

# 映客 (3700.HK): 持续创新聚拢高价值社群, 货币化稳健迎利润释放

## 事件

中国领先的移动直播平台映客于 7 月 12 日港股 IPO (股票代码 3700), 发行价为 3.85 港元 (居于前期发行价区间 3.85~5.00 港元的区间下限), 募集资金净额约 10.49 亿港元。IPO 首日, 公司股价盘中涨幅一度超过 40%, 收盘价 4.26 港元 (+10.65%), 收盘市值 85.86 亿港元。

## 点评

1、自 2015 年 5 月正式推出映客 App 至今, 映客凭借其出色的用户群定位和运维, 以及持续的产品创新能力, 最终在“千播大战”中脱颖而出, 成为香港资本市场娱乐直播第一股。映客是中国领先的移动端直播平台, 截至 2017 年末, 公司已累计吸引逾 1.945 亿名注册用户, 并以 2017 年 39.42 亿元收入位列中国移动直播平台第二名, 市占率达 15.3%。在国内移动直播平台中, 映客在一二线城市用户占比、女性用户占比、月收入超 1 万元用户占比上位列第一, 用户群定位出色。同时, 映客也是行业中率先推出三连麦、实时美颜、实时提现、直播对战、多人直播间、千人千面的创新产品体验的移动直播平台, 产品创新力居行业之先。

2、货币化能力持续表现优异, 费用控制带动利润水平显著释放。2018 年一季度, 映客平均月活用户数、平均月付费用户数、月活主播数分别为 2525 万人、73 万人, 环比分别增长 0.3% 和 11.8%; 月活用户数 93 万人, 环比下降 38.6%, 但平台季度充值金额 11.81 亿元 (-10.3%YoY), 下滑幅度远小于主播数, 或表明平台中尾部主播出现出清提升整体运营效率。2017 年, 公司营业收入下降 9.07% 至 39.42 亿元, 毛利率略降 2.4ppt 至 35.4%; 而销售及推广支出占收入比例则大幅减少 8.0ppt 至 8.7%, 带来利润的大幅释放; 2017 年, 公司调整后净利润 (率) 为 7.92 亿元 (20.1%), 同比增长 39.4% (+7.0ppt)。一直以来, 映客都保持了充沛的现金流, 2016、2017 年经营性净现金流分别为 12.93 亿元和 7.34 亿元。

3. 募集资金将主要用于丰富产品内容, 开展营销活动。本次 IPO 映客预计募集资金净额约 10.49 亿港元, 募集资金将主要用于开发、优化及运营新产品等。在用户层面, 映客将积极提升品牌形象, 开展线上线下营销活动, 在扩大客户群的同时推广新产品及服务。产品研发方面, 映客致力于优化现有产品功能, 开发能够提高产品运营效率的新项目, 并建立能够自给自足的内部研发团队。同时映客也将积极寻求投资泛娱乐行业中具有高增长潜力的公司的机会

## 风险

政策趋严; 竞争加剧; 新兴互联网娱乐内容对用户时间的挤占等。

# 映客 (03700.HK)

## 首次覆盖

## 不评级

### 武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号: S1440513090003

香港执业证书编号: BEM208

### 曾荣飞

zengrongfei@csc.com.cn

010-85130578

执业证书编号: S1440518030003

发布日期: 2018 年 07 月 17 日

当前股价: 5.0 港元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
29.87/	29.87/28.49	29.87/11.51
12 月最高/最低价 (港元)		5.48/4.05
总股本 (万股)		201,556.4
流通 H 股 (万股)		201,556.4
总市值 (亿港元)		100.78
流通市值 (亿港元)		100.78
近 3 月日均成交量 (万)		17,069.45
主要股东		
奉佑生		20.94%

## 相关研究报告

2018/05/24	哔哩哔哩 (BILI) 1Q18 业绩点评: 自循环机制彰显生态活力, 持续看好长期货币化潜力释放
2018/05/21	哔哩哔哩 (BILI): “为爱发电”构筑 Z 世代精神家园, 多元探索绽放货币化潜力无限

## 目录

1. 映客：香港资本市场娱乐直播第一股，货币化稳健迎利润显著释放.....	1
1.1 公司历史及股权结构 .....	1
1.2 直播业务贡献主要收入，盈利情况大幅改善.....	5
2. 映客生态：让娱乐视频化，让快乐更简单.....	8
2.1 观众：聚拢一、二线城市优质年轻用户群体，高能互动+高消费力成就平台实力.....	8
2.2 主播：引领全民直播风潮，活跃主播月均获得充值收入快速提升.....	11
2.3 持续引领产品创新，打造移动直播最优互动体验.....	12
3. 未来发展战略 .....	15
3.1 丰富业务及产品种类 .....	15
3.2 深化用户基础 .....	15
3.3 以技术投资促用户体验 .....	15
3.4 强化变现能力 .....	15
3.5 寻求策略投资与收购机会 .....	15
4. 风险提示 .....	16
4.1 政策趋严 .....	16
4.2 直播行业竞争加剧 .....	16
4.3 面临新兴互联网娱乐内容的挑战 .....	16

# 1. 映客：香港资本市场娱乐直播第一股，货币化稳健迎利润显著释放

## 1.1 公司历史及股权结构

2018年7月12日，中国领先的泛娱乐直播平台映客于香港联交所IPO上市。映客IPO发行价3.85港元/股，位于前期定价区间（3.85~5.00港元）下限，本次发行普通股数量为3.02亿股，募集资金净额预计为10.49亿港元（假设不行使超额配授权），对应公司估值约78亿港元（约66.5亿人民币）。

图表1：映客首次公开发行情况

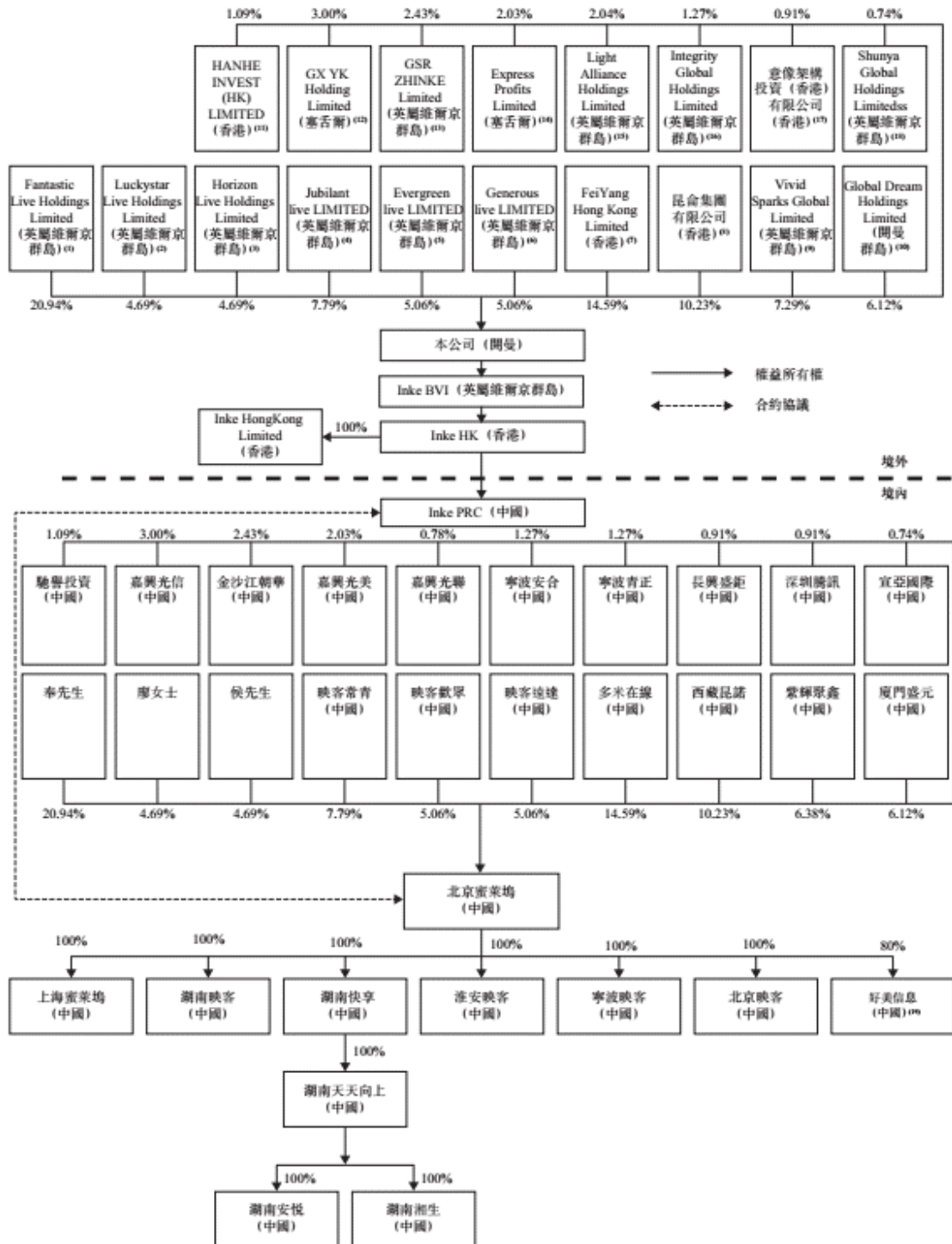
发行价区间	3.85港元/股
发行数量	302,340,000股（假设超额配股权未获行使）
发行后普通股数量	2,015,564,000股（假设超额配股权未获行使）
超额配售权	不超过合共45,351,000股股份，相当于全球发售初步可供认购发售股份数目约15%
募资金额	1,164,009,000港元
募集资金使用用途	约20%用于进一步拓展业务及丰富平台展示的内容；约30%用于开展营销活动，扩大用户群及推广品牌；约20%用于进一步开发技术、提升研发实力，特别是大数据及人工智能技术；约20%用于物色战略投资及收购机会；约10%用于作补充一般营运资金
基石投资人	Nova Compass Investment Limited（分众传媒旗下）认购61,162,000股发售股份；Bilibili Inc.（哔哩哔哩）认购20,387,000股发售股份。基石投资者在上市六个月内不得出售股份。

资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

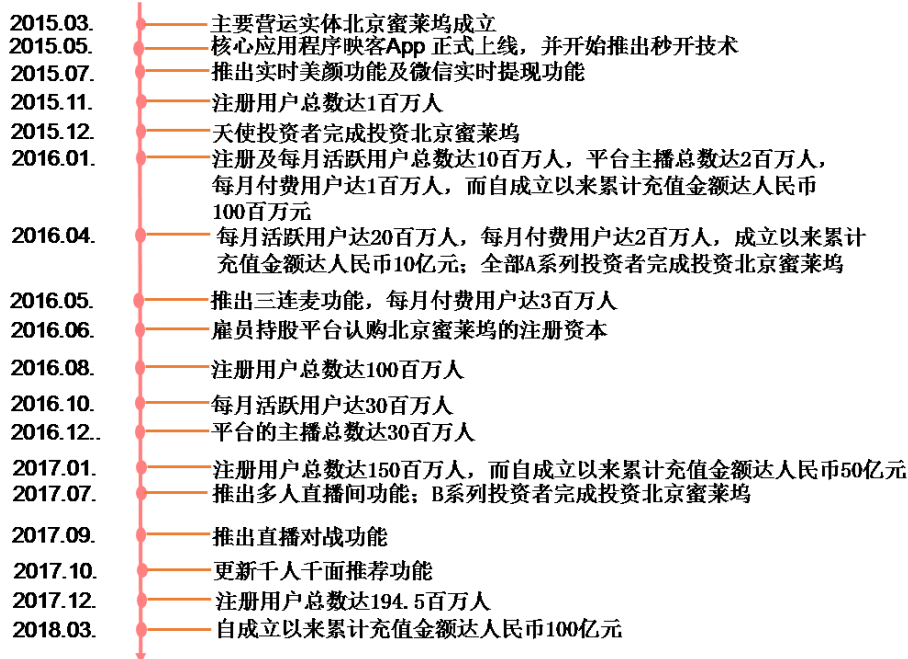
映客App于2015年5月正式推出上线，主要运营实体为北京蜜莱坞公司。2017年11月，映客在开曼群岛注册成立，同月Inke BVI在英属维尔京群岛注册成立为映客的直接全资附属公司。映客香港于2017年12月19日于香港注册成立，为Inke BVI的直接全资附属公司。映客中国于2018年2月14日于中国成立，为映客香港的全资附属公司。映客中国与北京蜜莱坞及注册股东订立合约安排，透过合约安排控制北京蜜莱坞的营运并享有其全部经济利益。

图2：映客 VIE 架构

(2) 緊隨重組完成後惟於資本化發行及全球發售完成前



资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展

**图表3：映客发展沿革**


资料来源：映客官网，映客招股书，中信建投证券研究发展部

IPO 前，创办人集团合共控制映客已发行股本的 40.46%。本次 IPO 完成后，创办人集团包括奉佑生，廖洁鸣，侯广凌分别通过 Fantastic Live Holdings Limited, Luckystar Live Holdings Limited, Horizon Live Holdings Limited 及其他途径合共可控制公司发行股本总额 34.38%，将继续为映客及北京蜜莱坞具主导地位的最大一组股东。

**图表4：映客（上市公司）股权结构**

映客持股情况	于本招股章程日期		资本化发行及全球发售完成后 (假设未行使超额配股权)		备注
	所持股份数目	已发行股本总额百分比	所持股份数目	已发行股本总额百分比	
Fantastic Live Holdings Limited	358,798	20.94%	358,798,000	17.80%	奉佑生持股100%。
Luckystar Live Holdings Limited	80,409	4.69%	80,409,000	3.99%	廖洁鸣持股100%。
Horizon Live Holdings Limited	80,409	4.69%	80,409,000	3.99%	侯广凌持股100%。
Jubilant live LIMITED	133,485	7.79%	133,485,000	6.62%	姜谷鹏持股79.99%，侯广凌持股0.01%，余下20%为公司另外余下20%的股权由本集团另外两名主要雇员持有。Jubilant live LIMITED为映客常青的离岸持股平台。
Evergreen live LIMITED	86,746	5.06%	86,746,000	4.30%	侯广凌持股97.99%，奉佑生持股2.00%，廖洁鸣持股0.01%。Evergreen live LIMITED为映客观众的离岸持股平台。
Generous live LIMITED	86,746	5.06%	86,746,000	4.30%	廖洁鸣持股89.99%，奉佑生持股1.0%，姜谷鹏持股0.01%。余下9%的股权由本集团另一名主要雇员持有。Generous live LIMITED为映客远达的离岸持股平台。
FeiYang Hong Kong Limited	250,000	14.59%	250,000,000	12.40%	多米在线持股100%。
Kulun Group Limited	175,293	10.23%	175,293,000	8.70%	昆仑万维持股100%。昆仑万维全资拥有西藏昆诺。昆仑集团有限公司为西藏昆诺的离岸持股平台。
Vivid Sparks Global Limited	124,945	7.29%	124,945,000	6.20%	Fantastic Ardent Limited持股100%，Fantasitic Ardent Limited分别拥有90%，10%的股权。此公司担任紫辉聚鑫及长兴盛巨各自的代名人，代为持有公司股份。紫辉聚鑫及长兴盛巨为同一基金经理管理的基金，郑刚先生及张甜先生为其投资委员会成员。
Global Dream Holdings Limited	104,923	6.12%	104,923,000	5.21%	Global Dream Holdings Limited由温栢涛（独立第三方，担任厦门盛元的代名人，代为持有公司股份）100%持股。
HANHE INVEST (HK) LIMITED	18,650	1.09%	18,650,000	0.93%	驰誉投资的最终实益拥有人及独立第三方格日勒图先生最终100%持股。瀚赫投资（香港）有限公司为驰誉投资的离岸持股平台。
GX YK Holding Limited	51,397	3.00%	51,397,000	2.55%	独立第三方的刘韦焯女士持股76.43%，思妍丽控股有限公司持有23.57%股权。GX YK Holding Limited任嘉兴光信的代名人，代为持有公司股份。
Express Profits Limited	34,698	2.03%	34,698,000	1.72%	刘韦焯（独立第三方）100%持股。Express Profits Limited任嘉兴光美的代名人，代为持有本公司股份。
GSR ZHINKE Limited	41,700	2.43%	41,700,000	2.07%	丁健（金沙江朝华基金的基金经理所聘雇员及独立第三方）100%持股。GSRZHINKE Limited担任金沙江朝华的代名人，代为持有公司股份。
Light Alliance Holdings Limited	35,007	2.04%	35,007,000	1.74%	段洪涛先生（嘉兴光联与宁波安合各自的合伙人之一及独立第三方）全资拥有。Light Alliance Holdings Limited担任嘉兴光联与宁波安合的代名人，代为持有本公司股本。
Integrity Global Holdings Limited	21,686	1.27%	21,686,000	1.08%	贾君琳（宁波青正的普通合伙人及独立第三方）100%持股。IntegrityGlobal Holdings Limited担任宁波青正的代名人。
Image Frame Investment (HK) Limited	15,614	0.91%	15,614,000	0.77%	为腾讯控股有限公司的全资附属公司。
Shunya Global Holdings Limited	12,718	0.74%	12,718,000	0.63%	张秀兵（宣亚国际之董事及独立第三方）100%持股。Shunya Global Holdings Limited担任宣亚国际的代名人，代为持有本公司股份。

资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

**图表5：映客销售及推广开支、行政开支、研发开支占收入比例**

股东名称	所持注册资本 (人民币元)	所持股权百分比	股东名称	所持注册资本 (人民币元)	所持股权百分比
奉佑生	358,798	20.94%	嘉兴光信	51,397	0.03%
廖洁鸣	80,409	4.69%	金沙江朝华	41,700	2.43%
侯广凌	80,409	4.69%	嘉兴光美	34,698	2.03%
映客常青	133,485	7.79%	嘉兴光联	13,321	0.78%
映客欢众	86,746	5.06%	宁波安合	21,686	1.27%
映客远达	86,746	5.06%	宁波青正	21,686	1.27%
多米在线	250,000	14.59%	驰誉投资	18,650	1.09%
西藏昆诺	175,293	10.23%	深圳腾讯	15,614	0.91%
紫辉聚鑫	109,331	6.38%	长兴盛巨	15,614	0.91%
厦门盛元	104,923	6.12%	宣亚国际	12,718	0.74%

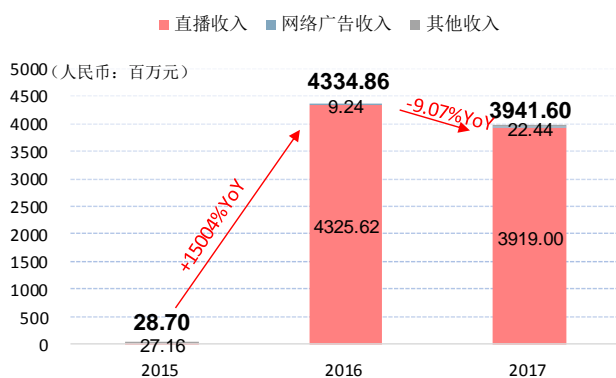
资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

## 1.2 直播业务贡献主要收入，盈利情况大幅改善

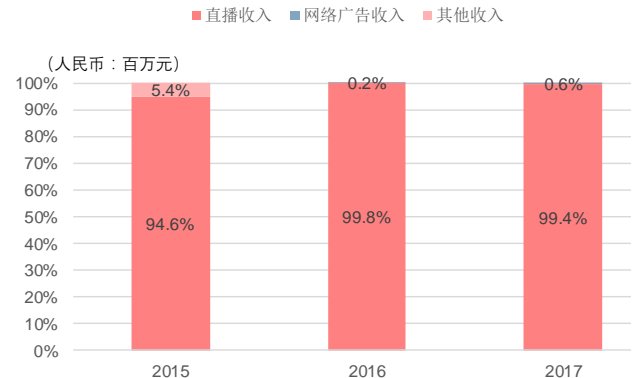
当前，映客的主营业务收入主要来自于直播业务和广告等，其中直播业务在 2017 年收入占比达到 99.43%，是最主要的收入来源：

- **直播业务**：主要是通过直播平台的付费用户获得收入。用户可以购买平台上提供的各种虚拟物品和虚拟货币赠送给主播，主播可获得一定比例分成，用户也可以彼此赠送虚拟物品。
- **广告业务**：向各行各业的广告商提供广告服务，在映客 App 首页或其它地方展示广告、通过主播宣传等。

2017 年营业收入同比略有回落，盈利情况大幅改善，全年经调整后净利润近 8 亿元。自 2015 年正式推出映客 App 后，公司业务在 2016 年迎来爆发增长，2016 年总营业收入达到 43.35 亿元，同比增长 150 倍。2017 年，由于直播市场竞争激烈，每月付费用户数量下降，直播业务营收有所回落，使得公司总收入同比略降 9.07% 至 39.42 亿元。

**图表6：映客营业收入情况**


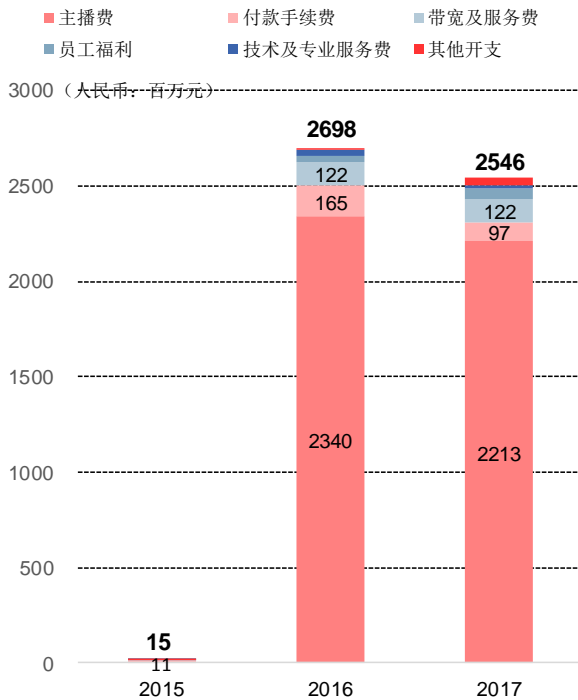
资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

**图表7：映客营业收入分类占比情况**


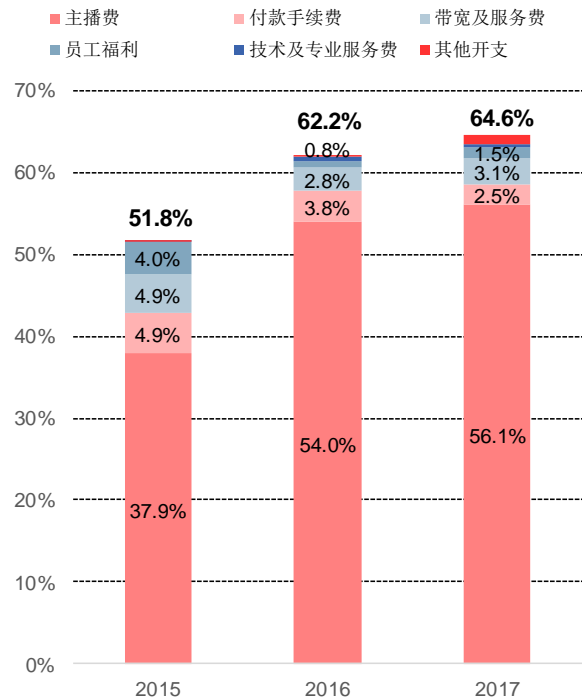
资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

营业成本以主播费为主，主播费占收入比例略有上升，但总体保持平稳。公司营业成本中，主播费占比最高，2016和2017年均占营业成本的约87%。2017年，主播费占营业收入的比例为56.1%，相较2016年同比略升2.1ppt，比例总体保持平稳。付费手续费随着用户使用微信支付或者支付宝频率的提高而降低，从2016年的1.6亿下降至0.9亿。

图表8：映客营业成本情况



图表9：映客营业成本占收入比例

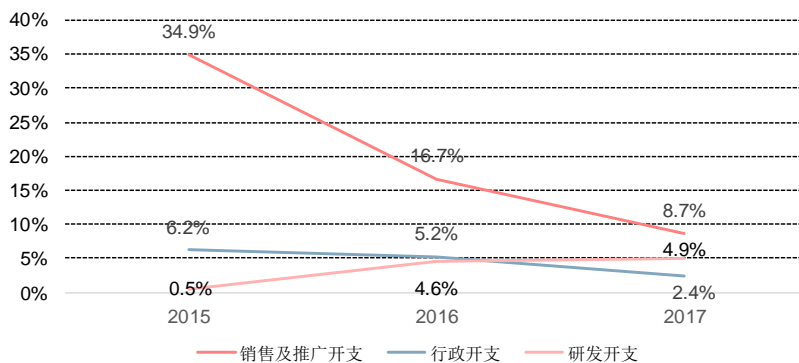


资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

2017年，公司的三项费用支出占收入比例逐渐改善，是盈利释放的主要原因。其中，销售及推广开支的改善最为显著，占收入的比例由2016年的16.7%显著下降至8.7%；研发开支在2016~2017年占收入比例基本持平，均为接近5%；行政开支进一步减少，2017年仅占收入的2.4%。

图表10：映客销售及推广开支、行政开支、研发开支占收入比例

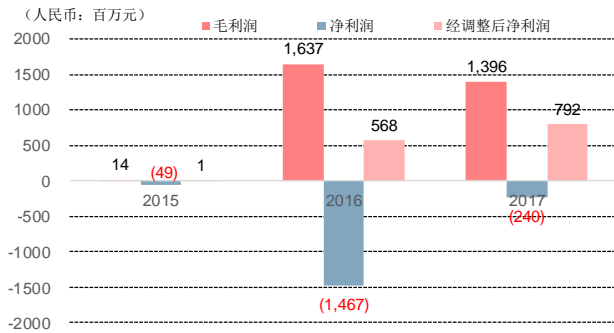


资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部



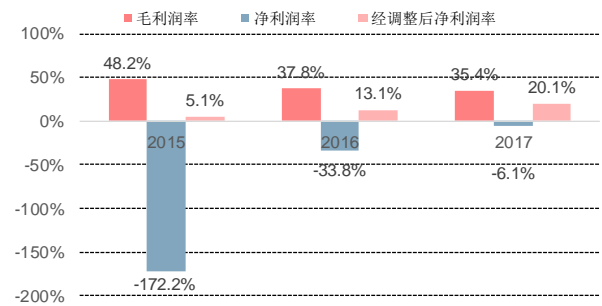
毛利率略有下滑，但整体盈利水平大幅提升。公司毛利率水平在 2017 年同比下滑约 2.4ppt 至 35.4%，但各项费用支出的减少使得经调整后净利润率水平由 2016 年的 13.1% 提高至 2017 年 20.1%，经调整后净利润率水平显著改善。现金流方面，公司经营性现金流一直保持强劲，但收到营收下滑、毛利率下降等影响，经营性净现金流在 2017 年同比出现较大幅度的下降，为 7.34 亿元。

图表11：映客毛利润、净利润和调整净利润



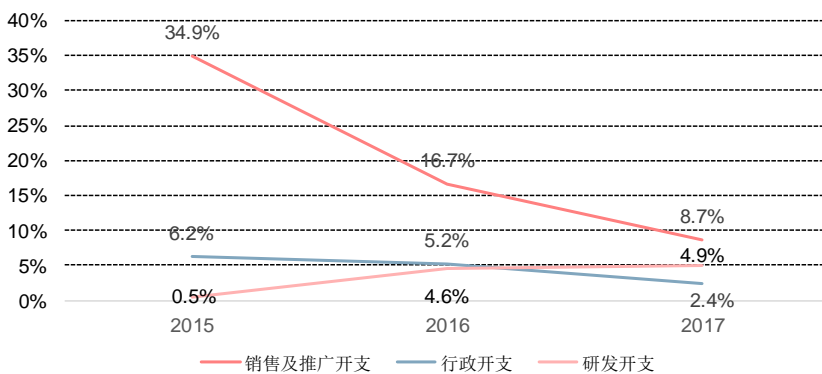
资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

图表12：映客毛利率、净利润率和调整后净利润率



资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

图表13：映客现金流情况

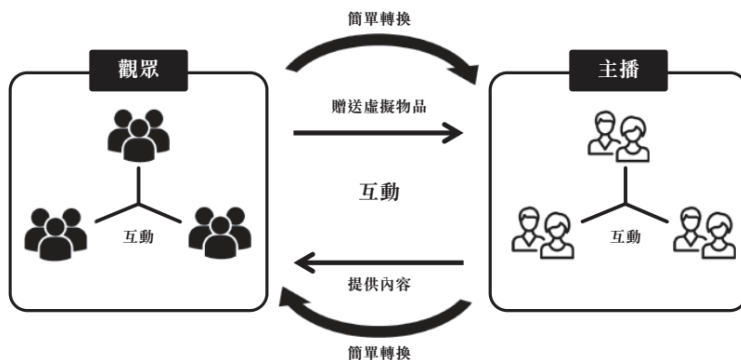


资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

## 2. 映客生态：让娱乐视频化，让快乐更简单

作为中国领先的移动直播平台，映客以其出色的用户定位、高参与度的互动氛围以及持续的产品创新力，逐渐形成了具备高运营效率的稳健闭环业务模式，掀起“全民直播”热潮并最终在“千播大战”中脱颖而出。公司于 2015 年 5 月正式上线核心应用程序映客 App，在此平台上用户可以观看主播表演、谈论共同兴趣，并通过实时赠送虚拟物品、同玩游戏、即时讯息或私信沟通及争抢奖品等多种方式与其他用户互动。作为移动端平台运营者，映客为主播和观众共同创建、拓展了彼此之间的社交圈，提供个性化的互动娱乐体验。截至 2017 年末，公司已累计吸引逾 1.945 亿名注册用户，并以 2017 年 39.42 亿元收入位列中国移动直播平台第二名，市场占有率达 15.3%。同时，映客在 2017 年月活主播数量上位列移动端直播平台第一，在 2017 年月均付费用户数量上位列第四。

图表14：映客生态简图

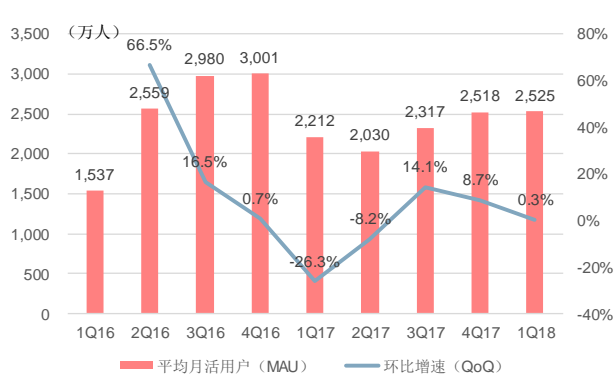


资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

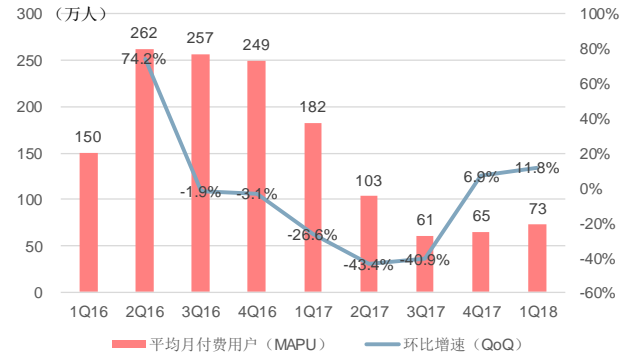
### 2.1 观众：聚拢一、二线城市优质年轻用户群体，高能互动+高消费力成就平台实力

观众是映客生态中最大的参与群体，截至 2017 年末，映客共有累计 1.945 亿名注册用户，并在 2018 年一季度末突破 2 亿人。从活跃数据来看，2017 年平均月活观众数为 2269.4 万人，月付费用户数量为 103 万人，付费率约 2.9%，相较 2016 年的 2519 万人/229.2 万人/9.1%有一定程度下滑；2018 年一季度，平台月活观众数量、月付费用户数量和付费率分别为 2525.4 万人、72.9 万人和 2.9%，数据季度环比基本持平。

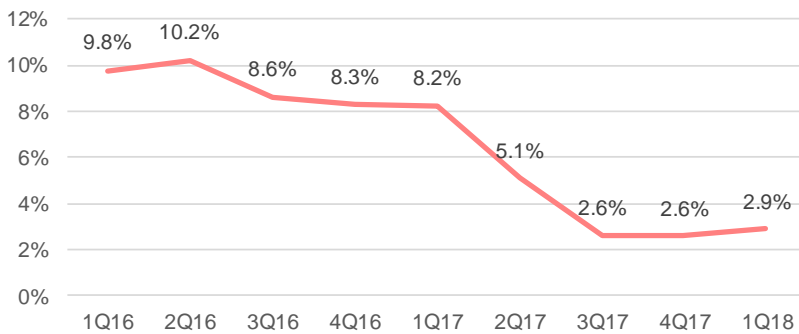
我们看到，映客在 1Q17 至 2Q17 的平均月活用户数量，以及 3Q16 至 3Q17 的平均月活付费用户数量均出现了一定程度的下降，其主要原因包括：1) 行业经过 2016 年的爆发后，进入 2017 年增幅整体放缓，初始阶段引入的用户也在这一过程中活跃度出现下降；2) 行业的快速发展吸引了更多的竞争者入局，国内移动直播市场进一步分化，而包括短视频等在内的其他娱乐方式的蓬勃发展也让用户有更多线上娱乐选择，平台对用户时间的抢夺也更为激烈。

**图表15：映客季度平均月活用户数（MAU）**


资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

**图表16：映客季度平均月活付费用户数（MAPU）**


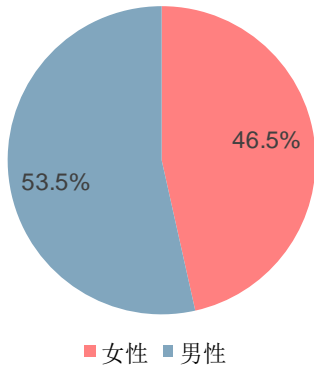
资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

**图表17：映客季度平均月付费率**


资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

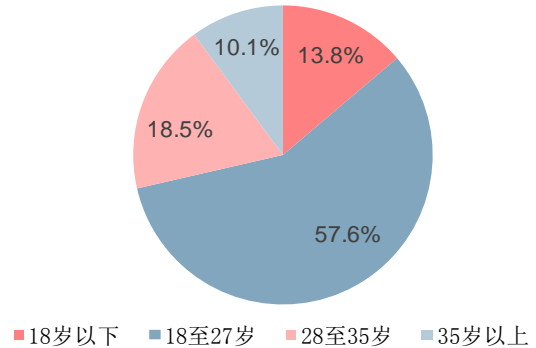
相较其他移动直播平台，映客的直播受众呈现出更高的参与度、更高的消费能力与消费倾向。尽管映客在3Q16至3Q17遇到了用户数量的扩张瓶颈，但平台的每季度充值金额的下降幅度却远远低于平均月付费用户数的下降速度，体现出了映客平台上付费用户较高的付费能力与付费倾向，以及映客对于维持高消费用户（占平台充值金额比重较大）群体的较好的运维能力。从用户画像也可以看出映客的用户群体格外“高质量”——57.4%的注册用户来自国内一二线城市（全国第一），76.1%的用户年龄介于18至35岁之间，其中46.5%为女性（全国第一），月收入超过1万元的用户占比高达35.0%（全国第一）。

图表18：映客用户年龄分布（2017年末）



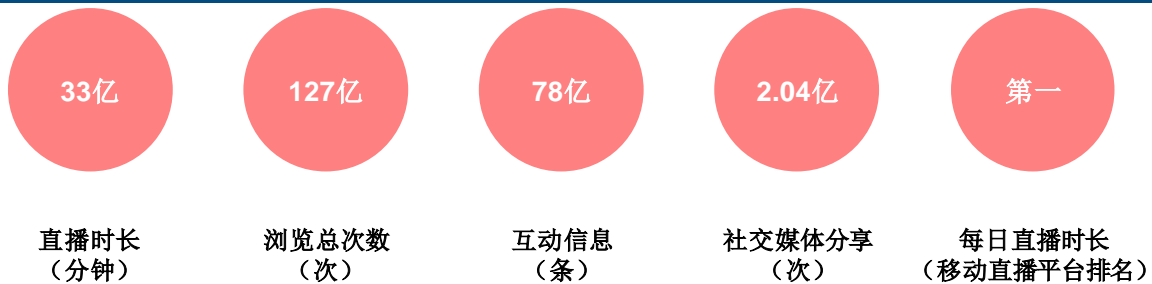
资料来源：弗若斯特沙利文，映客招股书，中信建投证券研究发展部

图表19：映客用户年龄分布（2017年末）



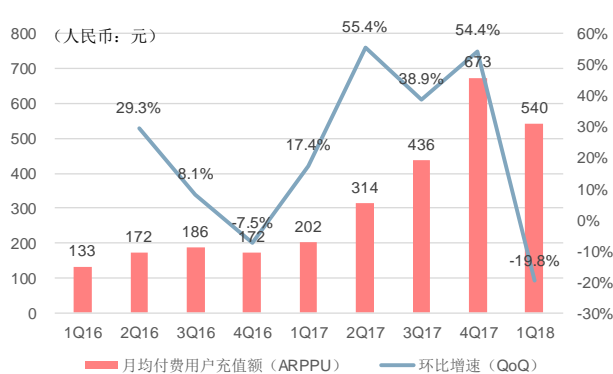
资料来源：弗若斯特沙利文，映客招股书，中信建投证券研究发展部

图表20：映客用户呈现高度活跃



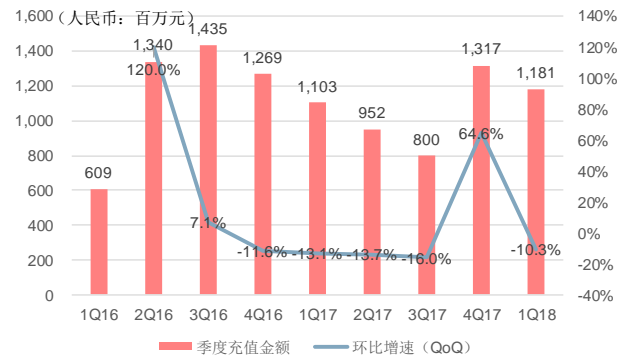
资料来源：弗若斯特沙利文，映客招股书，中信建投证券研究发展部

图表21：映客季度平均月付费用户充值金额（ARPU）



资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

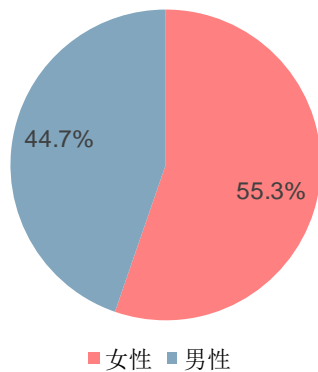
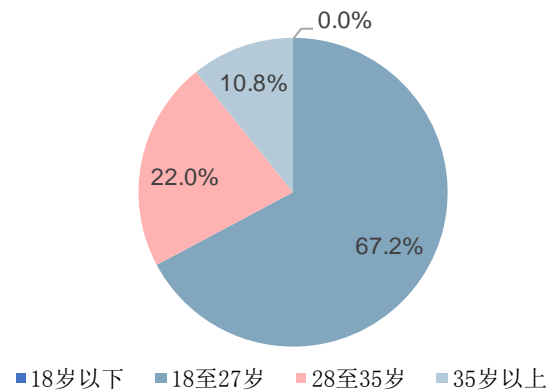
图表22：映客季度充值金额



资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

## 2.2 主播：引领全民直播风潮，活跃主播月均获得充值收入快速提升

主播是映客平台上主要的内容制作与提供群体，通过虚拟直播间提供唱歌、跳舞、乐器表演、绘画、脱口秀等表演分享各自的生活方式，在秀场类直播内容外也有部分游戏直播内容。根据直播题材对平台上的直播间进行分类，映客平台上直播间主要分为才艺、音乐、模特、校园和游戏等。2017年，映客平台的活跃主播中，67.2%年龄在18至27岁之间，22.0%年龄在28至35岁之间；其中55.3%的主播为女性。

**图表23：映客活跃主播画像（2017年）（性别）**

**图表24：映客活跃主播画像（2017年）（年龄）**


资料来源：弗若斯特沙利文，映客招股书，中信建投证券研究发展部

资料来源：弗若斯特沙利文，映客招股书，中信建投证券研究发展部

**鼓励全民直播，与芝麻信用合作完善实名认证。**映客秉承“人人都能当主播”的开放姿态，鼓励全民参与直播这一高互动性的视频娱乐体验，用户只需要完成简单的实名认证即可成为平台主播。在用户申请成为主播后，用户将被自动引导至芝麻信用网站完成实名认证，对于不能使用芝麻信用完成认证的海外用户而言可以通过提供实名、电话号码、清晰的护照或身份证件将信息上传至系统，映客的内部认证团队将在验证材料后决定用户是否可以获得认证。

对于主播而言，映客不仅为其提供了展示自己、赢取同龄人认可、成为网络红人及涉足泛娱乐业的机会，同时也为其提供了赚取丰厚经济收入的机会。对于平台上有潜力成为互联网名人或明星的部分主播，映客会与其订立额外的业务合约，合约中一般包含主播必须在映客平台直播的最低时数、主播基本薪酬及收益分成安排、禁止主播参与其他平台直播的独家条款等。同时，映客也与部分工会合作，并根据实际情况与工会签署合作协议，协议内容一般包括工会介绍给映客平台的主播人数、主播必须在映客平台上的最低直播时数、映客支付经理人的京津条款等。2017年，映客平台上的主播中，仅有0.02%来自于工会。

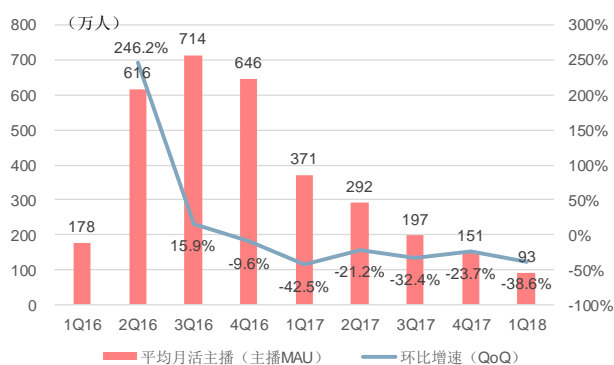
根据招股书披露，映客与主播共享主播收取虚拟礼物总值的约31%；不过由于平台会根据映币奖励政策对主播进行额外的映币奖励，因而平台上主播的实际收益分成比例会较高，业绩披露期内主播成本约占直播业务收入的55%。对于平台上分成收入Top5的主播而言，我们计算其分成比例约为62.3%，相较2016年略微上升了2.9ppt。

**图表25：映客平台 Top5 主播分成收入情况**

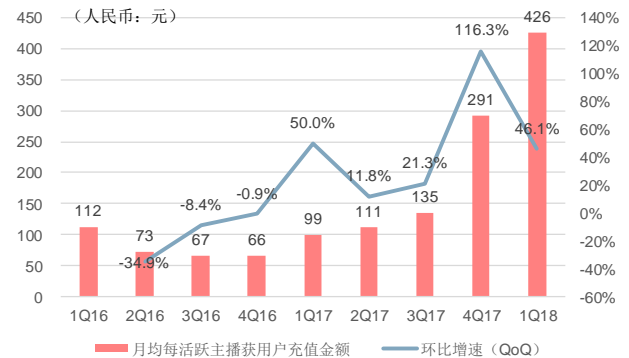
	2015	2016	2017
<b>Top 5主播分成收入 (Rmb mn)</b>			
第一名	0.145	12.893	22.488
第二名	0.088	12.850	16.781
第三名	0.081	8.120	8.841
第四名	0.074	7.707	8.590
第五名	0.062	7.663	8.176
总计	0.450	49.233	64.876
<b>Top5主播收取虚拟礼物总值 (Rmb mn)</b>			
Top5主播合计	1.3	82.9	104.1
Top5主播分成比例	34.6%	59.4%	62.3%

资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

在主播活跃数据方面，2017年平均月活主播人数达到252.8万人，在中国移动端直播平台中排名第一。不过从趋势来看，平台月活主播数量趋于下降。尤其受到一季度新年期间用户活动减少的影响，月活主播数在1Q18出现环比近四成的下降，与平台月活用户数、月付费用户数等数据的变化方向一致。但是，平台的月均每活跃主播所获的用户充值金额逐季度快速提升，考虑到月活主播数量在同期趋于降低，我们认为或显示出映客的整体主播运营效率正在快速提升，尾部不产生收益的主播或正在被迅速淘汰。

**图表26：映客季度平均月活主播数量**


资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

**图表27：月均每活跃主播获用户充值金额**


资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

## 2.3 持续引领产品创新，打造移动直播最优互动体验

映客作为移动直播行业的先驱企业，持续不断的创新推出了一系列的深度提升用户与主播互动体验的直播功能，产品创新能力位列行业之先。映客率先创新推出了三连麦、实时美颜等多元化时尚功能，亦是中国首家允许用户实时提现的直播平台，后续还不断推出了直播对战、多人直播间、千人千面等创新产品玩法。持续的产品创新为平台用户带来了更优的产品体验，进而为平台带来了用户粘性的提升，例如：

- 2017年9月，在映客推出直播对战功能后的三个月中，平台上用户参与超1280万次直播对战，赠送虚拟物品总价值增至12.24亿元(+62.8%QoQ)；每名主播日均直播时长增加29.7%至48分钟；每名观众日均观看时长增加47.8%至34分钟；

- 千人千面推荐功能 A/B 测试后首周内，就每名用户日均观看时长而言，获得提供推荐功能的用户群较未获得该功能的对照组长约 24.7%；
- 受益于千人千面等新玩法的推出，映客的平均月活用户数、平均每月付费用户数分别自 3Q17 和 4Q17 开始回升；同时，付费用户的参与度和粘性也得以增强，4Q17 月均每付费用户充值金额出现大幅增长。

图表28：映客 App 界面用户互动相关功能

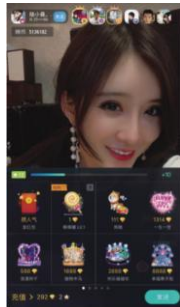


资料来源：映客招股书，中信建投证券研究发展部

**图表29：映客持续引领行业产品创新潮流**

**赠送虚拟物品**

用户可使用映客钻石购买虚拟物品，然后想其他用户赠送以示友好、赞赏或支持。平台虚拟物品价格区间为0.1元至13,140元人民币之间。平台会因节假日、文化潮流等不断推出新的虚拟物品以增加用户新鲜感。



**三连麦**

2016年5月推出，可让观众申请及排队与主播连麦，连麦观众会出现在直播间屏幕从而湿气有机会被喜欢的主播看到，主播最多与两名观众同时连麦。



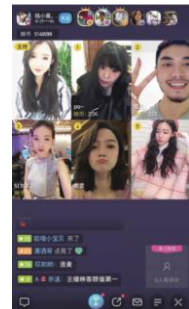
**直播对战**

首家推出此功能，该玩法允许两名主播通过连麦技术连接后进行竞赛，如同时玩若干简单小游戏等，获得观众赠送较多虚拟物品的主播获胜。该功能可推动主播制作优质内容赢取粉丝支持，提升观众体验。



**多人直播间**

先于全行业推出多人直播间功能，利用三连麦技术最多可有六名主播同时直播，主播可小组讨论、一起表演或相互竞争赢得奖品。



**语音播间**

不同于一般直播间，其他用户无法看到语音直播间主播，仅能听到声音。语音直播间使可能害羞的人亦能与其他志趣相投的朋友分享及互动，也吸引了不少专业播音员在此直播

资料来源：百度图片，映客招股书，中信建投证券研究发展部

基于平台庞大的用户基础，映客也在积极拓展广告服务业务。广告形式包括映客 App 首页或其他位置的展示型广告，主播口头宣传，直播间展示图像或文字广告等。此外，映客也会为广告商举办宣传活动，如与主播协商于直播时展示广告商的产品或品牌、涉及以广告商品品牌作主题的特别虚拟物品或定制红包、提供赞助冠名的直播间等等。相信随着平台用户基础的扩大、用户参与度的进一步提升以及关注度的提升，平台对广告商吸引力也有望增强。通过对用户地理位置、性别、年龄和所用装置种类及观看习惯等的数据进行分析，平台也将更好的服务于广告商精准定位广告受众。



### 3. 未来发展战略

#### 3.1 丰富业务及产品种类

映客推行“直播+”策略，拓展业务及产品形态满足用户需求。公司计划推行娱乐活动移动直播、推出新型独立应用建立产品矩阵、试行人气主播培养计划等方式，扩大在娱乐行业的影响力。

#### 3.2 深化用户基础

映客计划以有针对性的有效营销拓宽用户获取渠道，深化用户基础。这一系列措施包括线上线下广告发布、赞助流行活动、举办樱花女神和映客先生等特色活动、巩固主播资源、开创新的玩法功能等。

#### 3.3 以技术投资促用户体验

映客持续开发技术，进一步探索用户行为及需求，提升用户体验。公司将对数据传输、扩增实景及其他技术进行投资，增强用户移动端直播和实施互动体验；开发线上广告系统，保持技术优势，加强知识产权和商业机密保护。

#### 3.4 强化变现能力

映客将继续深入了解用户及广告商需求，提供更多特色服务及功能，通过大数据分析能力搭建两者对接渠道，拓展广告业务、吸引用户消费，进一步打造能够吸引更多潜在盈利的增值服务，增强变现能力。

#### 3.5 寻求策略投资与收购机会

映客拟通过选择性策略投资与收购，来优化生态系统。公司持续关注泛娱乐行业中具备高增长潜力及与现有平台有良好协同效应的经营者，寻找策略投资、合作和整合的机会。

## 4. 风险提示

### 4.1 政策趋严

直播行业作为新兴行业，受到的政策监管还未完全成熟定型，相关监管政策趋于严格。目前，直播行业的监管方包括国务院、工信部、文化部、国家互联网信息办公室及国家新闻出版广电总局等，并制定有相关法规对直播行业公司进行规范，包括经营主体许可证、资格及平台对发布内容负责等。未来，行业监管政策趋严可能会给映客带来运营等方面的重大不确定性。

### 4.2 直播行业竞争加剧

目前，游戏直播、秀场直播均呈现多家平台公司共同竞争的行业格局，如虎牙、斗鱼、花椒、YY、陌陌等均属行业内规模较大且较强的竞争对手。随着互联网流量红利的消退，行业竞争或进一步加剧，可能对公司用户获取、用户留存、运营技术等层面带来更高挑战。

### 4.3 面临新兴互联网娱乐内容的挑战

映客的竞争对手来自互联网各个领域，不仅有纯粹的直播产品（如陌陌、YY 直播等），还有建立了直播业务的其他市场参与者（如快手、今日头条）、为用户提供其他娱乐形式的互联网公司。互联网技术的发展助力了新兴娱乐内容的产生，这些内容与映客竞争用户的消费及娱乐时间。如果用户降低对映客所提供的娱乐内容的青睐度或映客无法持续进行技术及内容创新，映客的盈利能力就会面临下跌风险。

## 分析师介绍

**武超则：**通信行业首席分析师，TMT 行业组长。专注于移动互联网、在线教育、云计算等通信服务领域研究。2013 年-2016 年《新财富》连续四年最佳分析师通信行业第一名。2014 年-2016 年《水晶球》最佳分析师通信行业第一名、wind 最佳分析第一名；2015 年《金牛奖》最佳分析师通信行业第一名。

**曾荣飞：**清华大学互联网方向博士，北京市优秀博士毕业生，拥有互联网行业多年经验，2016 年新财富第一团队成员；目前专注互联网、阅读、影视等领域。

**崔碧玮** 18510249707 cuibiwei@csc.com.cn

## 报告贡献人

### 研究服务

#### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

#### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

#### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

#### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

#### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

#### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

#### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859