



中信证券研究部

核心观点



许英博
首席科技产业
分析师

S1010510120041



陈俊云
前瞻分析师

S1010517080001

Yalla 是中东及北非地区最大的语音社交公司，亦是阿联酋首家在纽交所上市的独角兽科技公司。依靠独特的商业模式以及强劲的本土化能力，当前公司全系拥有月活用户 1427 万，付费用户 507 万，并在维持原有社交平台的基础上，拓展游戏业务，有望进一步打开中长期的成长空间。展望未来，中东地区基于社交的泛娱乐市场具备百亿美元量级的市场空间，公司依靠极强的本土化能力有望持续维持当前领先的竞争地位，中长期的业绩成长性、能见度亦相对突出，看好公司本土化能力基础上的成长性与中长期的投资价值。

■ 公司概况：中东地区领先的语音社交公司。公司成立于 2016 年，旗下产品 Yalla、Yalla Ludo 分别聚焦语音社交、休闲游戏。截至 2020Q3，公司整体的平均月活跃用户数为 1427 万，付费用户数量为 507 万，二季度 Yalla 的语音聊天室在线时长 3.095 亿小时，Yalla Ludo 游戏轮次 4.072 亿，均位居中东地区前列。依靠管理层强大的本土化能力以及 Majlis（中东地区最为独特的社交文化习俗）基础上零现金损耗的商业模式，公司财务指标持续改善，过去两年净利润率超过 45%，远超其他互联网公司。而稳定的管理层及较为良好的股东结构，亦为公司中长期的发展提供有力支撑；叠加稳定的产品 pipeline 及运营策略，公司中期业绩的成长性、能见度持续向好。

■ 行业前景：MENA 地区用户渗透及货币化空间依旧广阔，Yalla 竞争优势突出。根据 Hootsuite 数据，当前公司所聚焦的海湾六国与土耳其地区互联网用户渗透率超过 80%，在特殊的文化及地理条件下用户在线时长接近 8 小时。但在大量的在线时长中，由于本土化娱乐内容的缺乏，中东地区人均社交娱乐 APP 的下载量仅有 3.4 个，且集中在社交媒体领域，主要海湾国家社交渗透率超过 90%，使用时长接近 4 小时，因此基于社交的本土化泛娱乐领域具备大量的货币化机遇。竞争层面，由于北美社交应用的语言及产品形态的本土化不足、直播&流媒体平台在社交定位上的差异，叠加 Yalla 突出的政企资源以及社交网络效应在同类社交及游戏产品中的优势，公司核心竞争优势正逐步显现，其优势地位有望持续保持。

■ 公司分析：基于中东基本盘，横向拓展市场，纵向做深产品。自成立以来，公司立足于不同语区的用户需求，在阿拉伯世界文化习俗的基础上进行市场开拓。截至 2020Q2，公司 Yalla 产品已经覆盖八个语区，进入超过 100 个国家，而 Yalla Ludo 亦覆盖三个语区，未来料将基于 MENA 文化圈持续进行扩张。产品层面，公司在社交基础上，向游戏等领域纵向做深产品，将语音聊天与社交、游戏紧密融合至产品体系中：**1) 定位语音+社交的社交直播产品 Yalla**，在运营层面注重社区氛围的维护以及货币化的稳健推进。截至 2020Q3 月活跃用户 551 万，付费率 19%，在线时长超过 4.5 个小时，用户粘性及付费意愿较强；**2) 定位语音社交+游戏的休闲游戏产品 Yalla Ludo**，在优化游戏体验、快速迭代的基础上加强社交功能，将游戏流量得以沉淀为牢固的社交关系。2020Q3 公司 Yalla Ludo 月活用户 877 万，付费率 46%，2020Q2 用户平均在线时长超过 1.4 小时，用户对平台的使用粘性大幅领先，显示公司独特的运营能力。

■ **中期增长:持续深耕泛 MENA 市场,产品体系持续拓展。**2020Q3 公司拥有 1430 万的月活用户,参考 MENA 地区 1.37 亿的社交娱乐人口,公司本身渗透率仅 10%,成长空间依旧充分,而在泛 MENA 文化地区,预计其覆盖人口将达到 6.16 亿人。长期视角下,依靠在中东地区的基本盘,公司海外可触达的用户规模亦具备相当潜力,其潜在的可触达市场预计在百亿美元量级以上。而随着公司产品形态、产品结构的逐步优化,以及公司游戏产品盈利能力的逐步释放,中期视角下公司 ARPPU 的成长性依旧较好。随着网络效应的逐步延伸,以及未来潜在的用户流量与平台应用的打通可能,公司有望形成独特的社交+娱乐网络体系,迎来更大的增长机遇。

■ **风险因素:**中东地区政策监管趋严及地缘政治不稳定性导致的风险;部分厂商推出同类产品加剧竞争的风险;应用商店政策变化的风险;新产品投放导致现金及利润承压的风险。

■ **盈利预测&估值:**考虑到公司 Yalla 社交产品的稳健运营策略及用户增长、Yalla Ludo 游戏产品盈利能力的逐步释放,以及公司独特的商业模式、本土化能力等突出的竞争优势,我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 1.26/2.09/3.58 亿美元,Non-GAAP 净利润 0.60/1.00/1.64 亿美元,当前公司股价对应 2020-2022 年 PE 为 45/27/16 倍,估值与美股主要社交厂商估值接近,我们看好公司本土化能力基础上的成长性与中长期的投资价值。

项目/年度(千美元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	42,371	63,465	125,926	208,826	358,316
营业收入增长率 YoY	NA	49.8%	98.4%	65.8%	71.6%
净利润	20,242	28,925	-2,227	46,901	114,088
增长率 YoY	NA	42.9%	-107.7%	NA	143.3%
Non-GAAP 净利润	20,242	28,925	59,980	100,152	164,253
增长率 YoY	NA	42.9%	107.4%	67.0%	64.0%
PE (Non-GAAP)	133	93	45	27	16

资料来源:Wind,公司财报,中信证券研究部预测

注:股价为 2020 年 12 月 14 日收盘价

目录

Yalla：中东领先的语音社交公司	1
行业分析：中东语音社交市场广阔，Yalla 竞争优势突出	6
中东互联网：互联网用户、在线时长位居全球前列，语音产品优势突出	6
竞争格局：相较北美厂商及其他本地垂直应用，公司竞争优势突出	10
公司分析：立足中东，持续进行地区与产品体系扩张	13
产品思路：横向拓展市场，持续丰富产品体系	13
Yalla：聚焦语音社交，积极培育社区文化	14
Yalla Ludo：游戏产品持续打开市场空间	18
中期增长：拓展深耕泛 MENA 市场，成长路径明晰	21
风险因素	24
盈利预测&估值	24

插图目录

图 1: Yalla 产品核心功能及模块	1
图 2: Yalla Ludo 主要产品功能	2
图 3: Yalla 金币价格.....	2
图 4: Yalla 会员体系.....	2
图 5: Yalla 货币化模式.....	3
图 6: 公司毛利率.....	3
图 7: 公司持股结构	4
图 8: 公司 IPO 后预计投票权.....	4
图 9: 公司运营架构	4
图 10: 公司营业收入及增速	5
图 11: 公司营业收入拆分	5
图 12: 公司三费率.....	6
图 13: 公司毛利率与净利率	6
图 14: 中东主要国家互联网用户渗透率 (2020.1)	6
图 15: 中东主要国家移动互联网网速.....	6
图 16: 人均电影屏幕	7
图 17: 人均零售店铺面积.....	7
图 18: 主要国家互联网时长	7
图 19: 部分海湾国家人均 GD	8
图 20: 各地区活跃用户平均下载社交娱乐软件次数.....	8
图 21: 部分国家社交软件渗透率	9
图 22: 部分国家社交软件在线时长	9
图 23: Yalla 产品深刻与 Majlis 生态绑定	9
图 24: 沙特阿拉伯游戏免费榜排名	10
图 25: 沙特阿拉伯游戏畅销榜排名	10
图 26: Facebook、twitter、snap 在主要中东国家的渗透率、	10
图 27: 北美社交软件的本土化相对不足	11
图 28: Facebook (左) Instagram (右) 注重内容创作	11
图 29: Messenger (左) WhatsApp (右) IM 功能	11
图 30: Yalla 沙特阿拉伯畅销榜排名 (iOS)	13
图 31: Yalla Ludo 沙特阿拉伯游戏畅销榜排名 (iOS)	13
图 32: 阿联酋副总统兼总理、迪拜酋长祝贺 Yalla 上市.....	13
图 33: 公司在手现金	13
图 34: Yalla 生态蓝图.....	14
图 35: Yalla 聊天室功能.....	15
图 36: Yalla 中 Moments 功能	15
图 37: Yalla 中的消息功能	15
图 38: 房间会员	16
图 39: 活跃奖励	16
图 40: Yalla 聊天式的网络效应	17
图 41: 直播平台集中的流量体系.....	17
图 42: Yalla MAU.....	17

图 43: Yalla 付费用户数	18
图 44: Yalla ARPPU	18
图 45: Yalla Ludo 游戏界面	18
图 46: Yalla Ludo 无内置广告	19
图 47: Ludo Star 付费消除广告	19
图 48: Yalla Ludo 游戏内提供语音功能	19
图 49: Ludo Star 仅提供文字+表情聊天	19
图 50: Yalla Ludo 内置语音聊天房间	20
图 51: Yalla Ludo 月活用户	20
图 52: 订阅 VIP 提供好友房间功能	21
图 53: VIP 房间提供好友对战及观战功能	21
图 54: Yalla Ludo 付费用户数量	21
图 55: Yalla Ludo ARPPU	21
图 56: 全球主要地区社交娱乐用户	22
图 57: MENA 地区社交娱乐市场规模	22
图 58: 公司整体付费用户	23
图 59: 公司整体 ARPPU	23
图 60: 中东 Baloot 类游戏	23
图 61: 土耳其麻将 Okey	23

表格目录

表 1: 公司发展历史	1
表 2: 公司管理层及主要经历	5
表 3: Yalla 群聊于其他流媒体、直播产品的区别	12
表 4: 公司核心运营数据预测（用户为千人，收入为千美元，ARPPU 为美元）	24
表 5: 公司盈利预测表	25

Yalla: 中东领先的语音社交公司

公司概况: Yalla 成立于 2016 年 1 月, 其主打产品在同年 4-5 月上线 AppStore、Google play。公司在聚焦语音社交应用 Yalla 的同时, 亦在中东休闲游戏市场发力, 推出游戏产品 Yalla Ludo。随着中东社交及游戏需求的快速增长, 公司亦在过去两年迎来爆发式增长, 截至 2020 年 Q3, 公司全系拥有月活用户 1427 万, 付费用户 507 万, 按 2019 年公司 6347 万美元的收入计算, Yalla 是中东和北非最大的语音社交公司。

表 1: 公司发展历史

时间	公司大事
2016 年 1 月	Yalla 公司成立
2016 年 5 月	在 Google play、AppStore 发布产品 Yalla
2017 年	增加土耳其版本, 并拓展其他语区
2018 年 5 月	兰馨亚洲、SIG 参与投资
2018 年 Q3	发布休闲游戏 App Yalla Ludo
2019 年	在沙特、卡塔尔、巴林、阿曼、科威特斩获 AppStore 娱乐类型下载量 Top 10
2020 年 Q2	在阿联酋、沙特、科威特斩获 AppStore 娱乐类型下载量 Top 1
2020 年 9 月	在纽交所成功挂牌上市

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

主要产品: 聚焦中东地区语音社交及休闲游戏。 公司当前拥有两款核心产品: 定位语音社交的 Yalla 及定位休闲游戏的 Yalla Ludo。Yalla 产品形态为语音聊天室, 用户可在房间内进行语音及文字聊天, 并通过互相打赏、会员增值服务等方式实现货币化。Yalla Ludo 则立足于中东当地特色的两款棋牌类游戏 Ludo (类飞行棋游戏)、Domino (牌类游戏, 其生命周期和文化地位类似国内斗地主游戏), 为用户提供游戏的同时, 嵌入语音聊天功能, 通过游戏道具购买、会员充值等实现货币化。2020Q2, Yalla 平均月活跃用户数 1250 万, 付费用户 540 万, Yalla 语音聊天室在线时长 3.095 亿小时, Yalla Ludo 游戏轮次 4.072 亿。

- **Yalla: 公司最为核心的社交语音产品。** Yalla 在产品设计上将语音作为主打功能, 主要功能包括语音聊天室、在线小游戏、动态礼物打赏、动态分享、即时消息等, 建立了较为全面的功能体系, 是公司当前主打的社交产品。

图 1: Yalla 产品核心功能及模块



资料来源: AppStore

- **Yalla Ludo: 主打中东两款核心游戏，内嵌社交模块以实现用户留存。**作为阿拉伯世界最为流行的游戏，Ludo、Domino 的地位近乎于国内飞行棋、斗地主热度，而 Yalla Ludo 将两款游戏集成，其产品形态近似国内早期纸牌类游戏大厅模式，主要功能包括在线游戏、语音聊天、好友互动、好友聊天室等模块，在集中游戏功能的同时强化了社交模块。

图 2: Yalla Ludo 主要产品功能

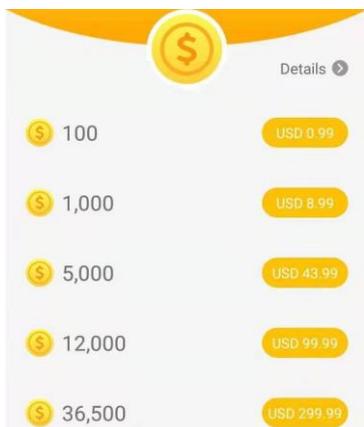


资料来源: AppStore

商业模式: 独特模式实现现金零损耗。虽然 Yalla 的货币化模式与直播打赏逻辑类似，但通过独特的社交模型、产品设计，Yalla 在运营中实现了现金的零损耗，除付给应用平台固定费用外，实现了充值流水的全留存，这亦是公司在货币化领域与其他产品最大的不同。

- **订阅&礼物是主要货币化模式。**Yalla 货币化和直播产品的充值打赏逻辑类似，用户通过购买金币以兑换礼物，进行打赏，0.99 美元可兑换 100 金币，随着购买量的增加可享有优惠。同时，可以通过金币购买专属挂件、背景等增值服务。而通过购买会员的方式亦可获取金币，分为 43.99 美元、299.99 美元两档，而最高等级会员需耗费 20 万金币后方可获取。

图 3: Yalla 金币价格



资料来源: Yalla APP

图 4: Yalla 会员体系

等级	勇士	男爵	伯爵	侯爵
每月价格	\$43.99/月	\$299.99/月	20 万金币/月	40 万金币/月
赠送金币	5,000	36,500	/	/
续订	原价	原价	12 万金币/月	24 万金币/月

资料来源: Yalla APP, 中信证券研究部

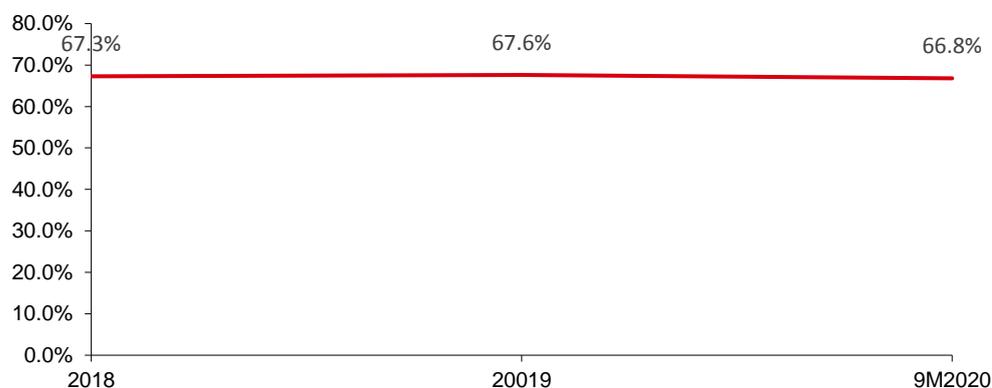
- **打赏文化、UGC 流量：带动现金零损耗。**在传统直播平台上，由于主播自带流量，直播平台的流水需分出约半数左右作为主播分成，因此在传统直播平台上，其现金流水在主播环节大幅流出；同时打赏多为单向支付，主播在多数情况下不向用户打赏。但在 Yalla 的生态中，房主创立房间的目的在于社交及语音聊天，其打赏目的源自中东伴手礼文化，并非传统直播平台上主播的盈利需要；同时由于房间是由房主和参与人共同维护，**基于 UGC 的流量并不依靠单一主播**，因此，在不追求盈利、UGC 均衡的社区流量体系下，在游戏增值服务之外，**Yalla 得以将所有平台现金流水留存下来**，这是区别于直播平台最大的不同，亦是 Yalla 平台的核心优势，反映到财务层面，即为极高的毛利率水平。

图 5: Yalla 货币化模式



资料来源：Yalla 官网，中信证券研究部绘制 其中虚线为现金流向，

图 6: 公司毛利率

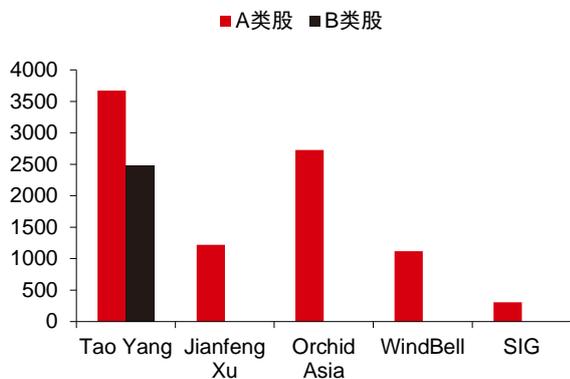


资料来源：公司财报，中信证券研究部

股权结构：同股不同权，SIG、兰馨亚洲等机构参与。公司采用 A、B 双重股权结构，截至 2020 年 6 月 30 日，公司 CEO 杨涛分别持有 A 类股 3670 万股，B 类股 2473 万股，

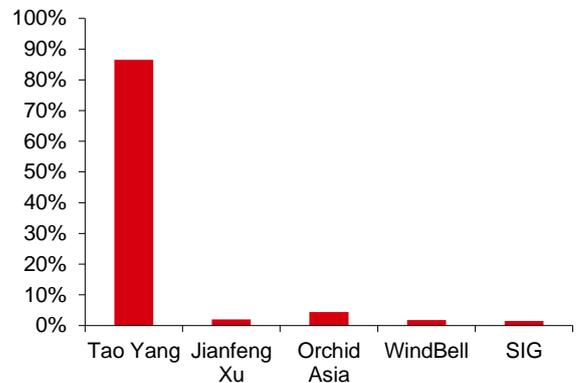
而 B 类股投票权为 A 类股 20 倍，根据招股书，其在 IPO 后将拥有 86.5% 的投票权。SIG、兰馨亚洲在 2018 年 5 月对公司进行投资，分别持股 6.3%、7.8%，而高瓴资本（持股 200 万股）等机构亦在二级市场参与投资。

图 7：公司持股结构（万股）



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

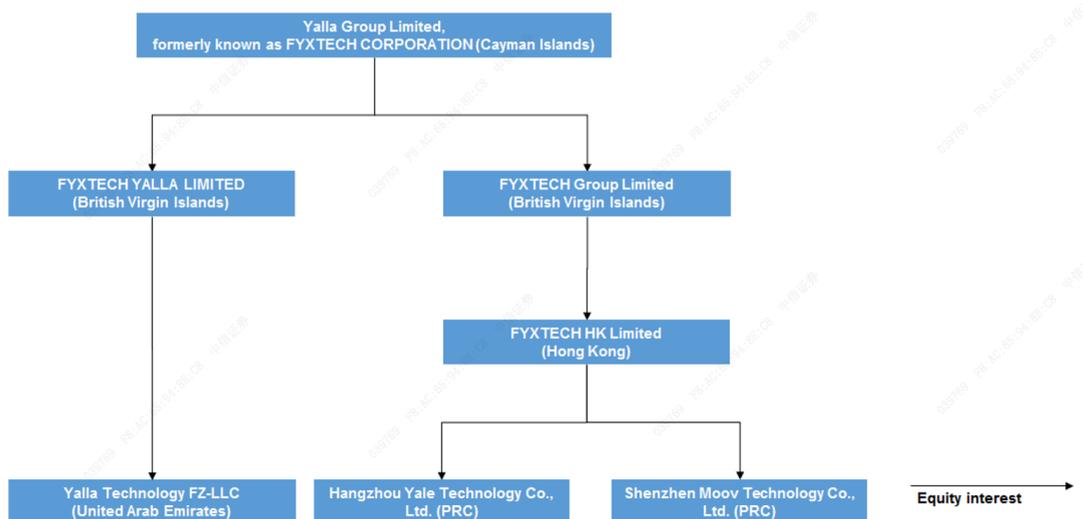
图 8：公司 IPO 后预计投票权



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

公司架构：运营主体设立在阿联酋，整体税率极低。公司集团在开曼群岛注册，当前主要运营主体及注册地在阿联酋，包括销售、营销、客户服务等主要业务，杭州设立研发中心，深圳设立财务及市场部门。根据公司在招股书税收一节中的披露，公司在阿联酋地区无需负担企业所得税及个人所得税，在中国的运营主体，由于不满足“实际管理机构”位于国内的需求，因此无需按收入的 25% 缴纳税收，因此公司整体税率显著低于其他公司。

图 9：公司运营架构



资料来源：公司招股书

管理层：CEO 具备十五年中东地区通信运营经验，管理层本地化程度较高。公司创始人杨涛曾在中兴通讯 UAE 阿布扎比地区任总经理，拥有超过十五年的通信运营经验，其核心团队亦多数具备中兴通讯 UAE 团队背景，在中东地区拥有丰富的运营经验。同时

公司积极引入阿拉伯世界高管，核心管理人员除了自阿拉伯地区外，亦在全球知名的通讯厂商有过工作经验，亦是其本土化能力的重要体现。

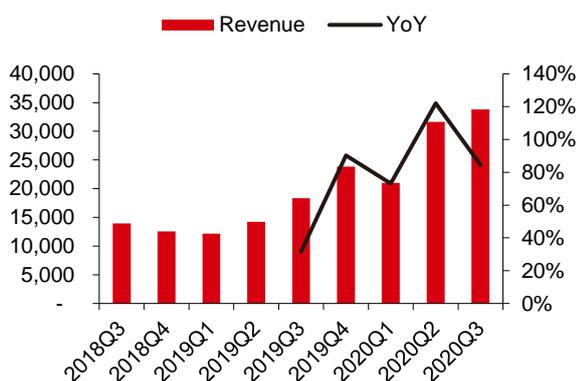
表 2: 公司管理层及主要经历

管理层	职位	经历
Tao Yang	创始人/CEO	原中兴通讯 UAE 阿布扎比地区总经理, 曾在北京新媒传信科技任副总裁, 拥有超过十五年的语音社交与通讯业经验, 以及中东地区通讯业经验
Saifi Ismail	总裁	曾在 NetComm Wireless、阿联酋电信 (Etisalat) 工作, 拥有超过 15 年的营销与项目运营经验
Jianfeng Xu	COO	曾在中兴网信、北京新媒传信科技担任营销和业务拓展工作, 拥有 8 年以上的在线营销经验
Yang Hu	CFO	在中兴通讯中国 (深圳) 及中东市场拥有 9 年公司金融运营经验
Osman Sultan	独立董事	原阿联酋电信运营商 Du、埃及运营商 Mobinil 的创始 CEO, 在中东 MENA 市场担任多家公司董事会成员
David Cui	独立董事	原华米科技 CFO, 现任映客独立非执行董事, 以及唯品会新任 CFO

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

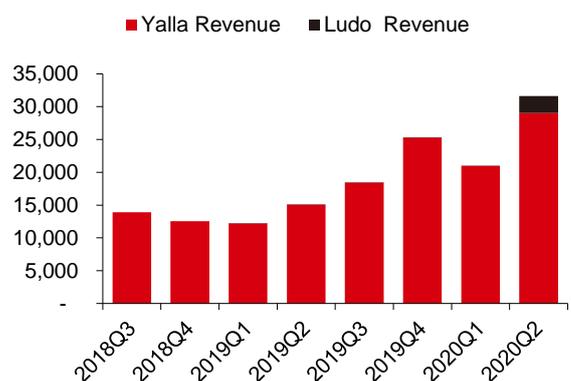
财务分析: 收入快速增长, 利润水平位居前列。经过产品迭代的逐步成熟, 以及用户规模的自然增长, 2019 年下半年公司收入进入快速增长通道, 叠加疫情带来的在线时长及用户的爆发式增长, 2020 年收入增速亦大幅增长, 2020Q2 单季度收入超过 3000 万美元。而随着休闲游戏 Ludo 的加速发展, 游戏亦开始成为公司重要的收入来源。费用端, 扣除股权激励带来的影响, 2020 年前三季度公司整体费用持续优化, 亦带动盈利能力的持续改善。得益于公司独特的商业模式, 净利润率水平超过 45%, 大幅领先国内 YY、虎牙、斗鱼、陌陌等主流直播及社交厂商。

图 10: 公司营业收入及增速 (千美元)



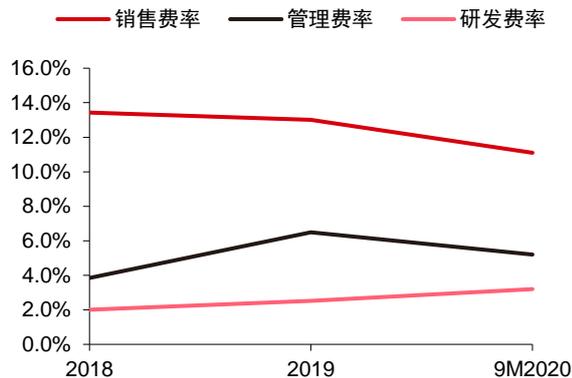
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 11: 公司营业收入拆分 (千美元)



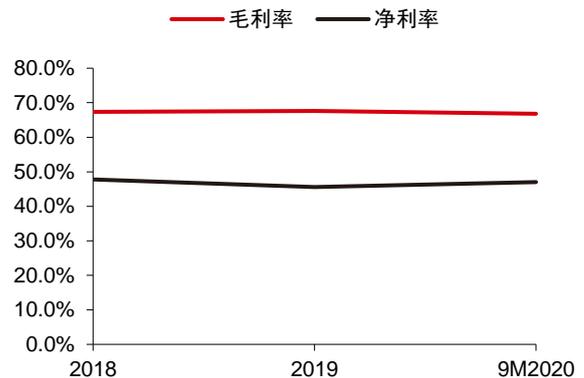
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 12: 公司三费率



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 13: 公司毛利率与净利率



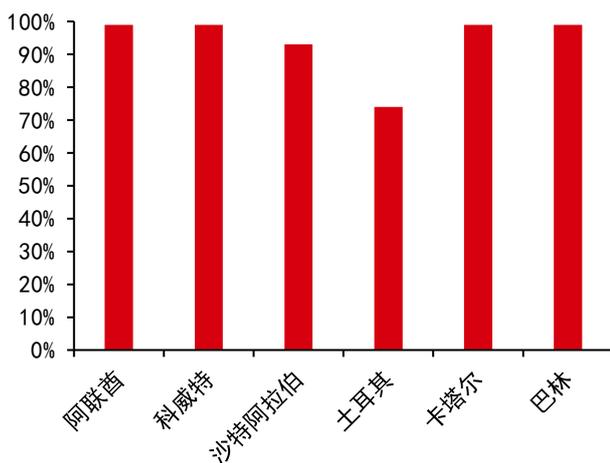
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

行业分析: 中东语音社交市场广阔, Yalla 竞争优势突出

中东互联网: 互联网用户、在线时长位居全球前列, 语音产品优势突出

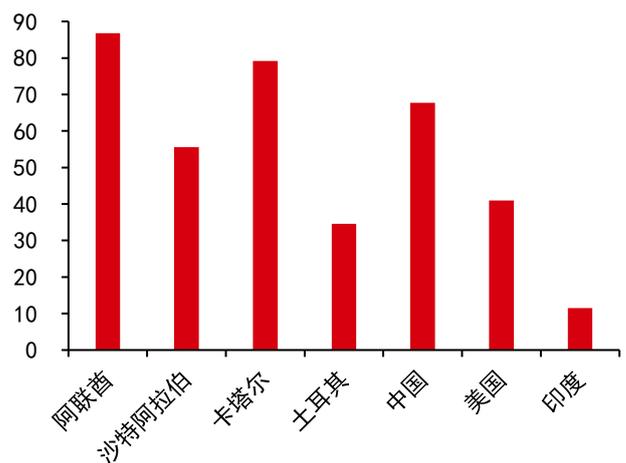
在线用户: Yalla 覆盖的核心地区互联网设施极为发达, 互联网用户渗透率高。由于中东地区所覆盖的地区庞杂, 我们聚焦 Yalla 当前所主要覆盖的海湾六国及土耳其地区, 上述国家的移动互联网基础设施实际上极为发达, 移动互联网用户的渗透率多数超过 90%, 互联网网速亦支持多数主流移动互联网应用, 因此在极为发达的互联网基础设施之下, 孕育大量的内容产业投资机遇。

图 14: 中东主要国家互联网用户渗透率 (2020.1)



资料来源: Hootsuite, 中信证券研究部

图 15: 中东主要国家移动互联网网速 (MBPS)

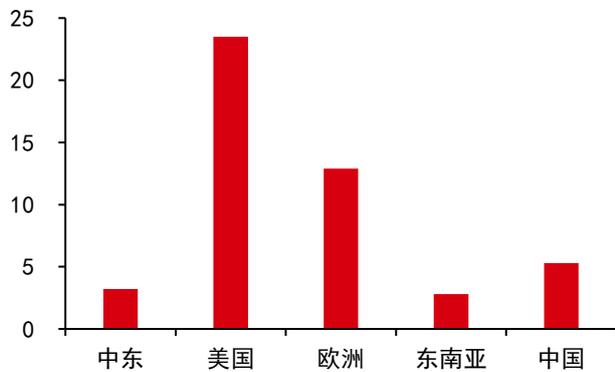


资料来源: Hootsuite, 中信证券研究部

在线时长: 特殊的地理文化属性使得在线时长显著超出其他地区。受限于中东特殊的气候环境、宗教文化政策限制, 中东地区的娱乐内容相对困乏, 也使得中东移动互联网市场与其他地区存在较大的差异。线下活动中, 中东人均电影屏幕严重落后同等经济条件下

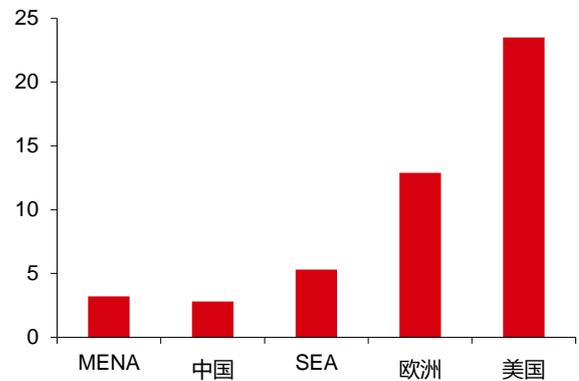
的其他地区，而人均零售店铺规模亦显著低于其他国家。线下娱乐的困乏，使得在线流量大幅增长，海湾六国部分国家的在线时长接近 8 小时量级，领跑以中国为代表的互联网发达地区。

图 16: 人均电影屏幕 (平方英尺)



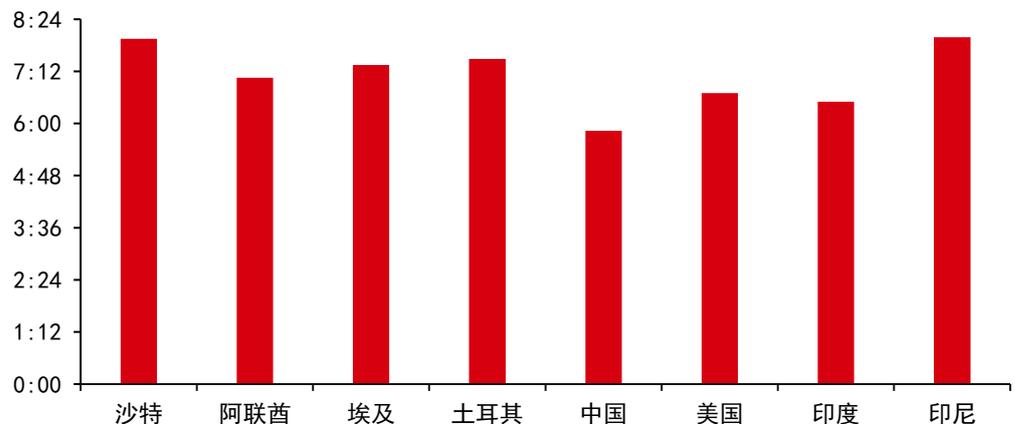
资料来源: Frost & Sullivan (转引自 Yalla 招股书), 中信证券研究部

图 17: 人均零售店铺面积 (平方米)



资料来源: Frost & Sullivan (转引自 Yalla 招股书), 中信证券研究部

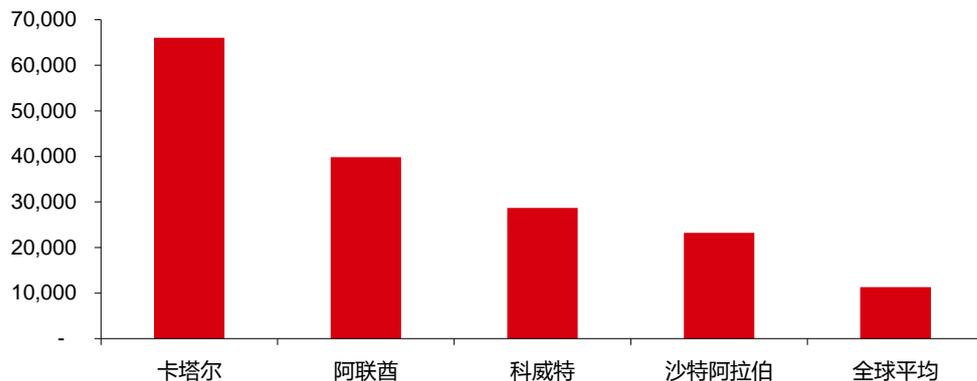
图 18: 主要国家互联网时长 (小时)



资料来源: Hootsuite, 中信证券研究部

付费能力: 亦大幅领先全球平均水平。 依靠石油产业, 海湾地区经济发展水平较高, 人均 GDP 水平远超全球平均, 主要海湾国家人均 GDP 水平超过 2 万美元, 部分国家达到 6 万美元以上, 其消费能力亦显著优于其他地区。因此在互联网消费上, 我们判断大概率其付费能力、付费意愿亦会优于其他地区。

图 19: 部分海湾国家人均 GDP(美元, 2019)

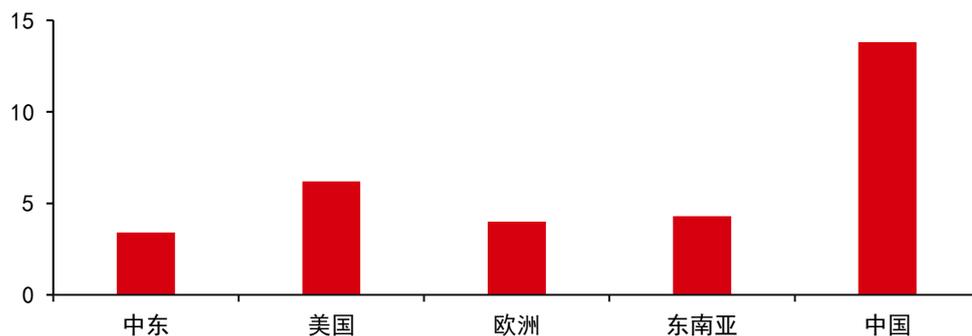


资料来源: 世界银行, 中信证券研究部

用户习惯: Majlis 带来中东地区独特的语音社交需求。 Majlis (原意为穆斯林文化中的议会制度) 是穆斯林国家最为独特的社交文化习俗, 在线下场景中, 多由家人、朋友、邻居等人, 在咖啡馆或家中进行群聊。在群聊过程中, 活动的发起者通常作为主持人, 进行话题的引导和参与, **实际上同时兼顾了熟人与陌生社交**, 而出于传统习俗, 除进行交谈外, 通常会由参与者自带并互换礼物, 或者进行某种形式的桌面游戏。这种独特的文化习俗使得中东地区的互联网产品呈现出以下特征:

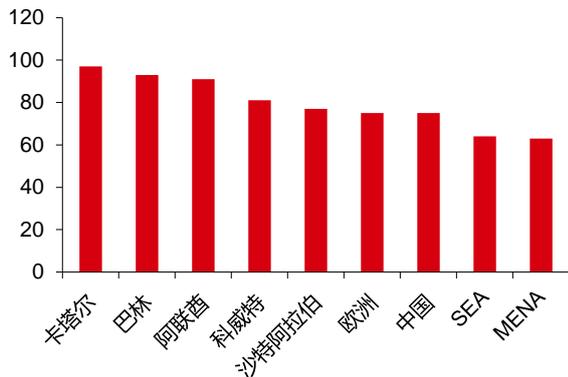
- **社交类产品渗透率远高于其他地区。** 由于本土化娱乐内容的缺乏, 中东地区人均社交娱乐 APP 的下载量仅有 3.4 个, 远低于中国、美国市场, 但基于线下的社交文化习俗, 社交产品的渗透率大幅领先其他地区, 海湾六国部分国家的社交产品渗透率高达 95%, 远超消费互联网相对较为发达的中国等市场。

图 20: 各地区活跃用户平均下载社交娱乐软件次数



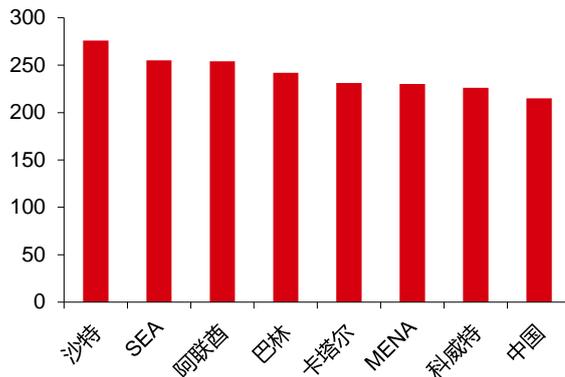
资料来源: Frost & Sullivan (转引自 Yalla 招股书), 中信证券研究部

图 21: 部分国家社交软件渗透率 (%)



资料来源: Frost & Sullivan (转引自 Yalla 招股书), 中信证券研究部

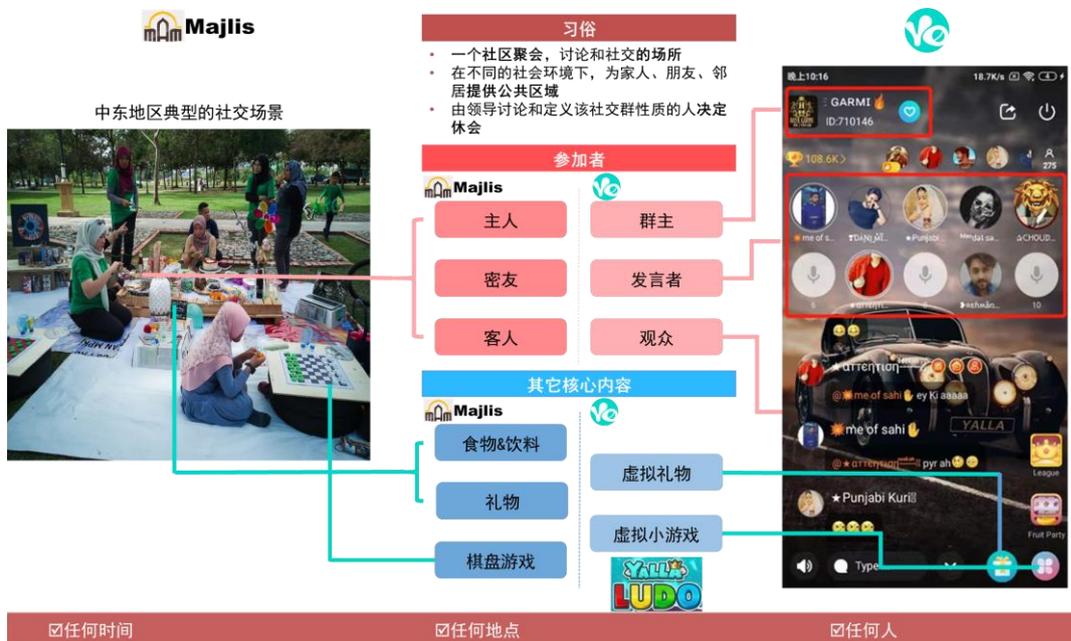
图 22: 部分国家社交软件在线时长 (分钟)



资料来源: Frost & Sullivan (转引自 Yalla 招股书), 中信证券研究部

- **语音类产品显著优于图文及视频产品。**由于语言习惯、文化习俗等特殊性的中东地区的图文及视频类创作者多来自非阿拉伯国家,加之价值观等因素,使得图文、视频产品的创作门槛、审核机制较为严格。但以语音为形式的产品,深刻将 Majlis 进行融合,创作门槛、本地化适配等显著优于其他产品形式,以 Yalla 为例,其语言产品与 Majlis 深度绑定,本土化适配远超其他类型产品。

图 23: Yalla 产品深刻与 Majlis 生态绑定

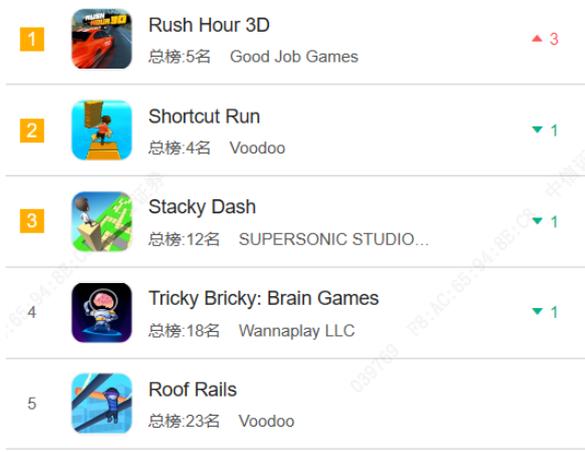


资料来源: Yalla APP, Yalla 招股书, 中信证券研究部

- **轻度休闲、棋牌类游戏用户居多。**由于中东地区文字适配、开发难度等原因,在全球市场上的中、重度精品游戏难以普及,但对于轻量的休闲游戏来说,内容及玩法简单,文字及内容适配本土化难度较低。此外阿拉伯本地的传统棋牌类游戏

亦是本地市场较为受欢迎的内容，因此中东地区休闲类游戏占据多数。根据第三方平台数据，在以沙特阿拉伯为代表的市场中，免费榜、畅销榜的 top5 多数由休闲游戏占据。

图 24：沙特阿拉伯游戏免费榜排名



资料来源：七麦数据

图 25：沙特阿拉伯游戏畅销榜排名



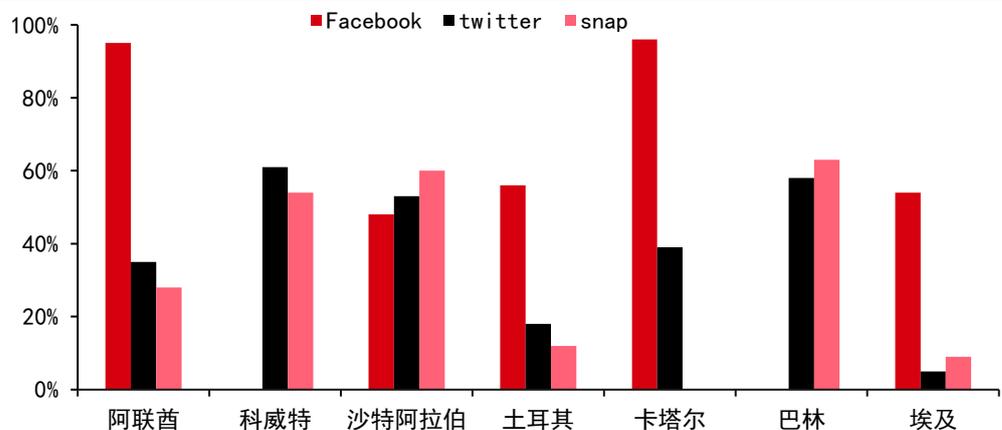
资料来源：七麦数据

竞争格局：相较北美厂商及其他本地垂直应用，公司竞争优势突出

由于中东的庞大的市场空间，无论是以 Facebook 为代表的北美科技巨头还是以 YY 等为代表的中国互联网公司，以及对本土市场较为熟悉的阿联酋本地公司亦纷纷参与，导致市场对公司竞争优势的担忧。我们认为，当前中东市场上社交及娱乐的竞争关键点在：本地社交应用能否抢占北美社交厂商的用户份额；以及本地应用获取用户之后，不同垂直类应用的竞争。在本部分，我们从上述两个层面对公司所处的竞争格局进行分析。

北美传统社交厂商：本地化能力偏弱，流量有望切换至本土软件。虽然北美主流社交软件在中东地区的渗透率极高，但我们亦注意到，由于北美厂商语言的限制、产品形态的不足等原因，中期看部分流量将逐步切换到本土化的社交产品，具体而言：

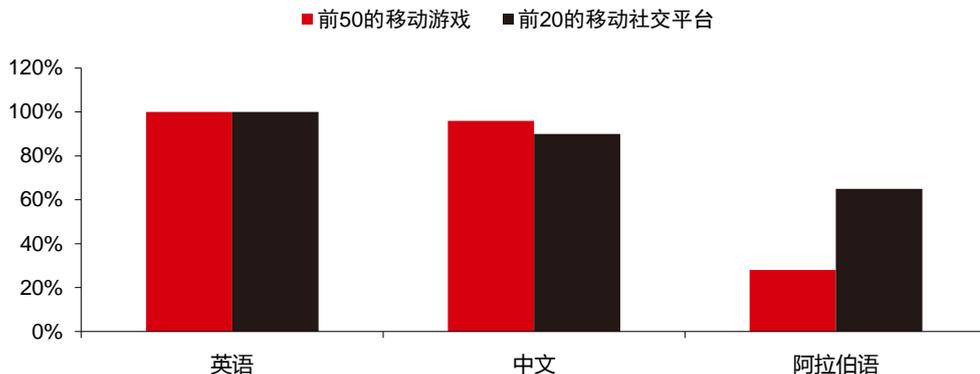
图 26：Facebook、twitter、snap 在主要中东国家的渗透率、



资料来源：Hootsuite，中信证券研究部

- **本土化**：头部 APP 的语言尚未完全阿语化。由于阿拉伯地区语言的复杂性，在游戏、社交领域，虽然多数 APP 完成了英语、中文等的切换，但在阿拉伯语系中，在 Top50 的产品中阿语化产品仅 28%，社交产品 65%，远低于英语与中文的水平。

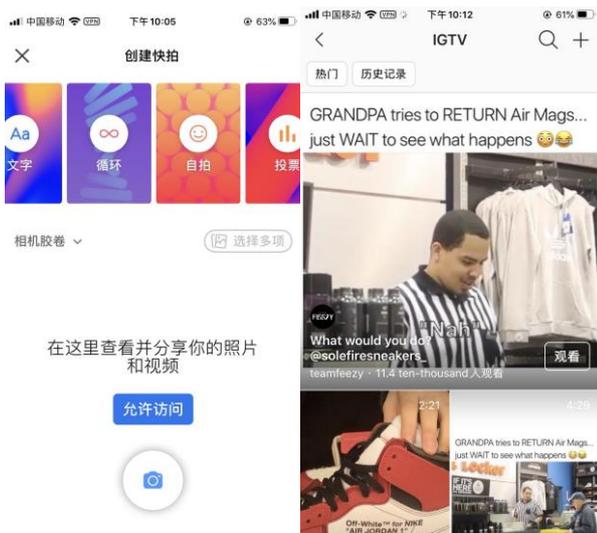
图 27：北美社交软件的本土化相对不足



资料来源：Frost & Sullivan（转引自 Yalla 招股书），中信证券研究部

- **产品形态**：以 Facebook、twitter 为代表的社交产品，在多数场景下需要进行图文乃至视频的创作，而对中东地区而言，由于文化限制，创作门槛相较于其他地区较高，并且在功能上对语音聊天的开发相对较低，WhatsApp、Messenger 虽具备语音功能，但仅限于 1 对 1 的交流，对中东地区的群聊契合度相对较弱。

图 28：Facebook（左）Instagram（右）注重内容创作



资料来源：Facebook、Instagram APP

图 29：Messenger（左）WhatsApp（右）IM 功能



资料来源：Messenger、WhatsApp APP

垂类厂商的竞争：本地化、网络效应是主要的竞争壁垒。在社交流量逐步从北美社交产品切换的同时，直播、视频、语音等不同垂类产品亦分流公司的用户资源。综合来看，我们认为视频类社交应用与本土习俗的契合度不及语音，同时视频类 APP 与语音的关系

存在互补关系。对于同类型的语音社交产品，公司在网络效应、政企资源等方面的优势亦相对突出，具体而言：

- **视频类厂商：**市场普遍关注 TikTok、Bigo 等视频、直播类产品对公司产品的冲击。我们认为，在本地化层面上，由于中东地区的文化因素，视频创作、直播交互面临较大的文化压力，与本地文化的契合度不及语音；产品形态以及商业模式层面，双方的关系更类似于移动互联网产品功能的互补，Yalla 占据用户社交、语音聊天、游戏娱乐的在线时长，而 Bigo、TikTok 占据用户观看流媒体、直播的在线时长，因此双方在功能上各有侧重，并非市场上担忧的正面竞争关系。

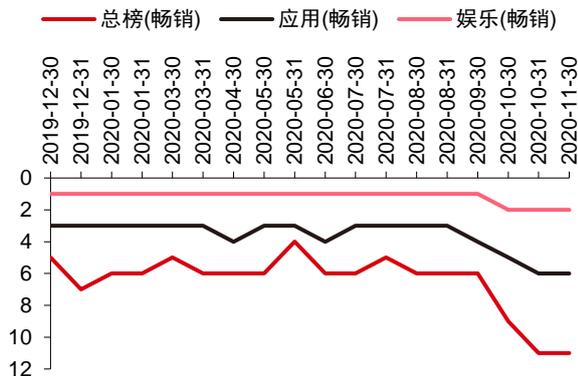
表 3：Yalla 群聊于其他流媒体、直播产品的区别

对比维度	群聊	实时流媒体/在线直播
交互模型	分散的多对多互动	一对多互动
对中东和北非用户的吸引力	最常见且本土化	文化接受度较低
用户参与	从小组群到大组群，用户皆可自主参与	自媒体主动生产内容，其余用户处在典型的被动接收内容状态
核心人物风险	低	高
主要平台模型	在线聊天室	博客 在线直播 在线电台
典型应用案例	即可连接熟人又可连接陌生人的社交网络和社交休闲活动	针对特定话题和内容的直播

资料来源：Yalla 官网、Bigo APP，中信证券研究部

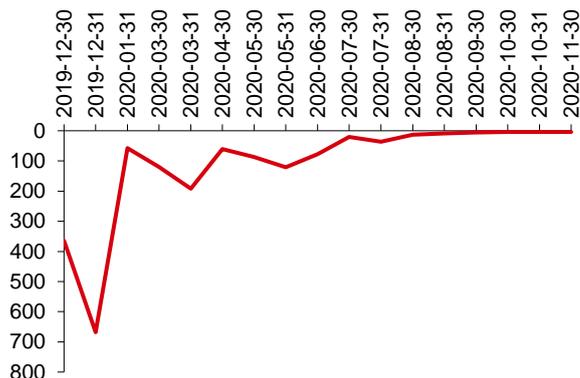
- **同类语音产品：Yalla 社交壁垒逐步建立，产品体验遥遥领先。**由于相关产品的研发成本较低，市场亦担忧来自中长尾以及国内其他厂商同类产品竞争。实际上，经过四年的深耕及本土化运营，公司已经建立起庞大的网络效应，拥有超过千万量级的用户，同时由于大量外部流量的快速导入不能维系原有的社区氛围，使得后进入厂商难以实现快速增长。
- **同类游戏产品：缺乏社交功能，货币化能力偏弱。**在小游戏业务上，多数产品只提供基本的娱乐功能，对社交功能的挖掘不够充分。以中东月活最大的 Ludo Star 为例，其产品月活一度在 3000 万量级，但由于社交模块的缺失以及在产品设计上体验的不足，其货币化能力显著弱于 Yalla Ludo。而 Yalla Ludo 在小游戏基础之上，内置社交模块，叠加手机号注册的账户体系，其货币化、用户粘性程度显著胜过同类产品。

图 30: Yalla 沙特阿拉伯畅销榜排名 (iOS)



资料来源: 七麦数据, 中信证券研究部

图 31: Yalla Ludo 沙特阿拉伯游戏畅销榜排名 (iOS)



资料来源: 七麦数据, 中信证券研究部

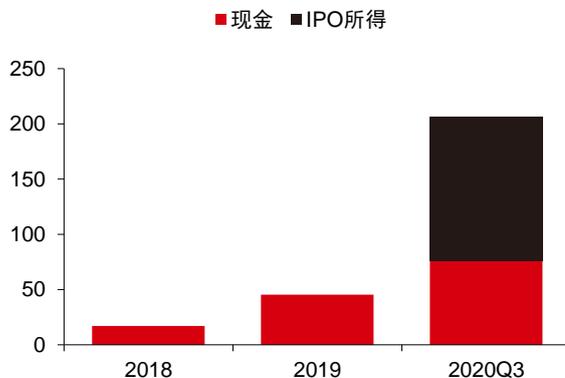
竞争优势: 依托极强的本土化实力、逐步建立的社交网络壁垒, 公司有望在中东市场继续维持领先, 其用户、货币化优势突出, 叠加公司在政商领域的深厚积累以及 IPO 之后充足的现金流, 预计公司当前的竞争优势将进一步巩固。我们认为, 在中长期视角下, 随着公司用户的自然增长以及游戏产品的持续推出, 其网络效应带来的竞争壁垒料将更为突出, 其中长期的市场地位有望继续保持。

图 32: 阿联酋副总统兼总理、迪拜酋长祝贺 Yalla 上市



资料来源: Twitter, 公司官网

图 33: 公司在手现金 (百万美元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

公司分析: 立足中东, 持续进行地区与产品体系扩张

产品思路: 横向拓展市场, 持续丰富产品体系

市场开拓: 满足不同阿语地区的用户需求。自成立以来, 公司立足于不同语区的用户需求, 在阿拉伯世界文化习俗的基础上进行市场开拓。截至 2020Q2, 公司 Yalla 产品已经

覆盖八个语区，进入超过 100 个国家，而 Yalla Ludo 亦覆盖三个语区，依靠中东共通的语言文化以及泛 MENA 文化圈的传播，公司业务料将进入更多地区。

纵向拓展：基于社交不断丰富产品体系。基于平台的社交属性，公司不断纵向拓展自身的产品体系，作为社交产品的 Yalla，在语音聊天的基础之上，提供 Moments（个人动态）、Messaging 等功能，将产品的社交属性持续延伸。同时在社交基础上，拓展休闲游戏，除在 Yalla 内嵌游戏外，亦独立发布休闲游戏产品 Yalla Ludo，而 Yalla Ludo 亦不断强化自身的社交能力。基于上述拓展思路，公司产品体系不断丰富，2020 年预计将发布针对土耳其的 101Okey、针对沙特阿拉伯的 Baloot，并持续研发其他游戏及社交产品，基于社交的纵向拓展意图明显。

图 34：Yalla 生态蓝图



资料来源：Yalla 招股书

Yalla：聚焦语音社交，积极培育社区文化

产品定位：公司社交底座。作为公司当前主打的社交产品，是公司获取强社交关系，占据用户心智，建立网络效应的核心平台。基于上述定位，公司产品在功能设计上亦注重社交关系的建立与社区氛围的维护：

- **分发逻辑：**在冷启动首页，Yalla 将按照房间礼物规模、房间人数、房主所选语区等不同维度对房间进行排序，对于新用户会推荐 Yalla 官方组织的新人房间，进行使用教学等初级指导。
- **聊天室：**Yalla 的核心功能，进入聊天室后，每个房间将提供十把麦克风，用户点击麦克风即可进入语音群聊当中，剩余未进入群聊的用户可以通过分享游戏、文字图片、礼物打赏等方法参与互动，聊天主题由房主及其他用户共同确定。

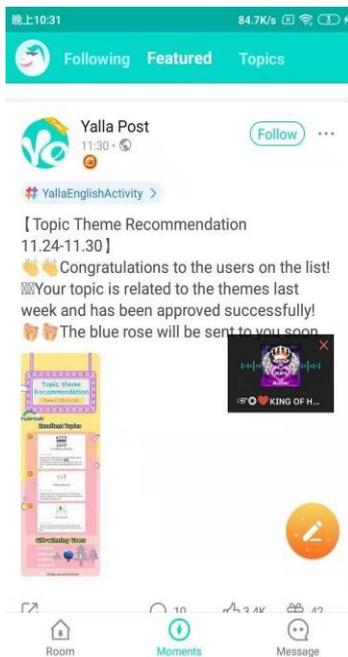
图 35: Yalla 聊天室功能



资料来源: Yalla APP, 中信证券研究部

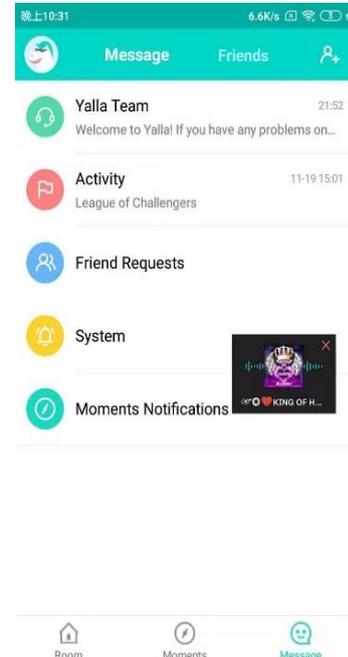
- **社交模块:** 除聊天外, Yalla 提供基础的社交模块 Moments、Message, 其中 Moments 以图文创作为主, 提供 Following、Featured、Topics 三个 tag, 用户可对内容进行评论、点赞、打赏。Message 类似 IM 功能, 用于管理好友、接收消息等。

图 36: Yalla 中 Moments 功能



资料来源: Yalla APP

图 37: Yalla 中的消息功能

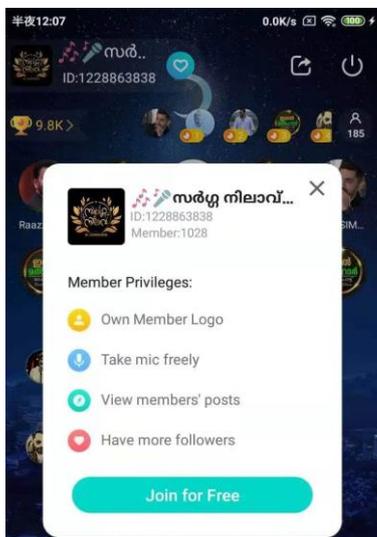


资料来源: Yalla APP

运营策略：营造良好的社区 UGC 平台，提升用户平台依赖度。2020Q3 公司较低的营销费用以及 Yalla 平台较低的用户季度环比增长率，使得市场担忧公司的用户成长性。我们认为，上述问题实际上源自公司独特的运营策略，并非市场所担忧的成长性不足，具体来看，公司运营主要聚焦社区文化的维护、用户粘性的增长等：

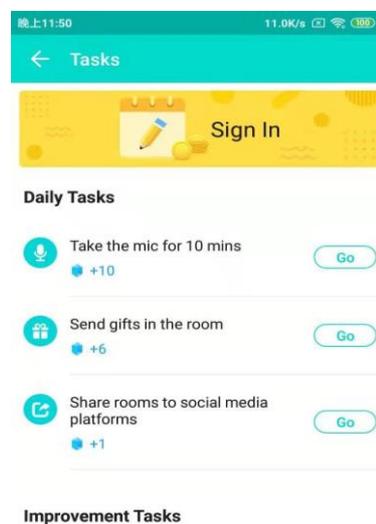
- **持续维持良好稳定的社区文化氛围：**在 UGC 的社交平台中，平台调性决定了目标用户能否得到良好的使用体验。对于平台而言，稳定的自然增长流量对整体的社区运营而言冲击相对较小，原有用户对新用户的容纳以及新用户融入社区的难度均相对较小。但区别于以内容为主的应用，**大量外部流量的进入对于原有社区氛围的冲击较强，使得原有较为成熟的产品调性难以维持。**因此 Yalla 在运营时强调对房间内 UGC 社区氛围的维持，依靠房间会员、活跃度参与奖励等模式提升新用户的参与，并在首页设置官方房间以更好引导新用户参与。

图 38：房间会员



资料来源：Yalla APP

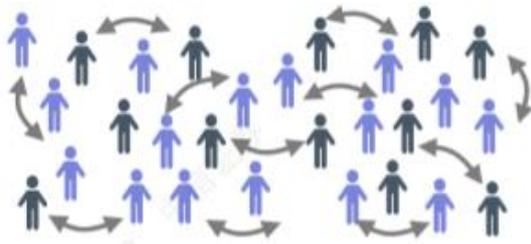
图 39：活跃奖励



资料来源：Yalla APP

- **持续提升用户对平台的依赖度：**在 UGC 的氛围下，Yalla 得以拥有更为广泛的网络效应，房主不仅参与本房间的治理，亦会结合自身兴趣加入到其他房间，使得用户间的联系更为广泛。因此相较于直播平台以主播为核心的弱社交关系，Yalla 的网络效应更为明显，亦带动用户粘性的快速增长。根据公司在招股书的披露，2020Q2 季度 Yalla 的在线时长超过 4.5 个小时，用户对平台的使用粘性大幅领先。

图 40: Yalla 聊天式的网络效应



资料来源: 公司财报

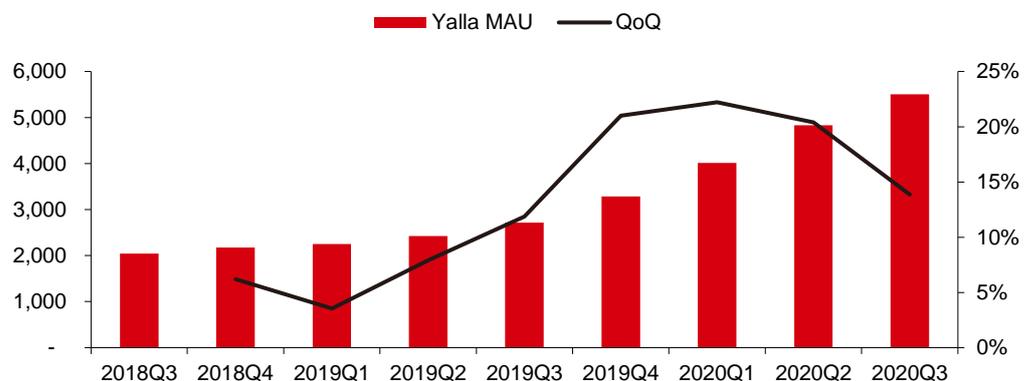
图 41: 直播平台集中的流量体系



资料来源: 公司财报

用户数据: 稳健增长。基于公司维护社区关系的增长策略, 过快增长的用户将破坏原有产品调性, 不利于用户粘性的产生, 因此公司整体用户增长不依赖传统互联网公司大规模的流量投放, 相对而言 Yalla 多依靠用户间互相推荐的自然增长, 辅以少部分外部流量的加入。因此我们亦看到, 排除疫情期间带来的扰动, 公司整体用户规模维持在环比双位数以上的增长速度, 其用户粘性亦显著超过其他应用, 显示公司在维护社区关系上的成效。

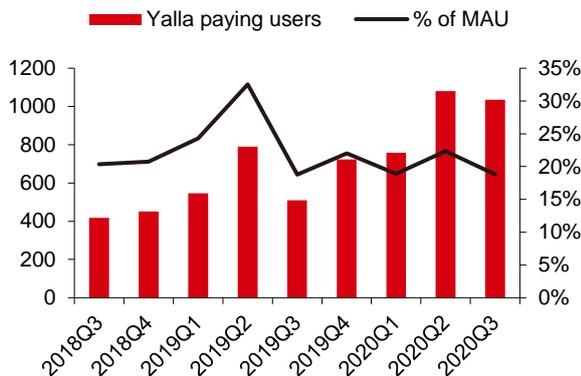
图 42: Yalla MAU (千人)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

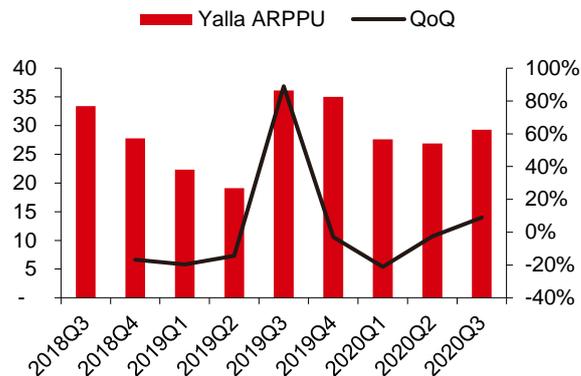
货币化: 付费契合社交属性。Yalla 的付费设计紧密与社交属性结合, 基于 Majlis 伴手礼习俗, 货币化效率高于其他产品。用户在进入房间后, 通常会获得房主或管理员的赠礼, 用户在习俗下亦会进行回礼, 从而实现双向的货币化。而在其他付费设计上, 加入房间会员、上麦付费等均是与社交紧密绑定的付费设计, 此外装饰、打榜获取特殊礼物等亦是公司的付费点。因此我们看到, Yalla 产品的用户付费率保持在 20% 的比例, ARPPU 亦维持在 20 美元以上, 货币化实力突出。

图 43: Yalla 付费用户数 (千人)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 44: Yalla ARPPU (美元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

Yalla Ludo: 游戏产品持续打开市场空间

产品定位: 基于社交的游戏平台, 打开长周期增长空间。作为公司纵向拓展的重要产品, Yalla Ludo 在社交基础上, 尝试在游戏领域打开更大的增长空间, 因此在产品形态上, Yalla Ludo 与市场已存在的产品存在显著差异, 其游戏体验+社交功能是独特的竞争优势。

图 45: Yalla Ludo 游戏界面



资料来源: Yalla APP

运营策略: 依托快速增长的游戏流量, 利用社交进行流量沉淀。与 Yalla 通过社区氛围建立强社交关系的运营策略不同, Yalla Ludo 的游戏形态并不需要刻意维持社群关系, 但公司通过加强社交功能的方式, 力图使游戏的弱社交流量逐步沉淀为强社交关系:

- **注重体验: 去除广告, 提供优质的语音聊天和游戏体验。**在 Ludo 类产品中, 中东地区产品多以文字和表情聊天为主, 而在 Yalla Ludo 中, 可以实现语音聊天功能, 因此用户之间的互动相对其他产品更为出色。此外在游戏体验上, Yalla Ludo

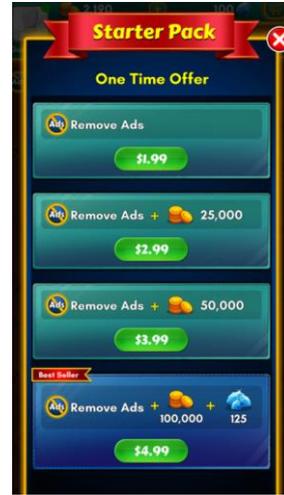
不添加广告，同时为用户赠送大量道具（可玩 5-6 局），相较 Ludo Star（当前中东地区最大的 Ludo 游戏产品）等有大量广告的产品体验更佳。

图 46: Yalla Ludo 无内置广告



资料来源: Yalla Ludo APP

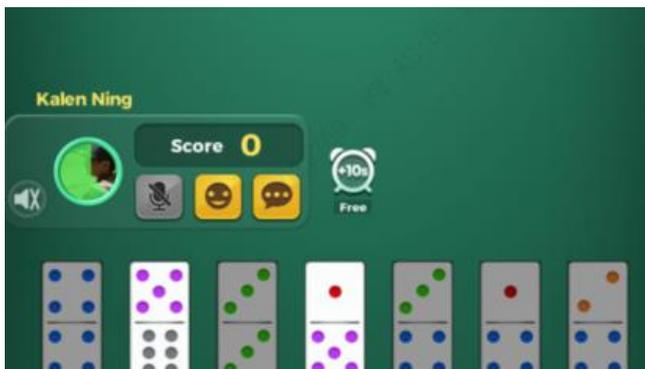
图 47: Ludo Star 付费消除广告



资料来源: Ludo Star APP

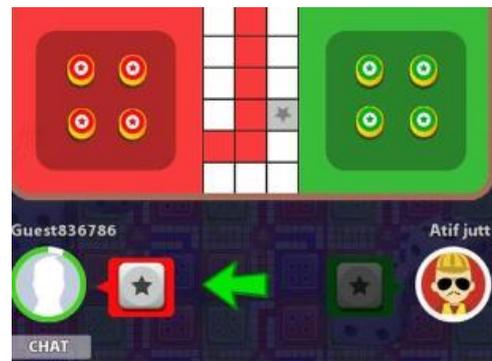
- **强化社交：移植聊天房功能，沉淀社交流量。**作为轻度游戏产品，Yalla Ludo 在社交模块的设计显著优于 Ludo Star 等同类产品，其首页模块直接提供 chat、social 两大社交类 tag，叠加游戏内语音，其社交逻辑与 Yalla 类似；而 Ludo Star 在首页中仅提供 Friends 一个社交入口，且游戏内仅能进行文字、表情聊天，其社交性显著弱于 Yalla Ludo。更为重要的是，Yalla Ludo 内置了类似社交产品 Yalla 的核心社交模块，使得游戏内的社交关系亦得以沉淀，并且通过语音聊天方式，得以开拓游戏之外的社交变现。

图 48: Yalla Ludo 游戏内提供语音功能



资料来源: Yalla Ludo APP

图 49: Ludo Star 仅提供文字+表情聊天



资料来源: Ludo Star APP

图 50: Yalla Ludo 内置语音聊天房间

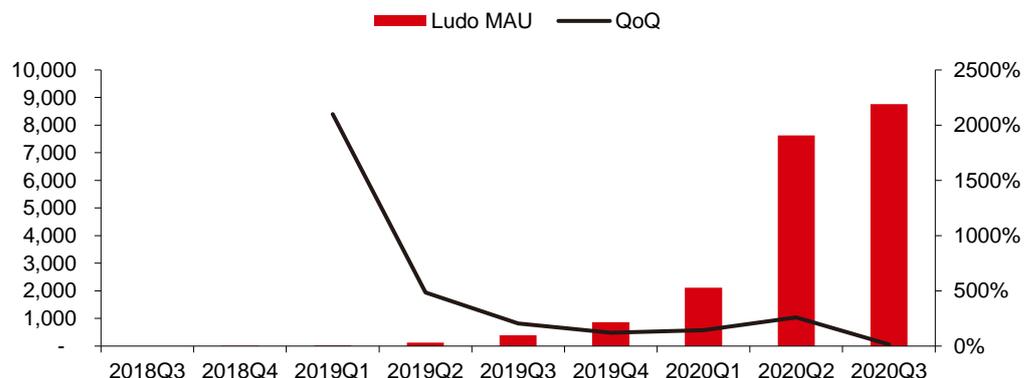


资料来源: Yalla Ludo APP

- **功能迭代: 维护游戏内容的创新性, 持续延长生命周期。**公司虽占据本土最受欢迎的游戏形式, 但亦在游戏内容及玩法上持续迭代更新, 以期延长产品的生命周期。当前 Yalla Ludo 约 1-2 个月进行一次版本更新及迭代, 主要增加新的游戏、社交模块及功能, 其快速迭代的运营策略将持续延长其产品生命周期, 并助推新游戏产品的研发。

用户规模: 疫情之后依旧保持增长。得益于疫情期间在线娱乐需求的爆发增长, 叠加公司在 Facebook 及 AppStore 首页的推广, 2020 年上半年 Yalla Ludo 用户超过 760 万, 而在线下活动逐步恢复的三季度, 公司整体用户并未受到明显影响, 整体用户依旧实现环比双位数以上的增长, 显示出公司用户留存及增长的持续性。

图 51: Yalla Ludo 月活用户 (千人)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

货币化: 游戏、社交共同驱动 ARPPU 上行。与传统休闲游戏广告、内购、激励视频等的货币化形式不同, Yalla Ludo 在内购并售卖游戏道具的同时, 将社交产品的变现逻辑引入到产品当中。除好友间互相打赏外, 针对好友房间, Yalla Ludo 仅在会员功能下开通,

使得社交在游戏中的变现更为多元。但由于 Yalla Ludo 提供的社交收入被计入聊天 (chatting) 模块, 因此公司披露的 Gaming 收入并不能反映出 Yalla Ludo 的盈利能力, 而 Q3 季报中整体 ARPPU 的增长亦显示出 Yalla Ludo 对业绩的贡献。

图 52: 订阅 VIP 提供好友房间功能



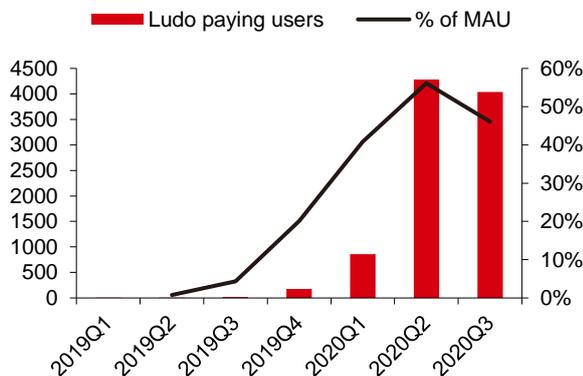
资料来源: Yalla Ludo APP

图 53: VIP 房间提供好友对战及观战功能



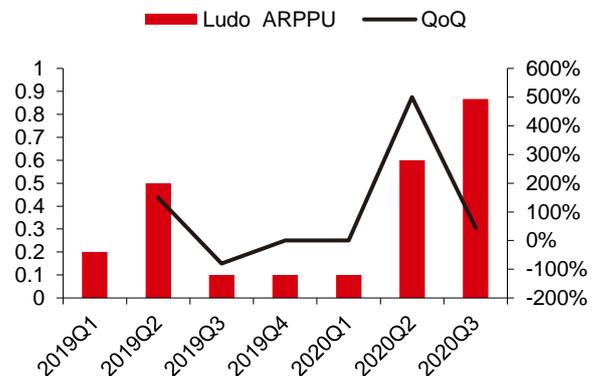
资料来源: Yalla Ludo APP

图 54: Yalla Ludo 付费用户数量 (千)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 55: Yalla Ludo ARPPU (美元)



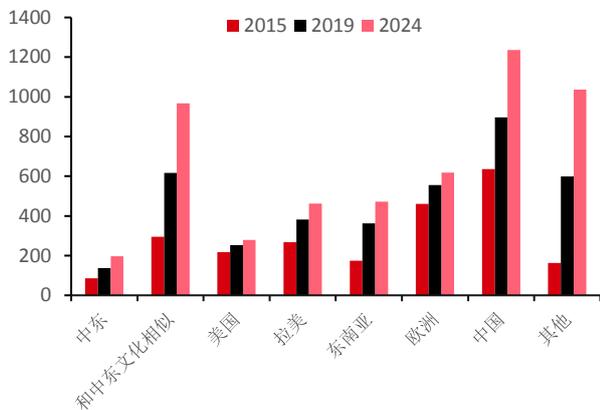
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部 注: 2020Q3 为游戏 ARPPU

中期增长: 拓展深耕泛 MENA 市场, 成长路径明晰

用户拓展: 依托阿拉伯语系拓展泛 MENA 地区。基于阿语文化圈, 公司所能触达的用户群体亦将逐步得到扩张。2020Q3 公司拥有 1430 万的月活用户, 而社交娱乐在 MENA 地区 1.37 亿的覆盖人口, 公司本身渗透率仅 10%, 成长空间依旧广阔。而在泛 MENA 文化地区, 预计其覆盖人口将达到 6.16 亿人, 长期视角下, 依靠在中东地区的基本盘, 公司

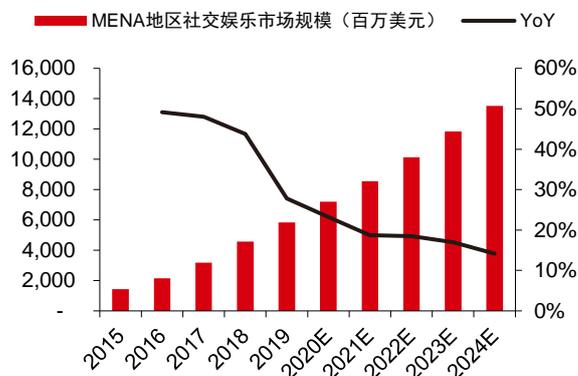
海外可触达的用户规模亦具备相当潜力。而当前公司除在海湾地区渗透外，亦在北非摩洛哥、阿尔及利亚，亚洲地区的印度、巴基斯坦、印尼，拉美地区的墨西哥、巴西等地区逐步扩张，相关地区市场的逐步开拓将进一步打开公司长期的增长空间。

图 56: 全球主要地区社交娱乐用户 (百万人)



资料来源: Frost & Sullivan (含预测, 转引自 Yalla 招股书), 中信证券研究部

图 57: MENA 地区社交娱乐市场规模

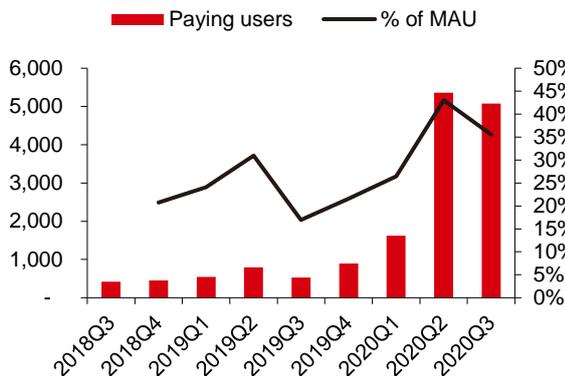


资料来源: Frost & Sullivan (含预测, 转引自 Yalla 招股书), 中信证券研究部

ARPPU: 优化产品组合带动 ARPPU 提升。市场对公司 ARPPU 的增长存在担忧, 尤其是以 Yalla Ludo 为代表的 ARPPU 增长。而随着公司产品形态、产品结构的逐步优化, 中期视角下公司 ARPPU 的成长性依旧较好:

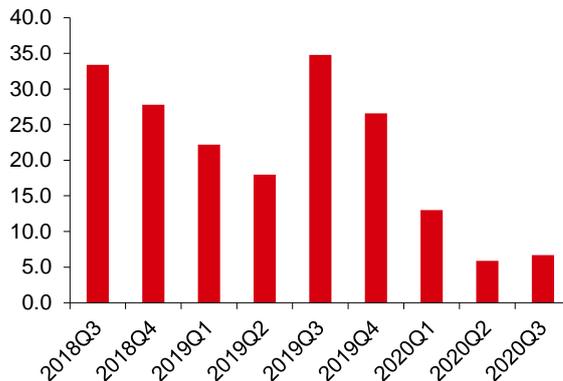
- **产品形态: 逐步提升新的付费业务服务。**根据 AppStore 数据, 当前公司的产品迭代周期在 1-2 月, 快速迭代的产品亦带来更多的消费场景。Yalla 通过在部分房间提供上麦付费、动态礼物、限定版头像及挂件、动态背景等形式, 进一步增加付费场景, 从而带动 ARPPU 的提升。
- **产品结构: 游戏业务逐步释放。**当前 Yalla Ludo 上线约 2 年时间, 其用户规模正处在快速增长期, 产品中道具赠送等尚在高峰阶段。未来随着用户留存、习惯的逐步养成, 在用户粘性带动下, 相关免费道具的退坡料将带动 ARPPU 提升。而从付费率视角下, 用户参与的逐步深入亦将带来 ARPPU 的增长。
- **整体 ARPPU: 短期扰动后逐步进入上行通道。**由于 2020 年上半年 Yalla Ludo 用户数量的爆发增长以及货币化尚未全面开启的扰动, 公司整体 ARPPU 出现大幅的下滑, 但随着 Yalla Ludo 用户爆发增长的自然回落, 叠加前期用户步入货币化阶段, 三季度公司整体 ARPPU 已经回至 6.7 美元, 预计公司整体 ARPPU 将重回增长。

图 58: 公司整体付费用户 (千)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 59: 公司整体 ARPPU (美元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

产品拓展: 休闲游戏 pipeline 维持稳定, 社交生态有望带来更大的机遇。中期视角下, 随着公司相关游戏产品的逐步上线, 叠加社交用户的稳定增长, 中期业绩依旧具备较高的能见度。但在长周期视角下, 公司生态的建设将是支撑未来增长的重要动力。

- **产品储备: 休闲游戏 pipeline 维持稳定。**根据公司在 2020Q3 财报的披露, 2020 年 12 月将上线两款休闲游戏, 针对沙特的纸牌游戏 Yalla Baloot, 和针对土耳其用户的麻将类游戏 101 Okey。同时, 公司亦在 2020Q3 财报中表示将在 2021 年持续推进新产品的研发, 因此整体游戏的 pipeline 依旧保持稳健。

图 60: 中东 Baloot 类游戏



资料来源: Basha Baloot APP

图 61: 土耳其麻将 Okey



资料来源: 新华网

- **潜在的平台机遇: 或将打造社交+游戏的综合社交娱乐平台。**依托社交平台的建设以及游戏产品的爆发式增长, 公司两大业务线具备后续融合的趋势。根据公司 Yalla 与 Yalla Ludo 的用户量级, 我们判断当前 Yalla 与 Yalla Ludo 尚未实现大规模的互相导流。但基于公司的战略, 基于语音聊天、娱乐游戏、消息&动态的三大战略中, 消息&动态尚在 Yalla 当中, 尚未单独分离 IM 类产品。随着网络效应

的逐步延伸以及未来潜在的用户流量打通可能，公司有望形成独特的社交+娱乐的平台体系，带来更大的增长机遇。

■ 风险因素

中东地区政策监管趋严及地缘政治不稳定性导致的风险；部分厂商推出同类产品加剧竞争的风险；应用商店政策变化的风险；新产品投放导致现金及利润承压的风险

■ 盈利预测&估值

考虑到公司 Yalla 社交产品的稳健的运营策略及用户增长、Yalla Ludo 游戏产品盈利能力的逐步释放，以及公司独特的商业模式、本土化能力等突出的竞争优势，我们预计公司中长期的成长性依旧突出。

收入端：用户层面，Yalla 有望维持季度层面的双位数环比增长，ARPPU、付费用户率亦将保持稳定；Yalla Ludo 整体用户的增长将快于 Yalla，但在收入确认上，由于 Yalla Ludo 的收入部分划入到聊天业务，因此整体 ARPPU 较 Yalla 而言相对偏低。

成本端：公司的成本分为两个部分，一部分为支付给 AppStore、Google play 或其他应用商店渠道的费用（Commission fees，苹果、谷歌按照流水的订阅 15%、内购 30% 进行抽成），我们认为随着公司在渠道端的开拓，以及订阅会员占比的提升，这部分成本有望逐步下降；另一部分为运维、流量带宽等费用，整体保持稳定。

表 4：公司核心运营数据预测（用户为千人，收入为千美元，ARPPU 为美元）

	2020E	2021E	2022E
Yalla MAU	5,130	7,869	10,972
Yalla paying users	981	1,079	1,347
Yalla ARPPU	26	22	18
chatting % as of Ludo Revenue	100%	100%	100%
Commission fees take ratio	20%	19%	18%
Ludo MAU	7,146	14,474	23,566
Ludo paying users	3,429	5,789	8,248
Ludo ARPPU	1	5	8
chatting % as of Ludo Revenue	54%	51%	47%
Commission fees take ratio	25%	24%	23%
Chatting Revenue	114,103	151,363	217,292
Gaming Revenue	11,054	56,659	141,024
Total Revenue	125,157	208,022	358,316
Gross margin	55.3%	65.2%	65.3%

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测 注：用户数据为四个季度均值，2020 毛利率较低为一次性股权激励影响拉低 10pcts 所致

基于上述假设，我们预测公司 2020-2022 年营业收入为 1.26/2.09/3.58 亿美元，Non-GAAP 净利润 0.60/1.00/1.64 亿美元，当前公司股价对应 2020-2022 年 PE 为 45/27/16 倍，与美股社交公司估值基本一致，考虑到公司较高的业绩能见度与成长性，我们看好公司在本土化能力基础之上的增长潜力与中长期的投资价值。

表 5：公司盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(千美元)	42,371	63,465	125,926	208,826	358,316
营业收入增长率 YoY	NA	49.8%	98.4%	65.8%	71.6%
净利润(千美元)	20,242	28,925	-2,227	46,901	114,088
增长率 YoY	NA	42.9%	-107.7%	NA	143.3%
Non-GAAP 净利润 (千美元)	20,242	28,925	59,980	100,152	164,253
增长率 YoY	NA	42.9%	107.4%	67.0%	64.0%
PE (Non-GAAP)	133	93	45	27	16

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 12 月 14 日收盘价

利润表 (千美元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	42,371	63,465	125,926	208,826	358,316
营业成本	13,848	20,553	56,249	72,557	124,262
毛利率	67.3%	67.6%	55.3%	65.3%	65.3%
销售费用	5,686	8,250	20,375	29,236	53,747
营业费用率	13.4%	13.0%	16.2%	14.0%	15.0%
研发费用	853	1,598	5,160	8,353	14,333
研发费用率	2.0%	2.5%	4.1%	4.0%	4.0%
管理费用	1,630	4,121	46,182	52,207	50,164
管理费用率	3.8%	6.5%	36.7%	25.0%	14.0%
其他经营损益	-	1	2	3	4
营业利润	20,355	28,942	-2,042	46,471	115,806
营业利润率	48.0%	45.6%	-1.6%	22.3%	32.3%
财务费用	-145	-390	-261	-1,344	-1,757
财务费用率	-0.3%	-0.6%	-0.2%	-0.6%	-0.5%
其他收益净额	6	28	136	40	50
利润总额	20,505	29,360	-1,646	47,855	117,613
所得税	263	436	584	957	3,529
所得税率	1.3%	1.5%	-35.5%	2.0%	3.0%
少数股东损益	-	-	-	-	-
归母净利润	20,242	28,925	-2,227	46,901	114,088
调整净利润	20,242	28,925	59,980	100,152	164,253

资产负债表 (千美元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	17,017	45,303	224,753	273,031	389,814
定期存款	1,311	2,723	3,000	3,000	3,000
短期投资	494	1,507	2,000	2,000	2,000
其他流动资产	2,295	3,930	4,000	4,000	4,000
流动资产	21,117	53,463	233,753	282,031	398,814
固定资产	201	454	729	923	1,038
其他长期资产	-	200	200	200	200
非流动资产	201	654	929	1,123	1,238
资产总计	21,318	54,117	234,682	283,154	400,052
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	433	724	1,969	2,539	4,349
其他流动负债	4,041	7,587	10,000	11,000	12,000
流动负债	4,473	8,312	11,969	13,539	16,349
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	4,473	8,312	11,969	13,539	16,349
夹层股本	23,962	25,903	0	0	0
普通股	7	7	12	12	12
资本公积及其他	-7,125	19,895	222,701	269,602	383,691
股东权益合计	16,845	45,805	222,713	269,614	383,703
负债股东权益总计	21,318	54,117	234,682	283,154	400,052

现金流量表 (千美元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	20,242	28,925	11,467	92,673	159,415
营运资本变动	3,117	2,210	3,578	1,570	2,819
折旧摊销	26	174	125	205	285
其他非现金项目	-	1	2	3	4
经营现金流	23,378	31,281	15,035	94,409	162,469
资本开支	-204	-428	-400	-400	-400
其他	-1,702	-2,405	-634	40	50
投资现金流	-1,905	-2,833	-1,034	-360	-350
发行与回购股票	-6,369	-200	175,616	-	-
债务变化	-	-	-	-	-
其他	-	-	3,519	-	-
融资现金流	-6,369	-200	179,136	-	-
汇率变动	8	38	-	-	-
现金净变化	15,112	28,286	193,136	94,049	162,119

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	NA	49.78%	98.42%	65.83%	71.59%
营业利润增长率	NA	42.19%	-107.05%	NA	149.19%
净利润增长率	NA	42.90%	107.37%	66.98%	64.00%
毛利率	67.32%	67.61%	55.33%	65.25%	65.32%
EBITDA Margin	47.98%	45.33%	47.68%	47.66%	46.24%
净利率	47.77%	45.58%	47.63%	47.96%	45.84%
净资产收益率	120.17%	63.15%	26.93%	37.15%	42.81%
总资产收益率	94.95%	53.45%	25.56%	35.37%	41.06%
资产负债率	20.98%	15.36%	5.10%	4.78%	4.09%
所得税率	1.28%	1.48%	-35.48%	2.00%	3.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行商的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。