

# 游戏直播专题之二：斗鱼虎牙估值探究

——文化传媒



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

游戏直播行业仍然处于快速发展的阶段，并且在中小平台逐渐退出的过程中，头部玩家的业绩将受到行业增长与市占率提升的双重逻辑驱动。虽然虎牙、斗鱼都有尝试开拓新的收入来源，但是用户打赏作为成熟的商业模式短期内仍然是贡献收入的主要来源，此为我们对斗鱼、虎牙进行盈利预测的基础假设。并且打赏作为更为高效的流量转化方式，一定程度也会限制广告收入的增长；

## 业绩预测：

- 预计斗鱼 2019-2021 年营业收入分别为 73、123、198 亿元，毛利率分别为 15.6%、19.4%、20.5%，净利润分别为 1.9、7.2、13.2 亿元，对应 EPS 为 0.6、2.26、4.08，对应 PE 为 114X、30X、16X；
- 预计虎牙 2019-2021 年营业收入分别为 83、134、195 亿元，毛利率分别为 17.8%、20%、21%，净利润分别为 4、9、15.3 亿元，对应 EPS 为 1.96、4.41、7.48，对应 PE 为 77X、34X、20X。

## 估值测算：

考虑到斗鱼、虎牙尚未实现完整会计年度盈利，并且两家公司的营业收入、MAU、付费用户数等指标都处于快速增长期，我们采取 P/S 估值法和单用户估值法进行综合估值。

我们采用可比社交及内容平台公司进行对比，其中单用户价值上，我们选取 B 站数据，作为参考，主要原因是：（1）其单用户价值处于众多公司中位数水平；（2）游戏直播平台客户群体主要是针对玩家、电竞用户等细分人群，与 B 站针对二次元细分用户相似，并且 B 站也有涉足直播业务。以此计算斗鱼与虎牙 2019 年目标市值分别为 80.8 亿美元、61.6 亿元。

市销率对比上，12 家公司平均为 6.36X，与斗鱼、虎牙目前的市销率相近，但是我们认为由于近三年斗鱼、虎牙收入复合增速均超过 110%，在对比公司中处于前列，应享受一定的估值溢价，我们以市销率 7X 对两家公司进行估计，则斗鱼与虎牙 2019 年目标市值分别为 74.2 亿美元、85.7 亿美元。

综合两种估值方式取平均值，则斗鱼 2019 年目标市值 77.5 亿美元，对应股价 23.87 美元。虎牙 2019 年目标市值 73.65 亿美元，对应股价 36.03 美元。

**投资策略：**我们认为游戏直播行业在需求刚性以及电竞发展的刺激下将保持高速增长，供给侧的出清有助于主播成本降低，同时带来行业集中度提高，盈利状况有望向好，行业龙头有望获得超额增长，推荐行业 Top 2 公司斗鱼、虎牙。

**风险提示：**政策管控力度加大；游戏供给不及预期；电竞行业发展不及预期。

## 行业重点公司跟踪

证券简称	EPS(元)			PE			PB	投资评级
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
HUYA.N	-12.30	1.96	4.41	-15.94	76.90	34.29	4.91	推荐
DOYU.N	-3.16	0.60	2.26	-25.51	114.31	30.52	3.38	推荐

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

增持（维持）

2019 年 08 月 02 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

## 行业基本资料

股票家数	141
行业平均市盈率	-50.84
市场平均市盈率	17.79

## 行业表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《文化传媒行业研究周报：动画蓄势待发 光线一马当先》2019-07-29
- 2、《文化传媒行业研究周报：2019Q2 传媒板块机构持仓仍处低位》2019-07-22
- 3、《文化传媒行业深度研究：斗鱼 虎牙 双雄竞逐游戏直播》2019-07-18

## 内容目录

1. 斗鱼、虎牙盈利预测 .....	3
2. 斗鱼、虎牙估值讨论 .....	6
3. 风险提示.....	10

## 图表目录

表 1: 斗鱼盈利预测 (万元) .....	4
表 2: 虎牙业绩预测 (万元) .....	5
表 3: 单用户估值可比公司.....	6
表 4: 市销率估值可比公司 (亿美元) .....	7
表 5: 斗鱼盈利预测表.....	8
表 6: 虎牙盈利预测表.....	9

我们在 2019 年 7 月 18 日发出的《斗鱼 虎牙 双雄竞逐游戏直播》报告中详细阐述了对于我们对于游戏直播行业未来的看法，主要观点回顾如下：

- ◆ **游戏直播仍是高速赛道。**2018 年行业收入规模增速较前两年有所下滑，但仍有 62.5% 的同比增长，我们预计未来 5 年内仍能保持 20-25% 的复合增速。
- ◆ **行业双雄格局将持续，**由于虎牙、斗鱼兼具融资优势、运营优势，在腾讯同时战略投资双方后，中小平台想要逆袭难度极大。与此同时，在双方都实现单季度盈利的情况下，以及出于腾讯对电竞行业下游渠道的掌控力来说，我们认为双方合并的动力不足；
- ◆ **需求端来看：**虽然互联网人口红利的逐渐消退，但是我们认为，由于目前游戏直播用户基数相对较小，**未来游戏直播用户数将保持 20% 左右的增长。**游戏直播因其与游戏玩家及电竞用户这一垂直细分人群绑定的特殊性，受其他新兴娱乐方式的影响较小，具备需求刚性，并且随着电竞行业的普及率以及接受度提高，未来作为电竞行业下游的游戏直播，其用户增速以及粘性均有稳定提升。
- ◆ **供给端来看：**对于主播，我们认为随着新增资本暂停投入，行业集中度的提升后将会大幅降低主播的心理报价预期，**降低主播成本。**与此同时，在腾讯发布关于直播行业声明后，对主播违规跳槽进行处罚，**未来主播的稳定性也会有所加强；**对于电竞内容，**我们认为电竞赛事未来所占比重将会有所上升。**直播平台目前仍是最主流的电竞内容播出渠道，随着国家对电竞行业的支持，电竞的普及加大直播平台的赛事内容供给，并且带来稳定的观众流量。
- ◆ 根据海外 Twitch 经验，直播付费观看是可以实现的。我们认为电竞赛事直播可能成为推动付费观看的契机。若付费观看收入占比提高，届时直播平台的业绩以及估值都将迎来极大的提升空间。
- ◆ **对于斗鱼、虎牙两家头部平台，**我们认为双方因其背景与运营战略的不同而各具特色。斗鱼在游戏主播、电竞赛事上投入巨大，内容端占优带来的是流量上的领先。虎牙因其脱胎于 YY 而具有良好的直播运营基因，尤其是星秀板块运营良好，与之相对的是收入、净利润以及付费转化率的领先。

总结起来，我们认为游戏直播行业在需求刚性以及电竞发展的刺激下将保持高速增长，供给侧的出清有助于主播成本降低，同时带来行业集中度提高，盈利状况有望向好，行业龙头有望获得超额增长，推荐行业头部公司斗鱼、虎牙。

本报告我们主要聚焦于虎牙与斗鱼未来业绩的预测与估值。

## 1. 斗鱼、虎牙盈利预测

游戏直播行业仍然处于快速发展的阶段，并且在中小平台逐渐退出的过程中，头部玩家的业绩将受到行业增长与市占率提升的双重逻辑驱动。虽然虎牙、斗鱼都有尝试开拓新的收入来源，但是用户打赏作为成熟的商业模式短期内仍然是贡献收入的主要来源，此为我们对斗鱼、虎牙进行盈利预测的基础假设。并且打赏作为更为高效的流量转化方式，一定程度也会限制广告收入的增长。

**斗鱼核心假设：**

- ◆ 2018 年 MAU 为 1.36 亿，2019-2021 年 MAU 增速均为 20%；
- ◆ 2018 年注册用户数 1.58 亿，我们预计游戏直播行业用户 2019-2021 年增速分别为 19.23%、16.19%、11.11%，考虑到头部平台市占率提升，预计 2019-2021 年注册用户增速分别为 25%、20%、15%；
- ◆ 2018 年，注册用户付费率 2.7%，2019-2021 年付费率分别为 4%、5%、6%；
- ◆ 2018 年 ARPPU 839 元，2019-2021 年 ARPPU 分别为 950、1100、1300 元；
- ◆ 2018 年，内容成本在内容与分账成本中的比例为 43.6%，这一数据与虎牙有较大差别，主要是由于斗鱼直播收入占比较少，以及头部主播费用巨大所致，随着主播成本逐渐降低，以及斗鱼付费用户数提升，预计 2019-2021 年，内容成本占比为 40%、35%、35%；
- ◆ 2018 年单 MAU 带宽成本为 4.07 元，考虑到直播内容高清化与带宽单价下降的同时影响，预计 2019-2021 年，单 MAU 带宽成本均为 4.2 元。

基于以上假设，我们预计斗鱼 2019-2021 年营业收入分别为 73、123、198 亿元，毛利率分别为 15.6%、19.4%、20.5%，净利润分别为 1.9、7.2、13.2 亿元，对应 EPS 为 0.6、2.26、4.08，对应 PE 为 114X、30X、16X。

**表1：斗鱼盈利预测（万元）**

	2016A	2017A	2018A	2019Q1A	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入	78684	188572	365439	148916	729642	1237397
	YOY		139.66%	93.79%		99.66%	69.59%
	营业成本	115498	189036	350335	128600	615905	996673
	毛利率	-46.79%	-0.25%	4.13%		15.59%	19.45%
收入预测	直播收入	61128	152178	314720	135410	659722	1145833
	直播收入 YOY		148.95%	106.81%	149.35%	109.62%	73.68%
	游戏直播用户	14000	22000	26000		31000	36000
	游戏直播用户 YOY		57.14%	18.18%		19.23%	16.13%
	注册用户 (万)		11548	13889	15789	17361	20833
	注册用户 YOY			20.27%		25.00%	20.00%
	付费率		2.1%	2.7%	3.8%	4%	5%
	付费用户 (万)		243	375	600	694	1042
	ARPPU (元)		628	839	226 (季度)	950	1100
	广告收入	11660	24885	34217	8634	45166	56910
	广告收入 YOY		113.42%	37.50%	-1.44%	32.00%	26.00%
	MAU	8560	11275	13643	15920	16372	19646
	MAU YOY		31.72%	21.00%	25.65%	20.00%	20.00%
	单 MAU 广告贡献	1.36	2.21	2.51	0.54 (季度)	2.76	2.90
单 MAU 贡献 YOY		62.03%	13.63%	-21.57%	10.00%	5.00%	
成本预测	其他收入	5896	11509	16502	4872	24753	34654
	其他收入 YOY		95.20%	43.38%	36.24%	50.00%	40.00%
	内容成本及分账	78234	137313	279004	106740	523589	881410
	YOY		75.52%	103.19%	121.37%	87.66%	68.34%

分账成本	30564	76089	157360	67705	329861	572917	934375
内容成本	47670	61224	121644	39035	193728	308494	503125
内容成本 YOY		28.43%	98.69%		59.26%	59.24%	63.09%
内容成本/(内容+分账)	60.93%	44.59%	43.60%	36.57%	37.00%	35.00%	35.00%
带宽成本	33485	43360	55586	16230	67124	82513	101373
带宽成本 YOY		29.49%	28.20%	26.79%	20.76%	22.93%	22.86%
MAU	8560	11275	13643	15920	16372	19646	23575
带宽成本/MAU	3.91	3.84	4.07	1.02 (季度)	4.1	4.2	4.3
其他成本	3779	8363	15745	5630	31490	55108	82661
其他成本 YOY		121.30%	88.27%	80.45%	100.00%	75.00%	50.00%

资料来源：公司报告，申港证券研究所

### 虎牙核心假设：

- ◆ 2018 年 MAU 为 1 亿，2019-2021 年 MAU 增速为 25%、20%、15%；
- ◆ 2018 年付费用户数 395 万，2019-2021 年付费用户分别为 570 万、760 万、960 万；
- ◆ 2018 年 ARPPU 为 1125 元，2019-2021 年 ARPPU 分别为 1400、1680、1940 元；
- ◆ 2018 年，内容成本在内容与分账成本中的比例为 27%，说明虎牙在打赏收入方面运用较好，主要成本均来源于主播的分账，考虑到未来两大平台对电竞内容采购的加强，预计 2019-2021 年，内容成本占比为 30%、31%、32%；
- ◆ 2018 年单 MAU 带宽成本为 6.53 元，预计 2019-2021 年，单 MAU 带宽成本均为 7 元。

基于以上假设，我们预计虎牙 2019-2021 年营业收入分别为 83、134、195 亿元，毛利率分别为 17.8%、20%、21%，净利润分别为 4、9、15.3 亿元，对应 EPS 为 1.96、4.41、7.48，对应 PE 为 77X、34X、20X。

表2：虎牙业绩预测（万元）

	2016A	2017A	2018A	2019Q1A	2019E	2020E	2021E
营业收入	79690	218481	466343	163148	842353	1343629	1953575
YOY		174.16%	113.45%	93.39%	80.63%	59.51%	45.40%
营业成本	109464	192986	393365	135810	692645	1074947	1543200
毛利率	-37.36%	11.67%	15.65%	16.75%	17.77%	20.00%	21.01%
直播收入	79198	206953	444284	155248	800993	1281588	1864391
直播收入 YOY		161.31%	114.68%	95.82%	80.29%	60.00%	45.47%
游戏直播用户	14000	22000	26000		31000	34000	36000
游戏直播用户 YOY		57.14%	18.18%		19.23%	9.68%	5.88%
付费用户（万）		267	395	540	570	760	961
ARPPU（元）		775	1125	287（季度）	1406	1687	1940
广告及其他收入	492	11528	22059	7900	41361	62041	89184

广告收入 YOY		2243.09%	91.35%	55.51%	87.50%	50.00%	43.75%
MAU	6410	8340	10000	12300	12500	15000	17250
MAU YOY		30.11%	19.90%	32.26%	25.00%	20.00%	15.00%
单 MAU 广告贡献	0.08	1.38	2.21	0.64(季度)	3.31	4.14	5.17
单 MAU 贡献 YOY		1700.86%	59.59%	16.36%	50.00%	25.00%	25.00%
内容成本及分账 YOY	58390	139483	306084	111310	572138	928687	1370876
分账成本	39599	103477	222142	77624	400496	640794	932195
内容成本	18791	36007	83942	33686	171641	287893	438680
内容成本 YOY		91.62%	133.13%		104.48%	67.73%	52.38%
内容成本/(内容+分账)	32.18%	25.81%	27.42%	30.26%	30.00%	31.00%	32.00%
带宽成本	33801	41103	65276	16900	87500	105000	120750
带宽成本 YOY		21.60%	58.81%	8.30%	34.05%	20.00%	15.00%
MAU	6410	8340	10000	12300	12500	15000	17250
带宽成本/MAU	5.27	4.93	6.53	1.37 (季度)	7.00	7.00	7.00
其他成本	17273	12400	22005	7600	33008	41259	51574
其他成本 YOY		-28.21%	77.46%		50.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

## 2. 斗鱼、虎牙估值讨论

考虑到斗鱼、虎牙尚未实现完整会计年度盈利，并且两家公司的营业收入、MAU、付费用户数等指标都处于快速增长期，我们采取 P/S 估值法和单用户估值法进行综合估值。

我们采用可比社交及内容平台公司进行对比，其中单用户价值上，我们选取 B 站数据，作为参考，主要原因是：(1) 其单用户价值处于众多公司中位数水平；(2) 游戏直播平台客户群体主要是针对玩家、电竞用户等细分人群，与 B 站针对二次元细分用户相似，并且 B 站也有涉足直播业务。以此计算斗鱼与虎牙 2019 年目标市值分别为 80.8 亿美元、61.6 亿元。

市销率对比上，12 家公司平均为 6.36X，与斗鱼、虎牙目前的市销率相近，但是我们认为由于近三年斗鱼、虎牙收入复合增速均超过 110%，在对比公司中处于前列，应享受一定的估值溢价，我们以市销率 7X 对两家公司进行估计，则斗鱼与虎牙 2019 年目标市值分别为 74.2 亿美元、85.7 亿美元。

综合两种估值方式取平均值，则斗鱼 2019 年目标市值 77.5 亿美元，对应股价 23.87 美元。虎牙 2019 年目标市值 73.65 亿美元，对应股价 36.03 美元。

表3：单用户估值可比公司

	市值 (亿美元)	MAU (亿)	MAU 更新时间	单用户估值 (美元)
腾讯	4532	5.71	2019 年 Q1	793.70
Facebook	5631	2.38	2019 年 Q1	2365.97

	市值 (亿美元)	MAU (亿)	MAU 更新时间	单用户估值 (美元)
Twitter	318	3.3	2019 年 Q1	96.36
陌陌	70.41	1.14	2019 年 Q1	61.76
YY	50.68	4	2019 年 Q1 移动端	12.67
映客	3.87	2.55	2018 年 Q4	1.52
Bilibili	49.89	1.013	2019 年 Q1	49.25
微博	89.83	4.65	2019 年 Q1	19.32
爱奇艺	137	4.96	2019 年 Q1	27.62
斗鱼	32.85	1.59	2019 年 Q1	20.66
虎牙	45.5	1.23	2019 年 Q1	36.99

资料来源: Wind, 申港证券研究所

表4: 市销率估值可比公司 (亿美元)

	总市值	营业收入 (2018 年)	2016-2018 营收 CAGR	市销率
Netflix	1452	157.94	33.73%	9.19
腾讯	4532	455.61	44.04%	9.95
Facebook	5631	558.38	42.14%	10.08
Twitter	318	30.42	9.65%	10.45
陌陌	70.41	19.54	87.97%	3.60
YY	50.68	22.97	39.34%	2.21
映客	3.87	5.63	-5.09%	0.69
Bilibili	49.89	6.02	183.31%	8.29
微博	89.83	17.19	61.88%	5.23
爱奇艺	137	36.41	49.92%	3.76
斗鱼	32.85	5.32	116.98%	6.17
虎牙	45.5	6.79	142.99%	6.70

资料来源: Wind, 申港证券研究所

表5: 斗鱼盈利预测表

利润表	单位:万元					资产负债表	单位:万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	188572	365438	729642	1237397	1985507	流动资产合计	86285	611701	1297498	1208505	1373606
营业成本	189037	350336	615905	996673	1578172	货币资金	53960	556220	1189316	1027040	1083311
营业税金及附加	0	0	0	0	0	应收账款	13578	12946	25849	43838	70341
营业费用	31028	53890	51075	71769	109203	其他应收款	1354	6407	12792	21695	34811
管理费用	10064	19682	33564	54445	83391	预付款项	8489	13576	25762	41689	66013
财务费用	-688	-1023	-25000	-15000	-10000	存货	0	0	0	0	0
资产减值损失	930	5491	4470	6000	7500	其他流动资产	8905	22551	43778	74244	119130
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	非流动资产合计	16876	37784	56482	86766	117644
投资净收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	9613	13425	15000	20000	25000
营业利润	-61177	-86907	19908	73640	132965	固定资产	5027	5043	5796	5710	5205
营业外收入	-113	-721	-353	-396	-490	无形资产	1665	13101	29472	54841	81224
营业外支出	0	0	0	0	0	其他非流动资产	571	4858	4858	4858	4858
利润总额	-61290	-87628	19554	73244	132475	资产总计	103161	649485	1353980	1295271	1491250
所得税	0	0	0	0	0	流动负债合计	87192	286391	693594	566132	629637
净利润	-61290	-87628	19554	73244	132475	短期借款	0	0	332501	98558	0
少数股东损益	0	0	60	0	0	应付账款	45207	80037	142026	229830	363923
归属母公司净利润	-61290	-88294	19494	73244	132475	预收款项	549	971	3002	6446	11973
EBITDA	-57883	-72129	785	66356	135086	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EPS (元)	-2.19	-3.16	0.60	2.26	4.08	非流动负债合计	0	0	0	0	0
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	87192	286391	693594	566132	629637
营业收入增长	139.66%	93.79%	99.66%	69.59%	60.46%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业利润增长	-21.63%	42.06%	-122.91%	269.91%	80.56%	实收资本(或股本)	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润增长	-21.71%	42.97%	-122.08%	275.72%	80.87%	资本公积	4250	4899	278145	278145	278145
获利能力						未分配利润	-251219	-338847	-319293	-246048	-113573
毛利率(%)	-0.25%	4.13%	15.59%	19.45%	20.52%	归属母公司股东权益合计	15969	363093	655894	696579	829054
净利率(%)	-32.50%	-23.98%	2.68%	5.92%	6.67%	负债和所有者权益	103161	649485	1353980	1295270	1491250
总资产净利润(%)	-59.41%	-13.59%	1.44%	5.65%	8.88%	现金流量表	单位:万元				
ROE(%)	-383.80%	-24.13%	2.98%	10.51%	15.98%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
偿债能力						经营活动现金流	-38104	-33739	22432	99159	187829
资产负债率(%)	85%	44%	51%	44%	42%	净利润	-61290	-87628	19554	73244	132475
流动比率	0.99	2.14	1.87	2.13	2.18	折旧摊销	2604	4555	5877	7716	12122
速动比率	0.99	2.14	1.87	2.13	2.18	财务费用	-688	-1023	-25000	-15000	-10000
营运能力						应付帐款减少	-9186	631	-12903	-17988	-26503
总资产周转率	2.08	0.97	0.73	0.93	1.43	预收帐款增加	-3	422	2031	3444	5527
应收账款周转率	21	28	38	36	35	投资活动现金流	-9201	-26495	-24575	-38000	-43000
应付账款周转率	4.79	5.84	6.57	6.66	6.69	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	-6688	-3812	-1575	-5000	-5000
每股收益(最新摊薄)	-2.19	-3.16	0.60	2.26	4.08	投资收益	0	0	0	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	0.00	0.00	0.95	-0.24	0.08	筹资活动现金流	0	4000	635239	-223435	-88558
每股净资产(最新摊薄)	0.06	0.55	0.99	1.05	1.25	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	-36.47	-25.51	114.31	30.52	16.87	普通股增加	50000	401544	0	0	0
P/B	139.98	6.16	3.38	3.07	2.59	资本公积增加	1757	649	273246	0	0
EV/EBITDA	-314.10	-631.18	57634.98	680.47	333.11	现金净增加额	-47304	-56234	633095	-162276	56271

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

**表6: 虎牙盈利预测表**

利润表	单位:万元					资产负债表					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	218481	466343	842353	1343629	1953575	流动资产合计	125031	659519	693425	856290	1010047
营业成本	192986	393365	692645	1074947	1543200	货币资金	44253	70902	329875	335907	488394
营业税金及附加	0	0	0	0	0	应收账款	2985	4385	6923	9203	10705
营业费用	8729	18921	32009	47027	62514	其他应收款	11331	23884	43141	68814	100053
管理费用	10200	28771	44645	67181	93772	预付款项	7138	31949	34632	53747	77160
财务费用	-1405	-15660	-15000	-12000	-10000	存货	0	0	0	0	0
资产减值损失	963	3894	0	0	0	其他流动资产	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-228522	0	0	0	非流动资产合计	5023	51100	63068	95714	131486
投资净收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	1030	21983	15000	20000	25000
营业利润	-8082	-210198	40160	90079	153013	固定资产	3232	8742	8461	7342	5804
营业外收入	-15	11333	0	0	0	无形资产	562	5198	24429	53194	85505
营业外支出	0	0	0	0	0	其他非流动资产	200	12083	12083	12083	12083
利润总额	-8097	-198865	40160	90079	153013	资产总计	130054	710619	756493	952004	1141533
所得税	0	-5094	0	0	0	流动负债合计	68565	138045	119346	224842	261358
净利润	-8097	-193771	40160	90079	153013	短期借款	0	0	0	86156	98351
少数股东损益	0	49700	0	0	0	应付账款	580	922	1827	2835	4070
归属母公司净利润	-10081	-250633	40160	90079	153013	预收款项	396	1440	3505	6798	11586
EBITDA	-8238	-217978	29209	83433	150241	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EPS (元)	-0.54	-12.30	1.96	4.41	7.48	非流动负债合计	4502	8073	8073	8073	8073
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
						应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	73067	146118	127420	232916	269432
营业收入增长	174.16%	113.45%	80.63%	59.51%	45.40%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业利润增长	-87.08%	2500.84%	-119.11%	124.30%	69.87%	实收资本(或股本)	18654	20379	20443	20443	20443
归属于母公司净利润增长	-87.06%	2293.12%	-116.02%	124.30%	69.87%	资本公积	14079	766786	767362	767362	767362
获利能力						未分配利润	-8097	-242418	-202258	-112180	40833
毛利率(%)	11.67%	15.65%	17.77%	20.00%	21.01%	归属母公司股东权益合计	6020	564501	608567	658645	811658
净利率(%)	-3.71%	-41.55%	4.77%	6.70%	7.83%	负债和所有者权益	130053	710619	756494	952004	1141533
总资产净利润(%)	-7.75%	-35.27%	5.31%	9.46%	13.40%	现金流量表					
ROE(%)	-134.50%	-34.33%	6.60%	13.68%	18.85%	单位:万元					
偿债能力						经营活动现金流	24244	71746	-13968	55705	118409
资产负债率(%)	56%	21%	17%	24%	24%	净利润	-8097	-193771	40160	90079	153013
流动比率	1.82	4.78	5.81	3.81	3.86	折旧摊销	736	2745	4049	5354	7228
速动比率	1.82	4.78	5.81	3.81	3.86	财务费用	-1405	-15660	-15000	-12000	-10000
营运能力						应付账款减少	-2691	-1400	-2539	-2279	-1502
总资产周转率	2.98	1.11	1.15	1.57	1.87	预收账款增加	382	1044	2065	3293	4788
应收账款周转率	133	127	149	167	196	投资活动现金流	2	1	233528	-147765	11882
应付账款周转率	515.95	621.09	612.92	576.50	565.90	公允价值变动收益	0	-228522	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	-1030	-20953	6983	-5000	-5000
每股收益(最新摊薄)	-0.54	-12.30	1.96	4.41	7.48	投资收益	0	0	0	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	-2.25	1.19	12.67	0.30	7.46	筹资活动现金流	619	44253	39413	98092	22195
每股净资产(最新摊薄)	0.32	27.70	29.77	32.22	39.70	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	-381.43	-15.94	76.90	34.29	20.18	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	513.03	5.47	4.91	4.29	3.54	资本公积增加	14079	752707	576	0	0
EV/EBITDA	5.37	0.33	-16.25	-3.14	-2.38	现金净增加额	24865	116000	258973	6032	152486

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

### 3. 风险提示

政府监管趋严；游戏行业发展不及预期；电竞行业发展不及预期；海外拓展不及预期。

## 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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上