在国内市场持续取得增长；（4）未来可通过棋牌品类扩充及继续开发海外市场捕捉增长机会。

★ 1港元=0.79元人民币

古森森

+ 852-25321962

sam.gu@firstshanghai.com.hk

蔡浩

+ 852-25321963

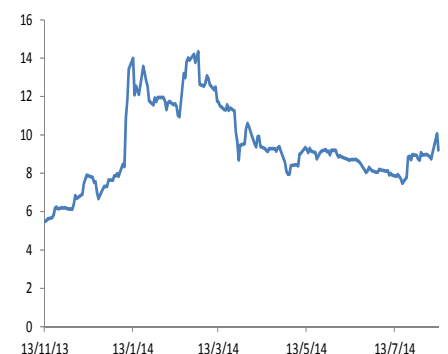
simon.tsoi@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	互联网
股价	9.22 港元
目标价	12.00 港元 (+30.15%)
股票代码	434.HK
已发行股本	7.47 亿股
市值	68.87 亿港元
52周高/低	15.16/5.51 港元
13年每股净现值	2.1 港元
主要股东	张伟 34.79% 红杉 16.57% 戴志康 5.42% Munsun Asset Mgmt Asia Ltd 5.02%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入 (人民币千元)	517,745	681,262	947,899	1,364,331	1,953,114
变动	62.9%	31.6%	39.1%	43.9%	43.2%
净利润 (人民币千元)	142,791	135,507	292,616	421,169	602,926
变动	62.2%	-5.1%	115.9%	43.9%	43.2%
非IFRS净利润 (人民币千元)	159,749	218,676	292,616	421,169	602,926
变动	53.3%	36.9%	33.8%	43.9%	43.2%
调整后每股盈利 (人民币元)	0.217	0.296	0.397	0.571	0.817
变动	NA	36.9%	33.8%	43.9%	43.2%
基于9.22港元的市盈率	33.6	24.6	18.4	12.8	8.9
每股派息 (人民币千元)	0.00	0.09	0.12	0.17	0.25

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录：主要财务报表

损益表

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	517,745	681,262	947,899	1,364,331	1,953,114
毛利	313,829	416,209	597,176	859,528	1,230,462
其他业务净额	11,347	19,082	18,958	27,287	39,062
销售及管理费用	(128,632)	(259,100)	(274,891)	(395,656)	(566,403)
营运收入	196,544	176,191	341,244	491,159	703,121
财务开支/收入	(7,722)	(11,638)	(16,114)	(23,194)	(33,203)
联营公司收入/开支	(1,341)	177	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
税前盈利	187,481	164,730	325,129	467,966	669,918
所得税	(44,690)	(29,223)	(32,513)	(46,797)	(66,992)
净利润	142,791	135,507	292,616	421,169	602,926
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
本公司股东应占利润	142,791	135,507	292,616	421,169	602,926
经调整应占利润	159,749	218,676	292,616	421,169	602,926
折旧及摊销	(2,019)	(3,856)	(3,462)	(4,065)	(4,583)
EBITDA	197,222	180,224	344,706	495,224	707,704
增长					
总收入 (%)	62.9%	31.6%	39.1%	43.9%	43.2%
EBITDA (%)	63.3%	-8.6%	91.3%	43.7%	42.9%

资产负债表

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	274,682	965,566	1,177,277	1,506,093	1,979,182
应收账款	53,062	79,066	110,584	150,516	206,975
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	117,085	330,000	330,000	330,000	330,000
总流动资产	444,829	1,374,632	1,617,862	1,986,609	2,516,157
固定资产	7,426	10,804	12,643	14,115	15,292
无形资产	871	1,032	5,730	10,194	14,434
长期投资	0	0	0	0	0
其他	21,676	21,645	21,645	21,645	21,645
总资产	474,802	1,408,113	1,657,880	2,032,562	2,567,528
应付账款	62,971	97,651	124,915	179,793	257,383
短期银行借款	0	0	0	0	0
递延收入	23,969	39,202	56,874	81,860	117,187
其他短期负债	41,555	56,050	56,050	56,050	56,050
总短期负债	128,495	192,903	237,839	317,703	430,620
长期银行借款	0	0	0	0	0
其他负债	43,883	591	591	591	591
总负债	172,378	193,494	238,430	318,294	431,211
归属股东权益	302,424	1,214,619	1,419,450	1,714,269	2,136,317
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	302,424	1,214,619	1,419,450	1,714,269	2,136,317
每股账面值(摊薄)	0.41	1.65	1.92	2.32	2.90
营运资产	316,334	1,181,729	1,380,023	1,668,906	2,085,537

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	60.61%	61.09%	63.00%	63.00%	63.00%
EBITDA 率 (%)	38.09%	26.45%	36.37%	36.30%	36.23%
调整后净利率 (%)	30.85%	32.10%	30.87%	30.87%	30.87%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	24.84%	38.03%	29.00%	29.00%	29.00%
实际税率 (%)	23.84%	17.74%	10.00%	10.00%	10.00%
股息支付率 (%)	0.00%	48.44%	30.00%	30.00%	30.00%
库存周转	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款天数	34.7	35.4	35.0	35.0	35.0
应付账款天数	114.2	154.1	130.0	130.0	130.0
财务状况					
总负债/总资产	0.36	0.14	0.14	0.16	0.17
收入/净资产	1.71	0.56	0.67	0.80	0.91
经营性现金流/收入	0.39	0.31	0.34	0.36	0.36
税前盈利对利息倍数	24.28	14.15	20.18	20.18	20.18

现金流量表

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	197,222	180,224	344,706	495,224	707,704
净融资成本	(510)	(2,018)	16,114	23,194	33,203
营运资金变化	32,814	8,598	13,417	39,932	56,459
所得税	(26,968)	(16,579)	(32,513)	(46,797)	(66,992)
其他	(1,169)	40,334	(16,114)	(23,194)	(33,203)
营运现金流	201,389	210,559	325,610	488,360	697,171
资本开支	(5,351)	(7,407)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
其他投资活动	(40,963)	(189,078)	0	0	0
投资活动现金流	(46,314)	(196,485)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	0	742,260	0	0	0
股息	0	0	(87,785)	(126,351)	(180,878)
其他融资活动	8,000	(62,617)	(16,114)	(23,194)	(33,203)
融资活动现金流	8,000	679,643	(103,899)	(149,544)	(214,081)
现金变化	163,075	693,717	211,711	328,815	473,090
期初持有现金	111,610	274,682	965,566	1,177,277	1,506,093
汇兑变化	(3)	(2,833)	0	0	0
期末持有现金	274,682	965,566	1,177,277	1,506,093	1,979,182

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。