

# 强烈推荐

## 用户规模增长目标展现雄心 再融资极大增强公司竞争力

### 虎牙直播 (HUYA.US)

2019-04-17 星期三

## 投资要点

目标价: \$ 22.51  
 现价: \$ 28.60  
 预计升幅: 27.0%

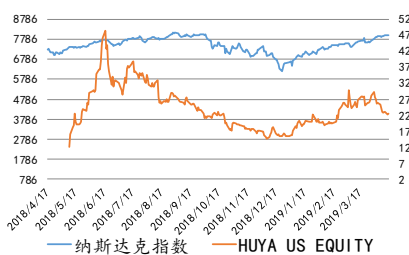
### 股本数据

总股本(亿 ADS): 2.04  
 市值(亿美元): 45.35  
 52周高/低(美元): 50.82/14.44  
 每股净值(美元): 4.04  
 所属行业: TMT

### 主要股东

YY 41.14%  
 Linen Investment 29.58%

### 52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



### 国元国际研究部

姓名: 李承儒

电话: 0755-21519182

Email: licr@gzq.com.hk

### 用户增速超预期, 未来仍有增长空间:

2018年公司实现收入46.63亿元, 同比增长113.4%; 经调整净利润4.61亿元, 实现扭亏, 经调整净利润率为9.89%。四季度平台MAU已经达到1.16亿人, 同比增长34.5%, 其中移动端MAU为5070万人, 较上年同期增长30.7%。公司目标2019年将MAU提升至1.4亿人以上, 我们预计全年总体平均MAU应该能维持在1.1亿人左右。得益于移动端用户数量的扩大, 且移动端用户具备更强变现能力以及更高付费率, 公司第四季付费用户增长至480万人, 同比增长73.1%, 付费率提升至4.14%, 单季ARPU提升至300.4元, 较年初233.2元有较高提升。我们认为公司目前商业化水平较同类型公司仍然较低, 付费比率及用户单价均有提升空间, 预计未来将付费率及用户单价将会提升至8%及350元水平。与传统秀场直播平台相比, 泛娱乐类游戏直播平台更能吸引年轻用户留存, 且处于蓬勃发展阶段, 因此公司仍能享受行业高速增长红利。公司已经将渠道开放给众多大型平台, 包括小程序、微博、WeGame等平台, 未来用户获取数量增速能够保持较高水平。

### 增发融资增厚资本实力, 行业整合即将进入最后阶段:

公司宣布公开增发募股, 以每ADS价格24美元, 发行规模2116万份, 来获取超5亿美元的总募集金额。鉴于竞争对手斗鱼将会上市, 此次融资所得资金会被将用于建设内容生态圈、扩充电竞合作伙伴以及提高平台内容质量。本轮融资将帮助公司稳固行业地位, 同时增强平台竞争力。鉴于目前行业已经处于激烈竞争的尾声阶段, 实力较小的平台市场份额将会被头部玩家逐渐蚕食, 预计未来行业中最终只能剩下两至三个巨头平台, 届时行业开始逐步提升整体利润率水平, 因此对于公司2019年业绩而言, 在获取融资后资本实力得到极大加强, 在资本投入上可能较此前更为激进, 2019年利润率将会下滑, 但用户数量及平台活跃度将提升。

### 公司未来盈利水平持续提升, 维持强烈推荐评级:

公司2019年对公司架构进行调整, 成立电竞公司并继续加大对高质量电竞赛事投入, 将开展自办赛事、内容运营等来丰富平台自生内容。预计2019年整体利润率提升水平较此前预计值要低, 但长远来看, 资本增厚有助于提高用户规模及用户活跃度, 支持公司平稳度过行业接下来整合阶段, 争取更大市场份额。维持目标价28.6美元, 对应2019年每预计付费用户价值1100美金, PS5.8倍, 较现价有27%空间, 给予**强烈推荐**评级。

截至12月31日财政年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总营收(百万元)	2,185	4,663	6,753	8,814	10,963
变动	174.16%	113.45%	44.81%	30.51%	24.39%
净利润(百万元)	(66)	(2051)	171	415	807
变动	N/A	N/A	N/A	142.88%	94.27%
净利润率	-3.03%	-43.98%	2.53%	4.71%	7.36%
每股盈利(元)	(1.07)	(15.02)	0.84	2.04	3.96
基于股价的市盈率(倍)	N/A	N/A	177.68	73.15	37.66

资料来源: 公司年报、国元国际预测

娱乐视频类上市公司估值

代码	公司名称	年初至今 涨跌	市值(亿)				EPS					PE					PB				
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E			
IQ US	爱奇艺	41.32%	166.86	(2.53)	(1.21)	(0.72)	(0.07)	N/A	N/A	N/A	N/A	1.77	25.45	41.69	17.53						
NFLX US	奈飞公司	20.80%	1569.40	2.78	4.61	7.16	10.62	99.87	77.92	50.22	33.86	22.31	21.59	15.08	10.25						
NTES US	网易公司	15.66%	348.99	7.08	10.74	12.84	14.10	35.23	24.73	20.68	18.83	4.70	4.14	3.59	3.23						
CMCM US	猎豹移动公司	1.80%	8.83	1.28	0.12	0.07	N/A	4.48	50.80	88.62	N/A	0.33	1.01	0.93	0.78						
YY US	欢聚时代	36.90%	70.19	3.82	6.86	8.28	9.99	11.68	12.60	10.45	8.66	1.38	2.09	1.89	1.47						
MOMO US	陌陌科技	42.58%	74.85	2.06	2.79	3.37	3.72	12.26	12.96	10.74	9.74	3.07	4.04	2.89	2.10						
3700 HK	映客	2.04%	41.22	0.12	0.05	0.06	0.06	2.25	5.29	3.95	4.30	6.89	2.64	1.55	N/A						
1980 HK	天鸽互动	-0.66%	37.93	0.03	0.04	N/A	N/A	15.62	9.74	N/A	N/A	1.21	N/A	N/A	N/A						
平均								25.91	27.72	30.78	15.08	5.21	8.71	9.66	5.89						

资料来源: 国元国际, Bloomberg

盈利预测

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
收入	2,184.8	4,663.4	6,753.1	8,813.7	10,963.3
成本	(1,929.9)	(3,933.6)	(5,758.4)	(7,406.7)	(8,969.3)
<b>毛利</b>	<b>255.0</b>	<b>729.8</b>	<b>994.8</b>	<b>1,407.0</b>	<b>1,994.0</b>
销售费用	(87.3)	(189.2)	(255.4)	(296.3)	(373.3)
研发费用	(170.2)	(265.2)	(387.1)	(410.3)	(435.0)
管理费用	(87.3)	(287.7)	(374.0)	(441.3)	(476.7)
其它经营收入	9.6	38.9	38.9	38.9	38.9
<b>营运利润</b>	<b>(80.2)</b>	<b>26.7</b>	<b>17.1</b>	<b>297.9</b>	<b>747.9</b>
其他收入	14.0	(2,128.6)	179.4	179.4	179.4
税前利润	(66.1)	(2,102.0)	196.5	477.4	927.4
所得税	0.0	50.9	(25.6)	(62.1)	(120.6)
<b>净利润</b>	<b>(66.1)</b>	<b>(2,051.0)</b>	<b>171.0</b>	<b>415.3</b>	<b>806.8</b>
<b>增长</b>					
总收入增长 (%)	174.16%	113.45%	44.81%	30.51%	24.39%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	142.88%	94.27%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
货币资金	442.5	709.0	4,303.9	4,854.0	5,829.7
短期存款及投资	593.2	5,284.0	5,284.0	5,284.0	5,284.0
应收账款	143.2	282.7	409.4	534.3	664.6
预付及其他资产	71.4	319.5	462.7	603.8	751.1
流动资产	1,250.3	6,595.2	10,459.9	11,276.1	12,529.4
固定资产	32.3	87.4	113.6	134.1	144.8
无形资产	5.6	52.0	75.9	80.4	85.3
长期投资	10.3	219.8	219.8	219.8	219.8
其他长期资产	2.0	120.8	151.8	151.8	151.8
<b>总资产</b>	<b>1,300.5</b>	<b>7,075.2</b>	<b>11,021.1</b>	<b>11,862.2</b>	<b>13,131.1</b>
应付账款	14.2	43.9	47.1	49.1	52.9
递延收入	243.4	469.4	679.7	887.1	1,103.5
预收账款	4.0	14.4	21.1	27.1	32.8
应计负债及其它	424.1	852.8	1,023.3	1,228.0	1,473.6
流动负债	685.7	1,380.4	1,771.2	2,191.3	2,662.8
其他长期负债	45.0	80.7	48.6	48.6	48.6
<b>总负债</b>	<b>730.7</b>	<b>1,461.2</b>	<b>1,819.9</b>	<b>2,240.0</b>	<b>2,711.4</b>
储备	650.5	7,667.9	11,017.9	11,017.9	11,017.9
留存收益	(81.0)	(2,389.5)	(2,183.4)	(1,762.3)	(964.9)
其它	0.4	366.7	366.7	366.7	366.7
<b>股东权益</b>	<b>569.9</b>	<b>5,645.0</b>	<b>9,201.2</b>	<b>9,622.2</b>	<b>10,419.7</b>

财务分析

	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	11.7%	15.6%	14.7%	16.0%	18.2%
EBIT率 (%)	-3.7%	0.6%	0.3%	3.4%	6.8%
净利率 (%)	-3.0%	-44.0%	2.5%	4.7%	7.4%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	15.8%	15.9%	15.1%	13.0%	11.7%
实际税率 (%)	0.0%	2.4%	13.0%	13.0%	13.0%
应收账款天数	24	22	22	22	22
应付账款天数	3	4	3	2	2
<b>财务状况</b>					
负债/权益	1.28	0.26	0.20	0.23	0.26
收入/总资产	1.68	0.66	0.61	0.74	0.83
总资产/权益	2.28	1.25	1.20	1.23	1.26
现金/总资产	79.6%	84.7%	87.0%	85.5%	84.6%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
<b>净利润</b>	<b>(81.0)</b>	<b>(2,506.3)</b>	<b>171.0</b>	<b>415.3</b>	<b>806.8</b>
调整	68.4	2,312.4	7.7	9.9	12.9
运营资本变化	255.0	316.6	88.9	154.0	193.9
<b>营运现金流</b>	<b>242.4</b>	<b>122.7</b>	<b>267.5</b>	<b>579.3</b>	<b>1,013.5</b>
购买物业及设备	(37.2)	(19.9)	(20.9)	(27.2)	(35.3)
购买无形资产	(6.2)	(1.4)	(1.7)	(2.0)	(2.4)
购置定期存款	(503.8)	(4,690.7)	0.0	0.0	0.0
其它投资活动	(12.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(559.6)</b>	<b>(4,712.1)</b>	<b>(22.6)</b>	<b>(29.2)</b>	<b>(37.8)</b>
融资额	0.0	1,170.0	3,350.0	0.0	0.0
母公司投资	164.9	0.0	0.0	0.0	0.0
资本注资	100.0	3,685.9	0.0	0.0	0.0
发行优先股	509.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>774.4</b>	<b>4,855.9</b>	<b>3,350.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
汇兑变化	(21.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
现金变化	436.3	266.5	3,594.9	550.0	975.7
期初持有现金	6.2	442.5	709.0	4,303.9	4,854.0
<b>期末持有现金</b>	<b>442.5</b>	<b>709.0</b>	<b>4,303.9</b>	<b>4,854.0</b>	<b>5,829.7</b>

## 投資評級定義和免責條款

### 投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

### 免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或被視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能買入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元國際控股有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元國際”)編寫，所載資料的來源皆被國元國際認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元國際或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元國際於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元國際事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元國際保留一切追究權利。

#### 規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元國際控股有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無雇員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

### 國元國際控股有限公司

香港中環干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>