

## 社交模式降维连接中东用户，轻游棋牌输出霸榜海湾市场

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 中东地区总体潜在用户超 1.37 亿，截至 21Q1 末，公司产品渗透率仅为 14%，未来扩张空间充足：根据 Frost & Sullivan 数据，19-24 年 MENA 地区社交网络和娱乐市场规模 CAGR 为 18.3%，而针对 MENA 此细分市场的互联网社交产品仍然较少，公司作为本地稀缺的社交互联网公司具有高成长性。2) 本地化能力强+控费能力提升，长期增长动力充足：公司长期深耕中东市场且本地化团队运营能力强，精准把握本地用户娱乐需求，优化产品提升平台网络效应，实现 MAU 高速增长。同时，公司控费能力提升显著，20 年剔除股权激励影响，整体经营费用率同比下降 3.2pp 至 18.8%。未来 Yalla 和 Yalla Ludo 有望维持竞争优势，叠加 21Q1 上线三款游戏，21-23 年预计实现约 72% 的收入复合增长。3) 公司战略型 IM 产品投入测试，有望促进产品间协同。不断完善 Yalla 生态系统，夯实社交领域竞争优势。
- **Yalla 建立的是无广告、非利益驱动的用户互动型社区，公司盈利模式具有高留存、高抽成的特点，用户生命周期相对较长。**公司重视社区氛围的打造和提供更优质的用户体验。平台的用户增长主要来自老带新的自然流量，公司对买量增长持谨慎态度，利于平台保持社区氛围。Yalla 用户数加速增长，截至 21Q1 末，月活用户数同比+82%，较去年同期+3.1pp，良好的社区氛围有望增强用户粘性并不断拉新；用户充值和收获金币均不可提现，平台实现了现金全留存的高效变现。用户间赠礼抽成比达 70%，由于高社区认同感带来了更高的付费意愿，用户仍然愿意留在 Yalla 平台。
- **游戏业务营收贡献不断提升，新游戏赋能收入增长。**Yalla Ludo 集成 MENA 地区日常棋牌游戏，产品融合聊天+游戏，用户参与度和体验感更高，更易实现利润规模的集聚效应，19Q3 至 21Q1 游戏业务在总营收中贡献的份额从 0.01% 上升至 19%。21Q1 公司上线三款游戏，切入具有类似文化背景的土耳其、沙特、南美市场，公司迁移本地化营销能力至细分市场，新产品有望打开成长空间。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2021-2023 年归母净利润将保持 79.7% 的复合增长率。考虑到公司本地化能力突出，YALLA 目前在 MENA 主要区域用户渗透率仅为 14% 远不及上限。旗下核心产品 Yalla 和 Yalla Ludo 分别在其领域的壁垒日益显著，上线三款新游戏有望贡献成为中长期营收增长点，IM 产品或可成为 Yalla 生态关键齿轮，我们持续看好公司中长期发展，给予一定估值溢价，给予公司 2022 年 26 倍 PE，对应的目标价为 21.06 美元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** MENA 地区政策不稳定风险；市场竞争加剧风险；新游戏拓展市场不及预期风险。

| 指标/年度          | 2020A    | 2021E    | 2022E   | 2023E   |
|----------------|----------|----------|---------|---------|
| 营业收入(百万美元)     | 134.93   | 200.29   | 346.31  | 688.35  |
| 增长率            | 112.60%  | 48.44%   | 72.90%  | 98.77%  |
| 归属母公司净利润(百万美元) | -2.07    | 44.04    | 116.98  | 281.19  |
| 增长率            | -107.66% | 2229.65% | 165.64% | 140.38% |
| 每股收益 EPS       | -0.01    | 0.31     | 0.81    | 1.95    |
| 净资产收益率 ROE     | -0.89%   | 15.86%   | 29.65%  | 41.61%  |
| PE             | -1184.03 | 55.60    | 20.93   | 8.71    |

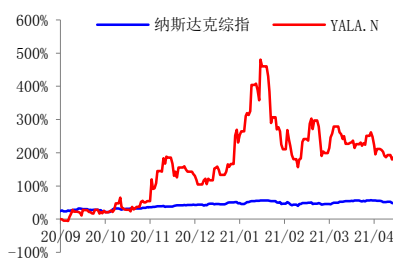
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 陈泽敏  
执业证号: S1250521040001  
电话: 021-58351917  
邮箱: chenzm@swsc.com.cn

分析师: 张闻宇  
执业证号: S1250520080002  
电话: 021-58351917  
邮箱: zwy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 52 周内股价区间(美元) | 6.26-41.35 |
| 总市值(亿美元)      | 24.48      |
| 总资产(亿美元)      | 2.55       |
| 每股净资产(美元)     | 1.63       |

### 相关研究

## 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1 公司概况：中东地区领先的社交和娱乐企业 .....      | 1  |
| 2 本地化互联网产品供给低，中东在线社交和娱乐需求高 ..... | 4  |
| 2.1 MENA 地区本地化互联网产品供给低 .....     | 4  |
| 2.2 MENA 地区社交和娱乐需求旺盛 .....       | 6  |
| 3 打造 Yalla 生态系统，本地化深耕再升级 .....   | 8  |
| 3.1 社交产品 .....                   | 9  |
| 3.2 游戏产品 .....                   | 11 |
| 4 盈利预测与估值 .....                  | 13 |
| 4.1 盈利预测 .....                   | 13 |
| 4.2 相对估值 .....                   | 15 |
| 5 风险提示 .....                     | 15 |

## 图 目 录

|                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1: Yalla 历史沿革.....                                               | 1  |
| 图 2: 公司股权结构.....                                                   | 1  |
| 图 3: 公司营收保持加速增长.....                                               | 3  |
| 图 4: 营收主要来自社交服务, 游戏服务收入占比稳步提升.....                                 | 3  |
| 图 5: 公司 Non-GAAP 净利润稳健增长.....                                      | 3  |
| 图 6: 公司毛利率和净利率下滑主要系股权激励的支出.....                                    | 3  |
| 图 7: 公司经营费率情况 (剔除股权激励影响).....                                      | 4  |
| 图 8: 公司现金及现金等价物增长快速.....                                           | 4  |
| 图 9: 短期来看, MENA 地区可渗透用户达 1.4 亿, 长期来看, 类似文化背景国家可渗透用户超过 6 亿.....     | 4  |
| 图 10: 2019 年各地区电影院数量/百万人口情况.....                                   | 5  |
| 图 11: 2019 年各地区人均购物场所面积情况.....                                     | 5  |
| 图 12: 2019 年全球顶级应用的英语、中文和阿语支持比例.....                               | 5  |
| 图 13: 2019 年 MENA 地区人均手机 APP 安装量仅为 3.4 个.....                      | 5  |
| 图 14: 中东和北非地区市场情况.....                                             | 6  |
| 图 15: MENA 地区在线社交和娱乐市场规模 19-24 年 CARG 达 18%.....                   | 6  |
| 图 16: 2019 年各国家/地区的在线社交和娱乐渗透率.....                                 | 7  |
| 图 17: 2019 年用户每天花费在线社交和娱乐平均时间 (分钟).....                            | 7  |
| 图 18: 2019 年海湾六国与全球平均人均 GDP 情况 (美元).....                           | 7  |
| 图 19: 21Q1 公司的每付费用户平均收入 (ARPPU) 仅为 12 美元.....                      | 7  |
| 图 20: Yalla 是以语音核心的在线社区, 符合 Majlis 传统文化.....                       | 8  |
| 图 21: MENA 地区在线休闲游戏市场规模快速增长.....                                   | 8  |
| 图 22: 随着具有战略意义的 YallaChat 推出, 未来将促进产品间的协同作用, 打造整合的 Yalla 生态系统..... | 9  |
| 图 23: 全球最大休闲游戏社区平台 QQ 游戏嵌入社交模块.....                                | 9  |
| 图 24: Yalla 的“语音社交+休闲游戏”模式.....                                    | 9  |
| 图 25: Yalla 的商业模式与其他流媒体、直播平台的区别.....                               | 10 |
| 图 26: Yalla 充值金币界面.....                                            | 10 |
| 图 27: Yalla 商业模式实现金币全留存.....                                       | 10 |
| 图 28: 20Q3-21Q1 Yalla 平台 MAU 增速均超过 80%.....                        | 11 |
| 图 29: Yalla 在 MENA 主要国家的娱乐应用类别下载量排名情况.....                         | 11 |
| 图 30: 在月活加速增长下, Yalla 付费用户渗透率仍保持稳定.....                            | 11 |
| 图 31: Yalla 的平均每付费用户收入稳中有升.....                                    | 11 |
| 图 32: Yalla Ludo 会员体系更简单, 金币单价更低, 产品融合了游戏+聊天, 大幅提升了用户的参与度和体验感..... | 12 |
| 图 33: Yalla Ludo 2020 年全年 MAU 净增 914 万.....                        | 12 |
| 图 34: Yalla Ludo 在 MENA 主要国家桌面游戏类别下载量排名情况.....                     | 12 |
| 图 35: Yalla Ludo 付费率趋于稳定, 大致在 40%.....                             | 13 |
| 图 36: Yalla Ludo 的 ARPPU 在经历调整后呈稳步上升趋势.....                        | 13 |

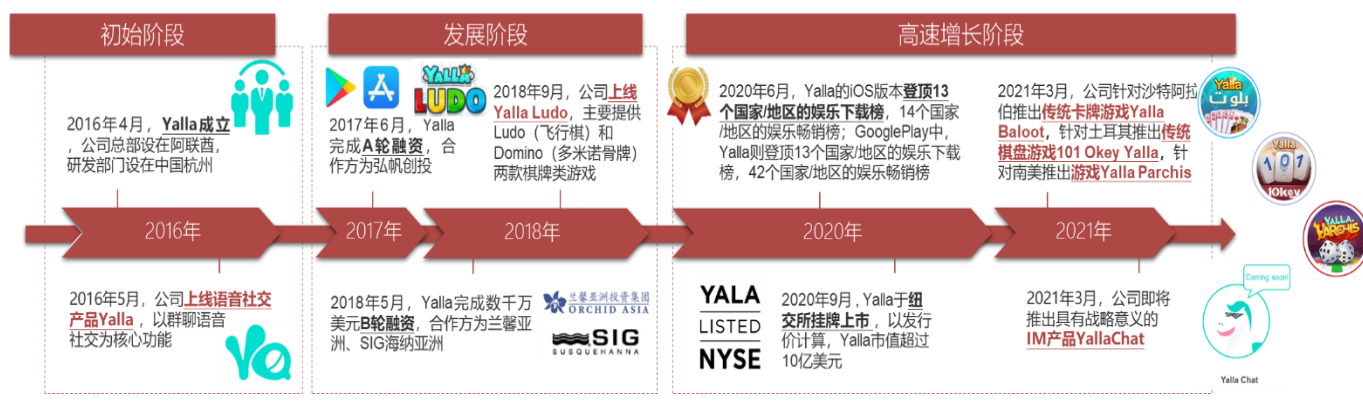
## 表 目 录

|                        |    |
|------------------------|----|
| 表 1：公司管理层情况 .....      | 2  |
| 表 2：分业务收入及毛利率预测 .....  | 14 |
| 表 3：公司未来三年收入预测拆分 ..... | 14 |
| 表 4：可比公司 PE 估值情况 ..... | 15 |
| 附表：财务预测与估值 .....       | 16 |

## 1 公司概况：中东地区领先的社交和娱乐企业

公司拥有强大执行力和本土化能力及产品运营能力，致力于打造中东和北非地区最符合本地用户需求的在线社交和娱乐平台。公司成立于2016年1月，并于同年4月推出语音社交产品 Yalla，将 MENA 地区特有的社交传统 majlis 模式搬到线上。之后公司不断完善社交和娱乐产品矩阵，18 年三季度推出休闲游戏 Yalla Ludo。为寻求更长久、更广阔的发展，2020 年 9 月 30 日，公司于纳斯达克（股票代码：YALA.N）上市。公司核心产品 Yalla 打造语音群聊平台，Yalla Ludo 集成中东和北非最流行的棋牌游戏 Ludo 和 Domino，均为生命周期长、闻名程度高的休闲游戏，截至 21Q1 末，公司平均 MAU 达 1881 万，付费用户达 584 万。根据 Sensor Tower 数据，截至 21Q1 末，以收入计，Yalla 是 MENA 地区最大的以语音为核心的社交和娱乐平台，Yalla Ludo 在 MENA 地区棋牌游戏及家庭游戏类别位居第一。

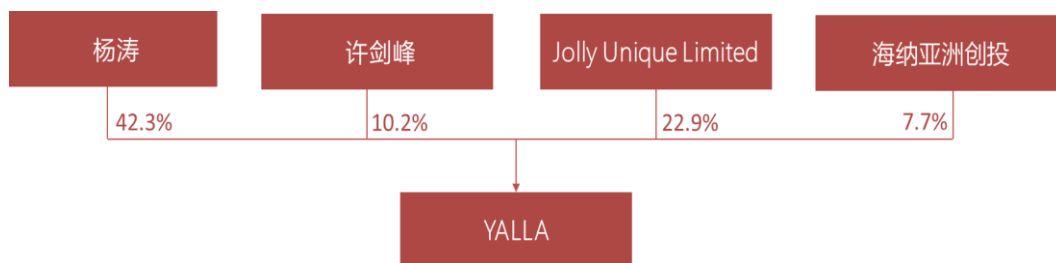
图 1：Yalla 历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司股权结构：**截至 2020Q4 末，公司第一大股东和公司实际控制人均为杨涛，持股比例为 42.3%，享有约 86.6% 投票权；许剑峰持股比例为 10.2%，享有约 2% 投票权。从机构持股情况来看，Jolly Unique Limited 持股 22.9% 为公司第二大股东，享有约 4.4% 投票权；海纳亚洲创投持股比例为 7.7%，享有约 1.5% 投票权。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司核心管理层皆拥有丰富本地化运营及通讯行业经验。**创始人、首席执行官及董事长杨涛在通信领域深耕 15 年，负责公司产品经营和发展规划，Yalla 和 Yalla Ludo 均由杨涛带头统筹、研发及运营。首席运营官徐剑峰曾任职中兴通讯经理；首席财务官胡杨曾负责中兴

通讯中国及中东地区公司的金融业务，皆拥有十余年通讯及本地化运营经验。此外，公司作为中东地区语音社交独角兽，20 年阿拉伯本地高管加盟体现了当地政府对公司的支持，产品持续本地化可期。

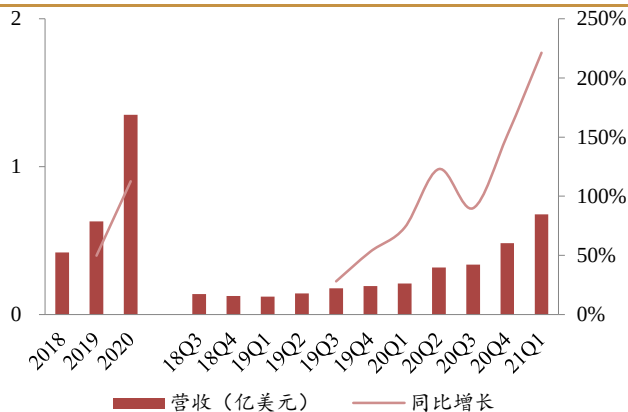
**表 1：公司管理层情况**

| 姓名           | 职位            | 过往经历                                                                                                                                                                                                                             |
|--------------|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 杨涛           | 创始人、首席执行官、董事长 | 拥有东北大学计算机科学学士学位和计算机科学硕士学位<br>2013 年前，在中兴通讯公司工作超过 10 年，离开中兴通讯之前担任中兴通讯公司阿布扎比分公司总经理；<br>2013 年 9 月-2015 年 6 月，担任北京飞诺通信技术有限公司副总裁；<br>2015 年 6 月-2015 年 12 月，担任 ZICT 科技有限公司的经理；<br>2016 年 1 月起，担任雅乐科技的行政总裁；<br>2018 年 2 月起，担任公司董事会主席。 |
| Saifi Ismail | 董事、总裁         | 拥有 Macquarie University 管理学硕士学位和约旦科技大学计算机工程学士学位<br>2010 年-2013 年，担任 NetComm Wireless 销售和业务开发副总裁；<br>2013 年-2019 年，担任阿联酋电信服务提供商 Etisalat 的现代贸易总监；<br>2019 年 10 月起，加入雅乐科技管理层担任总裁；<br>2020 年 8 月起，担任雅乐科技董事。                         |
| 徐剑峰          | 首席运营官         | 拥有澳洲 University of Wollongong 计算机学士学位<br>2013 年 12 月-2015 年 6 月，在北京飞诺通信技术公司从事在中东和北非地区的业务发展和市场营销业务；<br>2015 年 6 月-2015 年 12 月，担任中兴通讯经理；<br>2016 年 1 月起，进入雅乐科技管理层；<br>2018 年 5 月起，担任雅乐科技首席运营官。                                     |
| 胡杨           | 首席财务官         | 拥有西安交通大学经济学硕士学位<br>2008 年 9 月-2017 年 8 月，负责中兴通讯中国和中东地区公司的金融业务；<br>2017 年 10 月-2018 年 9 月，担任钱包金服（北京）科技有限公司财务经理；<br>2018 年 9 月起，加入雅乐科技担任财务总监；<br>2020 年 6 月起，担任雅乐科技首席财务官。                                                          |
| Osman Sultan | 独立董事          | 拥有 Institut Galilee, Paris University 13 材料学硕士学位<br>1998 年-2005 年，担任埃及移动服务公司（ECMS）和 Mobinil 电信公司（埃及第一家提供移动通讯服务的运营商，并已在埃及和伦敦上市）首席执行官；<br>2006 年-2019 年，担任阿联酋电信服务运营商 DU 首席执行官；<br>2020 年 9 月起，担任雅乐科技独立董事。                          |

数据来源：wind，百度百科，西南证券整理

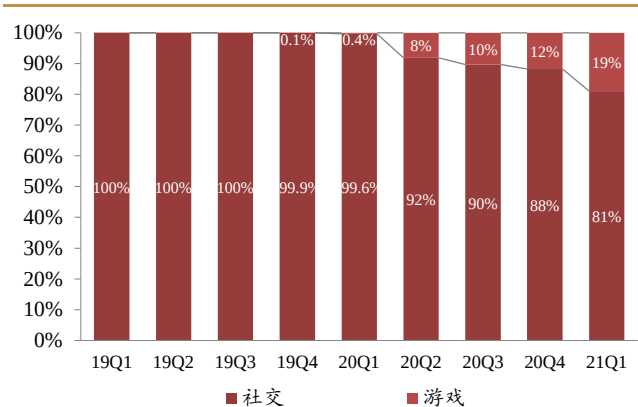
**公司业绩状况：**公司 18-20 年营收分别为 0.4 亿、0.6 亿和 1.4 亿美元，同比增长分别为 50%和 113%，增长呈逐年上升趋势。公司营收主要来自社交服务，即来自语聊 App Yalla，自 19Q3 公司逐步完善游戏矩阵推出 Yalla Ludo，社交服务收入占比逐步降低，21Q1 社交服务收入占比为 81%，游戏服务收入占比达 19%。目前游戏业务仍然保持高速增长，未来或成营收增长主力。

图 3：公司营收保持加速增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

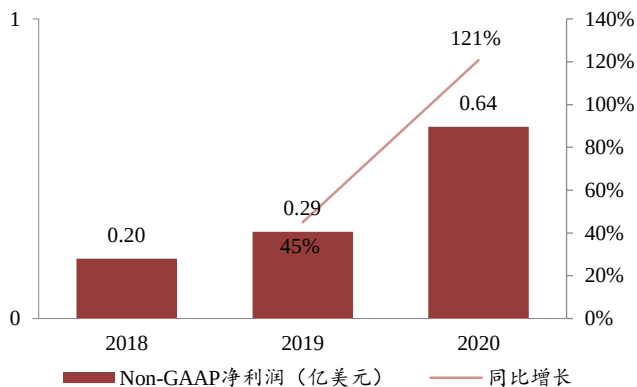
图 4：营收主要来自社交服务，游戏服务收入占比稳步提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

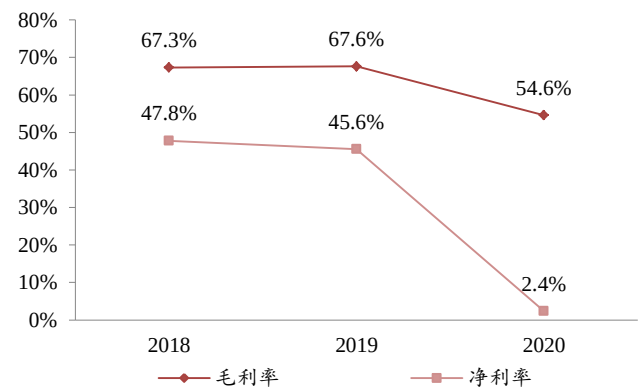
公司 Non-GAAP 净利润稳定增长，毛利率和净利率短暂下滑主要系股权激励支出。公司目前处于高速增长阶段，主要系 Yalla 盈利主要来自平台用户充值互相送礼的抽成，用户增长及付费意愿提高助力 Non-GAAP 净利润高增长。未来公司优化运营两大核心产品叠加新品发布有望持续获客，Yalla 和 Yalla Ludo 在协同效应下获客成本降低，公司盈利能力或持续提升，公司净利润有望保持高速增长。

图 5：公司 Non-GAAP 净利润稳健增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司毛利率和净利率下滑主要系股权激励的支出

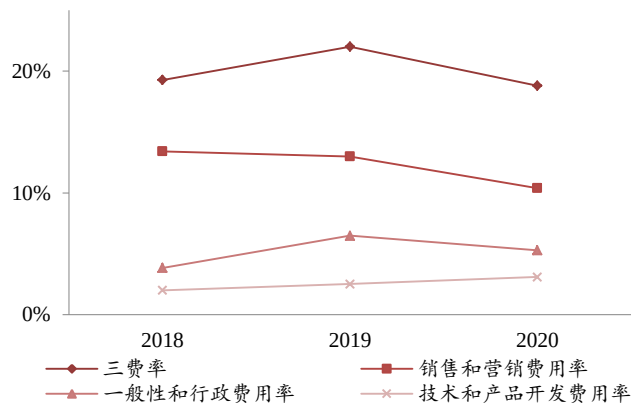


数据来源：公司公告，西南证券整理

营业费用率稳中有降，经营现金流量充沛。剔除公司股权激励的影响，从整体上来看，18-20 年公司经营费用率稳中有降。其中，研发费用率小幅提升主要系人员的扩容和提薪。公司持续强劲的现金流状况，充足的现金及现金等价物可供公司投入土耳其、南美、沙特等细分市场的线上推广以及新产品的研发与运营。

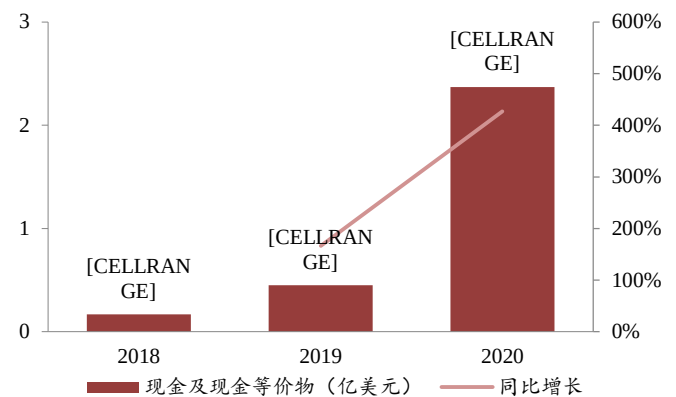


图 7：公司经营费率情况（剔除股权激励影响）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司现金及现金等价物增长快速

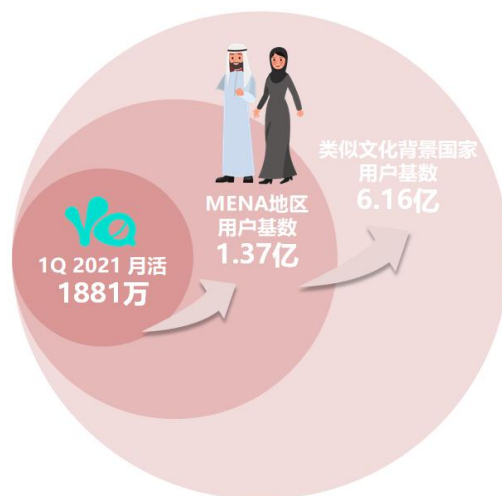


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 本地化互联网产品供给低，中东在线社交和娱乐需求高

根据 20 年 Frost & Sullivan 数据，19 年 MENA 地区社交娱乐人口为 1.4 亿，全球具有类似文化背景的在线社交和娱乐潜在用户数达到 6 亿。截至 21Q1 末，公司社交娱乐平均 MAU 为 1881 万，未来扩张空间充足。

图 9：短期来看，MENA 地区可渗透用户达 1.4 亿，长期来看，类似文化背景国家可渗透用户超过 6 亿



数据来源：Frost & Sullivan 报告，公司公告，西南证券整理

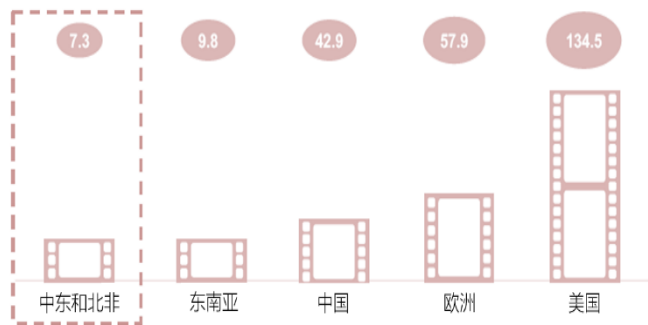
### 2.1 MENA 地区本地化互联网产品供给低

有限的线下社交娱乐以及文化风俗导致线下社交和娱乐受限，市场留白给予优质本地化运营的线上社交和娱乐公司机遇。中东和北非地区线下社交和娱乐选择相对有限，叠加宗教禁酒限制娱乐、女性社交限制、气候炎热等因素，使得 MENA 地区社交娱乐市场供需不平衡。根据 Frost & Sullivan 报告，2019 年 MENA 地区电影院人均面积低于东南亚、中国、欧洲和美国，购物场所人均面积数倍低于欧洲和美国。线下社交娱乐需求被抑制给予线上社交娱乐



发展机遇，MENA 地区人口被压抑的社交需求特别是女性用户的社交需求被显化和释放。Yalla 以语音社交+休闲游戏切入低供给的 MENA 地区社交娱乐市场，打破空间、时间、性别等限制，将社交需求转移至线上。公司的社区用户增长采用老带新为主、买量为辅，保证在多人语聊房间中，半陌生人社交依然有良好的社区氛围。

图 10：2019 年各地区电影院数量/百万人口情况



数据来源：Frost & Sullivan 报告，公司公告，西南证券整理

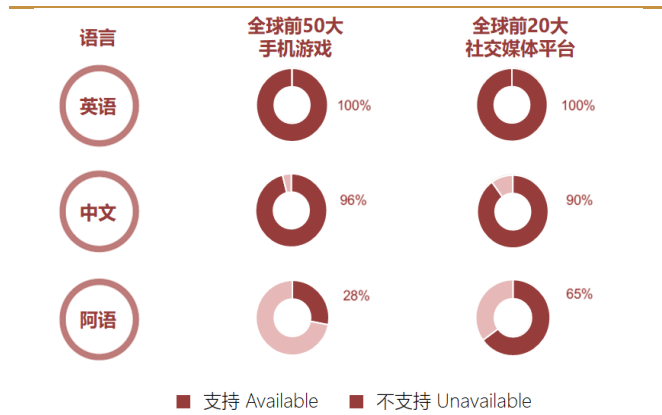
图 11：2019 年各地区人均购物场所面积情况



数据来源：Frost & Sullivan 报告，公司公告，西南证券整理

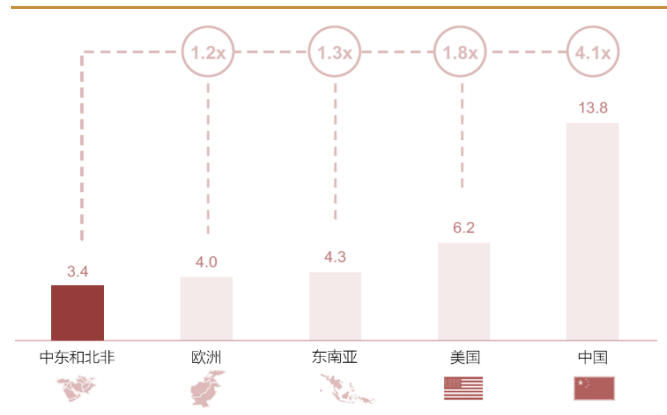
中东和北非地区缺少本地化语言及使用习惯的 APP 供给，当地人对 APP 选择相对有限。仅 Facebook 和 Snap 为中东和北非地区主要使用的软件，当地缺少计算机产业链、互联网创业园对本地化 APP 开发的支持。根据 Frost & Sullivan 报告，前 20 大的社交媒体平台中，仅有 65% 的平台支持阿拉伯语，基于阿语开发的应用远低于其他语种；前 50 大的游戏平台中，仅有 28% 的游戏平台支持阿拉伯语。同美国人均手机 APP 安装量为 6.2 个；中国的人均手机 APP 安装量为 13.8，MENA 地区的人均手机 APP 安装量为 3.4 个还远不到上限，空间巨大。

图 12：2019 年全球顶级应用的英语、中文和阿语支持比例



数据来源：Frost & Sullivan 报告，公司公告，西南证券整理

图 13：2019 年 MENA 地区人均手机 APP 安装量仅为 3.4 个



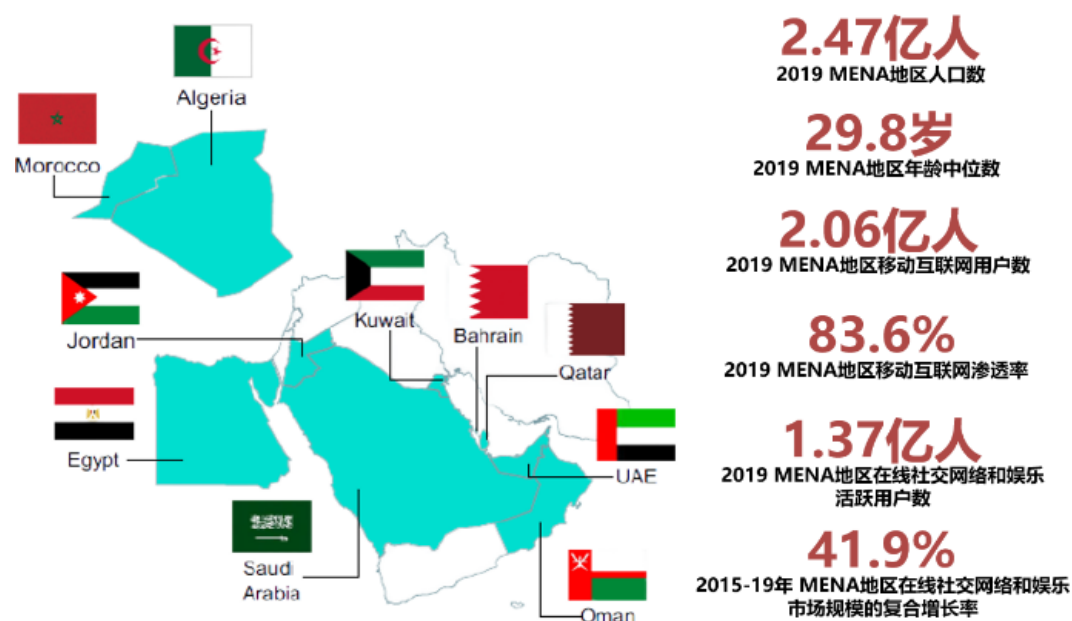
数据来源：Frost & Sullivan 报告，公司公告，西南证券整理

公司的产品中心在迪拜，研发中心在杭州。公司管理层的中东和北非地区电信圈背景，在 MENA 地区的运营模式的选择和本地化产品的运营上具有相对优势，公司把有关产品战略布局的产品中心放在了迪拜，有利于产品的本地化设计及产品测试。考虑到国内语音在线技术较其他国家具有优势，公司把研发中心放在了杭州，负责中台部分，或可在技术方面降维打击。目前 Yalla 已形成活跃且忠实度高的社区，未来不断优化产品的阿语用户体验，有望形成护城河。

## 2.2 MENA 地区社交和娱乐需求旺盛

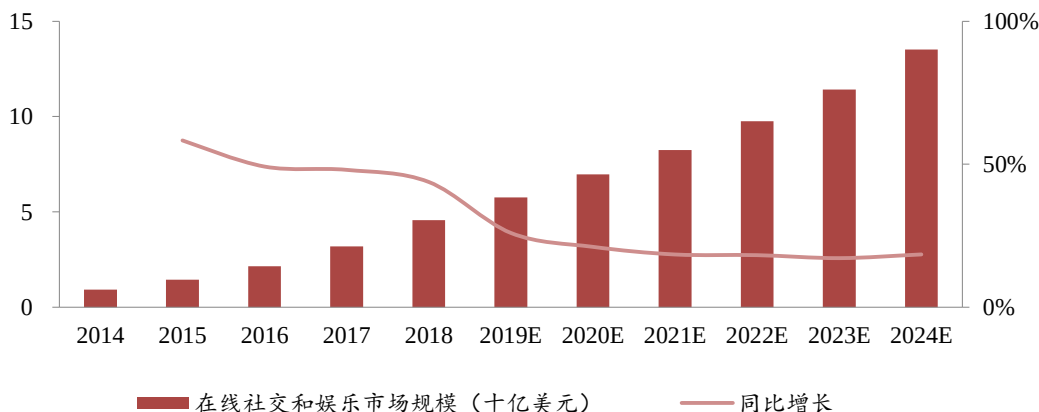
MENA 地区在线社交和娱乐市场潜力大，根据 20 年 Frost & Sullivan 数据，2019-24 年市场规模复合增速达 18.3%，公司作为该地区社交互联网稀缺标的，或将受益于行业增长。19 年，在 MENA 地区的相对稳定、开放的 10 国人口近 2.5 亿，人口年龄中位数为 30 岁且因生育率相对较高，人口年龄的中位数有下降趋势，互联网社交产品对更年轻的用户覆盖率更高且付费意愿更强。MENA 地区移动互联网用户达 2.06 亿，互联网渗透率为 83.6%，但 MENA 地区娱乐项目相对较少，高质量的在线社交和休闲娱乐互联网产品在中东市场受到欢迎，公司是最先进入中东市场且团队长期深耕于 MENA 地区，有望持续受益行业高渗透及增长。

图 14：中东和北非地区市场情况



数据来源：Frost & Sullivan 报告，公司公告，西南证券整理

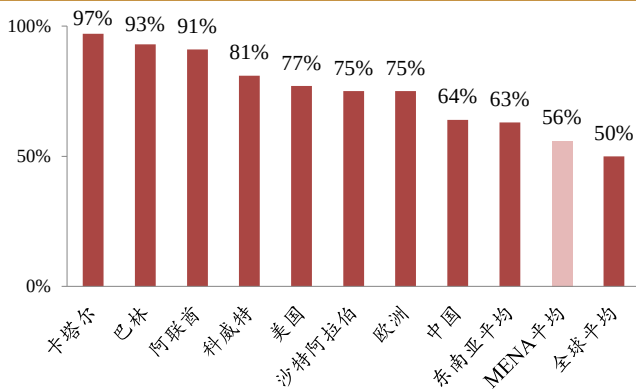
图 15：MENA 地区在线社交和娱乐市场规模 19-24 年 CARG 达 18%



数据来源：Frost & Sullivan 报告，公司公告，西南证券整理

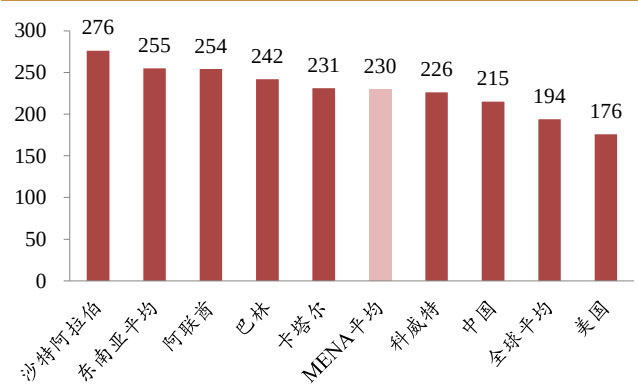
**MENA 地区用户增速、用户在线时长皆高于全球平均，公司有望保持用户高增长。**中东和北非地区受社会文化影响，线下社交和娱乐选择相对有限，且居民整体生活基调相对舒适和闲散，人均平均在线时长或超其他地区。公司的语音社交产品和游戏或在高互联网渗透率之下快速打开增长空间，并逐步渗透至相似文化背景市场，争取更多海外流量，未来公司用户扩张有望保持高速增长。

图 16：2019 年各国家/地区的在线社交和娱乐渗透率



数据来源：Frost & Sullivan 报告，公司公告，西南证券整理

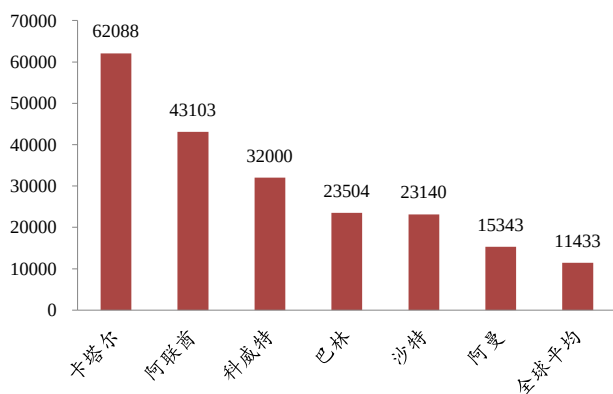
图 17：2019 年用户每天花费在线社交和娱乐平均时间（分钟）



数据来源：Frost & Sullivan 报告，公司公告，西南证券整理

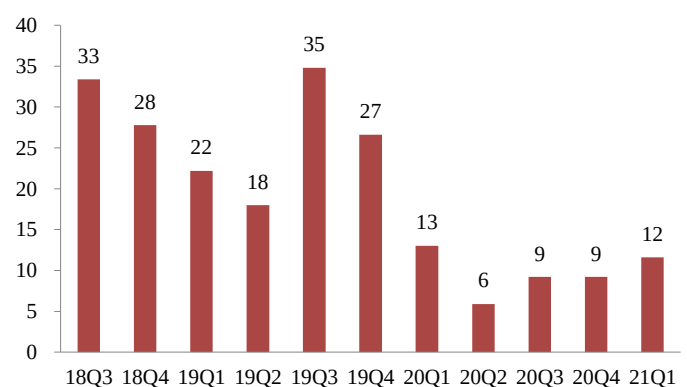
**MENA 地区 ARPPU 上限高于世界其他地区，公司受益于优质客户结构变现能力优秀。**MENA 地区依靠石油行业，中东地区主要国家人均可支配收入水平相对较高。其中，海湾六国城市化程度超过 90%，人均 GDP 水平远超全球平均，该地区互联网用户付费能力、付费意愿相对较高。

图 18：2019 年海湾六国与全球平均人均 GDP 情况（美元）



数据来源：世界银行，西南证券整理

图 19：21Q1 公司的每付费用户平均收入（ARPPU）仅为 12 美元



数据来源：公司公告，西南证券整理

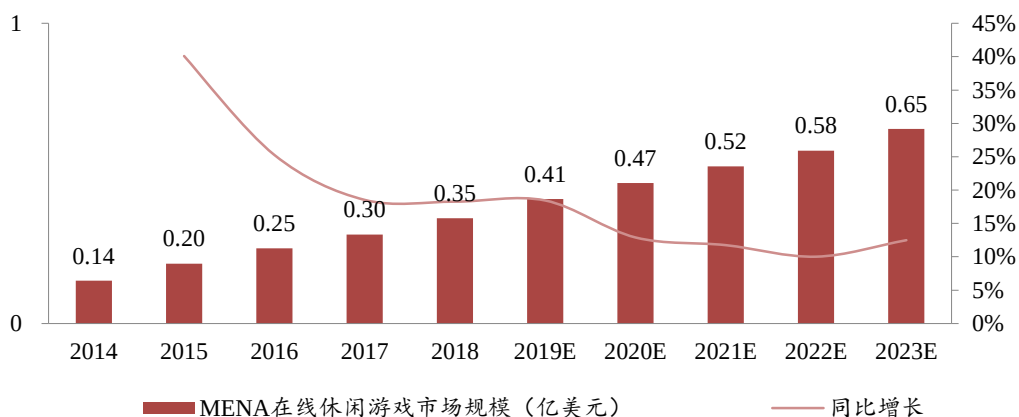
**以语音为核心的在线社交和娱乐平台符合 MENA 地区传统内敛的文化特征，社交+游戏协同发展夯实社区壁垒、用户扩张空间大。**在线休闲游戏以轻松、易上手等特点拥有超长生命周期，覆盖全年龄。公司的语音社交产品中植入休闲游戏，以此模式打造在年龄和性别上受众更平衡的社区。同时，休闲游戏具有破冰开场功能，与语音结合使用，进一步提升用户体验，社区属性凸显。公司将通过不断优化聊天的应用程序，提高 Yalla 和 Yalla Ludo 协同性，巩固 Yalla 生态社区同时为独立的 Yalla Ludo 游戏的用户体验背书，未来社交、游戏业务有望协同保持高增长。

图 20: Yalla 是以语音核心的在线社区，符合 Majlis 传统文化



数据来源: Frost & Sullivan 报告, 公司公告, 西南证券整理

图 21: MENA 地区在线休闲游戏市场规模快速增长

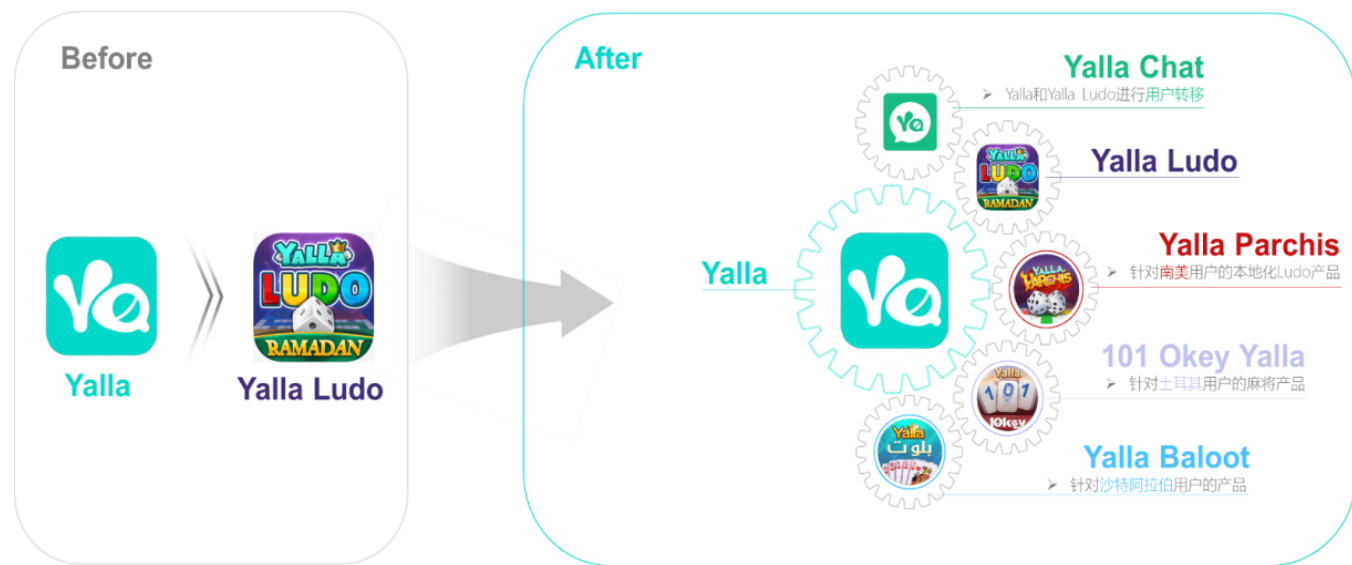


数据来源: Frost & Sullivan 报告, 公司公告, 西南证券整理

### 3 打造 Yalla 生态系统，本地化深耕再升级

公司通过社交及游戏产品不断积累流量，为后续打造的整个 Yalla 生态系统积累引入前期流量。短期来看，公司会根据本地化的反馈不断优化产品，Yalla 和 Yalla Ludo 仍将支撑用户高速增长；中期来看，公司将跟据不同地区人群、不同产品定制营销策略，凭借累积的资源优势和强大的本地化能力，新上线的三款游戏或将成为用户增长主力；长期来看，公司或将在 Yalla 和 Yalla Ludo 等产品推广，鼓励用户使用目前仍在测试中的 IM 产品 YallaChat，考虑到公司在社交网络领域已积累一定影响力，参考 QQ 发展初期的模式及成长路径，YallaChat 产品或可成为后续 Yalla 生态核心齿轮。

图 22：随着具有战略意义的 YallaChat 推出，未来将促进产品间的协同作用，打造整合的 Yalla 生态系统



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：全球最大休闲游戏社区平台 QQ 游戏嵌入社交模块



数据来源：QQ 游戏大厅客户端，西南证券整理

图 24：Yalla 的“语音社交+休闲游戏”模式



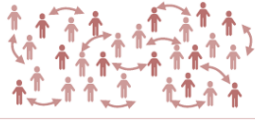
数据来源：Yalla 移动端，西南证券整理

### 3.1 社交产品

Yalla 是完全 UGC 平台且商业模式独特。Yalla 商业模式与其他平台的区别主要有三：1) 多数直播平台的互动以一对多或一对一互动为主，而 Yalla 的平台实现去中心化，为分散的多对多的互动模式。平台所有内容用户自己产生，不聘请主播，对 KOL 等无依赖。2) 用户不可对收获的礼物、金币提现即平台不与用户进行收入分成，能够保持平台高盈利水平。3) Yalla 社区对用户的吸引力无金钱驱动因素，用户关系更平等，内容更清水，用户在平台的社交体验更纯粹。



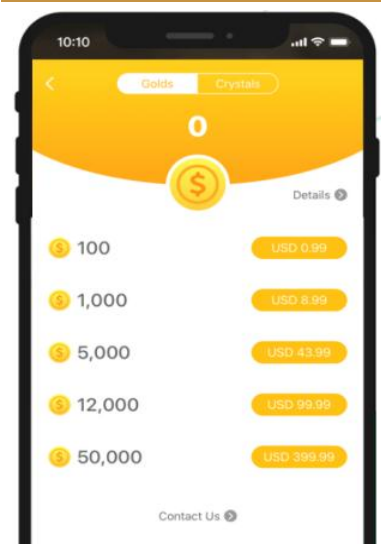
图 25: Yalla 的商业模式与其他流媒体、直播平台的区别

|           | 群聊           | 直播       | 私聊        |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 互动方式      | <br>分散的多对多互动 | <br>1对多互动 | <br>1对1互动 |
| MENA用户接受度 | ✓ 常见且自然                                                                                       | 文化上接受程度较低                                                                                  | 语音功能部分人/时节不合适                                                                                |
| 用户参与程度    | ✓ 1) 用户主动互动<br>2) 群体规模不等                                                                      | 主播主动提供内容, 用户多处于被动接受状态                                                                      | 1) 用户主动互动<br>2) 小群体为主                                                                        |
| 关键人员风险    | ✓ 低                                                                                           | 高                                                                                          | 低                                                                                            |
| 平台主要运营模式  | 聊天室                                                                                           | 直播/广播                                                                                      | 即时通讯                                                                                         |
| 典型使用场景    | 既有熟人也有陌生人的休闲社交场所                                                                              | 以特定主题/内容直播                                                                                 | 熟人之间的交流                                                                                      |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**Yalla 的商业模式实现了现金流入全留存+高抽成。**1) 现金流入全留存: 用户充值购买金币, 公司需要和 Google play 和 ios 应用平台分成。用户有四种方式消耗金币: 聊天室可设置成为成员/上麦需消耗金币、赠送用户虚拟礼物、按月会员特权、参与聊天室游戏。消耗的金币成为平台收入, 未消耗的金币成为延迟收入, 目前 Yalla 社区用户活跃度高, 截至 20Q4 末, 用户平均使用时长超过 4 小时, 未消耗金币的消耗周期较短。2) 高抽成: 上麦、游戏、会员所消耗的金币直接成为平台收入, 用户赠礼消耗的金币平台抽成率高达 70%, 礼物抽成率在行业中处于较高水平。由于高社区认同感带来了更高的付费意愿, 用户仍然愿意留在 Yalla 平台。

图 26: Yalla 充值金币界面



数据来源: Yalla 移动端, 西南证券整理

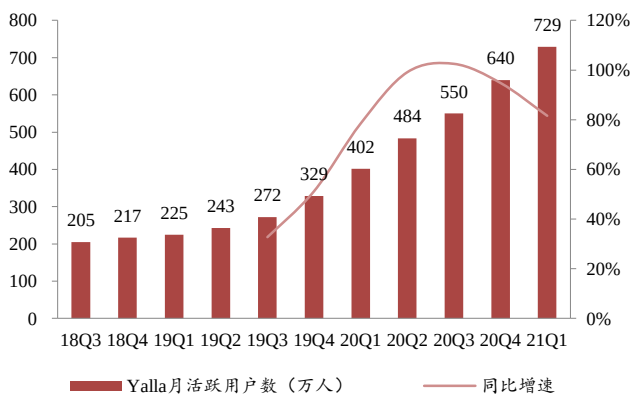
图 27: Yalla 商业模式实现金币全留存



数据来源: Yalla 移动端, 公司公告, 西南证券整理

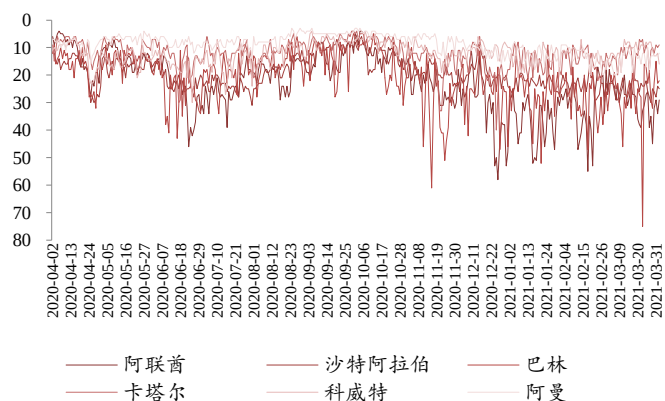
Yalla 月活用户呈加速增长态势，语音社交领域壁垒初显。截至 21Q1 末，以收入计，Yalla 是 MENA 地区最大的以语音为核心的在线社交网络和娱乐平台。在公司营销费率逐年下降的情况下，20Q3-21Q1 Yalla 的下载量排名在娱乐应用类别下仍保持在高位。截至 21Q1 末，Yalla 的 MAU 同比+82%至 729 万，同比环比+3.1pp，呈加速增长态势，平台网络效应日愈显著。

图 28：20Q3-21Q1 Yalla 平台 MAU 增速均超过 80%



数据来源：公司公告，西南证券整理

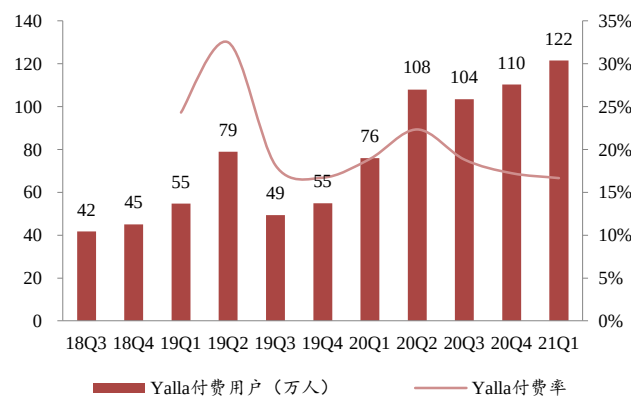
图 29：Yalla 在 MENA 主要国家的娱乐应用类别下载量排名情况



数据来源：七麦数据，西南证券整理

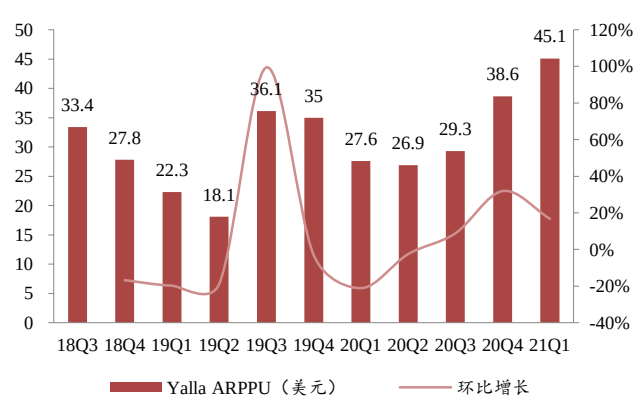
公司追求健康 ARPPU 增长，意欲打造社区生态型长生命周期公司。公司产品设计为新友好型，新增用户可通新人聊天室、新人引导以及无广告入驻、无明显变现等方式快速适应社区，Yalla 产品的新增用户质量可得到保障，后续依然维持良好的平台调性。公司专注社区氛围建设，有控制的进行品牌推广。在 Yalla 月活用户数加速增长的情况下，Yalla 用户付费率仍保持稳定，ARPPU 均保持于 25 美元之上，并在 20Q3 开始呈现加速回升的趋势，印证了 Yalla 社区氛围良好，用户付费意愿稳步提升。

图 30：在月活加速增长下，Yalla 付费用户渗透率仍保持稳定



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：Yalla 的平均每付费用户收入稳中有升



数据来源：七麦数据，西南证券整理

## 3.2 游戏产品

Yalla Ludo 对于整个 Yalla 生态系统为最大的流量入口，战略上相对于 Yalla 不进行明显地变现，产品体验感更优质。Yalla Ludo 产品形态融合了聊天室和游戏。从用户付费接受



度来看，相较 Yalla，Yalla Ludo 的会员体系相对简单，仅有两个等级，虚拟金币的单价也相对较低，且平台时常通过活动赠送金币/钻石，Yalla Ludo 用户付费接受度较高。从产品形态来看，20 年 7 月起，公司在 Yalla Ludo 平台加入了聊天室功能，用户可以在游戏中和其他玩家进行语音互动，Yalla Ludo 的社交性得到提升，同时增强了产品的用户参与度和体验感。

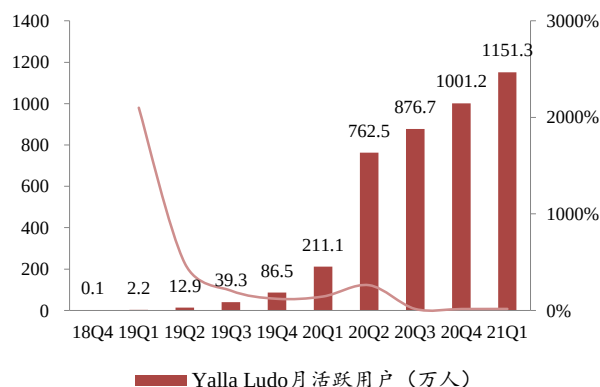
图 32：Yalla Ludo 会员体系更简单，金币单价更低，产品融合了游戏+聊天，大幅提升了用户的参与度和体验感



数据来源：Yalla 移动端，Yalla Ludo 移动端，公司公告，西南证券整理

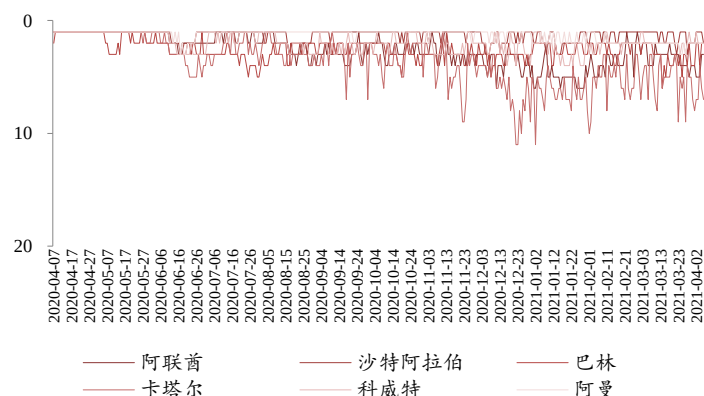
Yalla Ludo 用户在后疫情时代仍保持快速增长，品牌建设效果显著。从用户数据来看，游戏产品培养用户使用习惯的周期相对较短，Yalla Ludo 月活用户数从 18Q4 的 0.1 万人快速攀升至 19Q4 的 86.5 万人。因疫情期间在线娱乐需求增长，20 年上半年 Yalla Ludo 月活跃用户净增 676 万人。在后疫情时代 Yalla Ludo 用户增长依旧强劲，20Q3-21Q1 月活用户的环比增速保持两位数增长。从下载量数据来看，20Q3-21Q1 Yalla Ludo 在 MENA 主要国家的桌面游戏和家庭聚会类别排名仍保持高位，印证了 Yalla Ludo 线上休闲游戏品牌建设效果显著，为后续 Yalla 生态助力。

图 33：Yalla Ludo 2020 年全年 MAU 净增 914 万



数据来源：公司公告，西南证券整理

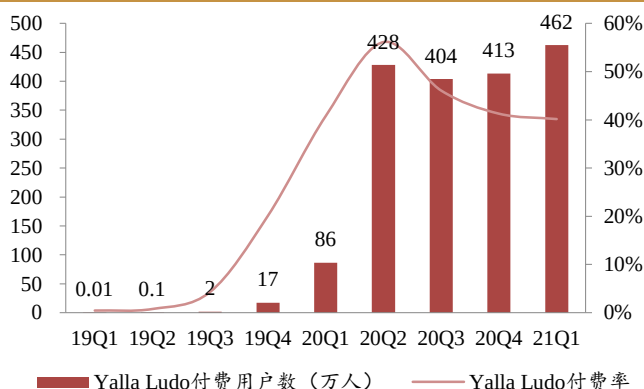
图 34：Yalla Ludo 在 MENA 主要国家桌面游戏类别下载量排名情况



数据来源：七麦数据，西南证券整理

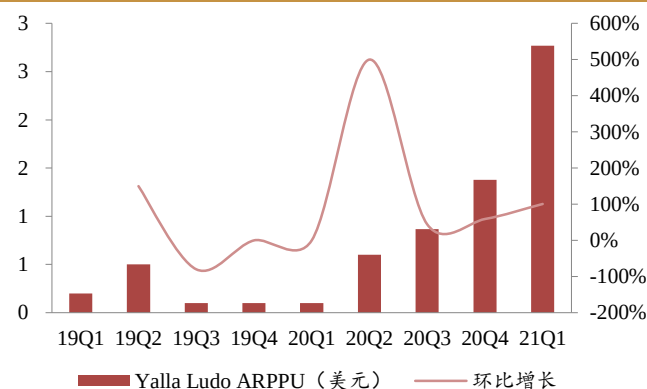
游戏产品付费率仍稳定在较高水平，三款新游戏或收入新增长点。从付费用户数据来看，由于游戏用户付费意愿较高，Yalla Ludo 付费数据起量快速。付费用户数和付费率方面，已于 20Q1 超过 Yalla。后疫情时代 Yalla Ludo 付费用户数稳中有升，付费率趋于稳定，大致在 40% 左右。从 ARPPU 来看，由于 Yalla Ludo 有较强的盈利能力以及公司业务模式的稳健性，在 Yalla Ludo 的 ARPPU 经历短期调整后，呈现回升趋势并在 20Q4 开始加速上升。预计受新游戏上线的影响，公司整体 ARPPU 短期内或下降，未来随着公司依据产品定制营销方案的落地，凭借积累的资源优势和团队强大的本地化能力，中长期来看，新游戏或将支撑 ARPPU 加速回升。

图 35: Yalla Ludo 付费率趋于稳定，大致在 40%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36: Yalla Ludo 的 ARPPU 在经历调整后呈稳步上升趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 假设 1: 用户数

MENA 主要区域及全球具有类似文化背景的国家渗透率仍然较小，此细分市场的社交娱乐需求还远不及上限，考虑到 Yalla 和 Yalla Ludo 开拓 MENA 地区尚在早期，且积极争取海外市场流量，预计 2021-2023 年 Yalla 月活跃用户增速为 70%、50%、30%；Yalla Ludo 月活跃用户增速为 100%、60%、40%。

三款新产品是基于 Yalla Ludo 历史增长数据。Yalla Ludo 上线一年后在 MENA 地区渗透率为 1%，参考 Facebook 在三款游戏上线的地区用户数据，预计针对细分市场的 Yalla Ballot、101 Okey Yalla 和 Yalla Parchis 三款产品 2021-2023 年在其细分市场所在地的渗透率分别为 2%、5%、10%。

#### 假设 2: 付费用户渗透率

Yalla 生态皆通过用户数据驱动算法优化，平台日均活跃用户使用时间或进一步提升，21Q1 平台付费用户占总用户的 31%，随着平台优化，非用户付费意愿或增强，预计 2021-2023 年平台转化率为 35%、37%、39%。

#### 假设 3: 每付费用户平均收入

考虑到三款新游戏上线的影响，公司整体 ARPPU 或将短期内下降并逐步回升，预计 2021-2023 年每付费用户平均收入增速为 72%、-7%、21%。

#### 假设 4：费用率

公司规模效应逐渐显现，预计 2021-2023 年营销费用率逐年下降，分别为 14%、13%、12%；行政费用率为 25%、15%、10%；研发费用率为 3.5%、3%、2.5%。

表 2：分业务收入及毛利率预测

| 单位：百万美元 |     | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 语音社交    | 收入  | 123    | 150.2  | 225.1  | 378.5  |
|         | 增速  | 93.6%  | 22.2%  | 49.8%  | 68.2%  |
| 休闲游戏    | 收入  | 11.9   | 50.1   | 121.2  | 309.7  |
|         | 增速  | 603.2% | 322.3% | 142.1% | 155.6% |
| 合计      | 收入  | 134.9  | 200.3  | 346.3  | 688.2  |
|         | 增速  | 58%    | 48.4%  | 72.9%  | 98.8%  |
|         | 毛利率 | 54.6%  | 67%    | 68%    | 69%    |

数据来源：wind、西南证券

表 3：公司未来三年收入预测拆分

|                         | 2020A        | 2021E      | 2022E      | 2023E      |
|-------------------------|--------------|------------|------------|------------|
| Yalla 月活跃用户数（百万人）       | 640.1        | 1088       | 1632       | 2122       |
| yoy                     | 94.8%        | 70%        | 50%        | 30%        |
| Yalla Ludo 月活跃用户数（百万人）  | 1001.2       | 2002       | 3204       | 4485       |
| yoy                     | 1057.5%      | 100%       | 60%        | 40%        |
| Yalla Baloot            | -            | 32         | 82         | 170        |
| 101 Okey Yalla          | -            | 92         | 241        | 503        |
| Yalla Parchis           | -            | 600        | 1525       | 3100       |
| <b>YALLA 月活跃用户（百万人）</b> | <b>16.41</b> | <b>38</b>  | <b>67</b>  | <b>104</b> |
| yoy                     | 295%         | 132%       | 75%        | 55%        |
| <b>YALLA 付费用户渗透率</b>    | <b>34%</b>   | <b>35%</b> | <b>37%</b> | <b>39%</b> |
| YALLA 付费用户（百万人）         | 5.24         | 14         | 25         | 40         |
| yoy                     | 155%         | 85%        | 64%        | 155%       |
| <b>每付费用户平均收入（美元）</b>    | <b>8.7</b>   | <b>15</b>  | <b>14</b>  | <b>17</b>  |
| yoy                     | -66%         | 72%        | -7%        | 21%        |
| <b>营业收入（百万美元）</b>       | <b>134.9</b> | <b>200</b> | <b>346</b> | <b>688</b> |

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2021 年-2023 年收入为 2、3.5、6.9 亿美元，归母净利润分别为 0.44、1.17、2.81 亿美元，EPS 分别为 0.31、0.81、1.95 美元，对应 PE 分别为 56、21、9 倍。

## 4.2 相对估值

我们选择同行业业务结构相似的四家社交公司作为可比公司，2022 年四家可比公司平均 PE 为 23.3 倍，考虑到公司本地化能力突出，YALLA 目前在 MENA 主要区域用户渗透率仅为 14%，旗下核心产品 Yalla 和 Yalla Ludo 分别在其领域的壁垒日愈显著，上线三款新游戏有望贡献成为中长期营收增长点，IM 产品或可成为 Yalla 生态关键齿轮，我们持续看好公司中长期发展，给予一定估值溢价，给予公司 2022 年 26 倍 PE，对应的目标价为 21.06 美元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司 PE 估值情况

| 股票代码    | 证券简称     | 股价（美元） | 市值（亿美元） | PE    |       |       |
|---------|----------|--------|---------|-------|-------|-------|
|         |          |        |         | 2020A | 2021E | 2022E |
| 9911.HK | 赤子城科技    | 0.7    | 7.1     | 37.5  | 22.5  | 15.7  |
| FB.O    | Facebook | 313.6  | 8891.7  | 26.7  | 24.7  | 21.0  |
| MOMO.O  | 陌陌       | 14.2   | 29.1    | 8.9   | 8.2   | 6.8   |
| TWTR.N  | 推特       | 52.9   | 422.4   | -38.0 | 68.3  | 49.7  |
| 行业平均    |          |        | 2337.6  | 8.8   | 30.9  | 23.3  |

数据来源：Bloomberg, wind, 西南证券整理（截至 2021.5.19）

## 5 风险提示

MENA 地区政策不稳定风险；市场竞争加剧风险；新游戏拓展市场不及预期风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万美元)     | 2020A   | 2021E  | 2022E  | 2023E  | 现金流量表 (百万美元) | 2020A    | 2021E    | 2022E   | 2023E   |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------------|----------|----------|---------|---------|
| 营业额            | 134.93  | 200.29 | 346.31 | 688.35 | 税后经营利润       | 3.12     | 49.93    | 127.04  | 299.03  |
| 销售成本           | 61.27   | 66.10  | 109.09 | 209.95 | 折旧与摊销        | 0.26     | 0.98     | 2.54    | 4.11    |
| 其他费用           | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 财务费用         | -0.20    | -0.88    | -1.10   | -1.73   |
| 销售费用           | 64.68   | 77.11  | 96.97  | 151.44 | 其他经营资金       | 61.61    | -16.17   | -15.51  | -37.40  |
| 管理费用           | 5.22    | 7.01   | 10.39  | 17.21  | 经营性现金净流量     | 64.79    | 33.86    | 112.97  | 264.01  |
| 财务费用           | -0.20   | -0.88  | -1.10  | -1.73  | 投资性现金净流量     | 2.48     | -9.89    | -9.89   | -9.89   |
| 其他经营损益         | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 筹资性现金净流量     | 123.77   | 0.88     | 1.10    | 1.73    |
| 投资收益           | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 现金流量净额       | 191.04   | 24.85    | 104.18  | 255.85  |
| 公允价值变动损益       | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |              |          |          |         |         |
| 营业利润           | 3.96    | 50.95  | 130.97 | 311.49 |              |          |          |         |         |
| 其他非经营损益        | 0.11    | 0.11   | 0.11   | 0.11   |              |          |          |         |         |
| 税前利润           | 4.07    | 51.06  | 131.08 | 311.60 |              |          |          |         |         |
| 所得税            | 0.86    | 1.02   | 3.93   | 12.46  |              |          |          |         |         |
| 税后利润           | 3.21    | 50.04  | 127.15 | 299.14 |              |          |          |         |         |
| 归属于非控股股东利润     | 5.28    | 6.00   | 10.17  | 17.95  |              |          |          |         |         |
| 归属于母公司股东利润     | -2.07   | 44.04  | 116.98 | 281.19 |              |          |          |         |         |
| EBITDA         | 4.13    | 51.16  | 132.52 | 313.98 |              |          |          |         |         |
| NOPLAT         | 2.90    | 49.07  | 125.97 | 297.37 |              |          |          |         |         |
| EPS(美元)        | -0.01   | 0.31   | 0.81   | 1.95   |              |          |          |         |         |
|                |         |        |        |        |              |          |          |         |         |
| 资产负债表 (百万美元)   | 2020A   | 2021E  | 2022E  | 2023E  | 财务分析指标       | 2020A    | 2021E    | 2022E   | 2023E   |
| 货币资金           | 237.65  | 262.50 | 366.68 | 622.53 | 成长能力         |          |          |         |         |
| 应收账款           | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 营收额增长率       | 112.60%  | 48.44%   | 72.90%  | 98.77%  |
| 预付款项、按金及其他应收款项 | 15.73   | 24.69  | 46.49  | 99.95  | EBIT 增长率     | -86.63%  | 1196.13% | 159.00% | 138.40% |
| 其他应收款          | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | EBITDA 增长率   | -85.81%  | 1137.58% | 159.02% | 136.92% |
| 存货             | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 税后利润增长率      | -88.89%  | 1457.24% | 154.09% | 135.27% |
| 其他流动资产         | 0.00    | 10.01  | 17.32  | 34.42  | 盈利能力         |          |          |         |         |
| 流动资产总计         | 253.38  | 297.21 | 430.49 | 756.90 | 毛利率          | 54.59%   | 67.00%   | 68.50%  | 69.50%  |
| 长期股权投资         | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 净利率          | 2.38%    | 24.98%   | 36.72%  | 43.46%  |
| 固定资产           | 1.24    | 5.26   | 12.72  | 18.61  | ROE          | -0.89%   | 15.86%   | 29.65%  | 41.61%  |
| 在建工程           | 0.00    | 5.00   | 5.00   | 5.00   | ROA          | -0.81%   | 14.32%   | 26.10%  | 36.03%  |
| 无形资产           | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | ROIC         | 16.07%   | 134.95%  | 155.20% | 201.01% |
| 长期待摊费用         | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 估值倍数         |          |          |         |         |
| 其他非流动资产        | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | P/E          | -1184.03 | 55.60    | 20.93   | 8.71    |
| 非流动资产合计        | 1.24    | 10.26  | 17.72  | 23.61  | P/S          | 18.14    | 12.22    | 7.07    | 3.56    |
| 资产总计           | 254.62  | 307.47 | 448.21 | 780.50 | P/B          | 10.48    | 8.82     | 6.21    | 3.62    |
| 短期借款           | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 股息率          | 0.00     | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 应付账款           | 1.57    | 1.63   | 2.39   | 4.03   | EV/EBIT      | 578.30   | 44.63    | 16.85   | 6.63    |
| 其他流动负债         | 19.51   | 22.27  | 35.09  | 66.62  | EV/EBITDA    | 541.62   | 43.78    | 16.52   | 6.54    |
| 流动负债合计         | 21.08   | 23.89  | 37.48  | 70.65  | EV/NOPLAT    | 772.76   | 45.65    | 17.38   | 6.91    |
| 长期借款           | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |              |          |          |         |         |
| 其他非流动负债        | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |              |          |          |         |         |
| 非流动负债合计        | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |              |          |          |         |         |
| 负债合计           | 21.08   | 23.89  | 37.48  | 70.65  |              |          |          |         |         |
| 普通股            | 143.23  | 143.23 | 143.23 | 143.23 |              |          |          |         |         |
| 储备             | 220.62  | 220.62 | 220.62 | 220.62 |              |          |          |         |         |
| 留存收益           | -130.32 | -86.28 | 30.69  | 311.88 |              |          |          |         |         |
| 归属于母公司股东权益     | 233.53  | 277.57 | 394.55 | 675.73 |              |          |          |         |         |
| 归属于非控股股东权益     | 0.00    | 6.00   | 16.18  | 34.12  |              |          |          |         |         |
| 权益合计           | 233.53  | 283.57 | 410.72 | 709.86 |              |          |          |         |         |
| 负债和权益合计        | 254.62  | 307.47 | 448.21 | 780.50 |              |          |          |         |         |

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 吴菲阳 | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹  | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
|    | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593   | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105   | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 刘琦  | 销售经理    | 18612751192   | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn    |
|    | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315   | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775   | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理    | 17751018376   | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 地区销售总监  | 18601139362   | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 地区销售副总监 | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339   | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 林芷璇 | 高级销售经理  | 15012585122   | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
|    | 陈慧玲 | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |