

方正证券研究所证券研究报告

陌陌 (MOMO.O)

公司研究

传媒行业

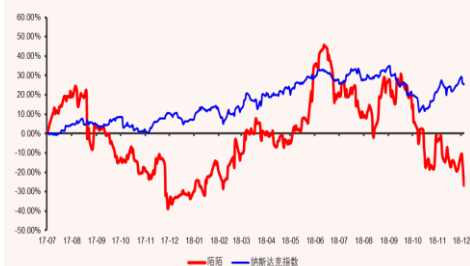
公司财报点评

2018.12.7/推荐

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

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

事件：

18Q3 陌陌实现营业收入 535.97 百万美元 (YoY+51%, QoQ+8%), 位于此前公司给出的业绩指引范围内, 超彭博一致预期 0.6%; 归属于陌陌的净利润为 85.16 百万美元 (YoY+8%, QoQ-28%)。

点评：

1. 用户规模季度净增 250 万, 停止直播与 VAS 付费用户单项披露, 去重合计付费用户本季同比增长 22%, 场景升级带动付费深化: 18Q3 陌陌 MAU 达 1.105 亿 (QoQ+17%, QoQ+2%), 受清除垃圾账户影响, 增速放缓。直播和 VAS 付费用户总数达 1,250 万 (YoY+71%, QoQ+8%), 其中探探付费用户 360 万, 付费用户数的增长主要受平台内容生态的持续升级以及产品付费场景丰富带动。

2. 产品迭代继续围绕用户社交达成和效率提升, “师徒争霸” 助推流水创新高: 陌陌平台继续对直播和聊天室等进行优化和丰富, 提高匹配效率和互动效果; 7 月 16 日探探上线“查看谁喜欢过我”和“超级曝光”两项新付费功能, 带动探探收入环比增长 77%; “师徒争霸” 助推陌陌创单日收入记录。陌陌有效主播人数及单主播流水在 6 个可比平台中独占鳌头。

3. 与公会及金牌主播的深度绑定, 优质资源确保直播内容供给, 提振用户需求; 社交场景丰富刺激虚拟礼物消费, 探探 Q3 营收月均增长 77%; 陌陌以社交平台定位, 直播与增值服务边界日益模糊, 变现将逐渐走向均衡: 18Q3 直播业务在历经上线后对营收贡献迅速扩大后, 近两个季度营收占比持续缩窄。随着陌陌主 App 对社交场景的不断丰富以及对匹配推荐算法的不断完善, 增值服务营收占比不断提升。随着新的付费项目的推出, 探探 Q3 月均收入在 6 月基础上增长 77%。其他业务收入主要由《幻乐之城》贡献, Q3 为公司带来了超过 1.6 亿元的营收。18Q3 陌陌总 ARPU 值达 4.85 美元, 直播和增值服务付费渗透率达到 8%, ARPPU 为 52.5 美元。探探并表和《幻乐之城》营销的投入造成公司成本与费用增加, 加之研发人才库建设使得研发费用上涨, 公司利润率下滑。

4. 盈利预测: 我们预计公司 2018-2020 营收为 2,013/2,603/3,176 百万美元, 归母净利润为 430/515/694 百万美元, 调整后 EPADS 为 2.40/2.81/3.63 美元, 对应当前 P/E 为 11/10/7X。维持“推荐”评级。

单位/百万\$	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,318	2,013	2,603	3,176
(+/-)(%)	138%	53%	29%	22%
净利润	319	430	515	694
(+/-)(%)	119%	35%	20%	35%
调整 EPADS (\$)	1.77	2.40	2.81	3.63
P/E	15	11	10	7

数据来源：公司财报，方正证券研究所，股价为 Wind 12 月 6 日收盘价

风险提示：活跃用户增速放缓风险、稳定优质内容生产风险、直播业务付费率增长停滞风险、内容成本增长过快风险、营销费用增长过快风险、内容监管风险、广告销售收入不及预期风险、互联网行业估值调整风险、业务成本增加风险、行业竞争风险、人民币汇率风险等。

## 图表目录

图表 1:	陌陌 MAU (万) 及增速 .....	4
图表 2:	陌陌直播+VAS 付费用户总数及渗透率.....	5
图表 3:	主要直播平台季度平均周用户数对比 .....	5
图表 4:	主要直播平台季度平均用户时长占比 .....	5
图表 5:	2017.8-2018.10 月陌陌头部主播收入 (万) .....	6
图表 6:	iOS 中国区陌陌 APP 排名.....	6
图表 7:	iOS 中国区探探 APP 排名.....	6
图表 8:	iOS 中国区陌陌下载量 .....	6
图表 9:	iOS 中国区探探下载量 .....	6
图表 10:	2018 年 9 月陌陌头部主播收入分布 .....	7
图表 11:	陌陌&探探周活渗透率排名.....	7
图表 12:	陌陌收入规模和同环比增速 .....	8
图表 13:	陌陌收入结构变化 .....	8
图表 14:	陌陌各业务收入 (千美元) 和同环比增速.....	8
图表 15:	陌陌 ARPU 及同环比增速 .....	8
图表 16:	陌陌直播业务规模及增速 .....	9
图表 17:	陌陌主 APP 增值服务规模及增速 .....	10
图表 18:	陌陌各项费用率 .....	11
图表 19:	2017-2018 上半年台综冠名费 TOP8 .....	11
图表 20:	陌陌各项利润 (千美元) 和同环比增速.....	12
图表 21:	陌陌各项利润率 .....	12
图表 22:	陌陌 NON-GAAP 利润 (千美元) 和利润率 .....	12
图表 23:	陌陌、YY MAU 及环比增速.....	13
图表 24:	陌陌、YY 毛利率对比.....	13
图表 25:	陌陌、YY 归母净利率对比.....	13

## 事件:

- 1 GAAP 数据: 18Q3 营收 535.97 百万美元 (YoY+51%, QoQ+8%), 位于此前公司给出的业绩指引范围内, 超彭博一致预期 533 百万美元 0.6%; 营业利润 94.60 百万美元 (YoY+6%, QoQ-33%); 归母净利润 85.16 百万美元 (YoY+8%, QoQ-28%); 每 ADS 摊薄盈利为 0.39 美元, 17Q3 为 0.38 美元。
- 2 non-GAAP 数据: 18Q3 公司营业利润 125.09 百万美元 (YoY+21%, QoQ-33%), 营业利润率 23% (YoY-6pct, QoQ-10pct); 归母净利润 114.26 百万美元 (YoY+27%), 净利率 21% (YoY-5%, QoQ-7%); 每 ADS 摊薄盈利为 0.53 美元, 17Q3 为 0.45 美元。
- 3 分业务收入: 18Q3 直播业务收入为 406.91 百万美元 (YoY+34%, QoQ-1%); 增值服务业务收入为 84.22 百万美元 (YoY+221%, QoQ+53%); 移动营销业务收入为 17.24 百万美元 (YoY-1%, QoQ-23%); 移动游戏业务收入为 4.10 百万美元 (YoY-49%, QoQ-25%); 其他业务收入为 23.51 百万美元 (YoY+18126%, QoQ+6542%)。
- 4 其他财务数据:  
毛利率: 毛利润 237.44 百万美元 (YoY+35%, QoQ+6%), 毛利率 44% (YoY-6pct, QoQ-1pct);  
营业利润率和净利率: 营业利润率 18% (YoY-7pct, QoQ-10pct), 净利率 (归母) 16% (YoY-6pct, QoQ-8pct)。  
成本费用: 营业成本为 298.53 百万美元 (YOY+68%, QoQ+11%)。18Q3 运营费用合计 143.62 百万美元 (YoY+62%, QoQ+44%), 占总营收的 27%, (YoY+2pct, QoQ+7pct); 研发费用 36.10 百万美元 (YoY+161%, QoQ+44%), 占收入比 7% (YoY+3pct, QoQ+2pct); 销售费用 82.81 百万美元 (YoY+43%, QoQ+52%), 占收入比 15% (YoY-1pct, QoQ+4pct); 管理费用 24.71 百万美元 (YoY+47%, QoQ+24%), 占收入比 5% (YoY+0pct, QoQ-1pct)。  
现金及现金流: 截至 2018 年 9 月 30 日现金及现金等价物为 1493.6 万美元 (2017 年底 1,061.2 百万美元; 2018 年 6 月底为 1,079.8 百万美元), 公司继续保持着充分的现金储备。经营活动产生的现金流为 50.9 百万美元 (去年同期 104.6 百万美元)。
- 5 运营情况:  
月活跃用户数: 110.5 百万 (YoY+17%, QoQ+2%);  
直播和增值服务付费用户总数 (含探探): 12.5 百万 (YoY+22%, QoQ+4.7%);  
探探付费用户数: 360 万, 18Q2 为 310 万。
- 6 收入指引: 公司 Q4 整体收入预期为 36.6-37.6 亿元人民币, 同比增长 43%-47%, 环比增长 0%-3%; 不包含《幻乐之城》的收入预期为 36.2-37.2 亿元人民币, 同比增长 42%-46%, 环比增长 4%-7%。

## 点评:

## 1 用户规模季度净增 250 万，停止直播与 VAS 付费用户单项披露，去重合计付费用户本季同比增长 22%，场景升级带动付费深化

Q3 陌陌月活跃用户数达 1.105 亿，同比增长 17%，环比增长 2%，同比和环比增速均略有下降。由于 9 月起陌陌加大对垃圾账户的清理，对本季度的用户规模构成一定压力，但去除垃圾账户有助于维护平台生态健康，用户 9 月留存度相较 6 月稳中有升。

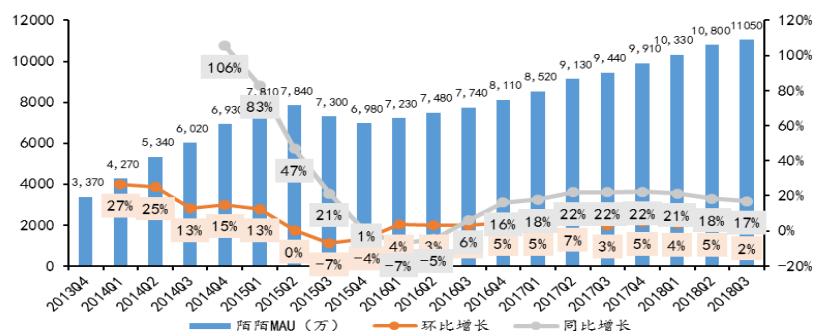
直播和增值服务付费用户总数达 1,250 万，同比增长 71%，环比增长 8%，总付费用户同比大幅增长主要得益于探探并表，并入 360 万付费用户。就陌陌主 APP 而言，总付费用户达 890 万，同比增长 22%，环比增长 4.7%，环比同比均稳步上升，付费用户渗透率达 8.1% (YoY+0.4pct, QoQ+0.2pct)。付费用户数的增长主要受平台内容生态的持续升级以及产品付费场景丰富化带动。直播方面，陌陌加快了与职业主播，头部王牌主播排他合约的签署，带动直播消费；增值服务方面，基于 LBS 的附近的人和群组功能推出了更加丰富的礼物形式，丰富了使用场景。狼人杀，快聊等产品的持续优化也在本季度对增值服务的增长进一步发力，未来聊天室的商业化将成为付费用户新的增长点。

Q3 陌陌用户规模和活跃度的提升主要得益于 1) 社交场景的丰富；2) 推荐算法的优化；3) 内容质量和多样性的提升；4) 产品生态内的社交模块间的打通。

1) 社交场景方面，8 月在聊天室中发布“你画我猜”小游戏，将线下小游戏引入线上，帮助用户破冰及获得更有趣的互动体验。2) 在算法方面，借助大数据技术和对多个算法规则的优化，将地理位置有效与其他维度连接起来，提高了附近的人的消息回复率，动态点击率以及互动深度。3) 在内容方面，推出人才激励计划覆盖百万中小公会，将王牌主播和高质量工会与平台利益紧密绑定起来得以确保高质量的直播内容。4) 在内部生态方面，将聊天室 KTV 优化并与多个模块打通，如可以将 KTV 分享给好友并发布到动态当中，KTV 录制功能也在进行相应的测试。

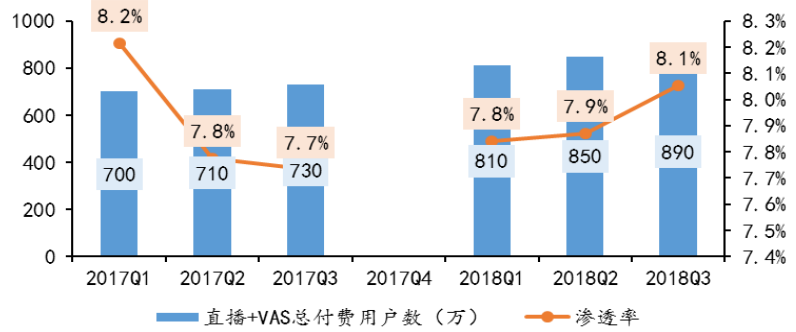
从主要竞争直播平台用户层面对比来看，18Q3 陌陌/YY/映客/花椒直播的平台季度平均周用户占比分别为 7.0%/1.3%/0.8%/0.5%，陌陌的用户活跃度最高。17Q1-18Q3 陌陌平台的季度平均周用户数占比保持在较高水平，且稳中有升。从用户时长占比来看，18Q3 陌陌/YY/映客/花椒直播的平台季度平均用户时长占比分别为 0.56%/0.08%/0.01%/0.01%，陌陌平台的用户粘性也维持在较高水平，但 18Q3 较 Q2 平均用户时长占比略有下降 0.03pct。

图表1：陌陌 MAU (万) 及增速



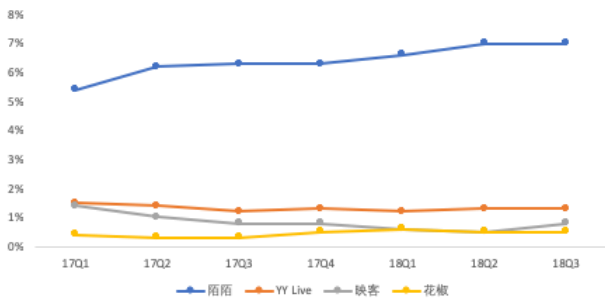
资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表2: 陌陌直播+VAS 付费用户总数及渗透率



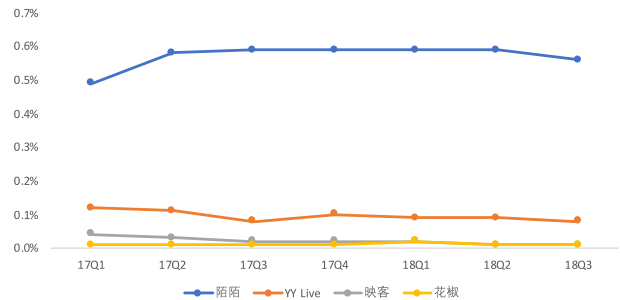
资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表3: 主要直播平台季度平均周用户数对比



资料来源: QuestMobile, 方正证券研究所

图表4: 主要直播平台季度平均用户时长占比



资料来源: QuestMobile, 方正证券研究所

## 2 产品迭代继续围绕用户社交达成和效率提升, “师徒争霸”助推流水创新高

### 2.1 产品: 陌陌更新至 8.10.3 版本, 探探增值服务价格上浮

截至 2018 年 11 月 6 日, 陌陌 iOS 社交免费榜排名第 8, 社交畅销榜排名第 3, 探探社交免费榜单排名第 5, 社交畅销榜排名第 2。2018Q3 陌陌以 1.5257% 的周活渗透率位列社交类 APP 排行榜第四, 周人均打开次数 184.2 次, 超过第二的微博; 探探以 0.8005% 的周活渗透率排名第五。

18Q3 陌陌平台继续对直播和聊天室等功能进行优化和丰富: 直播室增加一键美颜、首发十大金曲贴纸、上线粉丝表情、支持动图展示附近海报等; 并推出多样化的活动提高用户参与度和增加社区互动, 如“舞王争霸赛”和“11.11 单身大作战”直播活动。聊天室则增加“你画我猜”、“发射小心心”等互动方式; 类似探探的“点点”板块则添加开场白、资料页查看动态和“为你精选”等模块, 提高匹配效率和互动效果。

Q3 探探则多次修复小 bug 优化体验, 并添加了微信登录和反馈与建议入口。7 月 16 日, 探探上线“查看谁喜欢过我”和“超级曝光”两项新付费功能。“查看谁喜欢我”1 个月/3 个月/12 个月定价分别为 60/138/418 元, 其中 3 个月的价格较 8 月的 108 元提高了 28%, 约为探探 VIP 会员价格的 4 倍; “超级曝光”按照次数收费, 1 次/5 次/25 次定价分别为 6/25/98 元。与 8 月相比, 探探 3 个月 VIP 的价格也由 26 元提高到了 30 元, 增长 15%。新增付费功能的实用性对用户吸引力很高, 价格的提高也体现了年轻用户的高付费意愿。

### 2.1 内容: 陌陌“师徒争霸赛”创单日收入 1,697 万记录

根据今日网红 2018 上半年直播行业报告, 在其统计的六大直播平台中(花椒、映客、陌陌、一直播、火山和美拍), 陌陌的头部主播总收入始终位

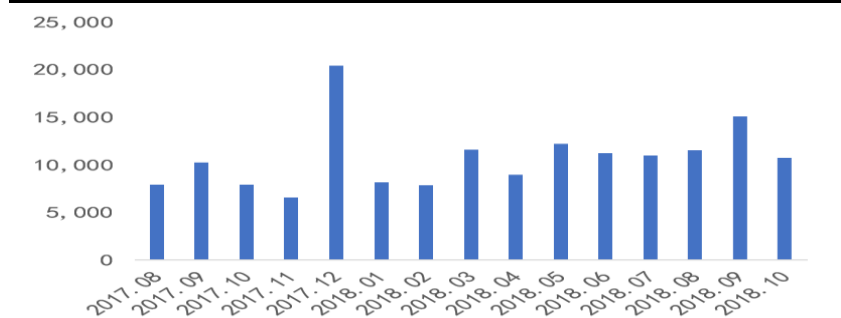


列第一，且领先其他平台较多。

9月陌陌举办了年度阶段赛“师徒争霸赛”，以丰厚的奖励和每小时打榜的形式成功调动了一大批土豪与公会为新人主播刷榜，老牌主播也作为师父为徒弟造势。夺得冠军的“韩猛”背靠陌盛公会，公会为此赛事投入了数百万资金，琴岛、沐尚等公会也都为旗下艺人投资造势。在此推动下，决赛当日（9月18日），陌陌创下了单日收入1,697万的记录。2018年9月陌陌的头部主播（指平台收入TOP300的主播）总收入达15,089万，18年8、9月数据同比分别增长46%和47%。

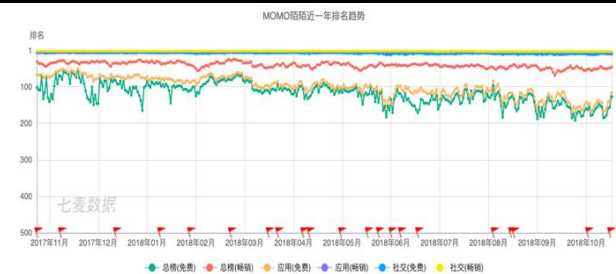
今日网红报告还显示，六大平台综合收入前1万名的主播中，陌陌占据了其中3,539名，占比达35%，位列第一。同时，该报告中统计的各平台有效主播数量（收入大于0），陌陌平台拥有10万人；以报告披露的“18上半年平台流水”除以“有效主播数”得到的平均每位有效主播带来的平台流水比较，陌陌单有效主播带来的平台流水也是六大平台中最高的。

图表5：2017.8-2018.10月陌陌头部主播收入（万）



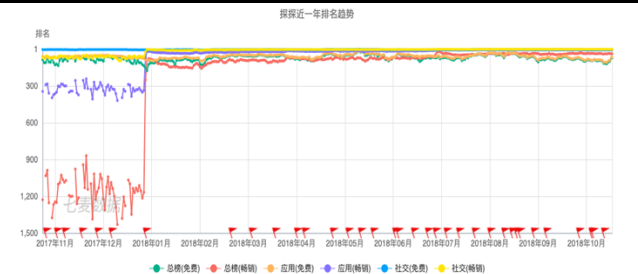
资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表6：iOS中国区陌陌APP排名



资料来源：七麦数据，方正证券研究所

图表7：iOS中国区探探APP排名



资料来源：七麦数据，方正证券研究所

图表8：iOS中国区陌陌下载量



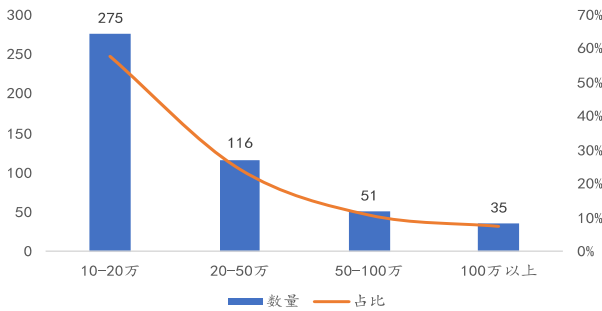
资料来源：七麦数据，方正证券研究所

图表9：iOS中国区探探下载量



资料来源：七麦数据，方正证券研究所

图表10: 2018年9月陌陌头部主播收入分布



资料来源: 今日网红, 方正证券研究所

图表11: 陌陌&amp;探探周活渗透率排名

猎豹大数据 - 2018Q3中国通讯社交类App排行榜

排名	应用名	周活渗透率	周人均打开次数
1	微信	78.9549%	374.9
2	QQ	28.9173%	160.9
3	新浪微博	3.5386%	82.6
4	陌陌	1.5257%	184.2
5	探探	0.8005%	75.0
6	QQ空间	0.4581%	45.2
7	知乎	0.3900%	37.7
8	百度贴吧	0.3048%	139.7
9	微博极速版	0.2908%	27.9
10	QQ轻聊版	0.2258%	85.0

排名依据: 周活渗透率 = 周活用户数 / 中国手机市场总周活用户数  
 数据时间: 2018.09.24-2018.09.30 | 仅供参考

资料来源: 猎豹大数据, 方正证券研究所

**3 与公会及金牌主播的深度绑定, 优质资源确保直播内容供给, 提振用户需求; 社交场景丰富刺激虚拟礼物消费, 探探 Q3 营收月均增长 77%; 陌陌以社交平台定位, 直播与增值服务边界日益模糊, 变现将逐渐走向均衡**

### 3.1 营业收入

2018Q3, 陌陌实现营业收入 535.97 百万美元 (YoY+51%, QoQ+8%), 位于此前公司给出的业绩指引范围内。主要驱动因素包括: 1) 直播和短视频服务的内容品类和质量的提升, 与王牌主播和高质量公会签约并绑定利益, 同时也加大对中小公会的投入比例, 激励其持续贡献高质量内容, 刺激用户打赏等付费行为; 2) 陌陌主 App 增值服务业务下社交场景不断丰富, 音视频互动形式不断完善, 包括快聊、狼人杀、聊天室、KTV、社交小游戏等都帮助拉动了陌陌虚拟礼物的消费; 3) 探探在 18Q3 增添了新的付费功能, 在探探的年轻化核心用户群体中收到了良好的效果, 营收大幅增长。

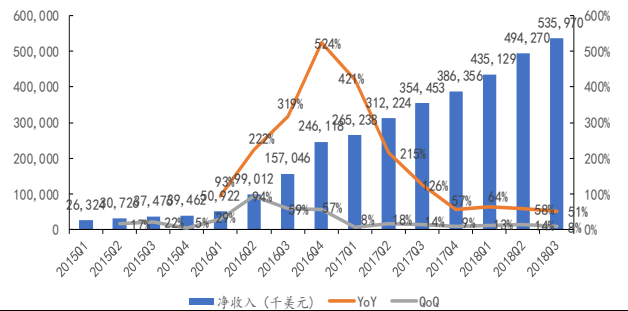
直播收入依然是陌陌实现营收的主要来源, 18Q3 直播收入达 406.91 百万美元 (YoY+34%, QoQ-1%), 环比下降有一部分原因是人民币的持续贬值 (假定汇率保持 18Q2 水平不变, 18Q3 直播收入为 435.93 百万美元, QoQ+4%); 18Q3 直播收入占比达 75.9% (YoY-9.5pct, QoQ-7.2pct), 直播业务在历经上线后对营收贡献迅速扩大后, 近两个季度营收占比持续缩窄。公司致力于多场景帮助用户达成社交关系, 所以直播外场景的丰富带动了增值服务的快速增长。Q3 增值服务业务收入为 84.22 百万美元 (YoY+221%, QoQ+53%), 占比达 15.7% (YoY+8.3pct, QoQ+4.5pct), 其中陌陌主 APP 增值业务收入 60.11 百万美元 (YoY+129%, QoQ+19%), 绝对值和占比的大幅提升主要源于陌陌主 App 对社交场景的不断丰富以及对匹配推荐算法的不断完善, 包括 Q3 进行的垃圾用户的清理工作也使得用户对于陌陌的好感度和付费意愿进一步提升。针对不同社交场景, 陌陌仍在不停探索适合的变现手段, 例如快聊和狼人杀等场景的商业化已经成为增值服务新的增长引擎, 而聊天室这种同样深受用户喜爱的社交场景仍在产品打磨阶段, 目前对于营收贡献较小。尽管目前不能精确的分解用户在各个场景下的使用时间, 但从 DAU 的渗透率排名方面, 附近的人依然领先, 随后是直播、点点、兴趣小组和聊天室, 对于狼人杀和快聊, 尽管 DAU 方面相对较小, 却拥有成熟稳定的客户群。

探探在商业化的初期就展现出强大的变现能力, 随着新的付费项目的推出, 探探 Q3 月均收入在 6 月基础上增长 77%, 依据陌陌主 App VAS 营收推断探探本季收获 24 百万美元营收。移动营销业务收入为 17.24 百万美元 (YoY-1%, QoQ-23%), 占比 3.2% (YoY-1.7pct, QoQ-1.3pct); 移

动游戏业务收入为 4.10 百万美元 (YoY-49%, QoQ-25%), 占比 0.8% (YoY-1.5pct, QoQ-0.3pct)。Q3 移动营销业务受到游戏行业监管政策的影响以及世界杯对广告主预算的挤占等影响, 同时宏观经济导致广告营销增长放缓, 公司今后会将营销重点放在开发有陌陌自身特色的广告产品。其他业务收入为 23.51 百万美元 (YoY+18126%, QoQ+6542%), 占比 4.4% (YoY+4.4pct, QoQ+4.3pct), 主要由《幻乐之城》贡献, Q3 估计为公司带来了超过 1.6 亿元的营收 (计算依据为 Q4 包含《幻乐之城》与不包含《幻乐之城》两种情况下收入预期相对 Q3 的环比增长回溯 Q3《幻乐之城》的营收, 假设 Q4 两种预期同时取得最好或最坏情况), 预计 Q4 将继续为公司带来 4,000 万人民币的营收。公司 Q4 整体收入预期为 36.6-37.6 亿元人民币, 同比增长 43%-47%, 环比增长 0%-3%; 不包含《幻乐之城》的收入预期为 36.2-37.2 亿元人民币, 同比增长 42%-46%, 环比增长 4%-7%。

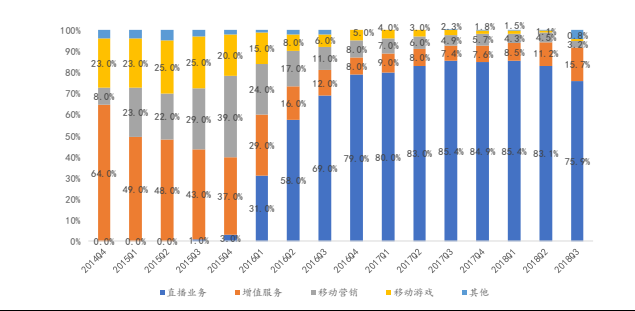
陌陌总体 ARPU 定义为季度总营收/MAU, 2018Q3 陌陌总 ARPU 值达 4.85 美元 (YoY+29%, QoQ+6%)。

图表 12: 陌陌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: 陌陌收入结构变化



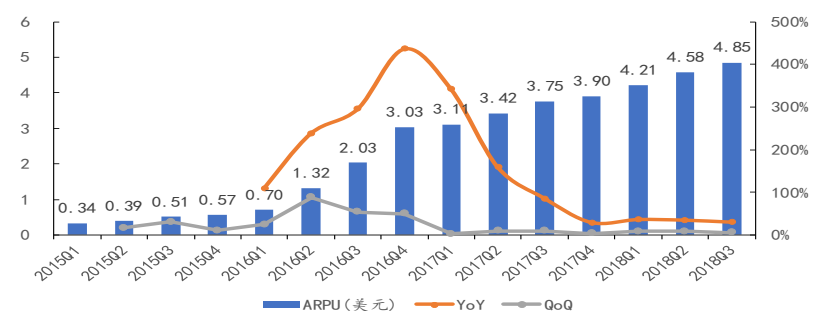
资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表 14: 陌陌各业务收入 (千美元) 和同环比增速

千美元	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
直播业务				212	1,019	15,578	57,912	108,595	194,840	212,577	259,417	302,603	327,995	371,496	410,977	406,905
YoY									51124%	19021%	1265%	348%	179%	68%	75%	58%
QoQ					381%	1429%	272%	88%	79%	9%	22%	17%	8%	13%	11%	-1%
增值服务	11,903	13,021	14,834	16,002	14,605	14,863	15,599	18,074	19,067	22,867	24,636	26,256	29,380	36,991	55,221	84,216
YoY					23%	14%	5%	13%	31%	54%	58%	45%	54%	62%	124%	221%
QoQ		9%	14%	8%	-9%	2%	5%	16%	5%	20%	8%	7%	12%	26%	49%	53%
移动营销	1,554	6,044	6,733	10,777	15,331	12,358	16,569	17,682	19,730	17,889	19,018	17,441	21,830	18,709	22,264	17,241
YoY					887%	104%	146%	64%	29%	45%	15%	-1%	11%	5%	17%	-1%
QoQ		289%	11%	60%	42%	-19%	34%	7%	12%	-9%	6%	-8%	25%	-14%	19%	-23%
移动游戏	4,346	6,134	7,674	9,499	7,775	7,434	7,436	9,284	11,299	11,561	9,143	8,024	6,891	6,647	5,454	4,097
YoY					79%	21%	-3%	-2%	45%	56%	23%	-14%	-39%	-43%	-40%	-49%
QoQ		41%	25%	24%	-18%	-4%	0%	25%	22%	2%	-21%	-12%	-14%	-4%	-18%	-25%
其他	747	1,125	1,485	986	732	689	1,496	3,411	1,182	344	10	129	260	1,286	354	23,511
YoY					-2%	-39%	1%	246%	61%	-50%	-99%	-96%	-78%	274%	3440%	18126%
QoQ		51%	32%	-34%	-26%	-6%	117%	128%	-65%	-71%	-97%	1190%	102%	395%	-72%	6542%
净收入	18,550	26,324	30,726	37,476	39,462	50,922	99,012	157,046	246,118	265,238	312,224	354,455	386,356	435,129	494,270	535,970

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表 15: 陌陌 ARPU 及同环比增速



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所



### 3.2 直播业务收入

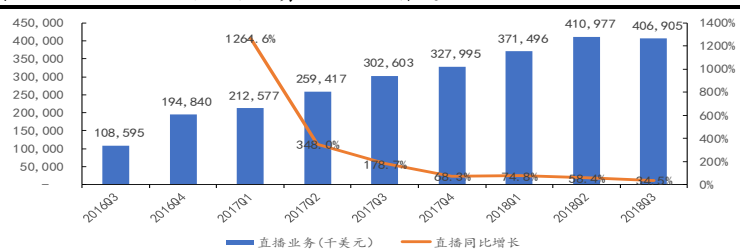
2018Q3 直播营收达 406.91 百万美元 (YoY+34%, QoQ-1%), 环比下降有一部分原因是人民币的持续贬值(假定汇率保持 18Q2 水平不变, 18Q3 直播收入为 435.93 百万美元, QoQ+4%), 同比、环比增速较 Q2 分别降低 24pct 和 12pct, 有所下滑。

内容消费领域, 今年均面临短视频等垂直领域崛起的冲击。从用户数据和经营数据来看, 陌陌受到的影响有限, 主要是因为: 1) 陌陌的用户更为下沉、年龄结构较为成熟, 与短视频等应用主要分布在一二线城市的年轻群体用户画像存在区别, 所以短视频对于用户的分流对直播平台并不显著; 2) 陌陌作为植根于社交场景的应用, 用户需求更多围绕社交这一主题, 与其他直播行业竞争者满足的用户调性和核心需求存在着根本差异, 因此与直播、音乐、短视频等平台边界清晰, 并不会和上述平台发生用户量的竞争。

直播业务的关键在于内容供给和内容消费需求的匹配。去年年底启动的人才激励计划持续稳定推动营收增长, 越来越多的经纪公司认识到陌陌平台的社交独特性和优势, 头部腰部主播也有所增长, 陌陌加大与职业主播的签约力度, 并强化金牌主播合同的“排他性”, 18Q3 职业主播人数环比有两位数的增长, 头部主播数量也保持增长态势, 有助于未来持续提升平台内容质量。受益于对中小公会的扶持, 18Q3 月流水百万以上的公会数有大幅提升。目前公司已经基本解决了优质内容的供给稀缺问题, 然而在宏观经济低迷, 消费增长减缓的背景下, 拉动内容消费需求, 以及刺激用户付费成为公司面临的新问题。陌陌的运营方案是, 将于 18Q4 针对中长尾用户流量进行调整, 增加付费转化率, 并且对主播的等级进行调整以更好的刺激消费。

由于直播和增值服务的界限越来越难以界定, 陌陌停止披露两个板块单独的付费用户数。18Q3 陌陌总付费用户数 890 万 (YoY+21.9%, QoQ+4.7%), 据此计算 18Q3 陌陌直播与增值服务业务总 ARPPU 为 354.3 元 (52.5 美元), 付费渗透率为 8%。与相似平台进行比较来看, 虎牙 18Q3 直播业务 ARPPU 为 289.6 元, 付费渗透率为 4%; YY Live 18Q3 直播业务 ARPPU 为 704.8 元 (计算基于 YY Live 与虎牙直播业务移动端 MAU 占总 MAU 比重相同), 付费渗透率 5%; 陌陌的用户渗透率已经处于领先地位, ARPPU 受到与增值服务合并的影响较直播业务本身的 ARPPU 有所下降, 但与 YY Live 的 ARPPU 相比仍有成长空间。陌陌的直播付费用户和 ARPPU 都还有很大的增长空间: 1) 陌陌整体用户规模仍在稳步增加, 并且随着产品的不断优化, 未来也会有老用户回流, 加上中长尾用户仍有较大发掘潜力去提升付费转化率, 从而带动直播付费用户的增长; 2) 直播变现运营仍较节制, 同时目前陌陌的赛事运营偏向吸引长尾用户的消费, 随着跟公会绑定的深化, 平台内容质量的提高, 头腰部主播的强壮, 将在未来带动 ARPU 的提升。

图表 16: 陌陌直播业务规模及增速



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

### 3.3 增值业务收入

增值业务收入主要包括会员订阅和虚拟礼物收入，Q3 增值服务业务收入为 84.22 百万美元 (YoY+221%，QoQ+53%)，占比达 15.7% (YoY+8.3pct, QoQ+4.5pct)，其中陌陌主 APP 增值业务收入 60.11 百万美元 (YoY+129%，QoQ+19%)，18Q3 探探收入 24.11 百万美元，月均收入在 6 月基础上提高 77%。陌陌总付费用户数 890 万 (YoY+21.9%，QoQ+4.7%)，探探订阅会员数 360 万人 (QoQ+16%)。Q3 增值业务收入同环比大幅增长主要是因为：1) 陌陌主 App 增值服务业务下社交场景的丰富；2) 探探在 18Q3 新的付费功能带动营收大幅增长。

18Q3 陌陌直播与增值服务业务总 ARPPU 为 265.2 元，付费渗透率为 8%。根据探探增值服务收入与会员订阅数计算 18Q3 探探增值服务业务 ARPPU 为 45.6 元，付费渗透率为 10% (根据艾瑞数据 18Q3 探探 MAU 为 3,581 万)。与陌陌用户相比，探探用户的付费习惯更好，但由于探探尚没有直播这种强变现业务，ARPPU 与陌陌相比仍较低。与相似平台进行比较来看，腾讯 18Q3 增值服务业务 ARPPU 为 78.8 元，付费渗透率 14%。可以看到，陌陌和探探在增值服务业务上都存在很大的提升空间：1) 探探依托交友市场的特殊商业价值，在商业化初期便展示出很大的商业化潜力，并且其核心用户群体具有年轻化特征，付费习惯更好，其占据的社交场景更易激发用户付费，随着更多增值服务的推出，以及其他变现来源的开拓，探探的收入未来还有提升空间；2) 陌陌仍在不停构架更加丰富的付费场景，如聊天室等热门场景还没有实现变现，对于长尾用户的付费转化，以及社交效率提升带来的 ARPPU 增长均将推升主应用增值服务收入。

图表 17: 陌陌主 App 增值服务规模及增速



资料来源：公司财报，方正证券研究所

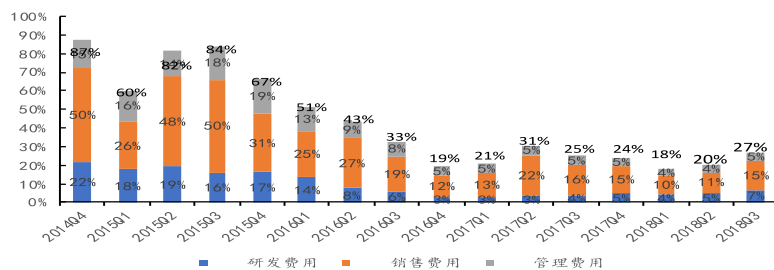
### 3.4 成本费用

18Q3 营业成本为 298.53 百万美元 (YOY+68%，QoQ+11%)。18Q3 运营费用合计 143.62 百万美元 (YoY+62%，QoQ+44%)，占总营收的 27%，(YoY+2pct, QoQ+7pct)。成本的上涨主要源于对金牌主播及中小公会分成比例的调整，以及《幻乐之城》的制作成本。研发费用 36.10 百万美元 (YoY+161%，QoQ+44%)，占收入比 7% (YoY+3pct, QoQ+2pct)。研发人才库的建设导致陌陌的研发成本持续增加。目前，陌陌整体员工数为 2,087 人，环比上升 7%，其中探探的员工数为 491 人，公司整体研发人员数量占总员工数的比例达到 53%，研发人员占比继续提升，研发人员数量的增长将在未来推动产品的开发与改进。销售费用 82.81 百万美元 (YoY+43%，QoQ+52%)，占收入比 15% (YoY-1pct, QoQ+4pct)，环比增幅相较上季度增加 29pct。销售费用的大幅增加的主要原因是探探的并表，而营销费用目前仍是探探的最大开支。此外，对《幻乐之城》的营销推广也导致了本季度销售费用的增加，10 月，陌陌独家冠名的湖南卫视

视综艺节目《幻乐之城》收官，截止 11 月 30 日节目在芒果 TV 的总播放量达 10.2 亿，集均播放量 8,482 万。根据媒介 360 统计数据，2017-2018 上半年台综冠名费 TOP8 上榜节目大多在每周五晚 8 点-10 点的黄金时段播出，平均冠名费达 3.3 亿元。《幻乐之城》为每周五晚八点在湖南卫视和芒果 TV 播出，其冠名费应当与台综冠名费 TOP8 均价相当。3 季度销售费用环比增长 28.26 百万美元，由于陌陌参与《幻乐之城》的制作，估计实际营销冠名费用相较其他单纯冠名支出更低。管理费用 24.71 百万美元 (YoY+47%，QoQ+24%)，费用增长主要由于探探的并表，占收入比 5% (YoY+0pct，QoQ-1pct)，占比相较去年同期基本持平。

18Q3 公司营业成本和费用总计 442.15 百万美元 (YoY+60%，QoQ+20%)，增长主要是由于：1) 内容生态的建设，陌陌在本季度通过激励计划推动与黄金主播的签约和对中小公会会的覆盖，同时继续减少在直播礼物与虚拟礼物上的分成比例，以此来加快内容质量与用户质量的建设进程；2) 对《幻乐之城》制作项目上的持续投入；3) 探探并表带来的整体费用的提升。

图表 18: 陌陌各项费用占收入比重



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表 19: 2017-2018 上半年台综冠名费 Top8

2017-2018 台综冠名 TOP8					
品牌	开播时间	节目类型	媒体	节目	冠名费
金典	2018 年	台综	湖南卫视	歌手 2018	5 亿
伊利安慕希	2017 年	台综	浙江卫视	奔跑吧第五季	5 亿
OPPO	2017 年	台综	浙江卫视	中国新歌声 2	5 亿
VIVO	2017 年	台综	东方卫视	极限挑战 3	4 亿
六个核桃	2017 年	台综	江苏卫视	最强大脑 4	2.5 亿
OPPO	2017 年	台综	北京卫视	跨界歌王 第二季	2 亿
黑黑乳	2018 年	台综	浙江卫视	二十四小时 3	1.6 亿
快手 APP	2018 年	台综	湖南卫视	声临其境	1.5 亿

资料来源：公司财报，方正证券研究所

### 3.5 营业利润率和净利润率

GAAP: Q3 公司毛利润 237.44 百万美元 (YoY+35%，QoQ+6%)，毛利率 44% (YoY-6pct，QoQ-1pct)，毛利率下降的主要原因为对内容生态建设，加大跟公会及头部主播绑定力度，以及《幻乐之城》的制作成本。同时，探探的毛利率高于陌陌主体 App 毛利率，并表后对毛利率有一定的提升作用，但探探收入金额不大，故提振作用较小；营业利润 94.60 百万美元 (YoY+6%，QoQ-33%)，营业利润率 18% (YoY-7pct，QoQ-10pct)，除了毛利率的降低与销售与研发费用占收入比重的增加导致了营业利润率的环比降低，公司在其它营业收入 (Other operating income) 方面与上一季度有较大差距 (Q2 为 15.7 百万美元，Q3 为 0.8 百万美元，环比下降 94.9%)，使得公司本季度的营业利润与营业利润率环比大幅下降，从同比变化来看，公司的利润水平仍然保持着持续稳定的增长；归母净利润 85.16 百万美元 (YoY+8%，QoQ-28%)，净利率 16% (YoY-6pct，

QoQ-8pct), 探探本季度的净亏损对并表后数据带来一定程度的影响, 本季度较高的归属非控制权益净损失(2018Q3为1.1百万美元, 2018Q2为0.3百万美元)也在一定程度上影响了公司的归母净利润情况。公司预计Q4降低对于公会与主播的激励力度, 年度盛典的赛事奖金也比去年有所减少, 毛利率将稳定在Q3水平。而未来随着探探营收规模的扩大, 亏损的缩窄, 以及ROI较低的营销投入的缩减, 未来利润率水平将有所回升。Non GAAP: Q3公司营业利润125.09百万美元(YoY+21%, QoQ-33%), 营业利润率23%(YoY-6pct, QoQ-10pct); 归母净利润114.26百万美元(YoY+27%), 净利率21%(YoY-5%, QoQ-7%)。

图表20: 陌陌各项利润(千美元)和同环比增速

GAAP 千美元	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
毛利润	20,642	24,470	28,896	29,668	30,692	56,760	88,284	135,899	144,794	161,556	176,486	186,160	225,521	224,534	237,443
YoY					49%	132%	206%	358%	372%	185%	100%	37%	56%	39%	35%
QoQ		19%	18%	3%	-3%	85%	56%	54%	7%	12%	9%	5%	21%	0%	6%
经营利润	5,039	(441)	(2,455)	3,471	4,927	14,004	37,198	88,357	91,043	73,746	89,002	107,075	147,502	140,601	94,603
YoY					-2%	42%	166%	2446%	1748%	427%	139%	21%	62%	91%	6%
QoQ					4%	184%	166%	138%	3%	-19%	21%	20%	38%	-5%	-33%
归属于陌陌的净利润	6,699	1,705	(838)	6,131	7,051	15,412	39,004	83,783	81,208	60,762	79,089	97,507	129,884	117,779	85,156
YoY					5%	804%	1267%	1052%	1052%	294%	103%	16%	60%	94%	8%
QoQ		-75%			15%	119%	153%	115%	-3%	-25%	30%	23%	33%	-9%	-28%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表21: 陌陌各项利润率

GAAP 千美元	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
毛利润	20,642	24,470	28,896	29,668	30,692	56,760	88,284	135,899	144,794	161,556	176,486	186,160	225,521	224,534	237,443
YoY					49%	132%	206%	358%	372%	185%	100%	37%	56%	39%	35%
QoQ		19%	18%	3%	3%	85%	56%	54%	7%	12%	9%	5%	21%	0%	6%
经营利润	5,039	(441)	(2,455)	3,471	4,927	14,004	37,198	88,357	91,043	73,746	89,002	107,075	147,502	140,601	94,603
YoY					-2%	42%	166%	2446%	1748%	427%	139%	21%	62%	91%	6%
QoQ					4%	184%	166%	138%	3%	-19%	21%	20%	38%	-5%	-33%
归属于陌陌的净利润	6,699	1,705	(838)	6,131	7,051	15,412	39,004	83,783	81,208	60,762	79,089	97,507	129,884	117,779	85,156
YoY					5%	804%	1267%	1052%	1052%	294%	103%	16%	60%	94%	8%
QoQ		-75%			15%	119%	153%	115%	-3%	-25%	30%	23%	33%	-9%	-28%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表22: 陌陌 Non-GAAP 利润(千美元)和利润率

non-GAAP 千美元	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
经营利润	7,782	3,811	2,245	9,158	10,572	21,819	47,710	96,091	100,552	86,744	103,666	119,561	159,884	163,449	125,087
YoY					36%	473%	2025%	949%	851%	298%	117%	24%	59%	88%	21%
QoQ		-51%	-41%	308%	15%	106%	119%	101%	5%	-14%	20%	15%	34%	2%	-23%
归属于陌陌的净利润	9,442	5,957	3,862	11,818	12,696	23,227	49,516	91,517	90,717	73,760	93,753	109,993	142,266	140,168	114,263
YoY					34%	290%	1182%	674%	615%	218%	89%	20%	57%	90%	22%
QoQ		-37%	-35%	206%	7%	83%	113%	85%	-1%	-19%	27%	17%	29%	-1%	-18%
经营利润率	30%	12%	6%	23%	21%	22%	30%	39%	38%	28%	29%	31%	37%	33%	23%
净利率	36%	19%	10%	30%	25%	23%	32%	37%	34%	24%	26%	28%	33%	28%	21%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

### 3.6 现金及现金流

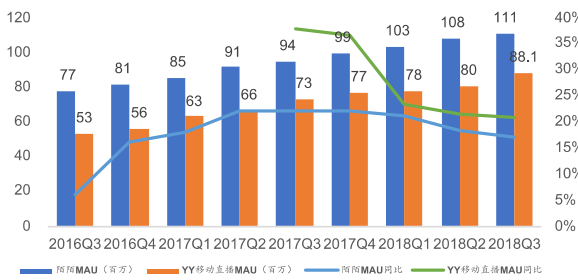
截至2018年9月30日现金及现金等价物为1,493.6百万美元(2017年底1,061.2百万美元; 2018年6月底为1,079.8百万美元), 公司继续保持着充分的现金储备。经营活动产生的现金流为50.9百万美元(去年同期104.6百万美元), 现金流的降低主要由于《幻乐之城》带来的收益仍被记入应收账款, 而与幻月之城有关的成本费用已基本完成实际支付。

## 4 陌陌和YY直播业务对比

2018Q3, 陌陌MAU达111百万, 而YY的MAU为88百万。陌陌继续以其社交平台的定位保持着活跃用户数量上的优势。从毛利率来看, 两者均呈现出下滑的趋势, 主要原因为分成比例上的变化、为吸引优质主播和中小公会采取的激励计划和在内容建设上的投入。净利率比较来看, 由于虎牙的亏损, 拖累YY净利率水平, 同样地, 6月份探探并表后, 该

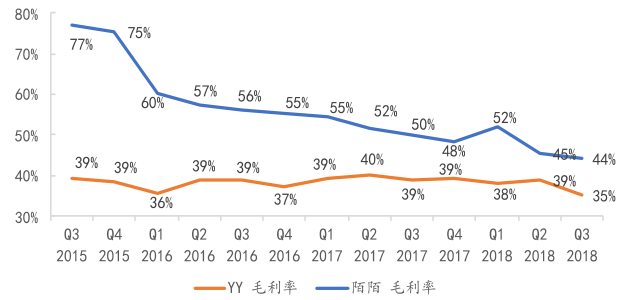
业务仍为净亏损状态，同时毛利率的下滑以及营销支出的增长，带动净利率走低，本季度两公司净利率水平持平。

图表23: 陌陌、YY MAU 及环比增速



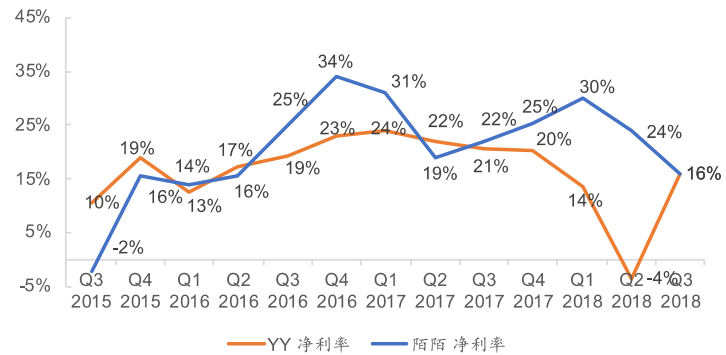
资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表24: 陌陌、YY 毛利率对比



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表25: 陌陌、YY 归母净利率对比



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

## 5 盈利预测

我们预计公司 2018-2020 营收为 2,013/2,603/3,176 百万美元, 归母净利润为 430/515/694 百万美元, 调整后 EPADS 为 2.40/2.81/3.63 美元, 对应当前 P/E 为 11/10/7X。维持“推荐”评级。

## 6 风险提示

活跃用户增速放缓风险、稳定优质内容生产风险、直播业务付费率增长停滞风险、内容成本增长过快风险、营销费用增长过快风险、内容监管风险、广告销售收入不及预期风险、互联网行业估值调整风险、业务成本增加风险、行业竞争风险、人民币汇率风险等。



## 附录：公司财务预测表

单位：百万美元

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	553	1,318	2,013	2,603	3,176	经营活动现金流	218	428	748	905	1,223
营业成本	241	649	1,083	1,422	1,699	净利润	145	319	430	515	694
毛利	312	669	930	1,181	1,477	少数股东权益和其 他费用	-	(1)	(3)	(5)	(5)
研发费用	31	51	114	151	176	折旧摊销	8	12	19	19	17
销售费用	97	217	253	312	364	投资收益	2	(2)	(5)	-	-
管理费用	39	63	86	110	126	其他	32	50	83	120	144
其他营业收入	0	23	18	3	3	营运资金变动	31	49	224	256	372
营业利润	144	361	495	610	814	投资活动现金流	(118)	(27)	(65)	(81)	(84)
非经常性损益	2	17	31	28	59	资本支出	(7)	(35)	(48)	(62)	(63)
息税前利润	147	378	526	638	873	长期投资	(17)	(16)	(17)	(19)	(21)
所得税	5	66	105	128	183	其他	(94)	24	-	-	-
净利润	145	318	427	511	690	筹资活动现金流	0	0	(0)	(0)	1
少数股东损益	-	(1)	(3)	(5)	(5)	短期借款	-	-	-	-	-
归属母公司净利润	145	319	430	515	694	长期借款	-	-	-	-	-
EPADS (美元)	0.71	1.53	1.99	2.28	3.01	股本增加	0	1	-	-	-
经调整EPADS (美元)	0.87	1.77	2.40	2.81	3.63	资本公积增加	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-	其他	(0)	(0)	(0)	(0)	1
资产负債表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	汇率变动影响	(12)	28	-	-	-
流动资产						现金净增加额	88	428	683	824	1,140
现金	258	686	1,369	2,193	3,333	主要财务比率 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
短期证券	394	375	375	375	375	成长能力					
应收账款	36	40	47	46	39	营业收入	313	138	53	29	22
预付账款	33	83	83	83	83	营业利润	2,474	150	37	23	33
其他	0	5	5	5	5	归属母公司净利润	960	119	35	20	35
非流动资产						获利能力					
长期投资	32	44	60	77	96	毛利率	56	51	46	45	47
固定资产	15	42	90	152	215	营业利润率	26	27	25	23	26
其他	3	27	23	23	23	经调整营业利润率	32	31	29	28	30
资产总计	770	1,302	2,052	2,955	4,169	净利率	26	24	21	20	22
流动负债						估值比率					
应付账款	40	75	200	288	386	P/E	31	15	11	10	7
递延收益	41	65	110	187	319						
其他	52	121	181	271	407						
非流动负债											
其他	2	4	4	4	4						
负债合计	136	264	495	750	1,115						
股本	599	649	649	649	649						
储备	(16)	19	111	248	409						
留存收益	51	370	796	1,307	1,997						
股东权益	634	1,038	1,556	2,205	3,054						
负债和股东权益	770	1,302	2,052	2,955	4,169						

数据来源：公司财报，方正证券研究所

## 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：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com