

歡聚時代(YY US)

再次出發：產品出新，虎牙盈利可期

- ❖ **直播先鋒，二次創業。**公司明星產品為 YY Live（垂直類泛娛樂直播）、虎牙直播（遊戲直播）和歡樂狼人殺，坐擁 6,610 萬移動直播月活，差异化產品矩陣（泛生活+遊戲+社交）及優質內容沉澱構築長期競爭壁壘。近期公司創始人回歸，動作頻繁（產品更新加速、管理優化、投資布局）。有望期待 YY 重塑風口捕捉能力，並通過產品革新開闢新鮮流量、下沉交互關係。
- ❖ **行業洗牌：監管趨嚴、5G 春風、娛樂線上化。**近期直播行業 DAU 趨緩、平臺扎堆融資背後，反映出行業整合期平臺競爭加劇、盈利需求的迫切。在獲客成本高企、監管加強之際，我們認為用戶流量、潛力主播將逐漸向大平臺集中。而 YY 將受益於監管肅嚴下“兩牌+健康內容”的隱形優勢、遊戲直播的火熱消費以及娛樂線上化的風口。待行業步入理性發展後，直播行業仍有望迎來增量空間，驅動因素為：1) 5G 春風；2) 直播應用場景多元化。
- ❖ **虎牙高增長持續、盈虧平衡可期。**受益於近期遊戲爆款（王者榮耀、絕地求生等）、電競的火熱消費，遊戲直播進入增速爆發期。其中虎牙直播月活於 2Q17 依舊領先於 YY Live。預計虎牙收入 FY16-19E 年均複合增速為 79%，至 FY18 收入占比 25%。2Q17 虎牙 Non-GAAP 經營虧損率為-2%，預計於 4Q17 實現盈虧平衡，且 Non-GAAP 經營利潤率在規模效應下逐年上升。
- ❖ **YY Live 內容調性升級，歡樂狼人殺用戶步入第一梯隊。**YY Live 自創始人回歸後，我們關注到版本更新次數顯著提升（月更新次數 2~5 次，高於此前 0~3 次），而更新版本（YY 7.0 陪我版）中嵌入多項新鮮玩法，包括狼人殺、小視頻、歡樂鬥、陪我等。在產品革新、社交強化的推動下，YY Live 滲透率及 DAU 均持續走強。而新應用<歡樂狼人殺>自 4 月推出後，憑藉特色玩法、“快本”營銷，MAU 躍居狼人殺行業 TOP1。我們認為，用戶粘性及多元變現有希望持續受益於產品出新，及規模化、垂直化、精細化的內容布局。
- ❖ **看好淨利潤率改善空間。**我們預測 FY16-19E 收入 CAGR 為 25%，受益於：1) 新玩法引流；2) 虎牙直播高增長。預測 FY16-19E 調整後淨利潤 CAGR 為 28%，受益於淨利潤率的改善（預測調整後淨利潤率從 FY16 的 20% 提升至 FY19 的 22%）。改善空間源於：1) 隨著規模效應的釋放、雲計算降價及 5G 的普及，毛利率預計將從 FY16 的 38% 增至 FY18 的 42%；2) 經營效率優化下，研發及行政費用率有望持續下降，FY17 渠道拉新下銷售費用率將略上升，但隨著品牌效應的凸顯、行業洗牌，銷售費用率自 FY18 後將緩降。
- ❖ **首次覆蓋，買入評級。**看好行業洗牌下流量的集中，憧憬產品升級、虎牙盈虧平衡及狼人殺引流。為更好的反映虎牙價值（公司已宣布虎牙明年將于香港上市），採用 SOTP 作為估值首選：1) YY Live (1x PEG FY18)；2) 虎牙每股估值為 17.4 美元（參考鬥魚估值，對應 2.1x FY18 PS）。整體 SOTP 估值對應目標價為 108.7 美元，相當於 14.9x FY18 PE。首次評級買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	5,897	8,204	11,011	13,650	15,905
調整後淨利潤(百萬人民幣)	1,219	1,681	2,359	2,946	3,535
調整後 EPADS(人民幣)	21.18	27.65	38.80	48.45	58.14
EPADS 變動(%)	12%	31%	40%	25%	20%
市盈率(x)	29.5	22.6	16.1	12.9	10.8
市帳率(x)	11.5	7.5	5.2	3.7	2.8
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	36%	36%	32%	28%	0%
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（首次覆蓋）

目標價	US\$108.7
潛在升幅	+17.1%
當前股價	US\$92.8

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬美元)	5,737
3 月平均流通量(百萬美元)	126.9
5 周內股價高/低(美元)	98/38
總股本(百萬)	55.5

資料來源：彭博

股東結構

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

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	20.6%	20.1%
3-月	37.3%	30.2%
6-月	103.2%	73.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.yy.com

目錄

公司概览：直播先锋，二次创业	3
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	5
行业现状：从用户红利到内容主导	6
公司分析：重拾用户增长，虎牙扭亏可期	9
竞争优势：月活、付费转化率均存在上升空间	19
财务分析	错误!未定义书签。
估值预测	错误!未定义书签。
风险因素	错误!未定义书签。

公司概覽：直播先鋒，二次創業

直播先鋒，差异化產品矩陣。公司成立於 2005 年，前身為多玩遊戲網。於 2012 年上市，依靠 YY 語音助手於 2013 年全面開啓秀場直播，布局多款直播平臺，力圖打造“泛娛樂+泛生活”的內容布局。明星產品為 YY Live（垂直類泛娛樂直播）、虎牙直播（移動遊戲直播）和歡樂狼人殺。截至 2Q17 坐擁 6,610 萬移動直播月活（+27.1% YoY），移動直播付費用戶達 570 萬（+46.1% YoY），直播收入占比高達 91%。

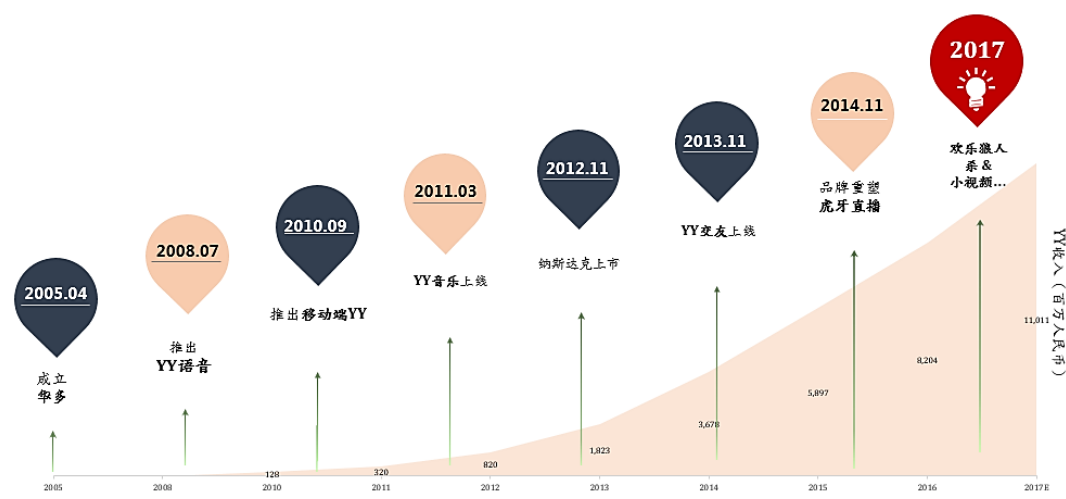
創始人回歸，二次創業。近期公司創始人回歸，動作頻繁：1) 產品更新層面，YY Live 嵌入短視頻、狼人殺，新增歡樂鬥、陪我等功能，版本更新次數顯著提升（月更新次數 2~5 次，高於此前 0~3 次）；2) 內部管理層面，優化內部冗餘結構、提出服務理念；3) 投資布局上，虎牙直播獲得 7,500 萬美元 A 輪融資并計劃於明年上市、7,000 萬美元投資探探。有望期待 YY 重塑風口捕捉能力，并通過產品革新開闢新鮮流量、下沉交互關係。此外，新任 CFO 擁有多年融資并購經驗，不排除未來在投資布局上有更多動作。

YY Live 再次出發、內容調性升級。YY Live 起源於 YY 語音，現進化為一款集音樂、科技、戶外、體育、遊戲一體化的泛娛樂直播平臺。YY Live 在 2016 年直播大年月中月活疲態增長，但近期在產品革新、社交強化的推動下，YY Live 滲透率及 DAU 均持續走強。

虎牙直播高增長持續、盈利可期。受益於近期爆款遊戲（王者榮耀、絕地求生等）、電競的火熱消費，遊戲直播進入增速爆發期。其中虎牙直播月活於 2Q17 依舊領先於 YY Live。結合管理層指引，預計 FY17 虎牙收入將實現倍數增長。2Q17 Non-GAAP 經營虧損率為-2%，我們預計虎牙有望於 4Q17 實現盈虧平衡。

歡樂狼人殺 MAU 躍居狼人殺行業 TOP1。公司於今年 3 月推出<歡樂狼人殺>，上線不足一月日活突破 100 萬，目前平臺 MAU 超越先行者<狼人殺>，躍居狼人殺遊戲行業第一名。憑藉“快本”營銷+線下地推+先行語音優勢，<歡樂狼人殺>將有望收穫更多淨增用戶。目前公司尚有幾款娛樂 APP（非直播）於內測中，有望在 2H17 看到多樣玩法及產品矩陣的革新升級。

圖 1: YY 發展歷程



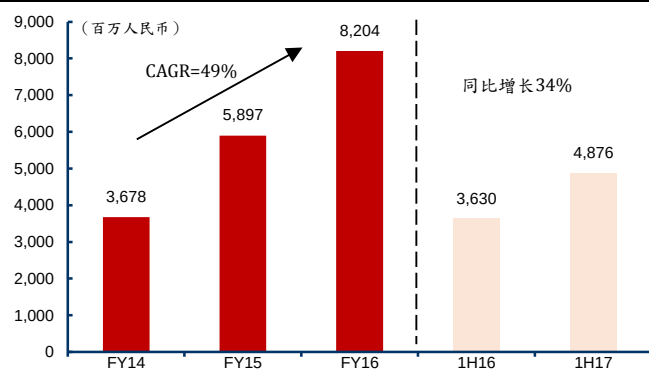
資料來源：公司、招銀國際研究

圖 2: YY 多元內容社區



資料來源：公司、招銀國際研究

圖 4: 公司收入增長表現



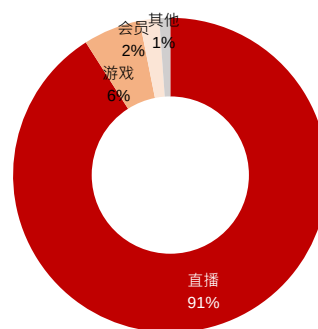
資料來源：公司、招銀國際研究

圖 3: 公司三大應用矩陣實現差异化產品定位



資料來源：公司、招銀國際研究

圖 5: 2Q17 收入結構



資料來源：公司、招銀國際研究

“移動浪潮+媒介革新+圍觀訴求”孵化龐大直播市場。隨著中國移動互聯網用戶滲透率的提升，社交分享媒介逐漸從文字信息，變遷到影像視頻。而在富媒體中，碎片化時間、宅文化、圍觀訴求等龐大需求進一步催生了直播的蓬勃發展。1) 技術驅動：雲計算、VR、多屏互動、高速寬帶網絡等技術升級構建直播基礎架構；2) 用戶習慣：娛樂休閒時間碎片化、用戶習慣移動化；3) 大眾需求：單身潮下“求脫單”與“宅文化”的背離，催生出直播“獵奇”“圍觀”“陪伴型”秀場與社交的興起；4) 商業驅動：富媒體興起、粉絲沉澱、資本加持；商業化、組織化運作對直播爆發的積極作用凸顯。

圖 7:中國直播市場規模

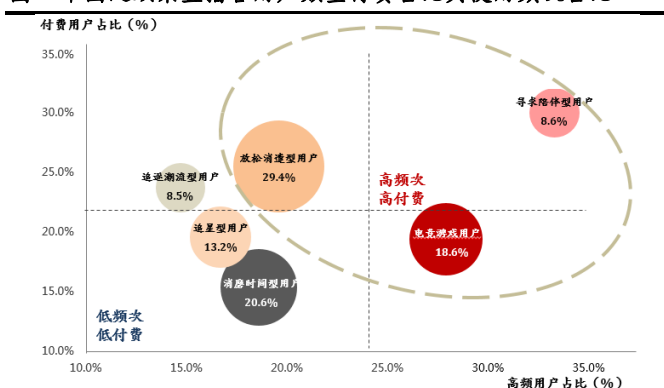


Year	Industry Scale (十亿元)	Year-over-Year Growth (%)
2014	~5	-
2015	~8	~55%
2016	~21	~188%
2017E	~43	~105%
2018E	~67	~55%
2019E	~88	~40%

資料來源: iResearch，招銀國際研究

獵奇、嘗鮮心態為觸發用戶接觸直播的誘導因素。隨著平臺競爭的加劇、內容的推陳出新，滿足主要男性用戶群體“陪伴型”訴求的直播平臺逐漸凸顯高頻及付費優勢（根據艾瑞諮詢統計，泛娛樂直播用戶中，男性占比 67%。）。放鬆消遣型及消磨時間型為主要用戶訴求，而尋求陪伴型、電競型用戶為直播重度使用者，付費意願最強、私下打賞意願最高。

圖 9: 直播用戶性別分布與年齡分布



2017年中国泛娱乐直播用户性别分布

性别	占比
男性	67.3%
女性	32.7%

2017年中国泛娱乐直播用户年龄分布

年龄段	占比
40岁以上	10.7%
36-40岁	11.6%
31-35岁	13.7%
25-30岁	20.9%
19-24岁	33.0%
18岁以下	10.2%

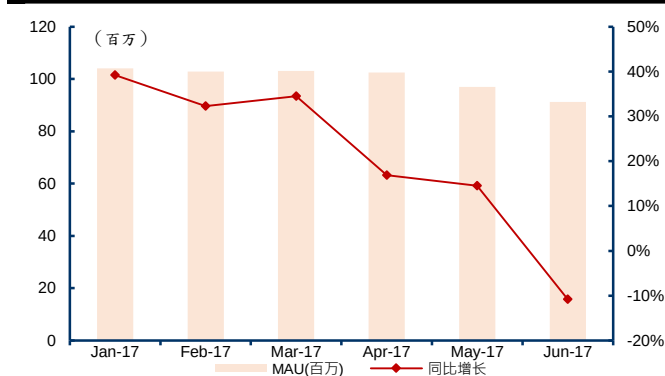
資料來源: iResearch，招銀國際研究

行業現狀：從用戶紅利到內容主導

用戶端：人口紅利褪去，流量向頭部平臺集中

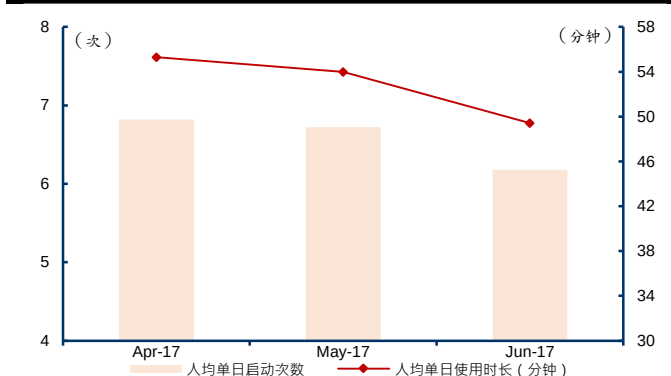
用戶規模、頻次時長增速乏力，平臺獲客趨于理性。移動直播月活從快速增長進入平穩發展期。2016 年，在明星進駐、網紅吸睛、奇聞軼事等直播造勢下，用戶基于嘗鮮的直播體驗帶來用戶規模、粘性的持續增長；至 2017 年，用戶對直播的嘗新體驗淡化，加之監管趨嚴、競爭加劇，直播用戶的人均單次啟動次數和人均單日使用時長均趨于平緩。

圖 10: 直播行業月活進入存量時代



資料來源：Questmobile，招銀國際研究

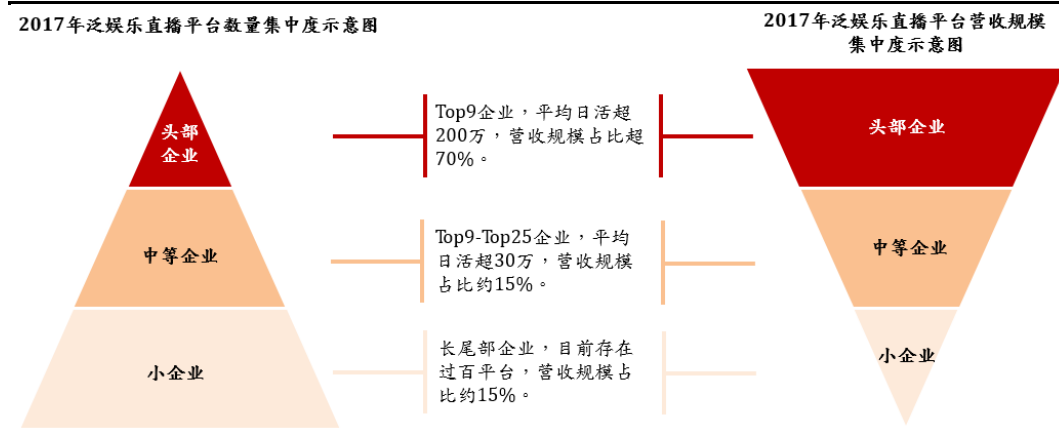
圖 11: 2Q17 直播用戶粘性趨緩



資料來源：Questmobile，招銀國際研究

行業洗牌：馬太效應顯現，頭部企業營收占比超 70%。至 2017 年初直播行業用戶規模第一梯隊格局基本穩定，預計未來用戶會向第一梯隊進一步集中。中小平臺將面臨更為嚴峻的市場格局：一方面，未來用戶拉新成本企高；另一方面，泛娛樂直播平臺小企業眾多，且多數平臺內容不雅，但因流量過小仍處于政府監管盲區，在政府加大查處力度趨勢下，此類平臺將面臨大量關停。

圖 12: 直播行業流量逐漸向頭部平臺集中



資料來源：iResearch，招銀國際研究

政策不斷收緊，倒逼行業良性發展。直播野蠻生長期不良現象層出不窮。對此，2016 年 9 月以來，廣電局、網信辦、文化部紛紛針對直播行為下發系列文件。對平臺運營、主播行為、用戶互動的監控要求不斷提高，監管內容愈加細化。監管肅嚴下，行業短期將進入陣痛期，但長期反而有助于行業的良性發展及大平臺的精細化運營。

圖 13: 直播相關政策梳理

政策概覽	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。				

資料來源：文化部、廣電局、網信辦、招銀國際研究

監管趨嚴下，頭部企業“兩牌+健康內容”優勢凸顯。我們認為，監管著眼點主要來自“牌照+內容”兩方面，政策收緊反而于持牌及健康運營的頭部平臺是隱性利好。

牌照：直播平臺需持有《網絡文化經營許可證》，發布 PGC 內容者需持有《信息網絡傳播視聽節目許可證》；目前 YY、陌陌（MOMO US，買入）均持有兩牌，而一直播、花椒、9158 等目前均未持有《信息網絡傳播視聽節目許可證》。根據該牌照申請條件（新申請單位現要求“為國有獨資或國有控股單位”；註冊資本應在 1,000 萬元以上），我們認為非持牌平臺獲得牌照渠道將更為艱難且進程緩慢。

圖 14: 主要直播平臺持牌情況梳理

	《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	√	

資料來源：公司、文化部、廣電局，招銀國際研究

內容：各部門于直播平臺內容監管主要集中在涉政、涉槍、涉毒、涉暴、涉黃等方面，而涉黃內容目前為直播主要規範對象。內容肅清于頭部平臺是利好，歸因于：1) 中小平臺野蠻生長期主要通過非健康內容吸精，監管從嚴下該類平臺易出現用戶流失或面臨內容、直播整改壓力；2) 頭部平臺人工檢測團隊更為龐大（YY 約 100 人，其他較多中小平臺缺少檢測團隊）；3) 優質主播將逐漸向頭部平臺集中，平臺自主造血能力以及話語權增強；4) 頭部平臺或使用雲計算及人工智能等技術，進一步加強對內容篩選的優化。

平臺端：持久社交、增量遊戲、創意玩法

我們認為，行業洗牌期，有平臺特色、突出互動屬性、高頻入口導流的直播平臺將更易贏得資本市場青睞。而存量爭奪中，持久社交、增量遊戲、創意玩法為平臺核心競爭力。

- 1) **持久社交**：在獲客成本高企之餘，平臺的社交屬性將成為增強用戶粘性、保證客戶留存率的關鍵因素。
- 2) **遊戲增量**：相對泛娛樂直播，遊戲直播的變現周期較短，與用戶的互動體驗較強。而遊戲直播自帶流量基礎（原有遊戲玩家），且受益於近期遊戲市場的火熱消費（e.g. <王者榮耀>浪潮、<絕地求生>興起），多數遊戲直播有望迎來營收高增長。
- 3) **創意玩法**：隨著泛娛樂直播平臺實力不斷提升，頭部平臺開始涉獵版權變現及綜藝聯動，狼人殺、短視頻等創新功能不斷引進，變現模式從單一付費打賞衍生至電商導購、視頻廣告等。平臺捕捉風口的能力及精細化運營將成為後期獲客關鍵因素。

未來趨勢研判：5G 技術利好，直播向社交化、“直播+”演進

在政策收緊下短期行業回歸理性，但長期有望受益於技術創新與直播的多元化應用：

技術創新利好：1) 伴隨智能手機為代表的終端普及，視頻傳輸技術走向成熟；2) 高速寬帶網絡建設加快，將受益於未來 5G 網絡覆蓋率的提升；3) 多屏互動、橫豎切換 VR 等直播技術更加成熟，為用戶提供更好的直播體驗。

“直播+”打開行業天花板：1) 直播+短視頻：短視頻為直播提供了沉澱的空間，經過剪輯、優化而產出的短視頻更能集中展現直播中的精髓內容，短視頻的引入有助於打破直播用戶天花板。2) 直播+電商：直播已逐漸成為基礎架構滲透至傳統電商行業，如淘寶、唯品會等平臺均上線直播頻道，純直播平臺也從單一化的打賞模式向電商導購演進；3) 直播+教育：得益於直播教育的即時互動性，語言學習及職業技能有望在教育直播浪潮中占得先機，且該類直播平臺學生的學習迫切性與付費意願較為強烈。

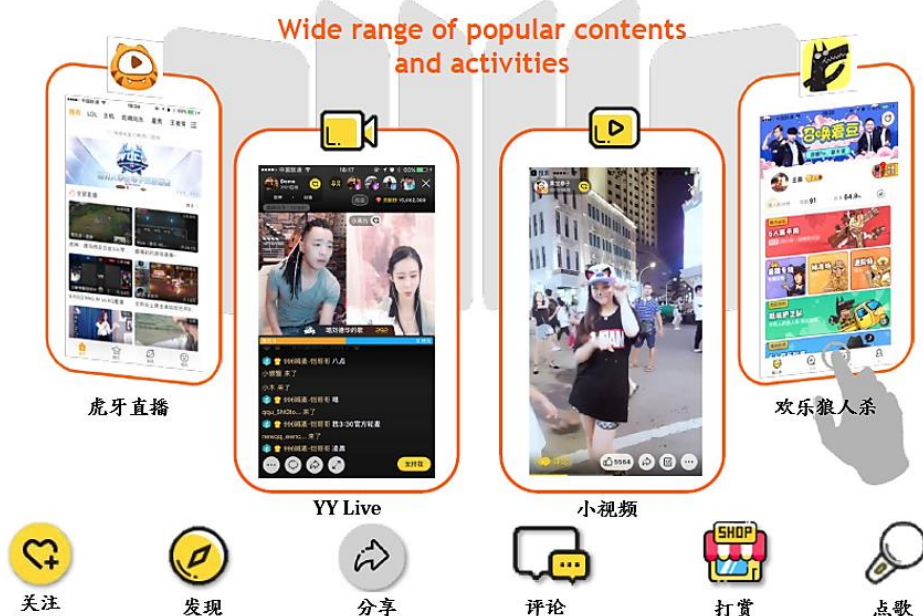
公司分析：重拾用戶增長，虎牙扭虧可期

用戶端：戰略重心強調用戶增長，反守為攻

戰略重心強調用戶增長，反守為攻。此前公司月活增長疲態，我們認為主要歸因于公司的輕營銷策略、穩健變現增長。在經歷 2016 年直播平臺白熱化激烈競爭後，近期直播行業洗牌、監管從嚴之際，我們認為公司將反而受益於行業的淨化整合。野蠻生長期一時崛起的直播應用在經歷大舉資金用戶圈獲後，用戶逐漸回歸理性。在多數平臺潮水退去、馬太效應逐漸顯現的趨勢下，公司一改以往輕營銷策略，再次將用戶增長作為戰略重心。我們認為該策略恰恰迎合了整體行業逐漸成熟後的理性競爭，且未來有望受益於：1) YY Live 功能革新後的再次崛起；2) 虎牙用戶的持續增長；3) 社交遊戲狼人殺的用戶積累；4) 後期新產品的布局和導流。

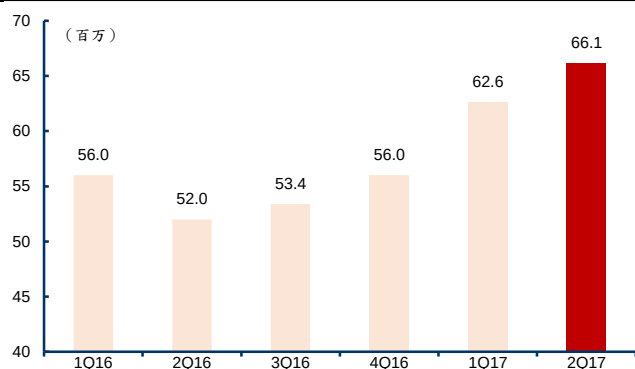
精細化運營：上游開闢年輕流量，下游下沉交互關係。公司定位為泛娛樂社區，在原有“YY Live+虎牙直播”模式上不斷下沉娛樂參與性，通過引入新鮮元素、加強互動玩法（e.g. 多人連麥、歡樂鬥等），調動用戶參與度，提升用戶使用頻次及時長。同時，上游通過不斷推出新鮮模式（e.g. 歡樂狼人殺），吸納新流量及年輕用戶。

圖 15:YY 內容多樣化：遊戲直播+秀場直播+小視頻+狼人殺



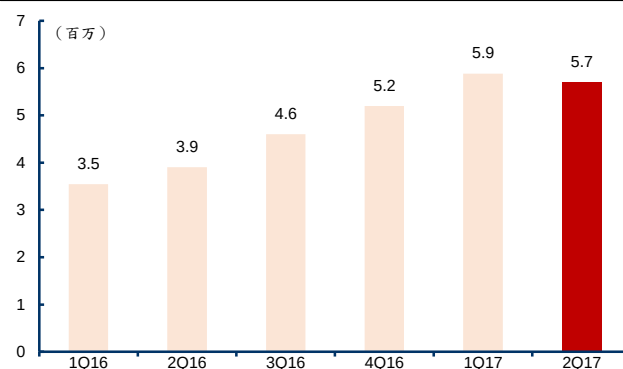
資料來源：公司、招銀國際研究

圖 16: YY 移動直播月活重拾增長



資料來源：公司、招銀國際研究

圖 17: YY 直播付費用戶數趨勢



資料來源：公司、招銀國際研究

產品端：矩陣革新、交叉滲透

高增長引擎：虎牙營收倍數增長持續，利潤釋放可期

受益于遊戲大年、電競崛起，遊戲直播方興未艾。遊戲類直播平臺最初以遊戲類玩家作為目標用戶，自帶流量基礎，經過積累在 PC 端已形成相對穩定的優勢地位。目前遊戲直播變現模式主要為遊戲聯運及用戶打賞，配合電商購物。我們認為，遊戲直播將持續受益于遊戲行業的火熱消費（爆款遊戲增勢不減、遊戲巨頭產品儲備豐富）、電競的政策支持及三連麥、AR/VR 技術的成熟。

虎牙直播率先掀<王者榮耀>直播熱潮。2017 年泛娛樂直播平臺移動端全流量日均活躍規模梯隊中，DAU 超 110 萬的四大遊戲直播平臺分別為鬥魚、虎牙、熊貓、戰旗。而虎牙在遊戲直播中率先掀起<王者榮耀>直播熱潮，并憑藉“PK 模式”及人氣主播等優勢，不斷探索多元變現、維持高收入增長。

圖 18: 虎牙亮點一覽

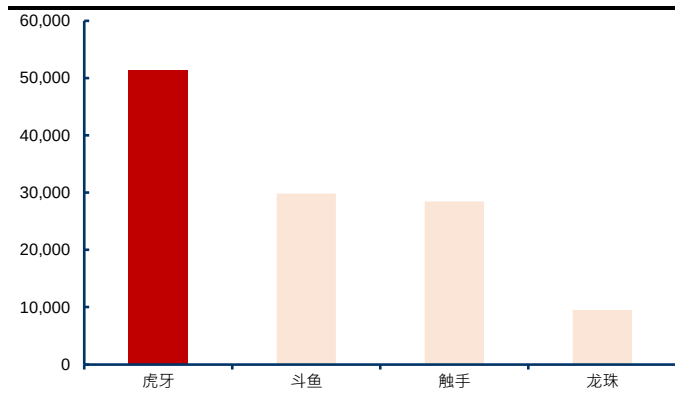


資料來源：公司，招銀國際研究

虎牙核心優勢：直播元老、金牌主播、年輕玩家、用戶均衡。雖然在用戶規模及用戶粘性層面，虎牙依舊落後于鬥魚。但我們認為，虎牙的主播及玩家素描為其提供相對優勢。

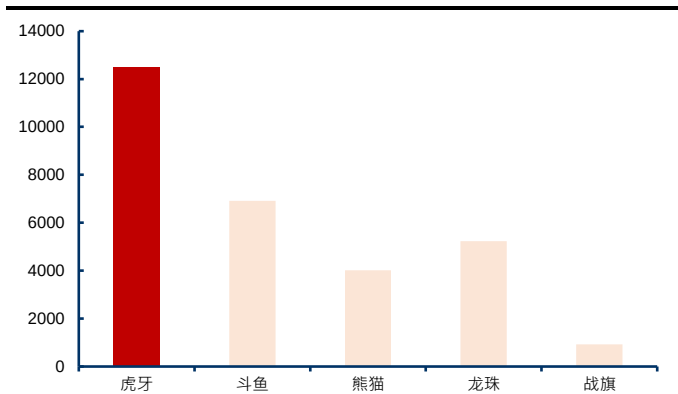
1. 內容產出端：主播儲備充足、金牌主播加持+潛力主播增優，立體主播生態遞延。主播的“質”與“量”是平臺導流及內容深度的體現。有別于其他新興垂直類平臺，虎牙在借助端游競爭中建立起的立體主播生態，可自然遷移至手游。而在獲客成本高企、主播挖角頻繁的競爭中，我們認為虎牙優勢明顯：1) 數量決定廣度：以現象級手游王者榮耀舉例，根據狗仔直播數據統計，虎牙王者榮耀總收錄主播數量達 51,387，遠超其他平臺。2) 頭部吸金、人氣加持：在 TOP100 主播中，虎牙主播日均收入超過 12,000 元，領先同業。而 TOP100 主播總收入、彈幕數量及人數排行榜中，虎牙依舊長期保持第一，且呈穩健上升趨勢，印證平臺主播的高人氣、高互動及強吸金能力。3) 自主造血機制保證優增新量：一方面虎牙率先綁定頭部大主播（e.g. 高價加盟的 MISS、安德羅妮），同時也注重人才梯隊培養及潛力主播流量傾斜及包裝。其中，多個潛力主播的走紅（e.g. 李太白，裴小峰）再次印證了平臺的自主造血能力。而成名之後的人氣主播既可引流，也將發揮長尾效應、激活存量優增新量。

圖 19:《王者榮耀》總收錄主播數量



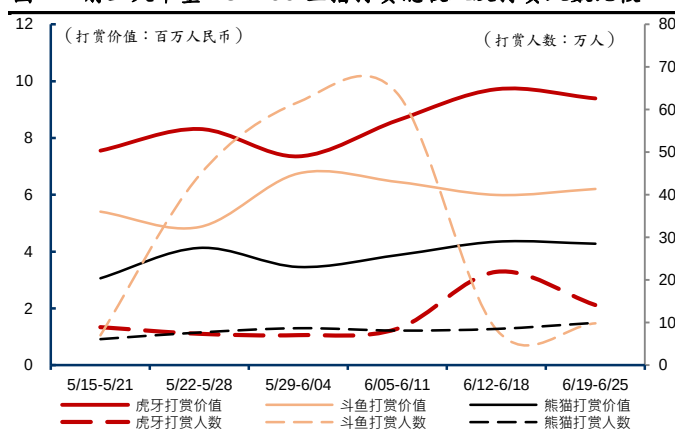
資料來源：狗仔直播、招銀國際研究

圖 20: 主要遊戲直播平臺 TOP100 主播日均收入 (分成前)



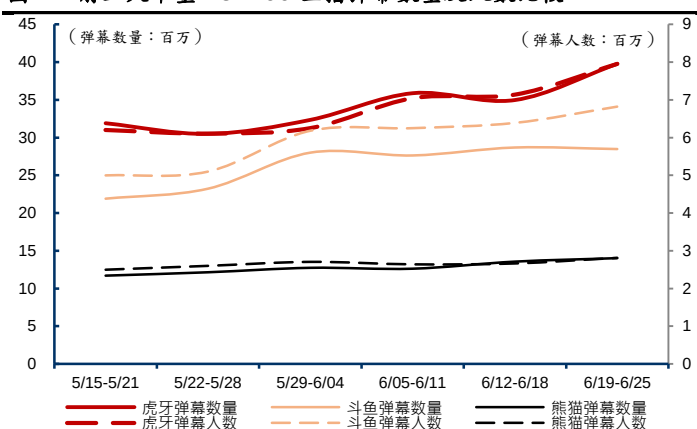
資料來源：小葫蘆平臺數據監測、招銀國際研究

圖 21: 前三大平臺 TOP100 主播打賞總收入及打賞人數比較



資料來源：小葫蘆平臺數據監測、招銀國際研究

圖 22: 前三大平臺 TOP100 主播彈幕數量及人數比較



資料來源：小葫蘆平臺數據監測、招銀國際研究

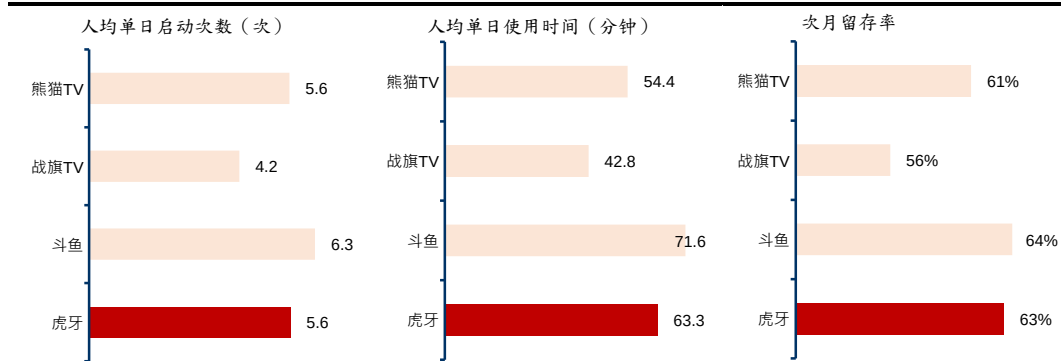
圖 23: 虎牙主播內容特色



資料來源：iResearch，招銀國際研究

2. 用戶端：玩家年輕化，保證長期增長空間。虎牙 24 歲以下用戶占比 50%，30 歲以下用戶占比高達 58%，年輕用戶比例遠高于其他三大平臺。而年輕群體恰恰是遊戲重要玩家，在粘性培養後，有望受益於年輕用戶後期消費能力的提升。此外，虎牙性別比例最為均衡。在四大平臺中，虎牙用戶男性用戶占比 53%，女性占比 47%，助於吸引更多男性用戶（例如，“顏值”類直播）。

圖 24: 主要遊戲直播平臺用戶粘性比較分析



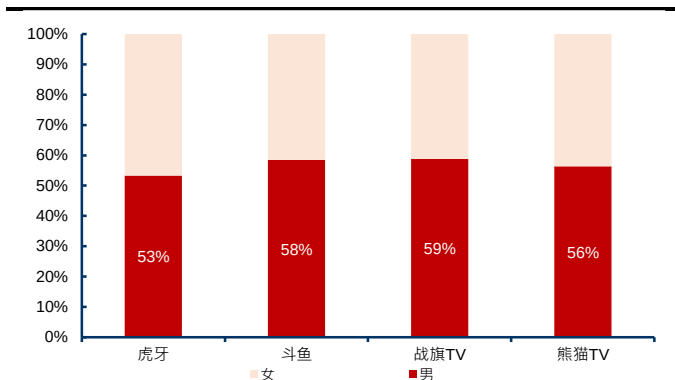
資料來源: Analysys, 招銀國際研究

圖 25: 2017 年遊戲直播移動端全流量 DAU 梯隊



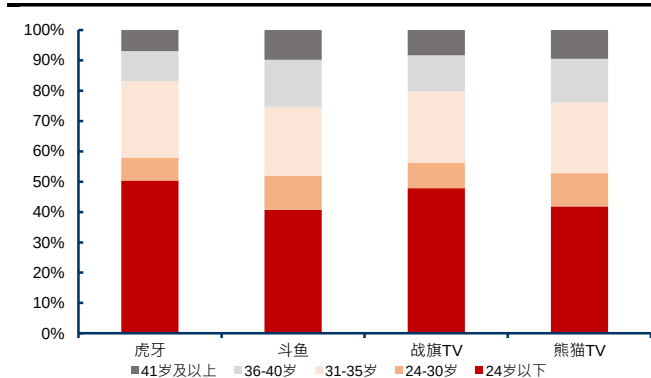
資料來源: iResearch、招銀國際研究

圖 26: 遊戲直播平臺用戶性別比例: 虎牙更均衡



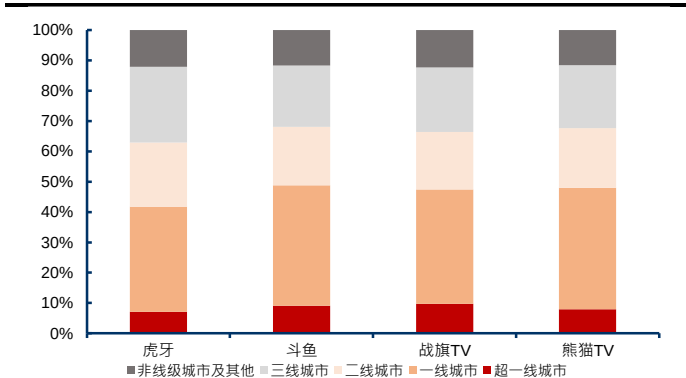
資料來源: Analysys、招銀國際研究

圖 27: 遊戲直播平臺用戶年齡分布: 虎牙更年輕化



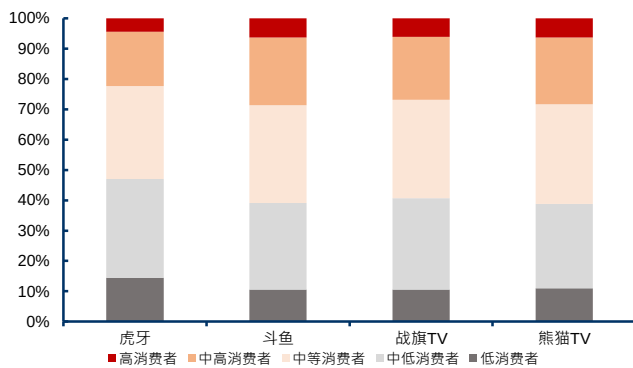
資料來源: Analysys、招銀國際研究

圖 28: 遊戲直播平臺用戶城市分布



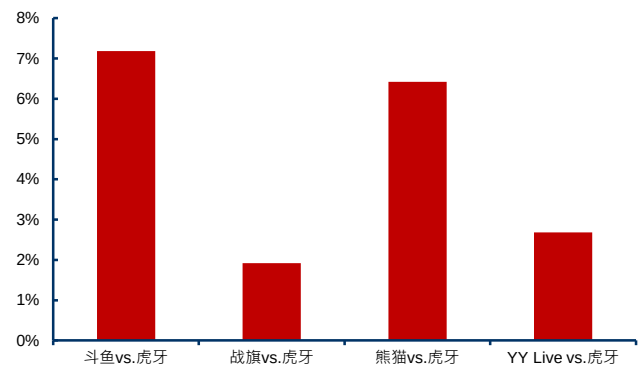
資料來源: Analysys、招銀國際研究

圖 29: 遊戲直播平臺用戶消費能力比較



資料來源: Analysys、招銀國際研究

圖 30: 2 遊戲直播平臺用戶重合度分析

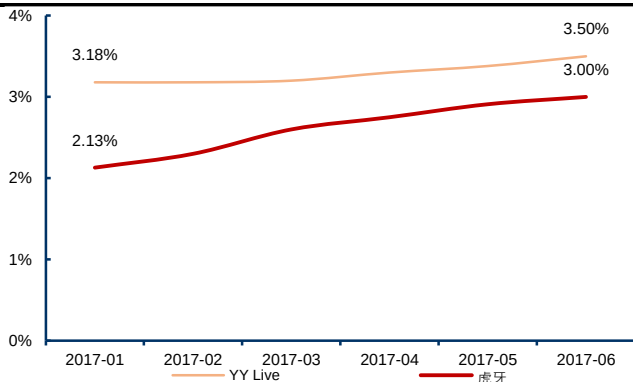


資料來源: Analysys、招銀國際研究

長期看點：營收倍數增長，4Q17 盈虧平衡可期。虎牙在 1Q17 及 2Q17 收入增長均超過 200%，結合管理層指引，我們相信虎牙 FY17 收入將呈倍數增長，且增速有望超過 FY16。其增長動力來自於：**1) 移動化**；**2) 付費用戶上升空間巨大。**粗略估算，虎牙付費率僅為 1%~2%，受行業特徵影響，遠低於秀場類直播 (~4%)。隨著電競賽事的火熱消費，我們認為平臺將逐漸吸收增量付費用戶。**3) ARPU 仍處於低位。**相比於秀場直播，遊戲直播受盈利模式限制（遊戲聯運及直播打賞），ARPU 值較低，在用戶基數擴大之後，我們認為公司如若發掘更多變現渠道（如：鬥魚的電商導入），將有助於將更多粉絲轉化為有消費力的用戶。

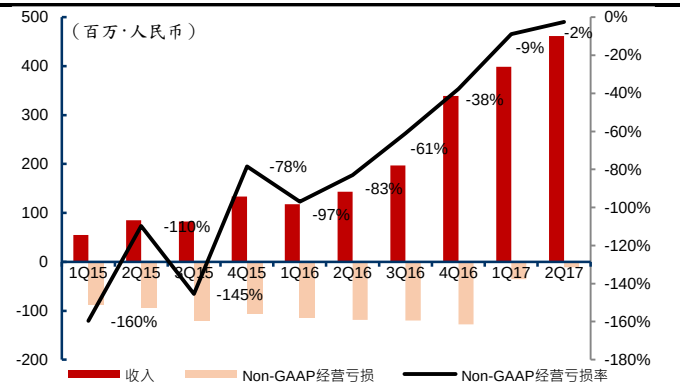
此外，受益於經營效率的提升、雲計算降價等，虎牙 Non-GAAP 經營虧損率有望逐漸縮窄（2Q17 Non-GAAP 經營虧損率已縮至-2%），我們預計 4Q17 將看到虎牙的經營利潤貢獻。

圖 31: 虎牙及 YY Live 直播滲透率



資料來源: 極光大數據檢測平臺、招銀國際研究

圖 32: 虎牙收入攀升、虧損收窄

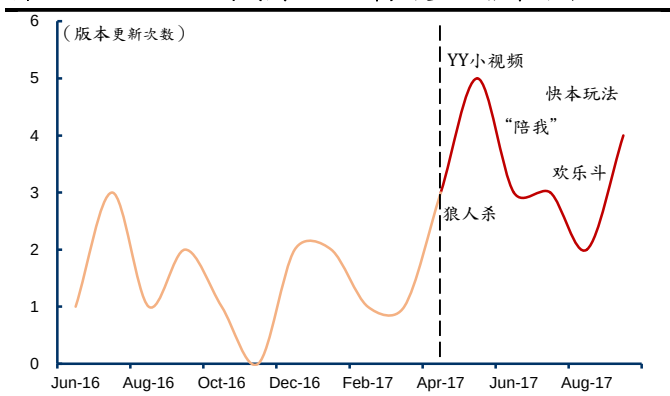


資料來源: 公司、招銀國際研究

YY Live 再次出發：深耕 PUGC，短視頻、歡樂鬥齊聚，流量互補

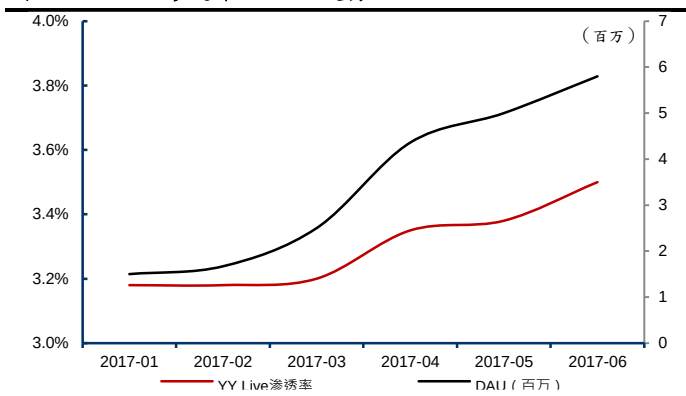
YY Live 再次出發、內容調性升級。YY Live 自創始人 5 月回歸之後，我們關注到品牌版本更新次數顯著提升（月更新次數 2~5 次，高于此前 0~3 次）。而更新版本中嵌入多項新鮮玩法，包括狼人殺、小視頻、歡樂鬥、陪我等。在產品革新、社交強化的推動下，YY Live 一改此前用戶疲態增長態勢，滲透率及 DAU 均重拾增長。我們認為，用戶粘性 & 多元變現有望持續受益於產品出新，及規模化、垂直化、精細化的內容布局。

圖 33: YY Live 自 5 月（創始人回歸）後玩法推陳出新



資料來源：公司、招銀國際研究

圖 34: YY Live 滲透率及 DAU 趨勢向好



資料來源：極光大數據檢測平臺、招銀國際研究

根據近期版本更新，我們認為其產品革新亮點如下：

亮點 1：布局短視頻

對內：YY Live 將短視頻前置至底部 TAB，且進行精細化運營（包括關注、廣場、話題、同城四欄），配合多種玩法、濾鏡。對外：近期推出<補刀短視頻>，對標快手，以 15 秒 UGC 視頻為形式，主打搞怪、情景喜劇、牛人自嗨元素。小視頻的結合，助於打開直播天花板，並沉澱精華內容，提升用戶延時互動及關注。

圖 35: YY 短視頻布局

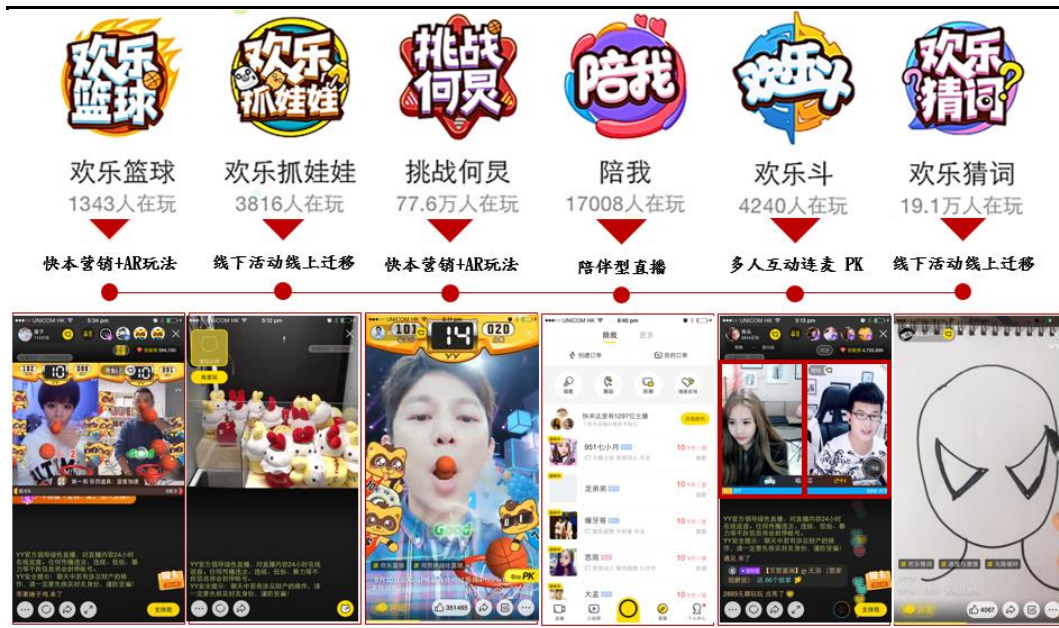


資料來源：應用截圖、招銀國際研究

亮點 2：新增“歡樂鬥”玩法，多人互動連麥 PK

“快本玩法”系列：包括歡樂籃球、歡樂抓娃娃、挑戰何炅、陪我、歡樂鬥、歡樂猜詞 6 種創意玩法。其中，歡樂籃球、挑戰何炅等充分聯動“快樂大本營”效應、并結合 AR 場景，在綫玩家高達 77 萬人。而歡樂抓娃娃、歡樂猜詞等，沿襲了綫下活動綫上遷移的趨勢。歡樂鬥玩法，允許 2 個主播（未來將延至 3-8 個）PK 互動，豐富直播內容、降低直播門檻的同時，提高主播及用戶參與度，下沉交互式關係。“陪我”欄目：通過一對一的“下單-接單”方式，打造私人陪伴型交互，包含唱歌、舞蹈、配聊、情感諮詢等。

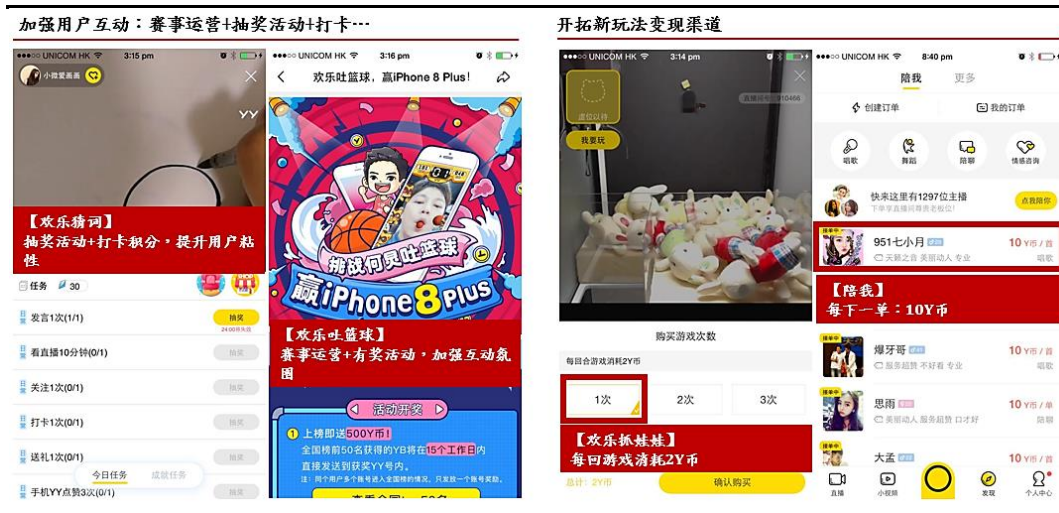
圖 36: YY Live“快本玩法”系列



資料來源：應用截圖、招銀國際研究

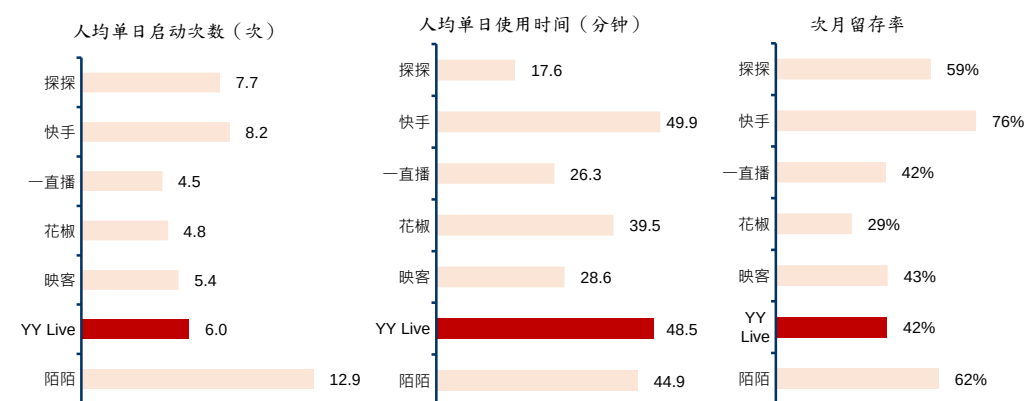
此外，我們關注到“歡樂系列”新增多項新標籤以刺激用戶參與感，包括引入打卡/關注/發言抽獎活動等。同時，新玩法開拓出多種變現渠道，如：歡樂抓娃娃每次遊戲消耗 2Y 幣（與綫下娃娃機合作）；“陪我”系列引入點單式“一對一”專屬服務，打破直播多人圍觀用戶參與度不高的痛點，同時補充主播展現形式（加入情感諮詢、陪聊等服務）。

圖 37: “歡樂系列”在加強用戶互動的同時開拓新玩法變現渠道



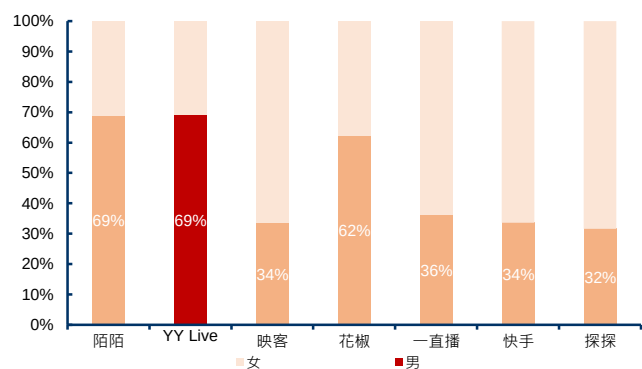
資料來源：應用截圖、招銀國際研究

圖 38: 主要泛娛樂直播平臺用戶粘性比較分析



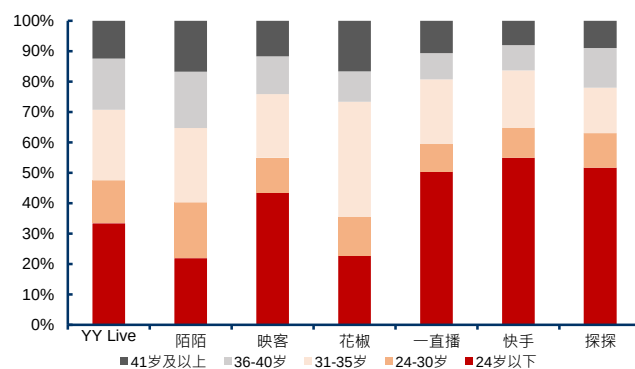
資料來源: Analysys, 招銀國際研究

圖 39: 平臺用戶性別比例



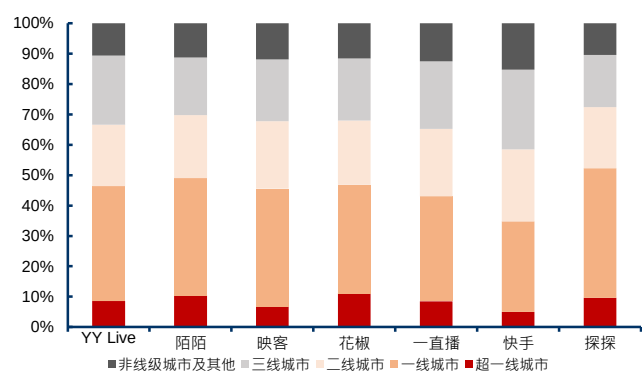
資料來源: Analysys, 招銀國際研究

圖 40: 用戶年齡分布比例



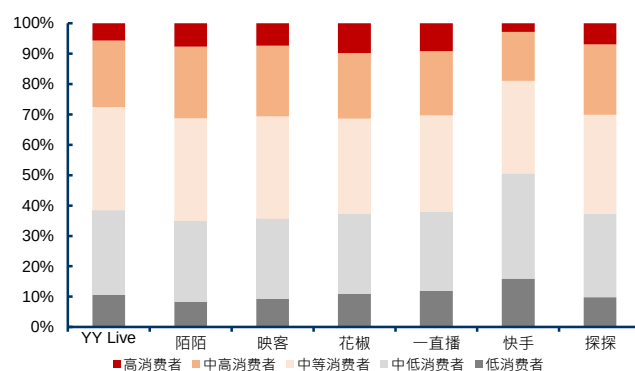
資料來源: Analysys, 招銀國際研究

圖 41: 用戶城市分布比例



資料來源: Analysys, 招銀國際研究

圖 42: 用戶消費力分布比例



資料來源: Analysys, 招銀國際研究

歡樂狼人殺：MAU 躍升 TOP1，開闢年輕流量

<歡樂狼人殺>後來居上，MAU 躍升狼人殺遊戲 TOP1。2017 年初，“狼人殺”IP 在大流量網生綜藝及遊戲直播的助推下迅速爆發，其玩法從線下蔓延至線上，成為新一輪資本追捧的風口。公司 3 月底推出<歡樂狼人殺>以後，發展勢頭迅猛，至 5 月平臺 MAU 超越先行者<狼人殺>，躍居狼人殺遊戲行業 TOP1。

我們認為，其玩法特色、高效營銷為其成功關鍵：1) 借助“快樂大本營”營銷：將《歡樂狼人殺》遊戲搬上綜藝舞臺後，用戶反響熱烈，新用戶下載量迅速攀升；2) 同時嵌入 YY Live，借助龐大月活基數交互導流；3) 語音技術先天優勢；4) <歡樂狼人殺>用戶呈現高度年輕化（~50%用戶年齡低於 24 歲，~90%用戶年齡低於 30 歲），利於捕捉“90/00”後娛樂社交新風口；5) 男性用戶占比高，且~50%用戶來自一二線城市，變現潛力較大。

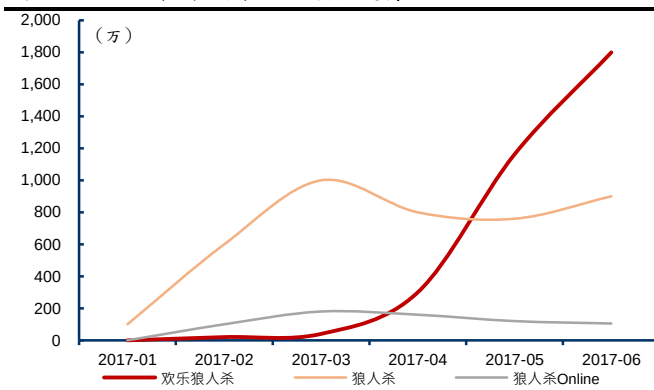
目前<歡樂狼人殺>重心仍為獲客，我們認為短期變現探索仍較為緩慢，待用戶及粘性穩定後，有望引入更多變現渠道、拓寬付費廣度。

圖 43:“歡樂狼人殺”遊戲示意圖



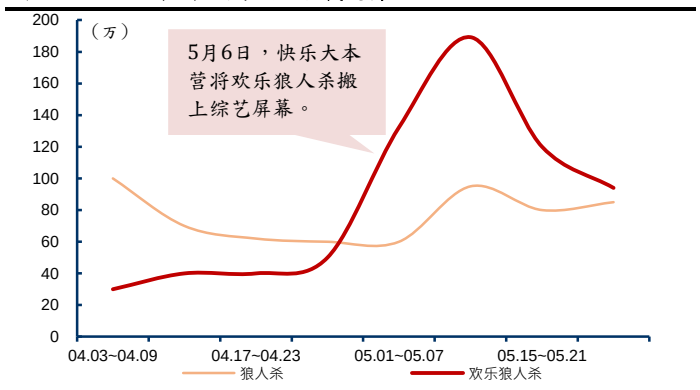
資料來源：應用截圖、招銀國際研究

圖 44: 狼人殺系列遊戲 MAU 發展趨勢



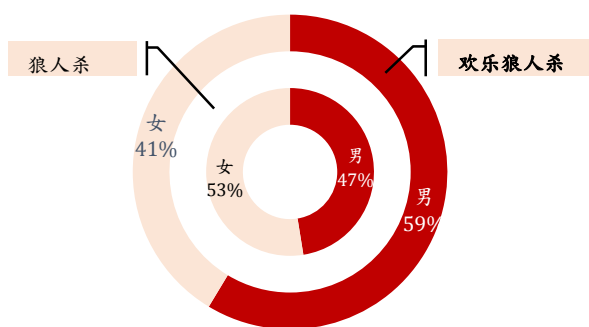
資料來源：QuestMobile、招銀國際研究

圖 45: 狼人殺系列遊戲用戶下載趨勢



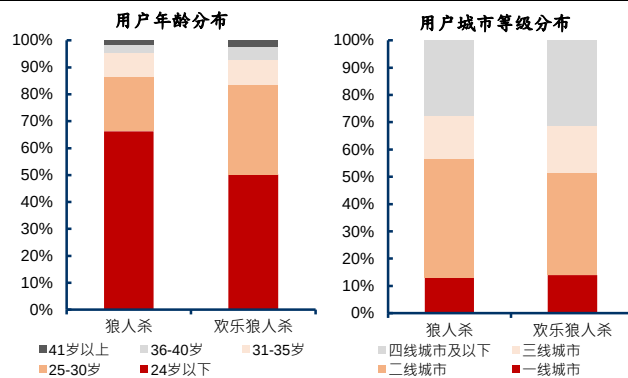
資料來源：QuestMobile、招銀國際研究

圖 46: 狼人殺用戶性別分布



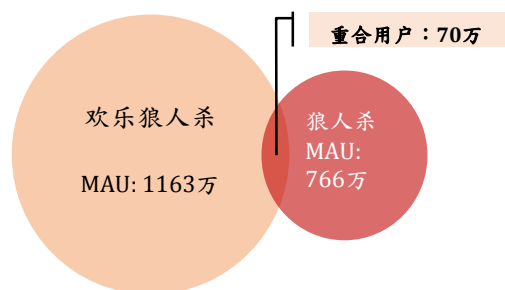
資料來源：QuestMobile、招銀國際研究

圖 47: 狼人殺系列遊戲用戶年齡及城市分布



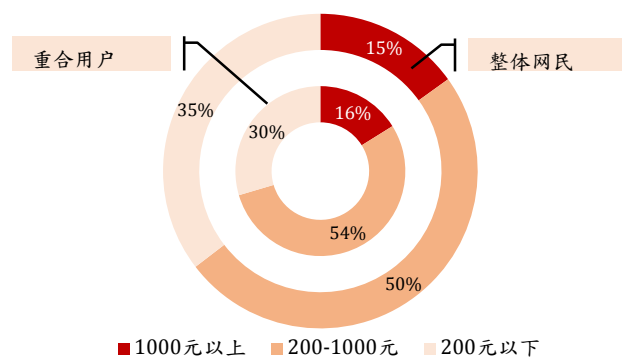
資料來源：QuestMobile、招銀國際研究

圖 48: 狼人殺系列遊戲重合用戶



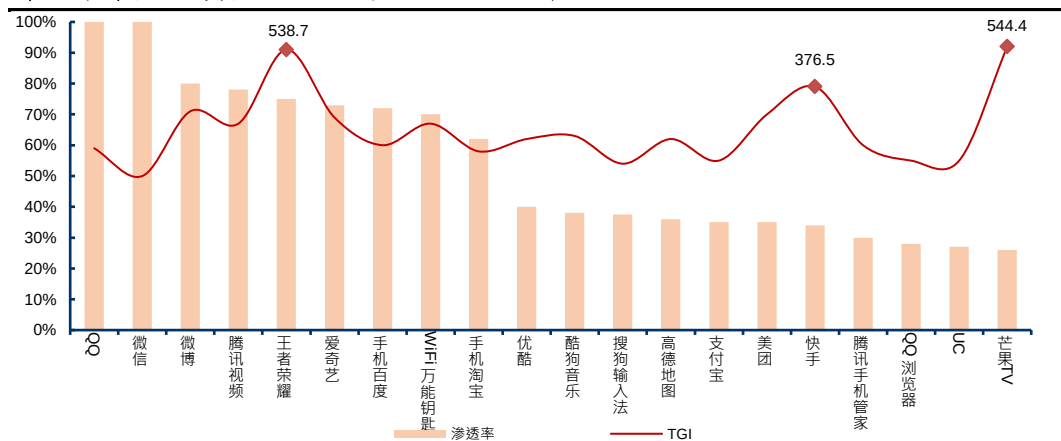
資料來源：QuestMobile（5月數據）、招銀國際研究

圖 49: 狼人殺系列遊戲用戶消費能力



資料來源：QuestMobile、招銀國際研究

圖 50: 歡樂狼人殺與狼人殺重合用戶 TOP20 APP 偏好

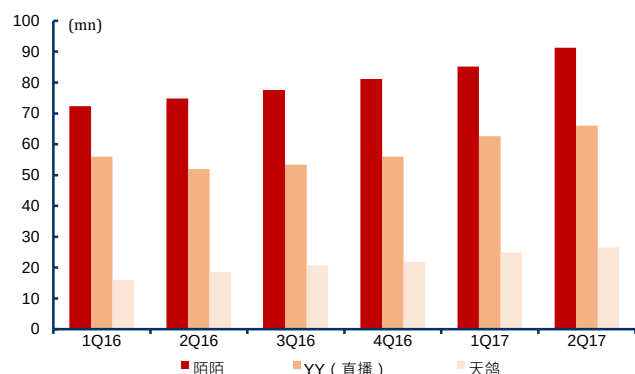


資料來源：QuestMobile、招銀國際研究

競爭優勢：月活、付費轉化率均存在上升空間

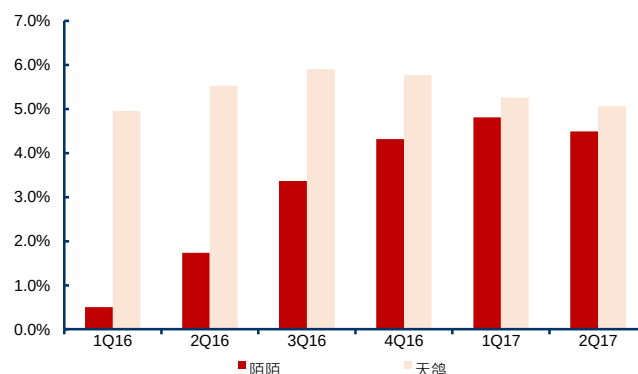
月活、付費轉化率均存在上升空間。相較于陌陌，YY 月活尚未達到天花板，我們認為後期月活增長動力將來自于：1) 狼人殺等新產品對年輕流量的開闢與導流；2) 虎牙直播月活數據走勢向好；3) YY Live 在版本更新、玩法革新後有望重拾月活增長。此外，對比陌陌和天鵝，YY Live 及虎牙付費轉化率均存在上升空間，而虎牙的 ARPU 值目前仍處於低位。

圖 51: 月活比較



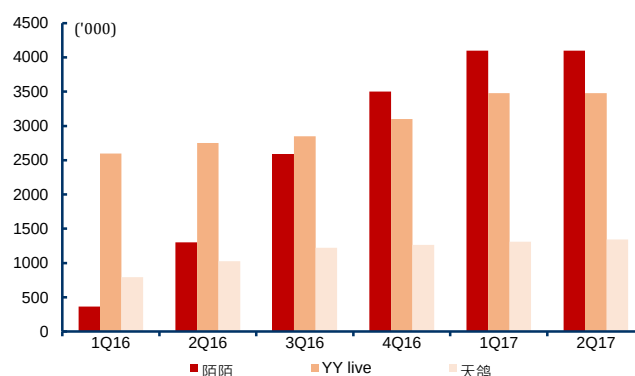
資料來源：公司、招銀國際研究

圖 52: 直播付費轉化率比較



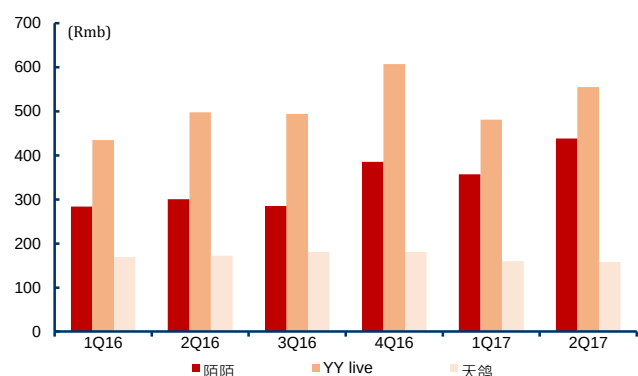
資料來源：公司、招銀國際研究

圖 53: 付費用戶數比較



資料來源：公司、招銀國際研究

圖 54: ARPU 比較



資料來源：公司、招銀國際研究

獲客成本低，虎牙經營利潤率存在較大上升空間。受益于 PC 端自然導流的用戶，YY 淨增用戶獲客成本較低，銷售費用率僅為 8%，體現公司良好的自然引流和獲客效率。相較同業，毛利率有較大改善空間。此外，虎牙直播依舊處於發展早期，隨著付費率及 ARPU 的提升，經營利潤率有望持續改善。

圖 55: 2Q17 財務指標比較

	陌陌	YY Live	虎牙直播	天鵝
收入	US\$312mn	US\$317mn	US\$68mn	US\$33mn
毛利率	52%	46%	13%	87%
經營利潤率	28%	30%	-2%	27%
銷售費用率	23%	8%		35%
單淨增用戶獲客成本	US\$11.7	US\$8.6		US\$6.8

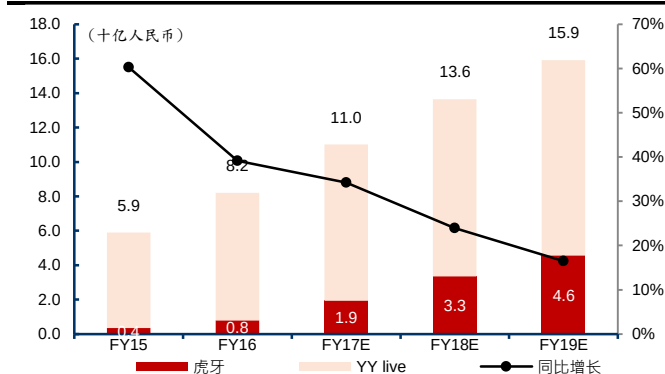
資料來源：各公司數據、招銀國際研究

財務分析

收入預測

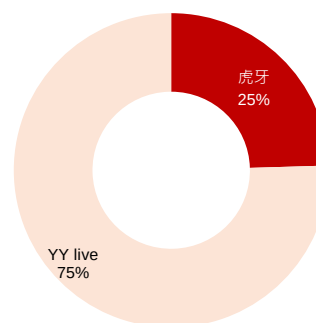
收入增速及占比預測：在公司海量月活和高用戶粘性的基礎上，我們預測公司 FY17/18/19 的收入分別增長至 110.1/136.5/159.1 億人民幣，對應 FY16-19E 年均複合增速為 25%。其主要受益於：1) 新玩法+新應用（狼人殺）帶動下用戶的持續增長；2) 虎牙直播的強勁增長動力，預計虎牙收入 FY16-19E 年均複合增速為 79%，至 FY18 收入占比 25%；3) 新功能未來變現空間的逐漸釋放。

圖 56: 公司收入預測



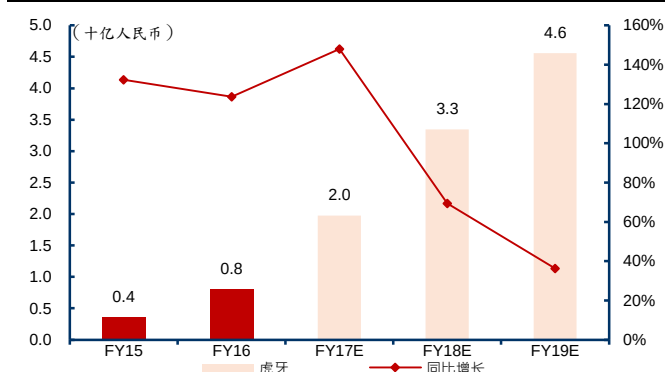
資料來源：公司、招銀國際預測

圖 57: FY18 公司收入結構預測



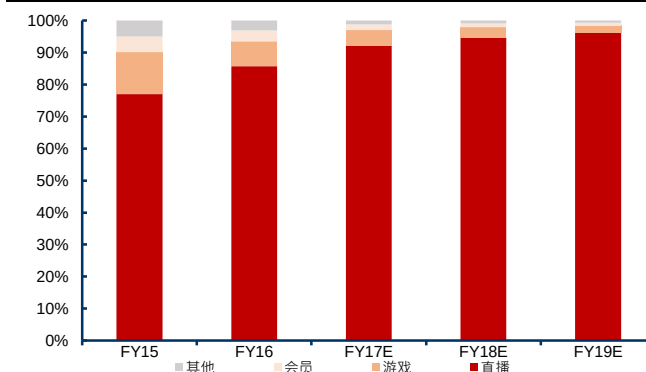
資料來源：公司、招銀國際預測

圖 58: 虎牙收入增長預測



資料來源：公司、招銀國際預測

圖 59: 直播短期依舊為主要收入來源

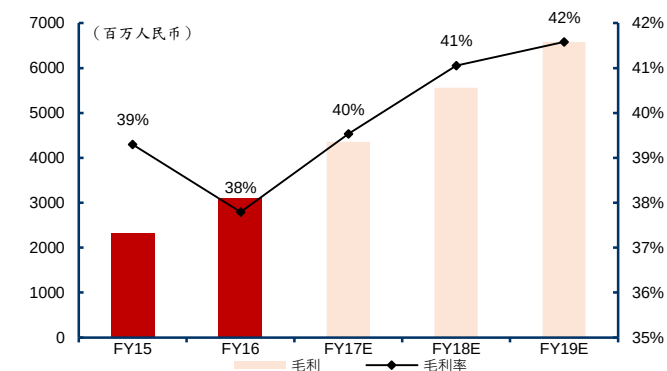


資料來源：公司、招銀國際預測

盈利預測

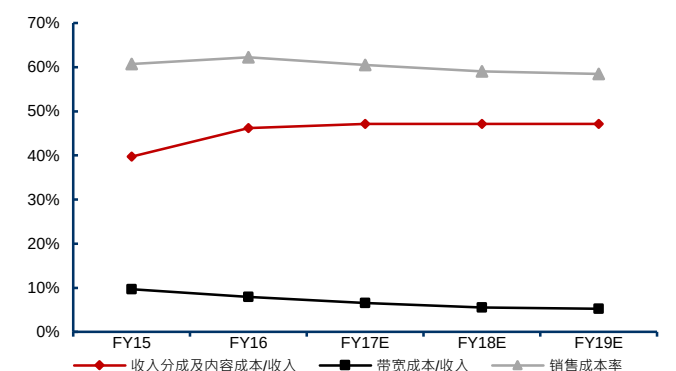
毛利率有望上升。考慮小視頻的推進、直播收入占比的提升及對主播活動激勵推廣，公司主播收入分成費用及內容成本占比短期將面臨上升壓力。但隨著規模效應的釋放、雲計算降價及 5G 的普及，帶寬成本、薪酬福利占收入比重將有所下降，有效抵消主播分成及內容成本占比的輕微上揚。我們預計公司毛利率 FY17/18/19 分別增至 39.5%/41.0%/41.5%。

圖 60: 毛利潤預測



資料來源：公司、招銀國際預測

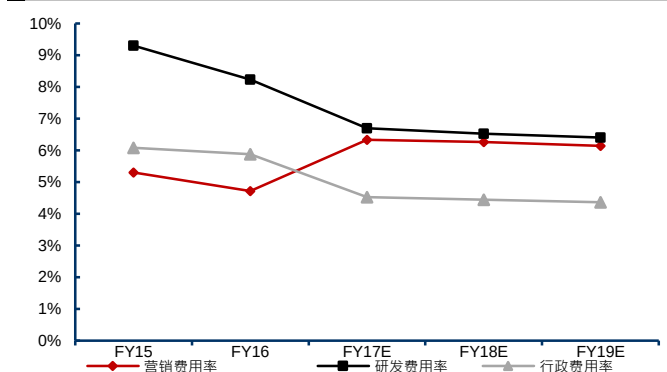
圖 61: 銷售成本率細分



資料來源：公司、招銀國際預測

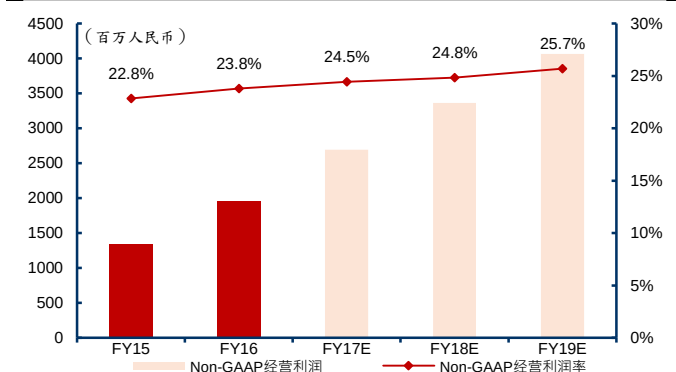
淨利潤預測：經營效率優化，費用率存在較大改善空間。FY17 市場推廣加碼下，銷售費用率將略上升，但隨著品牌效應的凸顯、行業洗牌，公司擴客成本自 FY18 後將緩降。而研發及行政費用率在經營效率優化下有望持續改善。由此推算，FY17/18/19 公司經營利潤率將分別達 24.5%/24.8%/25.7%，調整後淨利潤率從 FY16 的 20% 提升至 FY19 的 22%。預計 FY17/18/19 調整後淨利潤將分別達到 23.6/29.5/35.4 億人民幣，對應 CAGR 為 28%。

圖 62: 費用率預測



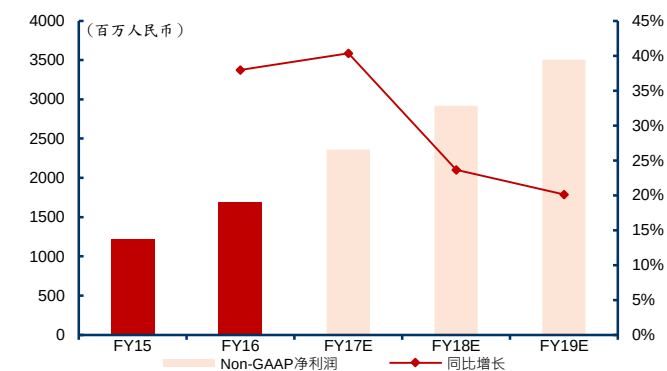
資料來源：公司、招銀國際預測

圖 63: 經營利潤預測



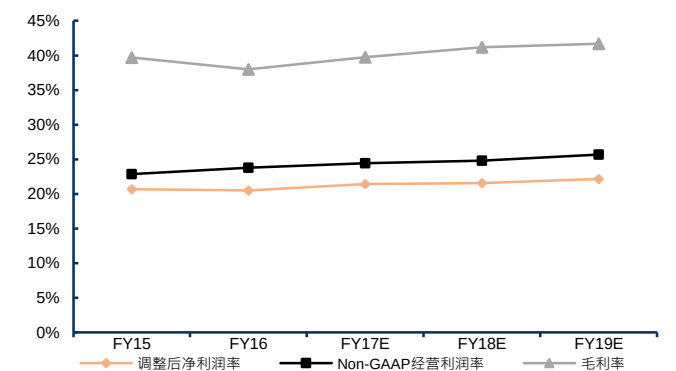
資料來源：公司、招銀國際預測

圖 64: 調整後淨利潤規模預測



資料來源：公司、招銀國際預測

圖 65: 經營利潤率及調整後淨利潤率預測



資料來源：公司、招銀國際預測

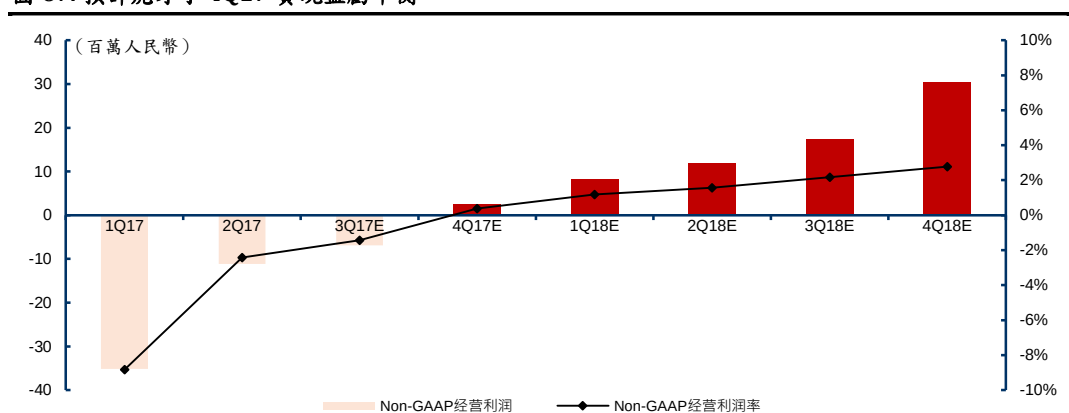
細分業務：虎牙有望于 4Q17 扭虧為盈，有效改善整體利潤率。我們預計虎牙將於 4Q17 實現盈虧平衡，Non-GAAP 經營利潤率在規模效應下呈逐年上升趨勢。利潤規模有待後期釋放。

圖 66: 細分業務財務指標

(百萬人民幣)	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
YY Live					
收入	5,541	7,407	9,034	10,302	11,344
Non-GAAP 經營利潤	1,753	2,433	2,743	3,321	3,779
Non-GAAP 經營利潤率	32%	33%	30%	32%	33%
虎牙					
收入	356	797	1,976	3,347	4,561
Non-GAAP 經營利潤	(406)	(480)	(51)	68	306
Non-GAAP 經營利潤率	-114%	-60%	-3%	2%	7%

資料來源：公司、招銀國際預測

圖 67: 預計虎牙于 4Q17 實現盈虧平衡



資料來源：公司、招銀國際預測

利潤表

年結: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: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結: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: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利潤	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	-	-	-	-	-
资产负债表中的现金	929	1,580	3,643	6,444	9,802

来源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結: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: 公司及招銀國際研究部預測

估值預測

考慮公司已宣布虎牙明年將于香港上市，為更好的反映虎牙價值，我們採用 SOTP 方法作為首選估值方法，輔之 DCF 作為交叉檢驗。

(1) SOTP 估值

結合收入結構，我們將公司估值分為兩部分：1) YY Live (1x PEG FY18)。基於公司 FY18 財務預測，給予 YY Live 1x PEG FY18，相當於 9.7x FY18 PE。2) 虎牙：考慮目前遊戲直播公司均未上市，我們參考遊戲直播 TOP 平臺鬥魚最新融資估值(約 12 億美元)，得出虎牙每股估值為 17.4 美元，對應 2.1x FY18 PS。整體 SOTP 估值對應目標價為 108.7 美元，相當於 14.9x FY18 PE，估值吸引，首次評級買入。

圖 68: 公司 SOTP 估值

SOTP						估值	
(百萬元人民幣)	FY18收入	調整后淨利潤率	淨利潤	PEG	持股	估值	
YY Live	10,302	27%	2,782	1x PEG	100%	27,093	
虎牙		參考斗魚估值			85%	7,016	
总计	10,302		2,782		-	-	34,109
(+) 淨現金							9,635
股本價值							43,745
目標價(美元)							108.7

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 69: 同業比較

	股票代碼	貨幣	股價	市值	調整后淨利潤率	PE		
				(億美元)	FY18E	FY16	FY17	FY18
廣告								
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
獵豹移動	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
天鵝互動	1980 HK	HKD	5.6	9	35%	15.9	13.2	10.5
平均					31%	18.2	14.0	10.9
會員服務								
Match	MTCH US	USD	25.6	67	21%	31.3	25.3	21.0
平均					21%	31.3	25.3	21.0
遊戲								
騰訊	700 HK	HKD	349.8	4,254	26%	44.6	34.9	27.8
網易	NTES US	USD	276.7	363	24%	17.5	15.0	12.8
金山軟件	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
暢遊	CYOU US	USD	39.8	21	33%	10.1	10.3	11.3
平均					27%	20.2	16.2	14.0

資料來源：彭博

(2) DCF 估值

基于 13.6% 的 WACC 及 2% 的長期增長率假設，求得公司 DCF 估值結果為 111 美元，相當于 15.2x FY18 PE。

圖 70：DCF 估值測算及敏感度分析

DCF 估值模型 (Rmb mn)										
現金流量預測	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

資料來源：彭博，招銀國際預測

		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

圖 71：同業估值比較

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

資料來源：彭博

風險因素

直播平臺內容監管風險。雖然文化局等相關部門對直播平臺內容的規範及整改有助於直播行業的健康發展，但不排除短期影響平臺主播數量及質量，以及用戶對於直播用戶對內容期待度的降低及參與。

直播行業整體月活下滑過快，新玩法迭代過快。受新玩法的衝擊、及用戶偏好的轉移，直播整體月活及付費率下滑速度或超預期。雖然我們認為直播行業進入冷靜期後大平臺能凸顯質量優勢，但考慮用戶單日碎片化時間有限，在其他遊戲、視頻、社交應用滲透率及用戶時長擠壓局面下，或存在粘性淡化風險。

新功能、新產品等後期推廣不及預期。雖然公司擁有強大的市場推廣實力和風口捕捉能力，但產品更新版本的加速同時也意味著試錯頻次的加大。此外，考慮狼人殺短期變現不具規模，新增玩法及功能 ARPU 較低，後期推廣及貨幣化或較為緩慢。

直播營收集中度較高，新品補充效應待釋放。公司 2Q17 直播收入占比高達 91%，而 YY Live 收入貢獻為 82%。雖然虎牙直播已成為新的增長引擎，但如若其他新業務收入補充效應有限，而直播逐漸進入成熟期，則公司 2018/2019 財年營收將缺乏顯著增長引擎。

受行業競爭影響，營銷費用占比或高于預期。考慮競品（直播、短視頻應用）競爭因素，公司或面臨持續的用戶獲取壓力，營銷費用短期仍維持高位。

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）發表于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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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)2000 年英國不時修訂之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

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲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士。