

买入 (维持)

YY.O 欢聚时代

中概股

目标价: 110.0 美元

现价: 77.43 美元

BIGO 并表, 海外业务促使公司价值重估

2019 年 03 月 07 日

预期升幅: 42.3%

主要财务指标 (Non-GAAP, 人民币元)

市场数据

日期	2019-3-6
收盘价 (美元)	77.43
每 ARD 对应股份数	20
总股数 (百万)	1,622
总市值 (百万美元)	6,280
净资产 (百万美元)	2,764
总资产 (百万美元)	3,846
每 ADS 净资产 (美元)	34.08

数据来源: Wind

相关报告

《直播行业翘楚, 估值极具吸引力》——2018.12.16

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	15,764	19,460	23,182	27,405
同比增长	36.0%	23.5%	19.1%	18.2%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	3,196	3,074	3,492	3,796
同比增长	16.2%	-3.8%	13.6%	8.7%
毛利率	36.5%	32.8%	31.1%	29.6%
Non-GAAP 归母净利率	20.3%	15.8%	15.1%	13.9%
净资产收益率	17.3%	14.9%	15.2%	14.9%
EPADS (元)	25.68	26.43	29.04	29.86
Non-GAAP EPADS (元)	49.91	37.91	43.06	46.80

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **4Q18 业绩亮眼:** 收入 46.4 亿人民币, 同比增长 28%, 归属母公司净利润 6.8 亿人民币, 相比下 2017 年同期为 7.4 亿人民币。移动端月均活跃用户数达 9040 万人, 同比增长 18.1%; 直播付费用户数为 890 万人, 同比增长 36.6%。
- **时间超预期, 完成收购月活 6900 万的海外平台 Bigo。** 欢聚时代 3 月 5 日宣布完成对 Bigo 的收购。交易中, 欢聚时代收购 Bigo 的 68.3% 由其他股东持有的股份, 对价约为 14.5 亿美元 (约合 97.3 亿人民币)。交易结束后, Bigo 成为欢聚时代的全资子公司。从 2019 年 3 月份开始, Bigo 业务将并表, 但本次盈利预测更新暂未反映并表影响。
- **Bigo 立足海外市场, 业绩高速增长, 且利润率有巨大的提升空间。** Bigo 专注海外市场, 旗下有 Bigo Live (类似 YY Live) 和短视频平台 Like 及其他社交平台。**Bigo 业务亮点:** 1) MAUs 高达 6900 万人, 且在高速增长中 (2017 年底约 3000 万, 2018 年 6 月约 4000 万); 2) Bigo 立足的海外新兴市场, 支付费率有巨大的降低空间; 3) Bigo 收入高速增长中, 2018 年收入 5 亿美元以上, 2019 年预计增速高达 70~80%。
- **海外游戏社交平台“HAGO”月活约达 2090 万, 开启新的变现潜力。** HAGO 是公司的海外休闲游戏平台, 融入社交属性。目前已在全球 33 个国家及地区上线, HAGO 侧重东南亚市场。2018 年第四季度, HAGO 持续登顶印度尼西亚和越南的苹果、谷歌应用商店最受欢迎 app 榜。HAGO 开启了海外业务新变现潜力。
- **投资建议: 上调目标价至 110.0 美元, 上调幅度为 19.6%, 维持“买入”评级。** 我们采用 SOTP 估值法得出目标价, 对应: 1) YY Live 10 倍 2019 年 PE; 2) 虎牙股份的去 30 交易日平均市值, 20% 集团持股折价; 3) Bigo 业务 1.5 倍收购时的估值。目标价的调整主要反映我们对 BIGO 估值的提升。目标价距离 2019 年 3 月 6 日收盘价 77.43 美元有 42.3% 的涨幅空间, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内直播行业增速放缓、海外短视频面临竞争、海外业务汇率风险

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

曹萌

caomeng@xyzq.com.cn

SAC: S0190118070147



4Q18 业绩亮眼：收入 46.4 亿人民币，同比增长 28%，超出管理层预期；直播收入 43.9 亿人民币，同比增长 30.4%；归属母公司净利润 6.8 亿人民币，相比下 2017 年同期为 7.4 亿人民币。剔除虎牙后，总收入 31.4 亿人民币，同比增长 8.7%，直播收入 29.5 亿元，同比增长 10.2%。欢聚时代移动端月均活跃用户数达 9040 万人，同比增长 18.1%；直播付费用户数为 890 万人，同比增长 36.6%。剔除虎牙后，移动端月均活跃用户数 3970 万人，同比增长 5.3%，直播付费用户数 410 万人，同比增长 10.3%。**1Q19 业绩指引：**管理层预计，不考虑并表 Bigo 的影响下，2019 年一季度收入约达 40.1~41.6 亿人民币。

时间超预期，完成收购月活 6900 万的海外平台 Bigo。欢聚时代 3 月 5 日宣布完成对 Bigo 的收购。交易中，欢聚时代收购 Bigo 的 68.3% 由其他股东持有的股份，总交易额约为 14.5 亿美元（约合 97.3 亿人民币），其中包括 3.43 亿美元现金（即 23.0 亿人民币）以及欢聚时代的 3832 万 B 类普通股和 3.14 亿 A 类普通股。本次交易前，欢聚时代持有 Bigo 约 31.7% 的股份，交易结束后，Bigo 成为欢聚时代的全资子公司。从 2019 年 3 月份开始，Bigo 业务将并表。

Bigo 立足海外市场，业绩高速增长，且利润率有巨大的提升空间。Bigo 是 2014 年由欢聚时代及其 CEO 李学凌参与投资的直播公司，专注海外市场，旗下主要有全球化直播平台 **Bigo Live**（类似 YY Live）和海外短视频平台 **Like** 及其他社交平台。**Bigo 业务亮点：**

- **MAUs 高达 6900 万人，且在高速增长中。**截至 2018 年底，Bigo 的月活人数已经达 6900 万人（2017 年底约 3000 万，2018 年 6 月约 4000 万），增长势头强劲。
- **Bigo 立足的海外新兴市场，支付费率有巨大的降低空间。**东南亚、美洲、中东等市场是 Bigo 的主场，这些市场的在线支付渠道远不如国内发达，支付的渠道费用率也很高，有些地区支付渠道费占收入高达 20%，拥有很大的降低空间。
- **Bigo 整体收入高速增长，但处亏损状态。**2018 年 Bigo 收入约 5 亿美元以上，yoy+80%~90%。预计 2019 年 Bigo 收入继续维持 70%~80% 高速增长，同时略微亏损。其中，亏损主要由于短视频平台 Like 处于 MAU 获取阶段，而 Bigo Live 已经达到了盈利的状态。

海外游戏社交平台“HAGO”月活约达 2090 万，开启新的变现潜力。欢聚时代同时还利用休闲游戏社交平台 HAGO 发展海外业务。HAGO 不仅提供约 50 款休闲游戏，还引入多种社交功能，比如直播聊天室、卡拉 OK 等等。HAGO 目前已在全球 33 个国家及地区上线，月均活跃用户数达 2090 万人。HAGO 侧重东南亚市场。2018 年第四季度，HAGO 持续登顶印度尼西亚和越南的苹果、谷歌应用商店最受欢迎 app 榜。未来公司将进一步发展产外产品以丰富海外业务，发掘更多变现机会。

加大 AI 投入，赋能产品功能，优化管理效率。欢聚时代正在通过加大投入、扩充技术团队来发展人工智能算法，以推动公司业务。公司将从四个方面结合人工智能：1) 内容理解全面人工智能化，利用 AI 算法理解复杂的照片与视频内容；2) 内容推荐人工智能化，通过向用户推荐合适的内容提升用户体验；3) 产品的开发与测试流程人工智能化，帮助筛选拥有最好用户反馈的产品版本；4) 公司内部管理人工智能化与数字化。在 AI 技术方面的努力下，用户平均在线时长增加了 7%。

剥离游戏业务，占比不足 3%的游戏收入将不再并入公司报表。欢聚时代与上海创思达成战略合作，将游戏业务注入上海创思，获得上海创思 30% 的股权，预计在 19 年一季度完成交易。18 年第四季度，游戏收入在总收入中占比不足 3%，交易完成后游戏业务收入将不再并入公司报表。

投资建议：上调目标价至 110.0 美元，上调幅度为 19.6%，维持“买入”评级。我们采用 SOTP 估值法得出目标价，对应：1) YY Live 10 倍 2019 年 PE；2) 虎牙股份的过去 30 交易日平均市值，20% 集团持股折价；3) Bigo 业务 1.5 倍收购时的估值。目标价的调整主要反映我们对 BIGO 估值的提升。目标价距离 2019 年 3 月 6 日收盘价 77.43 美元有 42.3% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表1、欢聚时代的 SOTP 方法估值结果

(除单独标注外，人民币 百万元)	
每股估值(美元)	110.0
USD/CNY	6.70
流通 ADS 数(百万)	81.1
总估值	59,793
YY Live 估值	27,762
YY Live 2019 年归母净利润(Non-GAAP)	2,776
PE 倍数	10.0
YY 持股虎牙估值	10,654
虎牙市值(过去 30 交易日均值)	29,926
YY 持股比例	44.5%
集团持股折让	20.0%
YY 持股 Bigo 估值	21,377
Bigo 并购时的估值	14,251
估值溢价率	50.0%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

风险提示：国内直播行业增速放缓、海外短视频面临竞争、海外业务汇率风险

附表

资产负债表				
单位:百万人民币				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	16,490	18,721	20,556	22,296
货币资金	13,331	16,741	18,407	19,955
应收账款	1,160	544	611	687
预付款项	1,019	458	559	676
其他	979	979	979	979
非流动资产	8,278	9,047	10,179	11,544
固定资产	1,296	1,938	2,617	3,481
无形资产	1,859	1,752	1,700	1,645
商誉	12	12	12	12
长期股权投资	4,592	5,051	5,556	6,111
递延税项资产	71	71	71	71
其他	449	224	224	224
资产总计	24,768	27,768	30,735	33,840
流动负债	3,853	4,693	5,280	5,936
应付账款	2,765	3,264	3,582	3,934
递延收入	952	1,265	1,507	1,781
其他	137	165	191	220
非流动负债	119	131	150	171
可转债	0	7	7	7
其他	119	125	143	165
负债合计	3,972	4,824	5,430	6,107
夹层资本	419	419	419	419
归母权益	18,520	20,664	23,019	25,441
少数股东权益	2,857	2,862	2,868	2,874
股东权益合计	21,796	23,944	26,306	28,734
负债及权益合计	25,768	28,769	31,735	34,841

现金流量表				
单位:百万人民币				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2019A
净利润	2,156	2,148	2,361	2,428
折旧和摊销	1,357	353	458	601
营运资金变动	212	1,262	437	484
其他	0	0	0	0
经营性现金流	3,725	3,764	3,256	3,513
资本开支	-596	-834	-1,085	-1,410
其他	-3,911	-1,192	-1,311	-1,442
投资性现金流	-4,507	-2,026	-2,396	-2,852
债务变动	-588	0	0	0
权益融资/回购	5,829	0	0	0
其他	0	0	0	0
融资性现金流	5,241	0	0	0
净现金流	4,459	1,738	861	661
汇率变动	-1,072	0	0	0
现金净变动	3,387	1,738	861	661

利润表				
单位:百万人民币				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,764	19,460	23,182	27,405
营业成本	-10,017	-13,072	-15,962	-19,306
毛利	5,746	6,389	7,220	8,099
销售费用	-1,149	-1,488	-1,627	-1,839
管理费用	-883	-1,453	-1,716	-2,059
研发支出	-1,192	-1,574	-1,788	-2,063
利息收入	477	453	493	536
其他	-466	200	200	200
税前利润	2,532	2,526	2,782	2,874
所得税	-478	-321	-361	-383
权益性投资损益	59	-57	-60	-63
净利润	2,114	2,148	2,361	2,428
少数股东损益	469	5	6	6
归属母公司净利润	1,644	2,143	2,356	2,422
EPADS(元)	25.68	26.43	29.04	29.86

主要财务比率				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	36.0%	23.5%	19.1%	18.2%
营业利润增长率	-1.0%	-25.7%	11.5%	2.3%
净利润增长率	-15.7%	1.7%	9.9%	2.8%
盈利能力				
毛利率	36.5%	32.8%	31.1%	29.6%
净利率	13.4%	11.0%	10.2%	8.9%
ROE	8.9%	10.4%	10.2%	9.5%
偿债能力				
资产负债率	15.4%	16.8%	17.1%	17.5%
流动比率	4.28	3.99	3.89	3.76
速动比率	4.28	3.99	3.89	3.76
营运能力(次)				
资产周转率	0.61	0.68	0.73	0.79
应收帐款周转率	79.44	55.56	55.56	55.56
每ADS资料(元)				
每ADS收益	25.7	26.4	29.0	29.9
每ADS经营现金	58.2	46.4	40.1	43.3
每ADS净资产	289.2	254.8	283.8	313.7
估值比率(倍)				
PE	25.6	19.6	17.9	17.4
PB	2.3	2.0	1.8	1.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游菜互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited 和四川省蓝光发展股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。