



中航证券金融研究所  
分析师 裴伊凡  
证券执业证书号 S0640516120002  
电话: 010-59562517  
邮箱: peiyf@avicsec.com

## 传媒行业事件点评报告： 斗鱼“高光时刻”的冷静思考

行业分类：文化传媒

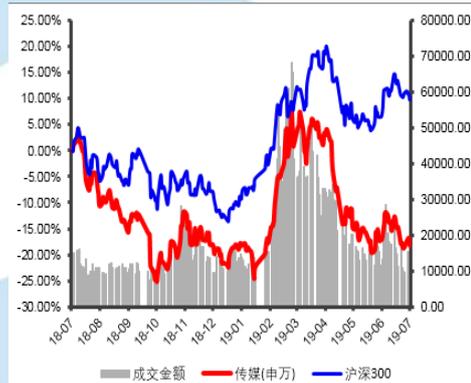
2019年07月18日

行业评级 **中性**

### 基础数据

上证指数	2901.18
沪深300	3768.40
SW 传媒	584.11

### 近一年行业指数与 SW 传媒走势对比



资料来源：wind、中航证券金融研究所

### 事件：

- **美东时间 7 月 17 日，游戏直播平台斗鱼（DOYU）于美国纳斯达克交易所上市。**开盘价为 11.02 美元，公司估值约 37.30 亿美元，最大单一股东为腾讯。开盘后，斗鱼股价盘中破发一度跌逾 4%，后股价有所回升，最终收于发行价 11.5 美元。
- **游戏直播洗牌加速，资源向头部平台靠拢：**斗鱼成为继虎牙之后，第二个成功上市的游戏直播平台，标志着国内第一梯队的直播平台全部完成上市，目前国内游戏直播行业处于双雄争霸的格局。截至 2018 年 12 月，虎牙和斗鱼两家平台的行业独占率已接近 50%，行业集中度显著提升，资源更加聚集。
- **游戏直播需求依旧旺盛，电子竞技行业势如破竹：**根据艾瑞发布的《2019 中国游戏直播行业研究报告》，2018 年中国游戏直播市场规模达 131.9 亿元，2019 年预计增幅 34.7%。2018 年游戏直播平台用户达 2.6 亿，2019 年预计将超过 3 亿。其中，2018 年电竞行业营收同比增长 14.2%，远超游戏行业整体水平 5.32%。电子竞技属性的产品内容在游戏直播市场占比超过八成，达到 87.6%，随着各级电竞赛事的不断丰富，用户增长有望进一步驱动。
- **财务指标分析：**1) **斗鱼靠非主营扭亏为盈。**招股书显示，2019Q1 斗鱼扭亏为盈，净收入为 14.89 亿元，增长率达到 123%，净利润为 1820 万元，同比增长 111.67%，盈利主要来自于利息收入以及外汇利得。2) **毛利率有所提升。**斗鱼作为游戏直播平台，主要成本构成来自直播收入分成、内容成本和服务器带宽成本。斗鱼 2019Q1 分成及内容成本占直播收入的比例出现较大幅度下降，这也是导致斗鱼一季度毛利率大幅提高的主要原因。研发费率从 2018 年一季度的 10.9% 下降至目前的 5%；销售费率从 2018 年第二季度的 17.8% 下降至目前 8.3%，销售费用下降明显可能是行业格局趋于稳定，在吸引流量和市场推广的费用减少所致。
- **核心经营数据：**1) **活跃用户稳步提升，**2019Q1 平均总 MAU 数为 1.592 亿，与去年同期的 1.267 亿平均总 MAU 同比增长 25.7%，其中 PC 平台拥有 1.101 亿平均 MAU（活跃用户数量），移动平台拥有 4910 万平均 MAU。2019 第一季度，活跃用户日均观看总时长达 2600 万小时，去年同期为 1730 万小时；每活跃用户日均观看时长为 56 分钟，去年同期为 42 分钟。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：0755-83692635  
传真：0755-83688539

2) 付费用户有所增加, 2019Q1 平均 ARPPU (每付费用户平均收益) 从同期的大约 149 元增加到 226 元。斗鱼注册用户一直稳步提升, 2016-2018 年末和 2019 年第一季度注册用户分别为 9870 万、1.821 亿、2.536 亿和 2.809 亿, 其中付费用户从 2018 年第一季度的 360 万增加到 2019 年第一季度的 600 万, 增长幅度 66.7%。2018 年底付费率为 2.8%, 而在 2019 年第一季度, 付费率达到了 3.8%。

3) 核心主播资源: 斗鱼以绝对优势占据半壁江山, 根据斗鱼公布的数据, 斗鱼与 TOP100 中的 51 位签订了独家直播协议, 其中 8 位位列 TOP10。

- **经营挑战:** 1) **优化主播的成本投入:** 区别于虎牙, 斗鱼花费了大量成本在吸引头部主播, 对企业经营现金流带来了一定的压力, 公司应该避免过度依赖头部 IP, 而侧重核心主播资源及优质主播孵化的土壤培育上, 创造出更多可持续性的盈利模式留住主播, 强化平台的品牌溢价。2) **多元化营收模式:** 和虎牙一样, 目前斗鱼的大部分营收来自直播收入, 人均付费低一直是国内游戏直播平台的营收短板。19Q1 扭亏为盈也并不是靠主营, 意味着公司要想长期保持良性的财务增长, 不仅仅局限于打赏营收, 势必要提升营收多元性, 延伸“直播+”产业链, 打造以用户为核心的游戏直播生态。3) **应对短视频的突围:** 除了同行业竞争, 公司还面临来自短视频行业的威胁。整个直播行业进入发展的瓶颈期, 用户陷入审美疲劳, 而短视频的崛起与直播用户的下滑几乎是同时的, 而且大部分用户也是重合的, 直播平台如何留住用户是全行业共同面临的挑战。
- **投资建议:** 我们认为, 直播对于游戏行业的需求是刚性的, 游戏直播江湖的核心资源是主播, 直播平台手握流量的话语权, 在粉丝号召力上具备一定的优势, 未来有较大的变现空间。一方面, 以外延带动内生, 加强公会模式孵化主播, 既可以降低对头部 IP 和主播的依赖性, 又可以消化存量流量提高变现效率。另一方面, 可以加大投入电子竞技产业链和游戏联运推广、发展弹幕抽奖、主播陪玩、赛事竞猜等多种创新型付费服务, 进一步提升商业变现效率。此外, 2019 年是 5G 商用元年, 在速度更快、延迟更低的 5G 环境下, 户外直播将更流畅, 直播画面也将有质的飞跃, 将为电子竞技带来颠覆式的用户体验, 促进新模式、新业态、新业务的形成。建议关注【三七互娱】优质游戏项目储备丰富【完美世界】游戏授权方和电竞赛事举办者【顺网科技】电竞的网吧平台资源。
- **风险提示:** 国内及海外用户获取、留存及付费会员转化不及预期, 国内及海外监管及政策风险。

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

裴伊凡，SAC 执业证书号：S0640516120002，英国格拉斯哥大学经济学硕士，曾就职于中央电视台财经频道，从事文化传媒行业研究。

## 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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保持于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。