

虎牙 (HUYA.N): 游戏直播先行者, 优质内容叠加领先技术支撑可持续发展

2019年07月24日

推荐/首次

虎牙

公司报告

报告摘要:

虎牙是中国领先的游戏直播平台之一。目前平台覆盖了游戏、二次元、户外、综艺和交友等多元内容, 公司营收达到 2.19 亿美元, 其中直播收入占比超过 95%。随着未来公司对广告商的吸引力提高, 广告收入有望提升。去年公司首次实现盈利, Non-GAAP 净利润达到 0.67 亿美元。

深耕内容, 稳守行业龙头地位。在游戏直播内容方面, 依托第二大股东腾讯的游戏资源优势, 虎牙未来有望与游戏研发商进一步合作, 提高游戏联运收入。在电竞赛事的举办和制作方面, 虎牙长期与多个电子竞技组织合作主办热门赛事, 并积极打造“虎牙天命杯”等自有赛事 IP。此外虎牙还逐步丰富泛娱乐板块内容, 提高平台变现能力。同时受益于短视频行业的高速发展, 虎牙与西瓜视频合作打造的“直播+短视频”内容分发模式将成为公司的未来看点。

战略出海东南亚, 攫取海外游戏直播红利。2018年5月, 虎牙在东南亚地区试水推出了 Nimo TV, 成功打入印尼市场。目前公司海外 MAU 已突破 1000 万人。未来虎牙的成功经验有望快速复制到东南亚的其他国家, 成为未来营收的长期增长点。

行业领先技术叠加社区氛围, 共筑坚实壁垒。虎牙一直致力于打造高参与性、高互动性的沉浸式社区, 在平台内不断优化社交功能, 开创具有强烈社交属性的新玩法。同时公司拥有行业领先的“蓝光 20M”、“AI 人景分离弹幕”等直播技术和智能监管技术, 助力公司可持续发展。

盈利预测: 我们预计公司 19-21 年实现营业收入分别为 10.87/14.68/17.61 亿美元; 归母净利润分别为 0.17/0.57/1.05 亿美元, EPS 分别为 0.39 美元、1.28 美元和 2.35 美元, 对应 PE 分别为 56X、16.9X 和 9X。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 头部主播流失风险; MAU 增速放缓风险; 游戏版权风险; 直播分成加大风险; 广告收入下滑风险; 直播行业政策监管风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营收 (百万美元)	334.37	679.48	1087.17	1467.68	1761.21
增长率 (%)	191.1%	103.21%	60%	35%	20.00%
净利润 (百万美元)	(12.37)	(298.85)	17.27	57.11	104.88
增长率 (%)	(86.3%)	2315.9%	(105.7%)	230.66%	83.67%
净资产收益率 (%)	(38.95%)	(65.7%)	2.08%	6.58%	11.05%
每股收益(美元)	(0.28)	(6.69)	0.39	1.28	2.35
PE	NA	NA	56	16.94	9.22
PB	NA	0.84	1.15	1.08	0.97

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是一家以游戏直播为主, 涵盖娱乐、二次元、交友和户外等多元内容的弹幕式直播互动平台。公司拥有行业领先的直播技术和丰富的公会资源, 旨在为用户提供优质的观看体验和多元化的内容。公司营收主要由直播收入和广告收入构成。2018年5月, 公司在美国纽约证券交易所上市, 成为国内游戏直播第一股。

交易数据

52 周股价区间 (美元)	34.5-14.66
总市值 (亿美元)	44.28
流通市值 (亿美元)	9.81
总股本/流通股 (万股)	20400/4500
52 周日均换手率	6.55

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 许磊

010-66554013

xulei_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517020001

目 录

1. 游戏直播业务持续发力, 移动端发展迅猛	5
1.1 中国游戏直播第一股, 率先进入盈利阶段	5
1.2 发力移动端市场, 助力用户规模二次飞跃	7
1.3 全面布局电竞上下游, 深度参与电竞生态	10
2. 深耕游戏内容, 稳守行业龙头地位	11
2.1 先发制人, 后建生态, 抓住游戏直播行业发展机遇	11
2.1.1 政策推进电竞任何度, 游戏直播行业发展迅猛	11
2.1.2 背靠YY, 力建生态, 抢占行业领先地位	14
2.2 主打内容精品化和多样化, 跨平台引流成效初显	16
2.2.1 丰富主播资源, 建立完善的主播培养机制	16
2.2.2 深化游戏垂直领域, 抓住电竞体育化机会深挖用户价值	18
2.2.3 横向覆盖多元内容, 泛娱乐板块备受市场青睐	20
2.2.4 内容分发模式不断创新, “直播+短视频”是未来看点	21
2.3 战略合作腾讯, 布局海外市场	22
3. 行业领先技术为本, 沉浸式社区氛围加持, 共筑坚实壁垒	23
3.1 积极推动游戏社区建设, 助力新一轮营收增长	23
3.2 联手技术大咖优化直播技术, 打造核心竞争力	24
3.3 智能监管叠加大数据推荐算法, 促进平台可持续发展	26
4. 盈利预测与估值	26
5. 风险提示	27

表格目录

表 1: 关于中国电子竞技政策发展大事件	12
表 2: 资本布局电竞行业大事件	13
表 3: 2018 上半年直播行业融资时间	14
表 4: 头部游戏直播平台融资历程	15
表 5: 2018 年 Q3 中国直播类 App 排行榜	25
表 6: 财务指标预测	26
表 7: 可比公司估值比较	27

插图目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构	5
图 3: 虎牙营收 (百万美元) 及同比增速 (%)	6
图 4: 虎牙营业支出 (百万美元) 及同比增速 (%)	6
图 5: 虎牙 Non-GAAP 净利润 (百万美元)	6
图 6: 虎牙直播收入 (百万美元) 及同比增速 (%)	6
图 7: 虎牙广告收入 (百万美元) 及同比增速 (%)	6
图 8: 中国移动直播市场 AMC 模型	7
图 9: 中国网民数量 (万人)、手机网民数量 (万人) 及增长率 (%)	7
图 10: 中国移动互联网接入流量 (亿 GB)	8
图 11: 中国人均移动互联网接入流量 (GB/户)	8
图 12: 虎牙直播 APP 版本历史记录	8
图 13: 阿里宝卡免流 APP	9
图 14: 腾讯王卡免流 APP	9
图 15: 虎牙 MAU (百万人) 和移动 MAU (百万人) 及其增速 (%)	10
图 16: 电竞行业产业链	11
图 17: 中国电子竞技发展历程	11
图 18: 中国电竞市场规模 (亿元)	13
图 19: 中国移动电竞用户规模 (亿人)	13
图 20: 中国游戏直播平台市场规模 (亿元)	14
图 21: 中国游戏直播平用户规模 (亿人)	14
图 22: 2018Q3 月度活跃用户数据 (万人)	16
图 23: 游戏直播平台数据 (截至 2019.03.08)	16
图 24: 2019 年 2 月人气主播 Top50 各平台占比	17
图 25: 虎牙招募主播活动	17
图 26: 主播培育机制宣传	17
图 27: 虎牙明星主播宣传图	18
图 28: 2018 上半年赛事直播间新增粉丝累计之和 (万人)	18
图 29: 虎牙 EAF 次元电竞节宣传图	19
图 30: 虎牙天命 solo 王宣传图	19
图 31: 虎牙娱乐天地板块	20
图 32: 虎牙 PGC 《Pick! 天命圈》宣传图	20
图 33: 虎牙 PGC 《Godlie》宣传图	20
图 34: 虎牙与其他平台 ARPU 值对比	21
图 35: 2018 年泛娱乐典型细分行业使用时长全网占比 (%)	22
图 36: Nimo TV 宣传图	22
图 37: Nimo TV App	22
图 38: 2018 年中国游戏直播用户年龄分布	23

图 39: 虎牙“一起看”专区.....	24
图 40: 虎牙“一起玩”专区.....	24
图 41: 虎牙弹幕操控游戏宣传图.....	24
图 42: 2017 年各直播平台年均次月留存率 (%)	25
图 43: 虎牙 AI 智能识别功能.....	25
图 44: 虎牙 AI 人景分离弹幕.....	25

1. 游戏直播业务持续发力, 移动端发展迅猛

1.1 中国游戏直播第一股, 率先进入盈利阶段

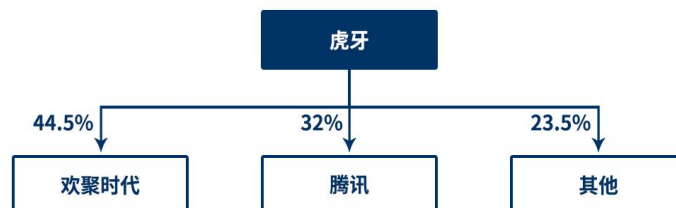
虎牙直播的前身是 YY 的游戏直播部门, 2014 年更名为“虎牙直播“, 正式从 YY 独立出来。近年来, 公司不仅深耕游戏直播内容, 还逐步覆盖了二次元、户外、综艺、交友等多元化娱乐内容, 满足用户多样化的观看需求。目前虎牙的月度活跃用户已突破 1 亿人。去年 3 月, 虎牙宣布获得腾讯战略投资 4.6 亿, 腾讯成为仅次于欢聚时代的第二大股东。2018 年 5 月 11 日, 虎牙正式在纽约证券交易所挂牌上市, 成为中国游戏直播第一股。

图 1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 2: 公司股权结构

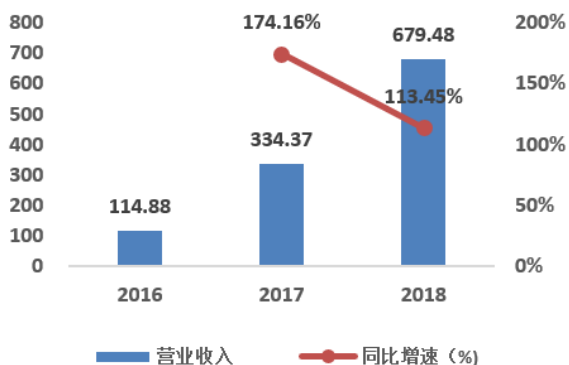


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

目前虎牙的营收达到 6.79 亿美元, 同比增速连续两年超过 100%。公司营业支出为 6.81 亿美元, 同比增速低于营收增速。从 Non-GAAP 利润表看, 2018 年公司首次实现盈利, Non-GAAP 净利润达 0.67 亿美元,

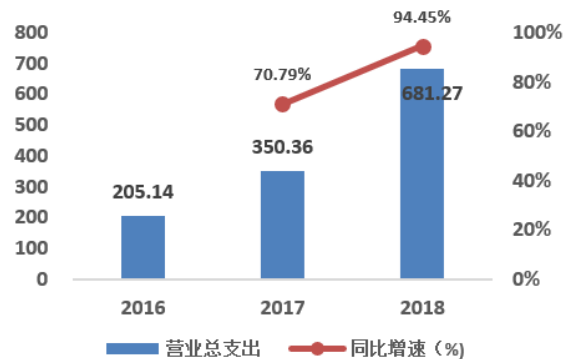
增长 1173%。

图 3: 虎牙营收 (百万美元) 及同比增速 (%)



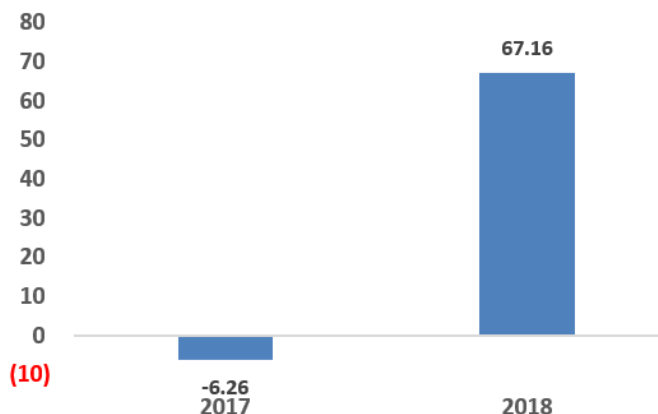
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4: 虎牙营业支出 (百万美元) 及同比增速 (%)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 5: 虎牙 Non-GAAP 净利润 (百万美元)

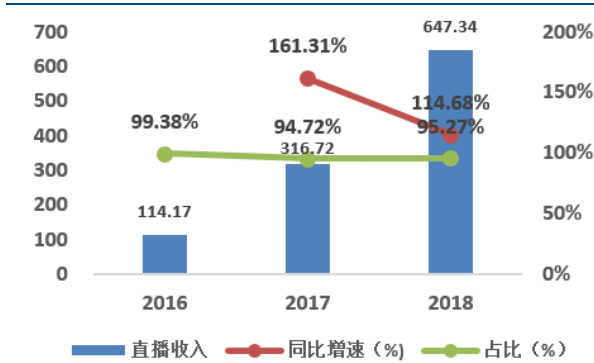


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

作为游戏直播平台, 虎牙营收的主要来源为直播收入和广告收入。直播收入主要是由用户在观看直播时在平台内购买虚拟礼物并对主播进行馈赠产生的。自 2017 年开始, 直播收入以维持同比增速超过 100% 的态势稳定增长。2018 年直播收入达到 6.47 亿美元, 是 2017 年的两倍, 直播收入占比超过 95%。公司广告收入达到 32.14 百万美元, 占比自 2017 年开始维持在 5% 左右。随着虎牙知名度的提高和用户画像的不断完善, 虎牙对广告商的吸引力逐渐提高, 未来广告收入占比有望有所提升。

图 6: 虎牙直播收入 (百万美元) 及同比增速 (%)

图 7: 虎牙广告收入 (百万美元) 及同比增速 (%)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

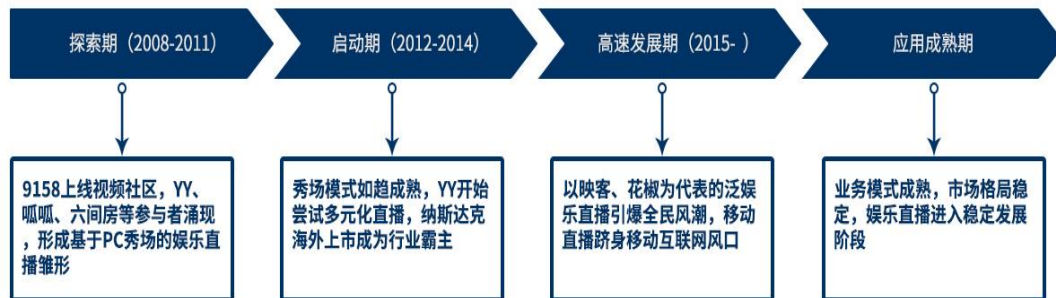


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

1.2 发力移动端市场, 助力用户规模二次飞跃

自 2015 年起, 移动直播市场进入高速发展时期, 各大直播平台开始注重发展移动 APP。对比 PC 直播, 移动直播具备便捷性和私密性的特点, 在这种场景下用户更愿意与主播进行互动, 提高用户粘性。

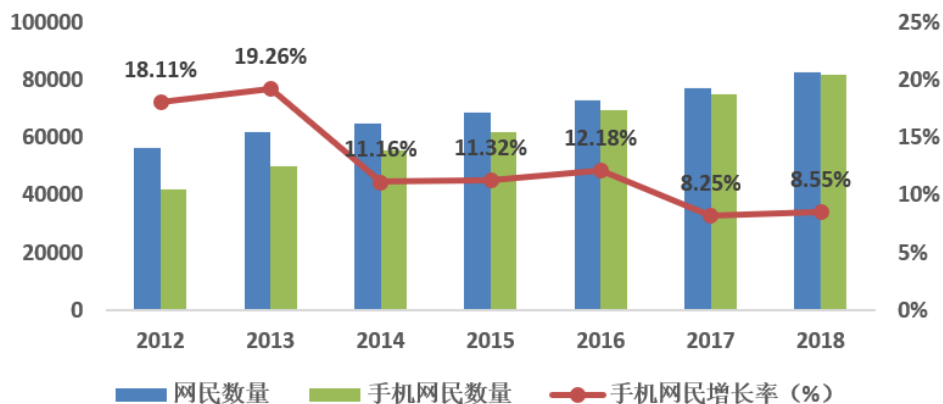
图 8: 中国移动直播市场 AMC 模型



资料来源: 易观千帆, 东兴证券研究所

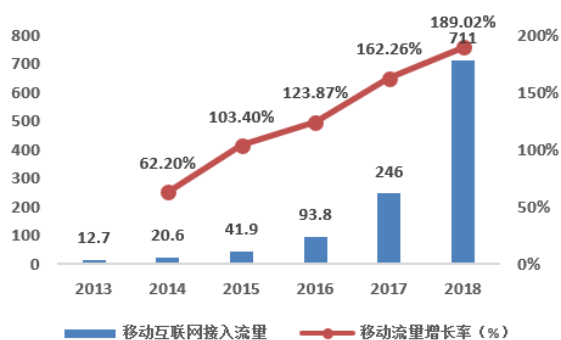
根据 CNNIC 统计报告, 截至 2018 年 12 月网民数量达 8.29 亿人, 手机网民规模达 8.17 亿人, 占比高达 98.61%, 较 2017 年提升了 1.11%。但从增速上看, 手机网民增速自 2017 年开始明显放缓, 移动互联网已进入存量时代。然而移动流量资费的下降拉动了移动互联网接入流量。2015 年国务院确定了一系列促进提速降费措施, 当年移动流量平均资费降幅超过 39%, 中国移动互联网接入流量和月户移动互联网接入流量分别增长 103% 和 90%。至 2017 年, 中央再次出台一批提速降费的新措施, 移动流量费用进一步降低, 当年月户移动流量突破 1GB。2018 年平均移动流量资费降至不足 10 元/GB, 仅为 2014 年平均固定宽带接入资费的十分之一。移动互联网接入流量和月户均移动互联网接入流量分别达到 711 亿 GB 和 4.42GB, 增长 189% 和 155%。

图 9: 中国网民数量 (万人)、手机网民数量 (万人) 及增长率 (%)



资料来源: CNNIC, 东兴证券研究所

图 10: 中国移动互联网接入流量 (亿 GB)



资料来源: 工信部, 东兴证券研究所

图 11: 中国人均移动互联网接入流量 (GB/户)



资料来源: 工信部, 东兴证券研究所

同时虎牙还与通讯公司合作推出免流服务, 以此降低虎牙直播 APP 的使用门槛, 助力用户规模发展。比如腾讯王卡和阿里宝卡都已将虎牙直播 APP 列入免流范围内。目前虎牙 MAU 已达到 1.1 亿人, 同比增速亮眼, 其中移动端 MAU 达到 5000 万, 占比为 43.5%。在 APP 内容方面, 虎牙每个月至少会对虎牙直播 APP 进行一次更新优化, 提高用户满意度。公司近几年将继续注重移动 APP 发展, 预计移动 MAU 规模将进一步扩大, 成为公司用户规模的主要增长点。

图 12: 虎牙直播 APP 版本历史记录

版本历史记录

<p>6.11.0</p> <p>【赛事】 KPL春季赛全新征程, 奏响新年荣耀之争!</p> <p>【新增】 直播回放显示开播时间, 寻找定位更加方便。</p> <p>【新增】 交友支持更多互动玩法, 宝箱快递寻宝快来玩耍~</p>	4 天前
<p>6.10.0</p> <p>【赛事】 LPL19年春季赛启航, 虎牙陪你看完每场!</p> <p>【新增】 LOL/王者荣耀支持搜索, 学尽英雄套路操作~</p> <p>【新增】 视频播放重力感应, 转动手机切横竖屏。</p>	1 个月前
<p>6.9.0</p> <p>1.KPL冬季冠军杯来袭, 全年无休精彩重启!</p> <p>2.视频倍速播放神技, 省时等于犒劳自己~</p> <p>3.录屏画面更加清晰, 记录直播美好回忆。</p>	2 个月前
<p>6.8.0</p> <p>1.KPL精彩呈现, 决赛盛宴, 错过一次再等半年!</p> <p>2.未开播直播间, 无人聊天, 更多直播为你推荐!</p> <p>3.手机快捷登录, 只按一键, 更加舒爽更加方便!</p>	3 个月前
<p>6.7.0</p> <p>1.搜索结果展示优化, 搜你所需只要一刹!</p> <p>2.十条热搜不够你刷, 热搜榜单了解一下?</p> <p>3.主播天秀超神击杀, 实时回放让你再受轰炸!</p>	3 个月前
<p>6.6.0</p> <p>1.S8大赛燃起烽火, 召唤师杯4强争夺!</p> <p>2.全面升级热门搜索, 最新最热尽在掌握~</p> <p>3.优化赛事搜索结果, 更加直观更加懂我。</p> <p>4.录屏分享标题写妥, 随时爆料勿6皆坐!</p>	4 个月前

资料来源: App Store, 东兴证券研究所

图 13: 阿里宝卡免流 APP



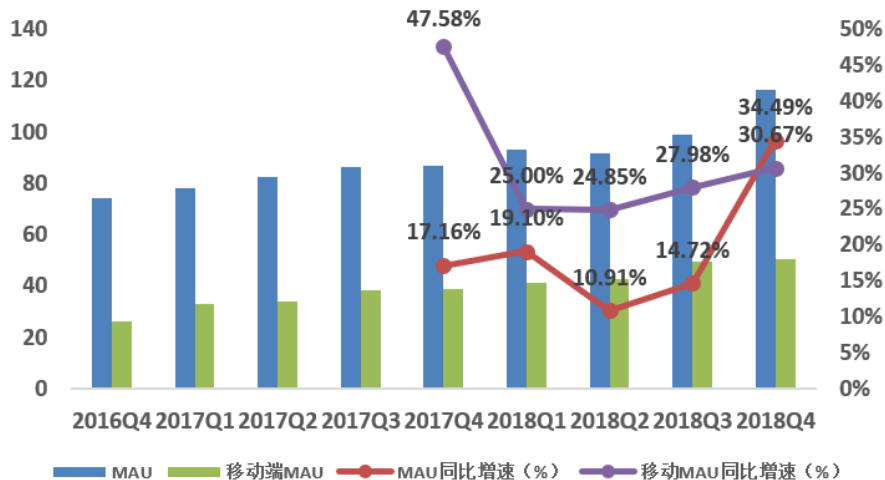
图 14: 腾讯王卡免流 APP

<p>腾讯王卡专属流量说明</p> <p>• 具体可使用专属流量的腾讯系应用包含:</p> <p>微信、手机QQ、QQ轻聊版、TIM、QIM、腾讯视频、QQ音乐、应用宝、腾讯手机管家、QQ浏览器(包含第三方网站)、QQ空间、QQ邮箱、腾讯新闻、QQ阅读、腾讯微视、水印相机、腾讯动漫、QQ创意相机、QQ情侣、腾讯体育、看房、QQ影像、QQ提醒、易迅彩票、QQ美食、企鹅FM、微桌面(主题壁纸美化)、Q立方桌面、快报、腾讯地图、微信电话本、手机宝、电池管家、QQ国际版、微云、相册管家、手机QQ影音、QQ彩票、NOW直播(腾讯)、腾讯桌面、腾讯充值、腾讯路宝、全民K歌、腾讯校猿、企鹅辅导、腾讯课堂、腾讯直播、小企鹅乐园、腾讯游戏人生、企鹅电竞、QQ同步助手、腾讯WiFi管家、企业微信、微信读书、心悦、自选股、yoo视频、波洞APP等其他腾讯系应用。</p> <p>• 具体可使用专属流量的腾讯系游戏包含:</p> <p>王者荣耀、绝地求生 全军出击、绝地求生: 刺激战场、穿越火线手游、QQ飞车、乱世王者、光荣使命、奇迹觉醒、云裳羽衣、欢乐斗地主·腾讯、消除者联盟、自由幻想手游、奇迹MU: 觉醒、火影忍者手游、天天酷跑、QQ游戏、魂斗罗: 归来、QQ降龙、英雄杀、御龙在天、奇迹暖暖、热血传奇、节奏大师、欢乐麻将全集、天天爱消除、全民飞机大战、QQ牧场、全民农场、全民水浒、全民闯天下、全民超神、全名枪王、天天象棋、天天星连萌、天天来塔防、天天炫斗、天天富翁、欢乐西游、欢乐王国、九龙战、雷霆战机、勇者大冒险、脑力达人、拳皇98、蜀山传奇、糖果传奇、我叫MT2、驯龙战机3D、魔法门之英雄无敌、拳皇命运、QQ炫舞、火影忍者OL·腾讯、妖神记、侍魂、篝火营地、魔力宝贝、圣斗士星矢·腾讯、雪鹰领主、传奇世界3D、我叫MT4、仙剑奇侠传四等其他腾讯系游戏。</p> <p>• 具体可使用专属流量的非腾讯系应用包含:</p> <p>央视影音、快手、虎牙直播、斗鱼、熊猫直播、火猫直播、战旗直播、龙珠直播、波波视频、蘑菇街、酷狗音乐、酷我音乐、58同城、美团APP、大众点评、安居客、微博、转转、KEEP、拼多多。</p>
--

资料来源: 阿里宝卡公众号, 东兴证券研究所

资料来源: 腾讯王卡公众号, 东兴证券研究所

图 15: 虎牙 MAU (百万人) 和移动 MAU (百万人) 及其增速 (%)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

1.3 全面布局电竞上下游, 深度参与电竞生态

虎牙采用全面布局电竞产业链的战略, 深度参与产业链的各个环节。

电竞产业链的上游是游戏内容提供方, 包括游戏研发商、游戏运营商等。为打通上游环节, 虎牙在 2018 年 3 月与腾讯签署战略合作协议, 预计未来在腾讯的帮助下, 虎牙将会与游戏研发商有更深度的合作, 提高游戏联运收入。

电竞产业链的中游为赛事举办方和内容制作方, 其中还涉及到参与赛事的职业选手、俱乐部和主播等。虎牙作为国内最早自主举办赛事的直播平台, 在 2015 年就开始自主举办 YSL 联赛, 创下了观看量超过 1000 万人次的记录。此后虎牙还自制或合作举办了一系列覆盖多种热门游戏的电竞赛事, 包括“虎牙绝地求生求生天命杯”和“虎牙赏金赛”等。去年 9 月, 虎牙与暴雪公司携手组建了一支新的电竞战队加入守望先锋联赛, 将布局范围拓展到了赛事参与方。

电竞产业链的下游即是进行内容分发的直播平台。虎牙除了在线上通过直播分发电竞内容, 还联手线下合作平台开发创新的内容传播模式。例如 2018 年 11 月虎牙与胡桃里合作推出了英雄联盟 S8 全球总决赛线下观影活动, 逐步探索线下电竞社区的建设模式。

未来虎牙将会加快布局电竞产业链, 探索新玩法, 在平台内建设良好长久的电竞生态。

图 16: 电竞行业产业链



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

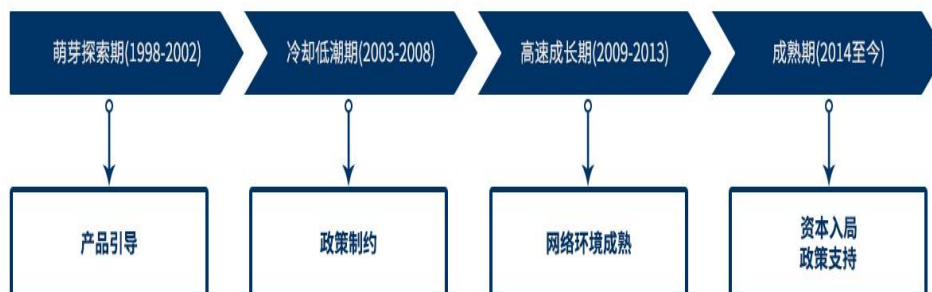
2. 深耕游戏内容, 稳守行业龙头地位

2.1 先发制人, 后建生态, 抓住游戏直播行业发展机遇

2.1.1 政策推进电竞任何度, 游戏直播行业发展迅猛

中国电竞行业从 1998 年开始探索, 逐步发展到如今的资本政策双扶持的阶段。期间经历了 2003 到 2005 的五年低潮期和 2009 到 2013 的高速发展期。

图 17: 中国电子竞技发展历程



资料来源: Frost & Sullivan, 东兴证券研究所

从政策方面来看, 2004 年国家广电总局发布的《关于禁止播出电视网络游戏类节目的通知》使中国电竞

行业陷入低潮, 发展停滞不前。直到 2008 年国家体育总局将电子竞技列为第 78 号体育运动, 政策限制形势有所缓和。2016 年 4 月, 国家发改委与国务院常务会议发布了《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》, 明确鼓励企业举办国家电竞赛事活动, 国家政策正式由限制走向扶持。随后教育部和文化部粉笔俄出台了有利于电竞行业发展的办法, 2017 年 4 月电竞被国际奥委会纳入亚运会, 成为 2018 年雅加达亚运会上的表演项目之一。2018 年 IG 获得英雄联盟 S8 总决赛冠军, 再一次提高了公众对电竞的认可度。

表 1:关于中国电子竞技政策发展大事件

时间	发布部门	政策(事件)内容	影响
2004 年 4 月	国家广播电视总局	发布《关于禁止播出电视网络游戏类节目的通知》, 禁止电视平台播出电脑网络游戏类节目	电视游戏节目停播, 电竞行业发展受阻
2008 年	国家体育总局	将电子竞技列为第 78 号体育运动	整合现有体育运动, 再次将电子竞技定义为体育运动
2013 年 3 月	国家体育总局	组建第一支拥有 17 人的中国电子竞技国家队	国家推动电竞体育化
2013 年	国家体育总局	开始主办全国电子竞技大赛 (NEST)	第一个国家自主赛事, 国内大型综合电子竞技赛事空白得到填补
2016 年 4 月	国家发改委与国务院常务会议	发布《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》, 明确指出“在做好知识产权保护和青少年引导的前提下, 以企业为肢体, 举办全国性或国际性电子竞技游戏游艺赛事活动”	国家政策由限制走向扶持
2016 年 9 月	教育部	在《普通高等学校高等职业教育(专科)专业目录》中, 增加了“电子竞技运动与管理”专业	电子竞技正式成为高校课程
2017 年 4 月	文化部	在《文化部“十三五”时期文化产业规划》中提出“推出游戏产业结构升级, 推动网络游戏、电子游戏等游戏门类协调发展, 促进移动游戏、电子竞技、游戏直播、虚拟现实游戏等新业态发展”	推动电子竞技发展成为文化产业升级的一部分
2017 年 4 月	亚洲奥林匹克理事会	电子竞技被国际奥委会纳入亚运会, 并在 2018 年雅加达亚运会中作为表演项目登台	电竞获得国际认可, 成为主流运动项目

2018年11月	人民日报	IG 进入英雄联盟 S8 总决赛后, 发表文章《游戏并非天生就是洪水猛兽, 其危害在于“沉迷”》	为电竞行业正名, 提高公众对电竞的认可度
----------	------	--	----------------------

资料来源: 鲸准研究院, 互联网资料整理, 东兴证券研究所

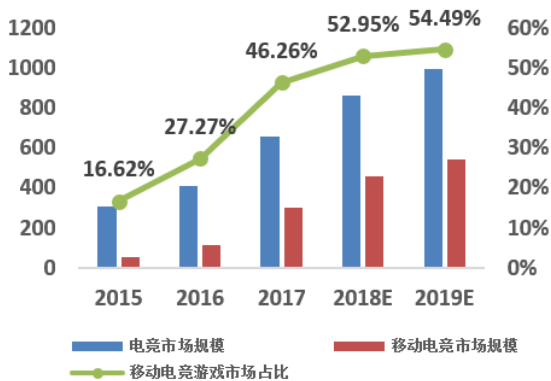
从资本方面来看, BAT、万达和红衫资本等资本从 2014 年开始在电竞行业广泛布局, 促进了电竞行业的高速发展。根据艾瑞咨询数据, 2019 年电竞市场规模预计将达到 993 亿元。随着《王者荣耀》、《球球大作战》等爆款移动电竞游戏推出电竞职业联赛, 移动电竞市场规模增势强劲, 2015 年至 2018 年增速均超过 50%。2019 年移动电竞市场占比预计达到 54%, 移动电竞用户规模将达到 4 亿人。

表 2: 资本布局电竞行业大事件

时间	事件
2011 年	王思聪收购 CCM 战队, 组建 iG 战队
2014 年	红衫资本投资电竞游戏原创内容平台 ImbaTV
2015 年	百度、360 和小米等五大渠道商加入中国移动电竞联盟
2016 年	万达院线全资收购互爱互动游戏公司, 并于 2017 年推出万达游戏品牌
2016 年 3 月	阿里体育开设电子体育事业部, 并启动原创世界级赛会制电竞赛事 WESG
2016 年 12 月	“腾讯电竞”品牌成立, 与腾讯游戏、阅文集团、腾讯影业、腾讯动漫组成“新文创”数字内容产业矩阵

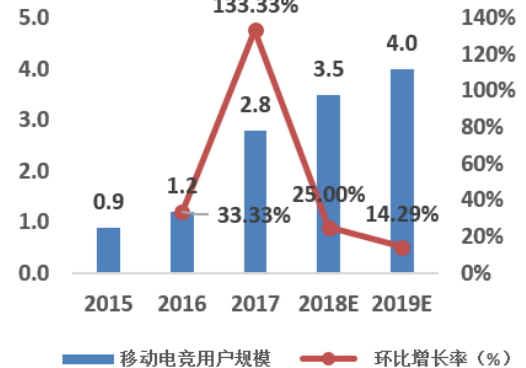
资料来源: 互联网资料, 东兴证券研究所

图 18: 中国电竞市场规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

图 19: 中国移动电竞用户规模 (亿人)

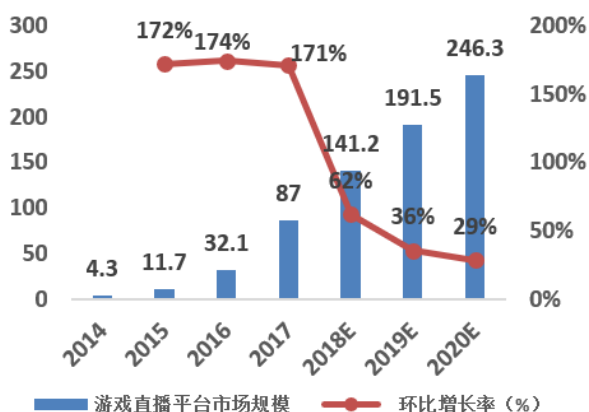


资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

电竞行业的繁荣发展一方面为游戏直播市场提供了直播内容, 比如电竞赛事和能生产优质直播内容的电竞赛手; 另一方面也输送了游戏直播平台的潜在用户—电竞观众。因此游戏直播市场在 2015 至 2017 三年内发展迅猛, 市场规模增速均超过 170%, 用户增速达到 50% 以上。但根据艾瑞咨询数据, 2018 年起市场规模和用户增速将有所下滑, 游戏直播行业进入存量市场。2019 年游戏市场规模将达到 191 亿元, 用户规模达 3.1 亿人。

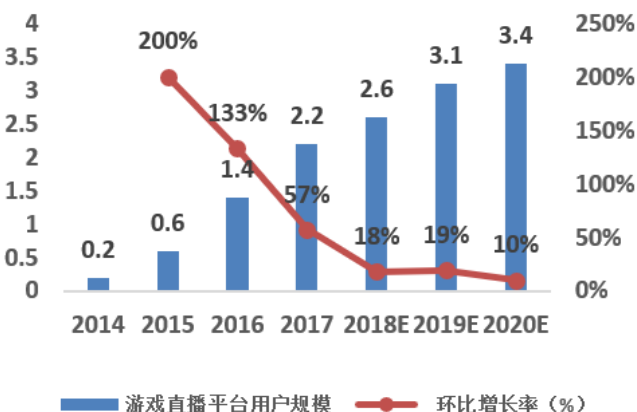
同时因政策、经济和技术的因素, 游戏直播市场门槛不断提高, 游戏直播行业将趋向规范化发展。政策上, 监管力度不断加强。2016年起, 为规范直播平台内容质量, 网信办等政府相关部门陆续查处、关停多家网络直播平台。经济上, 资本偏向流入头部平台。根据 Techweb 统计, 2018年上半年每起对游戏直播的融资均超过1亿美元, 其中斗鱼和虎牙作为头部平台就获得了超过七成的融资金额。技术上, 直播平台对带宽技术的要求逐渐提高, 致力于在降低运营成本的同时, 提高用户体验。而新进的市场参与者难以在短时间内将带宽技术提升至与头部平台相同的水平, 并且大量的资本投入是带宽技术发展的前提。

图 20: 中国游戏直播平台市场规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

图 21: 中国游戏直播平台用户规模 (亿人)



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

表 3: 2018 上半年直播行业融资时间

融资时间	公司	融资金额	融资轮次	投资方	类型
2018.01.03	荔枝 FM	5000 万美元	D 轮	兰馨亚洲领投	语音直播
2018.01.04	狮吼直播	过亿元	A 轮	一下科技、盛大网络、 夸克资本等	直播陪玩、交友社区
2018.01.05	触手直播	1.2 亿美元	D+轮	Google、启明创投等	游戏直播
2018.02.08	Vreal	1170 万美元	A 轮	Axioma Ventures 领 投	海外 VR 直播
2018.03.08	斗鱼	6.3 亿美元	E 轮	腾讯	游戏直播
2018.03.08	虎牙	4.6 亿美元	B 轮	腾讯	游戏直播
2018.05.28	情咖 FM	数千万元	A 轮	浙商创投	语音直播
2018.06.05	Bigo Live	2.7 亿美元	D 轮	欢聚时代、李学凌	海外直播

资料来源: Techweb, 东兴证券研究所

2.1.2 背靠 YY, 力建生态, 抢占行业领先地位

虎牙在 2012 年开始作为 YY 的部门进行游戏直播, 2014 年成为第一批独立的游戏直播平台, 对游戏直播的商业模式进行探索。凭借 YY 的融资优势、丰富的经营经验和公会资源, 虎牙有着独特的先发优势。

目前从融资情况、平台活跃程度和移动端 MAU 来看, 虎牙已经成为游戏直播行业的第一梯队玩家。截至 2018 年 12 月, 虎牙公开的融资总额超过 45 亿人民币, 位列行业第二。巨大的资金优势给予了虎牙探索更多商业变现的机会。虎牙的日均活跃主播与开播数也都远超其他平台, 位居行业第一。

其次, 早在 2016 年虎牙就通过自主培养移动游戏主播和签约优质主播的方式, 率先于 2016 年 6 月增设《王者荣耀》直播专区, 吸引了大量移动手游用户。随后又开设了《绝地求生: 刺激战场》(和平精英)直播专区, 成功抓住了移动电竞发展的机遇, 巩固行业龙头地位。根据艾媒咨询数据, 2018 年三季度虎牙移动端 MAU 仅次于斗鱼, 位列行业第二。目前虎牙移动端 MAU 已突破 5000 万人。

最后, 在重监管趋势下, 对比屡次触碰监管红线, 导致 APP 在“十一黄金周”期间下架的斗鱼, 虎牙更注重打造健康长久的生态, 建立严格的内部监管机制, 支撑平台的可持续发展。

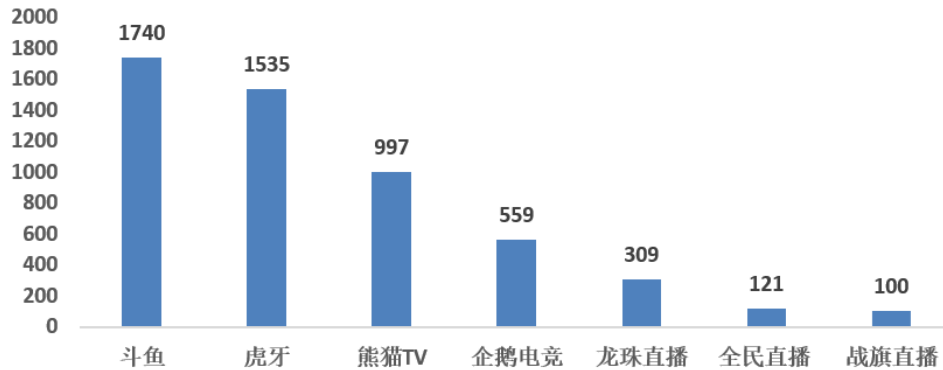
表 4: 头部游戏直播平台融资历程

平台	时间	轮次	金额	投资方
虎牙	2005.04.01	天使轮	100 万美元	雷军
	2017.01.05	Pre-A 轮	数千万人民币	欢聚时代
	2017.05.17	A 轮	7500 万美元	平安创新投资基金领投
	2018.03.09	B 轮	4.6 亿美元	腾讯产业共赢基金
	2018.05.11	IPO 上市	1.8 亿美元	公开发售
	2018.07.06	战略投资	未披露	高瓴资本
	融资金额超过 40 亿人民币			
斗鱼	2014.04.01	天使轮	2000 万人民币	蔡东青
	2014.09.17	A 轮	数百万美元	红杉资本中国
	2016.03.15	B 轮	1 亿美元	腾讯产业共赢基金领投
	2016.08.15	C 轮	15 亿人民币	凤凰投资、腾讯产业共赢基金领投
	2017.11.20	D 轮	10 亿人民币	招银国际领投
	2018.03.08	战略投资	6.3 亿美元	腾讯产业共赢基金
	融资金额超过 70 亿人民币			
熊猫 TV	2015.11.18	天使轮	数百万人民币	北京君厚泽信息咨询有限公司
	2016.09.23	A 轮	6.5 亿人民币	乐视、辰海资本、博派资本等
	2016.11.04	战略投资	未披露	奇虎 360
	2017.05.12	A+ 轮	未披露	博派资本、品今控股、真格基金
	2017.05.24	B 轮	10 亿人民币	中冀投资、昌迪资本、兴证资本领投

融资金额超过 16 亿人民币

资料来源: 天眼查, 东兴证券研究所

图 22: 2018Q3 月度活跃用户数据 (万人)



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

图 23: 游戏直播平台数据 (截至 2019.03.08)

排名	平台	开播数	30日总观看人气	日均活跃主播	新增主播
1	虎牙	2061852	36.6亿	5万	12.1万
2	斗鱼	1406924	87亿	3.9万	6.6万
3	哔哩哔哩	976980	7.5亿	2万	2.8万
4	企鹅电竞	711082	101.4亿	1.5万	1.4万
5	触手	598517	22.6亿	1.2万	1万
6	YY直播	198186	10.9亿	4.4千	791
7	熊猫	170752	8.4亿	4千	4千
8	网易cc	152802	7亿	3.6千	2.2千
9	now直播	100836	981.9万	2.1千	596
10	火山直播	88548	7524.3万	2.3千	1.2千

资料来源: 直播观察间, 东兴证券研究所

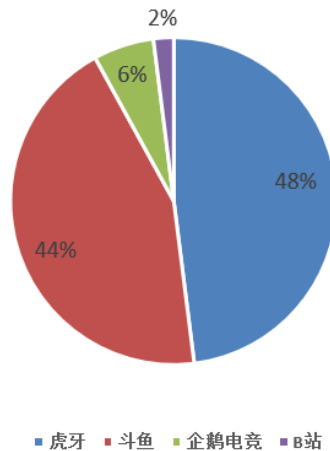
2.2 主打内容精品化和多样化, 跨平台引流成效初显

2.2.1 丰富主播资源, 建立完善的主播培养机制

虎牙作为 YY 的子公司, 完整地继承了 YY 成熟的公会运营经验和丰富的公会资源。通过与公会、经纪公

司联手培养主播, 不仅保障了主播数量, 也保障了内容质量。虎牙还设立了专业的经纪部门, 为自主签约的主播制定个性化的培养方案, 进行全方位的包装与推广。根据 2019 年 2 月小葫芦数据显示, 按照主播人气指数排名, TOP 50 的主播中就有 48%来自于虎牙。

图 24: 2019 年 2 月人气主播 Top50 各平台占比



资料来源: 小葫芦数据, 东兴证券研究所

为降低主播跳槽, 用户流失带来的风险, 虎牙通过推荐同类游戏腰部主播的方式, 分散用户对单一头部主播的关注度。同时虎牙还在官方网站等渠道不断招募新的主播, 宣传平台优异的主播培育机制, 保障内容供给侧的资源。此外, 虎牙从 2015 年开始实施明星主播化战略, 于当年 8 月签约陈赫作为明星代言人, 并为其量身打造游戏直播节目《德玛虎牙》。随后又签约林更新进行表演赛, 助力英雄联盟 S5。自 2015 年开始, 中外一线流量明星林志玲、唐嫣、林允儿和赵丽颖等的直播首秀均被虎牙包揽。娄艺潇、欧阳娜娜等明星还与当红游戏主播一起“开黑”, 为主播明星化创造机会。明星战略化一方面利用明星流量引入潜在游戏用户, 甚至非游戏用户; 另一方面让用户和明星玩家找到共同点, 提高用户粘性。

图 25: 虎牙招募主播活动



图 26: 主播培育机制宣传



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 27: 虎牙明星主播宣传图



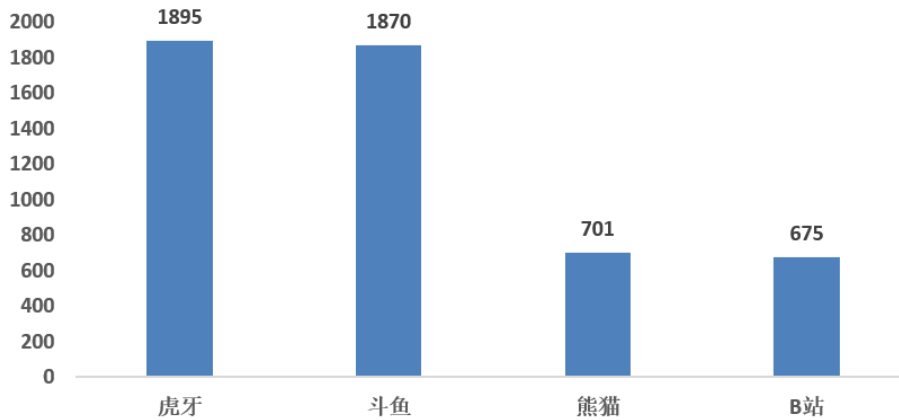
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

2.2.2 深化游戏垂直领域, 抓住电竞体育化机会深挖用户价值

虎牙直播已覆盖了超过 400 款游戏, 包括网游竞技、单机热游和手游休闲, 所有热门游戏均被覆盖。

根据小葫芦数据统计, 2018 年上半年虎牙的赛事直播间为平台累计新增了 1895 万粉丝, 赛事直播的吸流效果明显。虎牙作为行业第一梯队玩家, 丰富的赛事版权有利于打造自身壁垒。2018 年虎牙是唯一集齐 LPL、LCK、LCS (NA)、LCS (EU) 和 LMS 五大英雄联盟赛事版权的平台。此外, 虎牙相继拿下了 DOTA2 国际邀请赛、王者荣耀 KPL 联赛等热门游戏的赛事版权, 还与超过 110 个电子竞技组织合作, 直播或主办了超过 510 场电竞赛事, 其中就包括对大型国家自主赛事 NEST、阿里体育的 WESG、PGL 亚洲邀请赛、京东杯和 XRE 等进行独家直播。

图 28: 2018 上半年赛事直播间新增粉丝累计之和 (万人)



资料来源: 小葫芦数据, 东兴证券研究所

除了转播知名的国际赛事, 虎牙还致力于打造自主赛事 IP。对各爆款游戏都着力打造了热门赛事, 包括虎牙天命杯、虎牙 HMA 联赛、虎牙赏金赛和虎牙明星主播联赛 YSL。这一系列传统模式的赛事都取得了不错的反响。同时虎牙不断开创新玩法, 2018 年 12 月, 虎牙与先知电竞、萤火虫漫展合作举办了 EAF 次元电竞节。此次活动将二次元与电竞相结合, 不仅吸引了平台自有的游戏观众, 还拓展了二次元观众群体。2019 年 1 月, 首届虎牙天命 solo 王开赛, 与传统模式不同, 此次赛事采用了单人 FPP 模式, 满足电竞观众多样的爱好与需求。

图 29: 虎牙 EAF 次元电竞节宣传图



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 30: 虎牙天命 solo 王宣传图

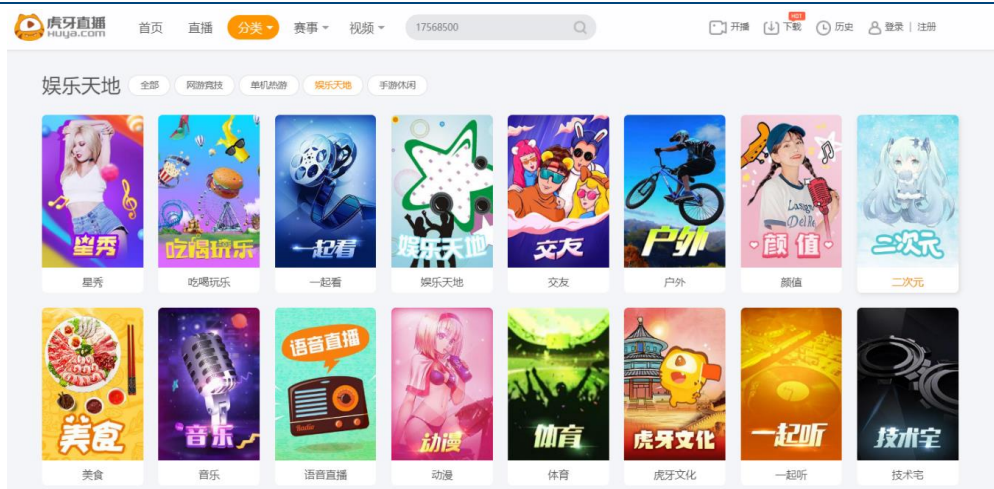


资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

2.2.3 横向覆盖多元内容, 泛娱乐板块备受市场青睐

除了开设各种品类的游戏直播板块, 虎牙还增设了包含二次元、星秀和户外直播等类目的“娱乐天地”板块。2018年7月更是上线了交友直播, 泛娱乐趋势凸显。另外, 早在2015年虎牙就推出了第一个PGC游戏综艺节目《冲分吧! 鹈》。近两年, 虎牙在自制PGC节目内容方面不断创新, 但核心大多不离电竞。比如围绕刺激战场游戏分别推出的《Pick! 天命圈》和《偶像陪练团》均采用了“明星游戏主播+人气偶像”的搭配。2017年首推的大型狼人杀综艺《Godlie》虽然不是围绕电竞游戏开展的, 但也采用了“流量游戏主播+专业狼人杀玩家”的搭配。此举不仅能提高自有用户的粘性, 还打破了平台原有的受众局限, 吸引更多电竞圈外的粉丝, 为泛娱乐板块造势。目前虎牙的直播ARPU值达到43美元, 但由于游戏主播与观众互动相对较少, 用户付费意愿较低, 虎牙的ARPU值与陌陌、YY这类泛娱乐直播平台差距依旧十分明显。虎牙不断尝试以巩固现有电竞观众为基础, 提升泛娱乐板块的吸引力与变现能力。2018年7月播出的《Godlie》第二季已实现转亏为盈, 开始贡献利润, 泛娱乐板块备受期待。

图 31: 虎牙娱乐天地板块



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 32: 虎牙 PGC 《Pick! 天命圈》宣传图

图 33: 虎牙 PGC 《Godlie》宣传图

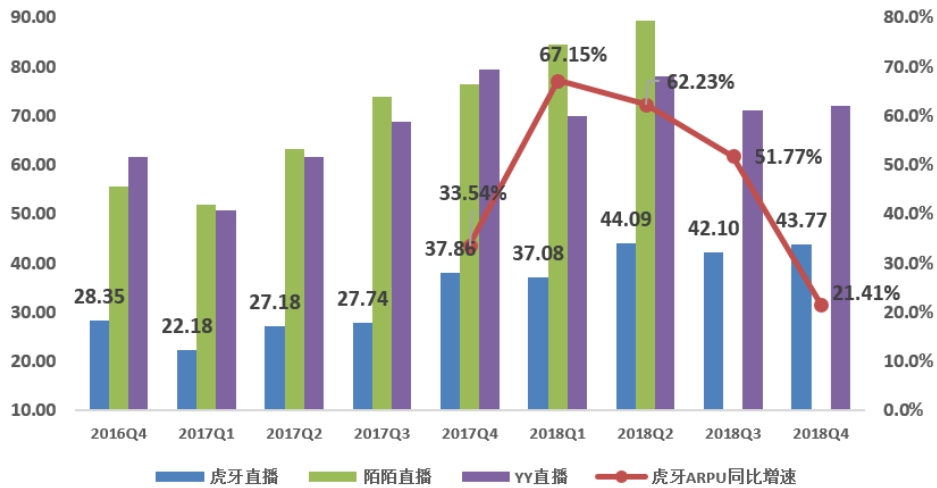


资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 34: 虎牙与其他平台 ARPU 值对比



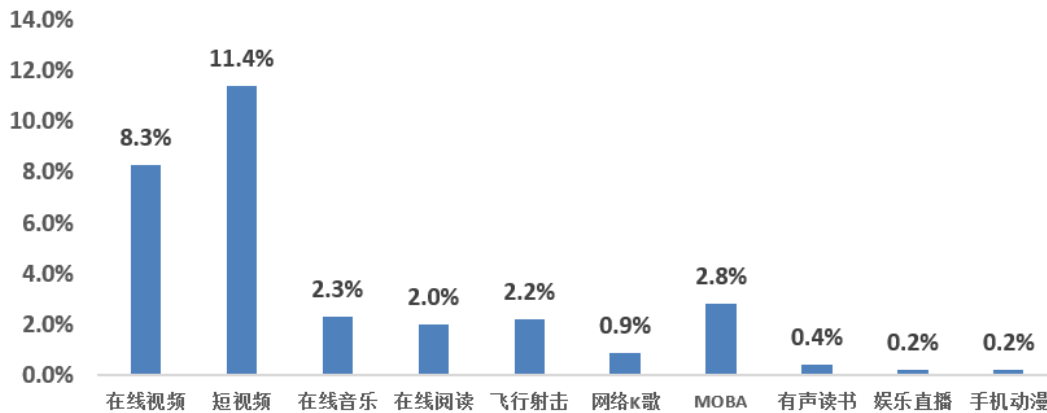
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

2.2.4 内容分发模式不断创新, “直播+短视频”是未来看点

2017年10月, 虎牙与今日头条达成深度合作, 虎牙旗下的头部主播全面入驻西瓜视频, 打造“直播+短视频”的内容分发模式。对比虎牙实时互动的内容形式, 西瓜视频的内容更具精品化和定向化的特点, 受众群体也不同于虎牙, 主要面向拥有碎片化时间和移动场景中的用户。依靠两者互补的内容形式和目标用户, 西瓜视频将虎牙的内容精准分发至更多用户, 再将潜在用户反向引流回虎牙, 两者协同发展, 形成良性的内容循环。现今短视频行业发展迅猛, 根据 Questmobile 数据显示, 2018年短视频 APP 使用时长占比超过在线视频, 达 11.4%, 月总使用时长同比增长 170%。西瓜视频的 MAU 已超过 1.2 亿, 仅次于抖音和快手。因此我们认为虎牙与西瓜视频的合作, 将成为虎牙 MAU 的未来增长点。

2017 年虎牙开始推出直播联运计划, 为合作方提供 App、H5、Web 三种接入模式, 方便与各平台进行无技术障碍的流量连接。2018 年虎牙还成为了微博首家官方合作的游戏直播平台, 开始在微博同步进行直播以获取新的流量入口, 拓宽“直播+社交”的应用边界。

图 35: 2018 年泛娱乐典型细分行业使用时长全网占比 (%)



资料来源: Questmobile, 东兴证券研究所

2.3 战略合作腾讯, 布局海外市场

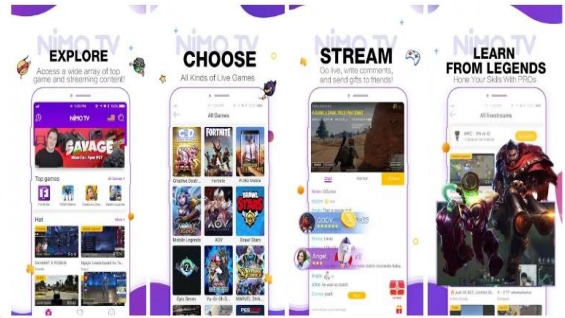
2018 年 6 月, 虎牙宣布与腾讯游戏达成战略合作, 通过把虎牙成熟的直播技术和腾讯丰富的游戏资源进行整合, 以 Nimo TV 直播平台为媒介, 大力开展海外游戏及游戏直播业务。Nimo TV 目前已覆盖大部分国际热门游戏和东南亚本土游戏, 其中包括 PUBG MOBILE 和 Arena of Valor 等腾讯系爆款游戏。为吸引更多东南亚年轻用户, Nimo TV 一方面与东南亚的经纪公司合作开发优质的主播资源, 另一方面大力培养东南亚电竞战队和 KOL 群体, 促进东南亚电竞赛事发展。Nimo TV 的 UI 界面, 使用方式和推广内容也都遵从东南亚地区的审美, 成功抓住东南亚地区用户的喜好和习惯。2018 年 5 月 Nimo TV 上线后迅速成为东南亚最大的游戏直播平台, 成功打入印尼市场。截至 2018 年 12 月, 海外 MAU 已突破 1000 万人。随着海外战略布局的加速实施, 未来虎牙的成功经验有望通过 Nimo TV 快速复制到东南亚的其他国家, 攫取海外游戏直播红利, 成为公司长期营收增长点。

图 36: Nimo TV 宣传图

图 37: Nimo TV App



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所



Nimo TV 是全球領先的遊戲直播平台, 讓來自世界各地的數百萬遊戲玩家與其他志同道合的玩家一起玩遊戲和欣賞遊戲直播。

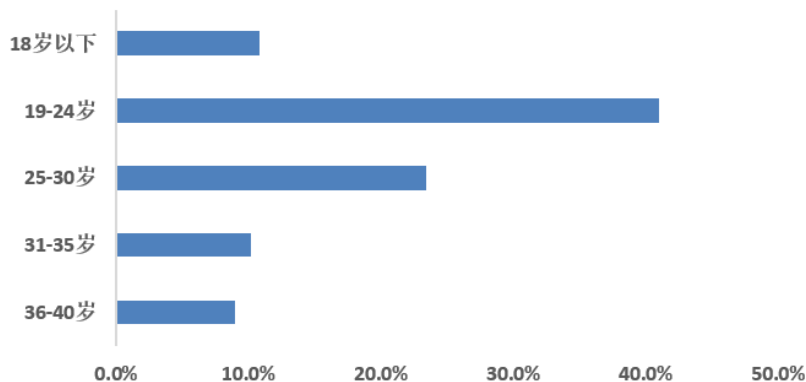
资料来源: Playstore, 东兴证券研究所

3. 行业领先技术为本, 沉浸式社区氛围加持, 共筑坚实壁垒

3.1 积极推动游戏社区建设, 助力新一轮营收增长

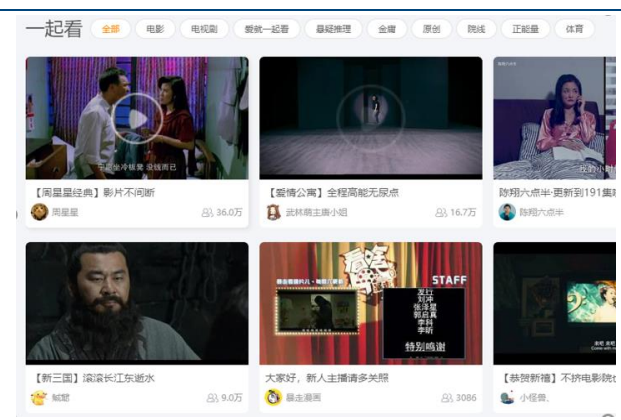
虎牙致力于打造高参与性、高互动性的沉浸式社区。根据艾瑞咨询, 游戏直播平台用户中 95 后占比最后。《95 后社交行为洞察报告》显示, 对 95 后而言, 社交的核心即是丰富的内容。在今年 1 月开始的 LPL 春季赛进行转播时, 虎牙不仅开立了选手第一视角和英文解说直播间, 还授权平台内的个人直播间进行转播和解说, 满足观众多样化的观赛、互动需求。虎牙还不断优化弹幕、实时评论和赠送礼物等社交功能, 提升用户互动性。除此之外, 虎牙还开设“一起玩”、“一起看“和”弹幕操控游戏”等具备更强烈社交属性的玩法, 为用户营造强烈的参与感和归属感, 进而提升用户粘性, 拉升付费意愿和营收增长。近两年, 虎牙开始探索线下社区建设, 尝试与胡桃里、网鱼网咖等线下店合作, 未来社区建设步伐会更坚定。

图 38: 2018 年中国游戏直播用户年龄分布



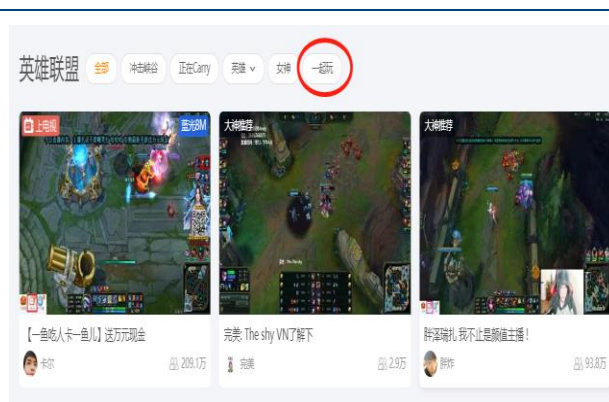
资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

图 39: 虎牙“一起看”专区



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 40: 虎牙“一起玩”专区



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 41: 虎牙弹幕操控游戏宣传图



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

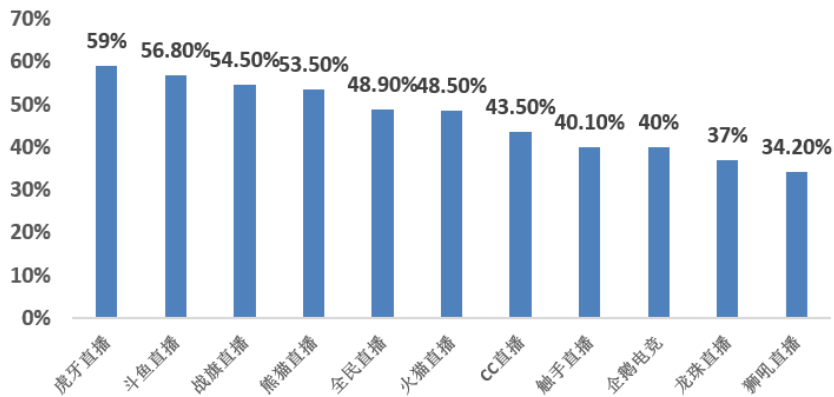
3.2 联手技术大咖优化直播技术, 打造核心竞争力

优质的直播技术是决定用户留存和用户粘性的重要因素之一。早在 2014 年虎牙就开始注重升级直播技术, 领先推出 1080P 高清码率画质, 随后又率先启用 HTML5 直播技术。2017 年, 为提升用户观看体验, 虎牙与英特尔达成长期战略合作, 推出蓝光画质。根据易观数据, 2017 年虎牙年均次月留存率达 59%, 位列行业第一。

目前虎牙 PC 端已经可以达到蓝光 20M 的清晰画质, 远远领先其他游戏直播平台蓝光 10M 的画质上限。虎

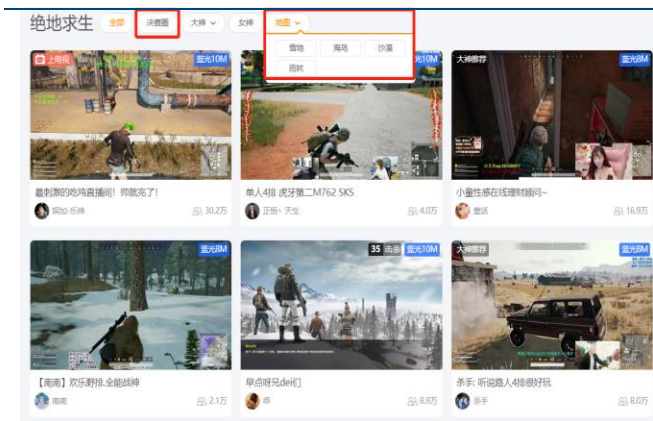
牙还与阿里云建立长期技术合作关系, 在显著降低带宽成本的同时, 满足了用户对低延时和实时互动等方面的要求。2018年, 依托成熟的AI技术, 虎牙直播APP6.0版本推出了AI智能识别功能, 利用精准识别和实时识别技术, 为用户节省搜索时间, 也激励主播生产优质内容。近期虎牙再次领先采用AI人景分离技术, 推出AI智能弹幕, 进一步提高观看体验和用户粘性, 巩固技术壁垒。猎豹大数据显示, 2018年Q3虎牙周活渗透率和周人均打开次数分别达0.4844%和62次, 位居游戏直播行业之首。

图 42: 2017 年各直播平台年均次月留存率 (%)



资料来源: 易观千帆, 东兴证券研究所

图 43: 虎牙 AI 智能识别功能



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 44: 虎牙 AI 人景分离弹幕



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

表 5: 2018 年 Q3 中国直播类 App 排行榜

排名	应用名	周活渗透率	周人均打开次数
1	YY	0.7457%	32.8

2	YY 极速版	0.6545%	11.4
3	虎牙直播	0.4844%	62.0
4	花椒直播	0.4023%	28.2
5	斗鱼直播	0.3745%	59.4
6	企鹅电竞	0.1659%	40.1
7	映客直播	0.1639%	28.0
8	小米直播	0.1312%	18.1
9	Now 直播	0.1111%	70.6
10	触手	0.0841%	50.0

资料来源: 猎豹大数据, 东兴证券研究所

3.3 智能监管叠加大数据推荐算法, 促进平台可持续发展

在强监管的背景下, 虎牙建立了强有力的内部监管机制。主要通过运用 AI 智能技术和大数据, 实时监控平台的内容质量, 保证内容的合法性, 防范不良内容的分发对平台带来消极影响。

公司还运用大数据收集用户信息, 不断完善用户画像以进行个性化推荐, 提高用户粘性。完善的用户画像有助于广告商精准地定位目标客户。因此我们认为, 随着用户粘性的不断提高和用户画像的完善, 平台对广告商的吸引力将逐步提高, 拓宽平台的收入来源, 促进可持续发展。

4. 盈利预测与估值

我们认为虎牙在直播业务方面已经展现出了盈利能力, 但短期内由于推广费用和主播分成费用投入较大, 盈利仍将承压。长期来看, 平台对广告商的吸引力逐步提升, 广告收入有望成为未来增长点, 同时随着技术的成熟和行业的规范化发展, 带宽费用和主播分成费用将有所下滑, 未来利润可期。我们预计 2019 至 2021 年公司营业收入增速分别为 60%、35%、20%。

表 6: 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万美元)	334.37	679.48	1087.17	1467.68	1761.21
增长率 (%)	191.1%	103.21%	60.00%	35.00%	20.00%
净利润 (百万美元)	(12.37)	(298.85)	17.27	57.11	104.88
增长率 (%)	(86.3%)	2315.93%	(105.78%)	230.66%	83.67%
净资产收益率 (%)	(38.95%)	(65.7%)	2.08%	6.58%	11.05%
每股收益(美元)	(0.28)	(6.69)	0.39	1.28	2.35
PE	NA	NA	56.00	16.94	9.22
PB	NA	0.84	1.15	1.08	0.97

资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

我们预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 10.87 亿、14.68 亿、17.61 亿美元, 调整后归母净利润(净亏损)分别为 0.17 亿、0.57 亿、1.05 亿美元; 每股收益分别为 0.39、1.28、2.35 美元, 对应 P/E 分别为 56X、16.94X、9.22X。对应 P/B 分别为 1.15、1.08、0.97。首次覆盖并给予公司“推荐”评级。

表 7: 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值(亿美元)	PE 2019E(倍)	PE 2020E(倍)
YY.O	YY	51.27	11.69	13.02
MOMO.O	MOMO	72.70	14.48	11.18
1980.HK	天鸽互动	3.49	17.63	8.88
IQ.O	爱奇艺	136	-10.73	-14.66

资料来源: Bloomberg, Wind, 东兴证券研究所

5. 风险提示

头部主播流失风险; MAU 增速放缓风险; 游戏版权风险; 主播分成加大风险; 广告收入下滑风险; 直播行业政策监管风险

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万美元					利润表		单位: 百万美元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
流动资产合计	191	961	1549	2565	3680	营业收入	334.37	679.48	1087.17	1467.68	1761.21		
现金及现金等价	68	103	666	1373	2250	营业成本	(295)	(573)	(902)	(1173)	(1364)		
其他短期投资	91	770	764	1031	1237	毛利	39	106	185	294	397		
应收账款	5	6	8	11	14	营业开支	(55)	(108)	(170)	(221)	(257)		
其他应收款	28	80	109	148	177	营业利润	(16)	(2)	15	73	140		
存货	0	0	0	0	0	加: 利息收入	2	23	23	23	23		
其他流动资产	0	2	2	2	3	其他非经营性损益	1	(327)	(15)	(20)	(23)		
非流动资产合计	8	74	63	79	92	非经常项目前利润	(12)	(306)	23	76	140		
固定资产净值	5	13	9	9	9	除税前利润	(12)	(306)	23	76	140		
权益性投资	0	30	24	32	39	所得税	0	7	(6)	(19)	(35)		
可供出售投资	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0		
其他长期投资	2	2	4	6	7	净利润	(12.37)	(298.85)	17.27	57.11	104.88		
商誉及无形资产	1	8	8	8	8	归属母公司净利润	(12)	(299)	17	57	105		
土地使用权	0	0	0	0	0	EPS (美元)	-0.28	-6.69	0.39	1.28	2.35		
其他非流动资产	0	22	18	25	29	主要财务比率							
资产总计	199	1035	1612	2644	3772		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
流动负债合计	105	201	751	1719	2736	成长能力							
应付账款及应付	1	1	3	3	4	营业收入增长	191.06%	103.21%	60.00%	35.00%	20.00%		
应交税金	0	0	0	0	0	归属于母公司净	-82.89%	2315.93%	-105.78%	230.66%	83.67%		
其他流动负债	104	200	749	1716	2732	获利能力							
非流动负债合计	7	12	21	28	33	毛利率 (%)	11.67%	15.65%	17.05%	20.05%	22.54%		
负债合计	112	213	772	1747	2770	净利率 (%)	(3.70%)	(43.98%)	1.59%	3.89%	5.96%		
归属母公司股东	87	823	840	897	1002	总资产净利润 (%)	(11.09%)	(48.42%)	1.30%	2.68%	3.27%		
少数股东权益	0	0	0	0	0	ROE (%)	(38.9%)	(65.70%)	2.08%	6.58%	11.05%		
股东权益合计	87	823	840	897	1002	偿债能力							
现金流量表						资产负债率 (%)	56.18%	20.56%	47.90%	66.07%	73.44%		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	流动比率	182.35%	477.78%	206.15%	149.20%	134.48%		
经营活动现金流	37	105	350	503	680	营运能力							
净利润	(12)	(282)	17	57	105	总资产周转率	299.68%	110.08%	82.14%	68.98%	54.91%		
折旧摊销	1	5	6	8	10	应收账款周转率	134.02	123.99	146.74	148.22	140.73		
营运资本变动	39	40	38	48	98	每股指标 (美元)							
其他非现金调整	9	342	289	390	467	每股收益(最新摊薄)	(0.28)	(6.69)	0.39	1.28	2.35		
投资活动现金流	(86)	(666)	(388)	(397)	(404)	每股净现金流(最新	1.50	0.87	12.60	15.83	19.64		
出售固定资产收	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.95	18.42	18.81	20.09	22.44		
减: 资本性支出	(7)	(19)	(26)	(35)	(42)	估值比率							
投资净变动	(79)	(647)	(363)	(363)	(363)	P/E	0.00	(2.31)	56.00	16.94	9.22		
其他投资活动	0	0	0	0	0	P/B	0.00	0.84	1.15	1.08	0.97		
筹资活动现金流	119	601	601	601	601								
债务增加净额	0	0	0	0	0								
股本增加净额	78	601	601	601	601								
其他筹资活动	41	0	0	0	0								
汇率变动影响	(3)	(2)	0	0	0								
现金净增加额	67	39	563	707	877								

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

许磊

美国金融硕士, MBA, 2013年进入证券业, 曾任职于招商证券, 国信证券, 2016年加入东兴证券研究所, 从事海外市场研究, 重点研究领域为全球大类资产配置, 美股中概股, TMT 板块新兴领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以标普 500 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以标普 500 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。