

审慎增持 (维持)

MOMO.O 陌陌

中概股

目标价: 41.5 美元

现价: 36.44 美元

稳中有增, 继续挖掘长尾流量价值

2019年03月13日

预期升幅: 13.9%

主要财务指标 (Non-GAAP, 人民币)

市场数据

日期	2019-3-12
收盘价(美元)	36.44
每ARD对应股份数	2
总股数(百万)	414
总市值(百万美元)	7,541
净资产(百万美元)	11,023
总资产(百万美元)	18,966
每股净资产(元)	26.63

数据来源: Wind

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,408	16,197	18,433	20,334
同比增长	50.9%	20.8%	13.8%	10.3%
归母净利润(百万元)	3,462	4,193	4,911	5,436
同比增长	39.4%	21.1%	17.1%	10.7%
毛利率	46.9%	48.9%	48.0%	48.0%
净利率	25.8%	25.9%	26.6%	26.7%
净资产收益率	31.4%	29.2%	25.5%	22.0%
基本每股收益(元)	8.09	9.26	10.64	11.57
每股经营现金流(元)	7.68	9.35	11.86	12.60

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **4Q18 业绩发布:** (本季度记账货币从美元改成人民币) 收入 38.4 亿人民币, yoy+50%, Non-GAAP 归母净利润 8.9 亿人民币, yoy+22%。陌陌 APP 的 MAU 达 1.13 亿人, yoy+14%, 总付费用户数 1300 万人, yoy+67%, 其中探探付费用户数 390 万人, 季度环比增 30 万人。公司预计 1Q19 收入 35.5~36.5 亿人民币, yoy28%~32%。
- **继续挖掘直播中长尾流量价值。** 陌陌正通过一系列产品及运营方案调整, 以挖掘新的用户需求, 提高平台的付费转化率。公司在直播间引入互动玩法, 如“打企鹅”游戏, 提升腰部用户付费体验, 刺激其付费潜力。
- **增值业务增长强劲, 且仍存在较大变现空间。** 4Q18 增值业务收入 7.22 亿人民币, yoy+272%, 其中陌陌 APP 约 4.99 亿, yoy+157%, 探探约 2.23 亿, qoq+36%; 增值业务收入占比提升 11.2pcts 至 18.8%。约 70% 的 DAU 为非直播用户, 存在较大变现挖掘潜力。2019 年公司将在直播与才艺表演之外的社交体验中发展更丰富的付费场景, 以释放非直播用户的消费潜力。其中, 聊天室用户在线时长达到直播的一半, 可能成为新的增长点。
- **宣布特别现金股利方案, 派息约 1.28 亿美元。** 董事会宣布每 ADS 派发 0.62 美元, 即每股普通股派发 0.31 美元的特别现金股利方案, 派发现金总额约 1.28 亿美元, 相当于 2018 调整后净利润的 25%。
- **投资建议: 上调目标价至 41.5 美元, 上调幅度为 60%, 维持“审慎增持”评级。** 我们预计公司 2019 年收入增长~21%, 其中直播业务增长~13%, VAS 业务增长~91%; 毛利率同比回升 2pcts 至 48.9%, 主要得益于减少高成本的线下活动; 经营利润率同比下降 0.3pcts 至 29.0%, 主要由于销售费用率的提高; 归母净利润率约 25.9%, 与 2018 年基本持平。考虑稀释效应后, 预计公司 2019、2020 年 EPADS 分别为 18.5、21.3 人民币, 同比增长 14.5%、15.0%。按 2019 年 EPADS 的 15 倍估值, 给予目标价 41.5 美元, 相比 2019 年 3 月 12 日收盘价 36.44 美元有 13.9% 的涨幅, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 直播行业增速放缓、毛利率改善不达预期、探探盈利不确定性

相关报告

《增值服务超预期, 挖掘大众用户付费潜力》——2018.12.18
《直播行业增速放缓, 成本费用压力升》——2018.10.29
《直播发动机+增值服务双涡轮》——2018.09.03

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

曹萌

caomeng@xyzq.com.cn

SAC: S0190118070147



4Q18 业绩超预期: 收入 38.4 亿人民币, 同比增长 50%, 超过管理层预期; 归属母公司净利润 6.6 亿人民币, 同比增长 2.5%; Non-GAAP 归母净利润为 8.87 亿人民币, 同比增长 22%; 稀释 EPADS 为 RMB3.04, Non-GAAP 稀释 EPADS 为 RMB4.05, 相比下 2017 年同期分别为 RMB3.10、RMB3.49。陌陌主 app 月活跃用户数达 1.13 亿人, 同比增长 14%; 付费用户数为 1300 万人, 同比增长 66.7%。**管理层 1Q19 业绩指引:** 19 年一季度收入将为 35.5~36.5 亿人民币, 对应 28%~32% 的同比增速。

继续挖掘直播中长尾流量价值。四季度直播收入 29.6 亿人民币, 同比增长 36%。陌陌在 12 月举办的年终盛典赛事活动中, 专注于赛制结构优化与礼物形式的创新, 吸引的热度抵消了宏观经济增长放缓以及国内消费疲软的负面影响, 给四季度的直播收入带来了 7% 的环比增长。长期结构性调整方面, 直播间引入互动玩法, 如“打企鹅”游戏, 通过提升腰部用户付费体验, 刺激其付费潜力。陌陌正通过一系列产品及运营方案调整, 以挖掘新的用户需求, 提高平台的付费转化。

增值业务增长强劲, 且仍存在较大变现空间。四季度增值业务收入 7.22 亿人民币, 同比增长 272%, 其中陌陌主 app 增值业务收入 4.99 亿人民币, 同比增长 157%; 增值业务收入在总收入中占比已从 2017Q4 的 7.6% 上升至 2018Q4 的 18.8%。经公司测算, 非直播日活跃用户数占比超过 70%。由于非直播用户同样抱有通过增值服务提高社交体验的强烈消费愿望, 存在较大变现空间。2019 年公司将在直播与才艺表演之外的社交体验中发展更丰富的付费场景, 以释放非直播用户的消费潜力。其中, 聊天室因具备音视频互动与 KTV 功能, 适合打造付费场景, 且用户在线时长达到直播的一半, 有良好的用户基础, 可能成为新的增长点。

探探增值服务收入环比增长 36%。四季度, 探探付费用户数达 390 万人, 季度净增 30 万人; 受付费用户数与 ARPU 增长的驱动, 收入达 2.23 亿人民币, 环比增长 36%。2019 年探探将通过两方面的努力保持用户增长趋势: 1) 推进产品研发以及 AI 技术应用, 帮助用户建立更有效的社交, 以提升用户体验; 2) 优化现有变现特征, 发展新的变现功能。

宣布特别现金股利方案, 派息约 1.28 亿美元。董事会宣布每 ADS 派发 0.62 美元, 即每股普通股派发 0.31 美元的特别现金股利方案, 派发现金总额约 1.28 亿美元, 相当于 2018 调整后净利润的 25%。这次股利派发依托于陌陌长期稳定的利润增长和强劲的经营性现金流。管理层表示, 陌陌目前面临很多促进用户和营收增长的再投资机会, 若未来公司在经营和再投资金额之外产生大量冗余现金, 将继续把经营成果以股息的形式与长期持有的投资人进行分享。

表1、陌陌的季度盈利预测(全部财务数字均为 Non-GAAP 口径)

(Rmb thousands)	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018A	2019E	2020E	2021E
(Non-GAAP measure)								
Total revenue	3,586,988	3,885,987	4,194,486	4,529,850	13,408,420	16,197,311	18,433,075	20,333,587
yoy	29.8%	23.3%	15.0%	17.8%	50.9%	20.8%	13.8%	10.3%
Live video service	2,656,198	2,885,428	3,134,440	3,404,942	10,709,491	12,081,007	13,614,948	15,072,286
yoy	12.5%	10.1%	13.2%	15.1%	44.1%	12.8%	12.7%	10.7%
Value-added service	788,876	865,594	931,682	1,002,816	1,883,150	3,588,969	4,375,558	4,874,212
yoy	235.7%	145.5%	62.6%	38.8%	170.6%	90.6%	21.9%	11.4%
Mobile marketing	116,036	110,234	104,722	99,486	500,321	430,478	359,711	313,393
qoq/yoy	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-2.7%	-14.0%	-16.4%	-12.9%
Mobile games	22,952	21,804	20,714	19,678	130,392	85,148	71,150	61,989
qoq/yoy	-10.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-46.0%	-34.7%	-16.4%	-12.9%
Others	2,927	2,927	2,927	2,927	185,066	11,708	11,708	11,708
Qoq/yoy	-80.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3587.3%	-93.7%	0.0%	0.0%
% of total revenue								
Live video service	74.1%	74.3%	74.7%	75.2%	79.9%	74.6%	73.9%	74.1%
Value-added service	22.0%	22.3%	22.2%	22.1%	14.0%	22.2%	23.7%	24.0%
Mobile marketing	3.2%	2.8%	2.5%	2.2%	3.7%	2.7%	2.0%	1.5%
Mobile games	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	1.0%	0.5%	0.4%	0.3%
Others	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	1.4%	0.1%	0.1%	0.1%
Cost of revenue	-1,829,364	-1,981,853	-2,139,188	-2,332,873	-7,118,900	-8,283,278	-9,585,199	-10,573,465
Gross Profit	1,757,624	1,904,134	2,055,298	2,196,977	6,289,520	7,914,033	8,847,876	9,760,122
Gross margin	49.0%	49.0%	49.0%	48.5%	46.9%	48.9%	48.0%	48.0%
Research and development	-193,697	-194,299	-201,335	-208,373	-602,462	-797,705	-838,450	-904,612
% of total revenue	-5.4%	-5.0%	-4.8%	-4.6%	-4.5%	-4.9%	-4.5%	-4.4%
Sales and marketing	-591,853	-544,038	-545,283	-566,231	-1,629,746	-2,247,406	-2,304,134	-2,541,698
% of total revenue	-16.5%	-14.0%	-13.0%	-12.5%	-12.2%	-13.9%	-12.5%	-12.5%
General and administrative	-132,719	-104,922	-113,251	-122,306	-376,605	-473,197	-497,693	-549,007
% of total revenue	-3.7%	-2.7%	-2.7%	-2.7%	-2.8%	-2.9%	-2.7%	-2.7%
Other operating income	3,587	132,124	4,194	154,015	253,697	293,920	326,878	359,669
% of total revenue	0.1%	3.4%	0.1%	3.4%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
Income from operations	842,942	1,192,998	1,199,623	1,454,082	3,934,404	4,689,645	5,534,477	6,124,473
Operating margin	23.5%	30.7%	28.6%	32.1%	29.3%	29.0%	30.0%	30.1%
Net interest	72,224	57,779	59,512	61,298	216,443	250,812	264,140	297,292
Impairment loss on long-term investments					-43,200	0	0	0
Income before income tax and share of income on equity method investments	915,166	1,250,777	1,259,135	1,515,379	4,107,647	4,940,457	5,798,617	6,421,765
Income tax expenses	-169,306	-218,886	-220,349	-265,191	-721,471	-873,732	-1,014,758	-1,123,809
Tax rate	-18.5%	-17.5%	-17.5%	-17.5%	-17.6%	-17.7%	-17.5%	-17.5%
Income before share of income on equity method investments	745,860	1,031,891	1,038,787	1,250,188	3,386,177	4,066,726	4,783,859	5,297,956
Share of income on equity method investments	9,345	12,407	19,003	15,204	48,660	55,959	64,353	74,006
yoy	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	22.5%	15.0%	15.0%	15.0%
Net income	755,205	1,044,298	1,057,789	1,265,392	3,434,836	4,122,685	4,848,212	5,371,962
Net loss attributable to non-controlling interest	-12,838	-17,753	-17,982	-21,512	-27,228	-70,086	-63,027	-64,464
% of net income	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-0.8%	-1.7%	-1.3%	-1.2%
Net income attributable to Momo Inc.	768,043	1,062,051	1,075,772	1,286,904	3,462,064	4,192,770	4,911,238	5,436,425
Margin	21.4%	27.3%	25.6%	28.4%	25.8%	25.9%	26.6%	26.7%
EPS								
Basic	1.85	2.54	2.56	3.05	8.51	10.01	11.49	12.47
Diluted	1.71	2.35	2.37	2.82	8.09	9.26	10.64	11.57
EPADS								
Basic	3.69	5.08	5.12	6.10	17.01	20.02	22.98	24.94
Diluted	3.42	4.70	4.74	5.64	16.17	18.51	21.29	23.13
yoy					35.2%	14.5%	15.0%	8.7%

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院预测

投资建议: 上调目标价至 41.5 美元, 上调幅度为 60%, 维持“审慎增持”评级。我们预计公司 2019 年收入增长~21%, 其中直播业务增长~13%, VAS 业务增长~91%; 毛利率同比回升 2pcts 至 48.9%, 主要得益于减少高成本的线下活动; 经营利润率同比下降 0.3pcts 至 29.0%, 主要由于销售费用率的提高; 归母净利润率约 25.9%, 与 2018 年基本持平。考虑稀释效应后, 预计公司 2019、2020 年 EPADS 分别为 18.5、21.3 人民币, 同比增长 14.5%、15.0%。按 2019 年 EPADS 的 15 倍估值, 给予目标价 41.5 美元, 相比 2019 年 3 月 12 日收盘价 36.44 美元有 13.9% 的涨幅, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 直播行业增速放缓、毛利率改善不达预期、探探盈利不确定性

附表

会计年度	单位:百万人民币			
	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	12,633	15,836	21,069	26,744
货币资金	2,468	5,410	10,413	15,861
定期存款	8,825	8,825	8,825	8,825
应收账款	720	888	1,010	1,114
预付款项	621	714	821	944
其他	0	0	0	0
非流动资产	6,332	6,465	6,627	6,781
固定资产	388	458	526	595
无形资产	1,037	881	749	637
长期投资	447	626	814	977
商誉	4,307	4,307	4,307	4,307
其他	153	192	230	265
资产总计	18,966	22,301	27,696	33,525
流动负债	2,696	2,687	3,160	3,540
应付账款	718	885	1,024	1,130
递延收入	442	619	804	965
应计费用及其他流动负债	847	908	1,050	1,159
其他	689	276	281	287
非流动负债	5,246	5,257	5,269	5,281
可转债	4,877	4,877	4,877	4,877
其他	369	380	392	404
负债合计	7,943	7,945	8,429	8,821
股东权益合计	11,023	14,356	19,267	24,704
负债及权益合计	18,966	22,301	27,696	33,525

会计年度	单位:百万人民币			
	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	3,462	4,193	4,911	5,436
折旧和摊销	241	352	358	367
营运资金变动	469	-309	205	119
其他	-845	0	0	0
经营性现金流	3,328	4,236	5,474	5,922
资本开支	-1,359	-267	-294	-323
其他	-8,675	-179	-188	-163
投资性现金流	-10,034	-446	-482	-486
债务变动	4,877	0	0	0
权益融资/回购	0	0	0	0
分红	0	-860	0	0
其他	-189	11	11	12
融资性现金流	4,688	-849	11	12
净现金流	-2,018	2,942	5,004	5,448
汇率变动	24	0	0	0
现金净变动	-1,994	2,942	5,004	5,448

会计年度	单位:百万人民币			
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,408	16,197	18,433	20,334
营业成本	-7,119	-8,283	-9,585	-10,573
毛利	6,290	7,914	8,848	9,760
销售费用	-1,630	-2,247	-2,304	-2,542
管理费用	-377	-473	-498	-549
研发支出	-602	-798	-838	-905
其他营业收入	254	294	327	360
利息收入	216	251	264	297
其他	-43	0	0	0
税前利润	4,108	4,940	5,799	6,422
所得税	-721	-874	-1,015	-1,124
权益性投资损益	49	56	64	74
净利润	3,435	4,123	4,848	5,372
少数股东损益	-27	-70	-63	-64
归属母公司净利润	3,462	4,193	4,911	5,436
EPS(元)	8.09	9.26	10.64	11.57
EPADS(元)	16.17	18.51	21.29	23.13

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	50.9%	20.8%	13.8%	10.3%
营业利润增长率	42.1%	19.2%	18.0%	10.7%
净利润增长率	39.4%	21.1%	17.1%	10.7%
盈利能力				
毛利率	46.9%	48.9%	48.0%	48.0%
净利率	25.8%	25.9%	26.6%	26.7%
ROE	31.4%	29.2%	25.5%	22.0%

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
资产负债率	41.9%	35.6%	30.4%	26.3%
流动比率	4.69	5.89	6.67	7.55
速动比率	4.46	5.63	6.41	7.29
营运能力(次)				
资产周转率	0.71	0.73	0.67	0.61
应收帐款周转率	18.63	18.25	18.25	18.25
每股资料(元)				
每股收益	8.09	9.26	10.64	11.57
每股经营现金	7.68	9.35	11.86	12.60
每股净资产	26.63	31.70	41.76	52.56
估值比率(倍)				
PE	15.1	13.2	11.5	10.6
PB	4.6	3.5	2.6	2.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

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

信息披露

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

有关财务权益及商务关系的披露

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

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

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

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

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

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

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

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。