

中信证券研究部



唐思思
首席传媒分析师
S1010517080007

核心观点

- 业绩符合预期，环比受汇率、内容成本扩张及费率增长影响增速放缓。**2018Q3 公司实现营收 5.36 亿美元（同比+51.2%，环比+8.4%），其中汇率因素对公司营收环比增速产生约-8.0pct 的影响。公司实现毛利 2.37 亿美元，毛利率为 44.3%（同比-5.5pcts，环比-1.1pct），毛利率下滑主要系公司《幻乐之城》及内容系统投入增加所致。费用方面，2018Q3 公司销售/管理/研发费用率分别为 82.8/24.7/36.1 百万美元，费率分别为 15.5%/4.6%/6.7%，同比增长-0.1/-0.1/2.8pcts。研发费率变化主要系公司研发人员增加及探探并表所致；费率环比增长 4.3/0.5/1.6pcts，销售费率增长主要系探探并表及《幻乐之城》推广所致。报告期内，公司实现归母净利 85.2 亿元（同比+7.7%，环比-24.8%），环比利润下滑主要原因为公司内容成本上升及公司销售费用扩张。根据公司指引，公司预计 2018Q4 实现营收 36.6~37.6 亿人民币（同比+43%~47%，环比+0%~3%），剔除《幻乐之城》影响，核心业务实现营收 36.2~37.2 亿人民币（同比+42%~46%，环比 4%~7%）；考虑到《幻乐之城》的影响减小及探探亏损缩窄，公司预计 Q4 利润率与 Q3 持平。
- MAU 及付费用户保持增长、公司直播内容生态系统建设持续加强、社交场景不断丰富及付费点的增加驱动 VAS 业务高增长。**2018Q3 陌陌平台 MAU 达 110.5 百万人（同比+17.1%，环比 2.3%），陌陌去重付费用户（直播+增值付费）达 8.9 百万人（同比+21.9%，环比+4.7%）。报告期内，直播业务实现营收 406.90 百万美元（同比+34.5%，环比-1.0%），受汇率及宏观环境影响，直播收入环比略有下滑。公司持续加强内容供给生态系统建设，签约职业主播人数实现环比 2 位数增长，月流水 100 万人民币公会数量也实现较高增长，有望驱动直播业务持续稳健增长。2018Q3 公司 VAS 业务营收为 84.20 百万美元，其中陌陌 VAS/探探营收分别为 60.10/24.10 百万美元，陌陌 VAS 同比增长 128.9%，主要系公司在成熟社交场景中（如附近的人等）不断丰富礼物形式，及新兴社交场景（如狼人杀、快聊等）货币化能力持续加强所致，未来公司仍将持续加强社交场景建设及新付费点的挖掘，以实现 VAS 业务的持续高增长。报告期内，公司移动营销/游戏/其他业务营收分别为 17.20/4.10/23.50 百万美元，其他业务主要为《幻乐之城》收入。
- 探探订阅用户稳定增长，新付费功能推动营收高增长。**2018Q3，探探订阅用户数达 3.60 百万人，环比增长 16.1%。新付费功能“谁喜欢我”和“超级曝光”的推出，带动探探付费率及 ARPPU（6.7 美元）的强势增长。新付费功能在驱动营收增长的同时，也进一步优化用户体验，提升用户的匹配效率。我们认为，未来探探仍将持续优化付费功能，不断优化算法以提升用户匹配效率，实现用户及营收的稳定增长。
- 风险因素。**1.政策监管风险；2.直播及 VAS 业务货币化进程不及预期。
- 盈利预测及估值。**考虑到直播行业增速放缓的影响，我们调整公司 2018-2020 年归母净利预测至 4.1/5.2/5.9 亿美元（前值为 3.9/7.0/9.7 亿美元），根据 DCF（WACC=14%，g=2%）测算，我们下调公司目标价为 30.0 美元，对应 2018-2020 年 PE 为 14.9x/11.7x/10.4x，考虑到公司是陌生人交友领域的稀缺性标的，未来基于多元化场景的变现空间持续扩张，虽然 3 季度业绩增速下滑，但预计未来将保持稳定的增长，我们仍看好公司未来发展，维持“买入”评级。

陌陌	MOMO.O
评级	买入（维持）
当前价	24.57 美元
目标价	30.0 美元
总股本	4.09 亿股
流通股本	3.25 亿股
52 周最高/最低价	54.24/24.05 美元
近 1 月绝对涨幅	-32.9%
近 3 月绝对涨幅	-18.5%
近 12 月绝对涨幅	0.37%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	553	1318	2002	2310	2484
营业收入增长率 YoY	313%	138%	52%	15%	8%
净利润(百万美元)	145	319	414	523	590
净利润增长率 YoY	960%	119%	30%	26%	13%
每股收益 EPS(基本)(美元)	0.4	0.8	1.0	1.3	1.4
毛利率 (%)	56%	51%	46%	49%	49%
净资产收益率 ROE	26%	38%	32%	30%	25%
每股净资产 (美元)	1.6	2.5	3.7	5.0	6.4
PE (倍)	34.6	15.8	12.1	9.6	8.5
PB(倍)	7.9	4.8	3.3	2.5	1.9

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 12 月 7 日收盘价

利润表 (百万美元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	553	1318	2002	2310	2484
营业成本	241	649	1071	1185	1276
毛利率	56%	51%	46%	49%	49%
销售费用	97	217	262	321	341
销售费用率	18%	16%	13%	14%	14%
研发费用	31	51	115	96	91
研发费用率	6%	4%	6%	4%	4%
管理费用	39	63	90	90	86
管理费用率	7%	5%	5%	4%	3%
营业利润	144	361	482	622	695
营业利润率	26%	27%	24%	27%	28%
净利息收入及其他非经营性损益	2	17	27	38	49
利润总额	147	378	508	660	744
所得税	5	66	100	138	155
所得税税率	3%	17%	20%	21%	21%
少数股东损益	0	-1	2	0	0
归属于母公司股东的净利润	145	319	414	523	590
净利率	26%	24%	21%	23%	24%

现金流量表 (百万美元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	145	318	414	523	590
折旧和摊销	8	12	11	14	16
股权激励费用	32	50	85	84	70
营运资金变化	31	49	71	-56	-73
其他经营现金流	2	-1	0	0	0
经营现金流合计	218	428	581	564	604
短期投资净额	0	-2	2	0	0
资本支出	-7	-35	-13	-14	-16
其他投资现金流	-111	10	-735	-145	-180
投资现金流合计	-118	-27	-747	-159	-195
融资现金流合计	0	0	650	0	0
汇率变动对现金的影响	-12	28	-61	0	0
期初现金金额	169	258	686	1109	1515
现金及等价物净增加额	88	428	423	405	408
期末现金金额	258	686	1109	1515	1923

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万美元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币及短期存款	651	1060	1607	2147	2725
应收账款	36	45	34	34	33
短期投资	0	2	0	0	0
其他流动资产	33	83	134	142	153
流动资产	720	1189	1775	2323	2912
固定资产	14	40	40	38	35
无形资产	0	7	10	12	14
商誉	0	3	3	3	3
长期股权投资	32	44	54	64	74
其他非流动资产	4	18	731	732	733
非流动资产	50	113	838	850	860
资产总计	770	1302	2613	3173	3771
应付账款	40	75	220	243	248
递延收入	41	65	90	104	112
应付账款及其他流动负债	52	121	143	143	138
流动负债	134	260	454	490	498
非流动负债	2	4	654	655	655
负债总计	136	264	1108	1144	1153
股本	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05
资本公积	663	714	828	828	828
归属于母公司所有者权益合计	634	1035	1502	2025	2615
少数股东权益	0	3	3	3	3
所有者权益总计	634	1038	1505	2028	2618
负债和所有者权益总计	770	1302	2613	3173	3771

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	313%	138%	52%	15%	8%
营业利润	2474%	150%	33%	29%	12%
净利润	960%	119%	30%	26%	13%
利润率 (%)					
毛利率	56%	51%	46%	49%	49%
EBITDA Margin	27%	28%	25%	28%	29%
净利率	26%	24%	21%	23%	24%
回报率 (%)					
净资产收益率	26%	38%	32%	30%	25%
总资产收益率	22%	31%	21%	18%	17%
其他 (%)					
资产负债率	18%	20%	42%	36%	31%
所得税率	3%	17%	20%	21%	21%

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。	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. 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；在欧盟由 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、35 及 36 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) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条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的内容。

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 2018 版权所有。保留一切权利。