

歡聚時代 (YY US)

出售 YY Live, 聚焦海外擴張

YY 第三季度業績亮眼。收入/經調整淨利潤分別同比增長 36%/64%，高於市場一致預期 5%/38%。YY 將在 1H21 以 36 億美元的價格將 YY Live (國內直播業務) 出售給百度。我們更加看好海外直播市場空間和 Bigo 在海外的發展勢頭，這得益於持續的用戶滲透和 Likee 的逐步變現。而地緣政治風險目前已局部消化。我們將 FY20/21/22E 收入上調 4%/3%/3%，目標價由 110 美元上調至 130 美元。

- **3Q20 收入超預期, Bigo 強勁增長持續。** 第三季度收入同比增長 36%，較市場預期高 5%。經調整淨利潤同比增長 64%，較市場預期高 38%。我們認為這一樂觀業績疊加 YY 直播以溢價出售，將推高公司股價。
- **聚焦海外擴張, “直播+短視頻”雙輪驅動。** 第三季度 Bigo 收入同比增長 121%，較我們預期高 12%，主要由於其在發達市場優異表現。YY 全球化取得一系列成果，包括：1) Bigo 在第三季度首次實現非公認會計準則營業利潤為正；2) Hago 將在 4Q20E 實現月盈虧平衡，其中 3Q20 Hago 直播收入同比增長 42%；3) 儘管面臨地域風險，Bigo 在發達市場增勢不減（收入同比增長+272%），且用戶擴張持續（Bigo Live/Likee 月活分別增長+58%/+147%）。考慮到海外直播市場空間超過 100 億美元，我們認為 Bigo 仍處於早期發展階段，並將受益於全球疫情中的結構性機遇，滲透率提升和收入多樣化。Likee 仍將用戶擴張置於盈利之上，而 Bigo Live 發達國家 APRU 和付費率提升空間可期。我們預測在 20-22E 財年收入年均複合增速達 35%。
- **YY Live 出售, 充實資金儲備。** 百度將於 1H21 以 36 億美元現金收購 YY Live (國內直播業務)，高於我們此前 26 億美元的預測估值（8 倍 21 財年預測市盈率）。考慮到可觀的收購價格，以及更多資金用於海外擴張和國內投資（如人工智慧和電子商務），我們認為這筆交易對 YY 積極有利。且該交易後有望憧憬特別股息的發放。
- **維持買入評級。** 為反映 Bigo 更好的前景，同時 YY Live 估值提高，我們將 FY20/21/22E 預測收入提高 4%/3%/3%，並將基於分佈加總的目標價由 110 美元提高到 130 美元。鑒於其海外直播市場的高增長潛力，我們認為當前估值較為吸引（Bigo 相當於 3 倍 FY21E 預測市銷率）。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	15,764	25,576	25,958	28,457	33,300
同比增長 (%)	36.0	62.2	1.5	9.6	17.0
淨收入 (百萬元人民幣)	3,196	4,327	2,445	2,840	3,765
每股盈利 (元人民幣)	49.25	28.79	26.68	30.88	40.75
每股盈利變動 (%)	11.0	(41.6)	(7.3)	15.7	32.0
市場預測每股盈利 (元人民幣)	NA	NA	28.57	37.90	48.12
市盈率 (倍)	13.6	23.3	25.1	21.7	16.4
市帳率 (倍)	1.7	1.0	1.1	1.0	1.0
股息率 (%)	0.0	0.0	1.1	1.5	1.5
權益收益率 (%)	9.9	11.1	2.9	6.0	6.9
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	US\$130.0
(此前目標價)	US\$110.0)
潛在升幅	+33.9%
當前股價	US\$97.1

中國互聯網行業

黃群

(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬美元)	7,605
3 月平均流通量 (百萬美元)	75.2
52 周內股價高/低 (美元)	104/41
總股本 (百萬)	64

資料來源：彭博

股東結構

雷軍	27.6%
Morgan Stanley	5.5%
Capital Group	4.7%

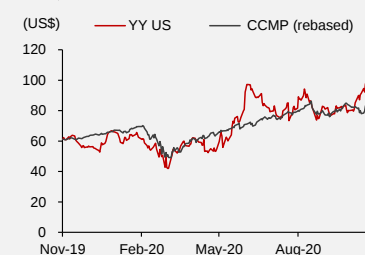
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	17.4%	16.3%
3-月	16.8%	8.8%
6-月	71.6%	30.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

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。

招銀國際證券投資評級

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	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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（“招銀國際證券”）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。招銀國際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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際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國際證券編寫，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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。