

陌陌(MOMO.US)

線上俱樂部：起于交友，不止于交友

- ❖ 從 LBS 陌生人社交到泛娛樂社區。陌陌是一款 LBS 開放式移動視頻社交應用，坐擁 9,130 萬月活，2Q17 直播收入占比為 83%。8.0 版本上線後，公司以“用視頻，認識我”為標語，集“直播+短視頻+視頻社交+狼人殺+點點”等多種娛樂玩法，淡化約會標籤，打造泛娛樂化社區平臺。
- ❖ 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，而多數平臺用戶低粘性、低留存的痛點恰恰源于社交關係鏈的缺失。在獲客成本高企、人口紅利褪去、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。而陌陌將受益於：1) 監管肅嚴下，“兩牌+健康內容”優勢凸顯；2) 強社交屬性構築高壁壘。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；3) 娛樂線上化。
- ❖ 月活加速增長，品牌重塑、內容升級。公司 2Q17 月活再次實現加速增長，雖然直播付費用戶數趨于平緩（分流至狼人殺、快聊等新功能），但我們認為分流用戶多為中小直播間，對整體直播收入影響有限，而新功能將有效留存客戶并刺激平臺互動。此外，有別于傳統直播的同質化，我們認為陌陌持續受益於：1) 品牌重塑：新版本弱工具、直播屬性，打開用戶天花板；2) 營銷加碼持續；3) 產品革新：“視頻社交+短視頻+直播+狼人殺”交叉滲透下，有助于提升用戶粘性和互動率；4) 內容升級：“賽事+造星+綜娛”，產業鏈遞延打造內容護城河。
- ❖ 貨幣化：看好 ARPU 長期上升空間，變現渠道多點開花。我們預計 FY16-19E 收入 CAGR 為 57%，受益於：1) 月活穩健增長：預計 FY19 MAU 將增至 1.1 億；3) 付費用戶數待釋放：憑藉流量互導、新鮮玩法的引入，預計增值服務付費轉化率逐漸上升；而廣告在經歷 3Q17 底部後將重回上升通道；4) ARPU 上升空間較大：預計單月活收入貢獻增至 FY19 的 19 美元。
- ❖ 淨利潤率短期或受市場投放影響，但後期有望回升。2H17 市場推廣將持續，預計 FY17 淨利潤率短期承壓（市場推廣及短視頻帶寬成本增加）。但我們認為後期淨利潤率有望改善，源于：1) 算法優化有助營銷效率提升；2) FY18/19 激進獲客需求漸輕、行業整合後 TAC 下降；2) 經營效率優化，費用率存在較大改善空間。預計 FY16-19E 調整後淨利潤 CAGR 為 51%。
- ❖ 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、年終盛典後月活增長及貨幣化走強。基于 DCF 估值，給予目標價 50.9 美元，對應 23x FY18 PE，0.75x FY18 PEG，低于同業。輔之 STOP 估值，分別給予直播/手游/廣告/增值服務 20x/15x/30x/20x FY18 PE，對應目標價 49 美元。首次評級買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬美元)	134	553	1,279	1,727	2,151
調整後淨利潤(百萬美元)	31	177	345	468	608
調整後 EPADS(美元)	0.15	0.87	1.66	2.20	2.84
EPADS 變動(%)	NA	462%	90%	33%	29%
市盈率(x)	205.4	36.6	19.2	14.5	11.2
市帳率(x)	13.7	10.4	7.0	5.0	3.7
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	3%	24%	37%	36%	34%
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\$50.9
潛在升幅	+57%
當前股價	US\$32.4

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬美元)	6,441
3 月平均流通量(百萬美元)	232.4
52 周內股價高/低(美元)	47/17
總股本(百萬)	194.5

資料來源：彭博

股東結構

Alibaba	3.2%
Light street Capital	3.1%
Prime Capital	3.0%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.6%	-2.8%
3-月	-11.9%	-17.2%
6-月	-4.2%	-15.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.immomo.com

目錄

公司概覽：开放式泛娱乐社区	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：月活加速增长，品牌重塑、内容升级	9
竞争优势：付费转化率及 ARPU 均存在上升空间	20
财务分析.....	錯誤！尚未定義書籤。
估值预测.....	錯誤！尚未定義書籤。
风险因素.....	錯誤！尚未定義書籤。

公司概覽：開放式泛娛樂社區

從 LBS 陌生人社交到泛娛樂社區。公司成立於 2011 年，旗下應用陌陌是一款 LBS 開放式移動視頻社交應用，通過 SNS、視頻及直播進而建立真實、有效、健康的社交關係。8.0 版本上線後，公司以“用視頻，認識我”為標語，集“直播+短視頻+視頻社交+狼人殺+點點”等多種娛樂玩法，淡化固有“約會/直播”標籤，打造泛娛樂化社區平臺。

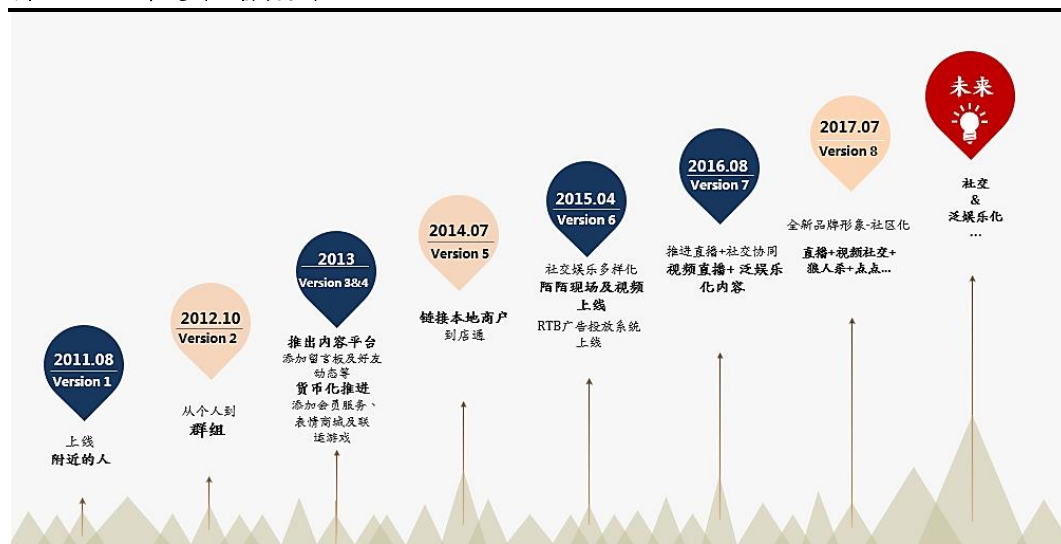
用戶：月活加速增長，用戶年輕化、高粘性、高消費潛力。作為 TOP3 國內 SNS 移動應用（僅次於微信、QQ），公司季度淨增月活實現加速增長：2Q17 MAU 達 9,130 萬（較 1Q17 淨增 610 萬），此前季度淨增 MAU 約 200~300 萬。用戶群體年輕化、且消費能力較高，目前直播付費用戶已達 410 萬。

產品：短視頻+直播整合協同，社區升級觸達關係沉澱。陌陌 8.0 改版中添加了短視頻、快聊等功能，2017 年 8 月短視頻滲透率已達 58%，且使用度持續快速攀升。而視頻點擊帶來的個人資料頁的查看、關注，有望激活沉睡用戶進而提高互動率。

變現：直播增長持續，其他業務多點開花。目前公司主要收入來源為直播、會員增值、移動營銷、手游業務，2Q17 收入占比分別為 83%/8%/3%/6%。其中，公司 2Q17 收入同比增長 215%至 3.1 億（美元·下同），Non-GAAP 淨利潤同比增長 125%至 5,215 萬，較市場一致預期分別高 9%/14%。公司 3Q17 收入指引為 3.37 億~3.42 億（同比增長 115%-118%），中值較市場一致預期高 11%。

新元素：狼人殺豐富社交生態、快聊掀視頻社交浪潮。近期版本中嵌入狼人殺功能，對標狼人殺 App 上線不足 1 月迅速登入 iOS 暢銷榜 TOP3，我們認為狼人殺的引入雖為後來居上，但有助於將用戶鎖定於社區內並提高互動率，待多元化變現模式打通後補充收入增量。此外，快聊的上線，充分迎合“90/95 後”視頻社交需求，再次體現了陌陌捕捉風口的敏銳力。

圖 1: 陌陌版本更新及發展歷程



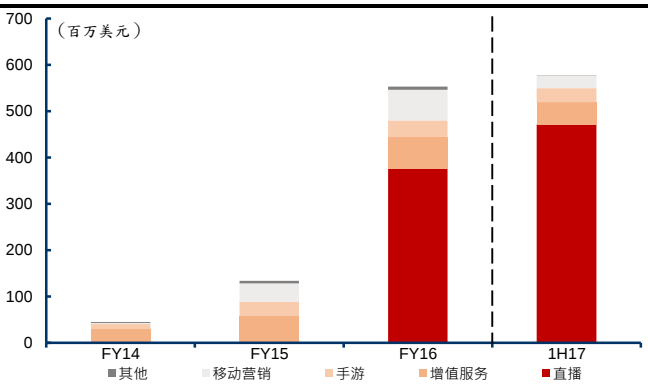
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 公司定位



資料來源：招銀國際研究

圖 3: 公司收入結構



資料來源: 公司，招銀國際研究

行業需求探析：嘗鮮體驗已過，“陪伴型”訴求是高頻和付費動機

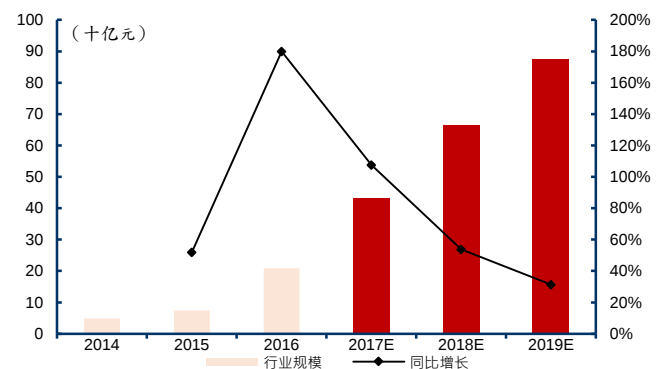
“移動浪潮+媒介革新+圍觀訴求”孵化龐大直播市場。隨著中國移動互聯網用戶滲透率的提升，社交分享媒介逐漸從文字信息，變遷到影像視頻。而在富媒體中，碎片化時間、宅文化、圍觀訴求等龐大需求進一步催生了直播的蓬勃發展。1) 技術驅動：雲計算、VR、多屏互動、高速寬帶網絡等技術升級構建直播基礎架構；2) 用戶習慣：娛樂休閒時間碎片化、用戶習慣移動化；3) 大眾需求：單身潮下“求脫單”與“宅文化”的背離，催生出直播“獵奇”“圍觀”“陪伴型”秀場與社交的興起；4) 商業驅動：富媒體興起、粉絲沉澱、資本加持；商業化、組織化運作對直播爆發的積極作用凸顯。

圖 4: UGC 內容變遷途徑：從文字信息到影像視頻



資料來源：TalkingData，招銀國際研究

圖 5: 中國直播市場規模

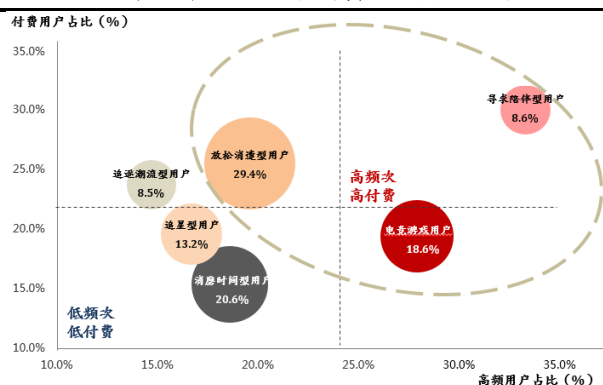


資料來源：iResearch，招銀國際研究

內生需求探析：嘗鮮體驗觸因下降，“陪伴型”訴求是高頻和付費動機。

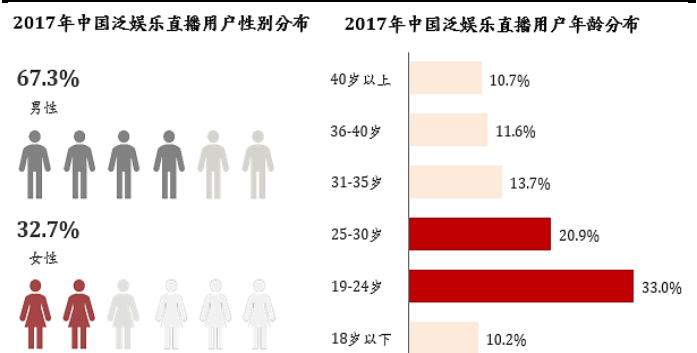
獵奇、嘗鮮心態為觸發用戶接觸直播的誘導因素。隨著平臺競爭的加劇、內容的推陳出新，滿足主要男性用戶群體“陪伴型”訴求的直播平臺逐漸凸顯高頻及付費優勢（根據艾瑞諮詢統計，泛娛樂直播用戶中，男性占比 67%。）。放鬆消遣型及消磨時間型為主要用戶訴求，而尋求陪伴型、電競型用戶為直播重度使用者，付費意願最強、私下打賞意願最高。

圖 6: 中國泛娛樂直播各用戶類型付費占比與使用頻次占比



資料來源：iResearch，招銀國際研究

圖 7: 直播用戶性別分布與年齡分布



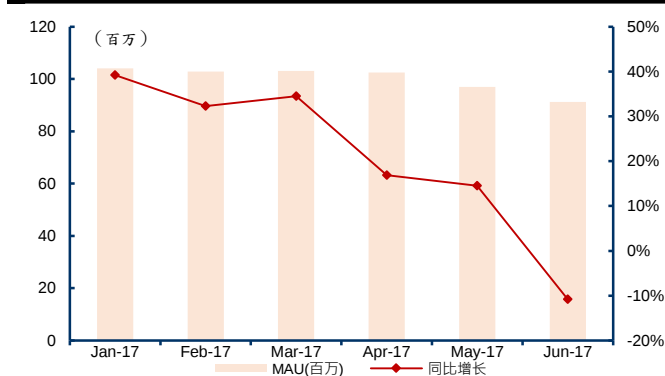
資料來源：iResearch，招銀國際研究

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

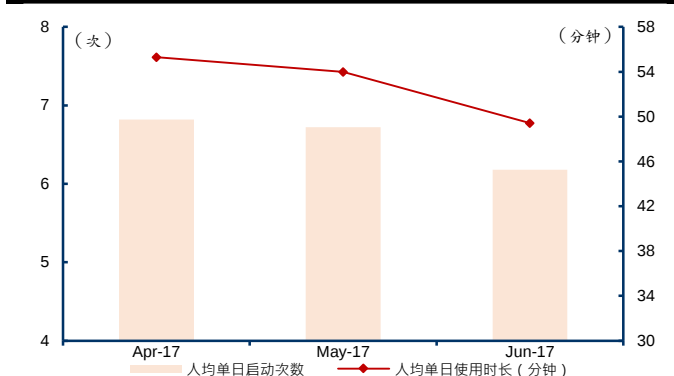
用戶規模、頻次時長增速乏力，平臺獲客趨于理性。移動直播月活從快速增長進入平穩發展期。2016 年，在明星進駐、網紅吸睛、奇聞軼事等直播造勢下，用戶基于嘗鮮的直播體驗帶來用戶規模、粘性的持續增長；至 2017 年，用戶對直播的嘗新體驗淡化，加之監管趨嚴、競爭加劇，直播用戶的人均單次啟動次數和人均單日使用時長均趨于平緩。

圖 8: 直播行業月活進入存量時代



資料來源：Questmobile，招銀國際研究

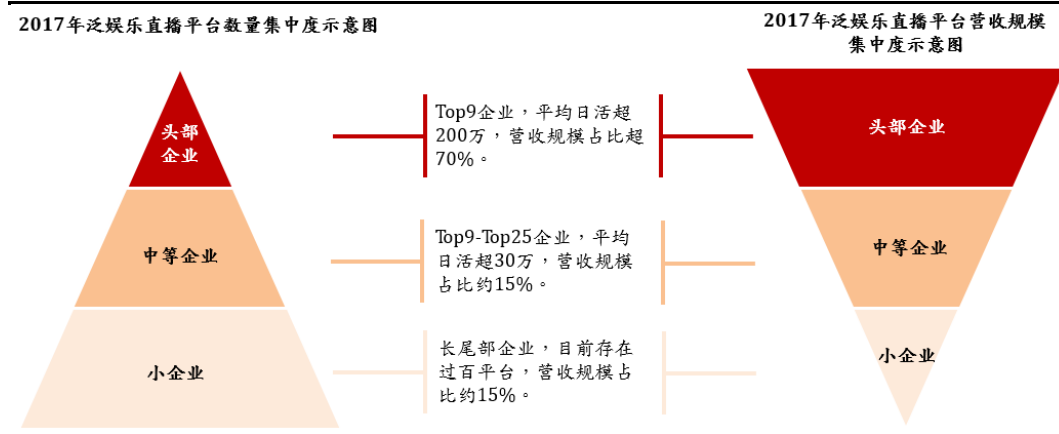
圖 9: 2Q17 直播用戶粘性趨緩



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 10: 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。監管趨嚴下，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 11: 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”			
2017年监管升级					
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》和《信息網絡傳播視聽節目許可證》；目前陌陌、YY(YY US)均持有兩牌，而花椒、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”；注冊資本應在 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；而非持牌平臺，發布內容僅限于自製原創內容 UGC，PGC 內容不允許發布。

圖 12: 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 (MOMO US)	✓	✓
哈你	✓	✓
YY Live (YY US)	✓	✓
虎牙 (YY US)	✓	✓
映客	✓	✓
一直播	✓	
花椒	✓	
来疯	✓	✓
9158 (1980 HK)	✓	

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（陌陌約 400 人，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），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：短視頻為直播內容提供了後續沉澱/儲備空間，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。

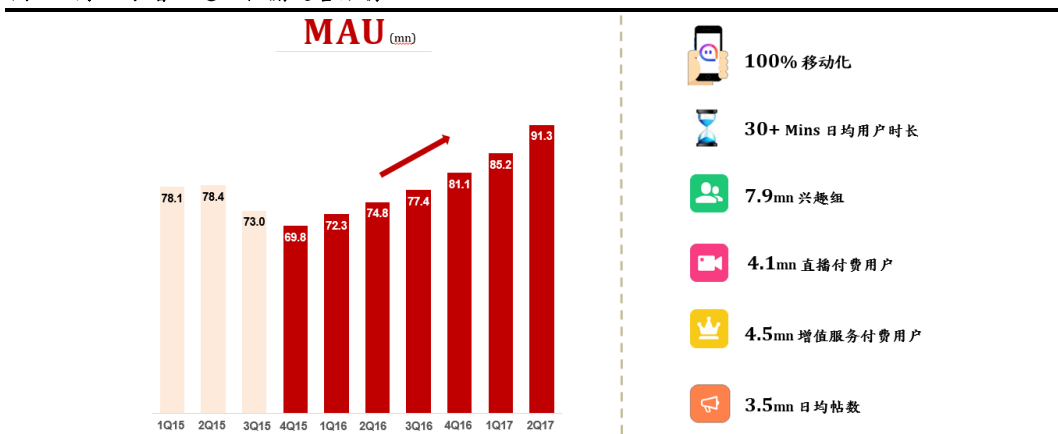
公司分析：月活加速增長，品牌重塑、內容升級

用戶端：高粘性、高消費潛力，戰略重心強調用戶增長

月活淨增加速，渠道拉新有望刺激更多增量用戶。公司月活于 4Q15 觸及底部 6,980 萬後，憑藉 1Q16 引入直播，逐漸步入上升通道，并于 1Q17 實現月活淨增加速。在近期直播行業洗牌、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。在多數中小平臺潮水退去、馬太效應逐漸顯現的趨勢下，小平臺逐漸被叫停/掉隊，助於用戶和收入向頭部平臺集中。此外，公司于 2Q17 加大市場推廣投入，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趨於成熟後的理性競爭。且未來有望受益於：

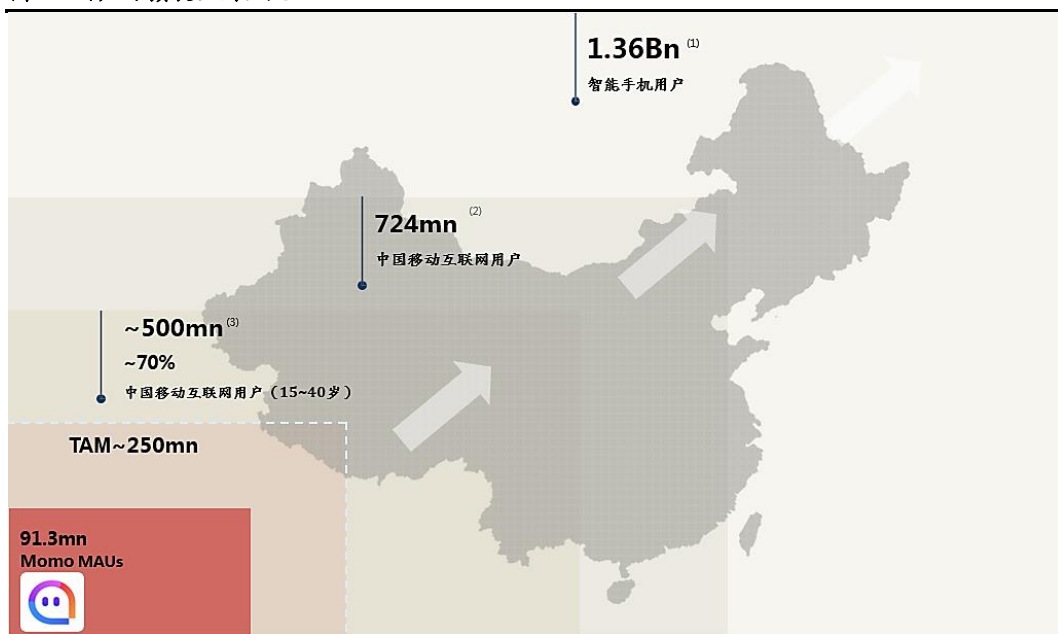
- 1) 單身潮下的長期持續社交需求；
- 2) 短視頻體驗功能革新後的新布局與關係沉澱；
- 3) 視頻社交新風口、創意玩法吸引用戶增量促進高頻互動；
- 4) 線下娛樂消遣活動向線上化轉移趨勢（e.g. 狼人殺）。

圖 13: 月活淨增加速及相關運營數據



資料來源：公司，招銀國際研究

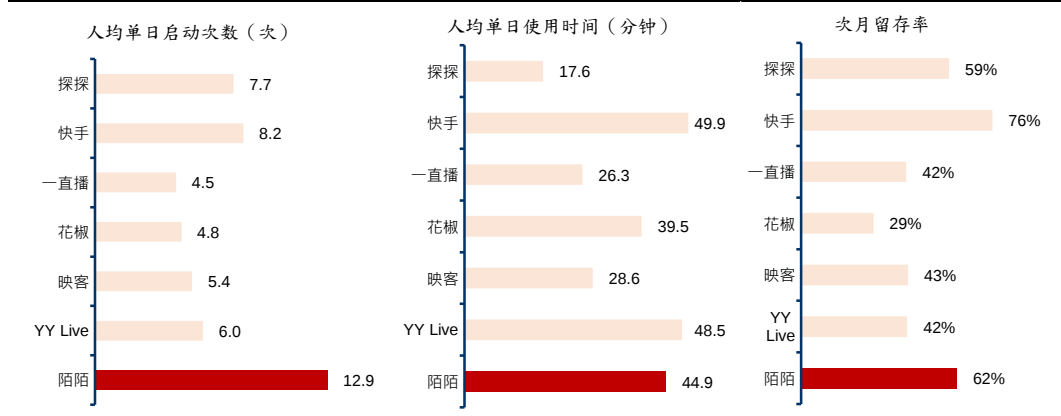
圖 14: 用戶可擴展空間巨大



資料來源：(1) MIIT，截至 2017 年 6 月；(2)、(3) CNNIC，截至 2017 年 6 月

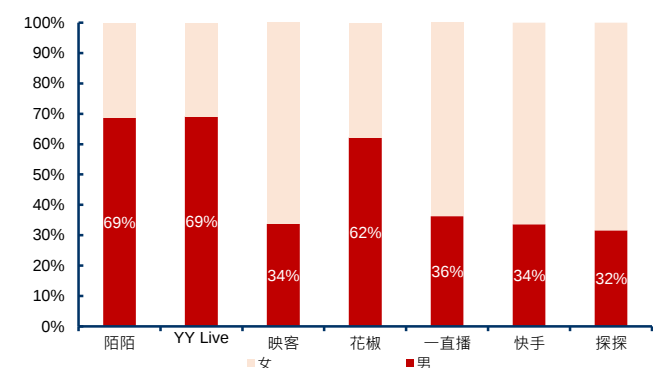
高月活、高粘性、高消費潛力，保證長期變現增長空間。雖然近期短視頻應用月活異軍突起（e.g. 快手月活突破1億），且類似陌生人社交應用探探嶄露頭角，但我們認為，陌陌的用戶屬性將是商業變現的有力利器，主要體現在：**1）高粘性、高留存。**陌陌人均單日啟動次數高達13次，遠高于純直播App及快手、探探；受益于社交關係鏈，人均單日使用時間及次月留存率均高于純直播應用；**2）男性占比高。**陌陌男性用戶占比達70%，為直播打賞主力。而女性用戶及主播的少量增加有望撬動整體用戶基數的高增長。此外，陌陌用戶群體較微信、微博更為年輕，但較純直播應用分布更均衡，有助于吸引各年齡段單身人群，年輕用戶擴張空間較大。**3）高消費潛力。**陌陌一線城市及超一線城市用戶比例近50%，高于純直播App及高月活的快手（用戶二、三線城市居多）；反應在消費能力上，中高消費能力用戶較集中，側面反應陌陌的商業變現價值巨大。

圖 15: 主要泛娛樂直播平臺用戶粘性比較分析



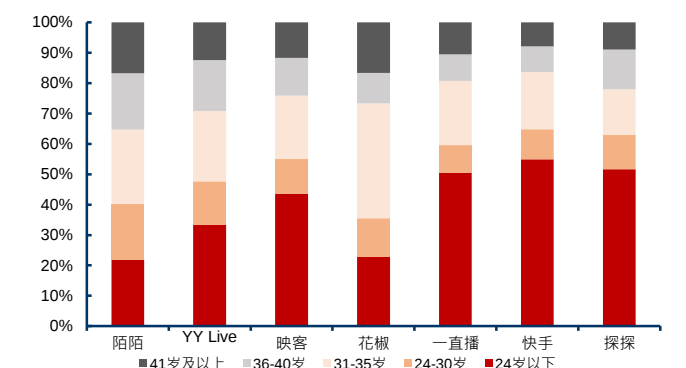
資料來源：Analysys，招銀國際研究

圖 16: 平臺用戶性別比例



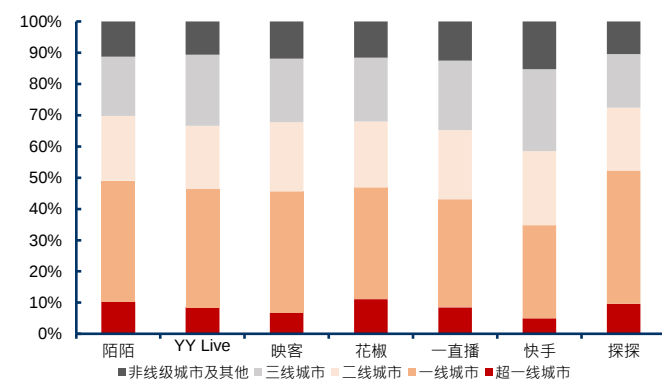
資料來源：Analysys、招銀國際研究

圖 17: 用戶年齡分布比例



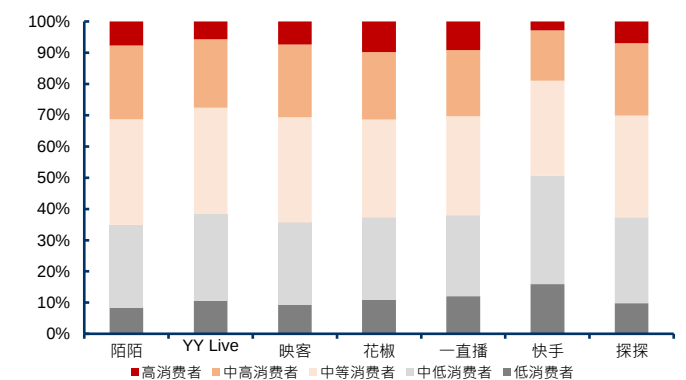
資料來源：Analysys、招銀國際研究

圖 18: 用戶城市分布比例



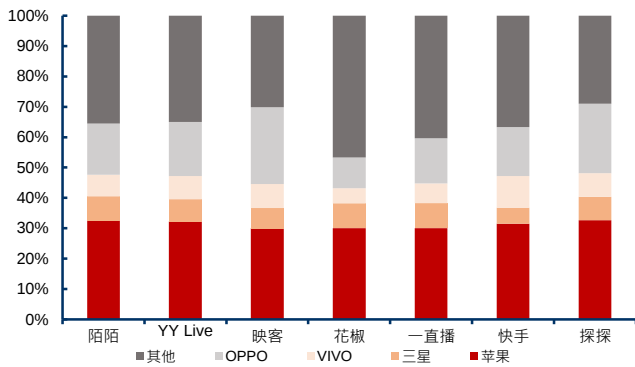
資料來源：Analysys、招銀國際研究

圖 19: 用戶消費力分布比例



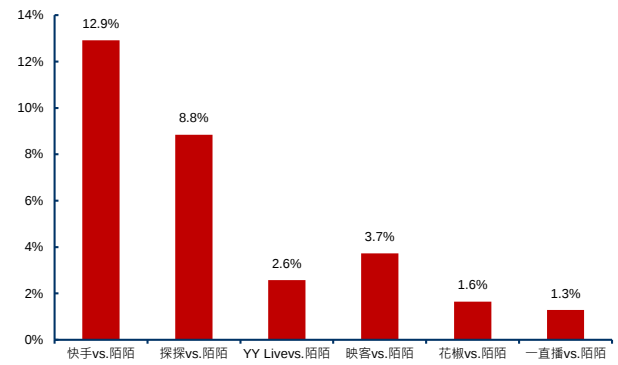
資料來源：Analysys、招銀國際研究

圖 20: 用戶移動終端分布



資料來源: Analysys、招銀國際研究

圖 21: 2 平臺用戶重合度分析



資料來源: Analysys、招銀國際研究

品牌重塑：起于交友，不止于交友

陌陌源于陌生人社交，但用戶的層次不齊、興趣背景差異及信息真實度導致多數用戶面臨招呼回應率低、尬聊、約會成功率低等痛點及瓶頸。原因在于，陌陌轉型前，多數單身人士進入平臺後，無論被打招呼/進入點點界面，缺少破冰環節，“約會”工具標籤及酒吧化場景對 MAU 增長、用戶留存帶來局限性。為此，陌陌從 2016 年開始拓展娛樂場景，并于近期陸續發布 7.6、8.0 更新版本，通過加入直播、短視頻、狼人殺、遊戲等內容元素，結合附近及興趣匹配點，將連接人與人的動機及方式從“直線型”轉為“曲線型”，以此淡化用戶對於“陌陌=約會”的固有印象。即，社交不在局限于人與人聊天的單刀直入，而是將用戶吸引至平臺後，通過提供“看、玩、聽、聚”各種泛娛樂互動，進而鎖住用戶并促進用戶互動頻率，最終觸達關係沉澱。

弱工具屬性、洗“約會”標籤，打開用戶天花板

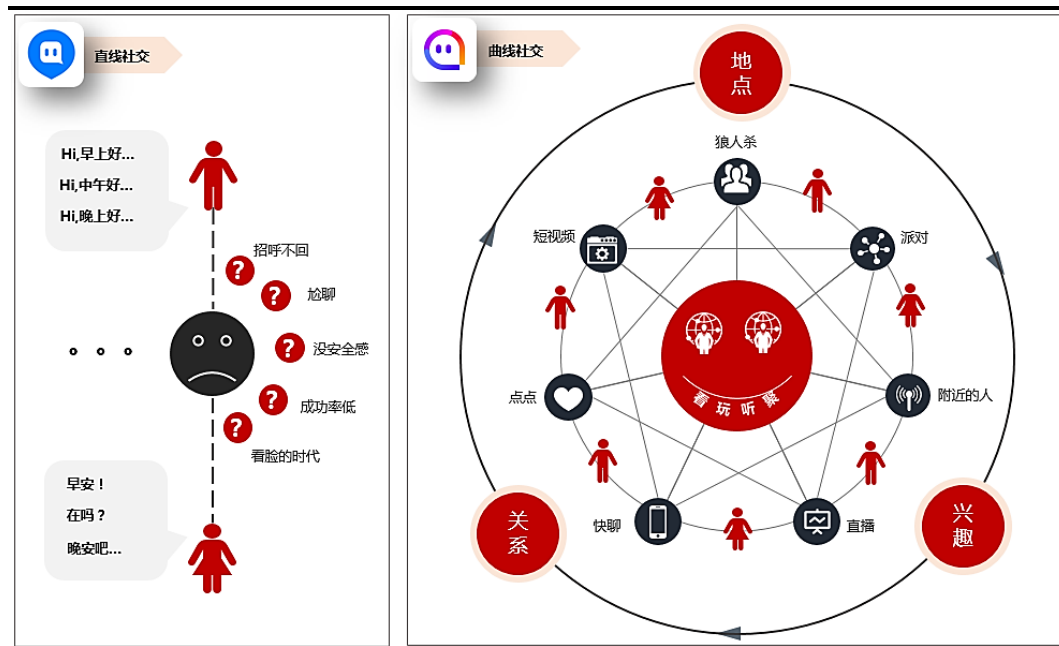
1) 8.0 版本推出，從 LOGO 到 UI 進行品牌升級、改變用戶感知。陌陌 8.0 推出後，以“用視頻，認識我”為標語，集快聊、派對、狼人殺等多種娛樂社交玩法，開啓視頻社交策略、拓寬社交場景，極大降低開放性社交門檻：“點點”一匿名社交、“快聊”“同城視頻”一視頻社交、“狼人殺”一語音遊戲社交。

圖 22: 陌陌 8.0 版本



資料來源: 公司應用截圖, 招銀國際研究

圖 23: 陌陌重新定義社交



資料來源：招銀國際研究

2) 2Q17 營銷加碼，多渠道多地域渠道投放，高效拓客。公司 2Q17 加碼渠道推廣，淨增月活加速增長體現公司市場推廣中渠道選擇的進步（e.g.側重 OPPO，VIVO 等拍照手機應用商店投放）。而在 2Q17 品牌投放效果來看，我們認為 2H17 市場推廣效率及邊際效應有望持續提升，源于：1) 2Q17 品牌建設已提升用戶認識；2) 投放效果數據反饋助於優化後期渠道傾斜及內容調性的針對性造勢。

產品革新：“視頻社交+短視頻+直播”交叉滲透、三線突圍“看、玩、約”

“看”：短視頻+直播協同，解決“圍觀+私聊”訴求

直播：移動化+社交化，多路連麥新玩法增強 PK 氛圍及互動。有別于純直播平臺，陌陌直播特色體現在：1) 觸達用戶社交心理。以社交需求為切入點，巧妙利用“賽事運營”與“大哥心理”培養用戶付費習慣；2) 獨特流量分配機制。陌陌已逐步建立金字塔式主播生態：即，通過人才梯隊培養及潛力主播包裝，調動主播積極性；3) 附近功能建立長尾效應。直播以“推薦”“附近”“新人”三大欄目劃分，充分體現 LBS 引導的近距離觀看感，而 8.0 版本首頁的“附近動態”，有望打造陌生人 LBS“朋友圈”，便于後期內容及廣告端的導入；4) 強社區氛圍。“圈子”標籤目前多數狀態閱讀量超過 100 萬，評論條數~1000，以帖子及狀態形式充分營造社區休閒氛圍。此外，2Q17 平臺推出多人交友直播間，多路連麥技術有效增強了直播間 PK 氛圍及用戶互動。

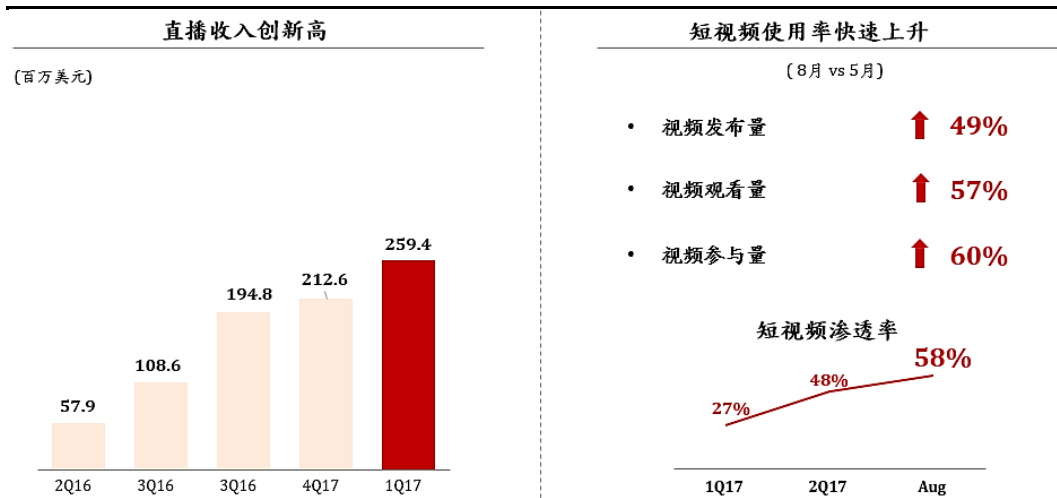
圖 24: 陌陌直播特色



資料來源：App 截圖，招銀國際研究

短視頻：“短視頻”元素豐富社區體驗，刺激用戶互動。2017 年 8 月短視頻滲透率已達 58%，且使用度持續快速攀升（截至 8 月第二周，短視頻日均上傳量和日觀看量較 5 月分別增長 49%和 57%）。而視頻點擊帶來的個人資料頁的查看、關注，有望激活沉睡用戶進而提高互動率。

圖 25: 短視頻+直播協同



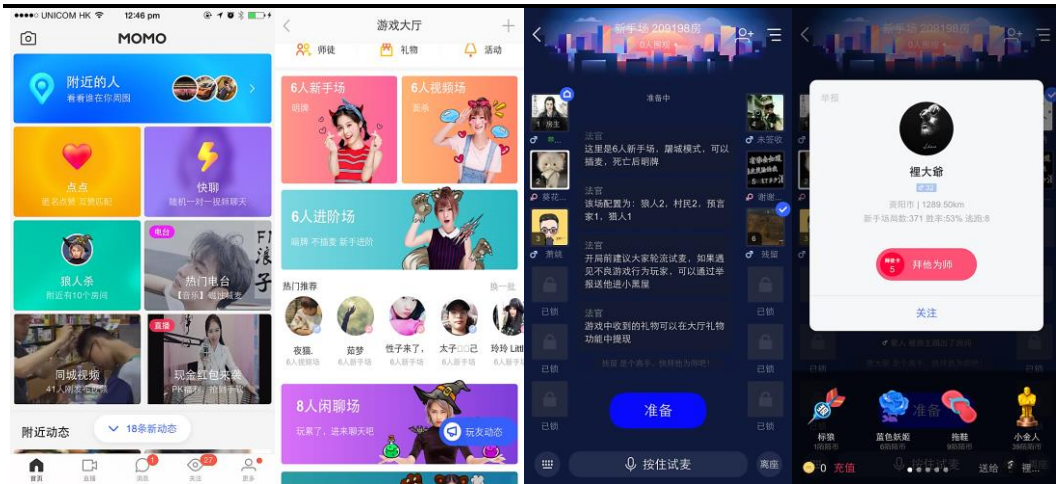
資料來源：公司，招銀國際研究

“玩”：狼人殺+遊戲，豐富社區生態實現流量補充。

狼人殺功能上線，鎖住用戶。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。參看狼人殺遊戲月活的高速增長及變現，陌陌嵌入式狼人殺雖然功能/體驗尚待豐富，但具備自身特色：1) 基于原有 App 的嵌入功能能够借助龐大月活基數，獲客成本低，且助于提升整體 App 粘性；2) 與陌生人間互動，考驗邏輯、體現智商的狼人殺遊戲，更加受到一二線城市用戶歡迎，而陌陌用戶中該類用戶比例集中，助于迅速普及；3) 目前狼人殺 App 付費方式主要為購買會員、購買遊戲角色、購買禮物、發言加時卡、禁麥卡等，變現方式偏輕度。而陌陌的嵌入式狼人殺功能助于嫁接直播解鎖贈送禮物，并引入專職狼人殺主播，提升付費廣度。4) 陌陌狼人殺在底層的用戶匹配上同時結合用戶的地理位置，利于最終用戶關係沉澱及高頻互動。

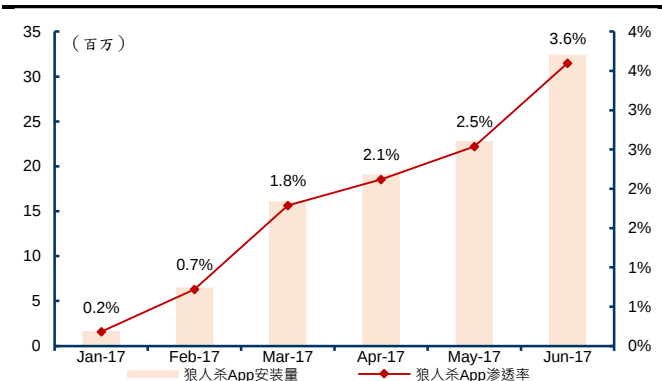
此外，陌陌嵌入遊戲中心標籤，《陌陌勁舞團 2》近期日活均在 700~800 萬，後期自研遊戲的收入貢獻有望釋放。

圖 26: 陌陌狼人殺示意圖



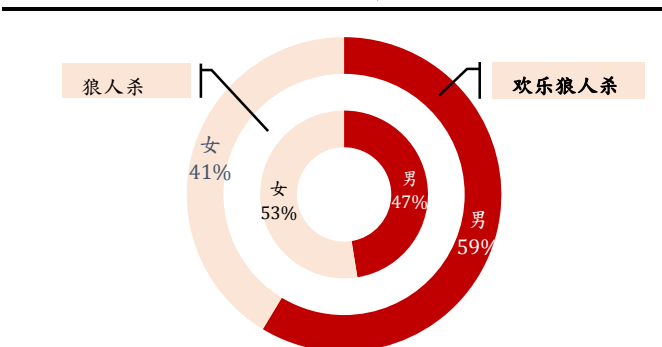
資料來源：應用截圖，招銀國際研究

圖 27: 狼人殺系列遊戲安裝及滲透率變化



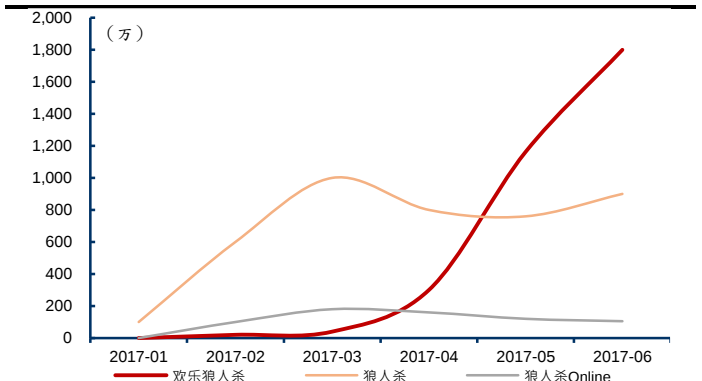
資料來源：極光大數據 iApp 檢測平臺、招銀國際研究
 取數周期：2017/01-06，根據滲透率 TOP10 的狼人殺應用去重匯總而成

圖 29: 狼人殺系列遊戲用戶性別分布



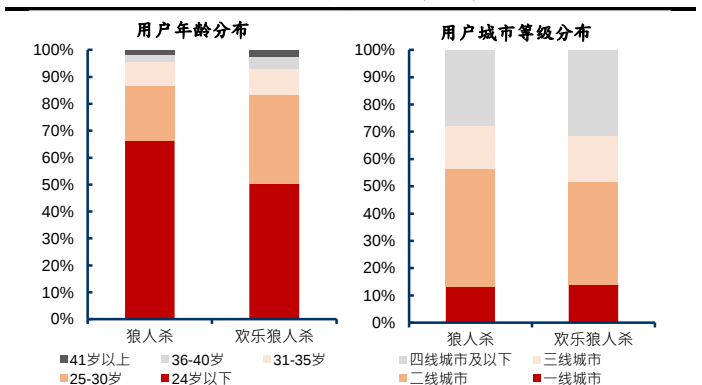
資料來源：QuestMobile、招銀國際研究

圖 28: 2 狼人殺系列遊戲月活變化



資料來源：QuestMobile、招銀國際研究

圖 30: 2 狼人殺系列遊戲用戶年齡及城市分布



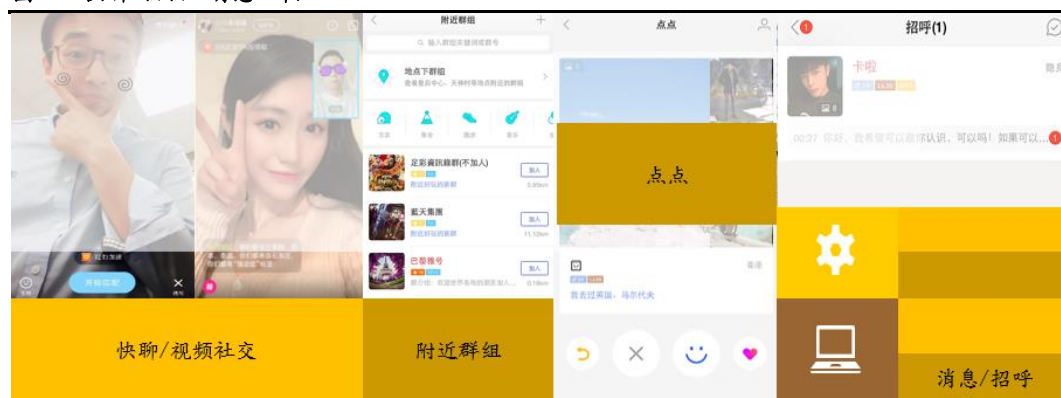
資料來源：QuestMobile、招銀國際研究

“約”：快聊+點點+消息+群組，异步、同步社交進行時。

視頻社交：還原用戶，盤活社交關係，迎接“95 後”消費新風口。陌陌于 2017 年 7 月 11 日上線全新 8.0 版本，將“點點”“快聊”“狼人殺”“派對”“同城視頻”等新功能集中于首頁，重心從 LBS 社交轉為“視頻社交”，充分挖掘年輕群體社交市場。我們認為此前“點點+消息+群組”等社交渠道均為异步社交，旨在突破國內人群傳統社交心理障礙；而 95 後（對個性化追求最強、易接受新鮮事物的群體）的崛起，易成為視頻社交的重度用戶，彌補差异化“同步社交”。

突破顏值社交，雙向關係沉澱。陌陌社交的核心競爭力在于能够運用大量用戶數據及精細化運營高效引導用戶從單向向雙向關係沉澱。而社交關係達成的效率直接體現用戶粘性的實現能力，是領先于 MAU 和 DAU 的先行指標。1Q17 社交關係沉澱數量同比增長 50%，受益於：1）直播及短視頻對單向關係的促成；2）點點功能的優化：突破地理位置、顏值等單一維度，綜合年齡、興趣愛好等因素，進行用戶匹配；且同時展現大量隱身高質量女性，提高雙向關係達成效率。

圖 31: 快聊+點點+消息+群組



資料來源：應用截圖，招銀國際研究

內容升級：“賽事+造星+綜娛”，產業鏈遞延打造內容護城河

內容分類+升級，精細化運營與產業鏈遞延并行。在獲客成本高企、主播挖角頻繁的競爭格局中，內容端的精細運營與沉澱將是泛娛樂社區的護城河。而陌陌高月活高粘性的背後恰恰源于“賽事、綜藝、造星”的清晰運營思路。

賽事：金曲持續、密度放緩、系列賽事配合對外延展。

源于打賞土豪/公會易獲得對戰中左右賽事的快感、榮譽感，賽事成為刺激消費的高效手段。陌陌長期擅長賽事運營，未來運營思路將配合內容更迭進行如下更新：1) 賽事密度放緩。以往每月賽事轉為季度競標賽，有助于將系列主題做優做活，頻率的降低反而有助于刺激土豪單次打賞數額；2) 金曲持續，分類再升級，配合大主播造星。我們認為，陌陌在賽事運營層面已積累長久經驗，精細化運營配合實時數據反饋進行決策（提前估計收益、制定安全邊界），有助降低試錯成本。

造星：音樂造星創造內容溢價，自主造血機制保證新量優增。

1) 大主播造星，用資源換獨家、搭建上升機制。直播作為天然的造星場所，其主播自有龐大粉絲團在賽事助推下更易激起崇拜欲，與粉絲零距離的偶像養成模式有助于將主播從直播間推向大眾視野。基于主播的實力人氣（e.g. 陌陌上大量歌唱類主播，或發過單曲、上過綜藝的、簽過唱片公司）及過往成功內容輸出經驗（去年 10+ 歌曲有網劇購買意願、單曲被優酷拿去做主題曲），公司近期公布“陌陌音樂計劃”，以資源換獨家。憑藉頂級專業音樂機構（BMG、太合音樂、華誼音樂、樂華娛樂）的加持，公司將通過專業塑造和全資源宣傳推廣、練習生培訓、音樂製作等，充分開創全新的藝人養成模式。**其一，助于打通娛樂產業上升鏈條，囊括內容版權以備後期專業內容（歌曲、節目）定期輸出、創造內容溢價；其二，充分發掘頭部主播才藝，打破直播間曝光瓶頸，以此保證大主播留存及良性競爭下的共同進步、破舊出新。其三，鎖住用戶、點燃觀看氛圍。**

2) 潛力主播培育，自主造血機制保證新量優增。有別于多數新興垂直平臺對頭部主播的依賴，陌陌同時注重人才梯隊培養及潛力主播流量傾斜及包裝（e.g. 直播欄目設置“推薦”“新人專欄”）。賽事及造星所調動的粉絲活躍度營銷繁榮景象，有助于吸引潛力主播、保證梯度接力，而成名後的潛力主播既可實現引流目的又可持久發揮長尾效應。

綜藝：打破“劇本”痛點，直播綜娛突破舊有互動局限。

傳統綜藝存在“劇本”痛點，為直播綜藝市場創造切入契機。陌陌後期或將充分挖掘該市場，突破傳統電視節目製作人思維，利用先發優勢，將直播與節目交互（讓主播參與節目、送選手到平臺直播），增強網友的參與感與互動性，配合推廣的同時實現影播聯動。其優勢體現在：1) 團隊充足經驗。陌陌團隊有多年直播綜藝現場製作經驗及電視操作基礎，能够切實挖掘用戶原始訴求；2) 過往成功經歷。近期合作的《我愛二次元》，目前三期已經超過一億次的播放量（均超過簽約保底量）。

貨幣化：付費用戶及 ARPU 存在上升空間，變現渠道多點開花

圖 32: 陌陌多樣化變現渠道



資料來源：公司，招銀國際研究

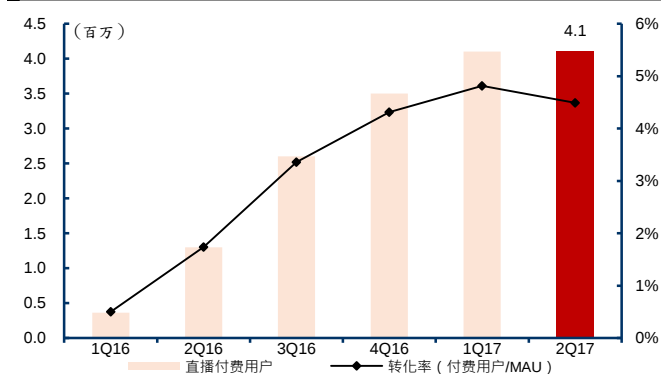
注釋：截至 2Q17 數據

1. 直播

2Q17 直播收入環比增長 22%至 2.6 億，收入占比 83%，後期增長點主要為：

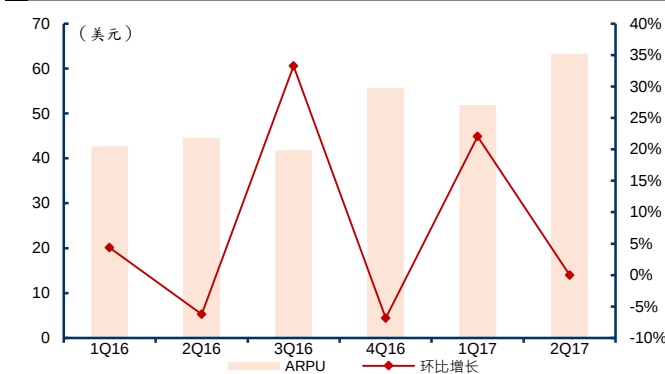
- MAU 淨增加速**。驅動因素：1) 渠道拉新、市場推廣加大；2) 監管趨嚴、行業整合下用戶向大平臺自然集中。
- 付費用戶上升空間待釋放**。雖然 2Q17 直播付費用戶趨于平緩（分流至狼人殺、快聊等新功能），但我們認為分流用戶多為中小直播間，對整體直播收入影響有限，而新功能將有效留存客戶并刺激平臺互動。考慮後期運營手段的添加，以及月活的加速增長，我們認為付費用戶有待釋放。
- 流量集中驅動 ARPU 值增長**。在“推薦”“附近”“新人”三大欄目中，“推薦”欄目多為大中型直播，故而 ARPU 最高（但付費率較低），而“附近”欄目多為中小型直播，付費率遠遠高過推薦，但 ARPU 較低。由于推薦欄目將吸引主流直播觀看用戶、低 ARPU 用戶分流至新功能，預計平均 ARPU 值有望持續提升。

圖 33: 直播付費用戶及轉化率



資料來源：公司，招銀國際研究

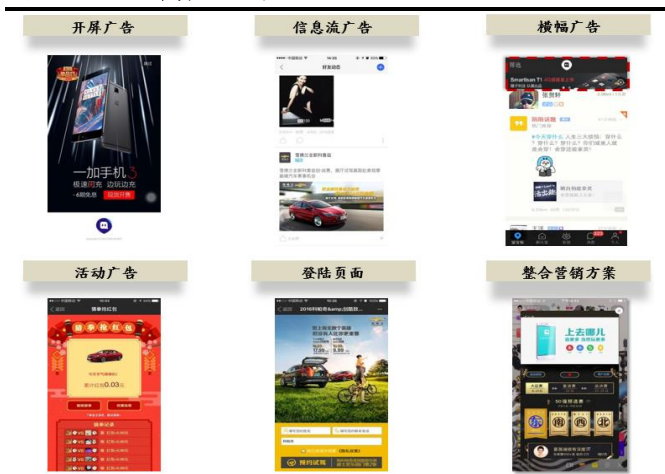
圖 34: 直播季度 ARPU 及環比增速



資料來源：公司，招銀國際研究

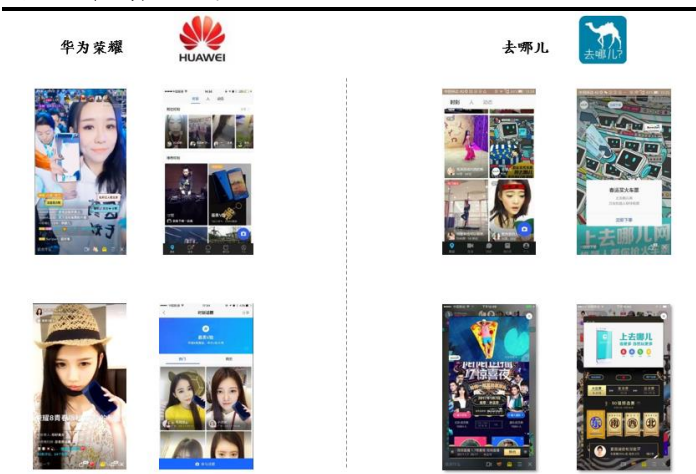
2. **廣告。**近期平臺廣告形式呈現多樣化。其中，首頁“附近動態”4 號位、“關注”的 3 號位、關注“推薦”的 6 號位均嵌入視頻廣告，“附近的人”4 號位為信息流廣告，廣告主集中在醫美、遊戲、消費金融等行業。我們認為陌陌基于女性直播、男性用戶集中等用戶行為特色，將對廣告主具備獨特吸引力，而高達 200w+閱讀量的圈子，有望打造下一個陌生人“朋友圈”。此外，新的內容環境和產品形式將為原生廣告創意帶來更多庫存空間，一旦新版本測試後進入放量競價階段，廣告變現將迎來高增長。

圖 35:陌陌品牌廣告形式



資料來源：公司，招銀國際研究

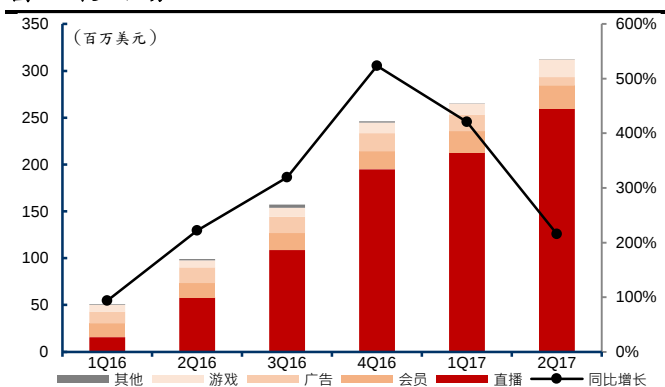
圖 36: 創意廣告形式



資料來源：公司，招銀國際研究

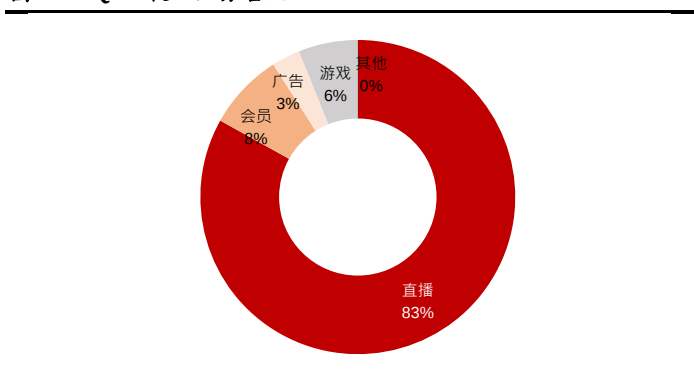
3. **增值服務。**增值服務為陌陌在直播引入前的主要營收模式，2Q17 收入占比達 8%，預計將受益於：1) 聯合會員優惠推廣：近期聯合愛奇藝推出聯合獨家優惠，助於交叉銷售及導流；2) VIP 特權升級及豐富化 (e.g.主頁、表情、氣泡等裝扮特權)；3) 新功能試水虛擬禮物打賞。
4. **遊戲。**《陌陌勁舞團 2》保持強勁態勢 (DAU~800 萬)，未來遊戲重心將逐漸從遊戲分發轉向自研遊戲。

圖 37:收入細分



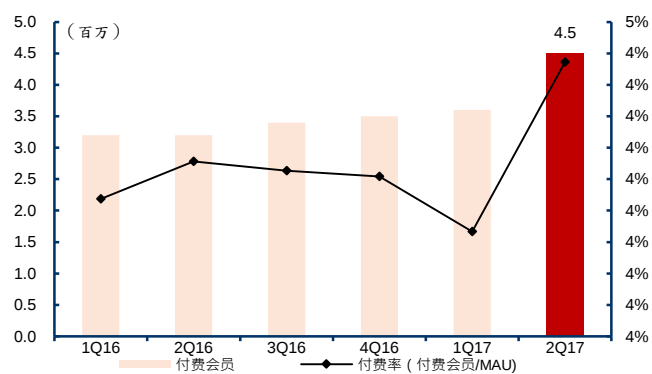
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 38: 2Q17 收入細分占比



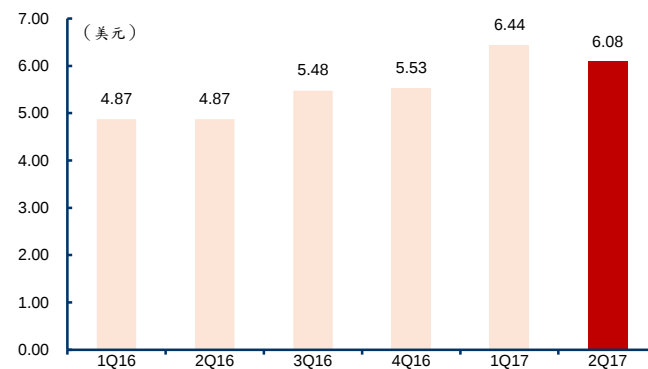
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 39: 付費會員數量及付費率



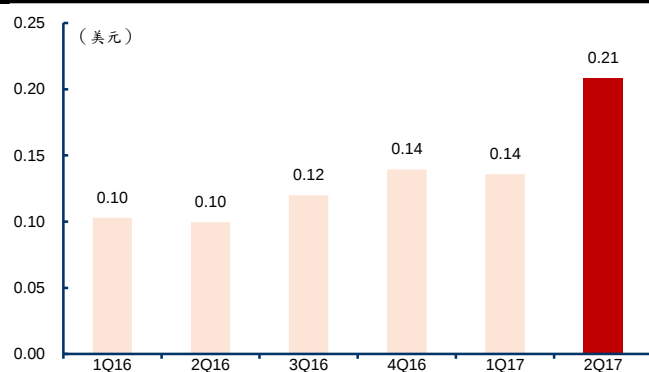
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 40: 付費會員 ARPU



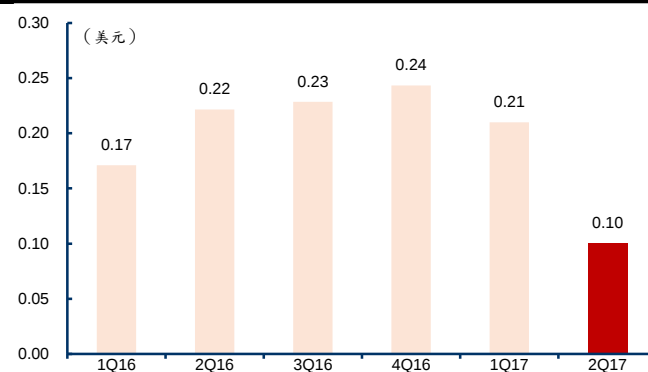
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 41: 遊戲單月活收入



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 42: 廣告單月活收入

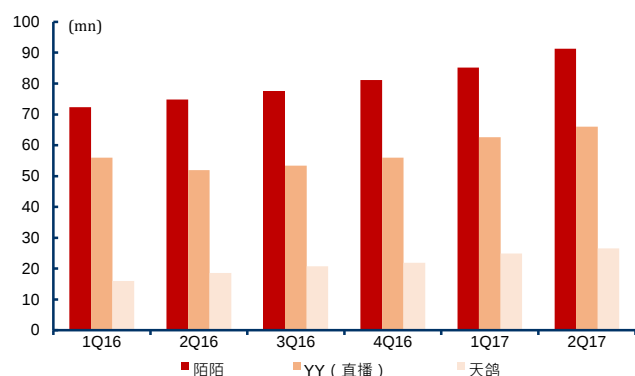


資料來源：公司，招銀國際研究

競爭優勢：付費轉化率及 ARPU 均存在上升空間

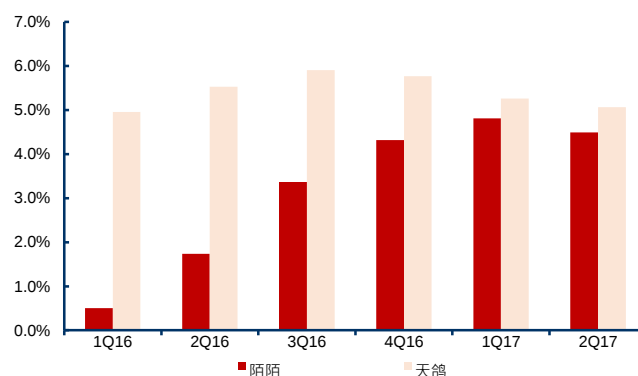
月活體量及淨增量保持領先優勢，付費轉化率及 ARPU 值均存在上升空間。目前陌陌月活為三家上市直播公司最高，且 2Q17 淨增月活遠超同業。配合渠道拉新及短視頻的引入，月活在維持領先優勢的同時，有望打開直播用戶天花板(e.g. 短視頻快手月活高達 1.3 億)。雖然 2Q17 付費用戶增量疲態，但同業均呈現付費用戶趨平，而對比天鵝 (1980 HK) 的付費轉化率、YY 的 ARPU 值，陌陌仍有上升空間。

圖 43: 月活比較



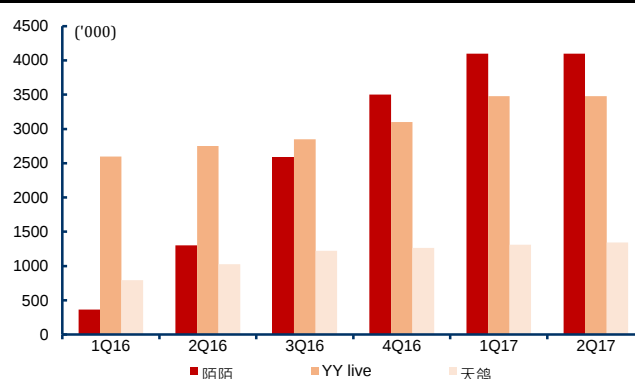
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 44: 直播付費轉化率比較



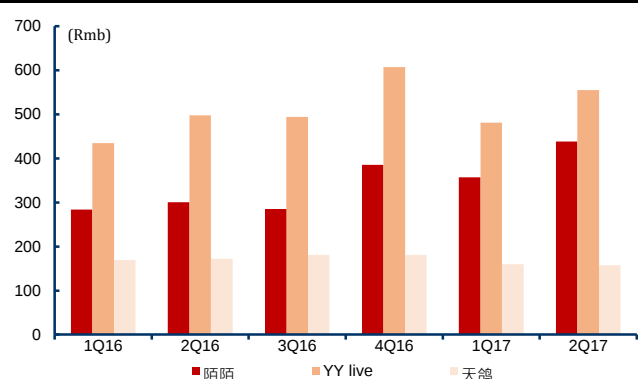
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 45: 付費用戶數比較



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 46: ARPU 比較



資料來源：公司，招銀國際研究

毛利率較高，獲客成本後期有待改善。陌陌毛利率高于 YY live 及遊戲直播，但由于缺乏 YY PC 端自然導流的用戶，以及 2Q17 渠道拉新對於品牌建設的投入，獲客成本偏高。我們認為，公司有意於行業洗牌期進行激進獲客及沉睡用戶喚醒，而後期用戶基數培育後，未來兩年銷售費用率存在較大改善空間。

圖 47: 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

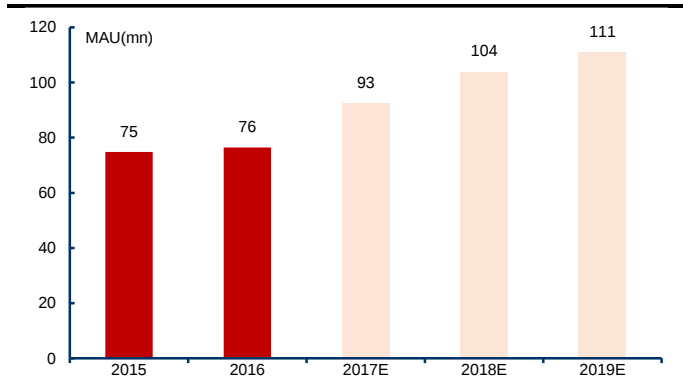
資料來源：各公司 2Q17 數據，招銀國際研究

財務分析

收入預測

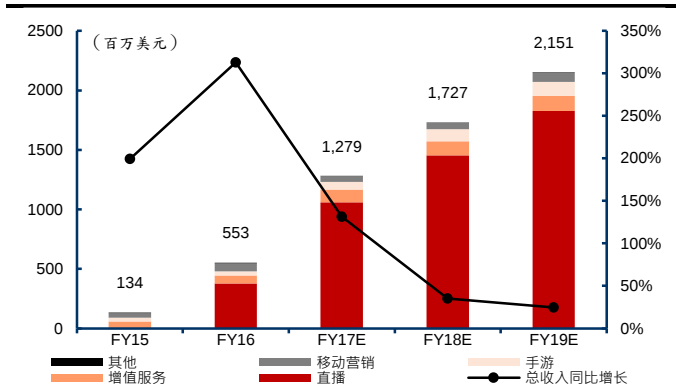
收入增速及占比預測：在公司海量月活和高用戶粘性的基礎上，我們預測公司 FY17/18/19 的收入分別增長至 12.8/17.3/21.5 億美元，對應 FY16-19E 年均複合增速為 57%。其主要受益於：**1) 月活持續增長：**在 FY17 渠道拉新後，我們預計公司 FY17/18/19 MAU 將分別增至 93/104/111 百萬，CAGR 為 13%；**2) 付費用戶數存在上升空間：**憑藉流量互導、新鮮玩法的引入以及多元化的商業化路徑，預計增值服務付費用戶將穩健增長；直播付費用戶數在用戶轉化機制優化後，存在較大上升空間；**3) ARPU 上升：**我們預計單月活收入貢獻將從 FY16 的 7 美元擴大至 FY19 的 19 美元。

圖 48: 公司年均 MAU 預測



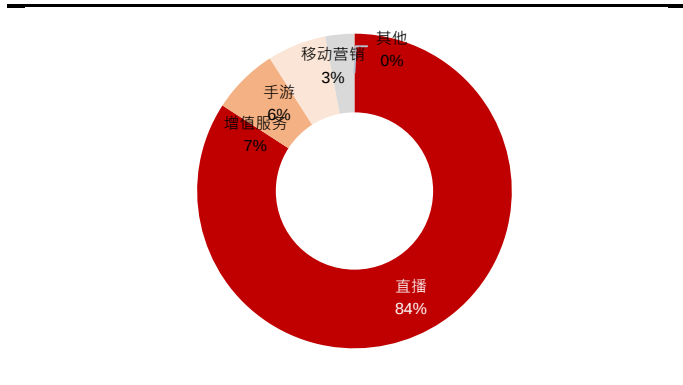
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 49: 收入及增速預測



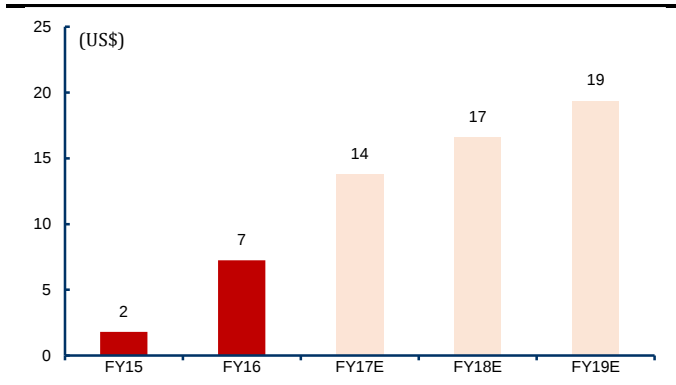
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 50: FY18 公司收入結構預測



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 51: 收入/MAU 趨勢預測



資料來源：公司，招銀國際研究

直播：FY18 收入將達 14.5 億美元，FY16-19E CAGR 達 69%。

月活提升+ARPU 的上揚驅動直播持續變現。雖然 2Q17 直播付費用戶上升平緩，但我們認為分流用戶在基于平臺多樣玩法粘性增強的趨勢下，反而助於用戶參與度的提升。而新功能，如視頻社交的月付費用戶高達 80 萬（發送數據包形式不計入付費用戶），亦體現出用戶付費習慣的向好趨勢。後期該類用戶引流至直播間將逐漸釋放直播付費率。此外，陌陌高達 9,130 萬的月活將存在巨大空間轉化為付費用戶。為保守預測，我們預計新功能分流短期或將持續，後期多項玩法交叉導流後，付費引導機制或趨于完善。考慮中小直播間付費用戶暫時被分流，付費用戶 ARPU 反而存在較大提升空間，預計 FY18 每人每年 ARPU 達 288 美元。

圖 52: 直播關鍵指標與收入預測

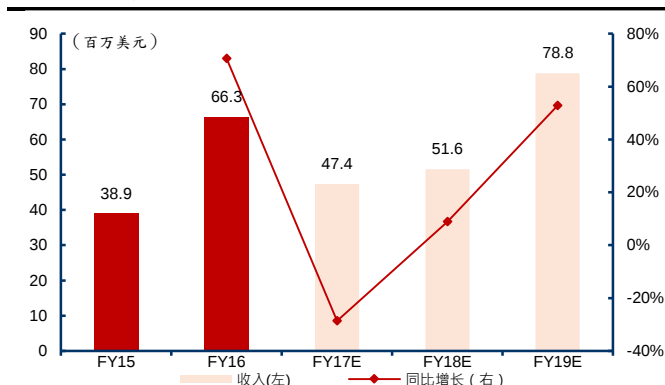
	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
直播收入（百萬美元）		377	1,058	1,453	1,827
同比增長			181%	37%	26%
月活（百萬）	74.8	76.4	92.5	103.9	111.0
淨增（百萬）		1.6	16.1	11.3	7.1
直播付費用戶（百萬）	0.0	1.9	4.3	5.0	5.7
直播付費率		2.5%	4.6%	4.9%	5.2%
淨增（百萬）		1.9	2.3	0.8	0.7
直播 ARPU(美元)		194	247	288	320
同比增長			27%	16%	11%

資料來源：公司，招銀國際預測

移動營銷：短期上升平緩，廣告系統升級後加速增長

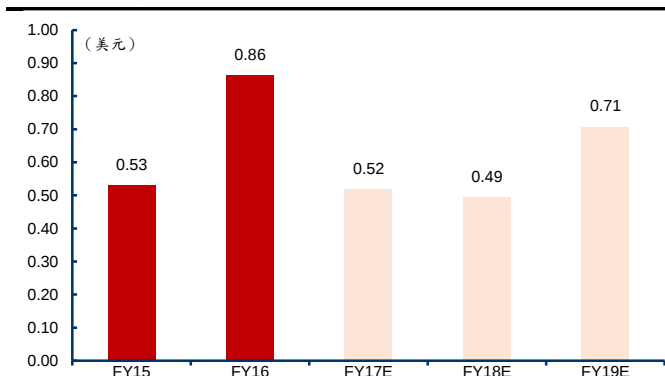
更豐富的廣告位和有效提升的填充率。由於 FY17 公司廣告系統正進行全面升級（目前三個主要模塊廣告單元在測試階段、尚未放量競價），預計廣告庫存增量有限，短期增長面臨部分壓力。其中 3Q17 廣告收入或存在環比下滑趨勢，但自 4Q17 後有望恢復上升，并于 FY18/19 實現加速增長，受益於：1）更豐富的廣告位；2）月活及粘性加強下點擊量及 CPC 的增長；3）陌陌平臺對應醫美、本地生活、女性電商、遊戲等廣告主吸引力漸升，帶來填充率得有效提升。4）原生廣告占比的提升、相應 eCPM 增長向好。我們預計公司品牌展示廣告收入占比將逐漸下降，而開拓的信息流廣告、視頻廣告、LBS 廣告等原生廣告將逐漸釋放庫存。

圖 53: 移動營銷收入預測



資料來源：公司，招銀國際預測

圖 54: 移動營銷 ARPU 預測



資料來源：公司，招銀國際預測

增值服務：預計未來三年增值服務收入 CAGR 為 23%

受益于渠道拉新下會員優惠服務、活動組織的推出，以及新功能虛擬禮物打賞的向好趨勢，我們預計未來三年增值服務付費用戶率將穩健上升，分別為 4.7%/4.9%/4.9%，而會員 ARPU 值或因活動優惠等呈現平緩態勢，並逐漸穩定在 23~24 美元。預計未來三年會員收入 CAGR 為 23%。

圖 55: 增值服務關鍵指標與收入預測

	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
增值服務收入（百萬美元）	58	68	107	118	125
同比增長		16%	59%	9%	7%
月活（百萬）	74.8	76.4	92.5	103.9	111.0
淨增（百萬）		1.6	16.1	11.3	7.1
增值服務付費用戶（百萬）	3.2	3.3	4.4	5.1	5.5
會員付費率	4.3%	4.4%	4.7%	4.9%	4.9%
淨增（百萬）		0.1	1.1	0.7	0.4
增值服務 ARPU(美元)	18.3	20.3	24.5	23.1	22.9
同比增長			21%	-6%	-1%

資料來源：公司，招銀國際預測

遊戲：重心從遊戲分發轉向自研+社交屬性

預計手游業務未來三年 CAGR 達 50%，受益于自研遊戲《陌陌勁舞團 2》的貢獻及新游的補充。預計遊戲滲透率將升至 9.5%，付費率穩定在 6.5%，而 ARPU 為長期增長引擎，受益于遊戲玩家付費習慣的培養。2H17 公司有望上線多款自研遊戲，偏社交屬性。

圖 56: 遊戲關鍵指標與收入預測

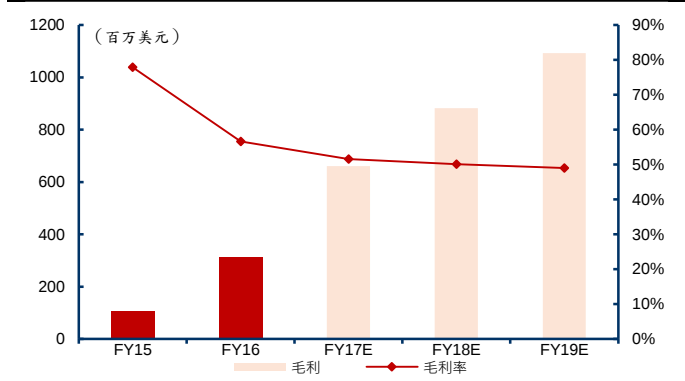
	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
遊戲收入（百萬美元）	31	35	66	104	120
同比增長		14%	86%	58%	15%
月活（百萬）	74.8	76.4	92.5	103.9	111.0
淨增（百萬）		1.6	16.1	11.3	7.1
遊戲用戶（百萬）	5.7	6.0	6.9	9.9	10.6
遊戲滲透率	7.6%	7.9%	7.5%	9.5%	9.5%
遊戲付費用戶（'000）	380.2	391.1	450.2	643.2	686.5
付費率	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
淨增（'000）		11.0	59.0	193.0	43.3
遊戲 ARPU(美元)	82	91	147	162	175
同比增長		11%	62%	11%	8%

資料來源：公司，招銀國際預測

盈利預測

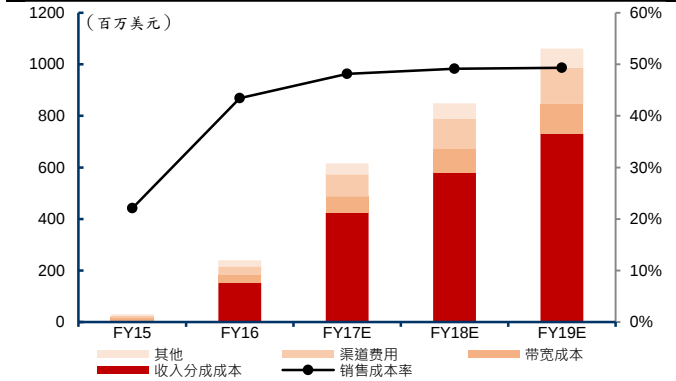
毛利潤或短期承壓。考慮公司視頻化戰略的推進（直播、短視頻、視頻社交等），公司帶寬成本短期或面臨上升壓力，而後期隨著規模效應的釋放、5G 的普及，銷售成本率將趨于平穩。我們預計公司毛利率 FY17/18/19 分別為 51.9%/50.9%/50.7%。

圖 57: 毛利潤預測



資料來源：公司，招銀國際預測

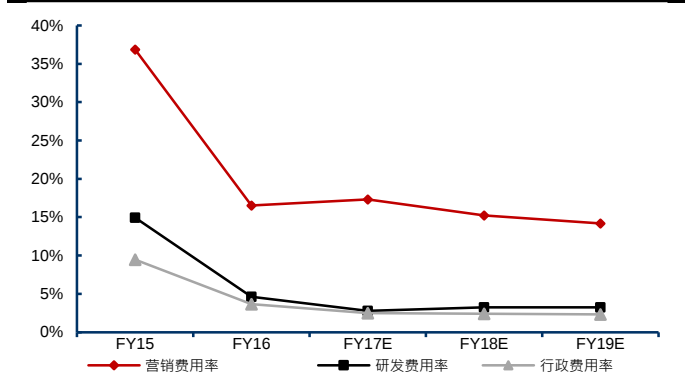
圖 58: 銷售成本細分



資料來源：公司，招銀國際預測

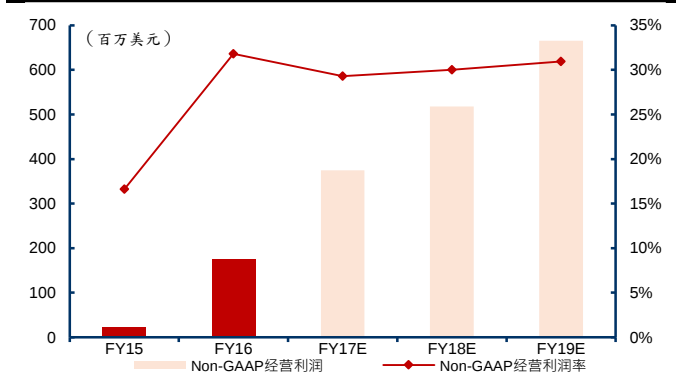
淨利潤預測：經營效率優化，費用率存在較大改善空間。FY17 短期渠道拉新下銷售費用率將略上升，但隨著品牌效應的凸顯、行業洗牌、和公司獲客重心轉移（後期或逐漸注重用戶粘性培養），公司擴客成本長期有望得到良好控制。預計 FY17/18/19 銷售及營銷開支占收入比重縮小至 17%/15%/14%。而研發及行政費用或保持平穩。由此推算，FY17/18/19 公司 Non-GAAP 經營利潤率將分別達 29%/30%/31%。預計 FY17/18/19 調整後淨利潤將分別達到 3.4/4.6/6.1 億美元，對應 CAGR 為 51%。

圖 59: 費用率預測



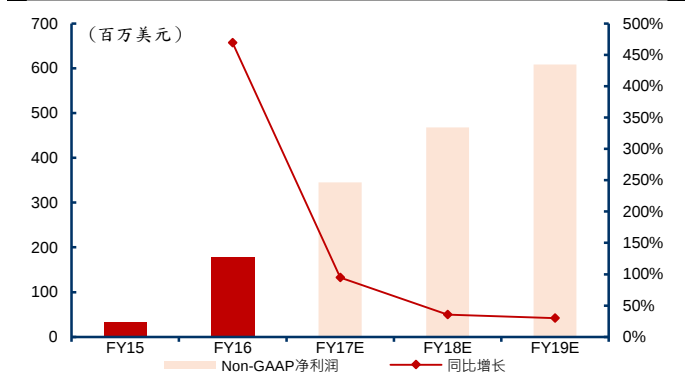
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 60: 經營利潤預測



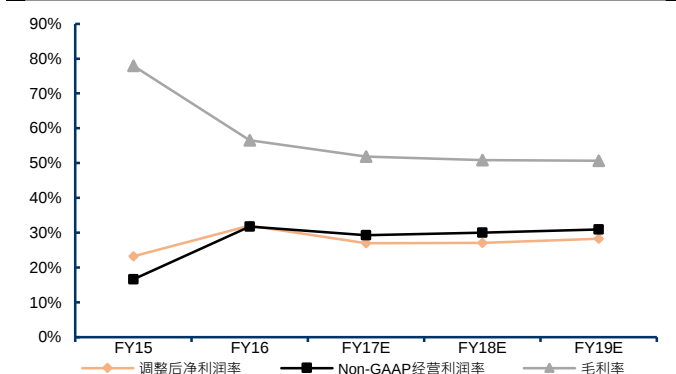
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 61: 調整後淨利潤規模預測



資料來源：公司，招銀國際預測

圖 62: 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

圖 63：公司季度財務預測

(百万美元)	2017E				2018E				2019E			
	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1QE	2QE	3QE	4QE
总收入	265.2	312.2	339.2	362.6	371.3	424.8	447.3	483.5	479.4	530.7	558.3	582.7
直播	212.6	259.4	282.3	303.8	314.7	354.7	376.8	407.0	413.1	449.1	474.1	490.4
增值服务	22.9	24.6	29.8	30.1	29.3	28.5	29.6	30.2	30.6	31.1	31.6	32.0
手游	11.6	19.0	18.0	17.5	17.9	30.5	27.3	28.7	21.2	33.6	31.9	33.6
移动营销	17.9	9.1	9.1	11.3	9.4	11.0	13.6	17.5	14.4	16.9	20.8	26.7
其他	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
销售成本	120.1	150.1	166.2	179.2	181.9	206.5	220.9	239.2	238.1	260.8	275.6	286.5
Non-GAAP毛利	145.2	162.1	173.0	183.5	189.4	218.3	226.4	244.3	241.3	269.9	282.7	296.2
经营费用	54.1	88.3	96.5	91.2	89.9	116.6	109.1	111.7	111.0	132.0	132.9	132.9
销售费用	32.2	66.7	64.4	58.0	55.7	72.2	67.1	67.7	67.1	77.0	81.0	80.4
行政费用	6.5	8.3	8.8	8.3	8.7	10.9	11.2	10.6	10.8	13.1	13.4	12.2
研发费用	6.8	7.9	10.2	10.9	11.1	17.0	13.4	14.5	14.4	21.2	16.8	17.5
股权激励	9.5	13.0	13.6	14.5	14.9	17.0	17.9	19.3	19.2	21.2	22.3	23.3
经营利润	91.0	73.7	76.5	92.2	99.4	101.7	117.3	132.6	130.3	137.9	149.8	163.3
调整后 EBIT	100.6	86.7	90.1	106.7	114.3	118.7	135.2	152.0	149.5	159.1	172.1	186.6
调整后 EBITDA	83.7	63.2	66.2	80.9	88.9	89.0	103.7	117.6	116.5	122.0	132.8	145.3
利息收入	3.8	4.6	4.4	5.1	6.1	6.9	8.1	9.2	10.5	11.7	13.1	14.5
其他收入	2.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
税前利润	97.0	78.9	81.5	97.9	106.0	109.2	125.9	142.3	141.4	150.0	163.4	178.3
所得税	15.8	13.9	14.4	17.3	18.7	19.3	22.2	25.2	25.0	26.5	28.9	31.5
非控制股东权益	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	81.2	65.1	67.3	80.8	87.5	90.1	103.8	117.4	116.6	123.7	134.7	147.0
调整后净利润	90.7	78.1	80.8	95.3	102.3	107.1	121.7	136.7	135.8	145.0	157.1	170.3
摊薄EPS	0.40	0.31	0.32	0.38	0.41	0.42	0.49	0.55	0.54	0.57	0.62	0.67
调整后EPS	0.44	0.38	0.39	0.45	0.48	0.50	0.57	0.64	0.63	0.67	0.72	0.78
财务指标												
毛利率	54.7	51.9	51.0	50.6	51.0	51.4	50.6	50.5	50.3	50.9	50.6	50.8
经营利润率	34.3	23.6	22.6	25.4	26.8	23.9	26.2	27.4	27.2	26.0	26.8	28.0
调整后经营利润率	37.9	27.8	26.6	29.4	30.8	27.9	30.2	31.4	31.2	30.0	30.8	32.0
调整后EBITDA利润率	31.5	20.2	19.5	22.3	23.9	21.0	23.2	24.3	24.3	23.0	23.8	24.9
净利润率	30.6	20.9	19.8	22.3	23.6	21.2	23.2	24.3	24.3	23.3	24.1	25.2
调整后净利润率	34.2	25.0	23.8	26.3	27.6	25.2	27.2	28.3	28.3	27.3	28.1	29.2
环比增长 (%)												
收入	7.8	17.7	8.6	6.9	2.4	14.4	5.3	8.1	-0.8	10.7	5.2	4.4
毛利	6.6	11.6	6.8	6.0	3.2	15.3	3.7	7.9	-1.2	11.8	4.8	4.8
经营利润	3.0	-19.0	3.8	20.5	7.8	2.3	15.3	13.1	-1.7	5.8	8.6	9.0
净利润	-3.1	-19.8	3.3	20.1	8.3	3.0	15.3	13.1	-0.7	6.1	8.9	9.1
调整后净利润	-0.9	-13.9	3.4	17.8	7.4	4.6	13.7	12.3	-0.7	6.8	8.3	8.5
摊薄EPS	-2.6	-20.9	2.7	19.5	7.8	2.4	14.7	12.5	-1.2	5.6	8.3	8.6
调整后EPS	-0.4	-15.0	2.9	17.3	6.9	4.1	13.1	11.8	-1.2	6.2	7.8	7.9
同比增长 (%)												
收入	420.9	215.3	116.0	47.3	40.0	36.1	31.9	33.3	29.1	24.9	24.8	20.5
毛利	369.5	184.0	95.1	34.7	30.4	34.7	30.8	33.2	27.4	23.6	24.9	21.2
经营利润	1,747.8	426.6	105.7	4.4	9.2	37.9	53.3	43.8	31.1	35.6	27.7	23.1
净利润	614.5	236.4	63.3	4.1	12.8	37.0	50.6	43.5	32.7	35.4	29.0	24.6
调整后净利润	614.5	236.4	63.3	4.1	12.8	37.0	50.6	43.5	32.7	35.4	29.0	24.6
摊薄EPS	1,033.7	306.8	68.7	-5.4	4.7	35.5	51.3	42.5	30.6	34.7	27.2	22.8
调整后EPS	603.4	223.8	59.7	2.2	9.6	34.3	47.6	40.7	30.0	32.7	26.5	22.1

資料來源：公司，招銀國際預測

利潤表

年結:12月31日 (百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	134	553	1,279	1,727	2,151
直播	-	377	1,058	1,453	1,827
增值服務	58	68	107	118	125
手游	31	35	66	104	120
移動營銷	39	66	47	52	79
其他	6	7	0	0	0
銷售成本	(30)	(240)	(616)	(849)	(1,061)
毛利	104	313	664	878	1,090
銷售費用	(49)	(91)	(221)	(263)	(305)
行政費用	(13)	(20)	(32)	(41)	(50)
研發費用	(20)	(26)	(36)	(56)	(70)
股權激勵	(17)	(32)	(51)	(69)	(86)
經營利潤	6	144	334	451	581
利息收入	8	8	18	30	50
其他收入	0	(2)	4	2	2
稅前利潤	14	150	355	483	633
所得稅	(0)	(5)	(61)	(85)	(112)
非控制股東權益	-	-	1	1	1
淨利潤	14	145	294	399	522
調整後淨利潤	31	177	345	468	608

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結:12月31日 (百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	38	50	73	82	93
物業、厂房及設備	17	15	30	39	50
聯營公司	19	32	35	35	35
無形資產	-	-	-	-	-
其他	2	3	8	8	8
流動資產	504	720	1,102	1,562	2,131
現金及現金等价物	169	258	608	1,053	1,610
定期存款	300	394	403	403	403
應收賬款	15	36	43	58	70
關連款項	-	-	-	-	-
其他	19	33	47	47	47
流動負債	72	134	215	285	342
借債	-	-	-	-	-
應付賬款	10	40	68	91	109
應付稅項	-	-	-	-	-
其他應付款項	62	93	147	194	233
非流動負債	2	2	5	5	5
長期銀行貸款	-	-	-	-	-
其他	2	2	5	5	5
淨資產總值	468	634	956	1,354	1,877
股東權益	468	634	956	1,354	1,877
少數股東權益	-	-	-	-	-

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年结:12月31日 (百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	14	145	294	398	521
折旧和摊销	7	8	12	18	22
营运资金变动	20	31	59	55	46
税务开支	-	-	-	-	-
其他	17	34	51	69	86
经营活动所得现金净额	57	218	415	540	675
购置固定资产、无形资产及土地	(13)	(7)	(27)	(26)	(32)
联营公司	(451)	(494)	-	-	-
其他	130	383	(18)	(1)	(1)
投资活动所得现金净额	(333)	(118)	(45)	(27)	(33)
长期负债变化	-	0	3	-	-
购买普通股的付款	(2)	0	-	-	-
其他	-	(0)	(23)	(68)	(85)
融资活动所得现金净额	(2)	0	(20)	(68)	(85)
现金增加净额	(278)	100	350	445	557
年初现金及现金等价物	451	169	258	608	1,053
汇兑	(3)	(12)	-	-	-
年末现金及现金等价物	169	258	608	1,053	1,610
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	169	258	608	1,053	1,610

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
直播	-	68.1	82.7	84.2	84.9
增值服务	43.6	12.2	8.4	6.8	5.8
手游	23.2	6.4	5.2	6.0	5.6
移动营销	29.0	12.0	3.7	3.0	3.7
其他	4.1	1.2	0.0	0.0	0.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	199.4	312.8	131.3	35.0	24.6
毛利	258.1	199.8	112.1	32.3	24.1
经营利润	121.5	2473.7	130.8	35.2	28.9
净利润	-	469.4	94.9	35.6	30.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	77.9	56.6	51.9	50.9	50.7
税前利率	10.3	27.2	27.8	28.0	29.4
净利润率	10.2	26.3	23.0	23.1	24.3
调整后净利润率	23.2	32.0	27.0	27.1	28.3
有效税率	(1)	(3)	(17)	(18)	(18)
资产负债比率					
流动比率 (x)	7.0	5.4	5.1	5.5	6.2
平均应收账款周转天数	40.6	23.8	12.4	12.3	11.9
平均应付账款周转天数	128.7	61.5	40.3	39.2	37.5
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	3.0	23.7	37.2	35.7	33.7
资产回报率	6.1	27.0	35.5	33.2	31.4
每股数据					
每股盈利(美元)	0.15	0.87	1.66	2.20	2.84
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值(美元)	2.32	3.07	4.54	6.31	8.70

來源: 公司及招銀國際研究部

估值預測

考慮公司長期穩健的運營現金流支撐，我們採用 DCF 估值法作為首選估值，輔之 SOTP 作為可比估值。

(1) DCF 估值

基於 12.6% 的 WACC 及 3% 的長期增長率假設，求得公司 DCF 估值結果為 50.9 美元，相當於 23x FY18 PE，0.75x FY18 PEG，低於同業，首次評級買入。

圖 64：DCF 估值測算及敏感度分析

DCF 估值模型 (US\$ mn)										
現金流量預測	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
息稅前利潤	520	667	798	924	1,048	1,167	1,279	1,384	1,481	1,569
實際稅項	-85	-112	-134	-155	-176	-196	-214	-232	-248	-263
折舊與攤銷	18	22	27	31	35	39	43	46	49	52
營運資本	55	46	77	89	101	113	124	134	143	152
資本開支	-26	-32	-26	-30	-34	-38	-41	-45	-48	-51
自由現金流量	482	591	743	860	974	1,085	1,190	1,288	1,377	1,459
自有現金流同比增速	31%	23%	26%	16%	13%	11%	10%	8%	7%	6%
折合至 2017 年的現金流量	428	466	520	535	539	533	519	499	474	5,240
永續期折現值										15,683

基本參數

WACC	12.6%
稅率	25.0%
無風險利率	3.6%
債務成本	0.0%
Beta	1.10
風險溢價	11.8%
權益成本	12.6%
目標債務/(權益+債務)	0.0%
長期增長率	3.0%
債券價值	0

公司價值計算

現金流折現	9,753
減：淨金融負債	-962
減：少數股東權益	-1
股本價值	10,716
股本數量（百萬）	210
DCF 法之每股價值（美元）	50.9

資料來源：公司，彭博，招銀國際預測

		WACC				
		11%	12%	13%	14%	15%
長期增長率	1.5%	56.2	50.4	47.6	41.8	38.5
	2.0%	57.8	51.6	48.6	42.5	39.0
	2.5%	59.5	52.9	49.7	43.3	39.6
	3.0%	61.5	54.4	50.9	44.1	40.3
	3.5%	63.8	56.0	52.3	45.0	41.0
	4.0%	66.4	57.9	53.9	46.0	41.8
	4.5%	69.3	59.9	55.6	47.2	42.6

圖 65：同業估值比較

公司	股票代碼	貨幣	股價	市值 (百萬美元)	EPS			PE			EPS CAGR	PEG
					FY17E	FY18E	FY19E	FY17E	FY18E	FY19E		
騰訊	700 HK	HKD	333.0	405,567	6.7	8.6	10.8	42.5	33.1	26.3	27%	1.22
阿里巴巴	BABA US	USD	171.5	439,315	32.9	43.9	55.1	34.7	26.0	20.7	29%	0.89
百度	BIDU US	USD	241.5	83,768	45.6	58.8	76.6	35.2	27.4	21.0	30%	0.93
Facebook	FB US	USD	168.8	490,043	5.9	6.9	8.6	28.7	24.6	19.7	21%	1.18
YY	YY US	USD	86.3	5,338	39.7	47.7	56.8	14.5	12.1	10.1	20%	0.61
新浪	SINA US	USD	113.9	8,143	2.8	3.8	5.0	41.1	30.0	22.6	35%	0.86
微博	WB US	USD	98.1	21,444	1.6	2.5	3.6	61.7	38.7	26.9	52%	0.75
平均								36.9	27.4	21.0		0.92

資料來源：彭博

(2) SOTP 估值

根據公司 2018 年收入結構，我們對 4 項細分業務進行可比公司比較。參考各行業平均值，我們分別給予直播/手游/廣告/增值服務 20x/15x/30x/20x FY18 PE, 對應每股價值為 49 美元。

圖 66: 公司 SOTP 估值

SOTP				PE			估值		
(百万美元)	FY18收入	调整后净利润率	净利润	最优	最差	基准	最优	最差	基准
直播	1,453	27%	392	30	15	20	11,771	5,886	7,848
手游	104	20%	21	20	10	15	418	209	313
移动营销	52	30%	15	35	20	30	542	309	464
增值服务	118	30%	35	30	10	20	1,059	353	706
总计	1,727		464				13,789	6,757	9,331
(+) 净现金									962
股本价值									10,293
目标价(美元)									49

資料來源：公司，彭博，招銀國際預測

圖 67: 同業比較

	股票代码	货币	股价	市值 (亿美元)	调整后净利率 FY18E	PE		
						FY16	FY17	FY18
广告								
Facebook	FB US	USD	168.6	4,895	43%	28.7	24.5	19.6
Twitter	TWTR US	USD	16.8	124	10%	54.0	49.4	42.9
新浪	SINA US	USD	113.5	81	15%	40.9	29.9	22.5
微博	WB US	USD	98.0	214	36%	61.7	38.7	26.9
猎豹移动	CMCM US	USD	9.0	13	10%	22.3	15.0	10.8
平均					23%	41.5	31.5	24.5
直播								
YY	YY US	USD	86.5	54	21%	14.5	12.1	10.1
天鸽互动	1980 HK	HKD	5.9	10	35%	16.9	14.0	11.1
平均					28%	15.7	13.0	10.6
会员服务								
Match	MTCH US	USD	23.3	61	20%	29.6	24.7	21.2
平均					20%	29.6	24.7	21.2
游戏								
腾讯	700 HK	HKD	333.0	4,050	26%	42.5	33.1	26.3
网易	NTES US	USD	256.0	336	25%	16.2	13.7	11.7
金山软件	3888 HK	HKD	18.2	31	22%	17.0	11.5	9.4
IGG	799 HK	HKD	10.5	18	29%	10.1	8.1	7.7
畅游	CYOU US	USD	39.0	20	33%	10.0	9.9	9.9
平均					27%	19.1	15.3	13.0

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。

視頻社交、狼人殺等功能後期推廣不及預期。雖然公司擁有強大的市場推廣實力，但考慮視頻社交的用戶心理壁壘及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 83%，考慮廣告業務存在短期形式變更，3Q17 增量趨平。而遊戲增長依賴新游補充對原有爆款遊戲的生命周期接力。如若其他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。