

欢聚时代(YY US)

再次出发：产品出新，虎牙盈利可期

- ❖ **直播先锋，二次创业。**公司明星产品为 YY Live（垂直类泛娱乐直播）、虎牙直播（游戏直播）和欢乐狼人杀，坐拥 6,610 万移动直播月活，差异化产品矩阵（泛生活+游戏+社交）及优质内容沉淀构筑长期竞争壁垒。近期公司创始人回归，动作频繁（产品更新加速、管理优化、投资布局）。有望期待 YY 重塑风口捕捉能力，并通过产品革新开辟新鲜流量、下沉交互关系。
- ❖ **行业洗牌：监管趋严、5G 春风、娱乐线上化。**近期直播行业 DAU 趋缓、平台扎堆融资背后，反映出行业整合期平台竞争加剧、盈利需求的迫切。在获客成本高企、监管加强之际，我们认为用户流量、潜力主播将逐渐向大平台集中。而 YY 将受益于监管肃严下“两牌+健康内容”的隐形优势、游戏直播的火热消费以及娱乐线上化的风口。待行业步入理性发展后，直播行业仍有望迎来增量空间，驱动因素为：1) 5G 春风；2) 直播应用场景多元化。
- ❖ **虎牙高增长持续、盈亏平衡可期。**受益于近期游戏爆款（王者荣耀、绝地求生等）、电竞的火热消费，游戏直播进入增速爆发期。其中虎牙直播月活于 2Q17 依旧领先于 YY Live。预计虎牙收入 FY16-19E 年均复合增速为 79%，至 FY18 收入占比 25%。2Q17 虎牙 Non-GAAP 经营亏损率为-2%，预计于 4Q17 实现盈亏平衡，且 Non-GAAP 经营利润率在规模效应下逐年上升。
- ❖ **YY Live 内容调性升级，欢乐狼人杀用户步入第一梯队。**YY Live 自创始人回归后，我们关注到版本更新次数显著提升（月更新次数 2~5 次，高于此前 0~3 次），而更新版本（YY 7.0 陪我版）中嵌入多项新鲜玩法，包括狼人杀、小视频、欢乐斗、陪我等。在产品革新、社交强化的推动下，YY Live 渗透率及 DAU 均持续走强。而新应用<欢乐狼人杀>自 4 月推出后，凭借特色玩法、“快本”营销，MAU 跃居狼人杀行业 TOP1。我们认为，用户粘性 & 多元变现有望持续受益于产品出新，及规模化、垂直化、精细化的内容布局。
- ❖ **看好净利润率改善空间。**我们预测 FY16-19E 收入 CAGR 为 25%，受益于：1) 新玩法引流；2) 虎牙直播高增长。预测 FY16-19E 调整后净利润 CAGR 为 28%，受益于净利润率的改善（预测调整后净利润率从 FY16 的 20% 提升至 FY19 的 22%）。改善空间源于：1) 随着规模效应的释放、云计算降价及 5G 的普及，毛利率预计将从 FY16 的 38% 增至 FY18 的 42%；2) 经营效率优化下，研发及行政费用率有望持续下降，FY17 渠道拉新下销售费用率将略上升，但随着品牌效应的凸显、行业洗牌，销售费用率自 FY18 后将缓降。
- ❖ **首次覆盖，买入评级。**看好行业洗牌下流量的集中，憧憬产品升级、虎牙盈亏平衡及狼人杀引流。为更好的反映虎牙价值（公司已宣布虎牙明年将于香港上市），采用 SOTP 作为估值首选：1) YY Live (1x PEG FY18)；2) 虎牙每股估值为 17.4 美元（参考斗鱼估值，对应 2.1x FY18 PS）。整体 SOTP 估值对应目标价为 108.7 美元，相当于 14.9x FY18 PE。首次评级**买入**。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	5,897	8,204	11,011	13,650	15,905
调整后净利润(百万人民币)	1,219	1,681	2,359	2,946	3,535
调整后 EPADS (人民币)	21.18	27.65	38.80	48.45	58.14
EPADS 变动 (%)	12%	31%	40%	25%	20%
市盈率(x)	29.5	22.6	16.1	12.9	10.8
市帐率(x)	11.5	7.5	5.2	3.7	2.8
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	36%	36%	32%	28%	0%
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

买入（首次覆盖）

目标价	US\$108.7
潜在升幅	+17.1%
当前股价	US\$92.8

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	5,737
3 月平均流通量(百万美元)	126.9
5 周内股价高/低(美元)	98/38
总股本(百万)	55.5

资料来源：彭博

股东结构

Li Xueling	18.0%
T Rowe Price Group	4.6%
Blackrock	4.5%

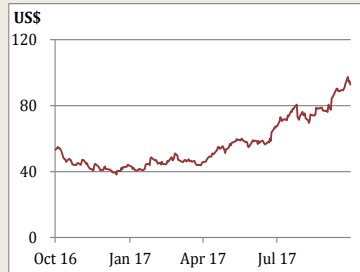
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	20.6%	20.1%
3-月	37.3%	30.2%
6-月	103.2%	73.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.yy.com

目录

公司概况：直播先锋，二次创业

行业需求探析：尝鲜体验已过，“陪伴型”诉求是高频和付费动机

行业现状：从用户红利到内容主导

公司分析：重拾用户增长，虎牙扭亏可期

竞争优势：月活、付费转化率均存在上升空间

财务分析

估值预测

风险因素

3

5

6

9

19

20

25

27

公司概况：直播先锋，二次创业

直播先锋，差异化产品矩阵。公司成立于 2005 年，前身为多玩游戏网。于 2012 年上市，依靠 YY 语音助手于 2013 年全面开启秀场直播，布局多款直播平台，力图打造“泛娱乐+泛生活”的内容布局。明星产品为 YY Live（垂直类泛娱乐直播）、虎牙直播（移动游戏直播）和欢乐狼人杀。截至 2Q17 坐拥 6,610 万移动直播月活（+27.1% YoY），移动直播付费用户达 570 万（+46.1% YoY），直播收入占比高达 91%。

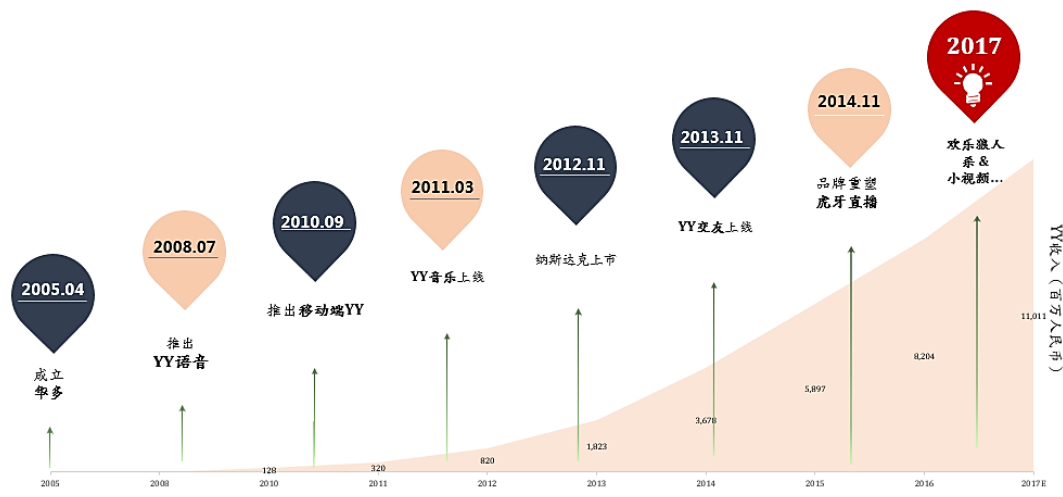
创始人回归，二次创业。近期公司创始人回归，动作频繁：1) 产品更新层面，YY Live 嵌入短视频、狼人杀，新增欢乐斗、陪我等功能，版本更新次数显著提升（月更新次数 2~5 次，高于此前 0~3 次）；2) 内部管理层面，优化内部冗余结构、提出服务理念；3) 投资布局上，虎牙直播获得 7,500 万美元 A 轮融资并计划于明年上市、7,000 万美元投资探探。有望期待 YY 重塑风口捕捉能力，并通过产品革新开辟新鲜流量、下沉交互关系。此外，新任 CFO 拥有多年融资并购经验，不排除未来在投资布局上有更多动作。

YY Live 再次出发、内容调性升级。YY Live 起源于 YY 语音，现进化为一款集音乐、科技、户外、体育、游戏一体化的泛娱乐直播平台。YY Live 在 2016 年直播大年中月活疲态增长，但近期在产品革新、社交强化的推动下，YY Live 渗透率及 DAU 均持续走强。

虎牙直播高增长持续、盈利可期。受益于近期爆款游戏（王者荣耀、绝地求生等）、电竞的火热消费，游戏直播进入增速爆发期。其中虎牙直播月活于 2Q17 依旧领先于 YY Live。结合管理层指引，预计 FY17 虎牙收入将实现倍数增长。2Q17 Non-GAAP 经营亏损率为-2%，我们预计虎牙有望于 4Q17 实现盈亏平衡。

欢乐狼人杀 MAU 跃居狼人杀行业 TOP1。公司于今年 3 月推出<欢乐狼人杀>，上线不足一月日活突破 100 万，目前平台 MAU 超越先行者<狼人杀>，跃居狼人杀游戏行业第一名。凭借“快本”营销+线下地推+先行语音优势，<欢乐狼人杀>将有望收获更多净增用户。目前公司尚有几款娱乐 APP（非直播）于内测中，有望在 2H17 看到多样玩法及产品矩阵的革新升级。

图 1: YY 发展历程



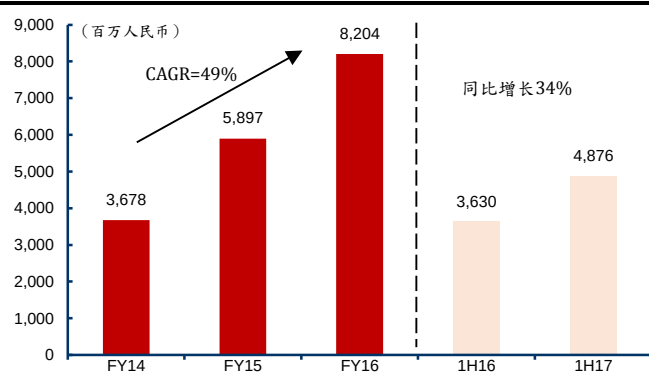
资料来源：公司、招银国际研究

图 2: YY 多元内容社区



资料来源：公司、招银国际研究

图 4: 公司收入增长表现



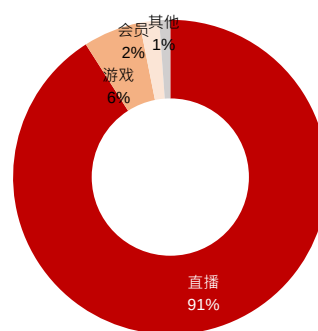
资料来源：公司、招银国际研究

图 3: 公司三大应用矩阵实现差异化产品定位



资料来源：公司、招银国际研究

图 5: 2Q17 收入结构



资料来源：公司、招银国际研究

行业需求探析：尝鲜体验已过，“陪伴型”诉求是高频和付费动机

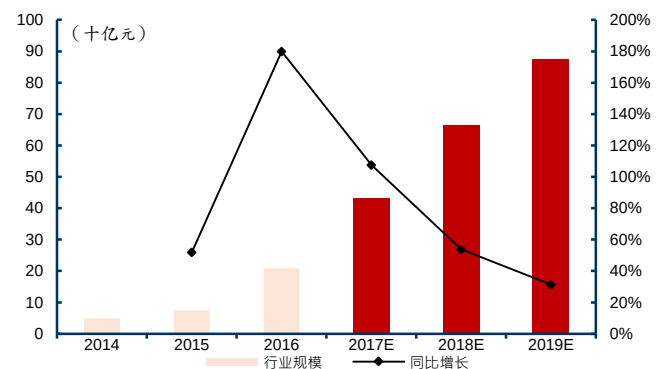
“移动浪潮+媒介革新+围观诉求”孵化庞大直播市场。随着中国移动互联网用户渗透率的提升，社交分享媒介逐渐从文字信息，变迁到影像视频。而在富媒体中，碎片化时间、宅文化、围观诉求等庞大需求进一步催生了直播的蓬勃发展。1) 技术驱动：云计算、VR、多屏互动、高速宽带网络等技术升级构建直播基础架构；2) 用户习惯：娱乐休闲时间碎片化、用户习惯移动化；3) 大众需求：单身潮下“求脱单”与“宅文化”的背离，催生出直播“猎奇”“围观”“陪伴型”秀场与社交的兴起；4) 商业驱动：富媒体兴起、粉丝沉淀、资本加持；商业化、组织化运作对直播爆发的积极作用凸显。

图 6: UGC 内容变迁途径：从文字信息到影像视频



资料来源：TalkingData，招银国际研究

图 7:中国直播市场规模

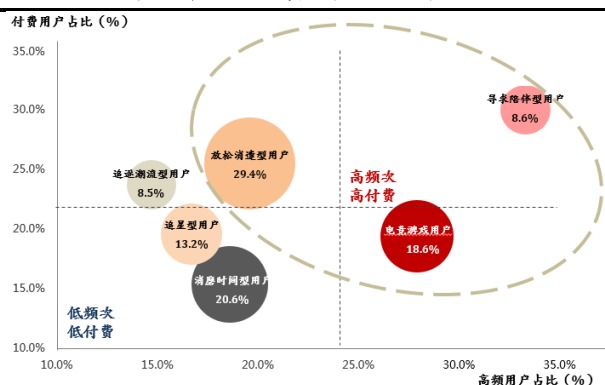


资料来源: iResearch, 招银国际研究

内生需求探析：尝鲜体验触因下降，“陪伴型”诉求是高频和付费动机。

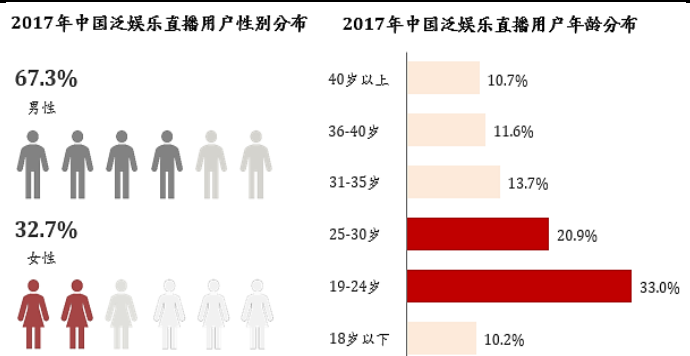
猎奇、尝鲜心态为触发用户接触直播的诱导因素。随着平台竞争的加剧、内容的推陈出新，满足主要男性用户群体“陪伴型”诉求的直播平台逐渐凸显高频及付费优势（根据艾瑞咨询统计，泛娱乐直播用户中，男性占比 67%。）。放松消遣型及消磨时间型为主要用户诉求，而寻求陪伴型、电竞型用户为直播重度使用者，付费意愿最强、私下打赏意愿最高。

图 8:中国泛娱乐直播各用户类型付费占比与使用频次占比



资料来源：iResearch，招银国际研究

图 9: 直播用户性别分布与年龄分布



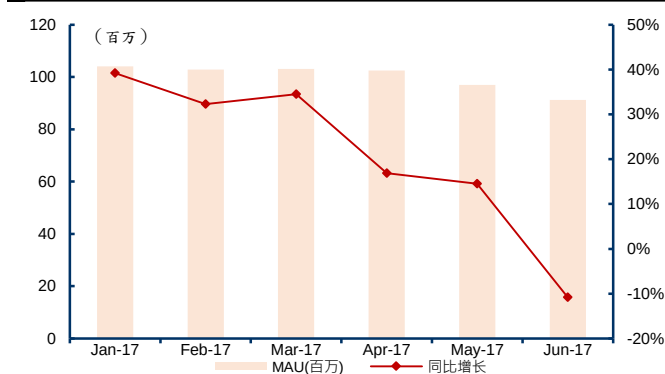
资料来源: iResearch, 招银国际研究

行业现状：从用户红利到内容主导

用户端：人口红利褪去，流量向头部平台集中

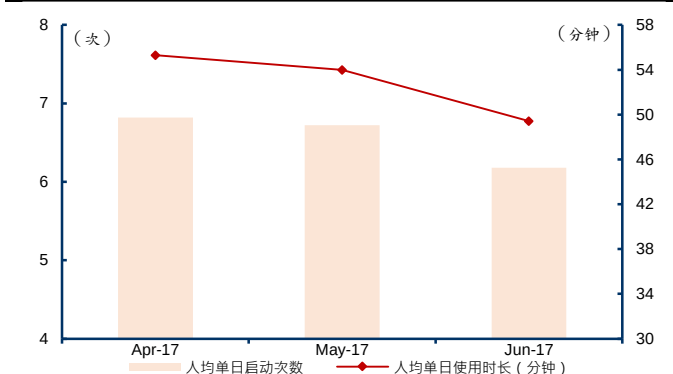
用户规模、频次时长增速乏力，平台获客趋于理性。移动直播月活从快速增长进入平稳发展期。2016 年，在明星进驻、网红吸睛、奇闻轶事等直播造势下，用户基于尝鲜的直播体验带来用户规模、粘性的持续增长；至 2017 年，用户对直播的尝新体验淡化，加之监管趋严、竞争加剧，直播用户的人均单次启动次数和人均单日使用时长均趋于平缓。

图 10: 直播行业月活进入存量时代



资料来源：Questmobile，招银国际研究

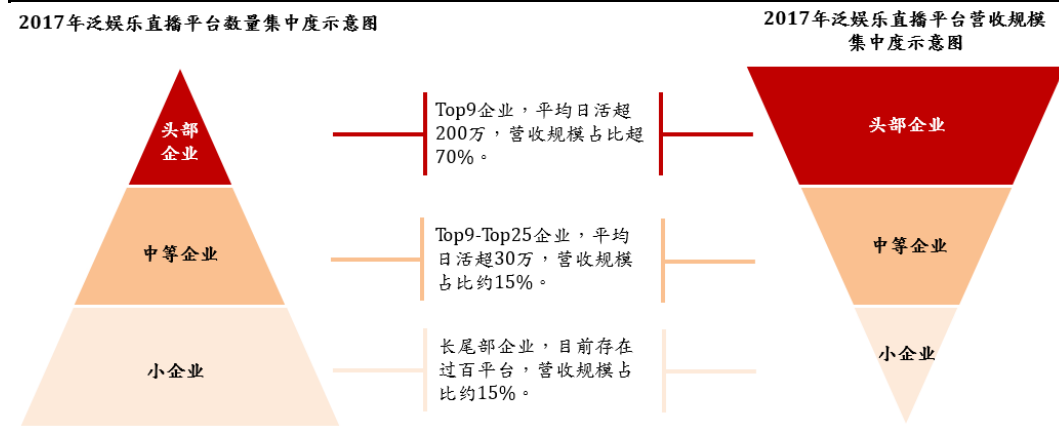
图 11: 2Q17 直播用户粘性趋缓



资料来源：Questmobile，招银国际研究

行业洗牌：马太效应显现，头部企业营收占比超 70%。至 2017 年初直播行业用户规模第一梯队格局基本稳定，预计未来用户会向第一梯队进一步集中。中小平台将面临更为严峻的市场格局：一方面，未来用户拉新成本企高；另一方面，泛娱乐直播平台小企业众多，且多数平台内容不雅，但因流量过小仍处于政府监管盲区，在政府加大查处力度趋势下，此类平台将面临大量关停。

图 12: 直播行业流量逐渐向头部平台集中



资料来源：iResearch，招银国际研究

政策不断收紧，倒逼行业良性发展。直播野蛮生长期不良现象层出不穷。对此，2016 年 9 月以来，广电局、网信办、文化部纷纷针对直播行为下发系列文件。对平台运营、主播行为、用户互动的监控要求不断提高，监管内容愈加细化。监管肃严下，行业短期将进入阵痛期，但长期反而有助于行业的良性发展及大平台的精细化运营。

图 13: 直播相关政策梳理

政策概览	下发文件名称	平台要求	限制内容范围	表演者要求	用户
文化部	《网络表演经营活动管理办法》	持有《网络文化经营许可证》 突发事件应急能力 自审信息季度上报 建立举报系统 日志信息保留60日及以上 与表演者签订协议	网络表演活动 游戏技法展示	真实身份信息 外籍，港澳台需 向文化部提出申 请	违法信息 停止服务
网信办	《互联网直播服务管理规定》	建立直播内容审核平台 日志信息保留60日 即时阻断互联网直播的技术能力 监管弹幕、评论活动 与表演者签订协议；	新闻 线下活动 网络表演 网络视听节目	真实信息认证	
广电局	《关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知》	持有《信息网络传播视听节目许可证》 平台不得使用“电视台”、“广播电台”、“电台”、“TV”			
2H17监管升级					
4月	国家互联网信息办公室会同有关部门关停了“红杏直播”“蜜桃秀”等18家传播色情淫秽内容的直播企业。				
5月	文化部关停10家直播平台，行政处罚48家，关闭直播间30235间，整改3382间，处理表演者31371人次，解约547人。				
6月	文化部对50家平台进行集中执法检查，虎牙、YY、龙珠、火猫、秒拍等30家内容违规的网络表演平台被依法查处。				
7月	国家网信办发出通知，要求全国互联网直播服务企业自7月15日起，向属地互联网信息办公室进行登记备案工作。				

资料来源：文化部、广电局、网信办、招银国际研究

监管趋严下，头部企业“两牌+健康内容”优势凸显。我们认为，监管着眼点主要来自“牌照+内容”两方面，政策收紧反而于持牌及健康运营的头部平台是隐性利好。

牌照：直播平台需持有《网络文化经营许可证》，发布 PGC 内容者需持有《信息网络传播视听节目许可证》；目前 YY、陌陌（MOMO US，买入）均持有两牌，而一直播、花椒、9158 等目前均未持有《信息网络传播视听节目许可证》。根据该牌照申请条件（新申请单位现要求“为国有独资或国有控股单位”；注册资本应在 1,000 万元以上），我们认为非持牌平台获得牌照渠道将更为艰难且进程缓慢。

图 14: 主要直播平台持牌情况梳理

	《网络文化经营许可证》	《信息网络传播视听节目许可证》
陌陌	√	√
哈你	√	√
YY Live	√	√
虎牙	√	√
映客	√	√
一直播	√	
花椒	√	
来疯	√	√
9158	√	

资料来源：公司、文化部、广电局，招银国际研究

内容：各部门于直播平台内容监管主要集中在涉政、涉枪、涉毒、涉暴、涉黄等方面，而涉黄内容目前为直播主要规范对象。内容肃清于头部平台是利好，归因于：1) 中小平台野蛮生长期主要通过非健康内容吸精，监管从严下该类平台易出现用户流失或面临内容、直播整改压力；2) 头部平台人工检测团队更为庞大（YY 约 100 人，其他较多中小平台缺少检测团队）；3) 优质主播将逐渐向头部平台集中，平台自主造血能力以及话语权增强；4) 头部平台或使用云计算及人工智能等技术，进一步加强对内容筛选的优化。

平台端：持久社交、增量游戏、创意玩法

我们认为，行业洗牌期，有平台特色、突出互动属性、高频入口导流的直播平台将更易赢得资本市场青睐。而存量争夺中，持久社交、增量游戏、创意玩法为平台核心竞争力。

- 1) **持久社交**：在获客成本高企之余，平台的社交属性将成为增强用户粘性、保证客户留存率的关键因素。
- 2) **游戏增量**：相对泛娱乐直播，游戏直播的变现周期较短，与用户的互动体验较强。而游戏直播自带流量基础（原有游戏玩家），且受益于近期游戏市场的火热消费（e.g. <王者荣耀>浪潮、<绝地求生>兴起），多数游戏直播有望迎来营收高增长。
- 3) **创意玩法**：随着泛娱乐直播平台实力不断提升，头部平台开始涉猎版权变现及综艺联动，狼人杀、短视频等创新功能不断引进，变现模式从单一打赏衍生至电商导购、视频广告等。平台捕捉风口的能力及精细化运营将成为后期获客关键因素。

未来趋势研判：5G 技术利好，直播向社交化、“直播+”演进

在政策收紧下短期行业回归理性，但长期有望受益于技术创新与直播的多元化应用：

技术创新利好：1) 伴随智能手机为代表的终端普及，视频传输技术走向成熟；2) 高速宽带网络建设加快，将受益于未来 5G 网络覆盖率的提升；3) 多屏互动、横竖切换 VR 等直播技术更加成熟，为用户提供更好的直播体验。

“直播+”打开行业天花板：1) 直播+短视频：短视频为直播提供了沉淀的空间，经过剪辑、优化而产生的短视频更能集中展现直播中的精髓内容，短视频的引入有助于打破直播用户天花板。2) 直播+电商：直播已逐渐成为基础架构渗透至传统电商行业，如淘宝、唯品会等平台均上线直播频道，纯直播平台也从单一化的打赏模式向电商导购演进；3) 直播+教育：得益于直播教育的即时互动性，语言学习及职业技能有望在教育直播浪潮中占得先机，且该类直播平台学生的学习迫切性与付费意愿较为强烈。

公司分析：重拾用户增长，虎牙扭亏可期

用户端：战略重心强调用户增长，反守为攻

战略重心强调用户增长，反守为攻。此前公司月活增长疲态，我们认为主要归因于公司的轻营销策略、稳健变现增长。在经历 2016 年直播平台白热化激烈竞争后，近期直播行业洗牌、监管从严之际，我们认为公司将反而受益于行业的净化整合。野蛮生长期一时崛起的直播应用在经历大举资金用户圈获后，用户逐渐回归理性。在多数平台潮水退去、马太效应逐渐显现的趋势下，公司一改以往轻营销策略，再次将用户增长作为战略重心。我们认为该策略恰恰迎合了整体行业逐渐成熟后的理性竞争，且未来有望受益于：1) YY Live 功能革新后的再次崛起；2) 虎牙用户的持续增长；3) 社交游戏狼人杀的用户积累；4) 后期新产品的布局 and 导流。

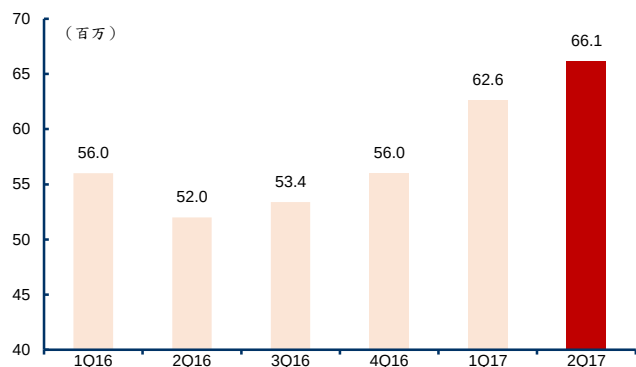
精细化运营：上游开辟年轻流量，下游下沉交互关系。公司定位为泛娱乐社区，在原有“YY Live+虎牙直播”模式上不断下沉娱乐参与性，通过引入新鲜元素、加强互动玩法（e.g. 多人连麦、欢乐斗等），调动用户参与度，提升用户使用频次及时长。同时，上游通过不断推出新鲜模式（e.g. 欢乐狼人杀），吸纳新流量及年轻用户。

图 15:YY 内容多样化：游戏直播+秀场直播+小视频+狼人杀



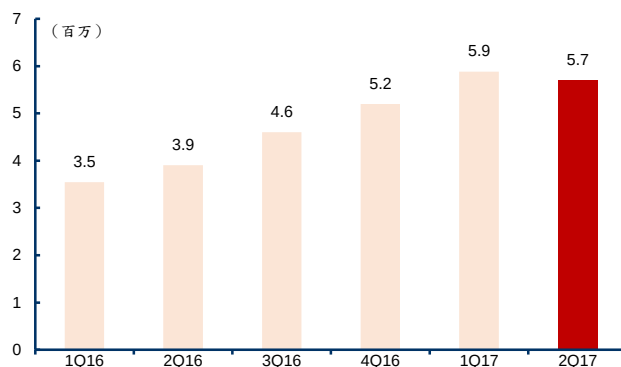
资料来源：公司、招银国际研究

图 16: YY 移动直播月活重拾增长



资料来源：公司、招银国际研究

图 17: YY 直播付费用户数趋势



资料来源：公司、招银国际研究

产品端：矩阵革新、交叉渗透

高增长引擎：虎牙营收倍数增长持续，利润释放可期

受益于游戏大年、电竞崛起，游戏直播方兴未艾。游戏类直播平台最初以游戏类玩家作为目标用户，自带流量基础，经过积累在 PC 端已形成相对稳定的优势地位。目前游戏直播变现模式主要为游戏联运及用户打赏，配合电商购物。我们认为，游戏直播将持续受益于游戏行业的火热消费（爆款游戏增势不减、游戏巨头产品储备丰富）、电竞的政策支持及三连麦、AR/VR 技术的成熟。

虎牙直播率先掀<王者荣耀>直播热潮。2017 年泛娱乐直播平台移动端全流量日均活跃规模梯队中，DAU 超 110 万的四大游戏直播平台分别为斗鱼、虎牙、熊猫、战旗。而虎牙在游戏直播中率先掀起<王者荣耀>直播热潮，并凭借“PK 模式”及人气主播等优势，不断探索多元变现、维持高收入增长。

图 18: 虎牙亮点一览

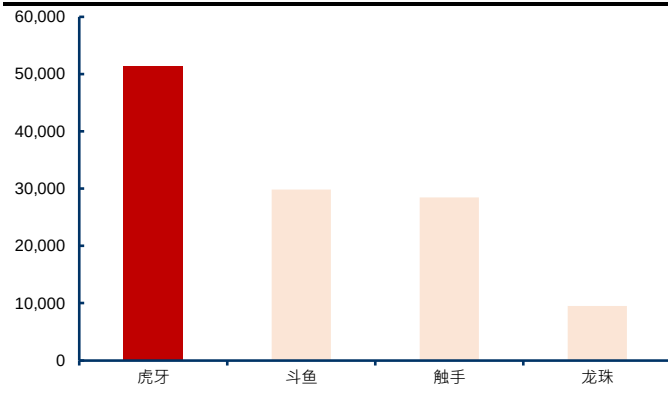


资料来源：公司，招银国际研究

虎牙核心优势：直播元老、金牌主播、年轻玩家、用户均衡。虽然在用户规模及用户粘性层面，虎牙依旧落后于斗鱼。但我们认为，虎牙的主播及玩家素描为其提供相对优势。

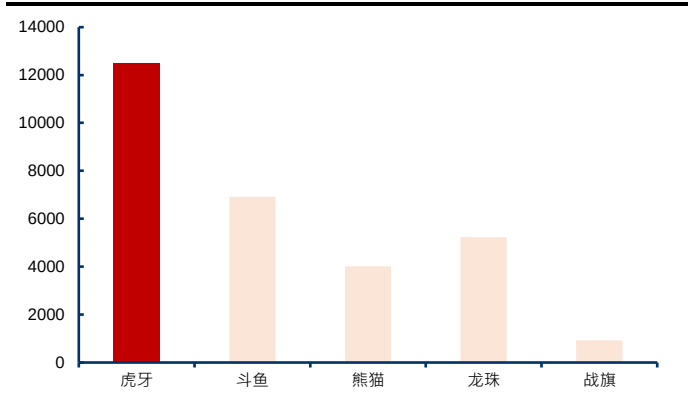
1. 内容产出端：主播储备充足、金牌主播加持+潜力主播增优，立体主播生态递延。主播的“质”与“量”是平台导流及内容深度的体现。有别于其他新兴垂直类平台，虎牙在借助端游竞争中建立起的立体主播生态，可自然迁移至手游。而在获客成本高企、主播挖角频繁的竞争中，我们认为虎牙优势明显：**1) 数量决定广度：**以现象级手游王者荣耀举例，根据狗仔直播数据统计，虎牙王者荣耀总收录主播数量达 51,387，远超其他平台。**2) 头部吸金、人气加持：**在 TOP100 主播中，虎牙主播日均收入超过 12,000 元，领先同业。而 TOP100 主播总收入、弹幕数量及人数排行榜中，虎牙依旧长期保持第一，且呈稳健上升趋势，印证平台主播的高人气、高互动及强吸金能力。**3) 自主造血机制保证优增新量：**一方面虎牙率先绑定头部大主播（e.g. 高价加盟的 MISS、安德罗妮），同时也注重人才梯队培养及潜力主播流量倾斜及包装。其中，多个潜力主播的走红（e.g. 李太白，裴小峰）再次印证了平台的自主造血能力。而成名之后的人气主播既可引流，也将发挥长尾效应、激活存量优增新量。

图 19:《王者荣耀》总收录主播数量



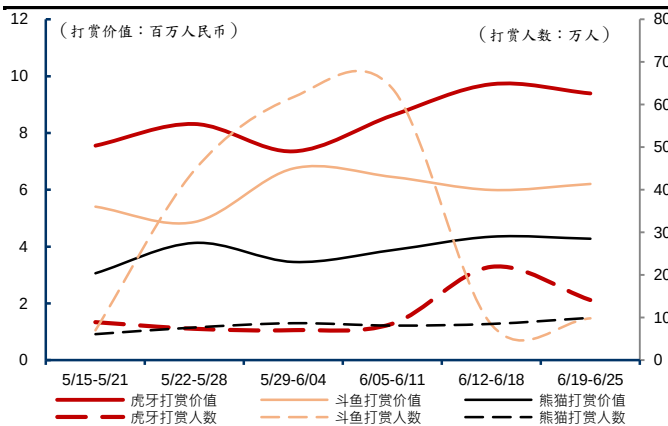
资料来源:狗仔直播、招银国际研究

图 20: 主要游戏直播平台 TOP100 主播日均收入 (分成前)



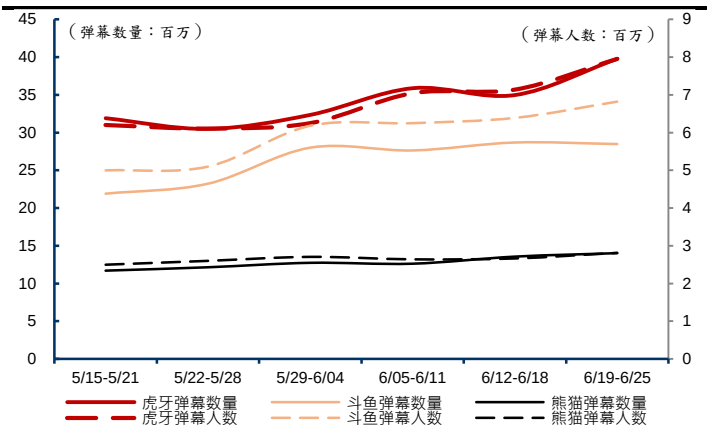
资料来源:小葫芦平台数据监测、招银国际研究

图 21: 前三大平台 TOP100 主播打赏总收入及打赏人数比较



资料来源:小葫芦平台数据监测、招银国际研究

图 22: 前三大平台 TOP100 主播弹幕数量及人数比较



资料来源:小葫芦平台数据监测、招银国际研究

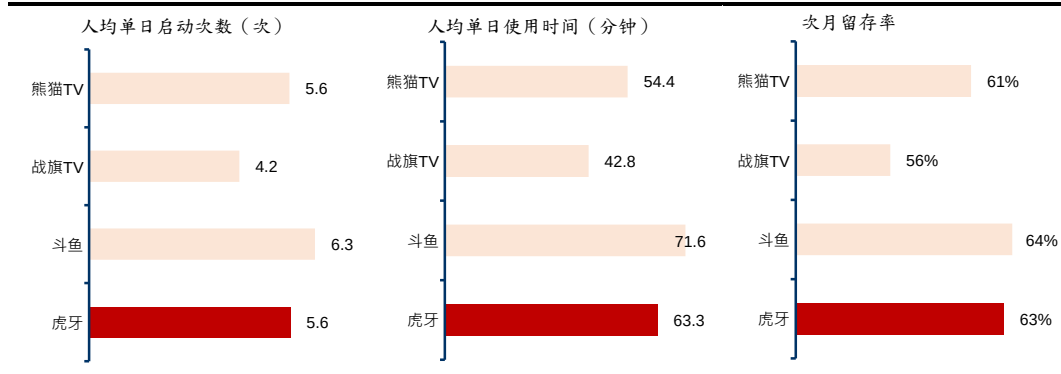
图 23: 虎牙主播内容特色



资料来源: iResearch, 招银国际研究

2. 用户端: 玩家年轻化, 保证长期增长空间。虎牙 24 岁以下用户占比 50%, 30 岁以下用户占比高达 58%, 年轻用户比例远高于其他三大平台。而年轻群体恰恰是游戏重要玩家, 在粘性培养后, 有望受益于年轻用户后期消费能力的提升。此外, 虎牙性别比例最为均衡。在四大平台中, 虎牙用户男性用户占比 53%, 女性占比 47%, 助于吸引更多男性用户 (例如, “颜值”类直播)。

图 24: 主要游戏直播平台用户粘性比较分析



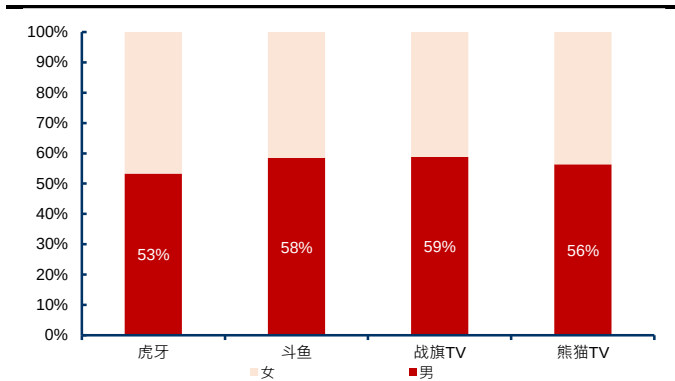
资料来源：Analysys，招银国际研究

图 25: 2017 年游戏直播移动端全流量 DAU 梯队



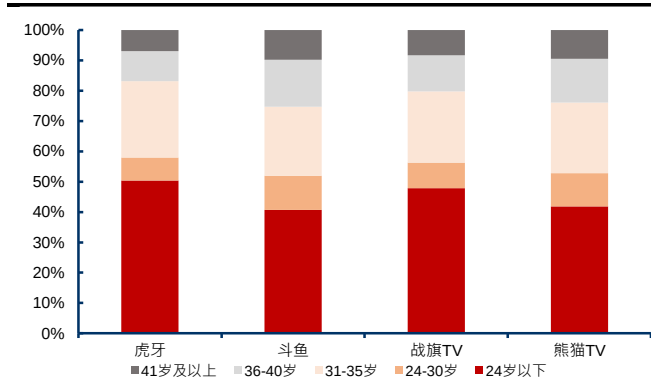
资料来源：iResearch、招银国际研究

图 26: 游戏直播平台用户性别比例：虎牙更均衡



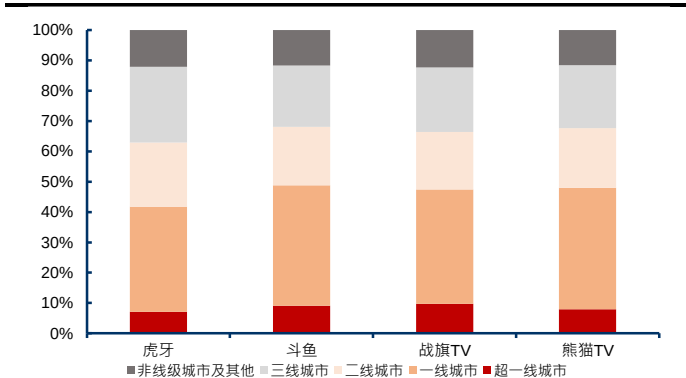
资料来源：Analysys、招银国际研究

图 27: 游戏直播平台用户年龄分布：虎牙更年轻化



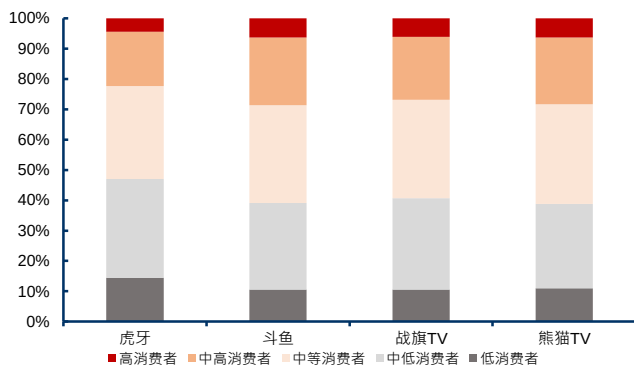
资料来源：Analysys、招银国际研究

图 28: 游戏直播平台用户城市分布



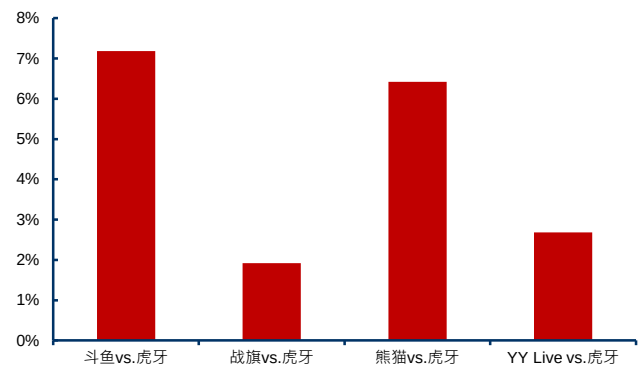
资料来源：Analysys、招银国际研究

图 29: 游戏直播平台用户消费能力比较



资料来源：Analysys、招银国际研究

图 30: 2 游戏直播平台用户重合度分析

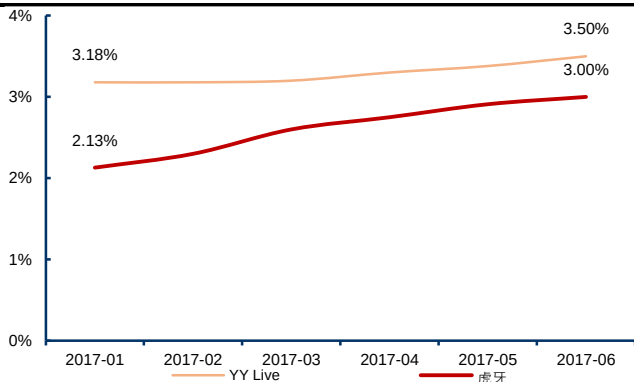


资料来源：Analysys、招银国际研究

长期看点：营收倍数增长，4Q17 盈亏平衡可期。虎牙在 1Q17 及 2Q17 收入增长均超过 200%，结合管理层指引，我们相信虎牙 FY17 收入将呈倍数增长，且增速有望超过 FY16。其增长动力来自于：**1) 移动化**；**2) 付费用户上升空间巨大。**粗略估算，虎牙付费率仅为 1%~2%，受行业特征影响，远低于秀场类直播（~4%）。随着电竞赛事的火热消费，我们认为平台将逐渐吸收增量付费用户。**3) ARPU 仍处于低位。**相比于秀场直播，游戏直播受盈利模式限制（游戏联运及直播打赏），ARPU 值较低，在用户基数扩大之后，我们认为公司如若发掘更多变现渠道（如：斗鱼的电商导入），将有助于将更多粉丝转化为有消费力的用户。

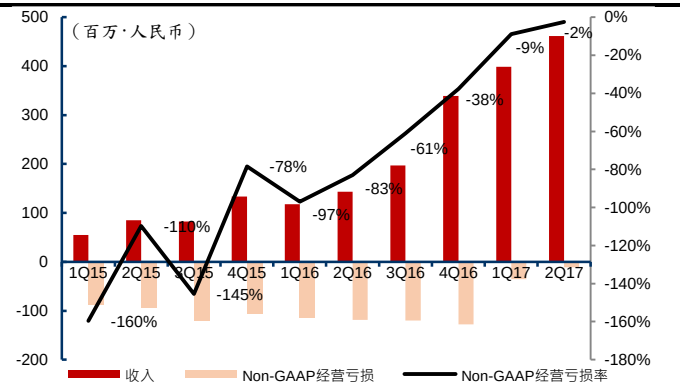
此外，受益于经营效率的提升、云计算降价等，虎牙 Non-GAAP 经营亏损率有望逐渐缩窄（2Q17 Non-GAAP 经营亏损率已缩至-2%），我们预计 4Q17 将看到虎牙的经营利润贡献。

图 31: 虎牙及 YY Live 直播渗透率



资料来源：极光大数据检测平台、招银国际研究

图 32: 虎牙收入攀升、亏损收窄

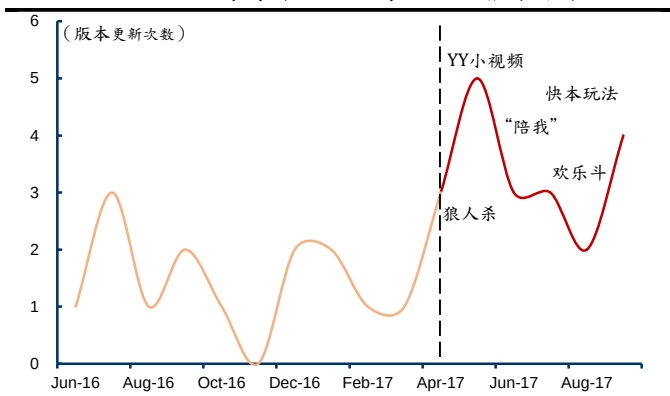


资料来源：公司、招银国际研究

YY Live 再次出发：深耕 PUGC，短视频、欢乐斗齐聚，流量互补

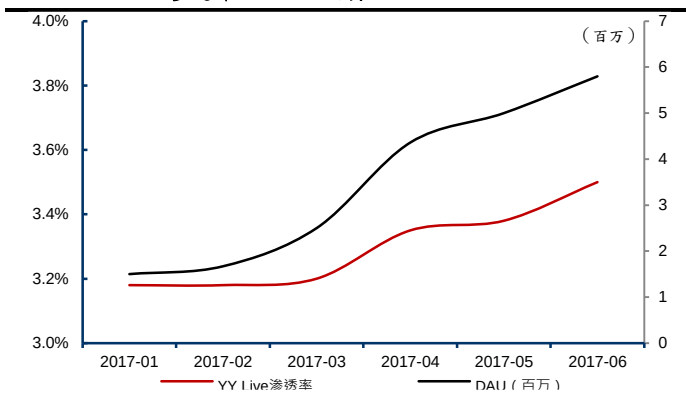
YY Live 再次出发、内容调性升级。YY Live 自创始人 5 月回归之后，我们关注到品牌版本更新次数显著提升（月更新次数 2~5 次，高于此前 0~3 次）。而更新版本中嵌入多项新鲜玩法，包括狼人杀、小视频、欢乐斗、陪我等。在产品革新、社交强化的推动下，YY Live 一改此前用户疲态增长态势，渗透率及 DAU 均重拾增长。我们认为，用户粘性 & 多元变现有望持续受益于产品出新，及规模化、垂直化、精细化的内容布局。

图 33: YY Live 自 5 月（创始人回归）后玩法推陈出新



资料来源：公司、招银国际研究

图 34: YY Live 渗透率及 DAU 趋势向好



资料来源：极光大数据检测平台、招银国际研究

根据近期版本更新，我们认为其产品革新亮点如下：

亮点 1：布局短视频

对内：YY Live 将短视频前置至底部 TAB，且进行精细化运营（包括关注、广场、话题、同城四栏），配合多种玩法、滤镜。对外：近期推出<补刀短视频>，对标快手，以 15 秒 UGC 视频为形式，主打搞怪、情景喜剧、牛人自嗨元素。短视频的结合，助于打开直播天花板，并沉淀精华内容，提升用户延时互动及关注。

图 35: YY 短视频布局

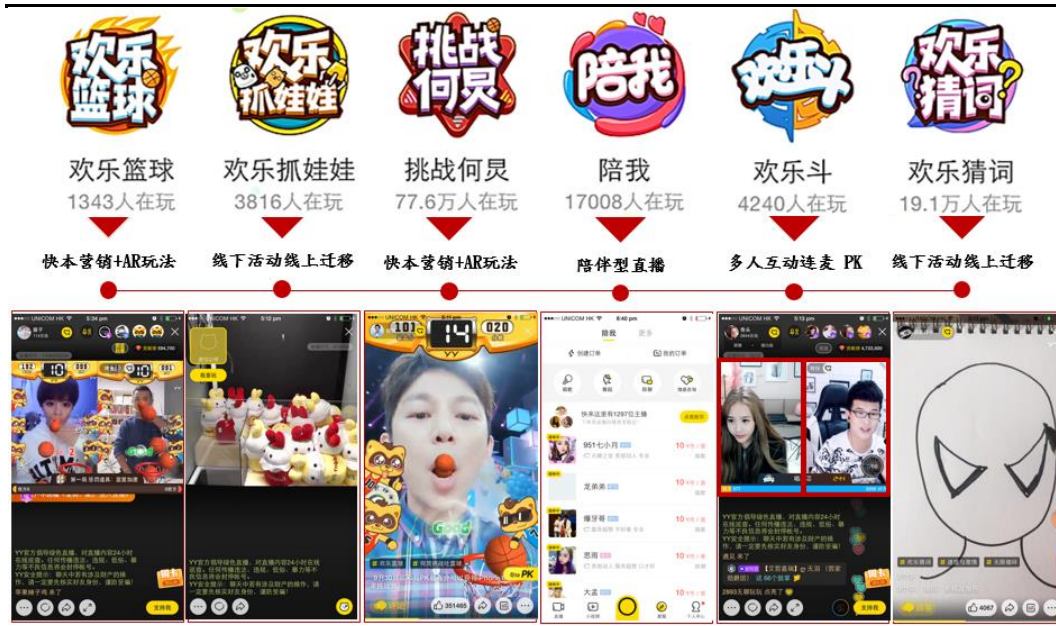


资料来源：应用截图、招银国际研究

亮点 2：新增“欢乐斗”玩法，多人互动连麦 PK

“快本玩法”系列：包括欢乐篮球、欢乐抓娃娃、挑战何炅、陪我、欢乐斗、欢乐猜词 6 种创意玩法。其中，欢乐篮球、挑战何炅等充分联动“快乐大本营”效应、并结合 AR 场景，在线玩家高达 77 万人。而欢乐抓娃娃、欢乐猜词等，沿袭了线下活动线上迁移的趋势。欢乐斗玩法，允许 2 个主播（未来将延至 3-8 个）PK 互动，丰富直播内容、降低直播门槛的同时，提高主播及用户参与度，下沉交互式关系。“陪我”栏目：通过一对一的“下单-接单”方式，打造私人陪伴型交互，包含唱歌、舞蹈、配聊、情感咨询等。

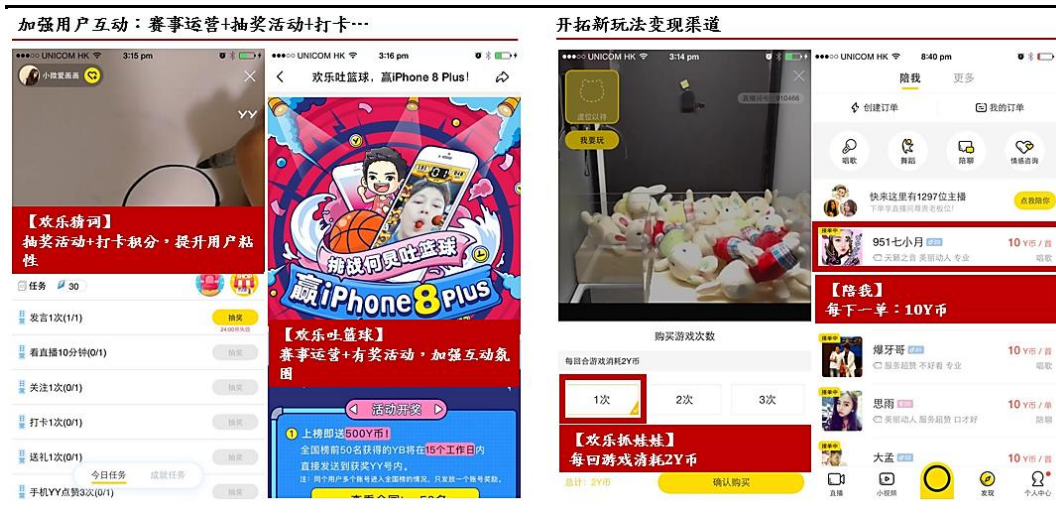
图 36: YY Live“快本玩法”系列



资料来源：应用截图、招银国际研究

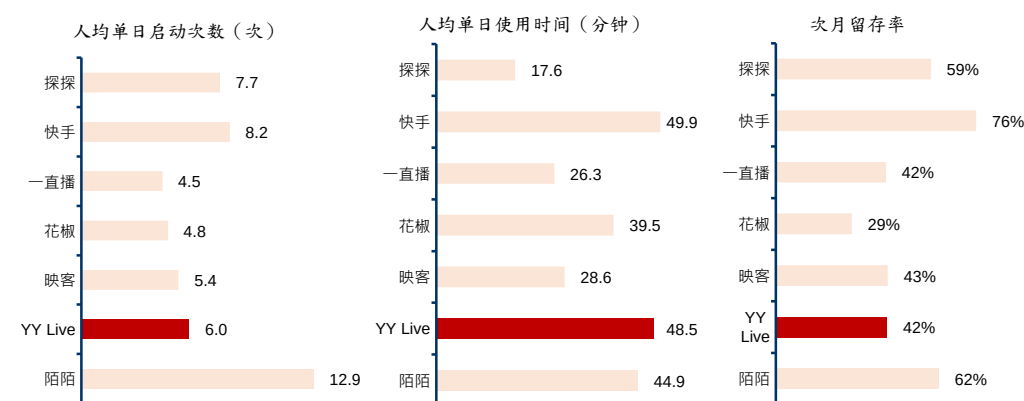
此外，我们关注到“欢乐系列”新增多项新标签以刺激用户参与感，包括引入打卡/关注/发言抽奖活动等。同时，新玩法开拓出多种变现渠道，如：欢乐抓娃娃每次游戏消耗 2Y 币（与线下娃娃机合作）；“陪我”系列引入点单式“一对一”专属服务，打破直播多人围观用户参与度不高的痛点，同时补充主播展现形式（加入情感咨询、陪聊等服务）。

图 37:“欢乐系列”在加强用户互动的同时开拓新玩法变现渠道



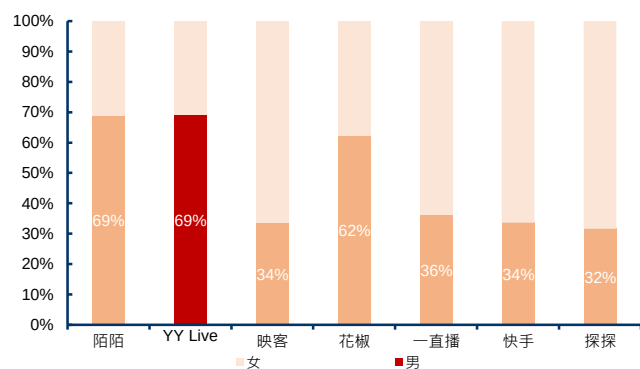
资料来源：应用截图、招银国际研究

图 38: 主要泛娱乐直播平台用户粘性比较分析



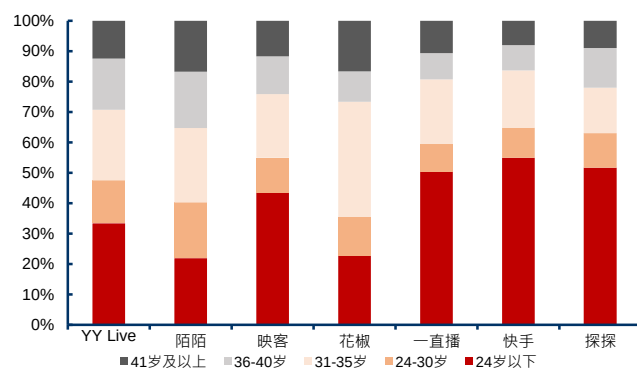
资料来源: Analysys, 招银国际研究

图 39: 平台用户性别比例



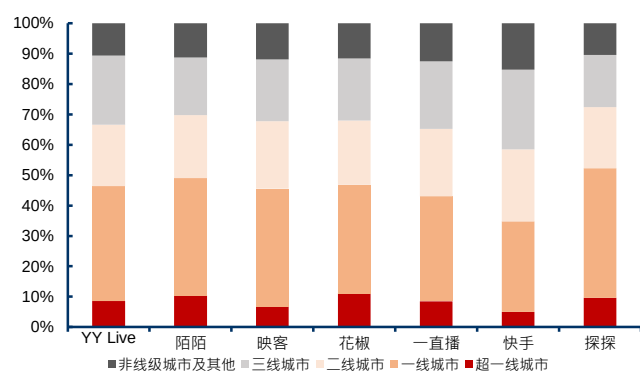
资料来源: Analysys, 招银国际研究

图 40: 用户年龄分布比例



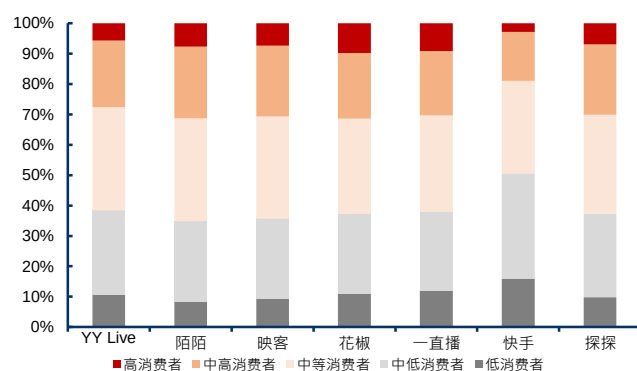
资料来源: Analysys, 招银国际研究

图 41: 用户城市分布比例



资料来源: Analysys, 招银国际研究

图 42: 用户消费力分布比例



资料来源: Analysys, 招银国际研究

欢乐狼人杀：MAU 跃升 TOP1，开辟年轻流量

<欢乐狼人杀>后来居上，MAU 跃升狼人杀游戏 TOP1。2017 年初，“狼人杀”IP 在大流量网生综艺及游戏直播的助推下迅速爆发，其玩法从线下蔓延至线上，成为新一轮资本追捧的风口。公司 3 月底推出<欢乐狼人杀>以后，发展势头迅猛，至 5 月平台 MAU 超越先行者<狼人杀>，跃居狼人杀游戏行业 TOP1。

我们认为，其玩法特色、高效营销为其成功关键：1) 借助“快乐大本营”营销：将《欢乐狼人杀》游戏搬上综艺舞台后，用户反响热烈，新用户下载量迅速攀升；2) 同时嵌入 YY Live，借助庞大月活基数交互导流；3) 语音技术先天优势；4) <欢乐狼人杀>用户呈现高度年轻化（~50%用户年龄低于 24 岁，~90%用户年龄低于 30 岁），利于捕捉“90/00”后娱乐社交新风口；5) 男性用户占比高，且~50%用户来自一二线城市，变现潜力较大。

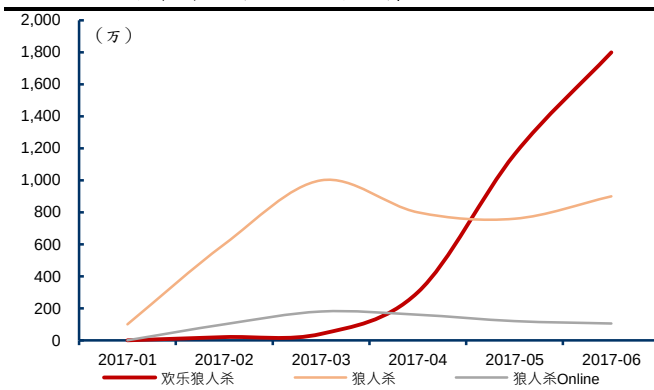
目前<欢乐狼人杀>重心仍为获客，我们认为短期变现探索仍较为缓慢，待用户及粘性稳定后，有望引入更多变现渠道、拓宽付费广度。

图 43:“欢乐狼人杀”游戏示意图



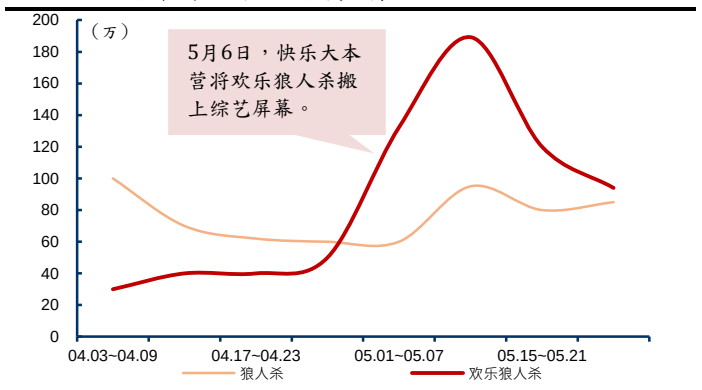
资料来源：应用截图、招银国际研究

图 44: 狼人杀系列游戏 MAU 发展趋势



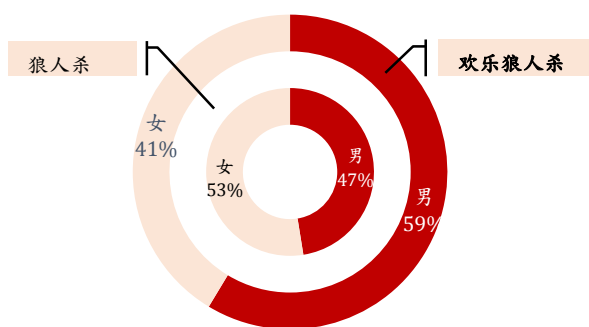
资料来源：QuestMobile、招银国际研究

图 45: 狼人杀系列游戏用户下载趋势



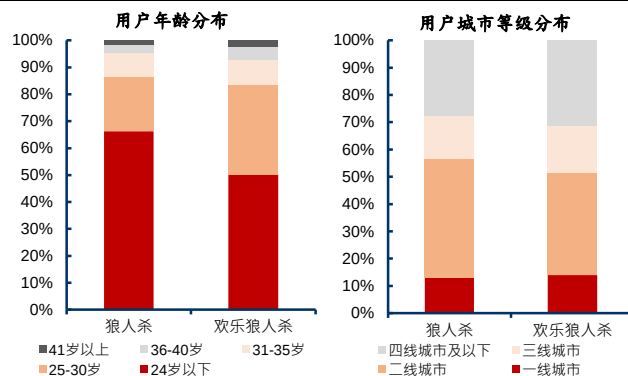
资料来源：QuestMobile、招银国际研究

图 46: 狼人杀用户性别分布



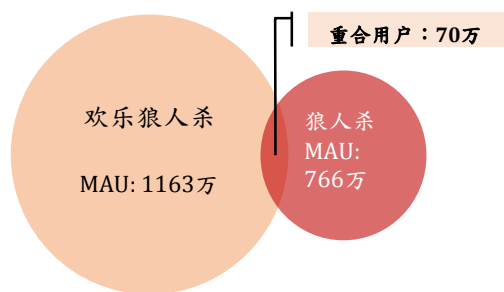
资料来源：QuestMobile、招银国际研究

图 47: 狼人杀系列游戏用户年龄及城市分布



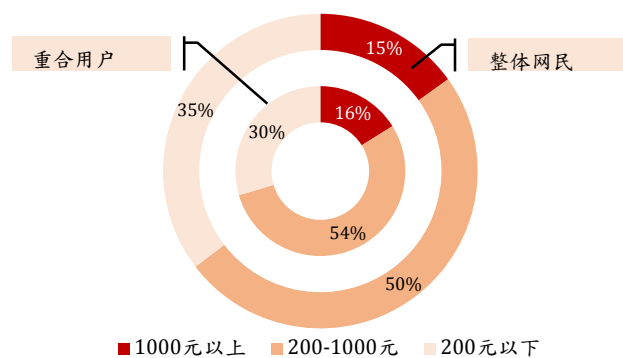
资料来源: QuestMobile、招银国际研究

图 48: 狼人杀系列游戏重合用户



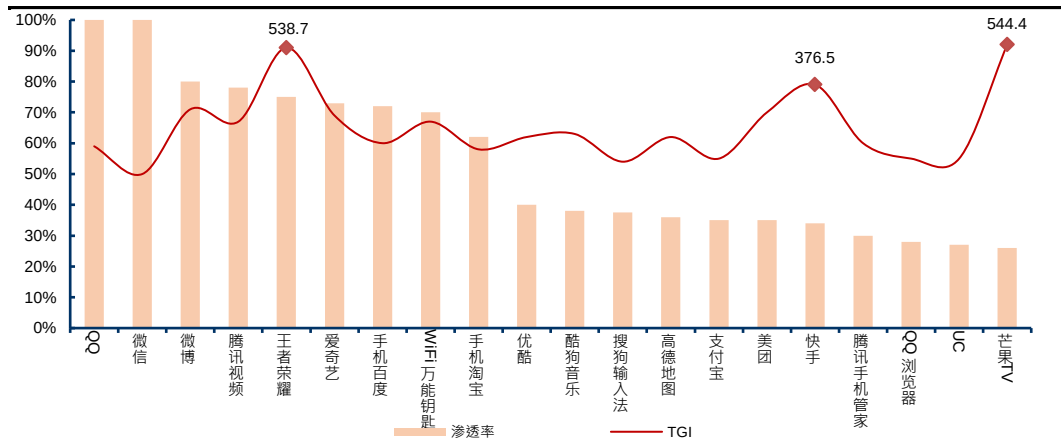
资料来源：QuestMobile（5 月数据）、招银国际研究

图 49: 狼人杀系列游戏用户消费能力



资料来源: QuestMobile、招银国际研究

图 50: 欢乐狼人杀与狼人杀重合用户 TOP20 APP 偏好

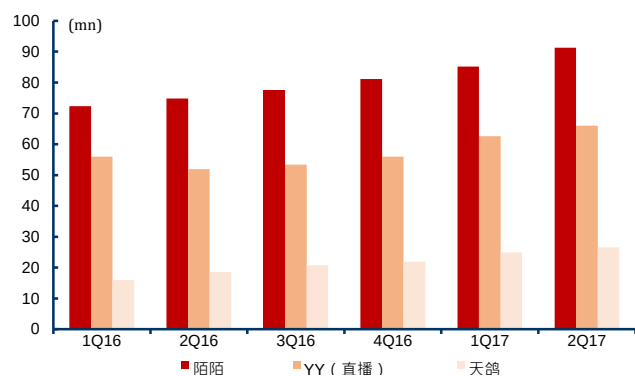


资料来源：QuestMobile，招银国际研究

竞争优势：月活、付费转化率均存在上升空间

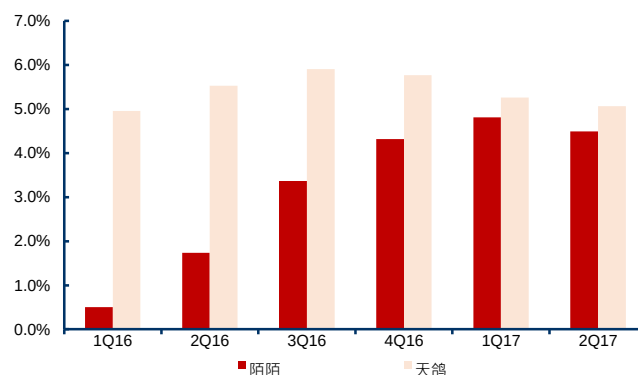
月活、付费转化率均存在上升空间。相较于陌陌，YY 月活尚未达到天花板，我们认为后期月活增长动力将来自于：1) 狼人杀等新产品对年轻流量的开辟与导流；2) 虎牙直播月活数据走势向好；3) YY Live 在版本更新、玩法革新后有望重拾月活增长。此外，对比陌陌和天鸽，YY Live 及虎牙付费转化率均存在上升空间，而虎牙的 ARPU 值目前仍处于低位。

图 51: 月活比较



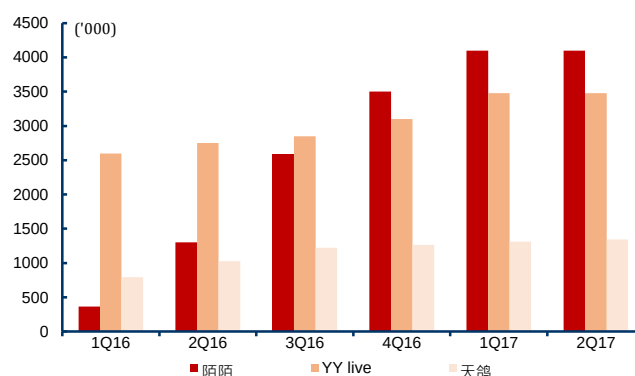
资料来源：公司、招银国际研究

图 52: 直播付费转化率比较



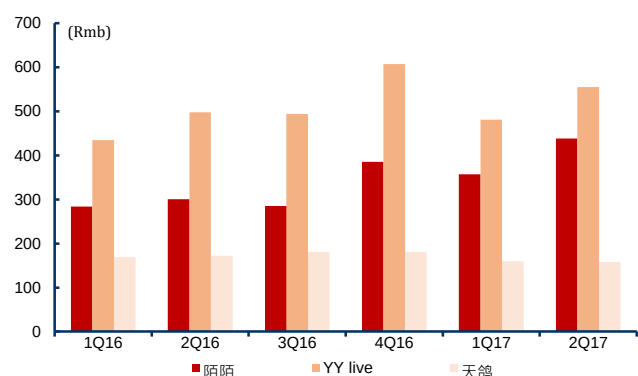
资料来源：公司、招银国际研究

图 53: 付费用户数比较



资料来源：公司、招银国际研究

图 54: ARPU 比较



资料来源：公司、招银国际研究

获客成本低，虎牙经营利润率存在较大上升空间。受益于 PC 端自然导流的用户，YY 净增用户获客成本较低，销售费用率仅为 8%，体现公司良好的自然引流和获客效率。相较同业，毛利率有较大改善空间。此外，虎牙直播依旧处于发展早期，随着付费率及 ARPU 的提升，经营利润率有望持续改善。

图 55: 2Q17 财务指标比较

	陌陌	YY Live	虎牙直播	天鸽
收入	US\$312mn	US\$317mn	US\$68mn	US\$33mn
毛利率	52%	46%	13%	87%
经营利润率	28%	30%	-2%	27%
销售费用率	23%	8%		35%
单净增用户获客成本	US\$11.7	US\$8.6		US\$6.8

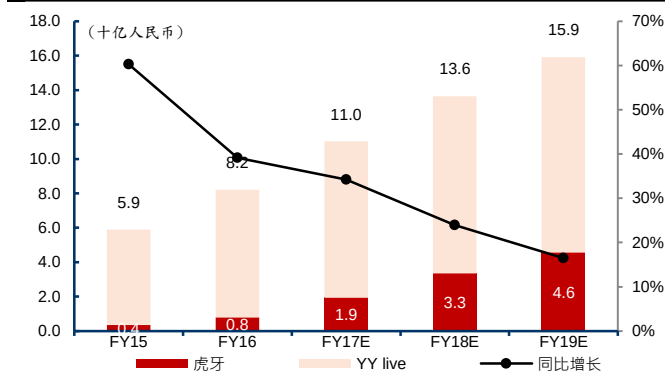
资料来源：各公司数据、招银国际研究

财务分析

收入预测

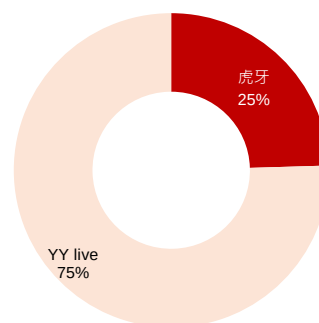
收入增速及占比预测：在公司海量月活和高用户粘性的基础上，我们预测公司 FY17/18/19 的收入分别增长至 110.1/136.5/159.1 亿人民币，对应 FY16-19E 年均复合增速为 25%。其主要受益于：1) 新玩法+新应用（狼人杀）带动下用户的持续增长；2) 虎牙直播的强劲增长动力，预计虎牙收入 FY16-19E 年均复合增速为 79%，至 FY18 收入占比 25%；3) 新功能未来变现空间的逐渐释放。

图 56: 公司收入预测



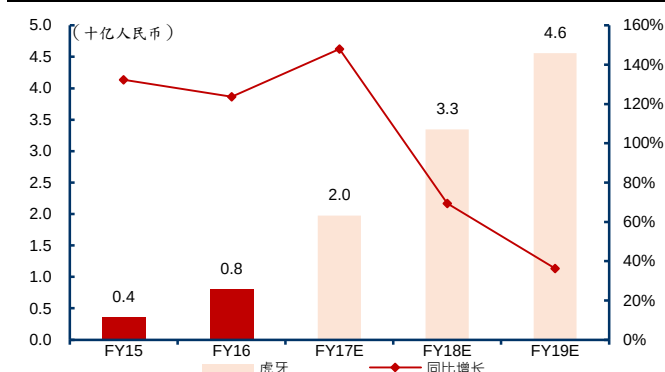
资料来源：公司、招银国际预测

图 57: FY18 公司收入结构预测



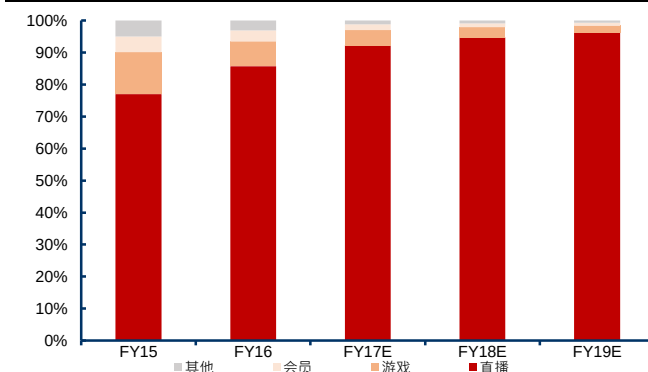
资料来源：公司、招银国际预测

图 58: 虎牙收入增长预测



资料来源：公司、招银国际预测

图 59: 直播短期依旧为主要收入来源

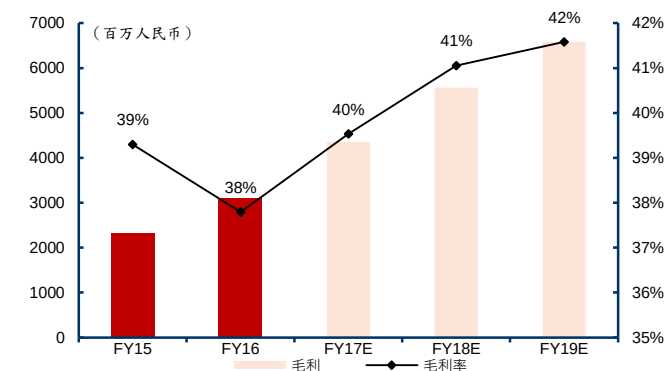


资料来源：公司、招银国际预测

盈利预测

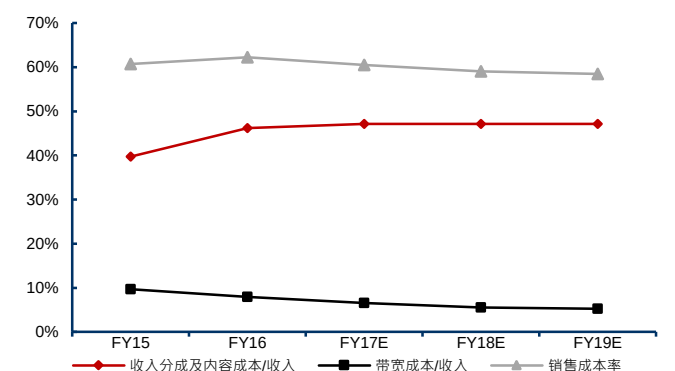
毛利率有望上升。考虑小视频的推进、直播收入占比的提升及对主播活动激励推广，公司主播收入分成费用及内容成本占比短期将面临上升压力。但随着规模效应的释放、云计算降价及 5G 的普及，带宽成本、薪酬福利占收入比重将有所下降，有效抵消主播分成及内容成本占比的轻微上扬。我们预计公司毛利率 FY17/18/19 分别增至 39.5%/41.0%/41.5%。

图 60: 毛利润预测



资料来源：公司、招银国际预测

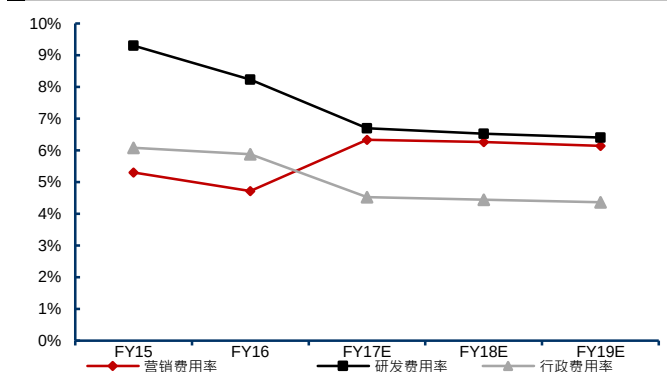
图 61: 销售成本率细分



资料来源：公司、招银国际预测

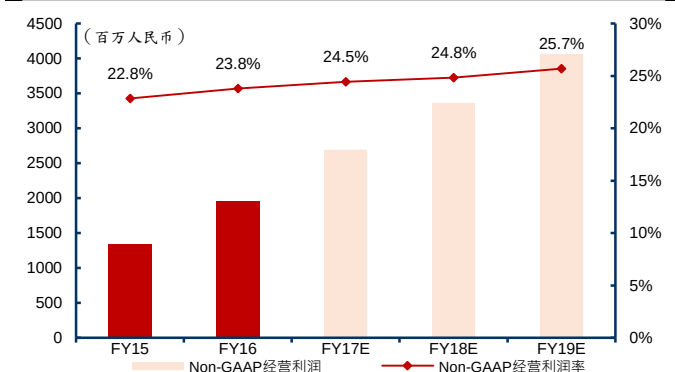
净利润预测：经营效率优化，费用率存在较大改善空间。FY17 市场推广加码下，销售费用率将略上升，但随着品牌效应的凸显、行业洗牌，公司扩客成本自 FY18 后将缓降。而研发及行政费用率在经营效率优化下有望持续改善。由此推算，FY17/18/19 公司经营利润率将分别达 24.5%/24.8%/25.7%，调整后净利润率从 FY16 的 20% 提升至 FY19 的 22%。预计 FY17/18/19 调整后净利润将分别达到 23.6/29.5/35.4 亿人民币，对应 CAGR 为 28%。

图 62: 费用率预测



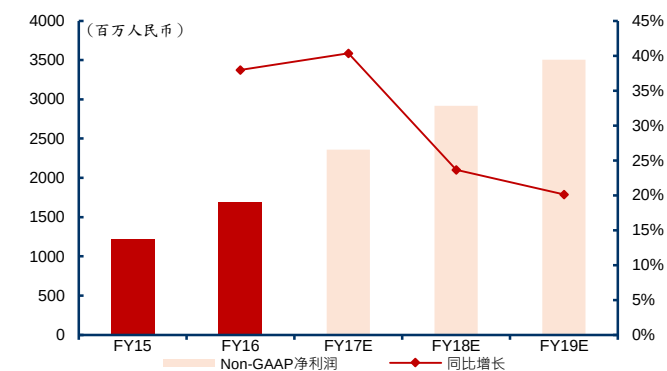
资料来源：公司、招银国际预测

图 63: 经营利润预测



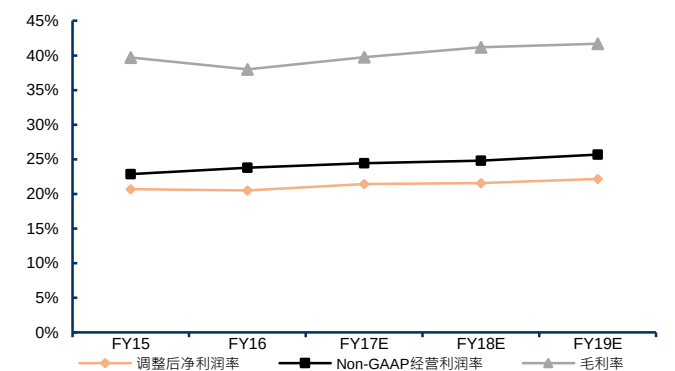
资料来源：公司、招银国际预测

图 64: 调整后净利润规模预测



资料来源：公司、招银国际预测

图 65: 经营利润率及调整后净利润率预测



资料来源：公司、招银国际预测

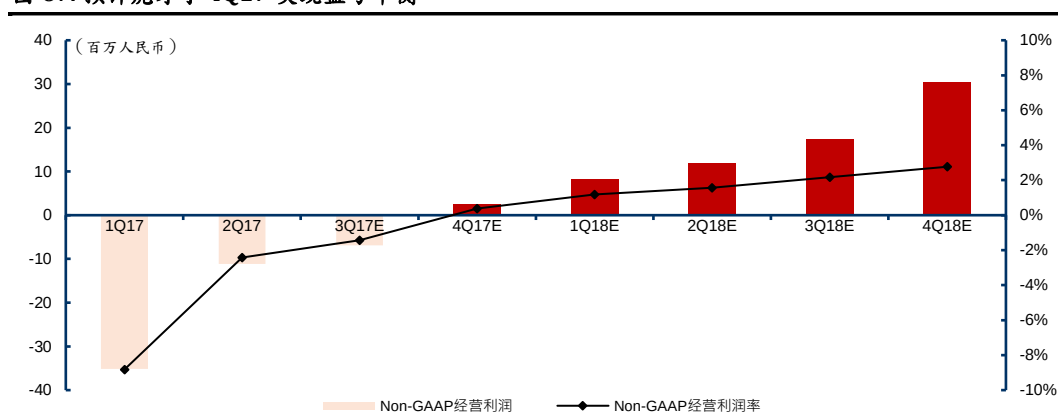
细分业务：虎牙有望于 4Q17 扭亏为盈，有效改善整体利润率。我们预计虎牙将于 4Q17 实现盈亏平衡，Non-GAAP 经营利润率在规模效应下呈逐年上升趋势。利润规模有待后期释放。

图 66: 细分业务财务指标

(百万人民币)	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
YY Live					
收入	5,541	7,407	9,034	10,302	11,344
Non-GAAP 经营利润	1,753	2,433	2,743	3,321	3,779
Non-GAAP 经营利润率	32%	33%	30%	32%	33%
虎牙					
收入	356	797	1,976	3,347	4,561
Non-GAAP 经营利润	(406)	(480)	(51)	68	306
Non-GAAP 经营利润率	-114%	-60%	-3%	2%	7%

资料来源：公司、招银国际预测

图 67: 预计虎牙于 4Q17 实现盈亏平衡



资料来源：公司、招银国际预测

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	5,897	8,204	11,011	13,650	15,905
直播	4,540	7,027	10,162	12,938	15,283
游戏	772	634	520	427	350
会员	291	285	199	169	156
其他	294	258	129	116	116
销售成本	(3,580)	(5,103)	(6,658)	(8,055)	(9,302)
毛利	2,318	3,101	4,353	5,595	6,603
销售费用	(313)	(387)	(697)	(855)	(977)
行政费用	(358)	(482)	(498)	(606)	(694)
研发费用	(549)	(675)	(738)	(891)	(1,019)
其他	65	239	148	-	-
经营利润	1,162	1,795	2,569	3,242	3,914
利息收入	138	67	83	71	71
其他收入	(137)	(78)	(24)	1	1
税前利润	1,163	1,784	2,628	3,314	3,986
所得税	(178)	(281)	(413)	(521)	(627)
非控制股东权益	49	21	21	7	5
净利润	1,033	1,524	2,236	2,800	3,365
调整后净利润	1,219	1,681	2,359	2,946	3,535

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	3,698	3,815	2,123	2,123	2,123
物业、厂房及设备	843	839	922	922	922
长期投资	568	919	919	919	919
无形资产	146	59	59	59	59
其他	2,141	1,999	224	224	224
流动资产	3,630	5,970	7,483	10,291	13,663
现金及现金等价物	929	1,580	3,643	6,444	9,802
定期存款	2,299	3,754	3,184	3,192	3,206
应收账款	132	170	285	285	285
预付款项	148	225	225	225	225
其他	122	243	146	146	146
流动负债	1,384	4,690	2,222	2,222	2,222
借债	-	-	-	-	-
应付账款	130	137	137	137	137
应付税项	107	141	141	141	141
预提支出及其它负债	682	1,066	1,366	1,366	1,366
其他应付款项	465	3,347	578	578	578
非流动负债	2,635	34	45	54	61
可转债	2,597	-	-	-	-
其他	38	34	45	54	61
净资产总值	3,309	5,062	7,338	10,137	13,502
股东权益	3,301	5,056	7,332	10,131	13,496
少数股东权益	8	6	6	6	6

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	998	1,512	2,236	2,800	3,365
折旧和摊销	186	275	214	241	273
营运资金变动	376	476	(115)	-	-
税务开支	(185)	(255)	(413)	(521)	(627)
其他	460	414	537	668	798
经营活动所得现金净额	1,836	2,421	2,458	3,187	3,809
购置固定资产、无形资产及土地	(271)	(232)	(312)	(387)	(451)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(790)	(1,551)	(83)	-	-
投资活动所得现金净额	(1,061)	(1,783)	(395)	(387)	(451)
长期负债变化	(337)	11	-	-	-
购买普通股的付款	0	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(337)	11	-	-	-
现金增加净额	454	651	2,063	2,800	3,358
年初现金及现金等价物	475	929	1,580	3,643	6,444
汇兑	16	2	-	-	-
年末现金及现金等价物	929	1,580	3,643	6,444	9,802
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	929	1,580	3,643	6,444	9,802

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
直播	77.0	85.7	92.3	94.8	96.1
游戏	13.1	7.7	4.7	3.1	2.2
会员	4.9	3.5	1.8	1.2	1.0
其他	5.0	3.1	1.2	0.8	0.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	60.3	39.1	34.2	24.0	16.5
毛利	26.7	33.8	40.4	28.5	18.0
经营利润	7.7	54.5	43.1	26.2	20.7
净利润	(2.9)	47.5	46.7	25.2	20.2
盈利能力比率 (%)					
毛利率	39.3	37.8	39.5	41.0	41.5
税前利率	19.7	21.7	23.9	24.3	25.1
净利润率	17.5	18.6	20.3	20.5	21.2
调整后净利润率	20.7	20.5	21.4	21.6	22.2
有效税率	(15)	(16)	(16)	(16)	(16)
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.6	1.3	3.4	4.6	6.1
平均应收账款周转天数	8.2	7.5	9.4	7.6	6.5
平均应付账款周转天数	13.2	9.8	7.5	6.2	5.4
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	32.3	36.4	36.1	32.0	28.5
资产回报率	14.6	17.8	23.1	25.4	23.9
每股数据					
每ADS盈利(人民币)	21.2	27.6	38.8	48.5	58.1
每ADS股息(人民币)	-	-	-	-	-
每ADS账面值(人民币)	54.4	83.2	120.7	166.7	222.1

来源: 公司及招银国际研究部预测

估值预测

考虑公司已宣布虎牙明年将于香港上市，为更好的反映虎牙价值，我们采用 SOTP 方法作为首选估值方法，辅之 DCF 作为交叉检验。

(1) SOTP 估值

结合收入结构，我们将公司估值分为两部分：1) YY Live (1x PEG FY18)。基于公司 FY18 财务预测，给予 YY Live 1x PEG FY18，相当于 9.7x FY18 PE。2) 虎牙：考虑目前游戏直播公司均未上市，我们参考游戏直播 TOP 平台斗鱼最新融资估值(约 12 亿美元)，得出虎牙每股估值为 17.4 美元，对应 2.1x FY18 PS。整体 SOTP 估值对应目标价为 108.7 美元，相当于 14.9x FY18 PE，估值吸引，首次评级买入。

图 68: 公司 SOTP 估值

SOTP						估值	
(百万人民币)	FY18收入	调整后净利润率	净利润	PEG	持股	估值	
YY Live	10,302	27%	2,782	1x PEG	100%	27,093	
虎牙			参考斗鱼估值		85%	7,016	
总计	10,302		2,782		-	-	34,109
(+) 净现金							9,635
股本价值							43,745
目标价(美元)							108.7

资料来源：公司，招银国际预测

图 69: 同业比较

	股票代码	货币	股价	市值 (亿美元)	调整后净利润率 FY18E	PE		
						FY16	FY17	FY18
广告								
Facebook	FB US	USD	174.6	5,069	43%	29.4	24.7	19.6
Twitter	TWTR US	USD	17.9	132	10%	57.0	51.3	44.9
新浪	SINA US	USD	111.6	80	15%	40.5	28.9	21.6
微博	WB US	USD	96.9	212	37%	60.9	37.8	25.8
猎豹移动	CMCM US	USD	8.5	12	10%	21.4	14.6	10.4
平均					23%	41.8	31.4	24.5
直播								
陌陌	MOMO US	USD	32.8	65	27%	20.4	14.8	11.4
天鸽互动	1980 HK	HKD	5.6	9	35%	15.9	13.2	10.5
平均					31%	18.2	14.0	10.9
会员服务								
Match	MTCH US	USD	25.6	67	21%	31.3	25.3	21.0
平均					21%	31.3	25.3	21.0
游戏								
腾讯	700 HK	HKD	349.8	4,254	26%	44.6	34.9	27.8
网易	NTES US	USD	276.7	363	24%	17.5	15.0	12.8
金山软件	3888 HK	HKD	19.7	33	22%	18.5	12.6	10.5
IGG	799 HK	HKD	10.7	18	29%	10.3	8.3	7.8
畅游	CYOU US	USD	39.8	21	33%	10.1	10.3	11.3
平均					27%	20.2	16.2	14.0

资料来源：彭博

(2) DCF 估值

基于 13.6% 的 WACC 及 2% 的长期增长率假设，求得公司 DCF 估值结果为 111 美元，相当于 15.2x FY18 PE。

图 70：DCF 估值测算及敏感度分析

DCF 估值模型 (Rmb mn)										
现金流量预测	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
息税前利润	3,242	3,914	4,343	4,741	5,099	5,416	5,691	5,926	6,104	6,226
实际税项	-521	-627	-694	-757	-813	-863	-906	-942	-976	-995
折旧与摊销	338	388	444	489	551	625	719	828	911	993
营运资本	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
资本开支	-312	-387	-451	-500	-546	-587	-623	-655	-681	-702
自由现金流量	2,747	3,288	3,642	3,973	4,291	4,591	4,881	5,157	5,358	5,522
自有现金流同比增速		20%	11%	9%	8%	7%	6%	6%	4%	3%
折合至 2017 年的现金流量	2,419	2,550	2,487	2,389	2,272	2,141	2,004	1,864	1,706	15,206
永续期折现值										48,716

基本参数	
WACC	13.6%
税率	25.0%
无风险利率	3.7%
债务成本	0.0%
Beta	1.15
风险溢价	12.3%
权益成本	13.6%
目标债务/(权益+债务)	0.0%
长期增长率	2.0%
债券价值	0

公司价值计算	
现金流折现	35,037
减：净金融负债	-9,635
减：少数股东权益	-7
股本价值	44,679
股本数量（百万）	61
DCF 法之每股价值（美元）	111.0

资料来源：彭博，招银国际预测

		WACC				
		12%	13%	14%	15%	16%
长期增长率	0.5%	119.6	110.9	106.7	97.3	91.9
	1.0%	121.5	112.4	108.0	98.3	92.7
	1.5%	123.7	114.1	109.4	99.3	93.5
	2.0%	126.0	115.9	111.0	100.4	94.4
	2.5%	128.6	117.9	112.7	101.6	95.3
	3.0%	131.5	120.0	114.6	102.9	96.4
	3.5%	134.8	122.4	116.6	104.3	97.5

图 71：同业估值比较

公司	股票代码	货币	股价	市值 (百万美元)	EPS			PE			EPS CAGR	PEG
					FY17E	FY18E	FY19E	FY17E	FY18E	FY19E		
腾讯	700 HK	HKD	349.8	425,988	6.7	8.5	10.7	44.5	34.9	27.8	27%	1.31
阿里巴巴	BABA US	USD	177.9	455,706	32.2	43.4	55.0	36.6	27.1	21.4	31%	0.89
百度	BIDU US	USD	264.5	91,755	46.4	60.3	79.4	37.8	29.0	22.1	31%	0.94
Facebook	FB US	USD	174.6	506,915	5.9	7.1	8.9	29.4	24.7	19.6	22%	1.10
陌陌	MOMO US	USD	32.8	6,469	1.6	2.2	2.9	20.4	14.8	11.4	34%	0.43
新浪	SINA US	USD	111.6	7,981	2.8	3.9	5.2	40.5	28.9	21.6	37%	0.78
微博	WB US	USD	96.9	21,184	1.6	2.6	3.8	60.9	37.8	25.8	54%	0.71
平均								38.6	28.2	21.4		0.88

资料来源：彭博

风险因素

直播平台内容监管风险。虽然文化局等相关部门对直播平台内容的规范及整改有助于直播行业的健康发展，但不排除短期影响平台主播数量及质量，以及用户对于直播用户对内容期待度的降低及参与。

直播行业整体月活下滑过快，新玩法迭代过快。受新玩法的冲击、及用户偏好的转移，直播整体月活及付费率下滑速度或超预期。虽然我们认为直播行业进入冷静期后大平台能凸显质量优势，但考虑用户单日碎片化时间有限，在其他游戏、视频、社交应用渗透率及用户时长挤压局面下，或存在粘性淡化风险。

新功能、新产品等后期推广不及预期。虽然公司拥有强大的市场推广实力和风口捕捉能力，但产品更新版本的加速同时也意味着试错频次的加大。此外，考虑狼人杀短期变现不具规模，新增玩法及功能 ARPU 较低，后期推广及货币化或较为缓慢。

直播营收集中度较高，新品补充效应待释放。公司 2Q17 直播收入占比高达 91%，而 YY Live 收入贡献为 82%。虽然虎牙直播已成为新的增长引擎，但如若其他新业务收入补充效应有限，而直播逐渐进入成熟期，则公司 2018/2019 财年营收将缺乏显著增长引擎。

受行业竞争影响，营销费用占比或高于预期。考虑竞品（直播、短视频应用）竞争因素，公司或面临持续的用户获取压力，营销费用短期仍维持高位。

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，并可能会受目标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为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上责任。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。