

传媒&海外首席分析师： 杨仁文
执业证书编号： S1220514060006
E-mail: yangrenwen@foundersc.co

联系人： 钟星杰
E-mail: zhongxingjie@foundersc.com
历史表现：



数据来源：wind，方正证券研究所
请务必阅读最后特别声明与免责条款

欢聚时代 2018Q4 财报短评报告：BIGO 收购完成，AI 研发与全球化成为核心战略

欢聚时代 (YY.O)

传媒行业

公司研究

公司短评报告

2019.03.05

事件：

欢聚时代：

18Q4 营收 46.41 亿元 (YoY+28%, QoQ+13%)，超出上季度指引上限 2%；归属于 YY 的净利润 684.0 百万元。

虎牙：

18Q4 营收 15.05 亿元 (YoY+103%, QoQ+18%)，高于上季度收入指引上限 4.5%；归属于虎牙的净利润为 99.58 百万元。

点评：

1. 整体 MAU 持续增长，多赛事承办促使虎牙 PC 端用户数暴涨，电竞投入助力流量增长；产品优化和头部主播的引进继续推动 YY 用户数上升

18Q4 YY 移动端 MAU 为 90.4 百万 (YoY+18%, QoQ+3%)，直播用户付费数达 890 万 (YoY+37%, QoQ+12%)，付费渗透率为 9.85% (YoY+1.35pct, QoQ+0.81pct)，YY 的用户增长依旧主要依赖于直播产品的优化和头部主播的引进。18Q4 虎牙整体 MAU 达 1.166 亿 (YoY+34.5%, QoQ+17.8%)，付费用户数 480 万 (YoY+71.4%, QoQ+4.1%)，付费渗透率 4.1% (YoY+0.9pct, QoQ-0.1pct)。由于公司 Q4 承办多场电竞赛事，使得 PC 端用户增长迅猛；流量增长依旧主要依靠虎牙对电竞版权的投入，公司在 Q4 签约 5 个电竞战队，拿到 LCK 2019 独家直播权。

2. 增加内容覆盖垂直赛道，跨平台合作帮助引流；YY 14.5 亿美元对价完成对 BIGO 收购，公司未来重点投入 AI 研发和全球化发展

虎牙在垂直赛道发力，Q4 开始试水游戏以外的多种类型自制节目，通过引入 PGC 机构，线上线下模式结合，跨次元合作等方式进行内容生产；YY 以 14.5 亿美元的对价完成对 BIGO 的收购，公司未来会整合两方的技术团队，加强海外业务拓展，重点投入 AI 研发和全球化发展。未来 5-10 年，YY 将继续构建海内外泛娱乐+游戏短视频及直播的产品矩阵，将“全球化”作为战略重点。

3. 虎牙继续推动公司整体业绩增长，付费用户增长是核心驱动

虎牙营收的快速增长带动公司营收整体同比增长 28%。YY live 收入为 3136.0 百万元 (YoY+9%, QoQ+11%)，虎牙收入为 1,504.93 百万元 (YoY+103%, QoQ+18%)。得益于公司的移动化战略，内容的多样性和对普通用户的转化投入，虎牙的付费用户持续上升，推动直播收入增长。

4. 虎牙利润率持续改善；投身 AI，YY 研发投入将长期保持较高水平

收入分成和内容成本的增加，以及低毛利率的虎牙营收占比提升导致毛利率下降。YY 在 AI 研发上加大投入，研发费用占营收比将维持较高水平。

5. 盈利预测与估值：预计 YY FY19-21 年营收为 187.03/217.44/235.13 亿元，调整后 EPS 为 52.45/61.26/67.92 元，对应 P/E 为 9.2/7.88/7.11X。

风险提示：活跃用户增速放缓风险、直播变现不及预期风险、稳定优质内容生产风险、游戏直播版权风险、付费渗透率下降风险、互联网信息发布政策变更风险、内容监管风险、业务成本增加风险、直播行业竞争风险。

图表目录

图表 1: 虎牙 MAU (百万) 及增速	5
图表 2: YY 移动端 MAU/付费用户数/付费渗透率	5
图表 3: YY 季度 ARPPU 及环比增速	5
图表 4: 近 30 日直播类 APP 开播数排行榜	6
图表 5: 虎牙版本更新部分功能展示	7
图表 6: YY/虎牙/斗鱼/陌陌头部主播收入排行数量及收入分布	7
图表 7: YY 版本更新部分功能展示	8
图表 8: NIMO TV 全球娱乐畅销榜最高排名-GOOGLE PLAY	8
图表 9: BIGO LIVE 在 IPHONE 平台排行榜国家/地区数量	9
图表 10: 中国视频平台下载量 TOP20-海外 APP STORE+GOOGLE PLAY	9
图表 11: 中国视频平台收入 TOP20-海外 APP STORE+GOOGLE PLAY	10
图表 12: 虎牙净收入规模和同环比增速	10
图表 13: 虎牙收入结构变化	10
图表 14: 虎牙各业务收入 (百万元) 和同环比增速	11
图表 15: 虎牙 ARPU 及同环比增速	11
图表 16: 直播付费用户数 (百万) 及渗透率	11
图表 17: 虎牙直播业务规模及同比增速	12
图表 18: 虎牙直播业务 ARPPU 及同比增速	12
图表 19: 虎牙广告及其他业务规模及同比增速	12
图表 20: YY/虎牙付费渗透及单付费用户收入情况	12
图表 21: YY Q4 营业收入 (百万元) 及增速	13
图表 22: YY 直播收入 (百万元) 及占营收比	13
图表 23: YY LIVE 和虎牙毛利率水平变化	14
图表 24: 欢聚时代费用占营收比例	14
图表 25: 欢聚时代各项利润及利润率 (GAAP)	15
图表 26: 欢聚时代各项利润及利润率 (NON-GAAP)	15
图表 27: 虎牙/YY 一致预期	15

事件:

欢聚时代:

- 1 GAAP 数据: 2018Q4 营收 4,640.9 百万元 (YoY+28%, QoQ+13%), 超出此前公司给出的业绩指引上限 2%; 营业利润 718.6 百万元 (YoY-12.5%, QoQ+17.6%); 归属于 YY 的净利润 684.0 百万元 (YoY-7.6%, QoQ+5.1%); 每股 (ADS) 摊薄盈利为 10.54 元, 17Q4 为盈利 11.53 元。
- 2 Non-GAAP 数据: 2018Q4 调整后营业利润 888.5 百万元 (YoY-14%, QoQ+15%); 调整后归属于 YY 净利润 836.2 百万元 (YoY-10%, QoQ+6%); 每股 (ADS) 摊薄盈利为 12.86 元, 17Q4 为 14.51 元。
- 3 分业务收入: 2018Q4 直播业务收入 4,391.4 百万元 (YoY+30%, QoQ+13%), 占总收入 94.6% (YoY+1.7pct, QoQ-0.4pct); 2018Q1 开始游戏和会员收入并入其他, Q4 其他收入 249.5 百万元 (YoY-3%, QoQ+21%)。
- 4 其他财务数据:
毛利: 18Q4 毛利达 1,427.9 百万元 (YoY+14%, QoQ+14%), 毛利率 35% (YoY-4.4pct, QoQ+0.3pct);
营业利润率和净利率: 营业利润率为 15.5% (YoY-7.2pct, QoQ+0.6pct), 净利率为 14.7% (YoY-5.7pct, QoQ-1.1%);
费用: 18Q4 运营费用合计达 931.2 百万元 (YoY+43%, QoQ+8%), 费用占营收比重 20.1% (YoY+2.1pct, QoQ-1.0pct)。其中销售费用 323.7 百万元 (YoY+117.6%, QoQ-5.9%), 占收入比 7.0% (YoY+2.9pct, QoQ-1.4pct); 研发费用 332.5 百万元 (YoY+17.6%, QoQ+5.9%), 占收入比 7.2% (YoY-0.6pct, QoQ-0.5pct); 管理费用 275.0 百万元 (YoY+25.7%, QoQ+33.0%), 占收入比 5.9% (YoY-0.1pct, QoQ+0.9pct);
现金及现金流: 截至 2018 年 12 月 31 日, 公司现金及现金等价物 6,004.2 百万元, 短期存款 7,327.0 百万元。18Q4 经营活动现金流为 2,123.8 百万元。
- 5 运营情况:
移动端 MAU: 90.4 百万 (YoY+18%, QoQ+3%);
直播付费用户数: 890 万 (YoY+37%, QoQ+12%)
- 6 收入指引: 公司预计 2019Q1 营业收入为 40.1-41.6 亿元, YoY+23.4%-28.0%。

虎牙:

- 1 GAAP 数据: 18Q4 营收 15.05 亿元 (YoY+103%, QoQ+18%), 高于上季度收入指引上限 4.5%; 营业利润为 18.52 百万元; 归属于虎牙的净利润为 99.58 百万元; 每普通股摊薄收益为 0.45 元, 17Q4 每普通股摊薄亏损 0.05 元。
- 2 Non-GAAP 数据: 18Q4 调整后营业利润 (不包括股权激励费用) 为 82.52 百万元; 调整后净利润为 166.91 百万元; 调整后每普通股摊薄收益为 0.76 元人民币。

- 3 分业务收入：18Q4 直播业务收入为 1,441.78 百万元（YoY+108%，QoQ+19%）；广告及其他业务收入为 63.15 百万元（YoY+31%，QoQ+5%）。
- 4 其他财务数据：

毛利率：18Q3 毛利为 2.386 亿元（YoY+121%，QoQ+23%），毛利率 15.9%（YoY+1.3pct，QoQ+0.7pct）；

营业利润率和净利率：营业利润率为 1.2%（YoY+1.5pct，QoQ+1.4pct），净利率为 6.6%（YoY+5.9pct，QoQ+2.2pct）；

Non-GAAP：调整后营业利润率为 5%；调整后净利率为 11%；

费用：管理费、研发费及销售费合计 2.312 亿元（YoY+110%，QoQ+11%）。三项费用合计占营收比重 15%；

现金及现金流：截至 2018 年 12 月 31 日现金、现金等价物、短期存款及短期投资为 5,993.0 百万元；2018Q4 经营活动产生的现金流量为 191.7 百万元。
- 5 运营情况：

整体 MAU 1.166 亿（YoY+34.5%，QoQ+17.8%），PC 端 MAU 6,590 万（YoY+37.6%，QoQ+32.9%），移动端 MAU 5,070 万（YoY+30.7%，QoQ+2.6%）；

付费用户数 480 万（YoY+71.4%，QoQ+4.1%），付费渗透率 4.1%（YoY+0.9pct，QoQ-0.1pct）。
- 6 收入指引：公司预计 2019Q1 营收 15.1-15.5 亿元，YoY+79%-84%，同比增速低于当季营收增速 103%。

点评：

1 整体 MAU 持续增长，多赛事承办促使虎牙 PC 端用户数暴涨，电竞投入助力流量增长；产品优化和头部主播的引进继续推动 YY 用户数上升

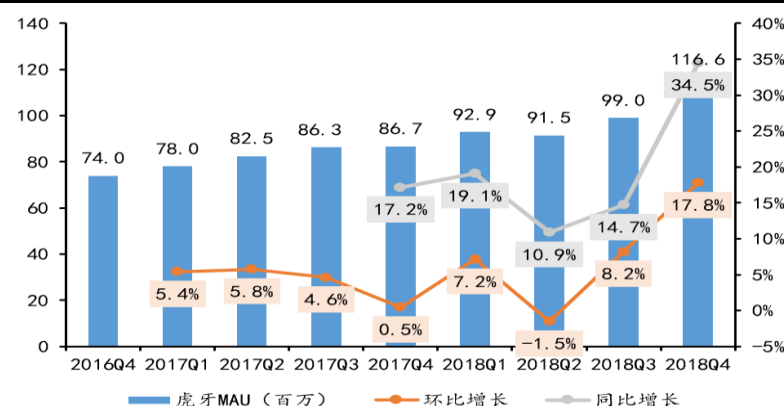
虎牙 18Q4 整体 MAU 11,660 万（YoY+34.5%，QoQ+17.8%）；PC 端 MAU 6,590 万（YoY+37.6%，QoQ+32.9%），环比增加 1,630 万；移动端 MAU 5,070 万（YoY+30.7%，QoQ+2.6%），占整体 MAU 43.5%，环比增加 130 万；付费用户数达 480 万（YoY+71.4%，QoQ+14.3%），付费渗透率为 4.1%（YoY+0.9pct，QoQ-0.1pct）。公司预计 2019 年全球 MAU 将达到 1.4-1.5 亿，且海外用户的增速将高于国内。Q4 在大型游戏直播赛事等季度因素驱动下，PC 端用户增长迅猛，但 PC 端用户的付费意愿低于移动端，PC 端用户在本季体现出的增幅不具趋势性，公司的流量获取重点仍会在移动端。在用户画像上，虎牙和 YY 均以男性群体为主要用户，而虎牙的用户群体相比之下更加男性化和年轻化，根据艾瑞咨询 11 月的数据，Q4 虎牙男性用户占比由 9 月的 76% 继续上升至 80%，24 岁以下用户占比 66%。

虎牙的流量增长依旧主要依靠电竞赛事的版权投入。公司 Q4 成立、签约多个电竞团队，11 月 12 日，公司宣布成立并运营守望先锋联赛战队“成都猎人队”，和 RNG 联合运营，在 OWL2019 赛季出战；11 月 13 日和 12 月 3 日，绝地求生战队“WZ 电竞俱乐部”和“X-Quest 战队”分别签约入驻虎牙直播；19 年 1 月 31 日，梦三国王牌人气战队“希望战队”、“零点战队”签约入驻。在电竞版权方面，

12月30日-31日，虎牙与各大平台同步直播2018 CMEL全国移动电竞超级联赛总决赛；19年1月2日，虎牙宣布成为LCK 2019赛季独家直播平台。公司队赛事版权和电竞战队的投资将持续保持平台在游戏直播垂直赛道上的优势和用户吸引力；除此以外，Q4公司继续引进户外、旅游、音乐、美食、舞蹈、个人游戏等类型的头部个人主播，多赛道的优质内容引入将帮助平台进行外部引流，吸引更多泛娱乐用户。19年公司会继续加大对腰部主播的培养和优质内容的投入，保持直播技术优势，以及未来流量的增长。

在技术更新方面，Q4公司还不断通过技术升级为游戏和视频直播赋能。19年1月5日，公司在和英特尔联合召开的发布会上宣布了两项技术合作的重大突破：AI智能视频剪辑技术和超清分辨率技术，B端的技术升级将帮助推动平台视频内容质量提升，借助优质内容增加用户粘性。

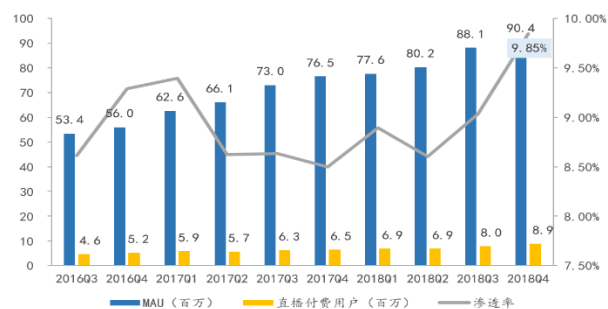
图表1：虎牙 MAU（百万）及增速



资料来源：公司财报，方正证券研究所

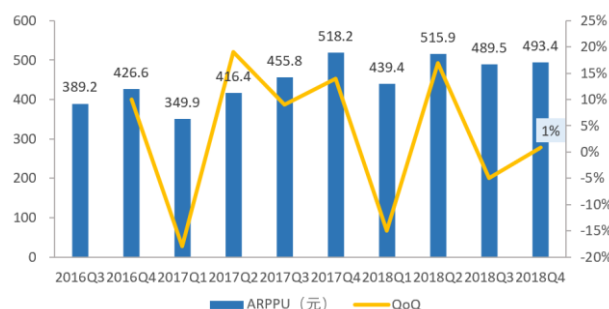
YY 18Q4 总体移动端 MAU 达 9,040 万 (YoY+18.2%, QoQ+2.6%)，直播付费用户达 890 万 (YoY+36.9%, QoQ+11.9%)，付费渗透率（采用移动端 MAU 作为分母计算）达 9.85% (YoY+0.81pct, QoQ+1.35pct)。流量的增长主要依靠：1) YY Live 产品不断优化，提升用户体验；2) 平台不断从外部引入头部主播，创造优质内容加强用户吸引力。

图表2：YY 移动端 MAU/付费用户数/付费渗透率



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表3：YY 季度 ARPPU 及环比增速



资料来源：公司财报，方正证券研究所

根据小葫芦 2018 年度全平台直播行业白皮书，虎牙和 YY 在主播偏爱榜单上均排名前列，虎牙开播次数全平台占比 18.8%，位列第一；YY 以 7.6% 的占比位列第四。在头部主播分布上，YY 在行业前 10,000 名主播中占据 2,353 位，虎牙以 1,917 位排列第二。YY 和虎牙在对主播的吸引力和对头部主播的占据量将成为公司未来发

展的核心动能，根据 18Q4 的签约情况来看，虎牙未来也将在保持游戏直播优势的基础上强化全赛道的主播质量。

图表4：近 30 日直播类 App 开播数排行榜

排名	平台	开播数	30日总观看人气	日均活跃主播	新增主播
1	虎牙	2061852	36.6亿	5万	12.1万
2	斗鱼	1406924	87亿	3.9万	6.6万
3	哔哩哔哩	976980	7.5亿	2万	2.8万
4	企鹅电竞	711082	101.4亿	1.5万	1.4万
5	触手	598517	22.6亿	1.2万	1万
6	YY直播	198186	10.9亿	4.4千	791
7	熊猫	170752	8.4亿	4千	4千
8	网易cc	152802	7亿	3.6千	2.2千
9	now直播	100836	981.9万	2.1千	596
10	火山直播	88548	7524.3万	2.3千	1.2千

资料来源：直播观察，方正证券研究所

2 增加内容覆盖垂直赛道，跨平台合作帮助引流；YY 14.5 亿美元对价完成对 BIGO 收购，公司未来重点投入 AI 研发和全球化发展

2.1 虎牙推出 B 端产品，试水多类型自制节目；YY 步入数字化转型轨道，未来将继续加大 AI 研发投入

18Q4 虎牙在优化、更新 C 端产品的同时，也推出了服务 B 端的新功能。公司推出一键快捷登陆和视频倍速播放功能，使得用户获得更加高效的使用体验；新增视频播放重力感应功能，通过转动手机切换横竖屏；19 年 1 月在 PC 主播段上线“素材库”，在原有主题模式的基础上增加了图片贴纸、文本框、摄像头外框等素材，为主播编辑画面提供便捷工具；19 年 2 月继续优化直播互动功能，支持主播通过连麦的方式让观众看到摄像头外的其他画面元素，增强了双方的互动性。

在内容品类方面，Q4 公司开始试水游戏以外的多种类型自制节目，通过引入 PGC 机构，线上线下模式结合，跨次元合作等方式进行内容生产。公司 11 月推出线下歌手和线上网友的互动活动《虎唤好声音》，12 月推出自制音乐直播 Live《歌我来了》，音乐互动类型节目获得观众好评；同时，公司还在 EAF 电竞节上引入二次元明星，推出了《次元歌谣祭》、《次元优等生》等自制节目，将电竞和二次元、音乐等热门元素融合起来，帮助不同用户圈层相互覆盖，发掘潜在用户；19 年 1 月，平台联合秘味和 12 个知名火锅企业打造了首个线上线下联动的火锅节，公司将直播平台、PGC 机构和企业联合起来，构成了完整的营销生态闭环。

相较于斗鱼等直播平台，虎牙对头部主播的依赖不会过大，而是更加重视对腰部主播的培养和丰厚的激励，根据小葫芦头部主播收入排名，19 年 2 月虎牙 TOP100 主播数量达到 32 人，收入超过 200 万元的主播有 28 人，为竞争对手斗鱼的 2 倍多；在海外业务方面，南美、东亚等游戏直播市场目前尚在早期阶段，NIMO TV 的试水证

明了海外游戏直播市场的可行，公司未来战略上除了游戏直播以外，还会在短视频等领域进行尝试。

图表5： 虎牙版本更新部分功能展示



资料来源：虎牙 App，公司官网，方正证券研究所

图表6： YY/虎牙/斗鱼/陌陌头部主播收入排行数量及收入分布

全平台Top100主播数	12月	1月	2月
YY	32	23	23
虎牙	7	18	32
斗鱼	13	12	11
陌陌	6	1	2

虎牙TOP100主播收入分布	12月	1月	2月
400w及以上	5	2	6
300w-400w	6	2	7
200w-300w	18	8	15
100w-200w	23	18	18
100w以下	48	70	54

斗鱼TOP100主播收入分布	12月	1月	2月
400w及以上	10	5	4
300w-400w	6	1	2
200w-300w	5	3	4
100w-200w	20	16	15
100w以下	59	75	75

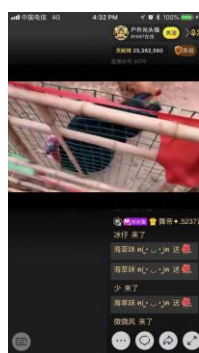
资料来源：小葫芦，方正证券研究所

18Q4 YY 的更新主要集中在直播服务的产品优化和适配上。版本 7.10.30 更新中，支持用户购买实物商品时使用微信支付；7.11.0 中，客户端适配 iOS12，且修复了 IM 卡顿的问题；同时，平台优化了左滑手势和个人资料页，升级了直播美颜功能，增强用户体验；18 年 10 月，YY App 中专注玉石翡翠市场的一件直播购推出了“拍卖”功能，一件购快捷公开的交易优势继续保持。

18 年公司着重推进技术化转型，7 月在技术副总裁张雷加入公司，领导 AI 技术、推荐算法和大数据分析技术不断升级。在 19 年 3 月 5 日 YY 收购 BIGO 后，两者的 AI 团队将共同助力公司未来智能化转型。19 年公司会进一步加大 AI 团队的招募和技术研发的投入，未来将重点发展 4 个方向：1) 在内容理解上实现全面 AI 化；2) 提高内容分发的推荐技术；3) 产品自动化测试，通过 AI 后台筛选最优版本来优化产品开发体系；4) 公司数字化管理，以技术团队为核心，分发技术到各个商业部门。

在内容方面，YY 继续落实平台后增长时期的跨平台合作共赢目标。19 年 1 月举行 YY 2018 年度盛典，并且首次优酷、小米直播合作共同直播年度盛典；18 年 10 月，第二季“YY 音乐人计划”在站内打榜的同时，还将参赛作品分发到网易云音乐，以“YY 音乐榜”的形式同步打榜，截至 10 月 19 日，网易云端榜单票数与音乐播放量之和就达到了 700 万。随着互联网人口红利的消退，直播行业发展速度趋缓，YY 的跨平台战略将帮助其探索新的商业变现模式，多平台的资源共享也会助力用户相互引流。

图表7： YY 版本更新部分功能展示



视频倍速左滑手势优化



个人主页优化



购买实物商品时可用微信支付



一件“拍卖”

资料来源：YY App，方正证券研究所

2.2 出海表现：NIMO TV 在东南亚表现良好，排名略有提升；YY 以 14.5 亿美元完成对 BIGO 的收购，BIGO LIVE 继续保持海外直播/视频平台收入第一

18 年 6 月 29 日，虎牙旗下海外直播平台 NIMO TV 与腾讯达成合作，利用 NIMO TV 的平台渠道和腾讯优质的游戏直播内容抢占东南亚的游戏直播市场。产品上线后在部分东南亚国家反响良好，截至 2019 年 3 月 3 日，在 Google Play 下，NIMO TV 在泰国/越南/印尼/墨西哥/新加坡的娱乐畅销榜最高排名为 1/3/5/6/6 名；在 Apple Store 下的相应排名为 7/8/5/24/30 名，相较 18 年 11 月略有提升，目前 NIMO TV 海外用户已经超过 1,000 万，东南亚和南美市场仍处于早期阶段，未来流量增长空间巨大。

图表8： NIMO TV 全球娱乐畅销榜最高排名-Google Play

下载排名	畅销排名	最高下载排名	最高畅销排名	
Entertainment (Applications)				
国家/地区	所有类别	应用		
国家/地区的# 一排名达1	0	0	1	
国家/地区的# 一排名达5	0	0	3	
国家/地区的# 一排名达10	0	0	9	
国家/地区的# 一排名达100	0	8	35	
国家/地区的# 一排名达500	11	22	38	
国家/地区的# 一排名达1000	12	22	39	
国家/地区	所有类别	应用		
墨西哥	108 2019年3月3日	29 2019年2月27日	6	2019年2月10日
菲律宾	142 2018年9月15日	17 2018年9月15日	7	2018年9月15日
泰国	143 2019年2月28日	16 2018年11月1日	1	2018年11月1日
印度尼西亚	152 2018年8月22日	24 2018年8月22日	5	2018年8月25日
越南	184 2018年12月16日	12 2018年11月1日	3	2018年11月1日
巴西	191 2019年1月18日	50 2018年11月2日	8	2018年11月7日
马来西亚	297 2018年9月16日	45 2018年9月16日	7	2018年9月15日
巴基斯坦	307 2018年12月5日	130 2018年12月5日	10	2018年12月5日
多米尼加共和国	342 2019年2月3日	120 2019年2月3日	15	2019年2月1日
新加坡	426 2019年2月15日	59 2018年9月20日	6	2018年9月18日

资料来源：AppAnnie，方正证券研究所

19年3月5日, YY宣布以14.5亿美元完成对BIGO的收购, 根据管理层透露, 公司未来将陆续吸收外部控股资产。四季度BIGO LIVE表现依旧惊艳, 截至19年3月3日, 排名第1的国家数由上季度的51个上升到了59个; 排名前5的国家数由88个上升到了94个。YY对BIGO的并表将整合两者的资源和技术优势, 形成规模效应, LIKE在海外的技术经验也将为国内推广打下基础。

图表9: BIGO Live在iPhone平台排行榜国家/地区数量

下载排名	畅销排行	最高下载排名	最高畅销排名
所有类别			
国家/地区的# — 排名达1	29	59	
国家/地区的# — 排名达5	50	94	
国家/地区的# — 排名达10	57	104	
国家/地区的# — 排名达100	101	125	
国家/地区的# — 排名达500	119	126	
国家/地区的# — 排名达1000	123	126	
国家/地区			
文莱	1 2017年3月25日	1 2016年9月27日	
玻利维亚	1 2017年12月11日	1 2017年12月11日	
巴林	1 2017年11月11日	1 2017年1月21日	
白俄罗斯	1 2019年1月31日	1 2019年1月30日	
土库曼斯坦	1 2018年12月4日	1 2018年12月4日	
阿曼	1 2017年10月19日	1 2016年10月30日	
约旦	1 2016年12月21日	1 2016年11月7日	
帕劳	1 2017年9月29日	1 2017年9月29日	
巴基斯坦	1 2017年8月10日	1 2017年3月18日	

资料来源: AppAnnie, 方正证券研究所

根据SensorTower 2019年的报告, YY旗下6款产品入围19年1月海外收入Top 20, 其中BIGO LIVE在去年9月后继续保持第1; 下载量方面, YY旗下有5款产品入围, LIKE短视频位列第2, BIGO LIVE位列第7, 虎牙旗下的直播产品NIMO TV和Yome Live分别位列第12和13, 上榜的还有游戏直播平台Cube TV。未来5-10年, YY将继续构建海内外泛娱乐+游戏短视频及直播的产品矩阵, 将“全球化”作为战略重点。

图表10: 中国视频平台下载量TOP20-海外App Store+Google Play

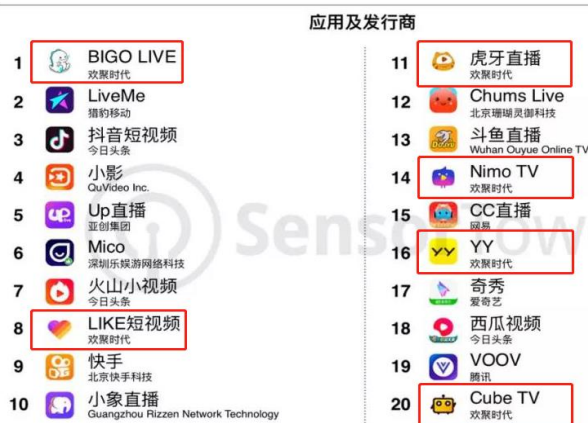
应用及发行商	
1 抖音短视频 今日头条	11 Up直播 亚信集团
2 LIKE短视频 欢聚时代	12 Nimo TV 欢聚时代
3 Helo 今日头条	13 Yome Live 欢聚时代
4 VMate 2019 UC	14 Game.ly Live 触手
5 火山小视频 今日头条	15 LiveMe 猎豹移动
6 小影 QuVideo Inc.	16 Cube TV 欢聚时代
7 BIGO LIVE 欢聚时代	17 Mico 深圳乐游网络科技有限公司
8 VidStatus app QuVideo Inc.	18 VOOV 腾讯
9 快手 北京快手科技	19 西瓜视频 今日头条
10 4Fun Fantastic Team	20 小象直播 广州锐森网络科技有限公司

资料来源: Sensor Tower, 方正证券研究所

备注: 红色框分别代表YY集团旗下产品

图表11: 中国视频平台收入 TOP20-海外 App Store+Google Play

2019年1月中国视频/直播APP收入TOP20 | 海外App Store + Google Play



资料来源: Sensor Tower, 方正证券研究所

备注: 红色框分别代表 YY 集团旗下产品

根据管理层披露,截至18年12月,BIGO MAU(包括BIGO LIVE和LIKE)已达6,900万,付费渗透率目前还低于YY,但也处于上升通道中。截至19年3月3日,YY旗下随机小游戏对战平台HAGO在印尼、越南等国排名良好,在两国分别位列最高畅销榜第1和第3,平台现已推广到全球33个国家。

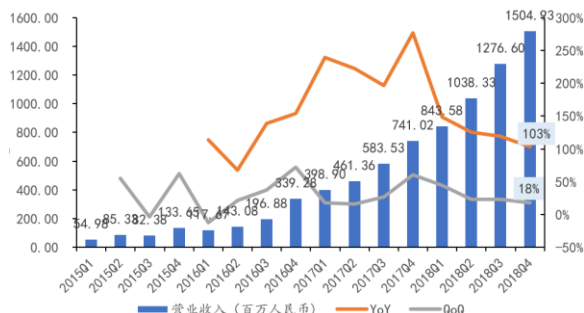
3 虎牙继续推动公司整体业绩增长,付费用户增长是核心驱动

3.1 虎牙营业收入

18Q4虎牙的营业收入15.05亿元(YoY+103%,QoQ+18%),ARPU 12.91人民币(YoY+51%,QoQ+0.1%)。虎牙主要营收来源仍为直播收入,Q4直播收入达14.42亿元(YoY+108%,QoQ+19%),占比95.8%,环比上一季度略有回升;广告及其他业务收入63.1百万元(YoY+31%,QoQ+5%),占比4.2%。根据公司给出的业绩指引,预计19Q1营收15.1-15.5亿元,YoY+79%-84%,同比增速低于当季营收增速103%。

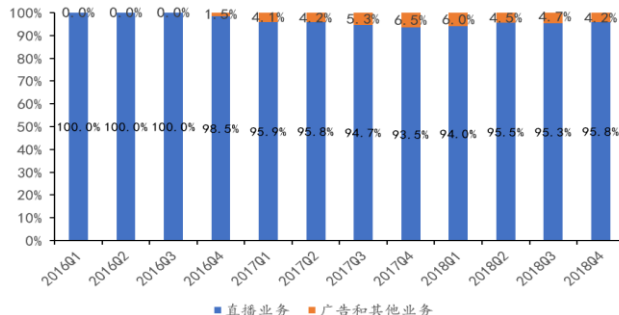
18Q4虎牙总ARPU(总收入/MAU)达12.91人民币(YoY+51%,QoQ+0.1%),用户流量的货币化能力增强。

图表12: 虎牙净收入规模和同环比增速



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表13: 虎牙收入结构变化



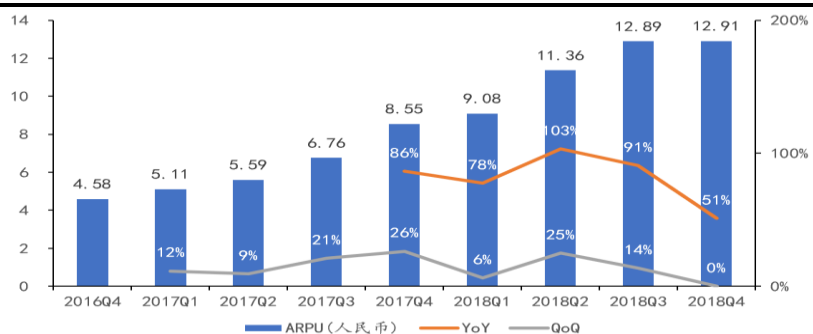
资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表14: 虎牙各业务收入 (百万元) 和同环比增速

百万人民币	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
直播业务	117.67	143.08	196.88	334.35	382.64	441.83	552.36	692.71	792.8	991.81	1216.5	1441.8
YoY					225%	209%	181%	107%	107%	124%	120%	108%
QoQ		22%	38%	70%	14%	15%	25%	25%	14%	25%	23%	19%
广告及其他业务				4.926	16.258	19.536	31.175	48.311	50.8	46.52	60.1	63.1
YoY								881%	212%	138%	93%	31%
QoQ					230%	20%	60%	55%	5%	-8%	29%	5%
净收入	117.674	143.077	196.878	339.275	398.899	461.364	583.534	741.019	843.6	1038.332	1276.6	1504.9

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表15: 虎牙 ARPU 及同环比增速



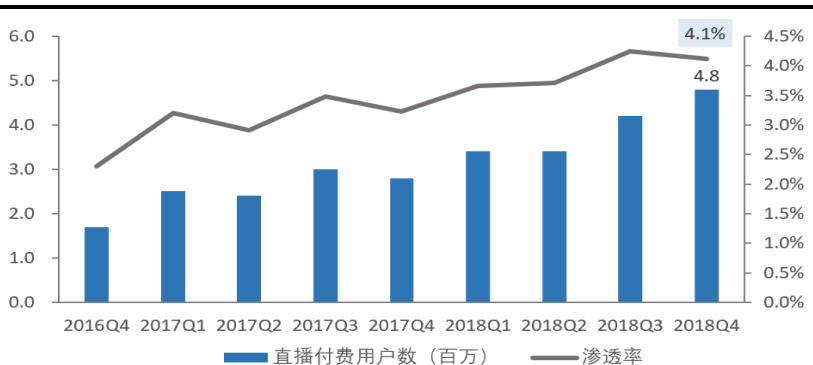
资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

3.2 虎牙直播业务收入

18Q4 虎牙直播业务收入达 1,441.8 百万元 (YoY+108%, QoQ+19%), 占比 95.8%。付费用户数和单用户付费金额的增加继续贡献直播业务收入的同比增长。Q4 虎牙付费用户数 480 万 (YoY+71%, QoQ+14%), 以总体 MAU 计算付费渗透率为 4.1% (YoY+0.9pct, QoQ-0.1pct), 以移动端 MAU 计算付费渗透率为 9.5%, 环比上涨 1pct。

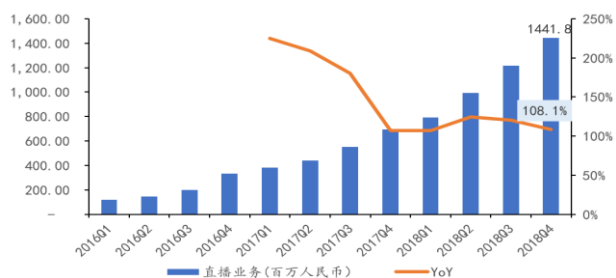
得益于公司的移动化战略, 内容的多样性和对普通用户的转化投入, Q4 公司的付费用户数继续上升。Q4 直播 ARPPU 达 300.4 人民币 (YoY+21%, QoQ+4%), 增速环比下降 36pct, 公司营收的增长主要仍然依靠付费用户数的增长推动。

图表16: 直播付费用户数 (百万) 及渗透率



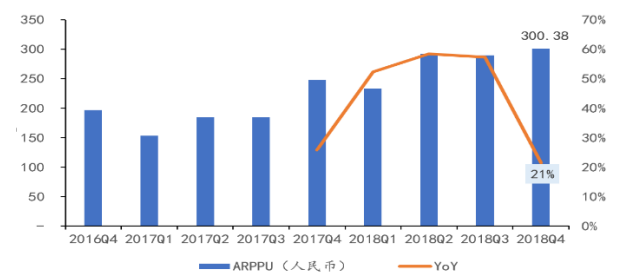
资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表17：虎牙直播业务规模及同比增速



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表18：虎牙直播业务 ARPPU 及同比增速

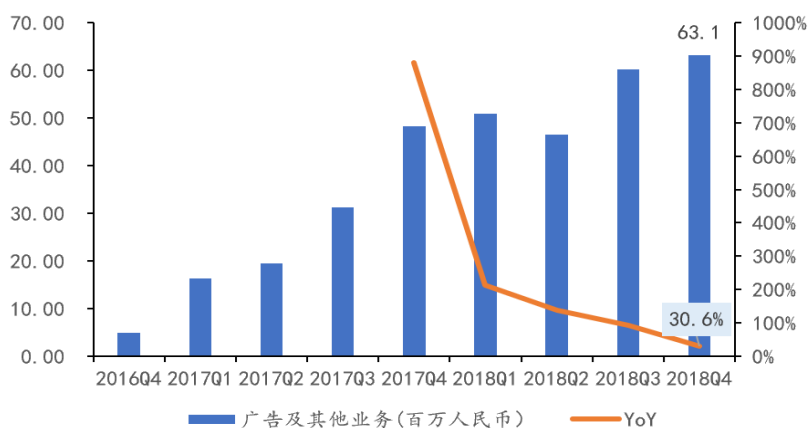


资料来源：公司财报，方正证券研究所

3.3 虎牙广告及其他业务收入

18Q4 虎牙广告及其他业务收入 63.1 百万元 (YoY+30%, QoQ+5%)，占比 4.2%。广告收入的持续增长主要由虎牙在中国游戏直播市场逐渐增强的品牌效应和广告主不断增长的需求驱动。游戏直播在中国游戏日益成为游戏发行和推广的重要一环，而随着版号审批的常态化，同比去年，游戏广告主的投放需求将进一步回升。

图表19：虎牙广告及其他业务规模及同比增速



资料来源：公司财报，方正证券研究所

3.4 YY 营业收入

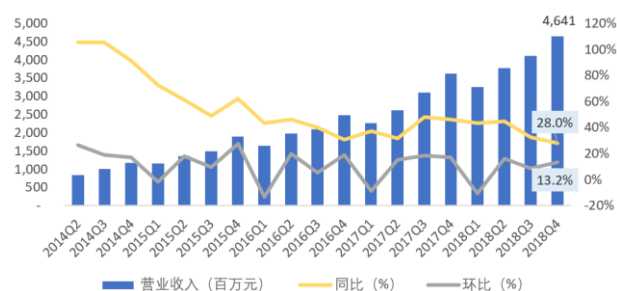
2018Q4 公司营业收入达 4,640.9 百万元 (YoY+28%, QoQ+13%)，其中 YY live 收入为 3136.0 百万元 (YoY+9%, QoQ+11%)，虎牙收入为 1,504.93 百万元 (YoY+103%, QoQ+18%)。分业务来看，直播业务收入 4391.4 百万元 (YoY+30%, QoQ+13%)，直播占总收入 94.6%，比重环比略有下降；其他收入 249.5 百万元 (YoY-3%, QoQ+21%)，环比增速上升 25pct。Q4 YY 直播付费用户为 890 万 (YoY+37%, QoQ+12%)，付费用户渗透率达 9.85% (YoY+1.35pct, QoQ+0.81pct)，ARPPU 为 493.4 人民币 (YoY-5%, QoQ+1%)。根据公司的业绩指引，预计 19Q1 营业收入为 40.1-41.6 亿元，YoY+23.4%-28.0%，预期高于前期增速；其中，虎牙预计 19Q1 营收 15.1-15.5 亿元，YoY+79%-84%，YY Live 预期收入为 24.6-26.1 亿元，YoY+10%-17%，预期增速较上季度有所提升。

图表20：YY/虎牙付费渗透及单付费用户收入情况

	付费用户 (万)	付费用户渗透率 (%)	ARPPU (人民币)
虎牙	480	4.10%	300.4
YY	890	9.85%	493.4

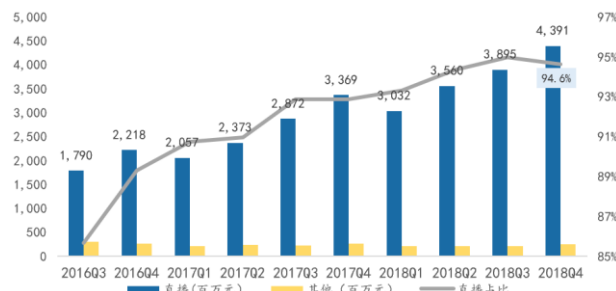
资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表21: YY Q4 营业收入 (百万元) 及增速



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表22: YY 直播收入 (百万元) 及占营收比



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

在海外业务上, YY 的变现收入主要来源于用户付费, 由于海外互联网公司营收主要依靠广告业务增长, 避开与海外以广告变现为主的巨头形成直面竞争, YY 在用户付费变现上具有优势, 形成护城河后, 再来开拓广告变现, 未来广告变现有一定成长空间。

4 虎牙利润率继续改善; 投身 AI, YY 研发投入将长期保持较高水平

4.1 毛利率

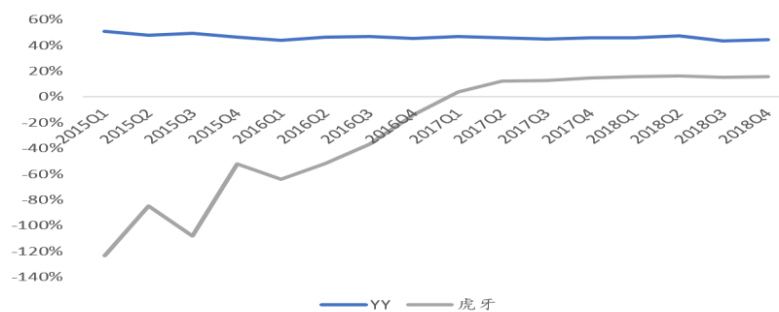
18Q4 公司营业成本达 3,013.1 百万元 (YoY+37%, QoQ+13%), 营业成本的增长主要是由于主播的收入分成和内容成本的增加。这一季度收入分成及内容成本达 2,556.5 百万元 (YoY+40%, QoQ+16%), 收入分成及内容成本占收入比重 55%, 较去年同期提升 4.7pct, 环比上升 1.1pct。内容成本的增幅略快于营业收入的增幅。带宽成本达 246.5 百万元 (YoY+36%, QoQ-1%), 增长主要原因是用户规模持续扩张和流媒体质量的改善。带宽成本占收入比 5%, 同比基本持平, 环比略降 0.8pct。

18Q4 公司毛利润达 1,427.9 百万元 (YoY+14%, QoQ+14%), 毛利率 35% (YoY-4.4pct, QoQ+0.3pct), 毛利率同比下降主要是由于公司收入分成和内容成本的增加所致, 同时由于虎牙在公司整体收入占比提升, 而虎牙毛利率显著低于 YY Live, 故而对整体毛利有所稀释。

分 YY Live 和虎牙来看, YY live 的毛利润达 1,389.22 百万元 (YoY+5%, QoQ+13%), 毛利率 44% (YoY-2pct, QoQ+1pct); 虎牙毛利润达 238.64 百万元 (YoY+121%, QoQ+23%), 毛利率 16% (YoY+1pct, QoQ+1pct)。虎牙毛利润增速较快, 但本身绝对值远低于 YY live, 游戏直播平台的毛利率也与 YY live 仍然存在较大差距。

虎牙 2018Q4 营业成本为 1,266.3 百万元 (YoY+100%, QoQ+17%), 收入分成和内容成本为 1,042.1 百万元 (YoY+113%, QoQ+23%), 占营收比例 69%, 同环比均提升 3pct。主要受虎牙平台虚拟礼物销售、海内外电竞赛事内容和内容创作者的投入持续增加的影响。带宽成本为 161.6 百万元 (YoY+42%, QoQ-7%), 占营收比例 11% (YoY-5pct, QoQ-3pct)。占比下降主要由于新技术的采用提升带宽的使用效率。

图23: YY Live 和虎牙毛利率水平变化



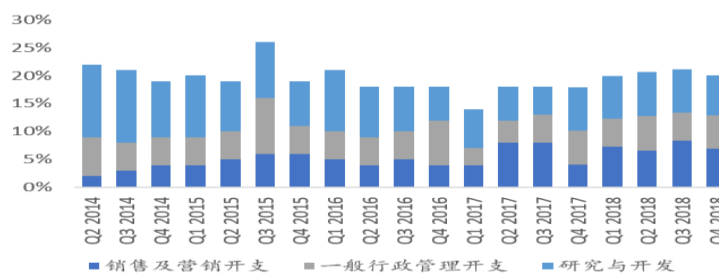
资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

4.2 各项费用占比情况

18Q4 运营费用合计达 931.2 百万元 (YoY+43%, QoQ+8%), 费用占营收比重 20.1% (YoY+2.1pct, QoQ-1.0pct)。公司销售费用 323.7 百万元 (YoY+117.6%, QoQ-5.9%), 占收入比 7.0% (YoY+2.9pct, QoQ-1.4pct); 研发费用 332.5 百万元 (YoY+17.6%, QoQ+5.9%), 占收入比 7.2% (YoY-0.6pct, QoQ-0.5pct); 管理费用 275.0 百万元 (YoY+25.7%, QoQ+33.0%), 占收入比 5.9% (YoY-0.1pct, QoQ+0.9pct)。

其中 YY live 销售费用 263.81 百万元 (YoY+121%, QoQ-7%), 研发费用 253.41 百万元 (YoY+6%, QoQ+6%), 管理费用 182.73 百万元 (YoY+0%, QoQ+35%); 虎牙销售费用 59.88 百万元 (YoY+102%, QoQ-3%); 研发费用 79.11 百万元 (YoY+81%, QoQ+6%); 管理费用 92.25 百万元 (YoY+152%, QoQ+30%)。公司计划在中国和海外加大投入以获取新的流量, Q4 的销售费用占收入比重将有所提升。研发费用自 17Q4 以来, 占营收比例提升, 主要由于公司加大 AI 领域的投入, 包括 AI 团队的招募和相关研发支出的上涨, 18 年全年来看占营收比重仍较为平稳。

图24: 欢聚时代费用占营收比例



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

4.3 利润率

18Q4 营业利润 718.6 百万元 (YoY-12.5%, QoQ+17.6%); 营业利润率为 15.5% (YoY-7.2pct, QoQ+0.6pct), 同比来看, 营业利润率下滑, 主要受到毛利率下滑的影响, 以及运营费用占收入比的提升。其中 YY live 营业利润 700.08 百万元 (YoY-15%, QoQ+14%); 虎牙扭亏为盈, 营业利润为 18.52 百万元。

归属于 YY 的净利润 684.0 百万元 (YoY-7.6%, QoQ+5.1%), 净利润率 14.7%; 包含少数股东权益的净利润为 742.45 百万元, 其中 YY Live 净利润 642.87 百万元, (YoY-15%, QoQ+3%), 虎牙净利润 99.58 百万元, 同环比均现大幅提升。

Non GAAP: 18Q4 YY 营业利润 888.46 百万元 (YoY-14%, QoQ+15%), 营业利润率 19.1%, 其中 YY live 营业利润 805.95 百

万元 (YoY-20%, QoQ+13%), 同比减少主要由于营销费用的大幅增加; 虎牙营业利润 82.52 百万元 (YoY+281%, QoQ+34%); 调整后归属于 YY 净利润 836.2 百万元 (YoY-10%, QoQ+6%), 净利率 18%。

图表25: 欢聚时代各项利润及利润率 (GAAP)

	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
营业利润 (百万RMB)	244.2	307.7	200.3	409.8	256.7	443.9	472.9	621.5	617.0	599.4	661.4	821.5	596.4	713.8	610.9	718.6
YoY	19.1%	29.0%	-35.2%	25.6%	5.1%	44.2%	136.1%	51.7%	140.4%	35.0%	39.9%	32.2%	-3.3%	19.1%	-7.6%	-12.5%
QoQ	-25.2%	26.0%	-34.9%	104.6%	-37.4%	72.9%	6.5%	31.4%	-0.7%	-2.8%	10.3%	24.2%	-27.4%	19.7%	-14.4%	17.6%
营业利润率	21.2%	22.7%	13.4%	21.6%	15.6%	22.4%	22.6%	25.0%	27.2%	23.0%	21.4%	22.7%	18.4%	18.9%	14.9%	15.5%
归属YY净利润 (百万RMB)	227.0	290.7	156.4	359.2	208.3	343.3	400.0	572.3	543.2	573.7	636.0	740.4	444.1	-136.9	650.7	684.0
YoY	23.6%	31.0%	-45.4%	-3.6%	-8.2%	18.1%	155.8%	59.3%	160.7%	67.1%	59.0%	29.4%	-18.2%	-123.9%	2.3%	-7.6%
QoQ	-39.1%	28.1%	-46.2%	129.7%	-42.0%	64.8%	16.5%	43.0%	-5.1%	5.6%	10.9%	16.4%	-40.0%	-130.8%	-575.3%	5.1%
净利率	19.7%	21.4%	10.5%	18.9%	12.6%	17.3%	19.1%	23.0%	24.0%	22.0%	20.6%	20.4%	13.7%	-3.6%	15.9%	14.7%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表26: 欢聚时代各项利润及利润率 (Non-GAAP)

	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
营业利润 (百万RMB)	276.1	319.3	281.0	471.0	310.6	485.4	508.4	647.9	603.3	641.5	664.5	1,034.1	727.3	933.1	774.2	888.5
YoY	20.5%	16.1%	-18.5%	29.3%	12.5%	52.0%	80.9%	37.6%	94.2%	32.2%	30.7%	59.6%	20.6%	45.5%	16.5%	-14.1%
QoQ	-24.2%	15.7%	-12.0%	67.6%	-34.1%	56.3%	4.7%	27.4%	-6.9%	6.3%	3.6%	55.6%	-29.7%	28.3%	-17.0%	14.8%
营业利润率	24.0%	23.5%	18.9%	24.8%	18.8%	24.5%	24.3%	26.1%	26.6%	24.6%	21.5%	28.5%	22.4%	24.7%	18.9%	19.1%
归属YY净利润 (百万RMB)	258.8	302.3	237.1	420.4	262.3	384.8	435.6	598.6	533.9	576.2	639.1	932.1	699.9	873.2	787.0	836.2
YoY	24.7%	17.0%	-26.4%	2.3%	1.3%	27.3%	83.7%	42.4%	103.6%	49.8%	46.7%	59.1%	31.1%	51.6%	23.1%	-10.3%
QoQ	-37.0%	16.8%	-21.6%	77.3%	-37.6%	46.7%	13.2%	37.4%	-10.8%	7.9%	10.9%	49.1%	-26.5%	24.8%	-9.9%	6.3%
净利率	22.5%	22.3%	15.9%	22.1%	15.9%	19.4%	20.8%	24.1%	23.5%	22.1%	20.7%	26.3%	21.5%	23.1%	19.2%	18.0%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

5 盈利预测与估值

根据彭博一致预期, 虎牙 FY19-21 年营收为 70.04/93.93/117.5 亿元, 调整后 EPS 为 3.15/5.31/7.67 元, 对应 P/S 为 4.79/3.57/2.86X。YY FY19-21 年营收为 187.03/217.44/235.13 亿元, 调整后 EPS 为 52.45/61.26/67.92 元, 对应 P/E 为 9.2/7.88/7.11X。

图表27: 虎牙/YY 一致预期

公司	财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
虎牙	营业收入 (¥M)	4,663	7,004	9,393	11,750
	YoY		50%	34%	25%
	毛利率 (%)	15.6%	18.4%	21.1%	24.6%
	EBIT (¥M)	-2,102	535	1,055	1,384
	调整后净利润 (¥M)	389	708	1,188	1,757
	调整后EPS (¥)	2.06	3.15	5.31	7.67
	P/S		4.79	3.57	2.86
YY	营业收入 (¥M)	15,764	18,703	21,744	23,513
	YoY		19%	16%	8%
	毛利率 (%)	36.45%	34.96%	34.93%	35.00%
	营业利润 (¥M)	2,639.7	3,288.9	4,115.3	4,176.0
	调整后净利润 (¥M)	3,196	3,384	3,968	4,405
	调整后EPS	49.05	52.45	61.26	67.92
	P/E		9.20	7.88	7.11

资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所

备注: 市值为 Wind 2019 年 3 月 4 日收盘价, 其他财务数据来自彭博

6 风险提示

活跃用户增速放缓风险、直播变现不及预期风险、稳定优质内容生产风险、游戏直播版权风险、付费渗透率下降风险、互联网信息发布政策变更风险、内容监管风险、业务成本增加风险、直播行业竞争风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com