

陌陌 (MOMO, US)

用户、收入和利润继续创历史新高，业绩做支撑、社交筑壁垒，静候下一个增长点 -3Q17 业绩分析

用户净增 310 万至 9,440 万，收入和利润均大幅超预期，下季度指引符合预期。本季度平台用户同比增长 22%至历史新高 9,440 万（不含哈你、外链用户），用户净增 310 万（vs. 610 万 in 2Q17）系公司渠道策略调整，未来有望借助精细化的运营手段提高老用户回流与新用户留存。收入同比增长 125.7%至 \$3.55 亿，环比增长 13.5%，在高基数上继续双位数环比增长，超我们预测和市场预期 3.7%和 4.5%。毛利率受直播收入比重提升，环比下滑 2 个百分点至 49.8%，预计 Q4 引入公会后的流水超额激励将影响约 1 个百分点的毛利率。经调整后净利润同比增长 89.1%至 \$9,364.3 万，高于我们预测和市场预期 4.7% 和 19%；净利率环比改善 2.7 个百分点至 26.4%，主要受销售费用率环比改善 5.9 百分点。4Q17E 的收入指引为 \$3.70 亿-\$3.85 亿，同比增长 50.3%-56.4%，环比增长 4.4%-8.6%，指引中值超市场预期 1.2%。

连接为核心，以多样化的产品形态，满足多元社交和娱乐需求。“连接”是社交平台的核心与壁垒，陌陌推出了快聊、点点等“1”对“1”连接，也有直播、电台、同城视频、动态等“1”对“多”连接，还有派对、来吧狼人杀和群组等“多”对“多”连接，致力于发现和连接身边有趣的人。快聊+在此前版本基础上，结合“点点”对匹配对象的介绍与预览特性，进行了迭代，有效促进了接通转化率，并开启商业化的步伐。本季度新增“电台”等语音互动方式，在降低社交门槛的同时，有效拓宽了娱乐场景与用户群体。本季度“狭义”的秀场直播付费用户为 410 万，同比增长 57.7%，环比两个季度持平，主要系长尾社交主播迁移至其他细分场景，带来的付费用户转移；包括快聊和付费会员在内的付费用户达到 480 万，较去年同期 340 万和上季度 450 万有较快增长。公司计划从四季度借助公会培育专业型潜力主播，通过多样化的专业内容来刺激付费用户的 ARPU 值提升。

陌陌将持续受益线下娱乐线上化的浪潮，直播再造了陌陌，静候下一个增长点。参考 Quest Mobile 数据，陌陌 9 月 DAU 日均使用时长同比增长 18.7%至 49.9 分钟。短视频使用率持续攀升：9 月短视频原创内容日均上传量和日均观看量较 6 月分别增长 30%和 28%(vs. 49%&57% in 6 月)，短视频占平台用户的渗透率自上赛季 49%，进一步提升至 62%，围绕视频建立的关注、转发、评论、点赞和赠送礼物形成多种互动，三季度推出了短视频内容的实时质量评分系统和分层上升的通道，来提高优质内容的曝光率。

投资建议：公司当前市值 USD49.5 亿美元，折合 USD52.4 每活跃用户，因其变现能力的快速提升（3Q17 的单用户季度收入达到 \$3.75 per MAU，同比增长 85.1%），单用户估值已经超过 Snapchat(\$64.3)，在折算单用户的静态 P/S 来看，因为陌陌的货币化能力高，其单用户估值并不贵(3.5x)，与欢聚时代(3.8x)接近，相比较腾讯(12.8x)、微博(19.8x)仍有空间。我们预计陌陌 FY17/18 收入有望同比增长 139.7%和 30.9%，经调整后净利润有望同比增长 101%和 31.7%。当前市值对应 FY17/18 的 PE 分别为 14.5x 和 11.1x，剔除现金后仅为 12.0x 和 8.3x，对应 FY17 年的 PEG 为 0.37。参照 FY18 中国社交类公司平均 27.7x 和海外社交公司平均 32.5x 的 PE 估值，维持买入评级，目标价下调至 \$40.6，对应 FY18 年 P/E 的 18x。

风险提示：活跃用户增速放缓；内容监管风险。

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

王晨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100009
wangchen1@tfzq.com

关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信号

内容目录

1. 公司分析：产品迭代创新，满足用户的多元社交形态	3
1.1. 产品迭代：多样化的产品形态，满足多元的社交和沟通形态.....	3
2. 行业趋势：线下娱乐线上化，“互动”强化连接，“打赏”促成闭环	7
2.1. 货币化能力：付费用户增速推动直播变现继续提升，短视频广告带来移动营销新机会.....	11
3. 财务数据及估值	12
3.1. 财务分析-收入、利润均大幅超市场预期，指引符合预期.....	12
3.2. 运营数据-MAU 继续突破历史新高，但环比增速趋于放缓.....	13
3.3. 估值及投资建议.....	14
3.4. 盈利预测.....	17

图表目录

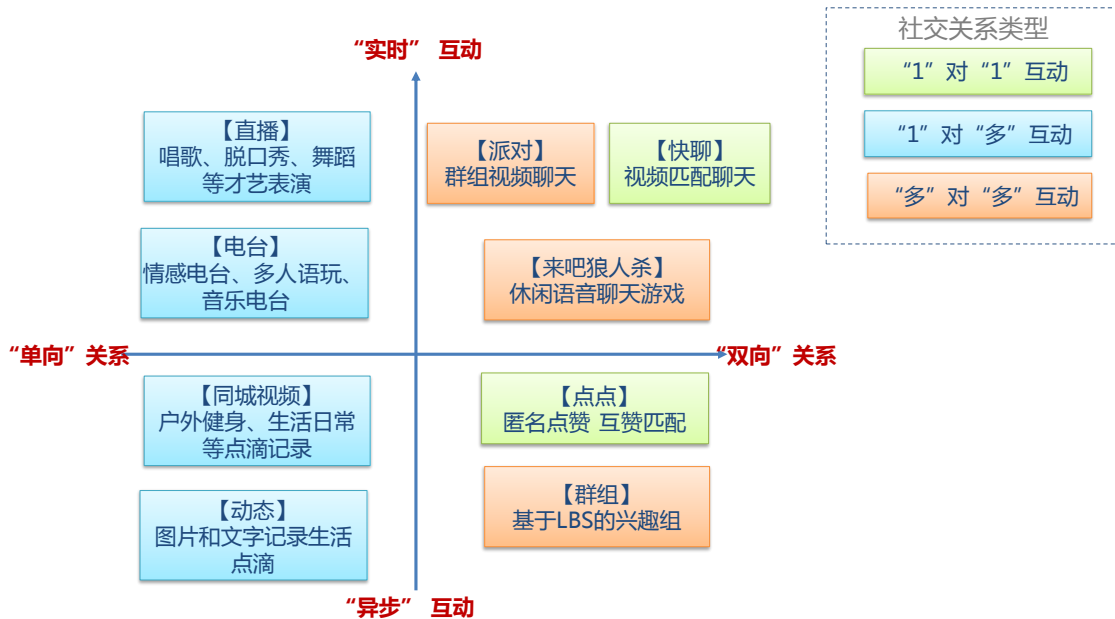
图 1：陌陌的产品功能分类.....	3
图 2：陌陌 MAU 历史增长数据（1Q13A-3Q17A）.....	3
图 3：各个主要主播平台的头部主播流水占比（2017 年 8 月 vs. 2017 年 9 月）.....	4
图 4：各个主要主播平台的头部主播月流水分布.....	4
图 5：陌陌 DAU 的日均使用时长（2014 年 11 月- 2017 年 9 月）.....	5
图 6：陌陌 MAU 及同比增速（2014 年 11 月- 2017 年 9 月）.....	5
图 7：直播及短视频应用的 DAU 时长对比：陌陌 vs. 快手 vs. 映客 vs. 花椒 vs. 火山短视频（2016 年 9 月 vs. 2017 年 9 月）.....	6
图 8：线下娱乐线上化过程的分析.....	7
图 9：演唱会，从“线下”到“线上”.....	8
图 10：访谈，从“线下”到“线上”.....	8
图 11：演艺，从“线下”到“线上”.....	9
图 12：舞蹈表演，从“线下”到“线上”.....	9
图 13：狼人杀，从“线下”到“线上”.....	10
图 14：陌陌单用户货币化能力（3Q13A-3Q17A）.....	11
图 15：全球社交网络应用-单用户收入对比（3Q17）.....	11
图 16：陌陌收入结构的变化（3Q15A vs. 3Q16A vs. 3Q17A）.....	12
图 17：陌陌经调整后净利润及净利率（1Q13A-3Q17A）.....	13
图 18：陌陌 MAU 历史增长数据（1Q13A-3Q17A）.....	13
图 19：全球社交网络上市公司估值对比表（陌陌基于我们预测）.....	14
图 20：陌陌的 Forward PE（基于我们的预测）.....	15
图 21：全球社交网络应用 P/S 对比（基于 Q3 的年化收入测算）.....	15
图 22：全球社交网络应用-单用户收入对比（3Q17）.....	16
图 23：全球社交网络应用-单用户估值对比（3Q17）.....	16
图 24：陌陌公司盈利预测.....	17

1. 公司分析：产品迭代创新，满足用户的多元社交形态

1.1. 产品迭代：多样化的产品形态，满足多元的社交和沟通形态

连接为核心，以多样化的产品形态，满足多元社交和娱乐需求。“连接”是社交平台的核心与壁垒，陌陌推出了快聊、点点等“1”对“1”连接，也有直播、电台、同城视频、动态等“1”对“多”连接，还有派对、来吧狼人杀和群组等“多”对“多”连接，致力于发现和连接身边有趣的人。

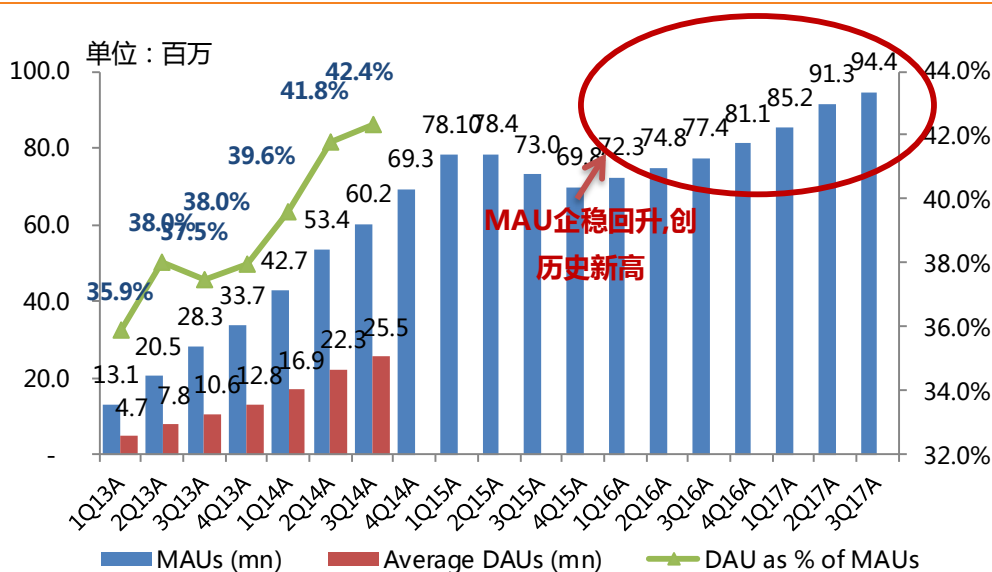
图 1：陌陌的产品功能分类



资料来源：陌陌，天风证券研究所

快聊+在此前版本基础上，结合“点点”对匹配对象的介绍与预览特性，进行了迭代，有效促进了接通转化率，并开启商业化的步伐。本季度新增“电台”等语音互动方式，在降低社交门槛的同时，有效扩宽了娱乐场景与用户群体。

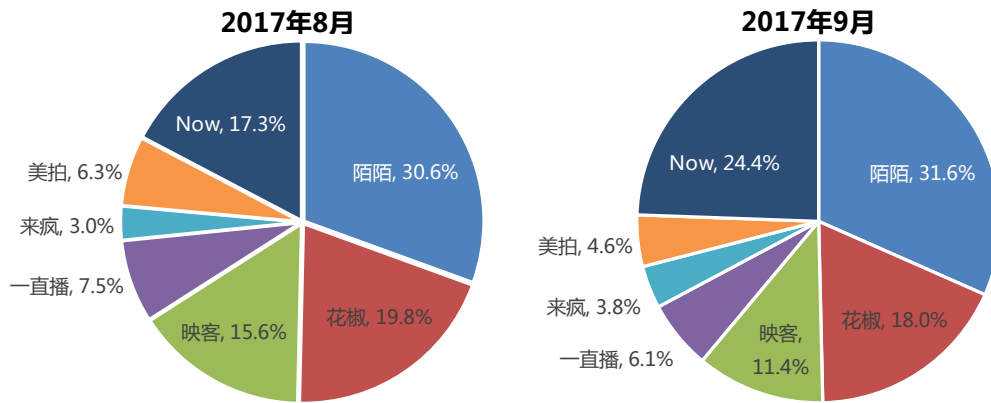
图 2：陌陌 MAU 历史增长数据 (1Q13A-3Q17A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

本季度“狭义”的秀场直播付费用户为 410 万，同比增长 57.7%，环比两个季度持平，主要系长尾社交主播迁移至其他细分场景，带来的付费用户转移；包括快聊和付费会员在内的付费用户达到 480 万，较去年同期 340 万和上季度 450 万有较快增长。公司计划从四季度借助公会培育专业型潜力主播，通过多样化的专业内容来刺激付费用户的 ARPU 值提升。

图 3：各个主要主播平台的头部主播流水占比（2017 年 8 月 vs. 2017 年 9 月）



资料来源：今日网红，天风证券研究所

注：每个平台提取流水最高的 200 个主播，来计算其相对市场份额。

图 4：各个主要主播平台的头部主播月流水分布

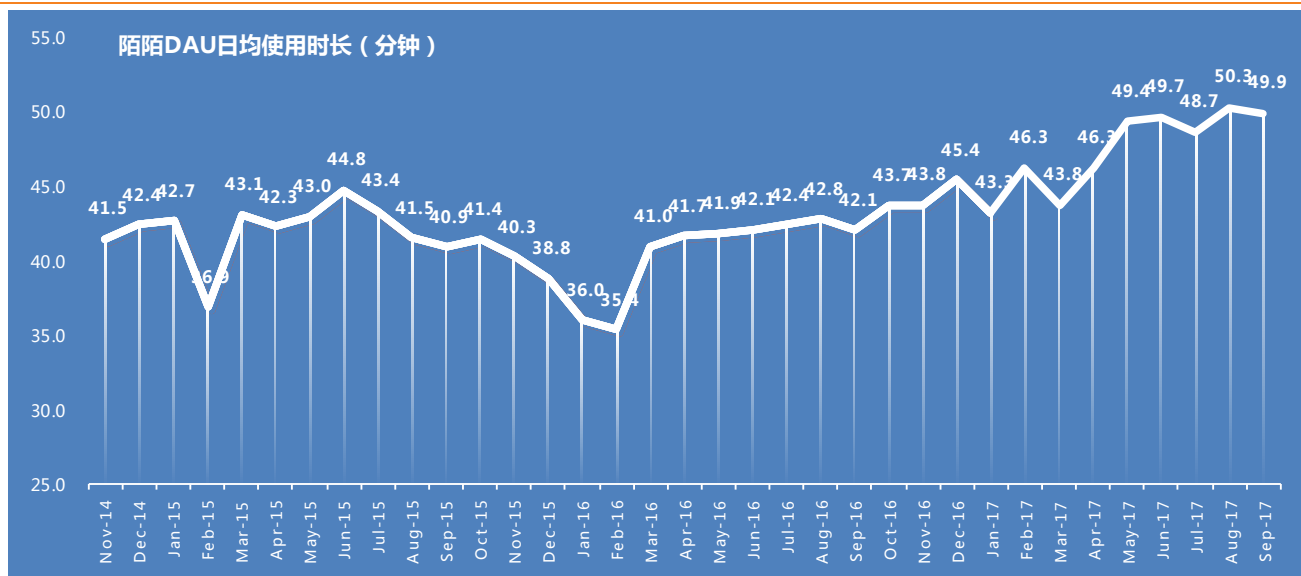
9月主播收入人数分布图

平台	10—20万 主播人数	20-50万 主播人数	50-100万 主播人数	100万以上 主播人数
映客	59	21	4	3
花椒	166	62	7	4
陌陌	140	115	29	16
一直播	33	10	0	1
来疯	14	5	1	0
美拍	0	5	9	2
NOW	123	111	19	8

资料来源：今日网红，天风证券研究所

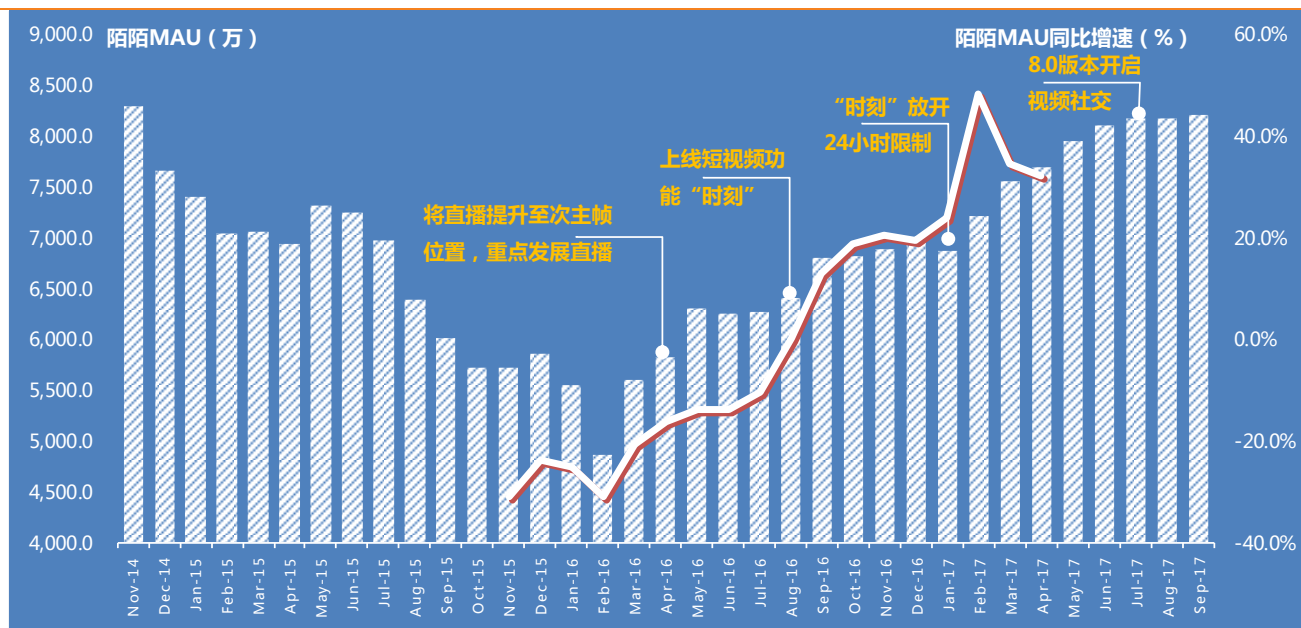
为了更详尽地跟踪陌陌的用户发展细节，我们参考了 Quest Mobile 数据：陌陌在 2017 年 9 月的 DAU 日均使用时长达到 49.9 分，同比增长 18.7%；9 月份的 MAU 同比增速达到 20.7%，直播和短视频产品迭代升级后，陌陌的 MAU 同比增速一直处于改善过程中。

图 5：陌陌 DAU 的日均使用时长（2014 年 11 月- 2017 年 9 月）



资料来源：Quest Mobile (2017 年 11 月), 天风证券研究所

图 6：陌陌 MAU 及同比增速（2014 年 11 月- 2017 年 9 月）

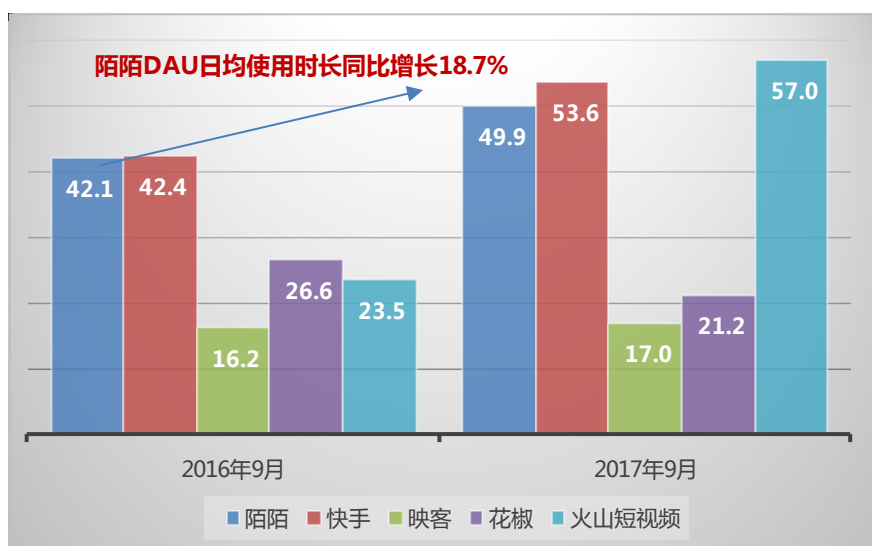


资料来源：Quest Mobile (2017 年 11 月), 天风证券研究所

我们也对目前主要的直播及短视频参与者的用户市场做了对比分析，截止 2017 年 9 月：

- 陌陌的 DAU 日均使用时长为 49.9 分钟，同比增长 18.7%；
- 快手的 DAU 日均使用市场为 53.6 分钟，同比增长 26.4%；
- 映客的 DAU 日均使用时长为 17 分钟，同比增长 4.8%；
- 花椒的 DAU 日均使用时长为 21.2 分钟，同比下滑 20.3%；
- 火山小视频（今日头条旗下）的 DAU 日均使用时长为 57 分钟，同比增长 142.2%。

图 7：直播及短视频应用的 DAU 时长对比：陌陌 vs. 快手 vs. 映客 vs. 花椒 vs. 火山短视频 (2016 年 9 月 vs. 2017 年 9 月)



资料来源：Quest Mobile (2017 年 11 月), 天风证券研究所

2. 行业趋势：线下娱乐线上化，“互动”强化连接，“打赏”促成闭环

我们回顾了近几年娱乐方式的演变历程：线下娱乐线上化，虽然仅仅在“工具层面”发生了细微的变化，但带来的是覆盖人群、互动与反馈机制，以及商业价值的全方位变化。我们理解直播是把线下的“酒吧演艺”、“相声二人转”、“歌厅表演”搬到了线上，虽然只是传播媒介的变化，但衍生出一个超过 300 亿产业规模的直播行业，甚至线上狼人杀都是一个十亿量级的产业机会。从营收的角度而言，16 年才开始产生规模收入的直播，当年已经成为陌陌第一大收入来源，占总体营收 68.1%。

对比来看，线上娱乐相比较线下娱乐：

1. 覆盖人群

- a) **来源**：线上观众或参与者来自全国，甚至全球，不受地域限制；线下娱乐主要来自本地，地域局限较为明显；
- b) **参与者规模**：以陌陌 17 惊喜夜为例，同时在线人数超过 300 万人，唯一限制的是带宽；线下娱乐受到场地限制，即使是大型演唱会，同时在场人数最多上万人。

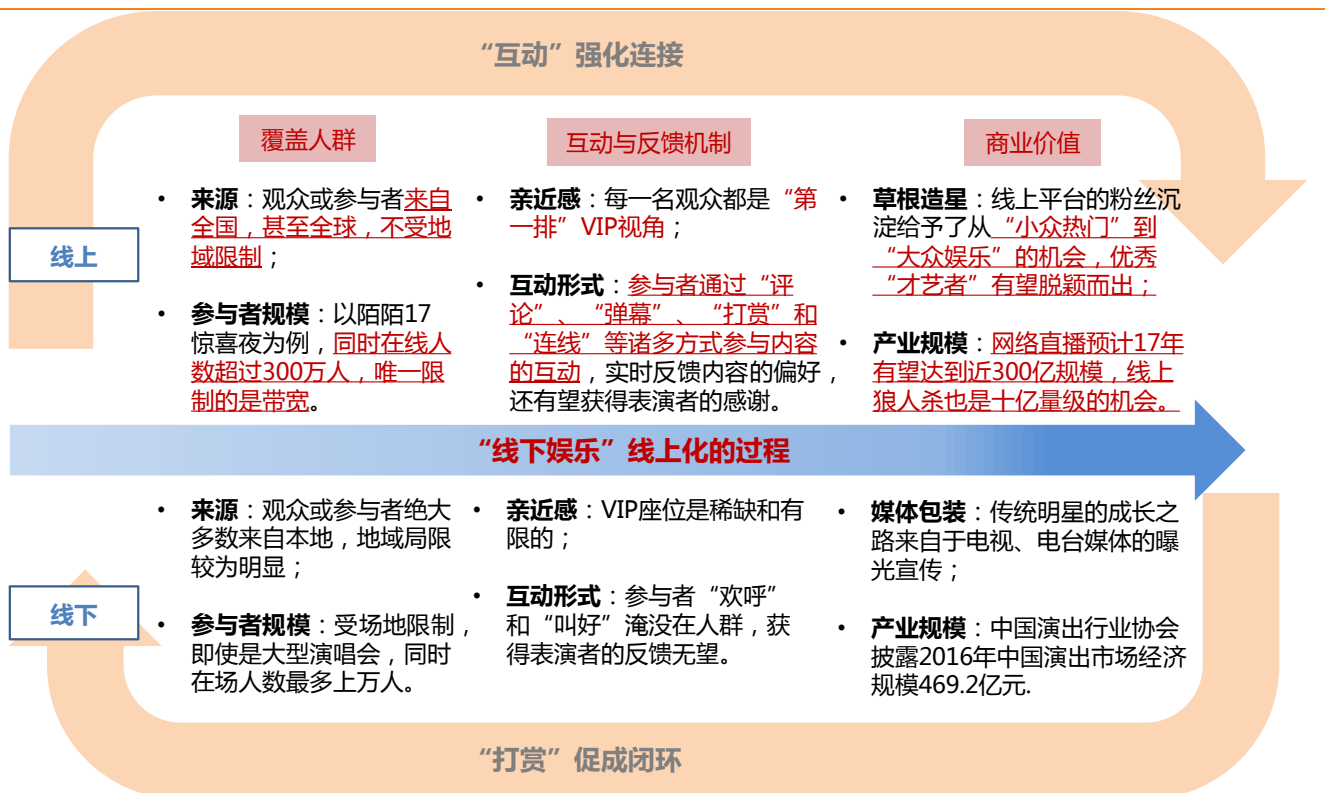
2. 互动与反馈机制

- a) **亲近感**：线上娱乐而言，每一名观众都是“第一排”VIP 视角；而线下娱乐中，VIP 座位是稀缺和有限的；
- b) **互动形式**：线上娱乐可以通过参与者通过“评论”、“弹幕”、“打赏”和“连线”等诸多方式参与内容的互动，实时反馈内容的偏好，还有望获得表演者的感谢；线下娱乐中，参与者“欢呼”和“叫好”淹没在人群，获得表演者的反馈无望。

3. 商业价值

- a) **明星之路**：线上平台的粉丝沉淀给予了从“小众热门”到“大众娱乐”的机会，优秀“才艺者”有望脱颖而出；传统明星的成长之路来自于电视、电台媒体的曝光宣传；
- b) **产业规模**：网络直播预计 17 年有望达到近 300 亿规模，线上狼人杀也是十亿量级的机会，这是目前看到的两个细分市场，未来还有更多可能出现；线下娱乐而言，中国演出行业协会披露 2016 年中国演出市场经济规模 469.2 亿元。

图 8：线下娱乐线上化过程的分析



资料来源：陌陌，中国演出行业协会，天风证券研究所

图 9：演唱会，从“线下”到“线上”



“过去”-演唱会

现场最多容纳数万人

“现在”-演唱会

线上线下可容纳300万人以上

资料来源：百度图片，陌陌产品截图，天风证券研究所

图 10：访谈，从“线下”到“线上”



“过去”-访谈

观众需要举手方可互动

“现在”-访谈

观众实时互动、提问

资料来源：百度图片，陌陌产品截图，天风证券研究所

图 11：演艺，从“线下”到“线上”



“过去”-演艺

演出收益事后才知道

“现在”-演艺

实时反馈演出的收益

资料来源：百度图片，陌陌产品截图，天风证券研究所

图 12：舞蹈表演，从“线下”到“线上”



“过去”-舞蹈表演

远处的观众看不清演员

“现在”-舞蹈表演

观众皆是第一排

资料来源：百度图片，陌陌产品截图，天风证券研究所

图 13：狼人杀，从“线下”到“线上”



“过去”-狼人杀

场地、时间限制需事先组局

“现在”-狼人杀

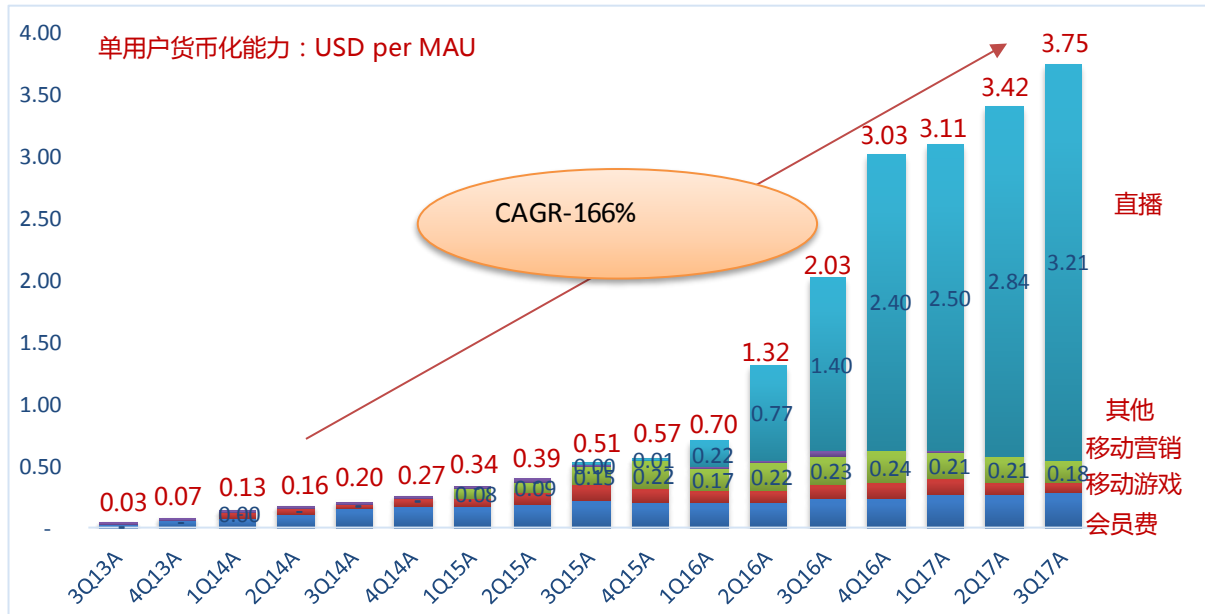
随时随地可以开始

资料来源：百度图片，陌陌产品截图，天风证券研究所

2.1. 货币化能力：付费用户增速推动直播变现继续提升，短视频广告带来移动营销新机会

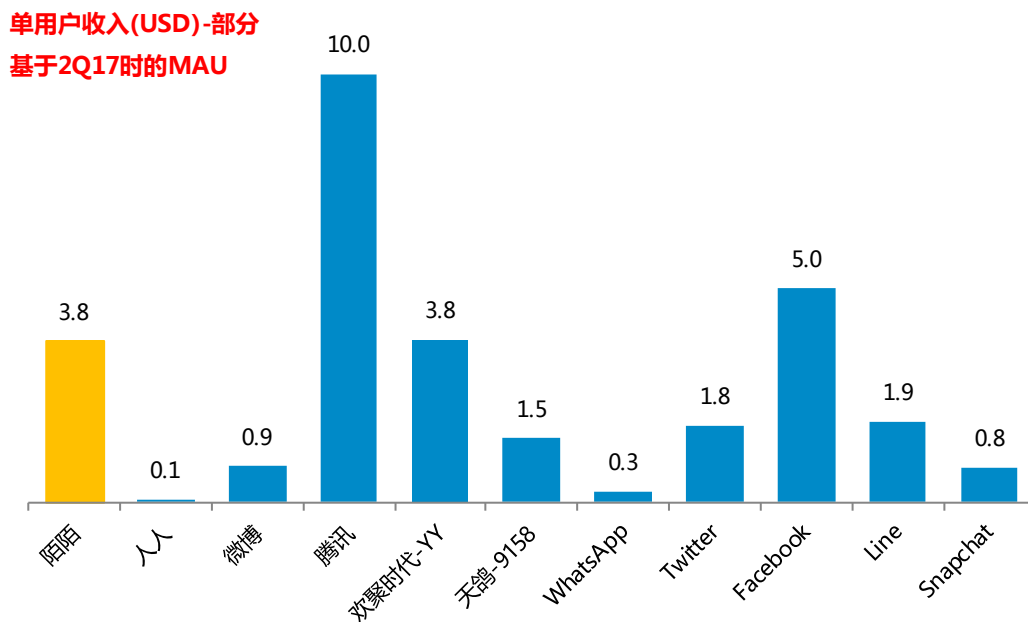
陌陌 14 年刚上市的时候，主要营收绝大多数来自会员费；从 14 年初开始，移动游戏的营收贡献开始凸显；15 年移动营销开始贡献营收；16 年引入直播后，迅速成为陌陌最重要的营收来源，充分体现出社交网络的公司，只要用户流量能够予以保持，盈利场景和方式是丰富多样的。

图 14：陌陌单用户货币化能力（3Q13A-3Q17A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：全球社交网络应用-单用户收入对比（3Q17）



资料来源：Bloomberg(2017 年 11 月 27 日)，公司公告，天风证券研究所

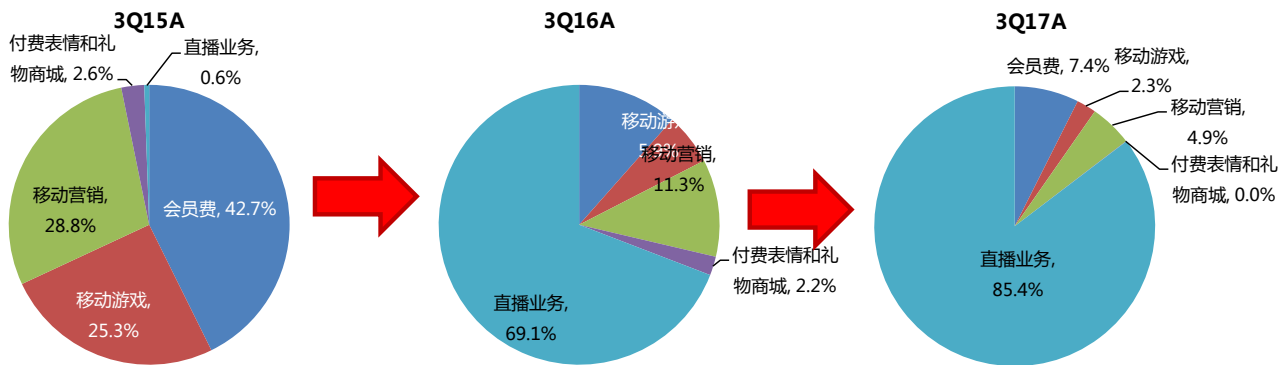
3. 财务数据及估值

3.1. 财务分析-收入、利润均大幅超市场预期，指引符合预期

MAU 季度新增 310 万至历史新高 9,440 万, 同比增速维持在 20%(vs.22.1% in 2Q17 vs. 17.8% in 1Q17 vs. 16.2% in 4Q16)。受益于直播业务的持续爆发(季度环比增长 16.6% 至\$3.03 亿, 收入同比增长 125.7%,超我们预测 3.7%和市场预期 4.5% ; 净利润同比增长 89.1% , 高于我们预测 4.7% , 超市场预期 19% ; Q4 收入指引中值超市场预期 1.2%

- **收入** : 3Q17A 收入为 3.55 亿美元, 同比增长 125.7% , 环比增长 13.5% , 在高基础上继续环比超过 2 位数的增长 ;
 - **直播业务** : 同比增长 178.7%至\$3.03 亿, 环比增长 16.6% , 占总收入 85.4% ; 付费用户达到 410 万, 环比持平 ;
 - **包括会员费在内的增值服务费** 同比增长 45.3%至\$2,625.6 万 环比增长 6.6% ;
 - **手游** : 同比下滑 13.6%至\$802.4 万, 环比下滑 12.2% ;
 - **移动营销** : 3Q17 为\$1,744.1 万, 同比下滑 1.4% , 环比下滑 8.3% ;

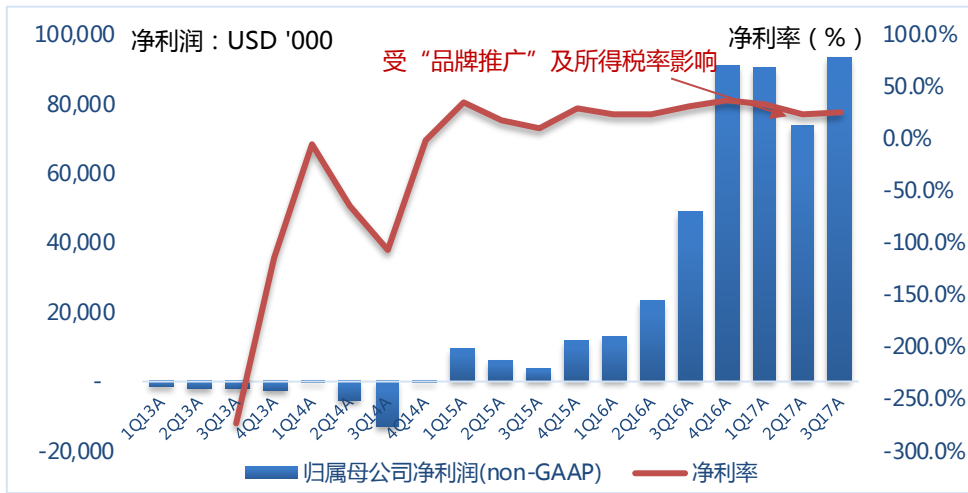
图 16 : 陌陌收入结构的变化 (3Q15A vs. 3Q16A vs. 3Q17A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- **毛利及毛利率** : 3Q17 为\$1.76 亿, +99.9% YoY, +9.2% QoQ, 毛利率为 49.8% , 受直播收入比重提高, 同比下滑 6.4 个百分点 ;
- **经调整后运营利润及利润率** 3Q17 为\$1.04 亿, 同比增长 117.3% 环比增长 18.9% , 运营利润率达到 29.2% , 同比下滑 1.1 百分点, 环比提升 1.3 百分点, 销售费用率同比和环比均有所改善, 主要是毛利率的下滑 ;
- **归属股东的净利润 (non-GAAP)** : 3Q17A 为\$9,364.3 万, 同比增长 89.1% , 环比增长 26.6% ; 净利率为 26.4% , 同比下滑 5.1 百分点, 环比改善 2.7 百分点, 主要是毛利率以及所得税率的影响 ;
- **现金及现金合计物** : 截止 9 月 30 日有 \$9.5 亿 ;
- **业绩指引** : 管理层预计 4Q17E 的收入指引为\$3.70 亿-\$3.85 亿, 同比增长 50.3%-56.4% , 环比增长 4.4%-8.6% , 指引中值超市场预期 1.2%

图 17 : 陌陌经调整后净利润及净利率 (1Q13A-3Q17A)

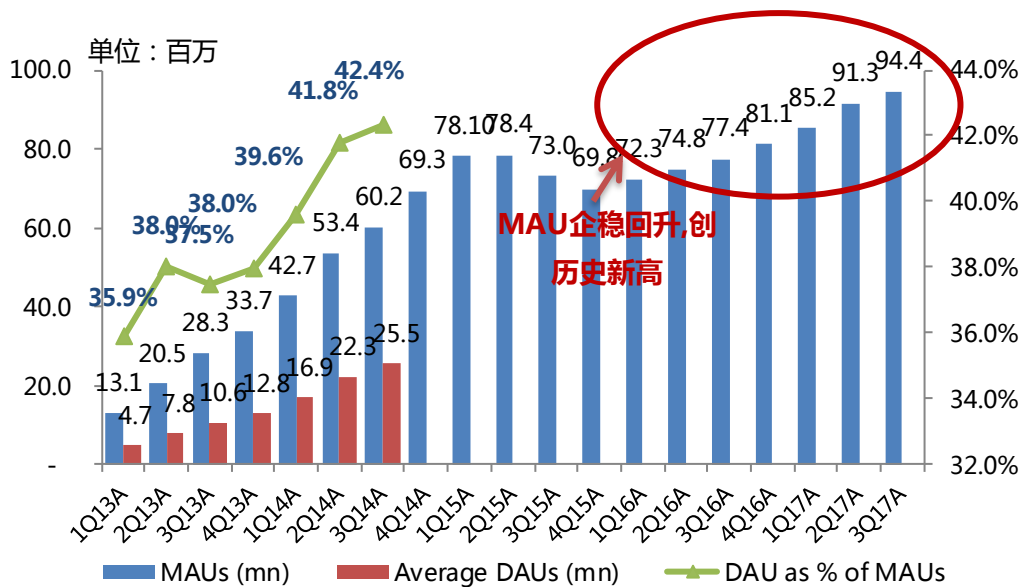


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.2. 运营数据-MAU 继续突破历史新高, 但环比增速趋于放缓

- **月活跃用户 (MAU)**: MAU 为 9,440 万 (不包括哈你直播的用户数), 同比增长 22%, 环比增长 3.4%, 突破用户新高, 但同比增速较上个季度有所放缓, 季度净增用户 310 万;
- **付费会员数**: 本季度付费会员为 480 万, 同比增长 41.2%, 环比增长 6.7%, 占 MAU 的比重为 5.2%;
- **直播付费用户数**: 达到 410 万, 同比增长 57.7%, 环比持平; 付费用户的季度 ARPPU 为 \$71.0, 同比增加 59.8%, 环比增加 5.5%。

图 18 : 陌陌 MAU 历史增长数据 (1Q13A-3Q17A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.3. 估值及投资建议

公司当前市值 USD49.5 亿美元，折合 USD52.4 每活跃用户，因其变现能力的快速提升（3Q17 的单用户季度收入达到 \$3.75 per MAU，同比增长 85.1%），单用户估值已经超过 Snapchat(\$64.3)，在折算单用户的静态 P/S 来看，因为陌陌的货币化能力高，其单用户估值并不贵(3.5x)，与欢聚时代 (3.8x)接近，相比较腾讯(12.8x)、微博(19.8x)仍有空间。

我们预计陌陌 FY17/18 收入有望同比增长 139.7%和 30.9%，经调整后净利润有望同比增长 101%和 31.7%。当前市值对应 FY17/18 的 PE 分别为 14.5x 和 11.1x，剔除现金后仅为 12.0x 和 8.3x，对应 FY17 年的 PEG 为 0.37。参照 FY18 中国社交类公司平均 27.7x 和海外社交公司平均 32.5x 的 PE 估值，维持买入评级，目标价下调至 \$40.6，对应 FY18 年 P/E 的 18x。

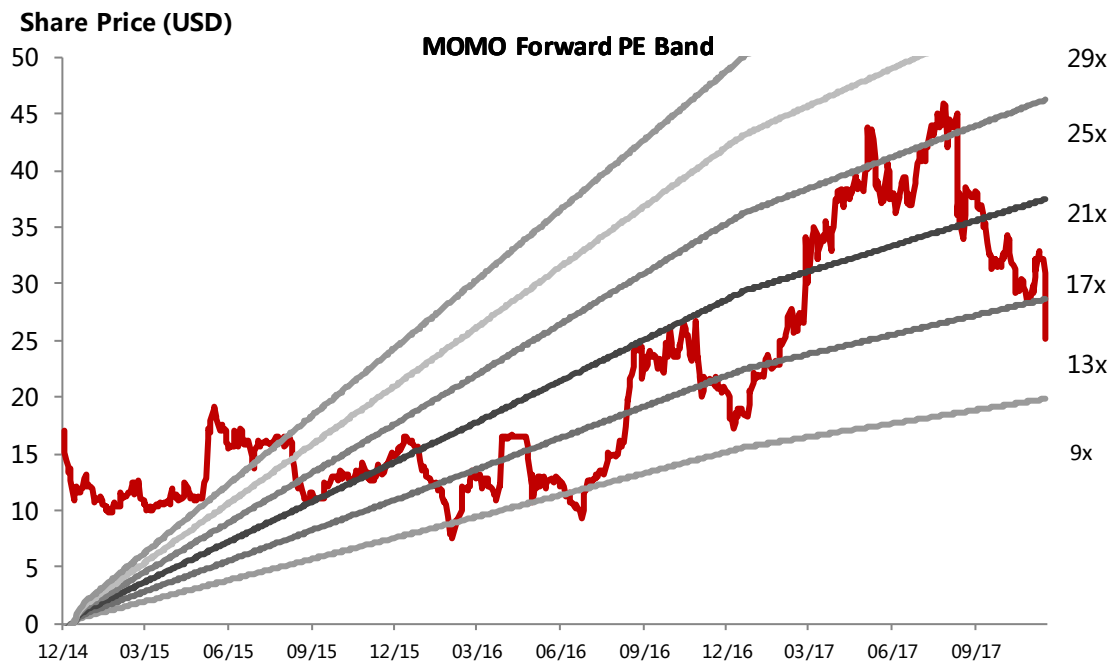
风险提示：活跃用户增速放缓；内容监管风险。

图 19：全球社交网络上市公司估值对比表（陌陌基于我们预测）

Ticker	Company	FX	Last Close	Market Cap USD mm	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG			ROE		
					FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18
700 HK Equity	腾讯	USD	411.6	500,827	73.0	50.7	38.9	21.6	13.6	9.6	21.7	13.9	10.0	2.3	1.6	1.2	30%	31%	30%
RENN US Equity	人人网	USD	9.4	640	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-11%	n.a.	n.a.
YY US Equity	欢聚时代	USD	111.3	7,019	28.2	17.9	14.6	5.4	3.6	2.6	5.7	4.1	3.2	1.6	1.0	0.8	35%	36%	31%
1357 HK Equity	美图	USD	11.0	6,007	n.a.	n.a.	44.2	22.7	8.3	4.2	26.4	9.5	4.9	n.a.	n.a.	n.a.	-1620%	-7%	17%
1980 HK Equity	天鸽	USD	6.3	1,032	31.5	18.0	14.9	n.a.	n.a.	n.a.	8.1	6.2	5.1	n.a.	n.a.	n.a.	9%	12%	14%
WB US Equity	微博	USD	116.0	25,364	158.1	68.4	42.5	38.3	21.7	14.3	38.9	22.4	15.2	2.9	1.3	0.8	20%	37%	40%
MOMO US Equ	陌陌	USD	25.1	4,945	28.3	14.5	11.1	8.1	3.1	2.1	8.6	3.7	2.8	0.1	0.2	0.4	28%	41%	45%
中国社交					63.8	33.9	27.7	19.2	10.1	6.6	17.1	9.9	6.9	1.7	1.0	0.8	19%	25%	29%
FB US Equity	Facebook	USD	182.4	532,379	43.9	26.0	25.1	18.4	12.2	8.9	19.5	13.2	10.0	1.5	0.9	0.9	21%	24%	23%
TWTR US Equity	Twitter	USD	21.8	16,215	42.0	52.2	47.7	5.9	5.7	5.1	6.3	6.8	6.4	1.2	1.5	1.4	9%	6%	6%
SNAP US Equity	Snap	USD	13.6	16,390	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18.6	11.8	n.a.	20.7	12.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-34%	-33%
2121 JP Equity	Mixi	USD	5,250.0	3,680	7.4	7.7	8.1	1.6	1.4	1.3	2.0	2.0	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	75%	37%	28%
3938 JP Equity	Line	USD	4,840.0	9,660	115.3	73.8	63.5	6.8	0.7	(0.1)	7.4	6.3	5.5	2.5	1.6	1.4	13%	9%	9%
112040 KS Equi	WeMade	kER	38,200.0	596	n.a.	79.7	25.9	5.8	3.7	3.0	5.7	5.8	4.7	n.a.	n.a.	n.a.	-17%	2%	7%
035420 KS Equi	Naver	kER	812,000.0	24,846	32.8	31.6	24.9	6.1	5.1	4.3	6.6	5.7	5.0	1.3	1.3	1.0	29%	20%	20%
海外社交					48.3	45.2	32.5	7.4	6.8	4.9	7.9	8.6	6.6	1.6	1.3	1.2	22%	9%	8%

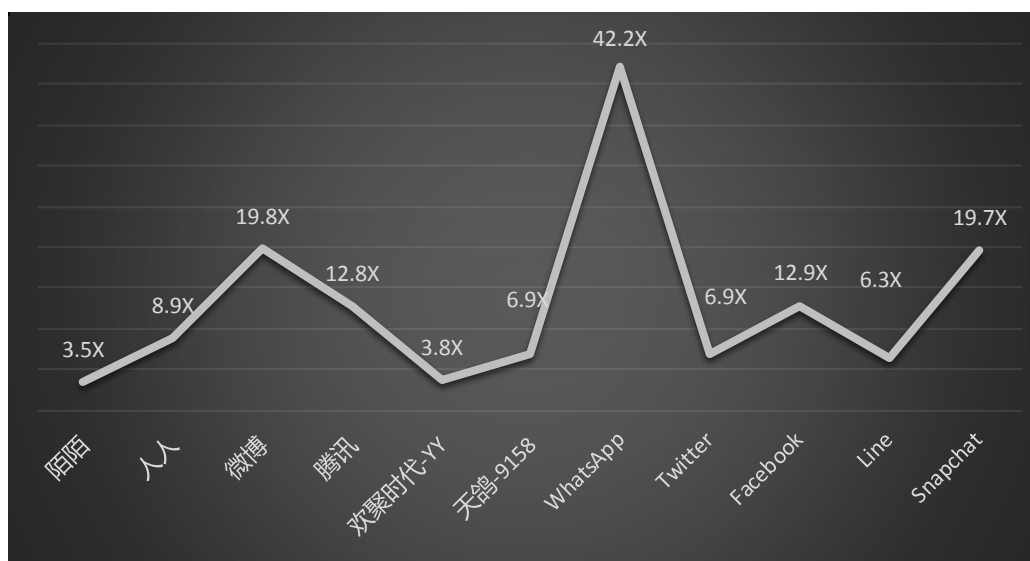
资料来源：Bloomberg(2017 年 11 月 29 日)，公司公告，天风证券研究所

图 20 : 陌陌的 Forward PE (基于我们的预测)



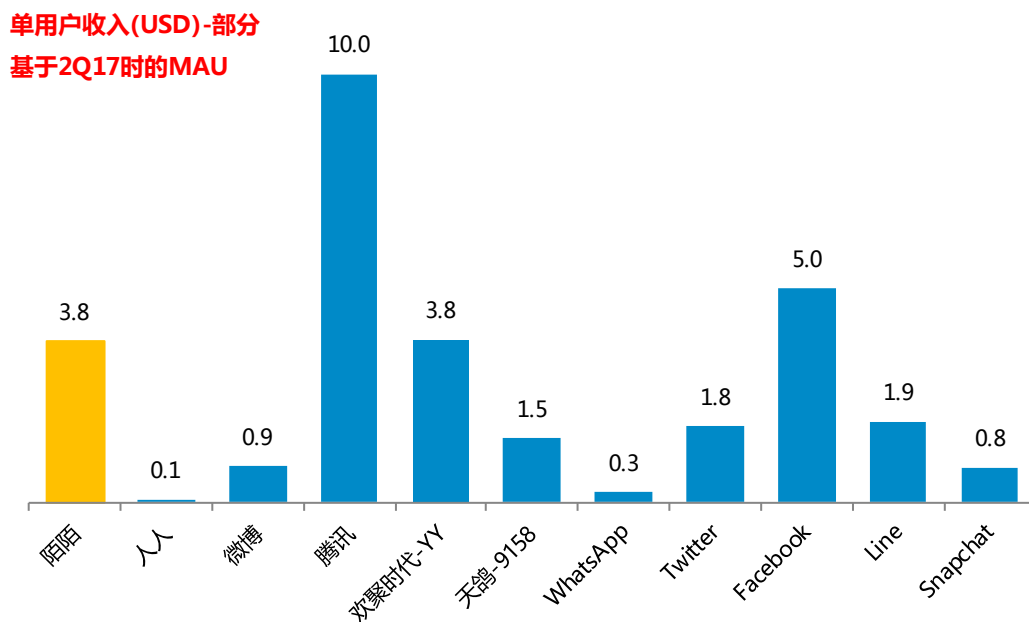
资料来源 : Bloomberg(2017 年 11 月 29 日), 公司公告, 天风证券研究所

图 21 : 全球社交网络应用 P/S 对比 (基于 Q3 的年化收入测算)



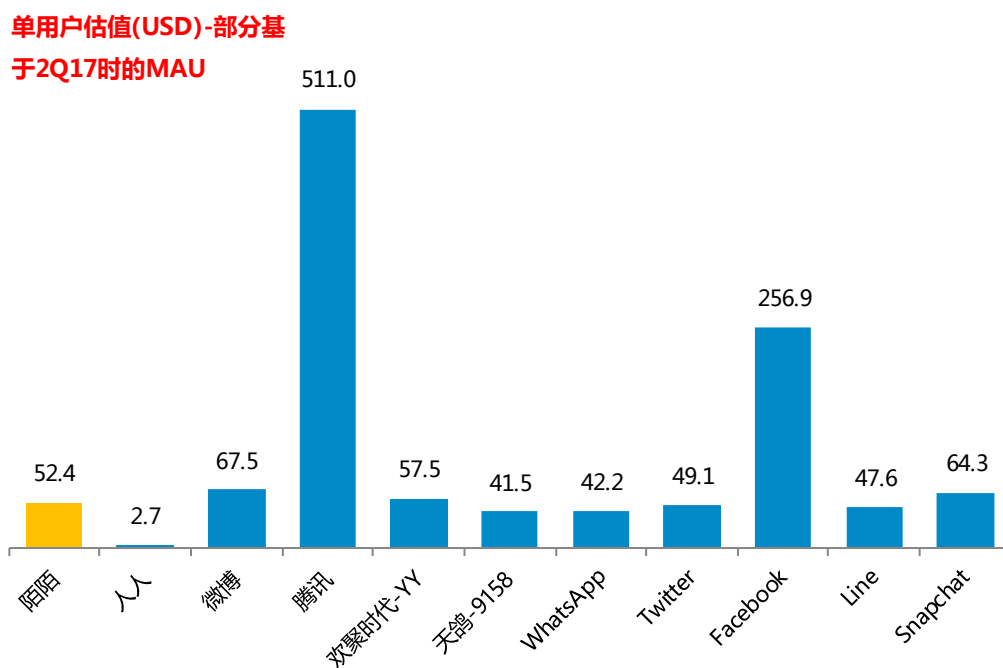
资料来源 : Bloomberg(2017 年 11 月 29 日), 公司公告, 天风证券研究所

图 22：全球社交网络应用-单用户收入对比（3Q17）



资料来源：Bloomberg(2017年11月27日)，公司公告，天风证券研究所

图 23：全球社交网络应用-单用户估值对比（3Q17）



资料来源：公司公告，Bloomberg（2017年11月27日），Statista，天风证券研究所

3.4. 盈利预测

图 24：陌陌公司盈利预测

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E
Total Revenue (in USD '000)	26,324	30,726	37,476	39,462	50,922	99,012	157,046	246,118	265,238	312,224	354,453	393,666
QoQ % Change	41.9%	16.7%	22.0%	5.3%	29.0%	94.4%	58.6%	56.7%	7.8%	17.7%	13.5%	11.1%
YoY % Change	383.4%	264.1%	204.2%	112.7%	93.4%	222.2%	319.1%	523.7%	420.9%	215.3%	125.7%	60.0%
Live broadcasting services	-	-	212	1,019	15,578	57,912	108,595	194,840	212,577	259,417	302,603	332,793
QoQ % Change						271.8%	87.5%	79.4%	9.1%	22.0%	16.6%	10.0%
YoY % Change									1264.6%	348.0%	178.7%	70.8%
Membership subscription	13,021	14,834	16,002	14,605	14,863	15,599	18,074	19,067	22,867	24,636	26,256	29,804
QoQ % Change	9.4%	13.9%	7.9%	-8.7%	1.8%	5.0%	15.9%	5.5%	19.9%	7.7%	6.6%	13.5%
YoY % Change	311.3%	165.9%	75.7%	22.7%	14.1%	5.2%	12.9%	30.6%	53.9%	57.9%	45.3%	56.3%
Mobile games	6,134	7,674	9,499	7,775	7,434	7,436	9,284	11,299	11,561	9,143	8,024	7,859
QoQ % Change	41.1%	25.1%	23.8%	-18.1%	-4.4%	0.0%	24.9%	21.7%	2.3%	-20.9%	-12.2%	-2.1%
YoY % Change	212.5%	210.1%	287.2%	78.9%	21.2%	-3.1%	-2.3%	45.3%	55.5%	23.0%	-13.6%	-30.4%
Other services	1,125	1,485	986	732	689	1,496	3,411	1,182	344	10	129	8
QoQ % Change	50.6%	32.0%	-33.6%	-25.8%	-5.9%	117.1%	128.0%	-65.3%	-70.9%	-97.1%	1190.0%	-94.0%
YoY % Change	290.6%	398.3%	117.2%	-2.0%	-38.8%	0.7%	245.9%	61.5%	-50.1%	-99.3%	-96.2%	-99.3%
Gross profit (in USD '000)	20,642	24,470	28,896	29,668	30,692	56,760	88,284	135,899	144,794	161,556	176,486	194,271
QoQ % Change	56.6%	18.5%	18.1%	2.7%	3.5%	84.9%	55.5%	53.9%	6.5%	11.6%	9.2%	10.1%
YoY % Change	623.5%	389.8%	262.8%	125.1%	48.7%	132.0%	205.5%	358.1%	371.8%	184.6%	99.9%	43.0%
Gross margin	78.4%	79.6%	77.1%	75.2%	60.3%	57.3%	56.2%	55.2%	54.6%	51.7%	49.8%	49.3%
Operating Profit (in USD '000)	5,039	-441	-2,455	3,471	4,927	14,004	37,198	88,357	91,043	73,746	89,002	98,882
QoQ % Change					41.9%	184.2%	165.6%	137.5%	3.0%	-19.0%	20.7%	11.1%
YoY % Change								2445.6%				11.9%
Adj. operating margin (GAAP basis)	19.1%	-1.4%	-6.6%	8.8%	9.7%	14.1%	23.7%	35.9%	34.3%	23.6%	25.1%	25.1%
Net Income (in USD '000)	6,699	1,705	-994	6,131	8,030	15,697	39,883	85,111	81,208	60,762	79,089	84,850
QoQ % Change	-163.7%	-74.5%	-158.3%	-716.8%	31.0%	95.5%	154.1%	113.4%	-4.6%	-25.2%	30.2%	7.3%
YoY % Change	-282.5%	-124.2%	-93.2%	-158.3%	19.9%	820.6%	-4112.4%	1288.2%	911.3%	287.1%	98.3%	-0.3%
Net margin	25.4%	5.5%	-2.7%	15.5%	15.8%	15.9%	25.4%	34.6%	30.6%	19.5%	22.3%	21.6%
Non GAAP Net Income (in USD '000)	9,442	5,957	3,706	11,818	13,675	23,512	50,395	92,845	90,717	74,178	93,753	101,136
QoQ % Change					15.7%	71.9%	114.3%	84.2%	-2.3%	-18.2%	26.4%	7.9%
YoY % Change								685.6%				8.9%
Non-GAAP net margin	35.9%	19.4%	9.9%	29.9%	26.9%	23.7%	32.1%	37.7%	34.2%	23.8%	26.5%	25.7%
GAAP EPADS, diluted (in USD)	0.03	0.01	-0.01	0.03	0.04	0.08	0.19	0.41	0.40	0.29	0.38	0.41
QoQ % Change					30.6%	97.2%	148.7%	111.7%	-4.1%	-26.2%	30.0%	7.3%
YoY % Change				-115.6%	19.1%	821.2%	-3551.3%	1255.6%	895.5%	272.5%	94.8%	-1.3%
Non-GAAP EPADS, diluted (in USD)	0.05	0.03	0.02	0.06	0.07	0.12	0.24	0.45	0.44	0.36	0.45	0.48
QoQ % Change				178.6%	15.4%	73.4%	104.6%	87.4%	-1.8%	-19.4%	26.3%	7.9%
YoY % Change				-136.6%	43.9%	294.9%	1040.8%	667.2%	553.0%	203.6%	87.3%	7.9%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com