

证券研究报告—深度报告

互联网

斗鱼招股书整理

中性

(维持评级)

2019年07月25日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《顺网科技-300113-2019年业绩预告点评:基数效应导致上半年业绩下滑,期待云业务持续落地》——2019-07-15
 《顺网科技-300113-重大事件快评:从“数据上云”到“算力上云”,顺网云火力全开》——2019-06-28
 《海外个股财报点评:陌陌,营收超预期,陌陌社交龙头地位稳固》——2019-05-31
 《2018年及2019Q1互联网中概股业绩总结:细分赛道暖春仍在,视频及直播居前》——2019-05-28
 《游族网络-002174-2019年一季度财报点评:业绩稳定增长,顶级游戏即将步入收获期》——2019-05-05

证券分析师:张衡

电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002
 联系人: 谢琦
 电话: 021-60933157
 E-MAIL: xieqi2@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

斗鱼赴美上市,游戏直播迎来“双寡头时代”

● 公司概况: 斗鱼为国内流量基础最高的游戏直播平台

斗鱼是国内活跃用户数最高的游戏直播平台,直播收入占公司总营收的90%以上。2019Q1,公司直播收入达13.54亿元(同比+149%),主要系平台头部主播及独播电竞赛事数量持续增长,为平台增加优质内容;净利润为1900万元,为2016年以来首次扭亏,主要系直播及内容分成比例较前期下降、利息收入及其他非经常性损益大幅提升。在上市之前,斗鱼已累计完成6轮融资,累计融资金额超70亿元,腾讯、红杉资本等知名投资机构纷纷入局。

● 运营表现: 核心主业优势突出,顶尖主播数量远超同行业平台

直播作为典型的“中心化”业务,内容质量、用户数量及用户使用时长均与头部主播相关度较高。截至2019Q1,斗鱼已与国内TOP100游戏主播中的51位签订了独家直播合同,包括8位TOP10主播,顶尖主播数量远超同行业平台。得益于优质内容,平台活跃用户数量跃居同行业第一名,2019Q1,其MAU达1.59亿次,平均月留存率达79%,人均使用时长约为56分钟,均为行业顶尖水平。

● 行业: 直播行业已进入成熟期,未来行业增长来源于深度变现

2018年,游戏直播用户规模已达2.6亿人,同比增长18%,用户规模增速显著放缓,未来市场规模的增长主要来自于深度变现。2018年,我国游戏直播市场规模达131.9亿元,同比增长60%,预计2020年增长至250亿元。为提升用户变现深度,头部直播平台虎牙、斗鱼等不断开拓创新性服务(如弹幕抽奖、主播陪玩、赛事竞猜等),拉动用户打赏付费。除专业游戏直播平台外,以抖音、快手为代表的短视频平台纷纷开展游戏直播业务,积极探索游戏直播市场。我们认为,直播平台本身差异化较低,核心竞争力来源于头部主播,若后续拥有大流量底座的短视频平台,借力资本撬动头部主播,游戏直播行业格局可能会发生变化。

● 斗鱼 VS 虎牙: 斗鱼流量基础较高,变现能力略低于虎牙

2019Q1,斗鱼MAU为1.59亿,为虎牙的1.29倍;虎牙承袭了YY完善的工会体系,流量变现能力较强,付费渗透率及ARPPU值均略高于斗鱼。截至2019Q1,斗鱼付费渗透率为3.77%,对应付费用户数为600万,同期虎牙付费渗透率为4.4%,对应付费用户数为540万。若后续斗鱼加大秀场直播比例,其付费渗透率及人均ARPPU值均有望提升。

● 风险提示

直播行业政策监管趋严的风险;新兴互联网内容业态抢占用户时长的风险;成本过高的风险;快手、抖音等平台抢占市场份额的风险;用户付费率及ARPPU值不及预期的风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(美元)	总市值(亿美元)	EPS 2017	EPS 2018	PS 2017	PS 2018
DOYU	斗鱼	未评级	10.50	34.09	-11.46	-15.85	11.30	6.13
HUYA	虎牙直播	未评级	21.66	44.28	-0.15	-2.19	13.10	6.44

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

通过与头部手游、端游的 MAU 对比，我们认为，游戏直播行业的用户规模已进入稳定期，未来市场增量来自于深度变现。电竞行业迎来多面利好，将成为直播行业未来发展的主要驱动力。斗鱼及虎牙同为游戏直播行业领军者，二者用户体量接近，斗鱼流量底盘及付费用户数略高于虎牙，虎牙承袭了 YY 的工会基因，流量变现效率较高，且秀场直播占比略高于斗鱼，导致其付费渗透率及单用户 ARPPU 值略高于斗鱼。我们判断，未来游戏直播行业的竞争是电竞版权、头部主播、平台运营等多方面的竞争，斗鱼有望通过增加电竞赛事、头部主播、秀场直播比例等多种方式，提升其付费用户数及 ARPPU 值。

核心假设或逻辑

第一，游戏直播是游戏的衍生内容，与游戏行业的成长相关度较高

第二，直播业务为典型的“中心化”业务，其用户量级、单用户 ARPPU 值与主播息息相关，若快手、抖音等短视频平台，借助资本力量大力进军游戏直播，直播市场格局可能会发生变化

第三，相比于游戏直播，秀场直播刺激用户付费及打赏的效率更高，若平台增大秀场直播比重，其付费渗透率及单用户 ARPPU 值均有望提升

第四，游戏直播平台未来或将成为游戏的重要宣发渠道

与市场预期不同之处

市场或认为，直播行业已进入成熟期或衰退期，我们认为，游戏直播作为游戏的衍生内容，会随游戏市场的存在而存在，未来，随着新游戏的推出，游戏直播平台用户数具备扩张的可能性

市场或认为，流量基础为直播平台的核心竞争力，我们认为，用户基础是直播平台发展中的重要因素，但并非唯一因素，快手、抖音等流量基础雄厚的短视频平台，进军直播业务时，同样面临产品运营、平台调性、用户适配度等问题

市场或认为，头部主播为直播平台的核心竞争力，若抖音、快手等平台借助资本力量进军游戏直播行业，将对虎牙、斗鱼等传统游戏直播平台造成较大冲击，我们认为，游戏直播的发展已经进入深度变现期，各平台均已沉淀各具特色的粉丝，主播切换平台，同样面临粉丝流失、调性不匹配的风险

股价变化的催化因素

第一，平台 MAU 增长超出市场预期

第二，直播业务单用户 ARPPU 值增长超出预期

第三，游戏行业发展超出预期，如新增头部游戏数量、新增游戏玩家数量超出市场预期等

核心假设或逻辑的主要风险

第一，直播行业政策监管趋严的风险

第二，新兴互联网内容业态抢占用户时长的风险

第三，头部主播议价能力过高，导致公司成本过高的风险

第四，快手、抖音等新入局者抢占市场份额的风险

第五，用户付费率及单用户付费值不及预期的风险等

内容目录

公司概况：斗鱼系国内流量基础最高的游戏直播平台	5
营收构成：超 9 成收入来源于直播	5
股权结构：腾讯为公司最大股东	5
财务及运营：2019Q1 成功扭亏，MAU 超 1.59 亿	5
财务表现：2019Q1 扭亏主要系利息及汇兑损益增加	5
运营数据：MAU 持续增长，月留存高位增长	7
行业：直播行业进入成熟期，电竞为行业新增长点	8
直播行业：发展步入成熟期，未来增长来源于深度变现	8
电竞行业：多面利好，成就电竞“最好的时代”	9
竞争格局：斗鱼虎牙为“电竞双雄”，短视频平台探索游戏直播	10
同业对比：斗鱼流量基础较高，变现能力略低于虎牙	11
流量基础：斗鱼 MAU 及付费用户数略超虎牙	11
付费力：虎牙变现能力略高于斗鱼	12
财务表现：人均 ARPPU 值差距是二者营业利润差距的主要原因	12
风险提示	13
国信证券投资评级	14
分析师承诺	错误!未定义书签。
风险提示	错误!未定义书签。
证券投资咨询业务的说明	错误!未定义书签。

图表目录

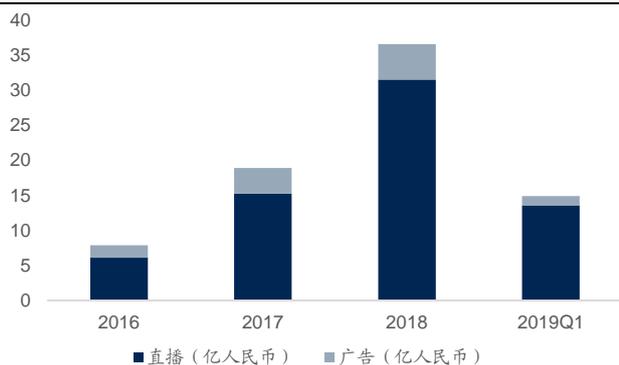
图 1: 2016-2019Q1 斗鱼各项业务营收构成.....	5
图 2: 2016-2019Q1 斗鱼各项业务营收占比.....	5
图 3: 斗鱼股权结构.....	5
图 4: 2016-2018 斗鱼成本构成.....	6
图 5: 2016-2019Q1 内容、分成收入及占直播收入比重.....	6
图 6: 2016-2019Q1 斗鱼营业成本及同比增速.....	6
图 7: 2016-2019Q1 内容、分成收入及占直播收入比重.....	6
图 8: 2016-2019Q1 公司利息收入及其他非经常性损益.....	7
图 9: 2016-2019Q1 公司期间费用.....	7
图 10: 2017Q1-2019Q1 斗鱼季度 MAU 及增速.....	8
图 11: 2016-2019Q1 斗鱼移动平均 MAU 及移动化率.....	8
图 12: 2017Q1-2019Q1 斗鱼直播平台月留存率.....	8
图 13: 2016-2022E 中国游戏直播用户规模及增速.....	9
图 14: 2016-2022 年中国游戏直播市场规模及增速.....	9
图 15: 2015-2019 我国电竞行业市场规模及增速.....	9
图 16: 2019 年 4 月 00 后、90 后泛娱乐用户使用直播类 App Top100.....	10
图 17: 9.2w 头部主播所在平台分布情况.....	11
图 18: 2017Q1-2019Q1 斗鱼 VS 虎牙季度 MAU 增量.....	11
图 19: 2017Q1-2019Q1 斗鱼 VS 虎牙 MAU.....	11
图 20: 2017Q2-2019Q1 虎牙 VS 斗鱼付费用户数.....	12
图 21: 2017Q2-2019Q1 斗鱼 VS 虎牙 ARPPU 值.....	12
图 22: 2017Q2-2019Q1 斗鱼 VS 虎牙付费渗透率 (MAU 口径).....	12
图 23: 2016-2019Q1 斗鱼 VS 虎牙收入对比.....	13
图 24: 2016-2019Q1 斗鱼 VS 虎牙成本对比.....	13
图 25: 2019Q1 斗鱼 VS 虎牙营业利润对比.....	13

公司概况：斗鱼系国内流量基础最高的游戏直播平台

营收构成：超9成收入来源于直播

斗鱼是国内流量基础最高的游戏直播平台，主打互动游戏和娱乐直播，汇聚国内众多优质头部主播。公司营收主要由直播及广告两大业务构成，2019Q1，公司直播收入为13.54亿元，同比增长149.19%，占总收入比重为90.9%。直播收入的增长，主要来自于持续提供的优质游戏直播内容，以及斗鱼头部主播及独播电竞赛事的数量增加。同期，公司广告收入为1.35亿元，同比增长9.67%，占总收入9.1%。

图 1：2016-2019Q1 斗鱼各项业务营收构成



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图 2：2016-2019Q1 斗鱼各项业务营收占比

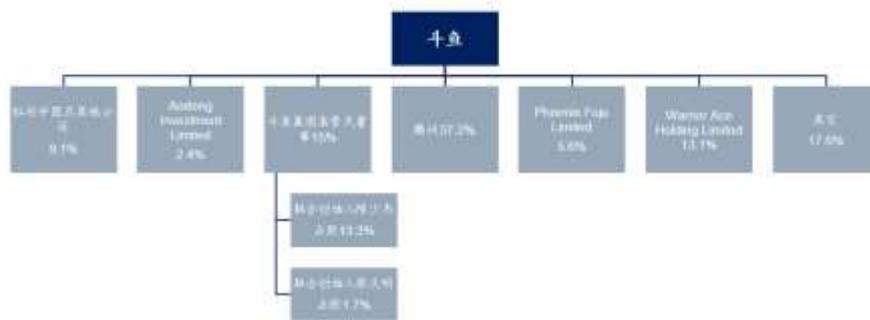


资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

股权结构：腾讯为公司最大股东

斗鱼在公开发行后的持股情况如下：腾讯持有公司1206.8万股，占公司总股本的37.2%，为公司最大股东。Warrior Ace Holding Limited持股13.1%，红杉中国及其他公司持股9.1%，Phoenix Fuju Limited持股5.6%。斗鱼集团所有高管及董事会成员持有公司522.6万股，总持股比例为15%：其中，集团联合创始人陈少杰持股13.3%，集团联合创始人张文明持股1.7%。

图 3：斗鱼股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

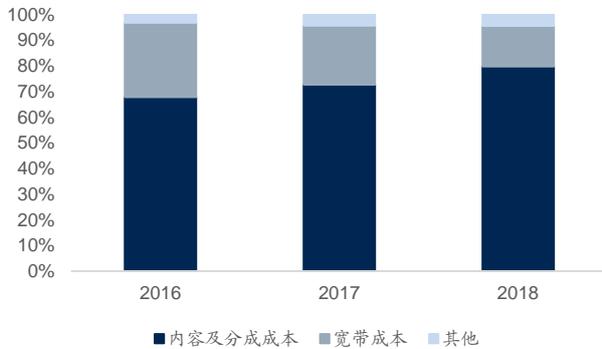
财务及运营：2019Q1 成功扭亏，MAU 超 1.59 亿

财务表现：2019Q1 扭亏主要系利息及汇兑损益增加

营业成本：公司主要成本来自于主播收入分成、内容成本及服务器带宽成本，2019Q1，公司内容及分成比例显著降低，致毛利率提升。斗鱼作为以游戏直播

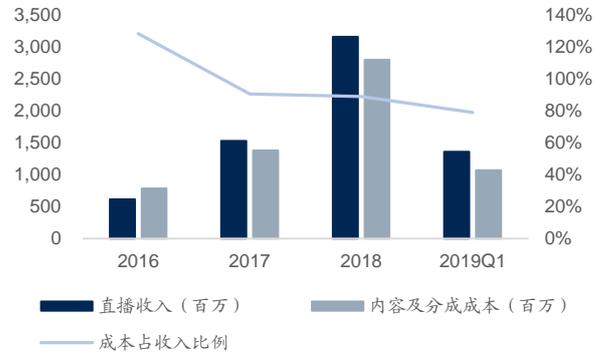
为主营业务的平台，2018 年内容及分成成本占营收比例为 80%；其次为带宽成本，2018 年，公司带宽成本占营收比重为 16%，且 2016-2018 年，带宽成本占营收比例逐渐降低，系规模优势逐渐显现。**2019Q1**，公司毛利率为 **13.64%**，相比 2018 年提升 **9.51pct**，主要原因系内容及分成比例大幅下降。

图 4：2016-2018 斗鱼成本构成



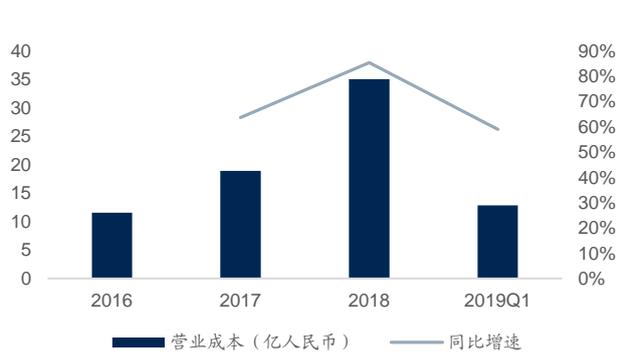
资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图 5：2016-2019Q1 内容、分成收入及占直播收入比重



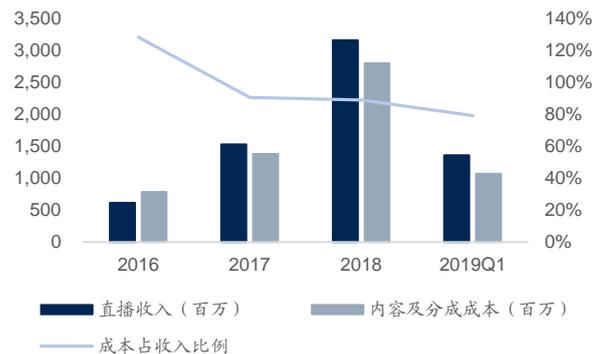
资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图 6：2016-2019Q1 斗鱼营业成本及同比增速



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

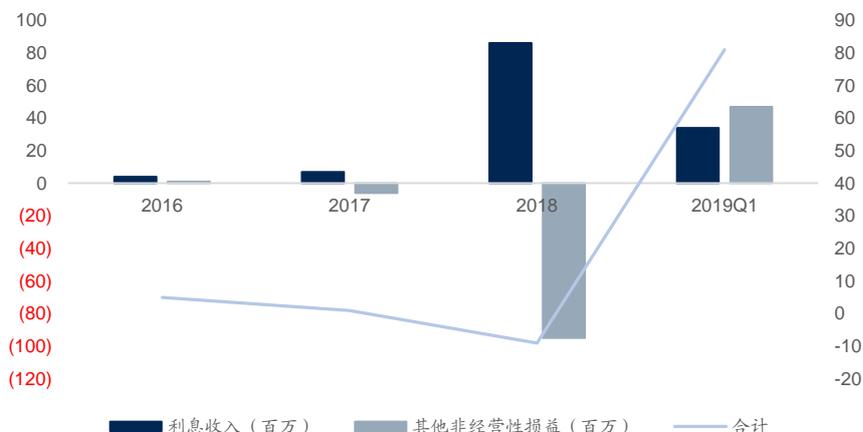
图 7：2016-2019Q1 内容、分成收入及占直播收入比重



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

2019Q1，公司净利润为 **1900 万元**，为 2016 年以来首次扭亏，主要系利息收入及其他非经常性损益大幅提升。2019Q1，公司外汇利得为 3210 万，主要源于公司股东偿还公司美元借款，剔除该部分收益影响后，公司净利润为 -1310 万元。

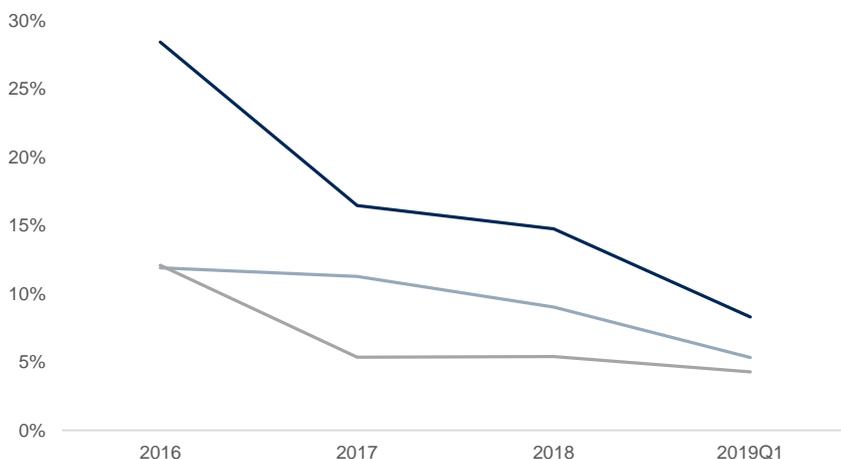
图 8: 2016-2019Q1 公司利息收入及其他非经常性损益



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

期间费用: 2019Q1, 公司期间费率大幅下降, 相比 2018 年降低 10pct. 2019Q1, 斗鱼销售营销费用为 1.24 亿元, 同比增长 61.15%。销售及市场费用主要来自销售和营销人员的工资和福利和广告费用等。同期, 公司研发及管理费用为 1.43 亿元, 同比增长 38%。研发及管理费用的产生主要来自研究与开发、总务及管理人员的工资和其他福利、法务及会计等方面服务、以及无形资产摊销。

图 9: 2016-2019Q1 公司期间费用

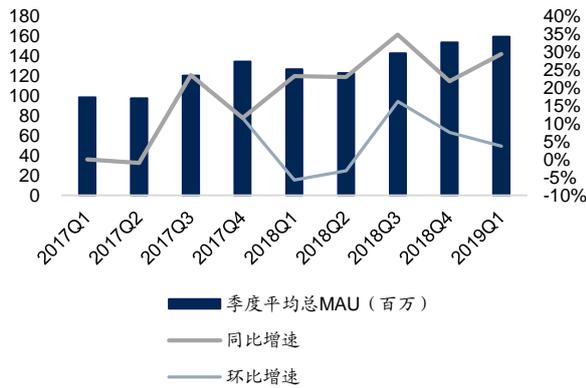


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

运营数据: MAU 持续增长, 月留存高位增长

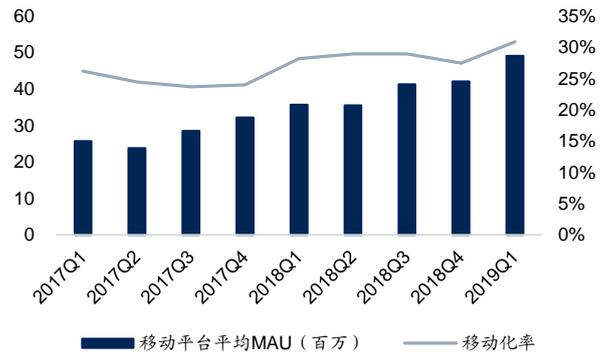
2019Q1, 公司季度平均 MAU 为 1.59 亿, 同比增长 26%, 环比增长 4%, 平均月留存率达 79%。 2019Q1, 斗鱼运营数据表现良好: 季度人均使用时长约为 56 分钟, 并创造了 25 亿的弹幕数量, 移动化率为 31%, 移动化率相较于虎牙较低的主要原因系: 虎牙脱胎于 YY, YY 以移动端为主战场, 虎牙形成独立平台后, YY 以移动端为主要入口为其导流。我们认为, 从使用场景来看, 移动端场景相对于 PC 端更加丰富, 若后续斗鱼移动化率持续提升, 有助于提升其用户使用时长。值得注意的是, 公司月留存率保持高位增长, 2019Q1, 平台月均活跃用户留存率为 79%, 环比增长 4pct, 同比增长 5pct。

图 10: 2017Q1-2019Q1 斗鱼季度 MAU 及增速



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2016-2019Q1 斗鱼移动平均 MAU 及移动化率



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2017Q1-2019Q1 斗鱼直播平台月留存率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业: 直播行业进入成熟期, 电竞为行业新增长点

直播行业: 发展步入成熟期, 未来增长来源于深度变现

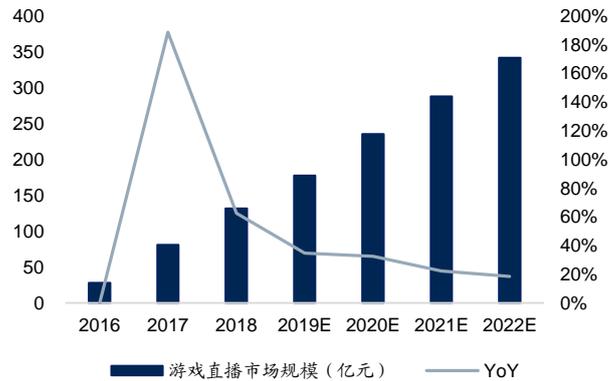
2018 年, 游戏直播用户规模已达 2.6 亿人, 电竞赛事的涌现是用户规模增长的主要驱动力, 未来行业规模增长主要来自于深度变现。艾瑞咨询数据显示, 2018 年, 我国游戏直播市场规模的增长超过 60%, 达 131.9 亿元, 预计 2020 年将增长至 250 亿元规模, 目前, 游戏直播用户规模已达 2.6 亿, 与头部游戏的用户规模相接近, 我们判断未来平台用户规模增长将放缓, 市场规模增长主要来自于深度变现。头部直播平台虎牙、斗鱼等不断开拓创新性服务(如弹幕抽奖、主播陪玩、赛事竞猜等), 拉动物户打赏付费, 推动行业规模提升。

图 13: 2016-2022E 中国游戏直播用户规模及增速



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2016-2022 年中国游戏直播市场规模及增速

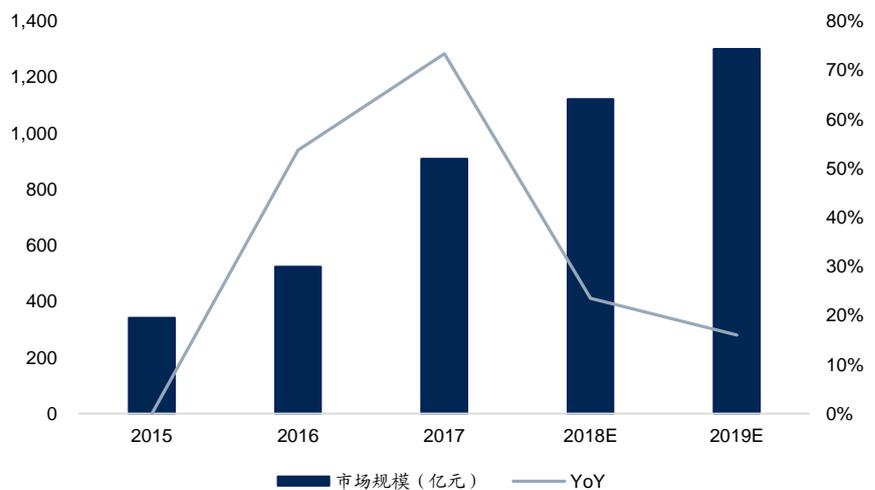


资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

电竞行业: 多面利好, 成就电竞“最好的时代”

电竞行业迎来多面利好, 市场规模仍处于高速发展阶段。政策方面, 国家发改委明确指出, 要在做好知识产权保护和青少年引导的前提下, 以企业为主体, 举办全国性或国际性电子竞技游戏赛事活动, 国家体育总局发布的《体育产业发展“十三五”规划》, 将电竞作为具有消费性引领的健身休闲娱乐项目重点之一进行引导发展。经济水平方面, 人均可支配收入水平的提高, 提升了国民文化消费能力, 互联用户对于电竞的消费需求和消费能力的逐渐提升, 带动了电竞产业的高速发展。技术方面, 我国信息网络建设设施建设加速, 通信技术的创新推动互联网与电竞产业深度融合, 移动互联网带宽提升, 运营商为推广新技术互动下调资费价格, 部分国内虚拟运营商已经全面普及 4G 网络覆盖, 智能移动终端设备升级换代, 迎来新一轮价格下调。随着 5G 技术的发展, 以及 VR、AR 等创新交互技术的不断成熟, 为开发更多人机交互、社交场景等娱乐功能及模式、增强电竞赛事播出画面的表现力和丰富电竞内容带来更多的机遇, 电竞内容传播发展水平有望进一步提升。

图 15: 2015-2019 我国电竞行业市场规模及增速

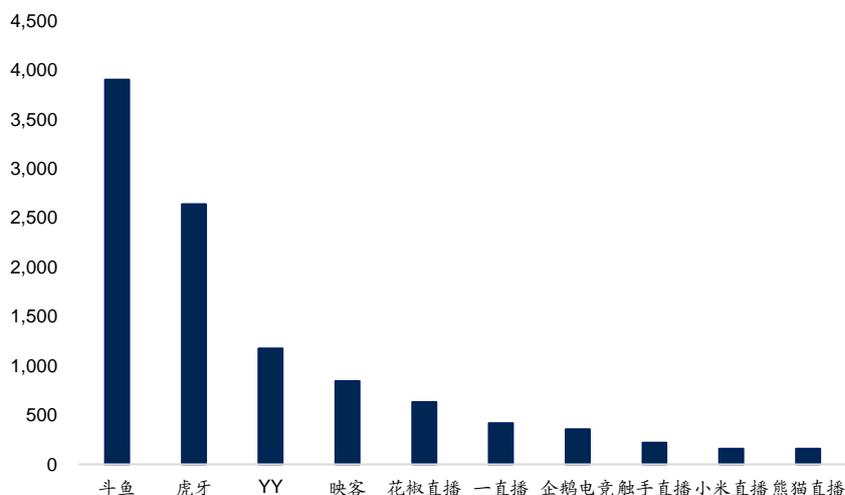


资料来源: 易观, 国信证券经济研究所整理

竞争格局：斗鱼虎牙为“电竞双雄”，短视频平台探索游戏直播

斗鱼 VS 虎牙：拥有电竞赛事入口，最受年轻人欢迎的游戏直播平台。电竞已成为我国游戏直播行业的新增长点，并逐渐被主流游戏受众所接受。从 2016 年至今，斗鱼获得超过 30 场全国性以及全球性电竞赛事的独家举办权，包括英雄联盟、dota2 等热门游戏，2018 年直播的赛事则超过了 300 场。具有观赏性质的电竞赛事在提高用户黏性的同时，还提升了用户的付费欲望。而斗鱼此次上市募集的部分资金，也将用于购买高质量的电竞赛事版权。Questmoblie 数据显示，截至 2019 年 4 月，斗鱼及虎牙的 90 后、00 后月活用户规模分别达到了 3902 万及 2641 万人，成为最受年轻人欢迎的游戏直播平台。

图 16：2019 年 4 月 00 后、90 后泛娱乐用户使用直播类 App Top100



资料来源：Questmoblie，国信证券经济研究所整理

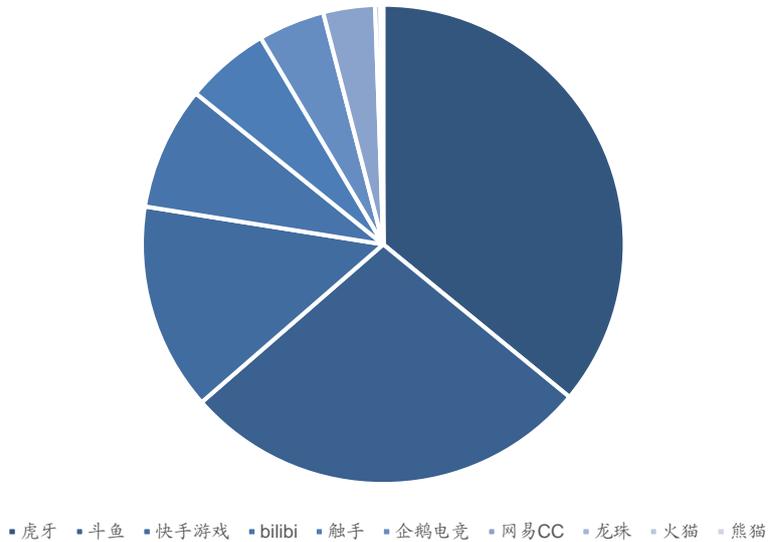
快手：流量基础较高为其核心优势，游戏直播移动端 DAU 已达 3500 万。快手于 2016 年初开启直播业务，并于 2018 年设立专门的游戏直播入口，截至 2019 年 7 月，其站内游戏直播移动端日活跃用户超 3500 万，游戏视频用户总日活达 5600 万，超过斗鱼及虎牙的日活之和。相比于虎牙、斗鱼这类专业的游戏直播平台，快手拥有短视频、直播两种内容形态，且用户流量基础较高，在游戏内容和社交链条上的完整性具有明显的优势。

各游戏直播平台间的竞争核心为头部主播。直播业务作为典型的中心化业务，头部主播的多寡决定了平台用户量级，数据显示，2018 年，斗鱼具有职业电竞背景的 48 位头部主播吸引了 1.2 亿多用户观看，斗鱼 50% 以上的收入是由头部主播带来的。艾瑞咨询数据显示，2018 年 TOP1000 游戏直播平台主播中，有 13.4% 的头部游戏主播来自王者荣耀专区，9.7% 的头部游戏主播来自英雄联盟专区。还有 4.6% 的头部主播来自刺激战场。这些头部主播为平台贡献了 63% 的收入，是直播平台的主要收入来源。

头部游戏主播阵营已基本形成，斗鱼抢占了业内过半的绝对头部主播，虎牙腰部主播数量更高，快手为潜在入局者。小葫芦数据显示，在 9.2 万头部主播中，虎牙占据约 3.2 万，斗鱼占据近 2.5 万，快手占据约 1.26 万，虎牙斗鱼在头部主播中占据优势，两者合计将近 5.7 万头部主播。截至 2019 年 3 月，斗鱼与国内 TOP100 游戏主播中的 51 位签订了独家直播合同，包括 8 位 TOP10 主播。快手的优势在于通过短视频所积累的海量用户，并可以通过短视频的形式，平滑的过渡到直播业务上。若未来快手借助资本力量撬动头部游戏主播，游戏直

播的行业格局可能会发生变化。

图 17: 9.2w 头部主播所在平台分布情况



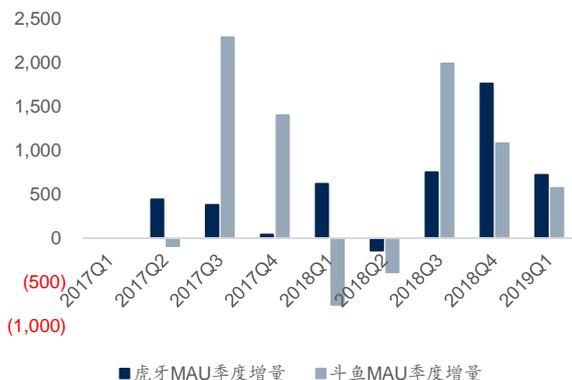
资料来源: 小葫芦, 国信证券经济研究所整理

同业对比: 斗鱼流量基础较高, 变现能力略低于虎牙

流量基础: 斗鱼 MAU 及付费用户数略超虎牙

当前, 斗鱼与虎牙同为游戏直播平台的领军者, 斗鱼流量基础略超虎牙。自 2017Q1 开始, 斗鱼平均 MAU 略高于虎牙。2019Q1, 斗鱼 MAU 为 1.59 亿, 同期虎牙则为 1.24 亿; 付费用户数方面, 虎牙承袭了 YY 完善的工会体系, 流量变现能力较强, 其付费渗透率及单用户 ARPPU 值均略高于斗鱼。截至 2019Q1, 斗鱼付费渗透率为 3.77%, 对应付费用户数为 600 万, 同期虎牙付费渗透率为 4.4%, 对应付费用户数为 540 万, 斗鱼的付费用户数为虎牙的 1.1 倍。

图 18: 2017Q1-2019Q1 斗鱼 VS 虎牙季度 MAU 增量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2017Q1-2019Q1 斗鱼 VS 虎牙 MAU

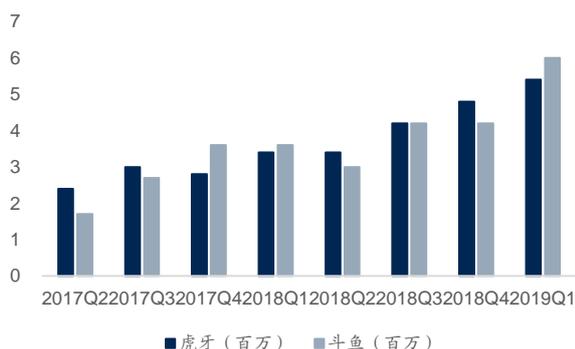


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

付费力：虎牙变现能力略高于斗鱼

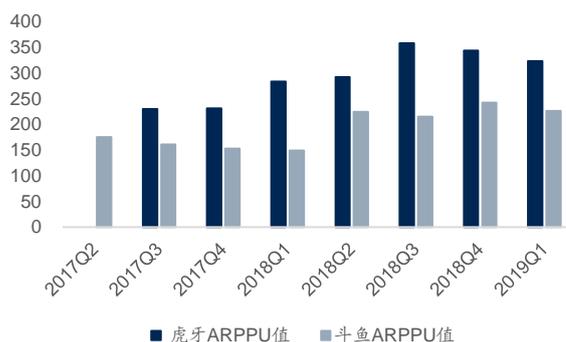
直播变现能力上来看，虎牙承袭了 YY 完善的主播培养体系，且其秀场直播占比略高于斗鱼，导致其付费渗透率及人均 ARPPU 值均高于斗鱼。2019Q1，斗鱼及虎牙的付费用户数分别为 600 万及 540 万，MAU 口径下付费渗透率分别为 3.77% 及 4.4%。斗鱼直播中，游戏直播比例高于虎牙，导致其平均 ARPPU 值略低于虎牙，2019Q2，二者直播 ARPPU 值分别为 226 元及 323 元，斗鱼相当于虎牙同期的 70%。虎牙及斗鱼各具优势，前者流量变现效率较高，后者流量底盘较大，若后续斗鱼加大秀场直播比例，其付费渗透率及人均 ARPPU 值均有望提升。

图 20：2017Q2-2019Q1 虎牙 VS 斗鱼付费用户数



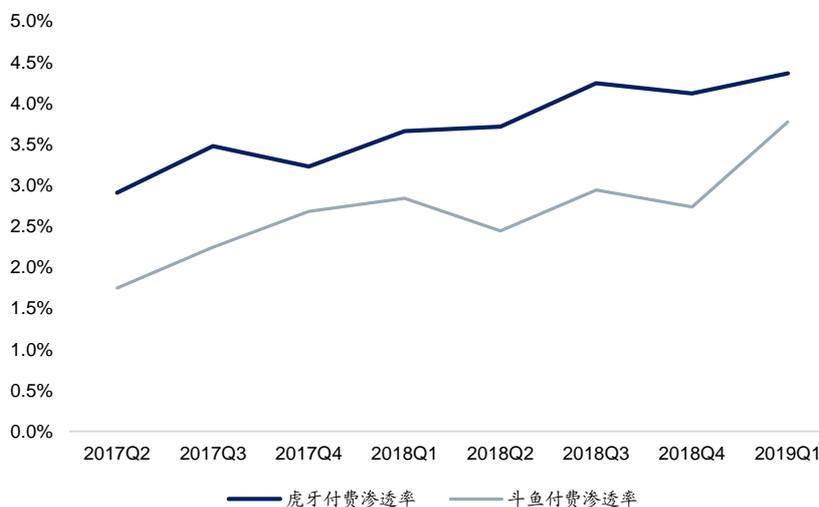
资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图 21：2017Q2-2019Q1 斗鱼 VS 虎牙 ARPPU 值



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图 22：2017Q2-2019Q1 斗鱼 VS 虎牙付费渗透率 (MAU 口径)



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

财务表现：人均 ARPPU 值差距是二者营业利润差距的主要原因

2019Q1，虎牙营业利润为 1900 万元，同期斗鱼营业利润为-6300 万元，二者营业利润的差距，主要来自于收入的差距。自 2016 年以来，斗鱼收入略低于虎牙，约为虎牙的 90%，主要原因系虎牙直播中，秀场直播占比较高，提升了其人均付费 ARPPU 值。2019Q1，虎牙直播的人均 ARPPU 值为 287.5 元，斗

鱼直播人均 ARPPU 值为 226 元,相当于虎牙同期的 79%。二者成本差异不大,2019Q1,虎牙成本为 13.58 亿元,同期斗鱼成本为 12.86 亿元,营业利润差距的主要原因系直播业务变现能力。

图 23: 2016-2019Q1 斗鱼 VS 虎牙收入对比



资料来源:招股书,国信证券经济研究所整理

图 24: 2016-2019Q1 斗鱼 VS 虎牙成本对比



资料来源:招股书,国信证券经济研究所整理

图 25: 2019Q1 斗鱼 VS 虎牙营业利润对比



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

表 1: 同行业估值比较

代码	简称	股价 (7月22日)	EPS (元)			PS			PB (2018)	PEG (2019)	总市值 (亿元)
			2016	2017	2018	2016	2017	2018			
HUYA	虎牙	21.43	-0.90	-0.15	-2.19	38.14	13.10	6.45	5.33	0.76	43.81
DOYU	斗鱼	10.50	-17.87	-11.46	-15.85	28.76	11.30	6.13	6.44	-	32.62
均值										38.21	

资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理和预测

风险提示

直播行业政策监管趋严的风险;新兴互联网内容业态抢占用户时长;头部主播议价能力过高,导致公司成本过高的风险;快手、抖音等新入局者抢占市场份额的风险;用户付费率及单用户付费值不及预期的风险等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并确保报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

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。我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032