

欢聚时代 (YY.US)

重估欢聚时代：2 亿泛直播用户商业化价值可期，看好 BIGO 掘金海外有望再造 YY

行业机会：国内用户红利趋尽，如何挖掘直播的未来空间？

国内直播行业用户增长已趋平缓，但用户时长仍在提升，18 年 9 月娱乐直播总时长同比增长 27%，与游戏直播合计占据 10 亿小时、0.7%移动互联网时长份额。在用户红利趋尽背景下，直播龙头欢聚时代用户规模继续新高，4Q18 移动直播 MAU 达 9,040 万，同比增长 18%，主要通过三大方向打开增长空间：1) 外部渠道合作：输出头部主播打通流量生态，战略牵手小米探索共享直播；2) 下沉：YY 极速版基于“轻量化+社交裂变”发掘下沉流量；3) 出海：全球化打开增量市场，视频社交产品矩阵覆盖近 2 亿 MAU。从货币化空间来看，直播用户付费率紧追手游，对标手游仍有提升空间；头部平台 YY 的单位时长收入为 152 元/千分钟，低于映客约 60%，时长价值仍待挖掘。

YY 核心业务：内容生态持续升级，AI 驱动数字化转型，全球化步伐加快。

围绕互动场景和内容生态升级，欢聚时代持续进行产品创新，是驱动平台用户增长和付费提升的重要因素。四季度以来，YY 产品迭代重点在提升中长尾用户的互动体验，包括降低互动门槛、提升匹配效率等。值得强调的是，欢聚时代自 18 年中起全面发力 AI 技术，升级数字化经营，重点实现运营数据化和内容数据化。“亮点”小视频即为体现，通过 AI 系统自动捕捉直播高光时刻，并细化内容标签，通过 AI 算法进行个性化推荐。受益于 AI 能力对用户需求的更精准理解和匹配，四季度 YY Live 的用户平均使用时长环比增长 7%，有望带来更多变现机会。此外，欢聚时代加码全球化，通过小游戏社交平台 HAGO 打开东南亚市场。截至 2018 年底，HAGO 全球 MAU 达 2,090 万，日均使用时长超过 1 小时，排名 Google Play 全球社交下载量第 9 名。其中，HAGO 在印尼累计用户规模达 3,000 万，占印尼总人口 11%，占印尼网民规模 20%。

BIGO：全球领先的视频社交娱乐平台，掘金海外红利有望再造 YY。

2019 年 3 月，欢聚时代宣布以 14.53 亿美元收购 BIGO 剩余 68.3%股份，交易完成后，欢聚时代持有 BIGO 100%股份。BIGO 成立于 2014 年，旗下拥有海外头部直播平台 BIGO LIVE、短视频社交平台 LIKE 等产品，业务覆盖全球 100 余个国家和地区，其中东南亚、南亚、中东、美洲等为重点市场。2018 年 BIGO 海外用户增长和收入表现突出，位列全球移动应用厂商非游戏收入排名 Top 10；旗下 LIKE 位列全球社交综合下载量第 6 名，领先于 Twitter 和微信；BIGO LIVE 位列 Google Play 社交下载量第 10 名、非游戏类收入第 5 名。截至 2018 年末，BIGO 总 MAU 达到 6,900 万，其中 LIKE MAU 约 4,600 万；我们估计 BIGO 18 年实现收入 5.5-6 亿美元，同比增长 83%-100%，收入贡献主要来自 BIGO LIVE，而 LIKE 对标 TikTok 变现潜力可期。海外互联网市场正迎红利发展期，2018 年全球新增互联网用户主要来自亚太地区（同比增长 10%，新增网民 2.03 亿）、美洲地区（+7.7% YoY，+5,700 万）、欧洲（+7.6% YoY，+5,100 万）等。我们认为南亚和东南亚市场（BIGO 两大重点市场）未来视频娱乐社交发展将继续受益互联网渗透率提升（人口规模大、结构年轻化）、基础设施完善（网速、支付等）及经济增长（人均 GDP 提升），BIGO 有望在海外再造 YY。

估值：欢聚时代当前市值对应 FY19 市盈率为 12.5x，位于公司历史动态估值区间偏下。若剔除所持虎牙 38.9%股权和现金的影响，对应 FY19 PE 仅为 8x（隐含 BIGO 价值）。考虑欢聚时代全球化步伐加快，收购 BIGO 有望在海外再造 YY；AI 数字化转型提升用户体验与经营效率；核心业务用户粘性和货币化能力仍在提升；虎牙直播盈利能力持续提升，我们认为当前的欢聚时代具备投资价值。基于分部估值法，我们认为欢聚时代的合理估值范围为 USD91-95 亿，较当前市值高 30%-36%，维持买入评级，估值中值对应目标价为\$115。

风险提示：用户增长放缓，内容监管风险，行业竞争加剧，宏观经济增长放缓，海外扩张及变现低于预期，汇率风险

作者

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

周奕纯 联系人
zhouyichun@tfzq.com

关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信号

相关报告

内容目录

1. 行业机会：国内用户红利趋尽，如何挖掘直播的未来空间？	5
1.1. 流量增长：如何打开用户空间？	5
1.2. 货币化空间：付费率紧追游戏，用户时长价值仍待挖掘	11
2. YY 核心业务：内容生态持续升级，AI 驱动数字化转型，全球化步伐加快	13
3. BIGO：全球领先的视频社交娱乐平台，掘金海外红利有望再造 YY	20
3.1. BIGO：从东南亚走向全球，协同 YY 打造领先的视频社交娱乐平台	20
3.2. 市场机会：海外互联网正迎流量红利期，基础设施完善和消费能力提升有望带动视频社交发展	23
3.3. 核心产品：泛娱乐直播平台 BIGO LIVE 收入贡献突出，LIKE 短视频变现潜力可期	26
4. 经营业绩	32
5. 估值与投资建议	37

图表目录

图 1：移动视频细分行业 MAU 和时长占比变化（2017 年 9 月 vs. 2018 年 9 月）	5
图 2：欢聚时代和虎牙直播的移动直播 MAU 及同比增速（1Q17A-4Q18A）	5
图 3：欢聚时代和虎牙直播的直播付费用户规模及同比增速（1Q17A-4Q18A）	6
图 4：YY APP 月度活跃用户规模及人均单日使用时长（1M17A-12M18A）	6
图 5：虎牙直播和斗鱼直播 MAU 趋势对比（1M16A-12M18A）	6
图 6：虎牙直播和斗鱼直播日均时长趋势对比（1M16A-12M18A）	6
图 7：中国直播类 APP 渗透率排行榜 Top 10（1Q18-3Q18）	7
图 8：“摩登兄弟”主要平台粉丝数（截至 2019 年 3 月 4 日）	7
图 9：全球智能手机出货量 Top 10（2018A）	8
图 10：国产四大手机品牌国内外市场出货量增速对比（3Q18A）	8
图 11：YY 极速版产品界面	9
图 12：中国视频/直播 APP 海外下载量 Top 20（2019 年 1 月）	9
图 13：中国视频/直播 APP 海外收入 Top 20（2019 年 1 月）	10
图 14：中国移动互联网主流人群和潜力人群的细分行业付费率变化（2017 年 9 月 vs. 2018 年 9 月）	11
图 15：中国直播类平台季度 ARPPU 对比（4Q18A）	11
图 16：中国直播类平台单位时长收入对比（1Q17A-4Q18A）	12
图 17：欢聚时代 YY 产品迭代历史	13
图 18：YY 的 AR 表情玩法	14
图 19：YY 改版前后“发现”页面对比	14
图 20：YY “亮点”界面	15
图 21：YY 部分头部主播各平台粉丝数对比（截至 2019 年 3 月 4 日）	15
图 22：YY 与网易云音乐合作“YY 音乐人计划”	16
图 23：YY “直播购”界面	16

图 24: “YY 信用” 产品界面	17
图 25: YY APP 广告投放自动化测试	17
图 26: HAGO 产品界面	18
图 27: 全球社交 APP 下载量 Top 10 (2018A)	18
图 28: HAGO 印度尼西亚 Google Play 下载排名和畅销排名 (1M19A-4M19A)	19
图 29: HAGO 印度尼西亚市场核心运营数据 (10M18A-3M19A)	19
图 30: BIGO 产品线	20
图 31: 全球移动应用厂商收入 Top 10 (2018A)	20
图 32: 全球社交 APP 下载量 Top 10 (2018A)	21
图 33: 全球非游戏类 APP 收入 Top 10 (2018A)	21
图 34: BIGO 办公机构全球分布	22
图 35: 全球及部分地区市场基本情况 (2018A)	23
图 36: 全球各地区互联网用户规模及渗透率 (2018A)	24
图 37: 全球人口地区分布 (2018A)	24
图 38: 全球各地区社交媒体渗透率 (2018A)	25
图 39: 全球主要国家社交媒体用户日使用时长 (2018A)	25
图 40: BIGO LIVE 产品界面	26
图 41: BIGO LIVE iOS 和 Google Play 最高畅销排名	26
图 42: 2018 年在线视频 App (按用户支出排名)	27
图 43: BIGO LIVE iOS 全球社交类下载量排名	27
图 44: BIGO LIVE 月度下载量 (3M18A-2M19A)	28
图 45: BIGO LIVE Google Play 下载用户结构	28
图 46: BIGO LIVE Google Play 付费用户结构	28
图 47: BIGO LIVE iOS 下载用户结构	28
图 48: BIGO LIVE iOS 付费用户结构	28
图 49: LIKE 产品界面	29
图 50: LIKE iOS 和 Google Play 最高下载排名	29
图 51: LIKE Google Play 下载用户结构	30
图 52: LIKE Google Play 付费用户结构	30
图 53: TikTok Google Play 下载用户结构	30
图 54: TikTok Google Play 付费用户结构	30
图 55: LIKE 和 TikTok 印度 Google Play 下载量 (10M18A-3M19A)	31
图 56: LIKE 印度 Google Play 市场核心运营数据 (10M18A-3M19A)	31
图 57: TikTok 印度 Google Play 市场核心运营数据 (10M18A-3M19A)	31
图 58: 欢聚时代总收入及同比增速 (1Q17A-4Q18A)	32
图 59: 欢聚时代直播业务收入及同比增速 (1Q17A-4Q18A)	32
图 60: YY Live 直播业务收入及同比增速 (1Q17A-4Q18A)	33
图 61: 欢聚时代收入分成及内容成本和成本率 (1Q17A-4Q18A)	33
图 62: 欢聚时代带宽成本及带宽成本率 (1Q17A-4Q18A)	33
图 63: 欢聚时代毛利润及毛利率 (1Q17A-4Q18A)	34
图 64: 欢聚时代三项费用率 (1Q17A-4Q18A)	34

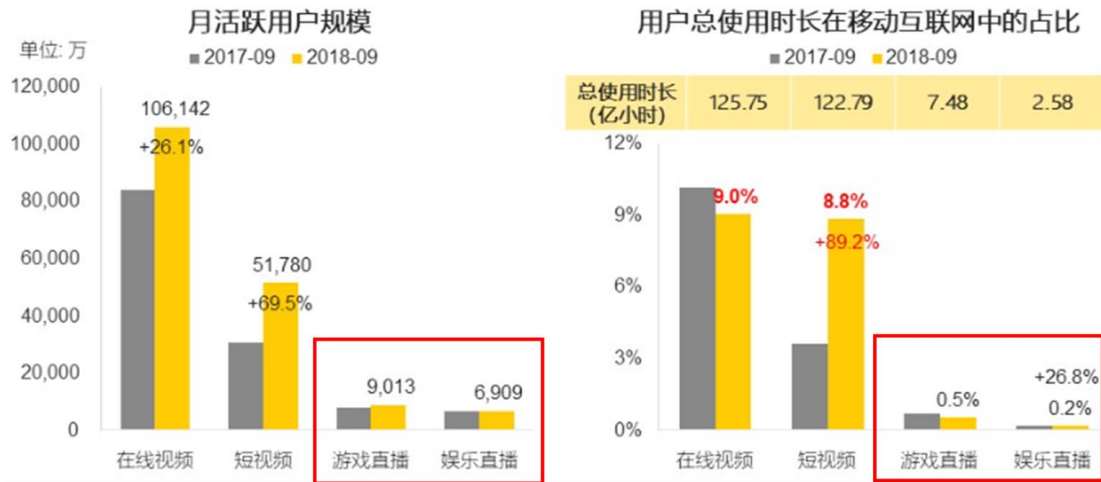
图 65: 欢聚时代经调整后运营利润及运营利润率 (1Q17A-4Q18A)	35
图 66: 欢聚时代经调整后归属股东净利润及净利率 (1Q17A-4Q18A)	35
图 67: 欢聚时代业绩与一致预期对比表 (4Q18)	36
图 68: 欢聚时代分部估值 (基于我们预测)	37
图 69: 欢聚时代 Forward PE Band.....	37
图 70: 全球社交类公司估值对比表 (基于市场一致预期)	38
图 71: 全球社交类公司单用户收入 (4Q18A)	38
图 72: 全球社交类公司单用户估值 (4Q18A)	39

1. 行业机会：国内用户红利趋尽，如何挖掘直播的未来空间？

1.1. 流量增长：如何打开用户空间？

直播行业用户增长已趋平缓，但用户时长仍在提升。从直播行业整体来看，根据 CNNIC 数据，2018 年 12 月中国直播用户规模同比已现负增长，用户渗透率同比和环比均下滑。具体看娱乐直播和游戏直播，根据 QuestMobile 2018 年 9 月数据，娱乐直播行业 MAU 同比基本持平，游戏直播受益于游戏和电竞行业发展驱动仍有所增长；但从使用时长来看，在短视频占据用户大量娱乐消费时长的情况下，娱乐直播仍取得同比 26.8% 的总时长增长，与游戏直播合计占据用户约 10 亿小时使用时长、约 0.7% 移动互联网时长份额。

图 1：移动视频细分行业 MAU 和时长占比变化（2017 年 9 月 vs. 2018 年 9 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

国内用户红利趋尽，如何打开流量增长空间？直播龙头欢聚时代的布局指出了三大方向：外部渠道合作、深挖下沉市场、以及拥抱着出海红利。尽管行业用户几无增长，欢聚时代四季度用户规模仍继续创新高，4Q18 移动直播 MAU 达到 9,040 万，同比增长 18.1%，环比增长 2.6%，季度净增 230 万；泛直播付费用户达到 890 万，同比增长 36.6%，自 1Q18 增速触底后逐季回升，环比增长 11.6%，净增 90 万。根据 QuestMobile 数据，四季度 YY Live 平均 MAU 同比增长 15%，环比增长 3%，人均单日使用时长同比和环比均提升 3%。

根据 18 年 9 月数据计算，YY（包括 YY 极速版）在娱乐直播行业的用户份额超过 45%，虎牙在游戏直播领域的用户份额超过 39%。从网民渗透率来看，根据猎豹大数据，YY 的渗透率 18 年稳居中国直播类 APP 第一，YY 极速版自 Q1 上线即进入 Top 5、Q2 起持续位于行业第二，而虎牙直播则占据第三，欢聚时代的直播龙头地位稳固。

图 2：欢聚时代和虎牙直播的移动直播 MAU 及同比增速（1Q17A-4Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：欢聚时代和虎牙直播的直播付费用户规模及同比增速（1Q17A-4Q18A）



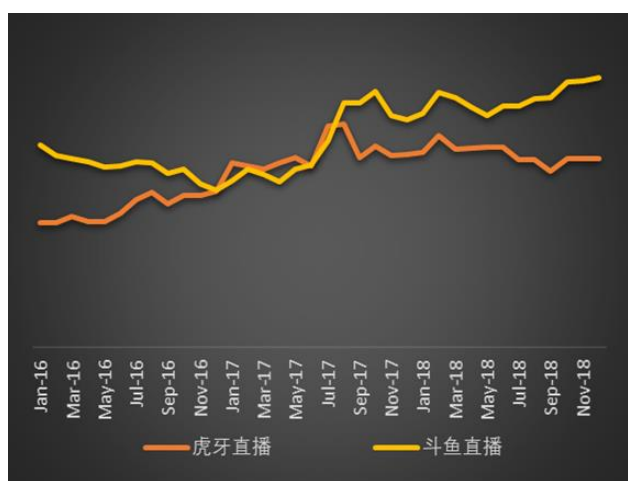
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：YY APP 月度活跃用户规模及人均单日使用时长（1M17A-12M18A）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 5：虎牙直播和斗鱼直播 MAU 趋势对比（1M16A-12M18A）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 6：虎牙直播和斗鱼直播日均时长趋势对比（1M16A-12M18A）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 7：中国直播类 APP 渗透率排行榜 Top 10 (1Q18-3Q18)

1Q18				2Q18				3Q18			
排名	应用名	周活跃渗透率	周人均打开次数	排名	应用名	周活跃渗透率	周人均打开次数	排名	应用名	周活跃渗透率	周人均打开次数
1	YY	1.6603%	24.6	1	YY	0.7957%	32.4	1	YY	0.7457%	32.8
2	虎牙直播	0.4747%	63.8	2	YY极速版	0.6751%	8.9	2	YY极速版	0.6545%	11.4
3	斗鱼直播	0.4058%	56.2	3	虎牙直播	0.5391%	68.5	3	虎牙直播	0.4844%	62.0
4	企鹅电竞	0.2430%	44.8	4	斗鱼直播	0.3921%	57.1	4	花椒直播	0.4023%	28.2
5	YY极速版	0.2267%	7.9	5	花椒直播	0.2133%	36.5	5	斗鱼直播	0.3745%	59.4
6	腾讯NOW直播	0.1948%	67.3	6	企鹅电竞	0.2040%	50.6	6	企鹅电竞	0.1659%	40.1
7	触手直播	0.1338%	60.4	7	腾讯NOW直播	0.1352%	87.8	7	映客直播	0.1639%	28.0
8	一直播	0.1263%	25.3	8	触手直播	0.1340%	64.9	8	小米直播	0.1312%	18.1
9	咪咕直播	0.1163%	32.7	9	小米直播	0.1069%	24.0	9	Now直播	0.1111%	70.6
10	花椒直播	0.1151%	61.3	10	一直播	0.0894%	29.3	10	触手	0.0841%	50.0

资料来源：猎豹大数据，天风证券研究所

注：周活渗透率=APP 周活跃用户数/中国市场总周活跃用户数；安卓端数据。

1) 外部渠道合作：输出头部主播打通流量生态，战略牵手小米探索共享直播。

一方面，欢聚时代将与短视频等外部流量平台的关系由竞争转为合作，主动输出头部主播，打通基于主播的流量生态，将抖音、微博等平台作为主播提升曝光度、吸引粉丝的“渠道”，增加主播在直播时段之外碎片化时间与粉丝的互动接触，以主播为核心抢占更多的用户和时长，再将流量反哺 YY 平台，从而获取更多变现价值。通过监测外站数据，YY 能较早地发掘并扶持潜力主播，放大进而分享主播价值，“摩登兄弟”即为典型代表。

截至 2019 年 3 月初，摩登兄弟在抖音平台的粉丝数超过 3,600 万，微博粉丝数超 700 万，YY 粉丝数接近 350 万，粉丝由外站向 YY 平台的回流让公司得以分享主播的更多商业价值。根据 YY 在 2Q18 电话会中披露，摩登兄弟在对外输出的两个月内，YY 平台粉丝数翻倍，收入增长至推广前的 10 倍，付费转化率大幅提升。

图 8：“摩登兄弟”主要平台粉丝数（截至 2019 年 3 月 4 日）

YY (粉丝数: 347万) 抖音 (粉丝数: 3,657万) 微博 (粉丝数: 743万) 网易云音乐 (收藏数: 67万)

资料来源：YY APP，抖音 APP，微博 APP，网易云音乐 APP，天风证券研究所

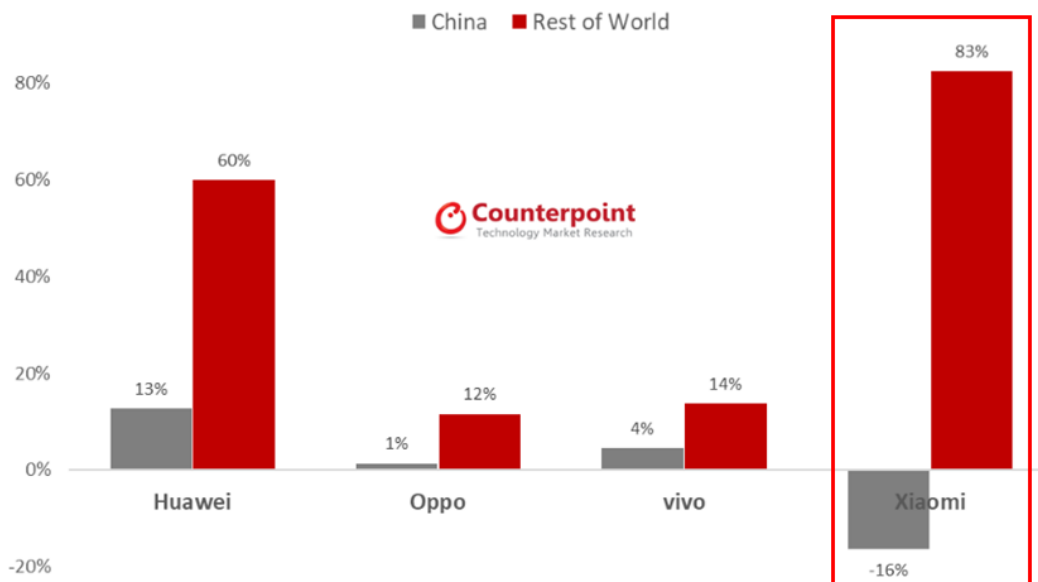
另一方面，欢聚时代亦开始探索外部渠道合作，将直播能力和变现能力输出给小米，打造**共享直播平台**。2018年11月，YY宣布与小米达成深度合作，YY作为独家合作伙伴向小米直播输出定制化的娱乐直播内容，而小米提供2.4亿MIUI MAU流量支持以及核心推广资源，双方打通账号、互动和打赏系统，合作已于12月正式上线。与小米的合作不仅有利于YY扩大主播输出和内容供给，做大直播生态并共享收益，同时还有望借助小米手机在国内低线城市（小米2018年智能手机ASP为959元/部，相对低端机型仍为小米营收的主要来源）和海外市场（根据Counterpoint 3Q18数据，小米手机在海外市场的出货量增速达到83%，在国产四大手机品牌中最高）的渗透，带动YY直播服务的下沉和出海。

图9：全球智能手机出货量 Top 10（2018A）

Global Smartphone Shipments (Millions Units)	CY2017	CY2018	YoY % Growth
Samsung	318.1	291.8	-8%
Apple	215.8	206.3	-4%
Huawei	153.1	205.3	34%
Xiaomi	96.0	121.0	26%
Oppo	119.8	120.2	0%
vivo	100.2	102.8	3%
LG	55.9	41.2	-26%
Lenovo*	49.9	38.3	-23%
Nokia HMD	7.7	17.5	126%
Tecno	13.1	17.4	32%
Others	429.3	336.6	-22%
Total	1558.8	1498.3	-4%

资料来源：Counterpoint，天风证券研究所

图10：国产四大手机品牌国内外市场出货量增速对比（3Q18A）



资料来源：Counterpoint，天风证券研究所

2) 下沉：“轻量化+社交裂变”匹配下沉用户需求，YY极速版发力挖掘低线流量。

YY极速版是欢聚时代面向低线城市用户推出的轻量版应用。在不影响用户的直播观看体验的前提下，YY极速版通过精简和优化产品界面，大幅减少内存占用（YY极速版仅上线安卓版，占据内存13.5MB vs. YY安卓版58.5MB，iOS版264.1MB），有助于抢占低端手机市场。同时，YY极速版还采取社交裂变方式强化获客，通过对邀请好友、好友观看直播等奖励现金红包，实现更快速的获客与激活。根据猎豹大数据，YY极速版自Q2起稳居直播行业渗透率第二，仅次于YY主APP。

图 11: YY 极速版产品界面



资料来源: YY 极速版 APP, 天风证券研究所

3) 出海: 全球化打开增量市场, 海外红利有望再造 YY。

早在国内直播行业尚处于高速发展期时, 欢聚时代已开始布局全球化, 出海东南亚市场, 挖掘海外用户红利和商业价值。目前欢聚时代已在东南亚为主的海外市场形成具备较强竞争力的多元化视频社交产品矩阵, 合计覆盖全球约 1.8 亿用户, 其中海外用户约 9,000 万, 包括 Bigo 旗下 BIGO LIVE、LIKE 和 Cube TV, 虎牙旗下虎牙直播和 Nimo TV、Yome Live, 以及 YY Live 及旗下 HAGO 等。根据 Sensor Tower 2019 年 1 月数据, 欢聚时代旗下 5 款产品进入中国视频和直播类 APP 下载量 Top 20, 6 款进行收入 Top 20, 均为入榜产品数最多的公司, 其中 BIGO LIVE 较长期地位居收入榜第一, 领先于 LiveMe 和抖音。

图 12: 中国视频/直播 APP 海外下载量 Top 20 (2019 年 1 月)



资料来源: Sensor Tower, 天风证券研究所

图 13：中国视频/直播 APP 海外收入 Top 20（2019 年 1 月）

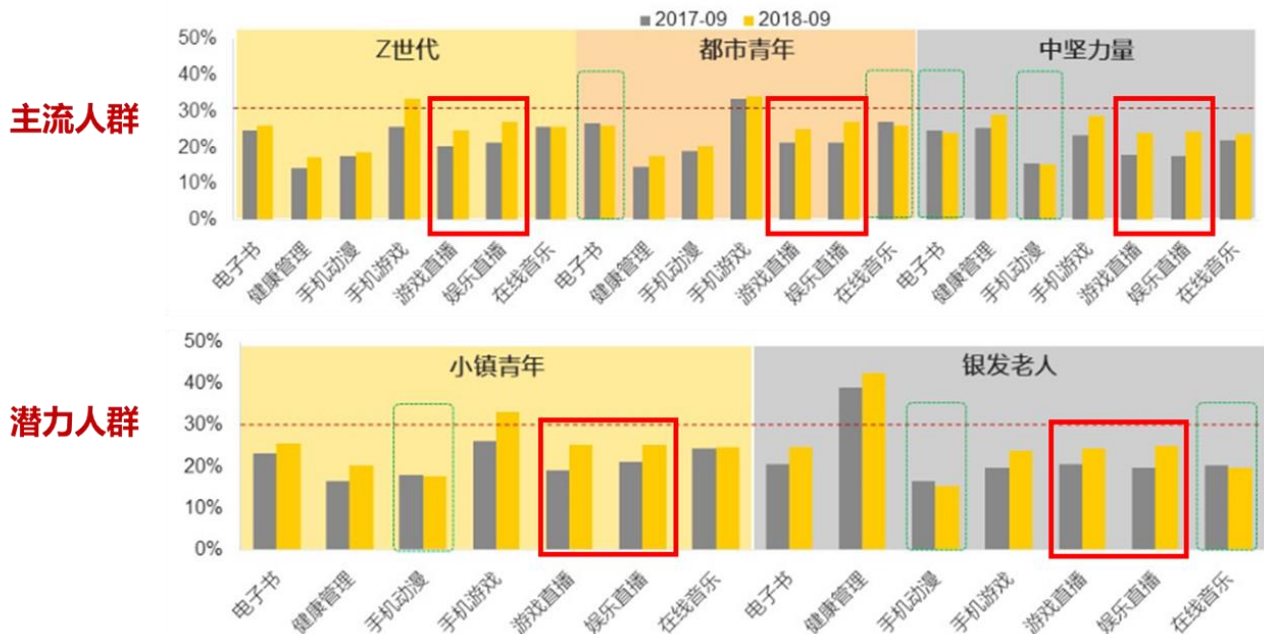


资料来源：Sensor Tower，天风证券研究所

1.2. 货币化空间：付费率紧追游戏，用户时长价值仍待挖掘

直播用户付费率紧追手游，未来仍有提升空间。根据 QuestMobile 18 年 9 月数据，娱乐直播和游戏直播无论是在主流互联网人群（80 后、一二线城市 90 后、Z 世代）还是潜力人群（三四线及以下 90 后、中老年群体）中的付费率同比均有明显提升，基本接近或超过去年同期相应人群的手机游戏付费率。对标手游，我们认为娱乐直播和游戏直播用户的付费率仍有一定提升空间。

图 14：中国移动互联网主流人群和潜力人群的细分行业付费率变化（2017 年 9 月 vs. 2018 年 9 月）

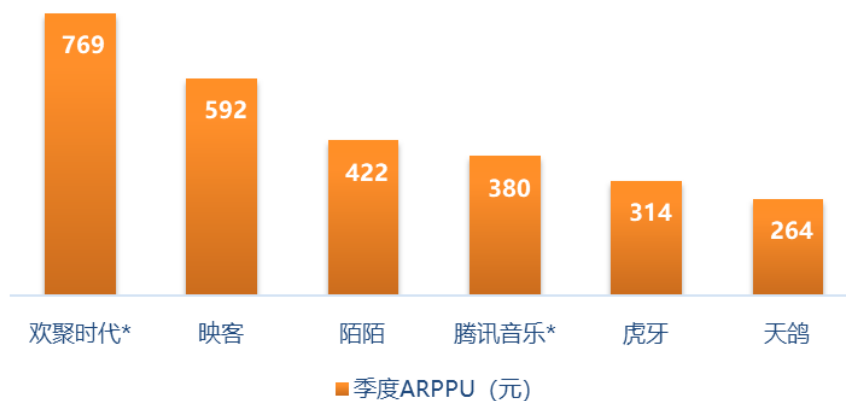


资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

注：Z 世代（95 后）、都市青年（一二线城市 90 后）、中坚力量（80 后）、小镇青年（三四线及以下 90 后）、银发老人（50 岁以上）。

综合单用户和单位时长的变现程度来看，国内直播平台的货币化空间尚存，尤其时长价值有待进一步挖掘。从每付费用户收入来看，4Q18 欢聚时代（剔除虎牙后的 YY Live）ARPPU 达到 769 元，高出映客近 30%，高出腾讯音乐系超过 1 倍，而虎牙的 ARPPU 为 314 元，仅为 YY 的 40.8%；从单位时长收入来看，YY 平均收入为 152 元/千分钟，超过虎牙（29 元/千分钟）约 4 倍，但低于映客约 60%，用户时长价值仍有提升空间。

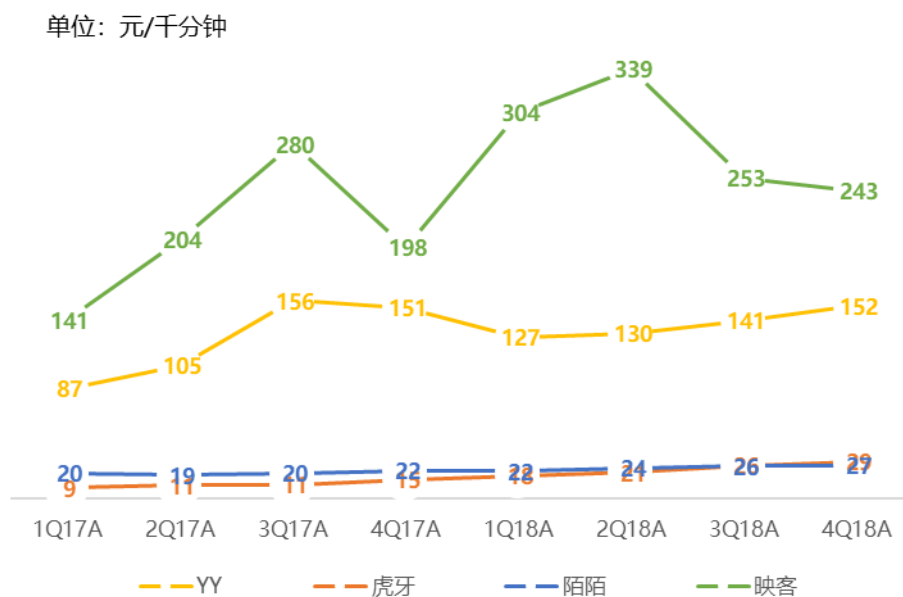
图 15：中国直播类平台季度 ARPPU 对比（4Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：欢聚时代为剔除虎牙后 YY Live 数据；腾讯音乐为社交娱乐业务数据；映客为 2018 年上半年数据取季度平均值。

图 16：中国直播类平台单位时长收入对比（1Q17A-4Q18A）



资料来源：公司公告，QuestMobile，天风证券研究所

注：欢聚时代为剔除虎牙后 YY Live 数据；映客季度收入为半年度收入取平均值。

2. YY 核心业务：内容生态持续升级，AI 驱动数字化转型，全球化步伐加快

围绕互动场景和内容生态升级，欢聚时代持续进行产品创新，是驱动平台用户增长和付费提升的重要因素。我们梳理了YY产品更迭历史，四季度以来，YY产品迭代重点在于提升中长尾用户的互动体验，包括降低互动门槛、提升匹配效率等。

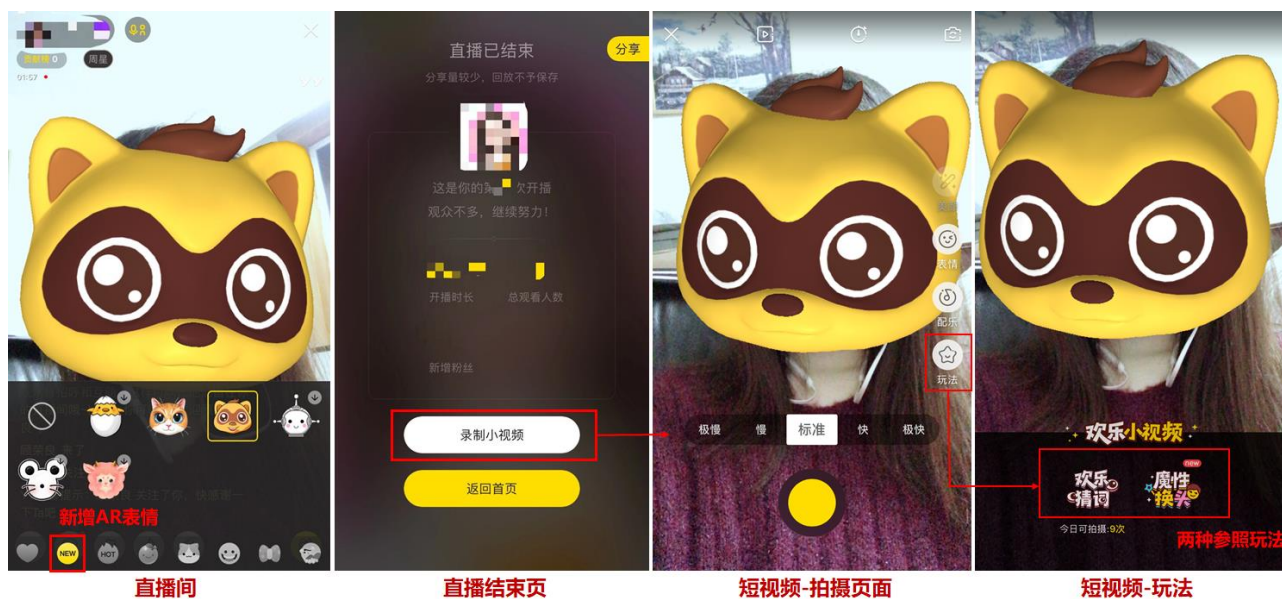
图 17：欢聚时代 YY 产品迭代历史



资料来源：App Annie（截至 2019 年 4 月 4 日），天风证券研究所

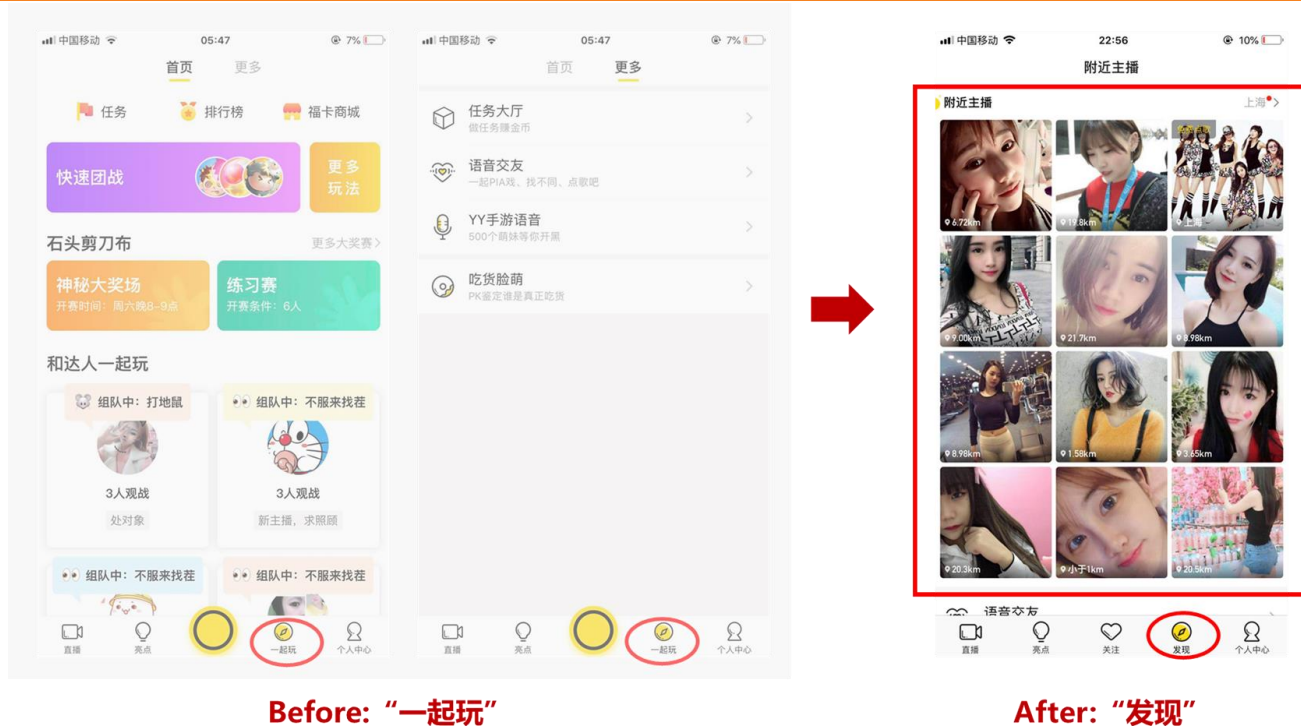
拓展直播场景打开用户空间，升级“发现”页面强化中长尾引流。欢聚时代 18 年陆续上线音频直播、表情玩法等，重点降低基于颜值的互动门槛（通过遮挡面部），吸引更多中小主播参与到内容生产和互动，有利于打开用户空间。不仅如此，YY 还将原“一起玩”升级为“发现”，新增“附近主播”，基于 LBS 为用户推荐附近的直播间，加强对中小主播的引流。

图 18: YY 的 AR 表情玩法



资料来源: YY APP, 天风证券研究所

图 19: YY 改版前后“发现”页面对比



资料来源: YY APP, 天风证券研究所

AI 自动化沉淀直播高光时刻,“亮点”小视频丰富主播内容生态。2018 年 9 月,YY“小视频”板块升级为“亮点”,集成“小视频”、“神曲”、“歪阅”三类内容,其中“小视频”是通过 AI 系统自动捕捉、结合人工校正生成的直播精华片段,并细化内容标签,通过 AI 算法进行个性化推荐,强化小视频作为直播衍生内容的定位,当小视频主播正在直播时,用户可直接跳转至直播间,实现由小视频向直播的导流。同时,原创小视频的生产门槛亦有所提高,目前用户仅能在直播结束后的页面进入小视频录制界面,一定程度保证小视频内容质量。

图 20: YY “亮点” 界面



资料来源: YY APP, 天风证券研究所

头部主播输出打通流量生态, 多平台联动实现造星闭环。18 年 Q2 以来, YY 重点推进“主播输出”计划, 挖掘并扶持潜力主播, 放大其全网流量基础, 再回流反哺 YY 平台, 目前已形成了成熟的造星体系和闭环。通过监测外部数据, YY 跟踪主播的全网表现, 挖掘潜力主播并进行包装运作, 还有专门的经纪部门帮助头部主播做明星化运营, 包括上综艺、参演电影、举办演唱会等。以摩登兄弟为例, 当全网粉丝达到 100-200 万时, YY 的艺人包装团队与摩登兄弟及其经纪公司联动, 助其提升内容质量、推出原创歌曲等, 三个月内将抖音粉丝数从 100 万提升至 3,000 万。

18 年 7 月起, YY 以 MCN 形式入驻抖音、快手、微博等平台, 将旗下主播批量输送至外部平台, 强化主播的全网影响力。由于 YY 主播具备较丰富的直播经验, 内容生产的专业能力较强, 输送至短视频等内容创作壁垒较低的平台, 有望实现降维打击效果。此外, YY 还在 18 年 8 月启动“YY 音乐人”计划, 为主播定制符合个人风格的单曲并进行多渠道发行。

图 21: YY 部分头部主播各平台粉丝数对比 (截至 2019 年 3 月 4 日)

主播	YY 粉丝数 (万)	抖音粉丝数 (万)	快手粉丝数 (万)	微博粉丝数 (万)
利哥	1,690	37	745	418
文er	1,464	42	72	74
MC阿哲	1,430	93	464	378
赵小磊	1,010	2	-	23
王冕	929	61	381	55
崔阿扎	928	35	40	83
毕加索	915	4	-	185
沈曼	827	7	46	94
蓝雨季先生	822	-	-	-
Mc九局	729	86	754	87
鸿涛	667	6	38	35
文静	601	35	165	27
菲儿	598	33	82	2
鳧熊	478	7	15	182
沈佳玉	436	24	-	31
风小等	428	4	-	32
小洲	360	343	848	116
摩登兄弟	347	3,590	17	743
霹雳爷们儿	326	10	-	337
芮甜甜	291	-	-	46
小潘潘	123	170	6	27

资料来源: YY APP, 抖音 APP, 快手 APP, 微博 APP, 天风证券研究所

注：红字代表该平台粉丝数超过 YY 平台。

图 22：YY 与网易云音乐合作“YY 音乐人计划”



YY-直播歌手作品榜

网易云音乐-YY音乐榜

资料来源：YY 官网，网易云音乐 APP，天风证券研究所

用户商业化潜力尚存，期待电商、金融等拓展多元变现。我们在 1Q18 点评中已提到，欢聚时代在一季度上线电商服务“直播购”、消费金融平台“YY 信用”等，探索直播以外的新变现模式。

- 电商直播方面，四季度直播购接入微信支付，用户在 YY 平台内即可实现完整交易闭环（此前需跳转至独立电商直播 APP “一件”），同时提供 48 小时退货、付费鉴定服务（基于电商购专注玉石文玩的品类特性），使用和支付体验的提升有望推动直播购服务渗透平台更广泛的用户群体，带动电商交易额及潜在收入增长。

图 23：YY “直播购”界面



个人中心-电商服务

直播购页面

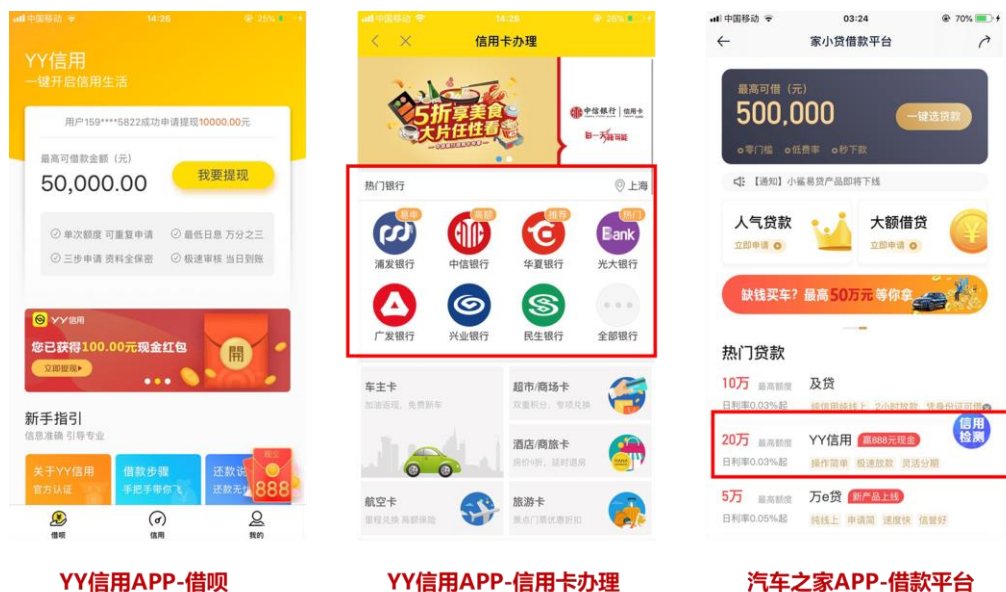
商家店铺页面

支付页面

资料来源：YY APP，天风证券研究所

- 互联网金融方面，目前欢聚时代已上线“欢聚宝”支付平台、“YY 借呗”、“YY 花呗”等产品，主要满足用户在 YY 平台的交易和资金需求。同时，YY 信用拓展外部获客，目前贷款产品已在汽车之家平台上线，并有望与更多平台达成合作。此外，YY 信用还拓展导流业务，在独立 APP 中导流给银行信用卡办理、商场卡等，增加流量变现途径。

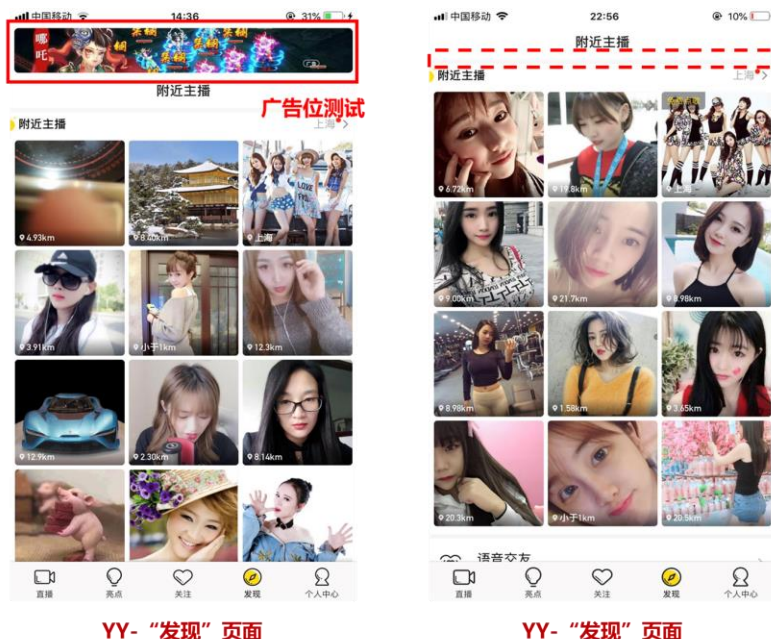
图 24：“YY 信用”产品界面



资料来源：YY 信用 APP，汽车之家 APP，天风证券研究所

AI 算法能力全面升级数字化经营，用户体验提升带动更多时长、更高变现。值得强调的是，欢聚时代自 18 年中起全面发力 AI 技术，重点实现运营数据化（例如产品自动化测试）、内容数据化（包括内容理解、内容分发推荐等环节），目前已有所成效。以产品自动化测试为例，基于我们最近的产品体验，使用同一手机、同一账号登录 YY APP，在“发现”页面最上方出现了 Banner 广告，再次登录时广告未出现，后续多次点击广告后开始持续出现，目前广告主要是给游戏 APP 导流至应用商店下载。根据公司业绩发布会披露，受益于 AI 能力对用户需求的更精准理解和匹配，四季度 YY Live 的用户平均使用时长环比增长 7%，有望带来更多变现机会。

图 25：YY APP 广告投放自动化测试



资料来源：YY APP，天风证券研究所

小游戏社交平台 HAGO 打开东南亚市场，全球化卓有成效。HAGO 定位小游戏社交平台，以东南亚为重点市场，2018 年 3 月上线，7 月即登顶印尼 Google Play 免费总榜第一，12 月登顶越南免费总榜第一。随着用户规模快速增长，HAGO 开始推进变现，2019 年 2 月和 4 月先后进入印尼、越南畅销总榜 Top 5，目前维持在 Top 10。截至 2018 年底，HAGO 的总体 MAU 达到 2,090 万，DAU 约为 200 万，日均使用时长超过 1 小时，全年下载量排名 Google Play 全球社交类第 9 名，目前已在 33 个国家和地区上线。其中，HAGO 在印尼累计用户规模达到 3,000 万（截至 2018 年 11 月底），占印尼总人口的 11%，占印尼网民规模的 20%，已成为印尼渗透率较高的互联网产品。

HAGO 目前提供约 50 款休闲游戏，玩家可选择与 Facebook、Line 等社交平台的朋友一起玩，也可选择与附近的人或者自动匹配对手进行对战，游戏过程中，玩家可与对手进行语音聊天、文字聊天等互动，游戏结束后可开始新游戏、继续互动或赠送虚拟礼物，让玩家在游戏场景中建立并维护社交关系。此外还支持本地多人模式和单人打榜模式。目前 HAGO 的主要变现模式是在聊天场景赠送虚拟礼物的类“打赏”模式，同时也有部分广告变现。

图 26：HAGO 产品界面



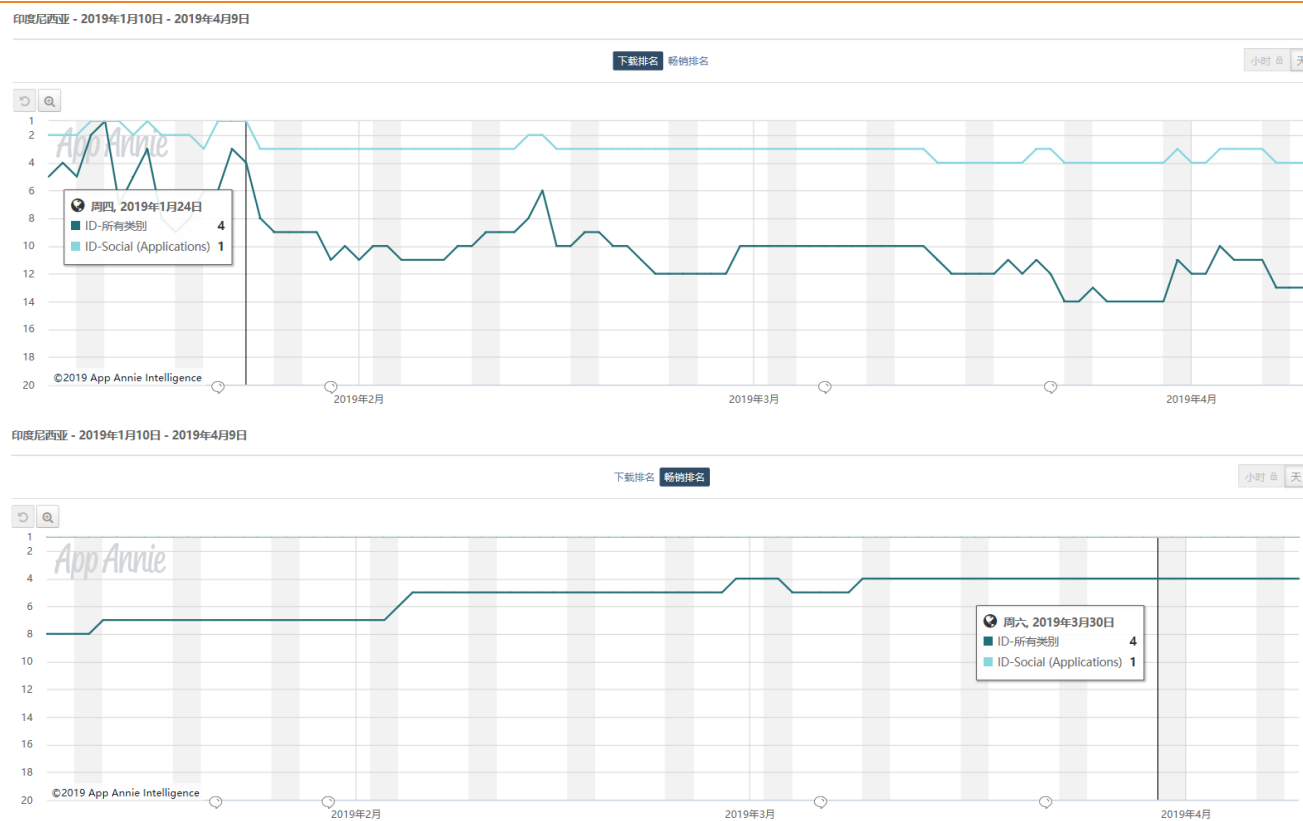
资料来源：HAGO APP，天风证券研究所

图 27：全球社交 APP 下载量 Top 10 (2018A)

Overall Downloads	App Store Downloads	Google Play Downloads
1 Facebook	1 TikTok	1 Facebook
2 TikTok	2 Instagram	2 TikTok
3 Instagram	3 Facebook	3 Instagram
4 Snapchat	4 Snapchat	4 Vigo Video
5 Vigo Video	5 WeChat	5 Snapchat
6 LIKE	6 QQ	6 ShareChat
7 Twitter	7 Twitter	7 Pinterest
8 Pinterest	8 Pinterest	8 Helo
9 WeChat	9 Weibo	9 HAGO
10 ShareChat	10 LINE	10 BIGO LIVE

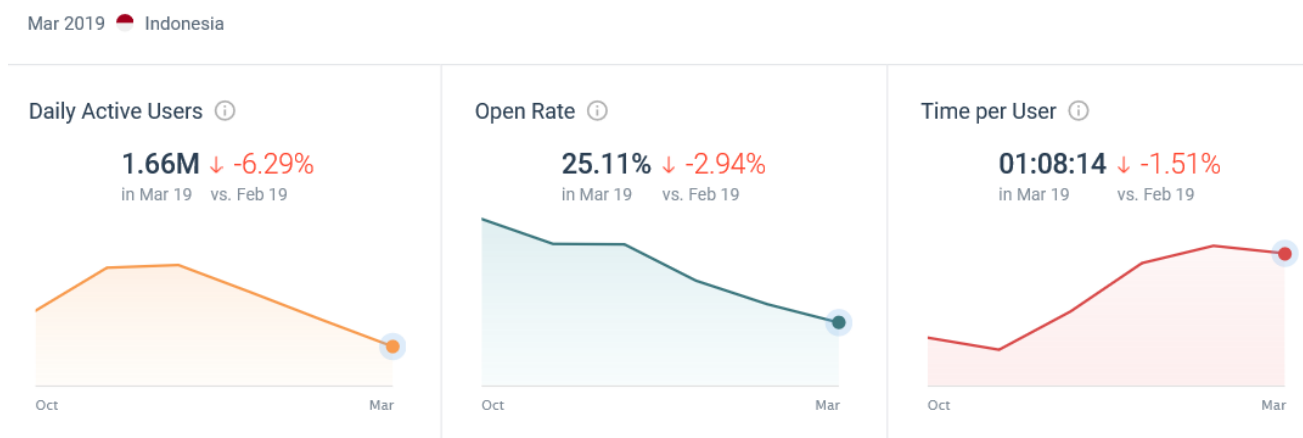
资料来源：Sensor Tower，天风证券研究所

图 28: HAGO 印度尼西亚 Google Play 下载排名和畅销排名 (1M19A-4M19A)



资料来源: App Annie (2019 年 4 月 9 日), 天风证券研究所

图 29: HAGO 印度尼西亚市场核心运营数据 (10M18A-3M19A)



资料来源: SimilarWeb (2019 年 4 月 9 日), 天风证券研究所

3. BIGO：全球领先的视频社交娱乐平台，掘金海外红利有望再造 YY

3.1. BIGO：从东南亚走向全球，协同 YY 打造领先的视频社交娱乐平台

BIGO 成立于 2014 年，总部位于新加坡，旗下拥有海外头部视频直播平台 BIGO LIVE、短视频社交平台 LIKE、语音交友平台 Hello、游戏直播平台 Cube TV 等产品，业务覆盖全球 100 余个国家和地区，其中东南亚、南亚、中东、美洲等地区为核心市场。

2018 年 BIGO 在海外市场取得较突出的用户增长和收入表现。根据 Sensor Tower 数据，BIGO 位列 2018 年全球移动应用厂商非游戏收入排名 Top 10，排在阿里巴巴之后；旗下产品 LIKE 位列 2018 年全球社交类 APP 综合下载量第 6 名，领先于 Twitter、微信等，而 BIGO LIVE 位列 Google Play 社交下载量第 10 名、非游戏类收入第 5 名。

截至 2018 年末，BIGO 总 MAU 达到 6,900 万，相比 1H18 增长约 70%，其中 LIKE 的 MAU 约为 4,600 万；我们估计 BIGO 2018 年全年实现收入 5.5-6 亿美元，同比增长 83%-100%（根据 2Q18 业绩会披露，BIGO 1H18 收入已超过 2017 年全年；而 BIGO LIVE 17 年营收为 3 亿美元），目前收入贡献主要来自 BIGO LIVE（根据 Sensor Tower，BIGO LIVE 长期位于中国视频和直播类 APP 海外收入第一）。

图 30：BIGO 产品线



资料来源：公司官网，App Annie，天风证券研究所

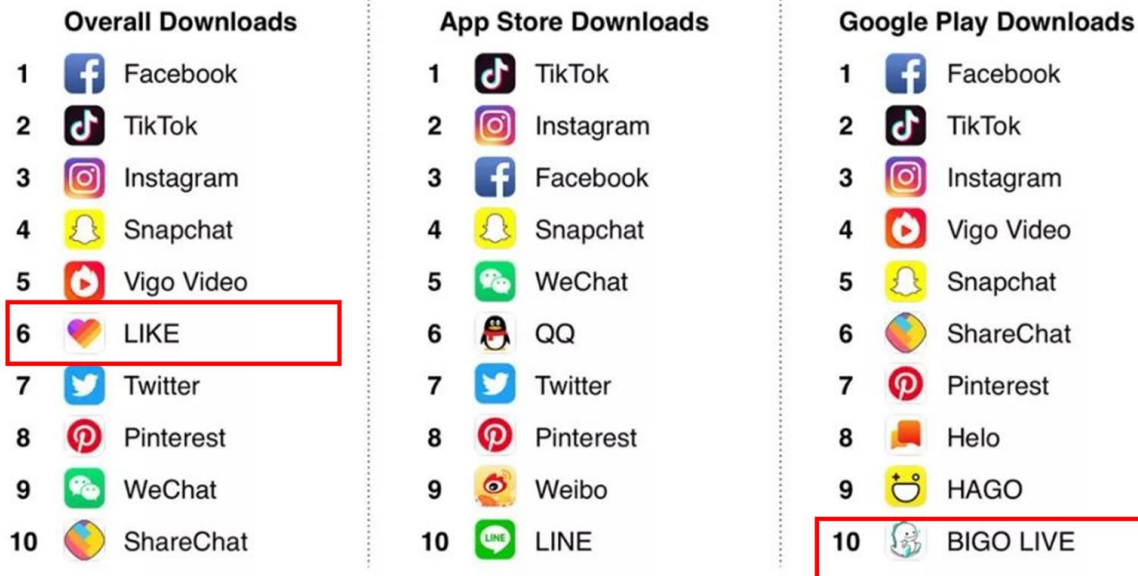
图 31：全球移动应用厂商收入 Top 10（2018A）

Overall Revenue			Non-Game Revenue			Game Revenue		
1		Tencent	1		IAC	1		Tencent
2		NetEase	2		Netflix	2		NetEase
3		King	3		Tencent	3		King
4		Bandai Namco	4		Google	4		Bandai Namco
5		Mixi	5		Naver	5		Mixi
6		Supercell	6		QIYI	6		Supercell
7		Naver	7		Pandora	7		Netmarble
8		Netmarble	8		OneSmile	8		Playrix
9		Playrix	9		Alibaba Group	9		Sony (Aniplex)
10		Sony (Aniplex)	10		BIGO	10		Electronic Arts

Note: Does not include revenue from third-party Android stores in China or other regions.

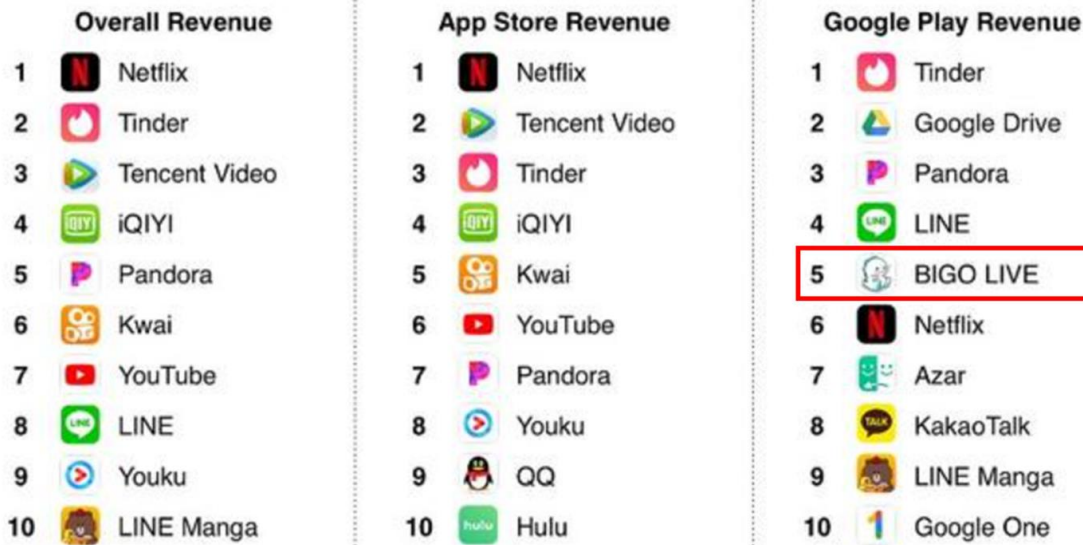
资料来源：Sensor Tower，天风证券研究所

图 32: 全球社交 APP 下载量 Top 10 (2018A)



资料来源: Sensor Tower, 天风证券研究所

图 33: 全球非游戏类 APP 收入 Top 10 (2018A)



资料来源: Sensor Tower, 天风证券研究所

2019 年 3 月 5 日, 欢聚时代宣布以 14.53 亿美元收购 BIGO 剩余 68.3% 股份, 交易完成后, 欢聚时代持有 BIGO 100% 股份。我们认为, 本次交易对于 BIGO 和 YY 双方均有较大的价值。

1) 对于 BIGO: 进一步强化直播内容生态, 获取 YY 在国内成熟的主播培养体系和变现经验; 2) 对于 YY: 协同拓展海外市场, 有望借助 LIKE 在海外短视频领域的经验和能力积累来开展国内短视频业务; 3) 对于双方: 整合 AI 研发技术能力, 打通数据平台, 进一步提升用户体验, 进而促进用户增长、粘性和付费提升。面向 2019 年, 欢聚时代和 BIGO 将共同加大海外投入和用户获取, 通过多产品线协同拓展国际市场, 打造全球领先的视频社交娱乐平台。

图 34: BIGO 办公机构全球分布



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 市场机会：海外互联网正迎流量红利期，基础设施完善和消费能力提升有望带动视频社交发展

海外互联网市场尚处红利发展期，其中亚太地区贡献主要增量。根据 Hootsuite 和 We Are Social 联合发布的《2019 全球数字报告》，2018 年全球互联网用户规模达到 43.9 亿，同比增长 9.1%，新增互联网用户 3.7 亿，互联网渗透率已达到 57%。其中，新增互联网用户主要来自亚太地区（同比增长 10%，新增网民 2.03 亿；互联网渗透率 52%）、美洲地区（+7.7% YoY，+5,700 万；78%）、欧洲（+7.6% YoY，+5,100 万；86%），而中东地区（+11% YoY，+1,800 万；71%）和非洲（+8.7% YoY，+3,800 万；36%）虽然增速较快，但基数尚低。（相比之下，中国同期网民规模同比增长 6.8%，新增网民约 5,000 万，互联网渗透率 57%。）

具体看中国以外地区，南亚和东南亚是全球前两大互联网市场，也是 BIGO 的两大重点市场，未来视频娱乐社交行业发展有望继续受益互联网渗透率提升、基础设施完善以及经济增长。

- 1) **流量基础**：人口规模大（南亚 19 亿，东南亚 6.6 亿，合计为中国的 1.8x，占中国以外全球人口的 41%）、结构年轻化（人口年龄中位数为 30 岁左右 vs. 中国为 39 岁），互联网渗透率提升较快（同比提升 5-6 百分点，高于中国），社交媒体使用时长明显高于中国；
- 2) **网络基础设施**：移动端和 PC 端网速均明显低于中国和全球水平；
- 3) **消费能力**：东南亚和南亚按购买力平价计算的人均 GDP 分别约为 12,000 美元和 7,000 美元，相比中国分别低 27%和 58%，仍有较大增长空间。

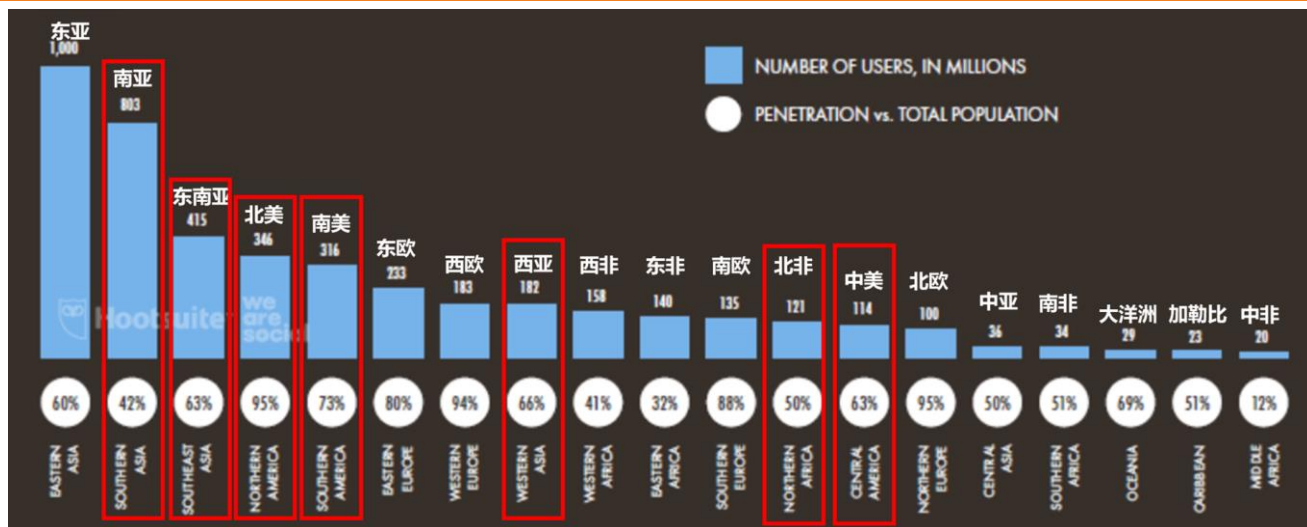
图 35：全球及部分地区市场基本情况（2018A）

	东南亚	南亚	全球 - 不含中国	全球	中国
人口规模 (百万)	659	1,903	6,258	7,676	1,418
人口年龄中位数 (岁)	30	28	29	31	39
网民规模 (百万)	415	803	3,586	4,388	802
互联网渗透率	63%	42%	57%	57%	57%
社交媒体用户规模 (百万)	402	449	2,477	3,484	1,007
社交媒体渗透率	61%	24%	40%	45%	71%
互联网日使用时长 (小时)	8.6	7.8	6.9	6.7	5.9
社交媒体日使用时长 (小时)	3.4	2.5	2.4	2.3	2.0
社交媒体时长占比	39%	33%	35%	34%	33%
移动互联网网速 (MBPS)	22	15	n.a.	25	29
PC互联网网速 (MBPS)	44	16	n.a.	54	89
GDP (十亿美元), PPP	8,072	13,534	106,207	130,039	23,832
人均GDP (美元), PPP	12,248	7,112	16,971	16,941	16,807

资料来源：United Nations, US Census Bureau, Hootsuite & WeAreSocial (2019 年 1 月), 天风证券研究所

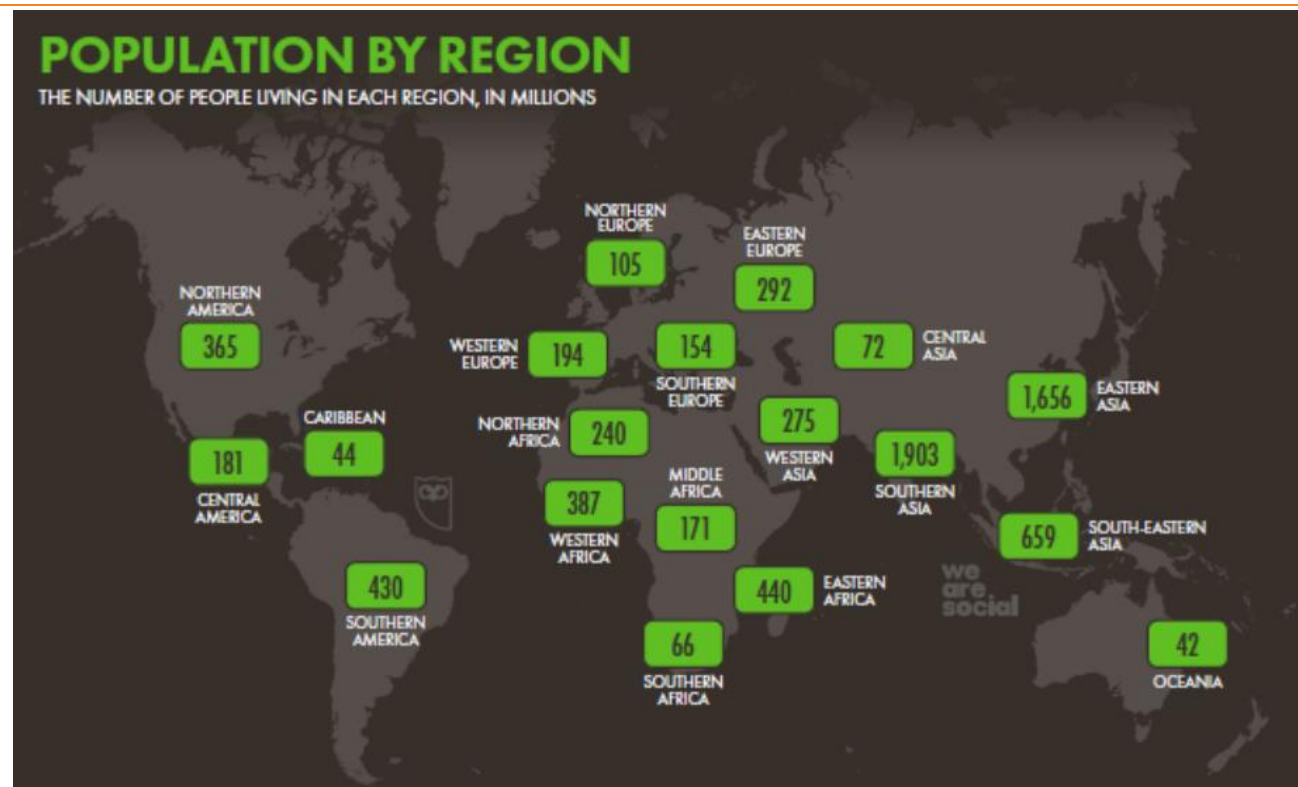
注：人均 GDP 均基于购买力平价 (PPP) 计；使用时长数据基于已披露的部分国家数据计算加权平均值；网速数据基于已披露的部分国家数据计算平均值。

图 36：全球各地区互联网用户规模及渗透率（2018A）



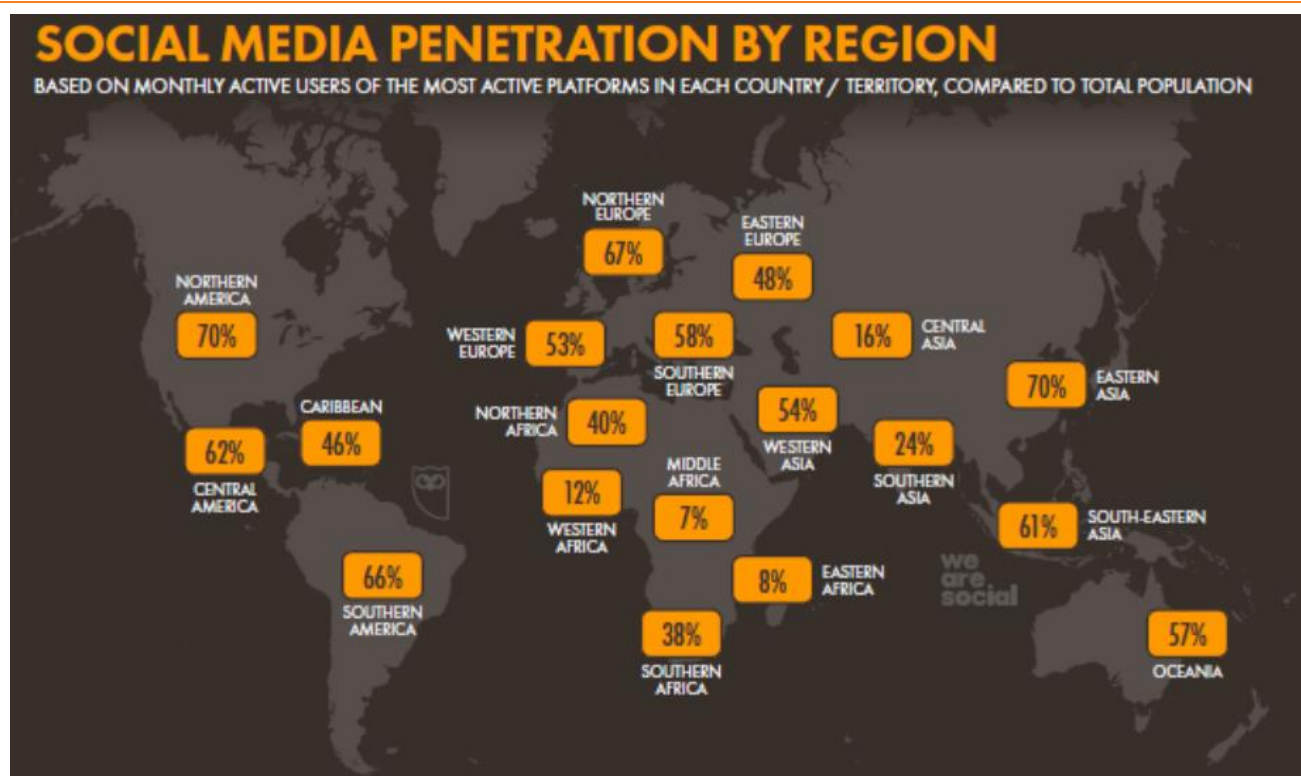
资料来源：Hootsuite & WeAreSocial (2019年1月), 天风证券研究所

图 37：全球人口地区分布（2018A）



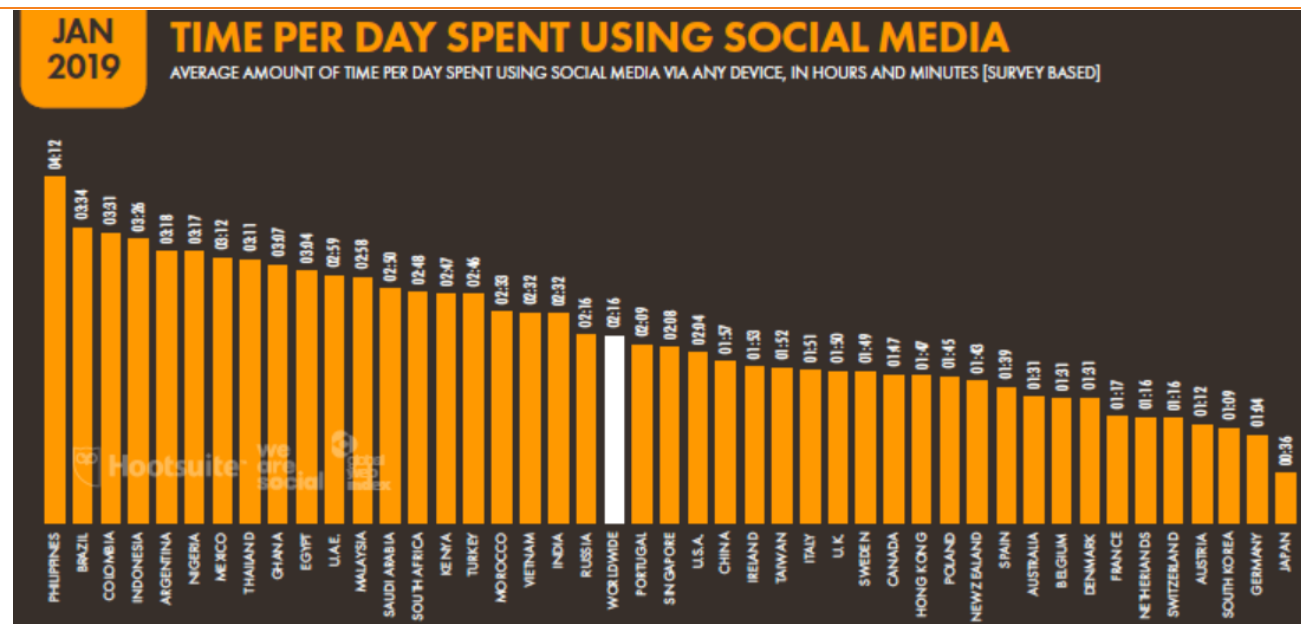
资料来源：United Nations, US Census Bureau, Hootsuite & WeAreSocial (2019年1月), 天风证券研究所

图 38：全球各地区社交媒体渗透率（2018A）



资料来源：Hootsuite & WeAreSocial（2019年1月），天风证券研究所

图 39：全球主要国家社交媒体用户日使用时长（2018A）



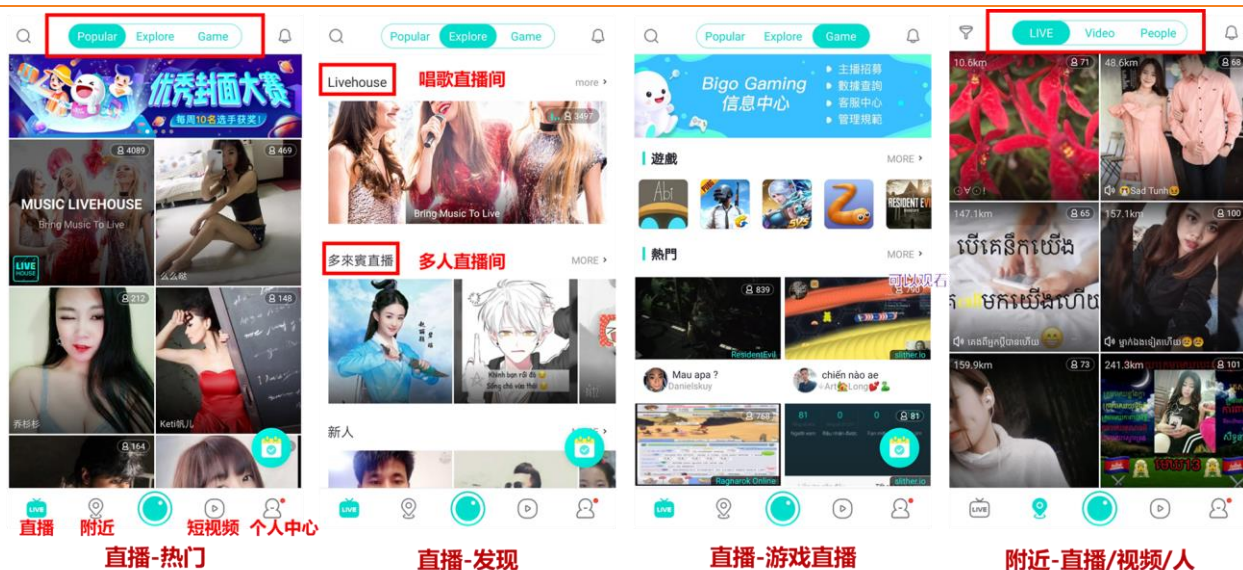
资料来源：Hootsuite & WeAreSocial（2019年1月），天风证券研究所

3.3. 核心产品：泛娱乐直播平台 BIGO LIVE 收入贡献突出，LIKE 短视频变现潜力可期

1) BIGO LIVE：海外直播社交领先平台，商业化卓有成效有望再造 YY

BIGO LIVE 定位泛娱乐直播社交平台，2016 年 3 月在泰国上线，基于成熟的内容生态、本土化运营能力和海外流量红利，迅速成为东南亚第一直播平台，并逐步向中东、北美、澳洲等市场拓展，目前在超过 150 个国家和地区上线，内容涵盖娱乐直播、游戏直播和短视频。2017 年 10 月 BIGO LIVE 实现盈利，2017 年全年营收超过 3 亿美元。截至 2018 年 3 月，BIGO LIVE 全球注册用户达 2 亿，月活跃用户达 3,660 万。根据 App Annie 数据，截至目前 BIGO LIVE 已登顶 62 国 iOS 社交应用畅销榜、97 国 Google Play 社交应用畅销榜，其中包括美国、澳大利亚等发达市场。

图 40：BIGO LIVE 产品界面



资料来源：BIGO LIVE APP，天风证券研究所

图 41：BIGO LIVE iOS 和 Google Play 最高畅销排名

iOS最高畅销排名

	所有类别	社交
国家/地区的# — 排名达1	30	62
国家/地区的# — 排名达5	52	96
国家/地区的# — 排名达10	59	106
国家/地区的# — 排名达100	103	126
国家/地区的# — 排名达500	121	126
国家/地区的# — 排名达1000	124	126

Google Play最高畅销排名

	所有类别	应用	Social (Applications)
国家/地区的# — 排名达1	20	41	97
国家/地区的# — 排名达5	36	91	101
国家/地区的# — 排名达10	47	98	102
国家/地区的# — 排名达100	99	102	102
国家/地区的# — 排名达500	102	102	102
国家/地区的# — 排名达1000	102	102	102

资料来源：App Annie (2019 年 4 月 16 日)，天风证券研究所

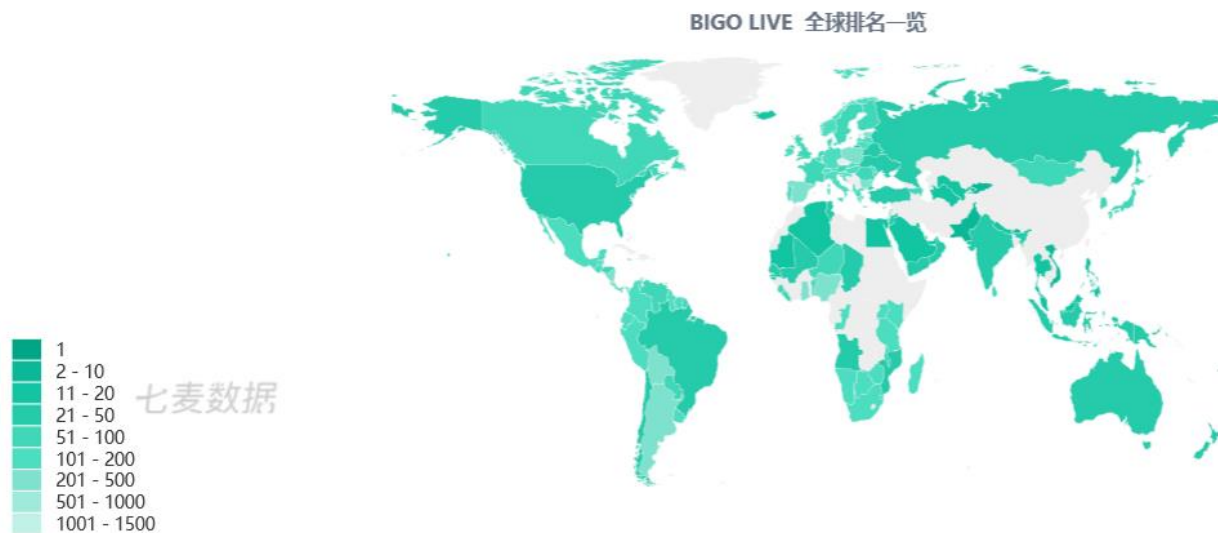
图 42：2018 年在线视频 App（按用户支出排名）



资料来源：App Annie，天风证券研究所

注：包含 iOS 和 Google Play；中国仅包括 iOS。

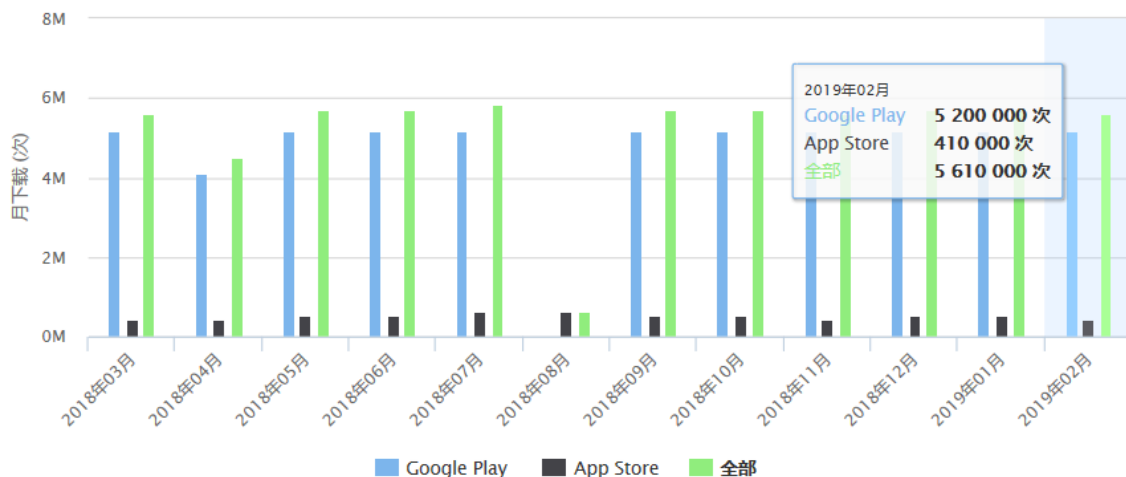
图 43：BIGO LIVE iOS 全球社交类下载量排名



资料来源：七麦数据（2019 年 4 月 9 日），天风证券研究所

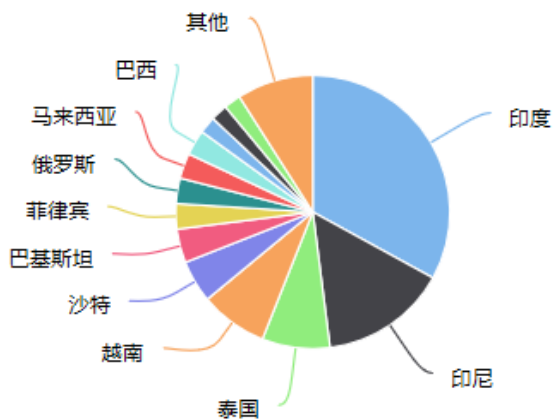
BIGO LIVE 将中国直播模式输出海外，以用户打赏为主要盈利模式，未来亦有望拓展游戏宣发、电商服务等更多元变现。根据白鲸出海的监测数据，2019 年 2 月 BIGO LIVE 月度综合下载量达到 560 万次，最近一年月均下载量超过 500 万次。从收入来看，BIGO LIVE 贡献了 BIGO 的绝大多数收入。考虑到 BIGO LIVE 的主要市场为东南亚、中东、印度等新兴市场，当前互联网普及率较快速提升、上网和支付基础设施尚待完善、以及视频社交娱乐方式渗透率仍有提升空间，我们认为 BIGO LIVE 的付费用户和 ARPPU 仍有可观的增长空间，有望在海外再造一个 YY。

图 44: BIGO LIVE 月度下载量 (3M18A-2M19A)



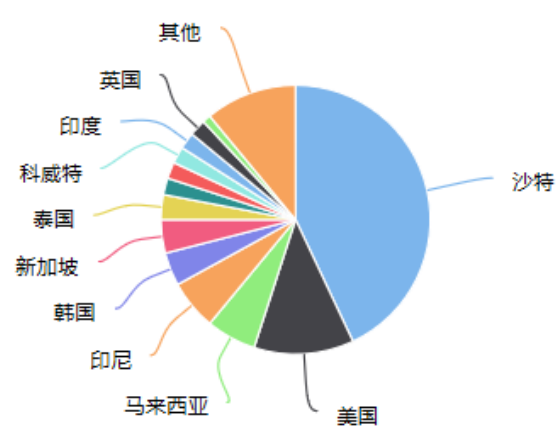
资料来源: 白鲸出海, 天风证券研究所

图 45: BIGO LIVE Google Play 下载用户结构



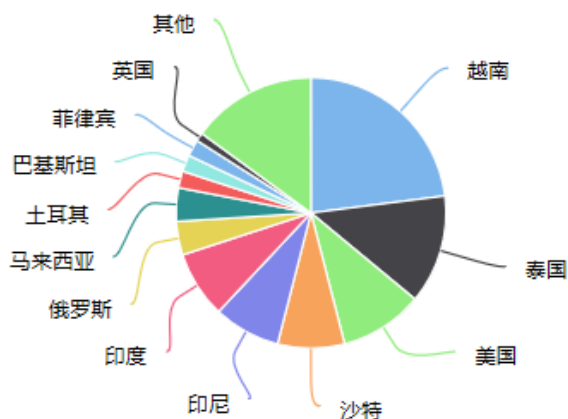
资料来源: 白鲸出海 (2019年4月9日), 天风证券研究所

图 46: BIGO LIVE Google Play 付费用户结构



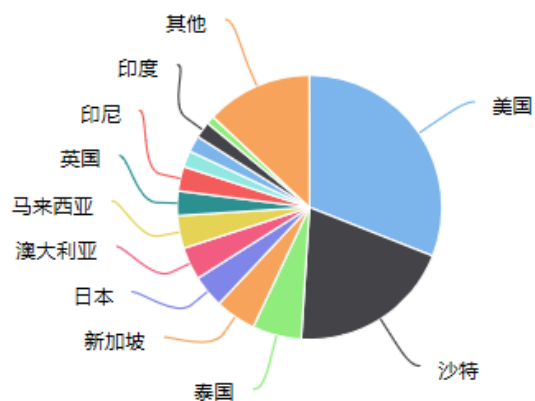
资料来源: 白鲸出海 (2019年4月9日), 天风证券研究所

图 47: BIGO LIVE iOS 下载用户结构



资料来源: 白鲸出海 (2019年4月9日), 天风证券研究所

图 48: BIGO LIVE iOS 付费用户结构



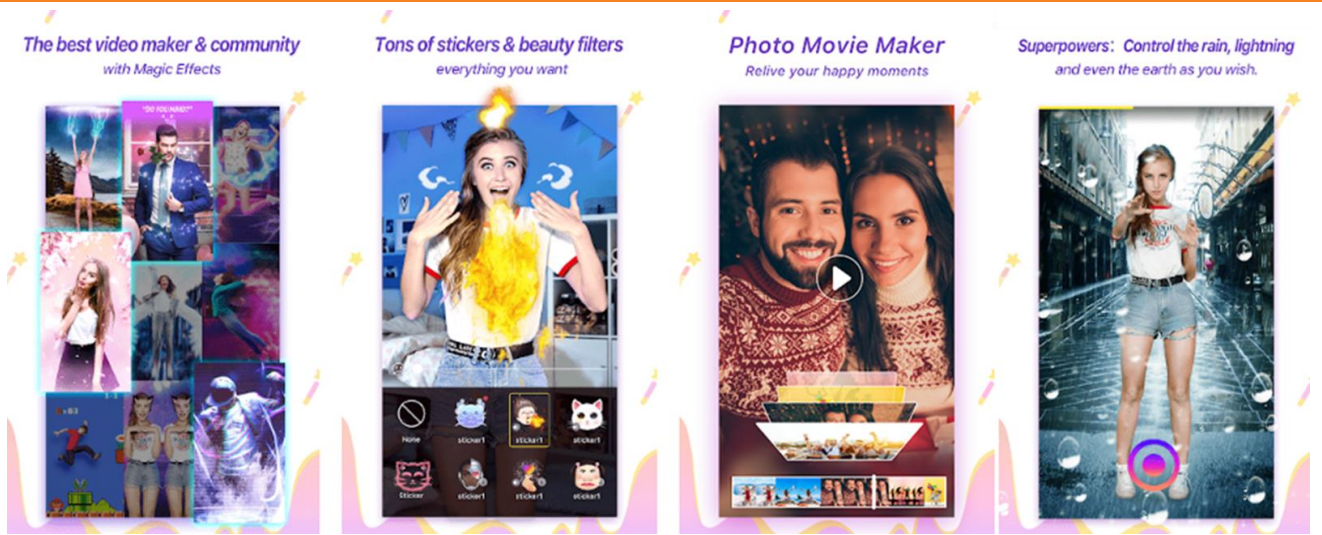
资料来源: 白鲸出海 (2019年4月9日), 天风证券研究所

2) LIKE: 全球短视频用户快速增长, 差异化变现潜力可期

LIKE 于 2017 年 8 月上线, 以魔法特效视频编辑为特色, 定位短视频工具+社交平台, 通过炫酷的视频特效和贴纸等玩法吸引喜爱潮流的年轻用户, 同时邀请明星、网红入驻平台, 利用其影响力吸引粉丝并引起广泛传播。2017 年 LIKE 在 Google Play 全球最佳应用榜单中, 获得最受欢迎 APP、最佳社交 APP 和最佳娱乐 APP 三大奖项。

2018 年底, LIKE 的 MAU 已达到 4,600 万 (vs. 18 年初注册用户超过 2,500 万), 用户增长迅速, 业务已覆盖全球超过 200 个国家和地区。根据 App Annie 数据, 目前 LIKE 已进入 26 个国家的 iOS 免费总榜 Top 10 以及 31 个国家的 Google Play 免费总榜 Top 10。

图 49: LIKE 产品界面



资料来源: LIKE APP, App Store, 天风证券研究所

图 50: LIKE iOS 和 Google Play 最高下载排名

iOS最高下载排名	所有类别	摄影与录像
国家/地区的# — 排名达1	3	16
国家/地区的# — 排名达5	13	109
国家/地区的# — 排名达10	26	139
国家/地区的# — 排名达100	140	154
国家/地区的# — 排名达500	149	155
国家/地区的# — 排名达1000	153	155

Google Play最高下载排名	所有类别	Video Players & Editors (Applications)
国家/地区的# — 排名达1	6	65
国家/地区的# — 排名达5	20	93
国家/地区的# — 排名达10	31	98
国家/地区的# — 排名达100	85	103
国家/地区的# — 排名达500	99	103
国家/地区的# — 排名达1000	99	103

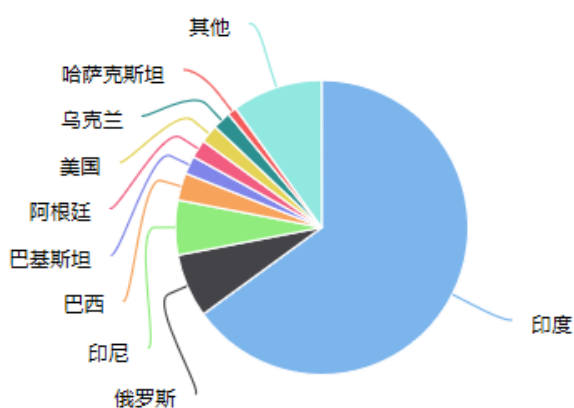
资料来源: App Annie (2019 年 4 月 16 日), 天风证券研究所

LIKE 差异化发掘 C 端付费，变现潜力可期。LIKE 的盈利模式主要是用户直接付费，比如直播、游戏和会员等。相比抖音和海外多数竞品以广告为主要收入来源，LIKE 选择差异化的变现路径，重点挖掘 C 端付费潜力，有望缓解直接竞争压力，进而建立起平台优势。

根据 Sensor Tower 19 年 1 月数据，LIKE 位居中国视频和直播类 APP 海外下载量第二，仅次于抖音，而火山和快手分别位列第 5 和第 9；从收入来看，LIKE 仅位于第 8 名，抖音位列第 3，火山和快手分别位居第 7 和第 9，LIKE 变现潜力仍存在较大空间。

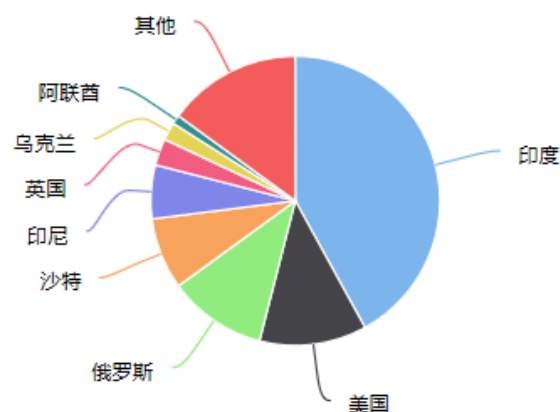
从增量用户来看，目前印度是 LIKE 和 TikTok 共同发力获客的主要市场，尽管 LIKE 的下载量和活跃用户规模相较 TikTok 尚存在明显差距，但差距在逐步缩小。我们看好 LIKE 基于产品特色和差异化体验能够在海外市场竞争中继续提升市场份额，与 TikTok 分享海外短视频红利。

图 51: LIKE Google Play 下载用户结构



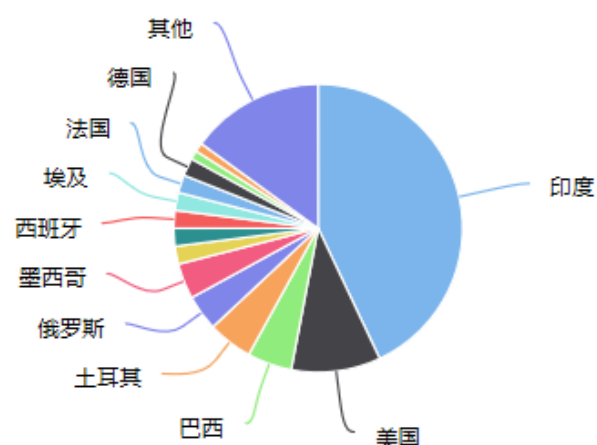
资料来源：白鲸出海（2019 年 4 月 9 日），天风证券研究所

图 52: LIKE Google Play 付费用户结构



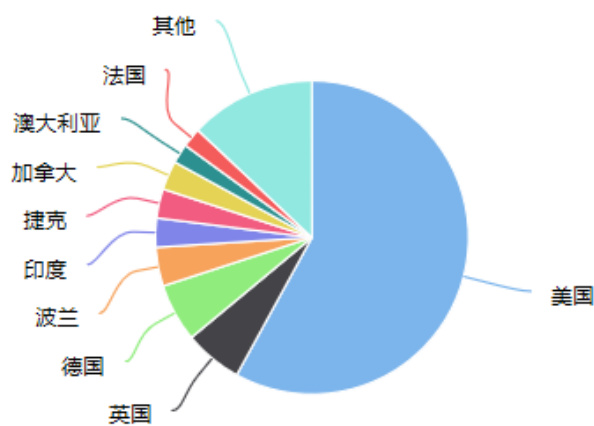
资料来源：白鲸出海（2019 年 4 月 9 日），天风证券研究所

图 53: TikTok Google Play 下载用户结构



资料来源：白鲸出海（2019 年 4 月 9 日），天风证券研究所

图 54: TikTok Google Play 付费用户结构



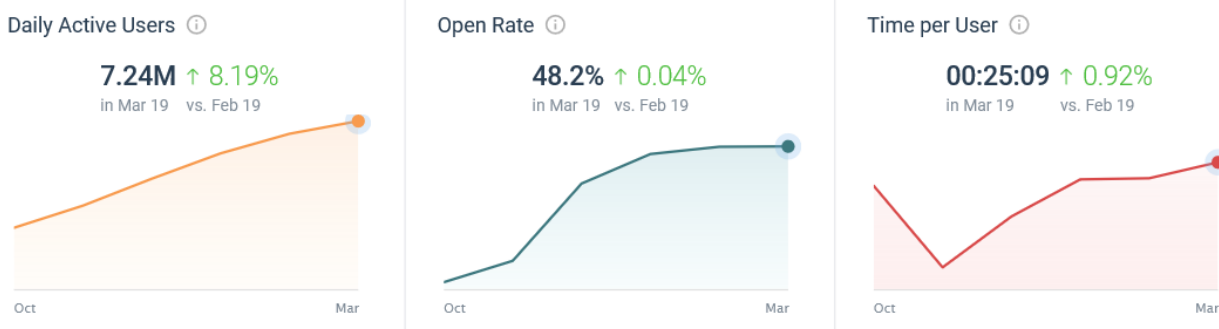
资料来源：白鲸出海（2019 年 4 月 9 日），天风证券研究所

图 55: LIKE 和 TikTok 印度 Google Play 下载量 (10M18A-3M19A)



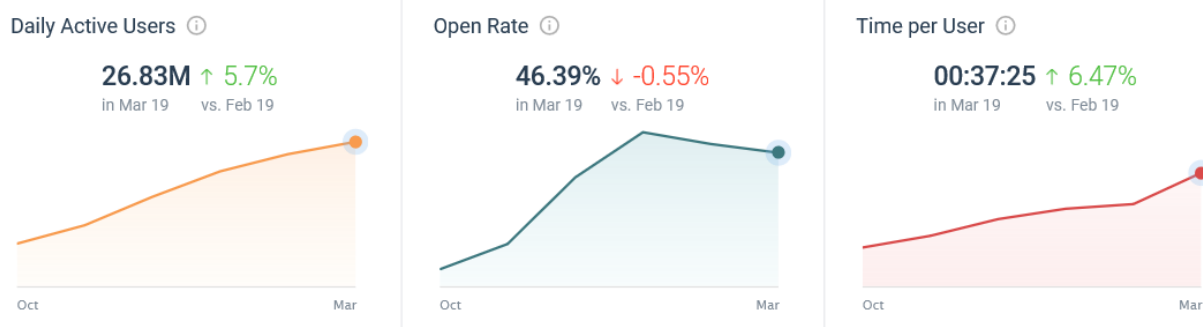
资料来源: SimilarWeb (2019 年 4 月 9 日), 天风证券研究所

图 56: LIKE 印度 Google Play 市场核心运营数据 (10M18A-3M19A)



资料来源: SimilarWeb (2019 年 4 月 9 日), 天风证券研究所

图 57: TikTok 印度 Google Play 市场核心运营数据 (10M18A-3M19A)



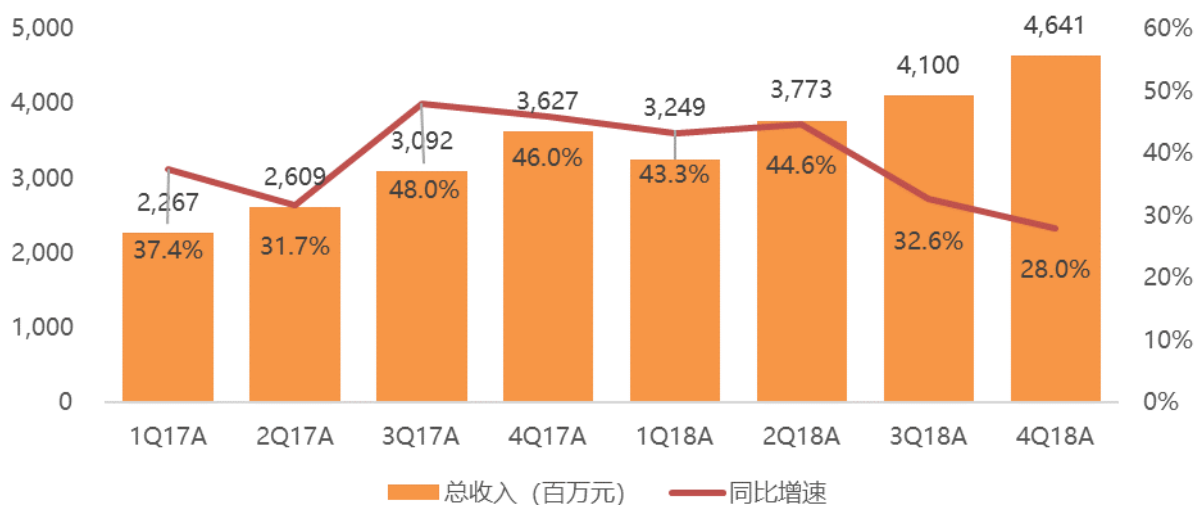
资料来源: SimilarWeb (2019 年 4 月 9 日), 天风证券研究所

4. 经营业绩

收入：4Q18 欢聚时代实现总收入 RMB46.4 亿元，同比增长 28.0%，环比增长 13.2%，高于指引上限 2.2%，超市场预期 3.8%。2018 年全年总收入 RMB157.6 亿元，同比增长 36.0%。

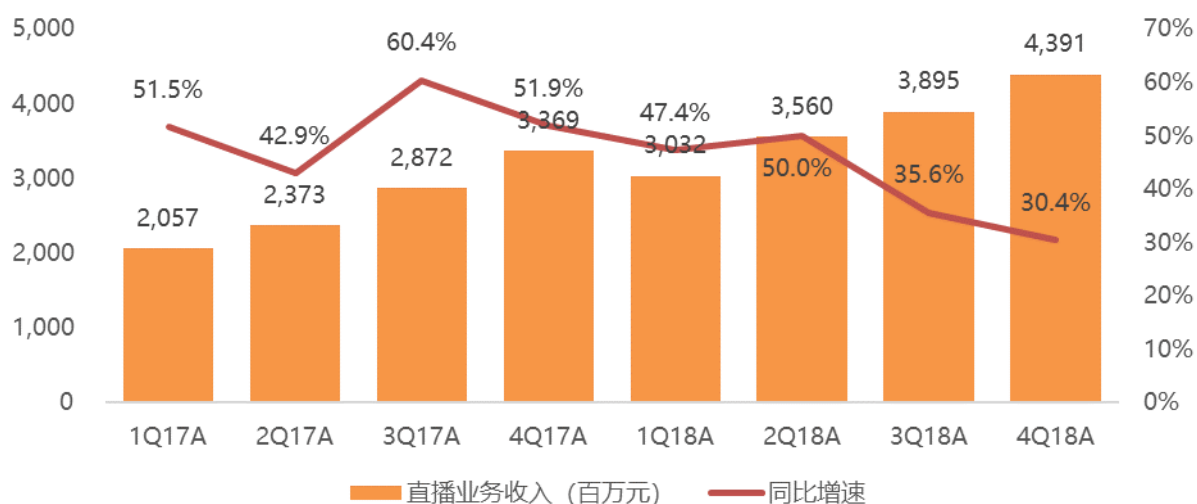
- **直播业务：**4Q18 直播收入 RMB43.9 亿元，同比增长 30.4%，环比增长 12.8%，占收入比重达 94.6%，环比下降 0.4 个百分点；全年直播收入为 RMB148.8 亿元，同比增长 39.4%。其中，YY Live 4Q18 直播收入同比增长 10.2% 至 RMB29.5 亿元，环比增长 10.1%，占总体直播收入的 67.2%；YY Live 全年直播收入为 RMB104.3 亿元，同比增长 21.3%。
- **其他业务-**包括游戏、会员、广告等：4Q18 其他收入同比下降 3.3% 至 RMB2.5 亿元，环比增长 21.2%。

图 58：欢聚时代总收入及同比增速（1Q17A-4Q18A）



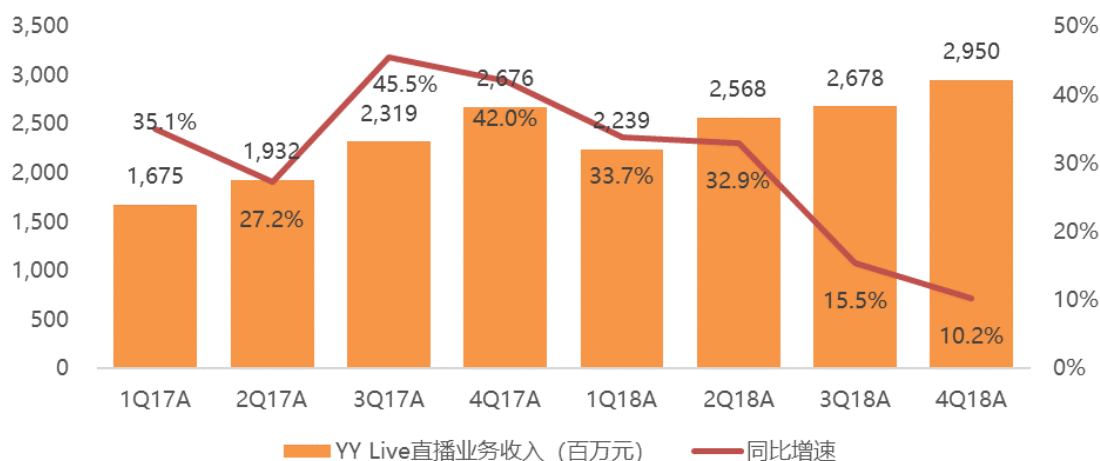
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 59：欢聚时代直播业务收入及同比增速（1Q17A-4Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 60: YY Live 直播业务收入及同比增速 (1Q17A-4Q18A)

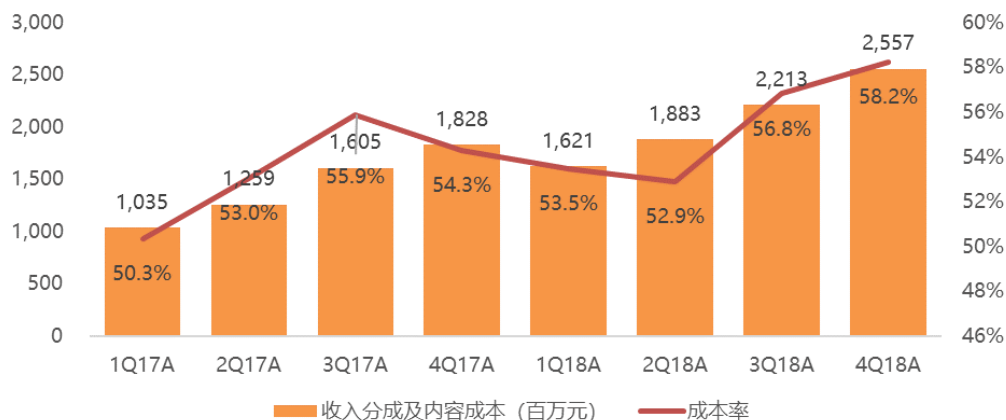


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

营业成本: 4Q18 营业成本为 RMB30.1 亿元, 同比增长 37.2%, 环比增长 12.7%。

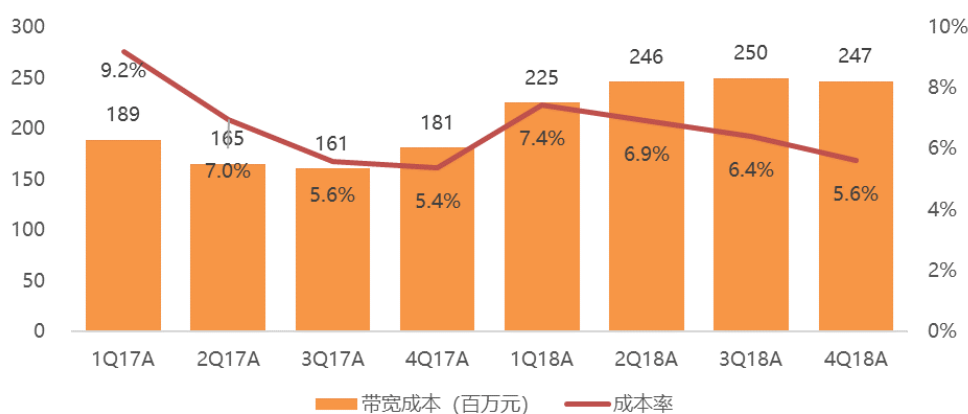
- **收入分成及内容成本:** 4Q18 同比增长 39.9%至 RMB25.6 亿元, 环比增长 15.5%, 收入分成及内容成本率为 58.2%, 同比提高 3.9 百分点, 环比提高 1.4 百分点;
- **带宽成本:** 4Q18 同比增长 36.0%至 RMB2.5 亿元, 环比减少 1.2%, 带宽成本率为 5.6%, 同比提升 0.2 百分点, 环比下降 0.8 百分点。

图 61: 欢聚时代收入分成及内容成本和成本率 (1Q17A-4Q18A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

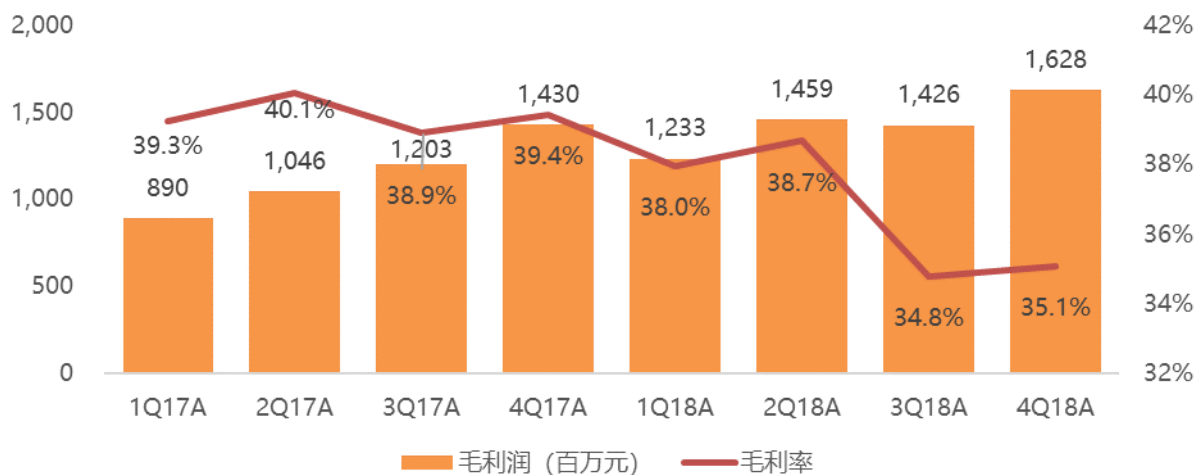
图 62: 欢聚时代带宽成本及带宽成本率 (1Q17A-4Q18A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

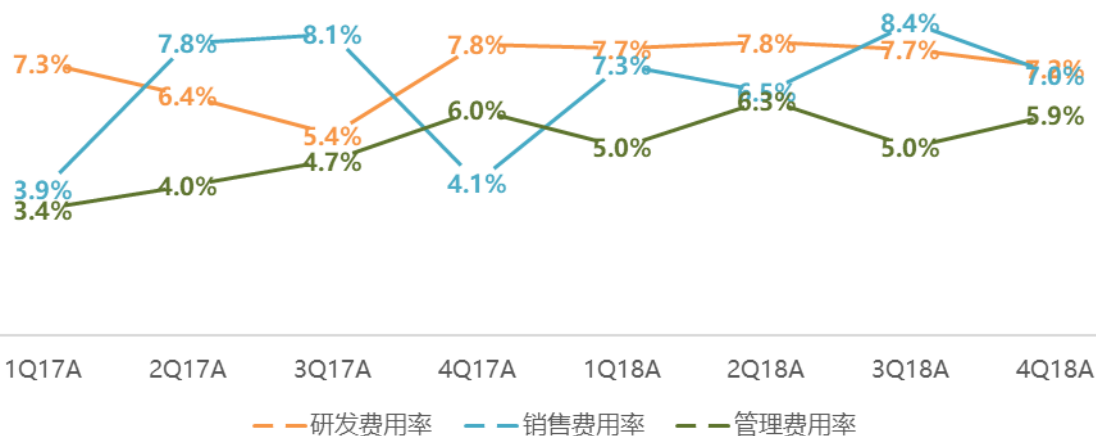
毛利率：4Q18 毛利率为 35.1%，同比下滑 4.3 个百分点，环比提升 0.3 个百分点，主要是受打赏分成和内容成本增加，以及虎牙相对较低的毛利率影响。2018 年毛利率为 36.5%，同比下滑 2.9 个百分点。

图 63：欢聚时代毛利润及毛利率（1Q17A-4Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

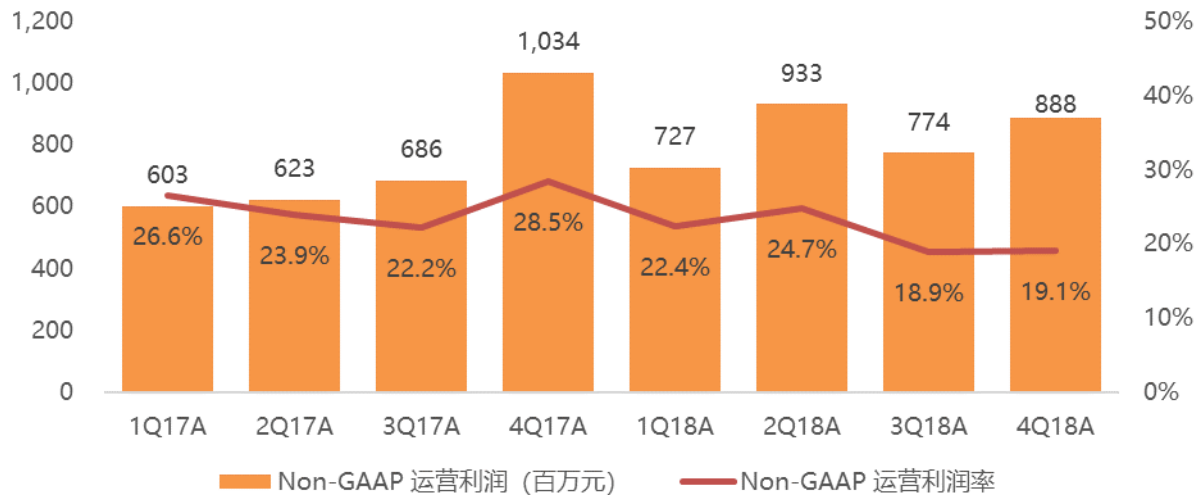
图 64：欢聚时代三项费用率（1Q17A-4Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

运营利润（Non-GAAP）：4Q18 经调整运营利润同比减少 14.1%至 RMB8.9 亿，环比增长 14.8%；经调整运营利润率为 19.1%，同比下滑 9.4 个百分点，环比提升 0.2 个百分点，主要受到国内外市场营销活动增加的影响。

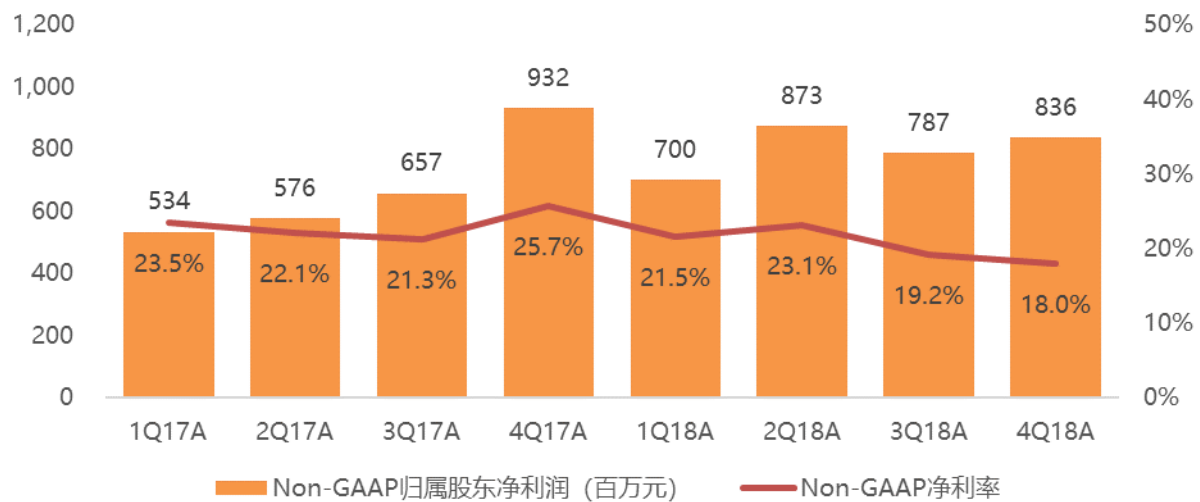
图 65: 欢聚时代经调整后运营利润及运营利润率 (1Q17A-4Q18A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

归属股东净利润 (Non-GAAP): 4Q18 经调整归属股东净利润为 RMB8.36 亿, 同比减少 10.3%, 环比增长 6.3%, 超市场预期 1.6%; 经调整归属股东净利率为 18.0%, 同比下滑 7.7 个百分点, 环比下滑 1.2 个百分点。2018 年全年经调整归属股东净利润为 RMB32.0 亿, 同比增长 18.4%。

图 66: 欢聚时代经调整后归属股东净利润及净利率 (1Q17A-4Q18A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

现金及现金合计物: 截至 2018 年 12 月 31 日, RMB60.0 亿现金及现金等价物和 RMB73.3 亿短期存款。

收入指引: 公司预计 1Q19 收入规模区间为 RMB40.1 亿-41.6 亿 (不包含 BIGO 业绩), 同比增长 23.4%-28.0%, 环比减少 10.4%-13.6%, 指引中值低于市场预期 0.6%。

图 67: 欢聚时代业绩与一致预期对比表 (4Q18)

in RMB mn	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	2018A	4Q18		2018	
						Consensus- Mar 4	Actual vs. Consensus	Consensus- Mar 4	Actual vs. Consensus
Total revenue	3,249	3,773	4,100	4,641	15,764	4,472	3.8%	15,635	0.8%
<i>QoQ % Change</i>	-10.4%	16.1%	8.7%	13.2%					
<i>YoY % Change</i>	43.3%	44.6%	32.6%	28.0%	36.0%				
Cost of revenue	2,016	2,314	2,675	3,013	10,017				
Gross profit	1,233	1,459	1,426	1,628	5,746				
<i>QoQ % Change</i>	-13.8%	18.4%	-2.3%	14.2%					
<i>YoY % Change</i>	38.6%	39.6%	18.5%	13.8%	25.8%				
Gross Margin	38.0%	38.7%	34.8%	35.1%	36.5%	35.0%	0.0%	36.6%	-0.1%
R&D	249	296	314	333	1,192				
S&M	236	246	344	324	1,149				
G&A	164	238	207	275	883				
Operating profit	596	714	611	719	2,640	714	0.6%	2,629	0.4%
<i>QoQ % Change</i>	-27.4%	19.7%	-14.4%	17.6%					
<i>YoY % Change</i>	-3.3%	19.1%	-7.6%	-12.5%	3.6%				
Operating margin	18.4%	18.9%	14.9%	15.5%	16.7%	16.0% ▲	-0.5%	16.8%	-0.1%
Non-GAAP net income attri. to YY Inc.	700	873	787	836	3,196	823	1.6%	3,093	3.3%
<i>QoQ % Change</i>	-24.9%	24.8%	-9.9%	6.3%					
<i>YoY % Change</i>	31.1%	51.6%	19.7%	-10.3%	18.4%				
Non-GAAP net margin	21.5%	23.1%	19.2%	18.0%	20.3%	18.4% ▲	-0.4%	19.8%	0.5%

资料来源: 公司公告, Bloomberg (2019年3月4日), 天风证券研究所

5. 估值与投资建议

估值：欢聚时代当前市值对应 FY19 的市盈率为 12.5x，位于公司历史动态估值区间偏下。若剔除所持虎牙 38.9%股权和现金的影响，对应 FY19 PE 仅为 8x（隐含 BIGO 价值）。考虑欢聚时代全球化步伐加快，收购 BIGO 有望在海外再造 YY；AI 数字化转型强化产品运营、内容生产与分发、内部管理等能力，提升用户体验与经营效率；核心业务用户粘性和货币化能力仍在提升，有望拓展电商、金融等多元变现模式；虎牙直播盈利能力持续提升，我们认为当前的欢聚时代具备投资价值。基于分部估值法，我们认为欢聚时代的合理估值范围为 USD91-95 亿，较当前市值高 30%-36%，维持买入评级，估值中值对应目标价为\$115。

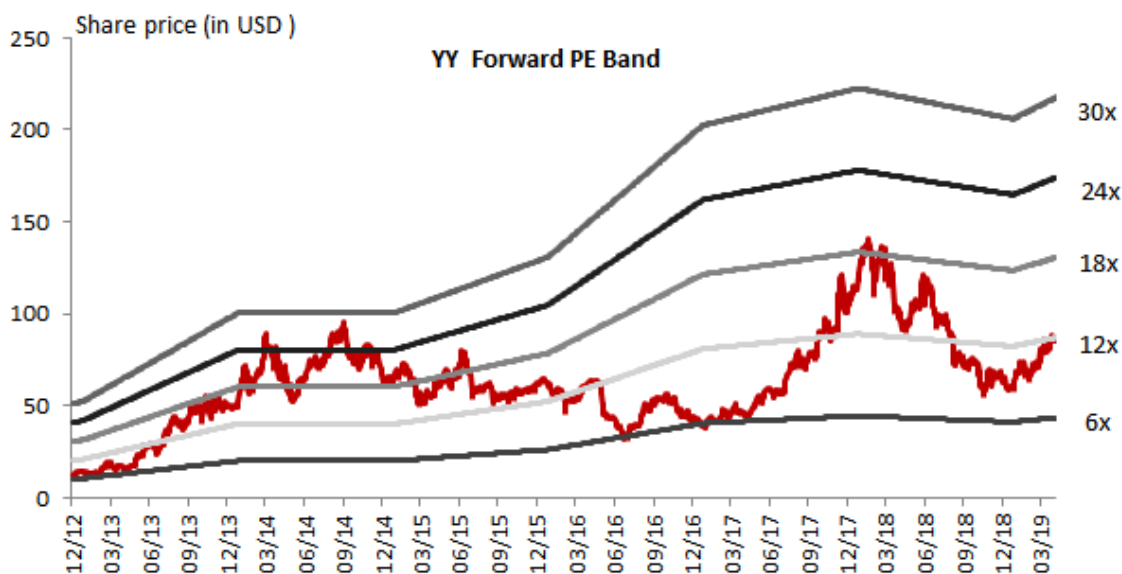
风险提示：用户增长放缓，内容监管风险，行业竞争加剧，宏观经济增长放缓，海外扩张及变现低于预期，汇率风险

图 68：欢聚时代分部估值（基于我们预测）

序号	业务	核心经营数据	估值依据	估值贡献
1	YY核心业务 (100%)	<ul style="list-style-type: none"> 18年营收RMB111.0亿，同比增长18.0% 18年毛利率45.2%，同比下降0.6pct 18年Non-GAAP OPM 27.6%，同比下降4.4pct 	<ul style="list-style-type: none"> 预计19年营收RMB122.5亿，同比增长10.4% 预计19年毛利率44%，同比下降1pct 预计19年Non-GAAP NPM 22%，即Non-GAAP NP RMB27.0亿 	<ul style="list-style-type: none"> 按8x-9x的P/E估值，YY核心业务的估值区间为USD32亿-36亿
2	虎牙 (38.94%)	<ul style="list-style-type: none"> 18年营收RMB46.6亿，同比增长113.4% 18年毛利率15.6%，同比提升3.9pct 18年Non-GAAP OPM 5.4%，同比提升7.9pct 	<ul style="list-style-type: none"> 按照一致预期，预计19年营收RMB70.8亿，同比增长51.8% 预计19年Non-GAAP NP为RMB6.8亿，同比增长74.6% 	<ul style="list-style-type: none"> 当前市值USD46亿，持有部分股权对应USD18亿
3	BIGO (100%)	<ul style="list-style-type: none"> 18年营收估计为USD5.5-6亿，同比增长83%-100% 18年BIGO净亏损；17年10月BIGO LIVE实现盈利 	<ul style="list-style-type: none"> 预计19年营收USD8-10亿，同比增长50%-70% 最新收购估值USD21.3亿 	<ul style="list-style-type: none"> 最新估值USD21亿
4	现金及现金等价物等		<ul style="list-style-type: none"> 截至18年底，现金及现金等价物RMB60.0亿和短期存款RMB73.3亿 	<ul style="list-style-type: none"> 对应USD20亿
合计		<ul style="list-style-type: none"> 估值上限：USD95亿，upside：36% 估值下限：USD91亿，upside：30% 		

资料来源：Bloomberg（2019年4月16日），天风证券研究所

图 69：欢聚时代 Forward PE Band



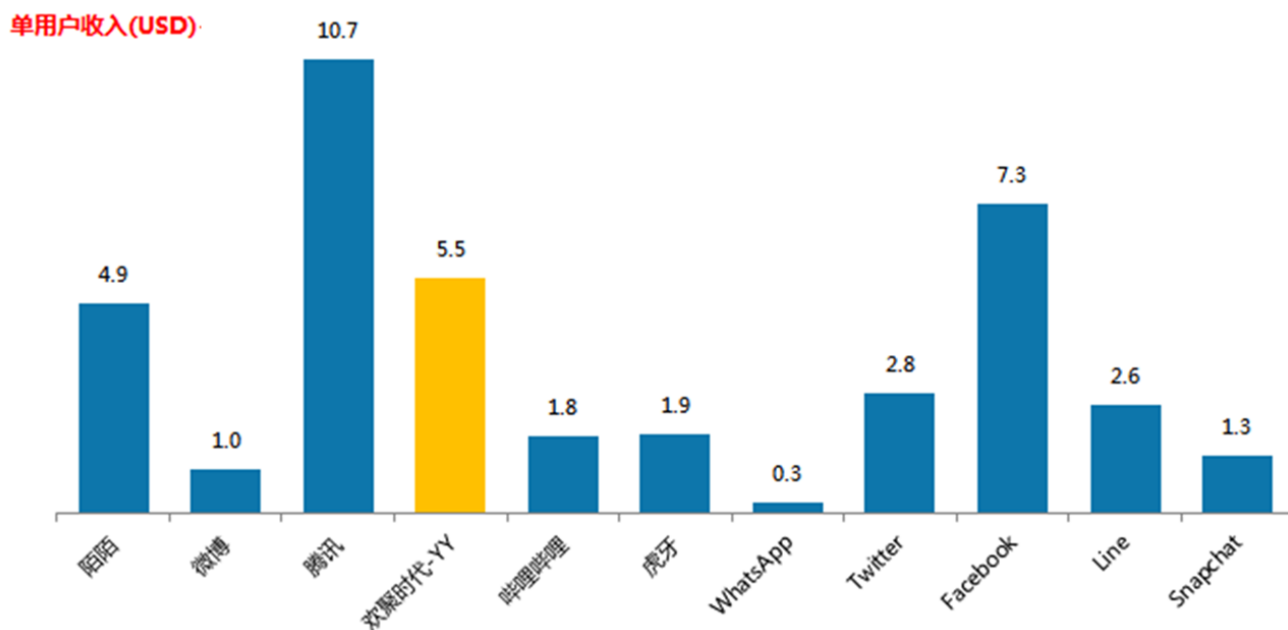
资料来源：Bloomberg（2019年4月15日），天风证券研究所

图 70：全球社交类公司估值对比表（基于市场一致预期）

Ticker	Company	FX	Last Close	Market Cap USD mn	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG			ROE		
					FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20
700 HK Equity	腾讯	HKD	388.2	471,437	41.5	34.6	27.5	10.1	7.9	6.1	10.2	7.9	6.2	2.7	2.3	1.8	26%	23%	24%
WB US Equity	微博	USD	70.5	15,726	26.6	23.3	19.1	8.4	6.8	5.3	9.2	7.7	6.4	1.3	1.1	0.9	37%	32%	28%
MOMO US Equity	陌陌	USD	38.1	7,874	41.1	21.1	15.1	12.0	4.8	3.4	12.4	5.5	4.2	0.1	0.2	0.4	28%	41%	48%
YY US Equity	欢聚时代	USD	86.1	6,980	11.8	12.5	10.4	2.5	1.9	1.5	3.0	2.3	1.9	0.5	0.6	0.5	19%	16%	16%
HUYA US EQUITY	虎牙	USD	23.0	5,002	n.a.	47.9	27.5	n.a.	4.1	3.0	n.a.	4.7	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
BILI US EQUITY	哔哩哔哩	USD	18.3	5,975	n.a.	n.a.	518.5	9.2	5.8	3.8	9.9	6.2	4.2	n.a.	n.a.	n.a.	-25%	-13%	3%
1357 HK Equity	美图	USD	3.3	1,792	n.a.	n.a.	81.6	3.4	6.0	5.0	3.5	7.1	5.8	n.a.	n.a.	n.a.	-22%	-12%	2%
1980 HK Equity	天鸽	USD	3.1	497	7.6	10.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
RENN US Equity	人人网	USD	1.8	122	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9%	n.a.	n.a.
中国社交					25.7	24.9	19.9	7.6	5.3	4.0	7.2	5.2	4.6	1.2	1.0	0.9	24%	15%	20%
FB US Equity	Facebook	USD	179.1	511,441	21.1	20.4	17.4	8.4	6.7	5.4	9.2	7.4	6.1	1.0	0.9	0.8	26%	23%	22%
TWTR US Equity	Twitter	USD	34.4	26,393	43.2	39.9	33.6	7.9	6.5	5.6	8.8	7.6	6.7	1.2	1.1	0.9	10%	11%	8%
SNAP US Equity	Snap	USD	12.0	15,813	n.a.	n.a.	n.a.	12.6	9.7	7.5	13.5	10.3	7.9	n.a.	n.a.	n.a.	-39%	-32%	-25%
2121 JP Equity	Mixi	JPY	2,471	1,727	4.8	7.4	9.3	0.2	0.3	0.3	1.0	1.3	1.5	n.a.	n.a.	n.a.	24%	15%	10%
3938 JP Equity	Line	JPY	3,800	8,166	n.a.	n.a.	n.a.	3.6	3.3	2.8	4.3	3.7	3.2	n.a.	n.a.	n.a.	-3%	-10%	-2%
112040 KS Equity	WeMade	KRW	50,600	750	87.2	96.8	41.8	5.7	5.2	4.4	7.0	5.9	5.3	n.a.	n.a.	n.a.	4%	5%	6%
035420 KS Equity	Naver	KRW	119,500	17,384	27.9	29.4	23.5	3.1	2.6	2.3	3.6	3.0	2.7	1.1	1.2	0.9	14%	12%	13%
MTCH US EQUITY	Match Group	USD	57.2	15,927	39.0	34.3	27.0	9.6	8.2	6.9	9.3	8.0	6.9	2.5	2.2	1.7	120%	104%	57%
海外社交					37.2	38.0	25.4	6.4	5.3	4.4	7.1	5.9	5.0	1.4	1.3	1.1	12%	9%	10%

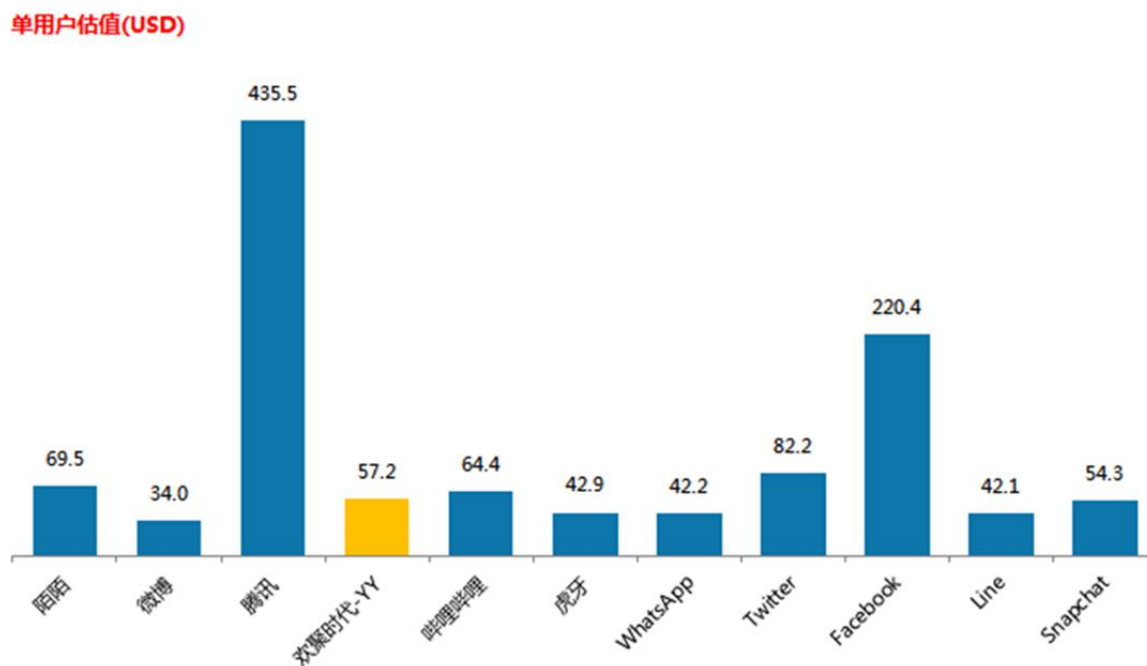
资料来源：Bloomberg（2019年4月15日），天风证券研究所

图 71：全球社交类公司单用户收入（4Q18A）



资料来源：公司公告，Statista（2019年1月），天风证券研究所

图 72：全球社交类公司单用户估值（4Q18A）



资料来源：公司公告，Statista（2019年1月），Bloomberg（2019年4月15日），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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com