

视频直播

超配

中性

低配

2019年第四季度业绩预览：欢聚时代和虎牙直播

- 在2019年第四季度业绩即将发布之际，我们预计欢聚时代与市场预期将保持一致，而虎牙直播的营收和盈利都将略超预期。
- 欢聚时代2020年核心营收预计将平稳增长；而虎牙直播由于其营收规模巨大，将开始面临季节性波动。
- 欢聚时代维持买入评级，虎牙直播维持持有评级。

我们在第四季业绩公布前更新了欢聚时代和虎牙直播的业绩预测。

欢聚时代。我们预计YY直播（不包括虎牙直播和Bigo）第四季度营收将同比增长5%，付费用户同比增长8%，付费用户平均消费额（ARPPU）同比下降2%。这是由于YY直播2019年前三季度的营收同比增速分别为14%、12%、9%，呈现小幅放缓；同时付费用户数量稳定，然而移动用户消费时间有所下降。根据QuestMobile的数据，2019年第四季度的移动消费时间同比下降18%，而平均月度活跃移动用户总数同比下降19%。至于2020年第一季度，由于疫情影响我们预计YY直播的营收同比增长5%，季度环比下降12%。然而管理层对公司的经营战略仍有信心。公司还在公告中指出，在主播资源方面，来自其他短视频平台的竞争有限，因为主播通常无法在多个平台上复制成功。对于Bigo，我们预计2019年第四季度的营收将持续增长(季度环比增长18%)，而其盈利能力将保持在相对较低的水平，因为公司为获取用户而投资于Likee和IMO等应用。随着Likee和IMO的活跃用户数量与每用户平均收入上升，我们预计Bigo将在2020年实现月度收支平衡，2021年实现全年收支平衡。

虎牙直播。虎牙直播2019年前三季度的营收同比增速呈现放缓趋势，分别为96%、94%、77%，因此我们预计虎牙直播2019年第四季度营收同比将增长60%，符合市场预期。根据QuestMobile的数据，2019年第四季度的移动消费时间同比增长36%，平均月度活跃移动用户数同比增长6%。我们预计后续虎牙直播的业绩很可能保持稳固，但营收增速将放缓，因为前期基数较高(预计2020年上半年年度直播营收将超过人民币100亿元)，而在内容/主播投资得到控制的情况下，利润率应会不断提高。由于互动礼物功能暂停带来了不利影响，然而春节期间的强劲流量抵消了部分影响，对于2020年第一季度我们预计虎牙直播的营收同比将增长43%，营收季度环比下降3%。另外，2020年3月8日起，腾讯(700 HK)将有资格行使其认购期权，以现行市价将其虎牙直播的投票权益增至50.1%(目前为39.4%)。

盈利预期修正。我们对虎牙直播2020-2021年度盈利预期分别为11.98亿元和16.45亿元，因为付费用户平均消费额（ARPPU）增速放缓，这相应地影响我们对欢聚时代2020-2021年度的盈利预期，分别为32.87亿元和47.28亿元。

建议。**欢聚时代：**我们给予欢聚时代买入评级，根据分类加总方法得出的目标价维持在86.00美元。**风险提示：**竞争和用户流失程度高于预期。**虎牙直播：**我们给予持有评级，根据市盈率方法得出的目标价维持在24美元。**上行风险：**付费用户平均消费额（ARPPU）增加。**下行风险：**竞争加剧，用户流失加快。

研究团队

周雅婷，分析师

执业证书编号：S1680517050001

+86 21 6015 6852

ytzhou@huajingsec.com

股票代码	评级	目标价	营业额(百万)		营业利润(百万)		每股盈利	
			(人民币)		(人民币)		(人民币)	
			2019年	2020年	2019年	2020年	2019年	2020年
YY	买入	\$86.00	25,474	30,931	2,314	3,260	25.58	35.96
HUYA	持有	\$24.00	8,306	11,002	525	1,029	3.15	5.02

资料来源:公司公告、华菁证券

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华菁证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于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受者进行更新的义务。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。

特别声明

在法律许可的情况下，华菁证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。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。

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。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为标普 500 指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为标普 500 指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。