

游戏直播营销红利凸显，“主播+游戏+AI”核心优势驱动虎牙成长

核心观点

我们认为虎牙具备核心投资价值：1) 安全边际较高，股东回报稳定；2) 直播进行游戏营销凭借其 ROI 更高、用户更加垂类粘性更强等优点，逐步成为游戏行业营销运营的主流选择，虎牙具备“主播+游戏”双重核心资源，有望受益于游戏直播营销产业趋势红利；3) 公司积极探索后续有望拓展游戏独代等新业务模式，并持续加码海外业务发展，有望打造新的增长曲线；4) 公司积极布局 AI，推出基于大模型的虎小 AI 直播助手，近期随着 MirageLSD 这类实时视频 AI 大模型推出，虎牙直播业务有望受益。

要点

安全边际较高，股东回报稳定

根据 2025 年第一季度财报披露，公司账面现金及等价物（含货币资金、受限制现金、短期银行存款、长期存款扣除应付股利）规模达 39.14 亿元，为业务拓展与风险抵御提供保障。公司经营性现金流已实现由负转正的良好态势，这一核心财务指标的改善，为公司长期可持续发展奠定了坚实基础，且公司后续分红+回购预期稳健。

直播游戏营销红利凸显，虎牙“主播+游戏”资源双重优势有望受益

在游戏直播营销产业趋势下，“游戏+主播”将成为核心能力，且相较于商品直播，主播与游戏的优势将进一步放大。参考商品直播时代，主播与货品为行业的核心能力；而在游戏直播产业链中亦是如此，在主播方面，虎牙具备核心头部游戏主播，此外虎牙计划三年培养 1000 名潜力主播；游戏方面，通过直播进行营销更加适用于 MOBA、射击等类型游戏，虎牙背靠腾讯，在这类游戏上获得较为优质的游戏资源。我们认为，与商品直播带货不同，游戏主播的技术与核心游戏覆盖有限，因此游戏直播带货逻辑集中度或更加分散，利好虎牙这种拥有核心游戏资源与众多主播的企业。

虎牙 (HUYA. N)

首次评级

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

向锐

xiangrui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070008

发布日期：2025 年 07 月 24 日

当前股价：3.70 美元

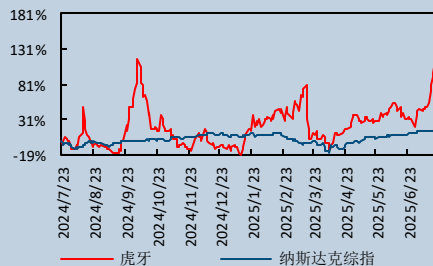
目标价格 6 个月：6.6 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.00/-7.43	10.45/-21.19	-8.42/-26.27
12 月最高/最低价 (美元)		6.23/2.32
总股本 (万股)		22,350.97
流通股本 (万股)		7,484.54
总市值 (亿美元)		8.27
流通市值 (亿美元)		8.27
近 3 月日均成交量 (万)		206.13
主要股东		
Linen Investment Limited		67.30%

股价表现



相关研究报告

探索游戏独代的新模式，海外业务不断加码

虎牙正以“国内深耕+海外拓展”双轮驱动，挖掘游戏业务的增长空间。在国内市场巩固道具分销优势的同时，公司依托旗下国际移动应用服务平台等海外载体，加速探索游戏相关商业化路径，目前已从早期的应用营销推广、直播打赏延伸至游戏分发、道具售卖、区域独代及游戏广告服务等多元模式。虎牙当前参与分发的游戏已覆盖超百家厂商且普遍表现良好，叠加其在游戏分发、营销渠道上的持续投入，海外布局的商业价值正加速兑现。结合超百款合作游戏的增长态势与独代模式的探索深化，虎牙海外游戏商业化业务已展现出明确的增长潜力，有望成为未来重要的业绩引擎。

公司积极布局 AI，AI 实时视频模型或能催化传统直播业务

在深耕游戏直播行业并不断拓宽业务边界的同时，虎牙继续重视构建技术护城河。作为直播行业的技术先行者，虎牙将“AI+直播”确立为核心战略方向，通过前沿技术赋能内容生产与用户体验升级，这一布局不仅强化了平台差异化竞争力，更为长期可持续发展筑牢技术根基。

盈利预测：我们预计公司 25-26 年营收分别为 67.1、77.4 亿元分别同比增长 10.3%、15.5%，预计公司经调整净利润分别为 3.4、4.2 亿元。

风险提示：虎牙公司面临多维度的风险挑战。宏观层面，全球经济复苏乏力与通胀压力可能抑制用户消费意愿，广告主预算收缩或将导致广告需求不足。行业层面，短视频平台持续挤压传统直播赛道，抖音、快手凭借算法优势与泛娱乐生态形成“流量虹吸效应”，行业竞争加剧，虎牙面临用户流失风险加剧；同时，直播行业监管趋严，内容合规成本攀升，未成年人保护政策与反垄断审查可能限制商业模式创新。公司层面，公司布局的内容生态投入与战略转型或面临不确定性风险。

目录

投资要点一、安全边际较高，股东回报稳定	4
投资要点二、直播游戏营销红利凸显，腾讯持股比例增加，虎牙“主播+游戏”资源双重优势有望受益...	5
投资要点三、探索游戏独代的新模式，海外业务不断加码	9
投资要点四、公司积极布局 AI，AI 实时视频模型或能催化传统直播业务	10
财务分析.....	12
估值预测：	15
风险提示：	17
敏感性测算：	18
三表预测：	19

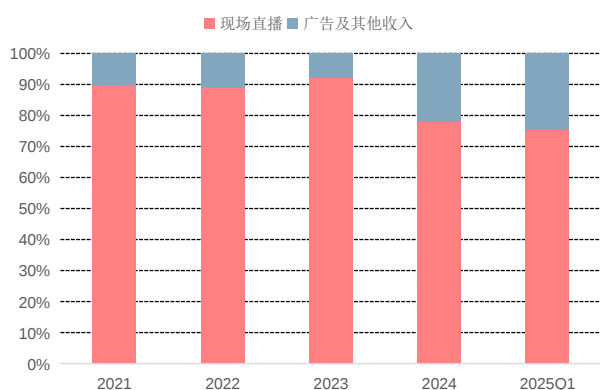
图目录

图表 1：公司广告&其他业务营收占比逐步提升（%）	4
图表 2：公司 Non-GAAP 净利润（亿元）	4
图表 3：账面现金&等价物资产（亿元）	4
图表 4：经营活动现金净流量已经转正（亿元）	4
图表 5：渠道买量与直播间营销方式的不同	5
图表 6：穿越火线直播带货成绩亮眼	6
图表 7：晶核 24 年 10.31 日成为抖音带货榜总榜第一	6
图表 8：游戏直播带货模式	6
图表 9：游戏直播带货模式	6
图表 10：游戏直播行业市场规模预测（亿元、%）	7
图表 11：不同游戏内容满足不同圈层用户	7
图表 12：腾讯在虎牙股份逐步提升	7
图表 13：虎牙覆盖多品类头部赛事	8
图表 14：25Q1 直播约 25 档自制赛事及 PGC 节目	8
图表 15：虎牙海外 Nimo	9
图表 16：虎牙 AI 直播助手	10
图表 17：实时视频扩散模型应用于直播	11
图表 18：MirageLSD 模型的实时功能	11
图表 19：虎牙营收企稳（亿元、%）	12
图表 20：广告&其他收入占比提升（%）	12
图表 21：除税前利润（亿元）	12
图表 22：公司毛利&毛利率（亿元、%）	12
图表 23：公司经营费用（亿元）	13
图表 24：公司营业费用率（%）	13
图表 25：公司经营活动现金流持续转正（亿元）	13
图表 26：公司账面现金&等价物（亿元）	13
图表 27：公司直播付费用户（百万、%）	14
图表 28：公司 MAU（百万）	14
图表 29：虎牙营收预测（亿元、%）	15
图表 30：虎牙股价&前瞻 PS 估值（元、倍）	15
图表 31：虎牙股价&预期 EPS（元）	16
图表 32：基于广告&其他收入增速的敏感性分析（亿元、%）	18

投资要点一、安全边际较高，股东回报稳定

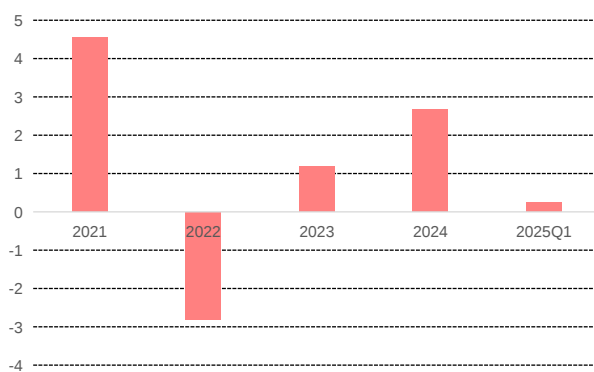
公司现金流比较充裕，安全边际较高，股东回报（回购+派息）稳定，且公司经营活动现金流转正，净利润后续有望不断释放。根据 2025 年第一季度财报披露，公司账面现金及等价物（含货币资金、受限制现金、短期银行存款、长期存款扣除应付股利）规模达 39.14 亿元，为业务拓展与风险抵御提供保障。公司经营性现金流已实现由负转正的良好态势，这一核心财务指标的改善，为公司长期可持续发展奠定了坚实基础。股东回报层面，公司董事会此前审议通过的 2025-2027 年股东回报计划显示，该周期内总派息金额将不低于 4 亿美元。其中，2025 年度现金股息已落地实施，派付总额约 3.4 亿美元；2026 年及 2027 年，公司计划每年现金分红规模均不低于 3000 万美元。股份回购方面，自 2023 年 8 月启动的总额不超过 1 亿美元的股份回购计划中，截至 2025 年第一季度末，公司已累计回购虎牙股票价值约 6980 万美元，体现了管理层对自身价值的认可。盈利端来看，随着公司业务结构的持续优化，广告业务及其他非核心业务收入占比有望逐步提升，盈利空间将进一步打开。考虑到收入结构的改善与成本端的有效管控，公司净利润释放节奏或将加速，中长期成长动能值得期待。

图表 1：公司广告&其他业务营收占比逐步提升（%）



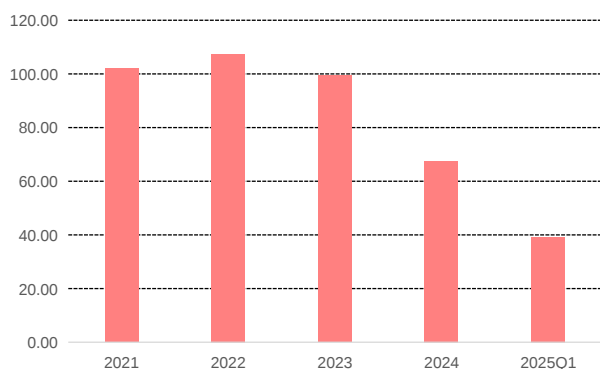
资料来源：Wind，中信建投

图表 2：公司 Non-GAAP 净利润（亿元）



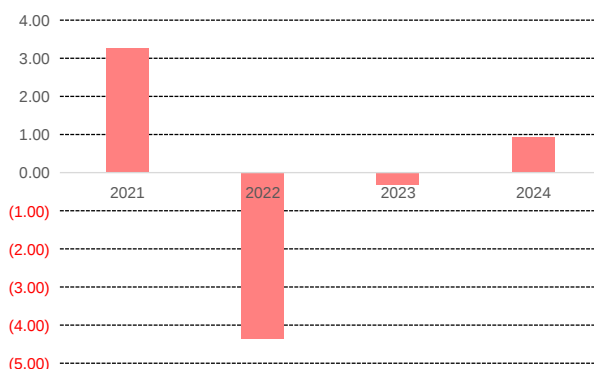
资料来源：Wind，中信建投

图表 3：账面现金&等价物资产（亿元）



资料来源：Wind，中信建投（注：计算方式为 货币资金+受限制现金+短期银行存款+长期存款-应付股利）

图表 4：经营活动现金净流量已经转正（亿元）



资料来源：Wind，中信建投

投资要点二、直播游戏营销红利凸显，腾讯持股比例增加，虎牙“直播+游戏”资源双重优势有望受益

与买量方式相比，通过直播进行游戏营销具备多重优势，其红利效应逐步凸显。直播进行游戏营销在 ROI、用户质量、长线运营方面具备优势。首先，ROI（投资回报率）优势显著，精准转化驱动效率提升。ROI 作为衡量营销渠道投入产出比的核心指标（计算公式为“收入/成本”），直播场景下的表现优于传统买量模式，核心源于“精准触达+高转化效率”的双重驱动。直播平台的用户标签体系与实时互动机制，能够更精准地匹配游戏目标客群，降低无效投放成本；同时，主播与观众的强互动场景（如玩法演示、福利发放）可直接激发即时下载或付费行为，推动转化效率提升，最终表现为直播渠道 ROI 较传统买量高出一定幅度。其次，用户质量更优，高价值客群粘性强。直播营销的用户画像精准度显著高于传统买量。以实际案例验证，如《三角洲行动》的直播用户中，80%为“FPS 游戏爱好者”，这一比例远超普通买量渠道的泛用户占比。此外，直播间的“实时互动”属性（包括主播与观众连麦、弹幕讨论、问答答疑等）进一步强化了用户参与感，用户日均停留时长、互动频次等指标均优于传统买量拉新的用户，用户粘性表现更突出。此外，长线运营能力突出，助力 LTV（用户生命周期价值）提升。相较于传统买量的“一次性获客”逻辑，直播营销通过“内容+互动”构建用户信任关系，更适合中重度游戏及需要长期运营的产品。一方面，主播持续输出的游戏攻略、剧情解析、版本解读等内容，可深度绑定用户兴趣，延长用户生命周期；另一方面，直播间的打赏、点赞、关注等互动行为（互动率普遍高于传统买量渠道），能有效沉淀品牌资产，增强用户忠诚度，最终推动 LTV 持续上行，为中重度游戏的长期流水增长提供支撑。

图表 5：渠道买量与直播间营销方式的不同

	渠道买量	直播间营销
ROI	随着买量成本上升叠加竞争加剧，行业买用户更加垂类且安卓部分渠道没有抽成，成本相量 ROI 更低	对更低，ROI 更好
核心优势	规模化获客，适合新品快速起量	用户互动与品牌沉淀，适合长线运营
用户特征	广泛但是分散，用户质量层次不齐	精准且高价值，用户粘性更强
适用产品	新品，轻度游戏，需要短期冲量的产品	中重度游戏，需要长期运营产品

资料来源：中信建投

我们认为，2024-2025 年以来游戏行业的直播营销模式逐渐成为产业趋势，虽然直播卖游戏道具的方式一直存在，但是随着买量成本增加、用户心智被持续教育等因素，2024-2025 年产业开始加速。

24-25 年以来游戏直播销量加速，多场活动销售额表现超预期。2022 年以来，除游戏活动直播之外，售卖游戏道具的“带货”直播也逐步成为主流，并在 2024-2025 年出现加速趋势，比如，《穿越火线》的首次直播带货活动，仅预约人数就高达 530 万，最高在线人数 28 万，直播观看总人数达 1200 万，开播半小时，《穿越火线》游戏道具的销售额就突破 1000 万元大关。

图表 6：穿越火线直播带货成绩亮眼



资料来源：快手热榜，中信建投

图表 7：晶核 24 年 10.31 日成为抖音带货榜总榜第一



资料来源：晶核，中信建投

游戏直播营销进入高效转化新阶段，从典型案例观察，游戏直播营销正通过“内容+场景+即时转化”的创新模式，实现用户触达效率与付费转化率的双重突破：

以《王者荣耀》2024 年抖音“策划爆料”直播为例，通过“游戏实况+弹幕互动+即点即购”的闭环设计，将传统广告的被动接收转化为主动参与。直播间设置“氪金入口”弹幕按钮，用户点击即可跳转付费界面，配合主播实时答疑与福利发放，推动当场付费率较常规渠道提升超 300%，验证了高沉浸场景下的即时转化潜力。

《晶核》2024 年 10 月 31 日-11 月 2 日官方直播创下千万级 GMV，登顶抖音带货榜总榜首位。其成功要素包括：1）精准匹配二次元用户群体（直播观众中 95 后占比达 78%）；2）限定皮肤首发策略（首发套装预售占比达 62%）；3）主播专业度背书（合作头部游戏主播粉丝转化率远超行业均值），印证垂直品类游戏在直播场景的爆发力。

《魔兽世界》2024 年双 11 首次直播带货中，99 元雪人套单品售出 9.1 万套，连带其他周边产品单日销售额突破千万。核心逻辑在于：1)经典 IP 粉丝价值挖掘（怀旧服玩家付费 ARPU 值远高于新玩家）；2)价格锚定策略（原价 398 元套装通过直播专属折扣提升感知价值）；3)社群裂变效应（直播间分享率带动二次传播转化），凸显成熟 IP 的持续变现能力。

图表 8：游戏直播带货模式



资料来源：抖音，中信建投

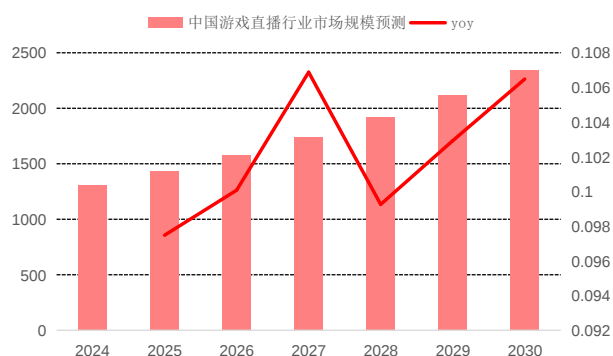
图表 9：游戏直播带货模式



资料来源：抖音，中信建投

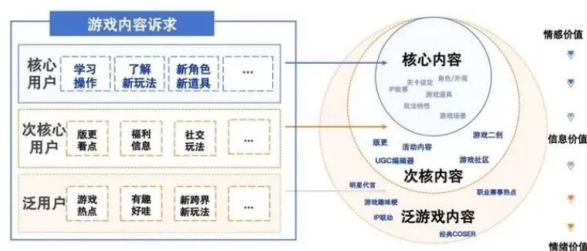
在游戏直播营销产业趋势下，“游戏+主播”将成为核心能力，且相较于商品直播，主播与游戏的优势将进一步放大。参考商品直播时代，主播与货品为行业的核心能力；而在游戏直播产业链中亦是如此，在主播方面，虎牙具备核心头部游戏主播，此外虎牙计划三年培养 1000 名潜力主播；游戏方面，通过直播进行营销更加适用于 MOBA、射击等类型游戏，腾讯作为全球游戏龙头企业，虎牙作为子公司有望获得更多优质游戏资源。但是我们认为，与商品直播带货不同，游戏主播的技术与核心游戏覆盖有限，因此游戏直播带货逻辑集中度或更加分散，利好虎牙这种拥有核心游戏资源与众多主播的企业。

图表 10：游戏直播行业市场规模预测（亿元、%）



资料来源：智研瞻，中信建投

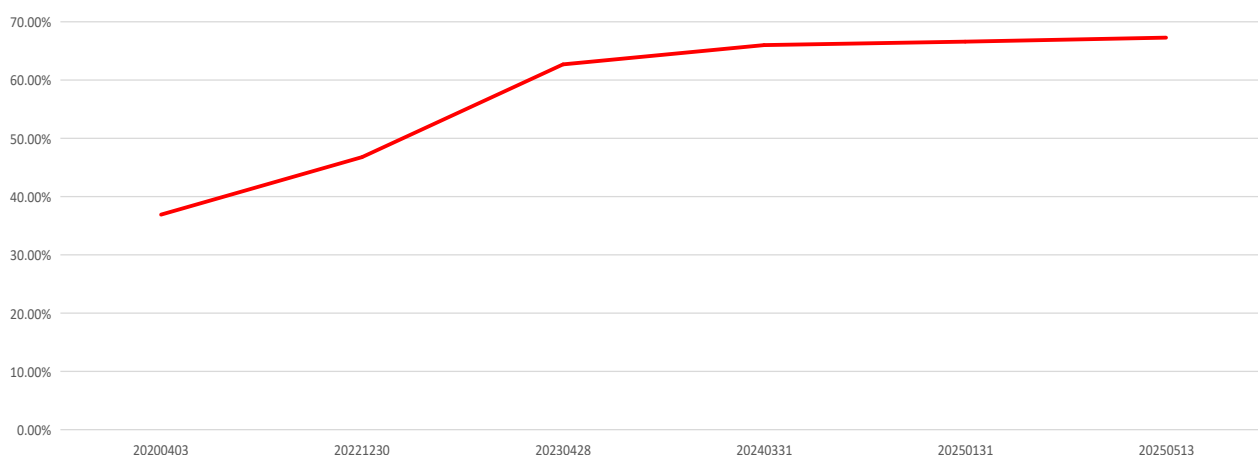
图表 11：不同游戏内容满足不同圈层用户



资料来源：dataeye，中信建投

腾讯持股比例持续增加。作为国内头部游戏直播平台，虎牙与腾讯的股权合作关系持续深化，根据 wind 数据，腾讯对虎牙的持股比例已从 2020 年 4 月 3 日的 36.9%稳步提升至 2025 年 5 月 13 日的 67.3%，股权占比的持续扩大不仅强化了腾讯对虎牙的控制权，更意味着双方在内容、流量、技术等层面的协同或将进入更深层次。国内主流游戏直播的核心资源——英雄联盟（国内代理运营权）、王者荣耀（所有权）均由腾讯旗下腾讯游戏全权掌舵。这种“内容-平台”的强关联，使得虎牙在接入腾讯生态后，能够优先获取包括赛事版权、游戏数据、用户流量在内的关键资源。

图表 12：腾讯在虎牙股份逐步提升



资料来源：Wind，中信建投

从行业竞争格局看，腾讯提供的资源扶持已转化为虎牙的差异化优势。当前，虎牙是国内唯一实现“英雄联盟五大赛区直播权全覆盖”的平台，具体涵盖英雄联盟职业联赛（LPL）、韩国冠军联赛（LCK）、北美冠军联赛（LCS）、欧洲冠军联赛（LEC）及太平洋冠军联赛（PCS）的独家直播权益。这一资源壁垒的构建，既巩固了虎牙在游戏直播领域的头部地位，也为其用户增长与商业化变现提供了长期支撑。

图表 13：虎牙覆盖多品类头部赛事

覆盖多品类头部赛事
稳固虎牙电竞领先地位



2025 Q1直播约 75项 版权电竞赛事

资料来源：虎牙官网，中信建投

图表 14：25Q1 直播约 25 档自制赛事及 PGC 节目

自制赛事彰显专业影响力
多元化节目拓宽受众圈层



2025 Q1直播约 25档 自制赛事及PGC节目

资料来源：虎牙官网，中信建投

投资要点三、探索游戏独代的新模式，海外业务不断加码

在游戏道具分销业务稳固，具备“主播+游戏”核心优势，公司逐步探索游戏独代模式+海外业务加速拓展。作为虎牙当前业务版图的重要支柱，其游戏道具分销的稳定性源于“主播-用户-道具”的生态闭环——头部主播通过内容互动激发用户消费需求，平台则通过丰富的SKU覆盖与流畅的购买体验完成转化。与此同时，虎牙正以“国内深耕+海外拓展”双轮驱动，挖掘游戏业务的增长空间。在国内市场巩固道具分销优势的同时，公司依托旗下国际移动应用服务平台等海外载体，加速探索游戏相关商业化路径，目前已从早期的应用营销推广、直播打赏延伸至游戏分发、道具售卖、区域独代及游戏广告服务等多元模式。据虎牙联席 CEO 兼高级副总裁在季报电话会议中披露，这些新兴业务已进入快速发展通道，其中海外游戏相关服务收入在第一季度实现环比数倍增长；虎牙当前参与分发的游戏已覆盖超百家厂商且普遍表现良好，叠加其在游戏分发、营销渠道上的持续投入，海外布局的商业价值正加速兑现。结合超百款合作游戏的增长态势与独代模式的探索深化，虎牙海外游戏商业化业务已展现出明确的增长潜力，有望成为未来重要的业绩引擎。

图表 15：虎牙海外 Nimo



资料来源：虎牙官网，中信建投

虎牙旗下海外直播平台 Nimo 通过“自营+本地化”双轮驱动，已构建起覆盖东南亚、中东等核心市场的游戏生态服务体系。作为虎牙全球化战略的核心载体，Nimo 在泰国、印尼、越南等 12 个国家设立本地办公室，依托超十万主播开播量、千万级用户规模的基础盘，形成了“内容生产-赛事运营-用户服务”的闭环生态。其核心竞争力体现在：签约 50 余家顶尖电竞俱乐部职业选手，占据越南、印尼等地区 70% 以上头部游戏 KOL 资源，构建起覆盖电竞赛事、直播内容、用户社群的全链路运营能力。在游戏出海服务层面，虎牙通过“自营化”发行体系实现突破性进展。区别于传统三方渠道的分发模式，Nimo 依托本地化团队搭建起包含内容生态运营、用户增长系统、支付变现通道的完整基础设施。2025 年第一季度数据显示，平台已与国内及海外厂商合作发行《PUBG MOBILE》《王者荣耀》等 50 余款游戏。

投资要点四、公司积极布局 AI，AI 实时视频模型或能催化传统直播业务

在深耕游戏直播行业并不断拓宽业务边界的同时，虎牙继续重视构建技术护城河。作为直播行业的技术先行者，虎牙将"AI+直播"确立为核心战略方向，通过前沿技术赋能内容生产与用户体验升级，这一布局不仅强化了平台差异化竞争力，更为长期可持续发展筑牢技术根基。在电竞赛事运营领域，虎牙已率先实现 AI 技术与赛事场景的深度融合创新。以"虎牙英雄联盟传奇杯 S3"赛事为载体，平台推出行业首个全场景观赛 AI 智能体"虎小 Ai"，通过"懂游戏、懂电竞、懂解说"的全链路能力重构用户观赛体验：赛前选人阶段，其数据透视功能可拆解战队英雄池兼容性，将队长决策从经验博弈升级为可视化策略推演；赛中 BP 环节，依托千万场对战模型的赛事数据中台，能同步生成阵容克制热力图，帮助观众快速理解战术逻辑；赛后复盘阶段，既支持毫秒级高光混剪产出，又能以玩梗式 MVP 锐评提升内容趣味性。这种"技术赋能内容、内容服务用户"的闭环生态，推动 AI 角色从传统工具向"内容共创伙伴"跨越，为电竞直播模式创新提供了新范式。

图表 16：虎牙 AI 直播助手



资料来源：虎牙官网，中信建投

随着直播实时大模型逐渐成熟，直播赛道有望充分受益。作为行业技术革新的核心驱动力，AI 实时视频生成技术正突破传统直播的内容生产边界。以 Decart 公司推出的 MirageLSD 系统为例，其基于 Live Stream Diffusion (LSD) 模型构建的无限实时视频生成能力，在保持时间连贯性的同时实现零延迟输出，相较传统视频模型在 20-30 秒后因误差累积导致的画质劣化问题，该技术可支持连续生成超百秒的高质量画面，且将生成耗时压缩至毫秒级，彻底解决分块生成带来的交互延迟痛点。

虎牙直播作为国内电竞直播领域的头部平台，其技术储备与用户生态为此类创新提供了理想的落地场景。平台日均超 10 万主播开播、千万级用户活跃的规模基础，叠加 Nimo 海外业务积累的本地化运营经验，形成了"内容生产-实时交互-全球化分发"的完整链路。若将 MirageLSD 系统与现有 AI 能力（如"虎小 Ai"的赛事智能解说、实时数据可视化）深度融合，可构建"AI 生成+真人互动"的双引擎模式：一方面通过实时画面生成拓展虚拟

场景应用（如沉浸式游戏剧情分支），另一方面借助 AI 的即时交互能力优化用户打赏、连麦等行为转化路径。

图表 17：实时视频扩散模型应用于直播



资料来源：量子位，中信建投

图表 18：MirageLSD 模型的实时功能

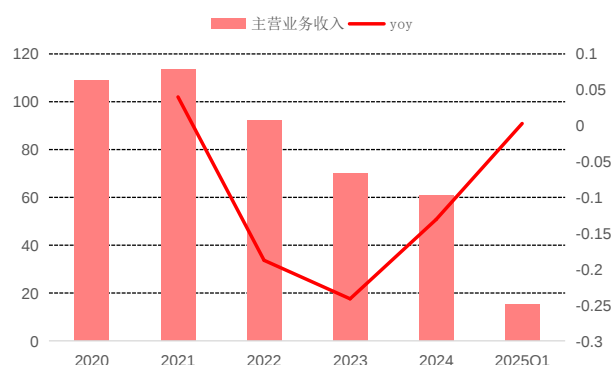


资料来源：量子位，中信建投

财务分析

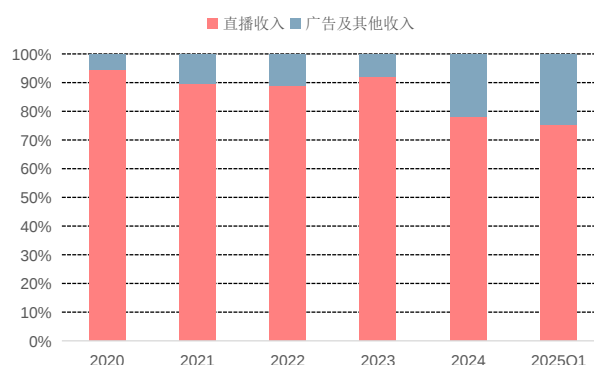
公司整体营收逐步企稳，广告&其他收入占比不断增加。2022-2024 年公司营收分别为 92.2、69.9、60.8 亿元，分别同比下降 19%、24%、13%；25Q1 公司营收逐步企稳，25Q1 公司营收为 15.1 亿元，同比增长 0.3%；其中广告&其他收入占比逐步增长，25Q1 广告&其他收入为 3.7 亿元，占比 24.5%，随着占比逐步提升。

图表 19：虎牙营收企稳（亿元、%）



资料来源：Wind，中信建投

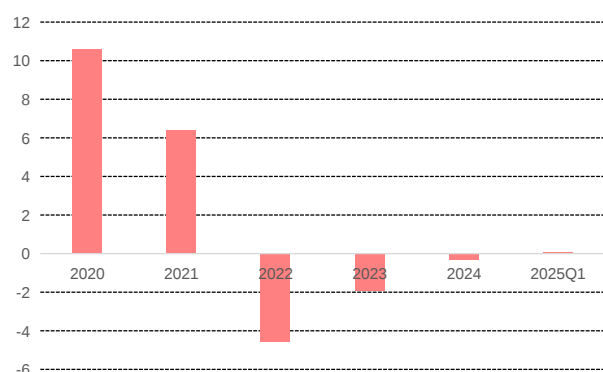
图表 20：广告&其他收入占比提升（%）



资料来源：Wind，中信建投

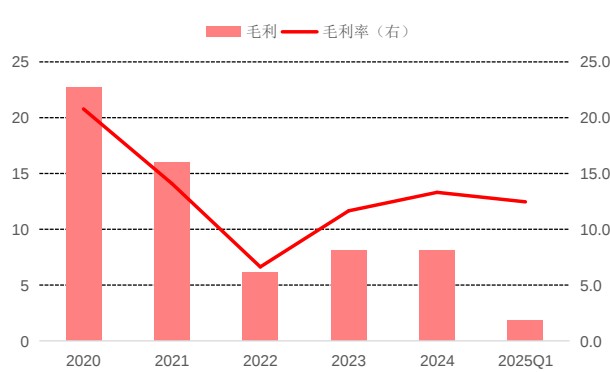
公司毛利率保持稳定，利率有望迎来增长。2022-2024 年公司毛利润分别为 6.1、8.2、8.1 亿元，对应毛利率分别为 6.6%、11.7%、13.3%；毛利率提升趋势明显，25Q1 公司毛利润为 1.9 亿元，毛利率为 12.5%；2022-2024 年公司除税前利润分别为-4.6、-1.9、-0.3 亿元，公司利润转正趋势明显，2025Q1 公司除税前利润为 0.04 亿元；随着高 Margin 的广告业务占比逐步提升，公司后续利润率有望持续增加。

图表 21：除税前利润（亿元）



资料来源：Wind，中信建投

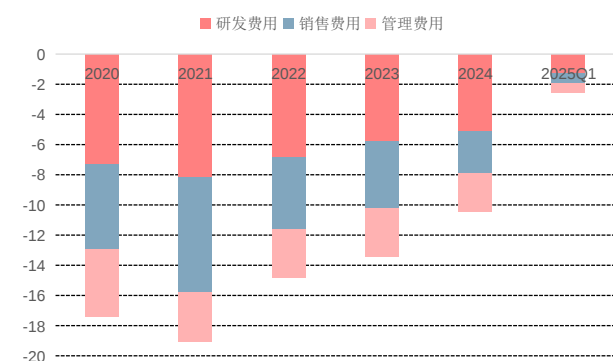
图表 22：公司毛利&毛利率（亿元、%）



资料来源：Wind，中信建投

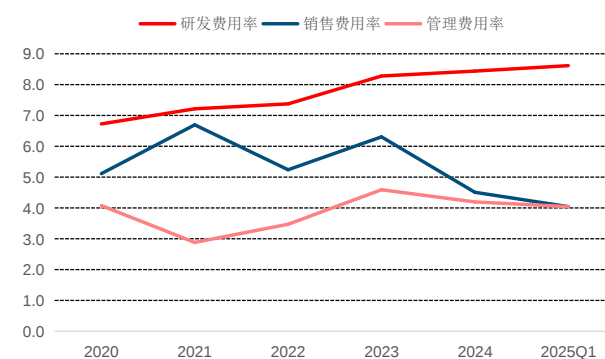
公司重视研发，研发费用持续增长，而营销费用率与管理费用率下行。公司重视研发投入，2022-2024 年公司研发费用分别为 6.8、5.8、5.1 亿元，25Q1 研发投入为 1.3 亿元，对应研发费用率分别为 7.4%、8.3%、8.4%、8.6%；公司研发投入持续提升。此外公司进行降本增效，管理费用率和营销费用率持续降低，2022Y-2025Q1 公司的营销费用率分别为 5.2%、6.3%、4.5%、4.0%，管理费用率分别为 3.5%、4.6%、4.2%、4.0%。

图表 23：公司经营费用（亿元）



资料来源：Wind，中信建投

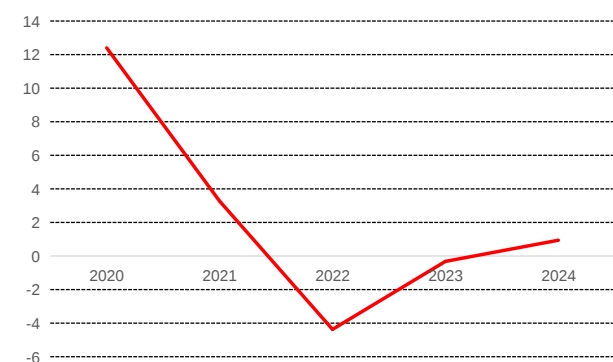
图表 24：公司营业费用率（%）



资料来源：Wind，中信建投

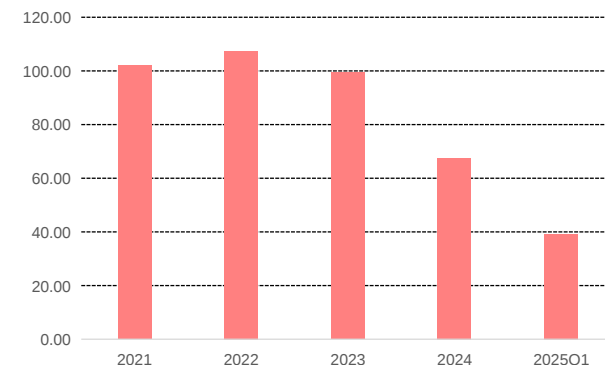
公司经营性现金流持续转正，现金储备充足。2022-2024 年公司经营性现金流分别为-4.37、-0.32、0.94 亿元，已经实现经营性现金流转正，同时，公司账上现金储备充足，公司的账面现金&等价物（货币资金+受限制现金+短期银行存款+长期存款-应付股利）截止到 25Q1 财报尚有 39 亿元，充足的现金储备有望保证公司后续业务的平稳运行。

图表 25：公司经营活动现金流持续转正（亿元）



资料来源：Wind，中信建投

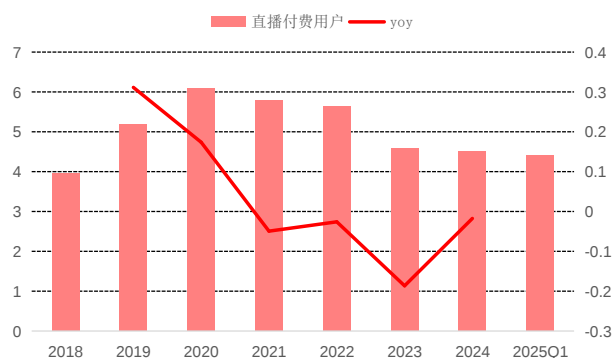
图表 26：公司账面现金&等价物（亿元）



资料来源：Wind，中信建投（注：计算方式为 货币资金+受限制现金+短期银行存款+长期存款-应付股利）

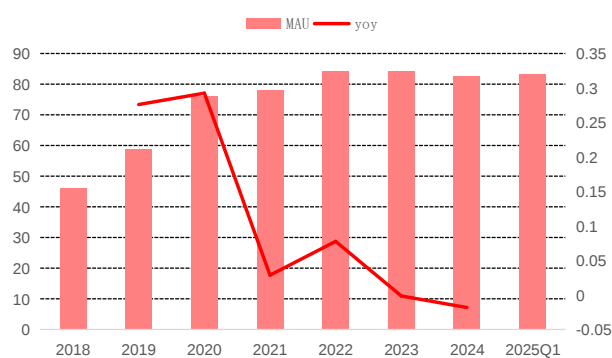
公司 MAU 逐步企稳，直播付费用户保持稳定。公司 MAU 保持稳定，2022-2024 年公司 MAU 分别为 8425、8413、8260 万，分别同比变化 8%、0%、-2%；2025Q1 公司 MAU 企稳，为 8340 万；公司直播付费用户经历下滑之后也趋于平稳，2022-2024 年直播付费用户分别为 563、458、450 万，25Q1 直播付费用户为 440 万，数据趋于平稳。

图表 27：公司直播付费用户（百万、%）



资料来源：虎牙官网，中信建投

图表 28：公司 MAU（百万）



资料来源：虎牙官网，中信建投

估值预测：

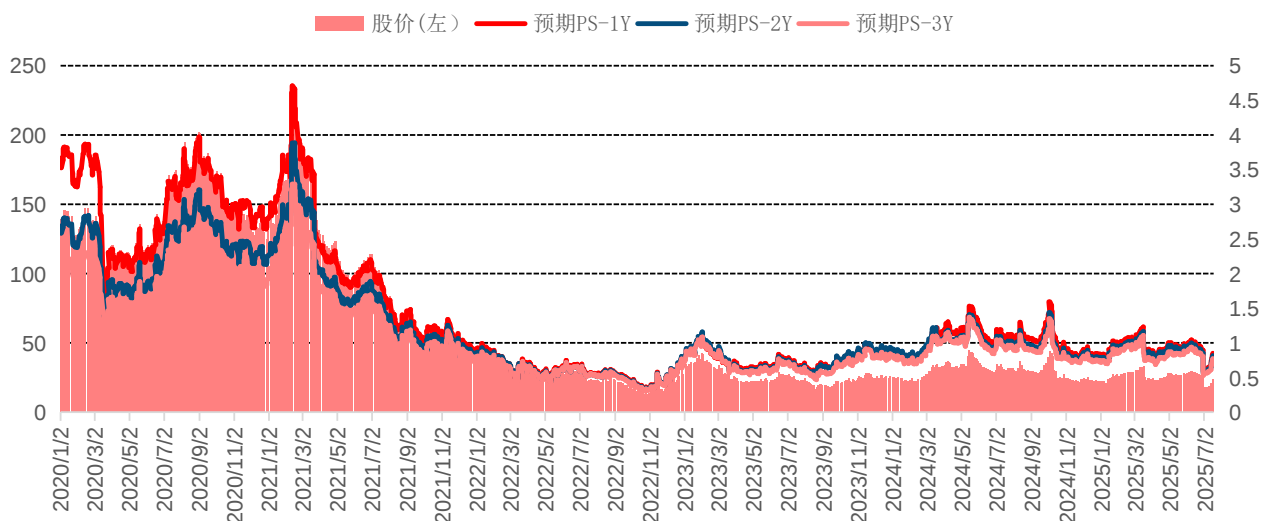
盈利预测：我们预计公司 25-26 年营收分别为 67.1、77.4 亿元分别同比增长 10.3%、15.5%，预计公司经调整净利润分别为 3.4、4.2 亿元。考虑到公司在游戏直播赛道的龙头地位，叠加腾讯资源扶持与 AI 催化，我们给予公司 26 年 30 PE，对应 2026 年目标价为 6.6 美元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 29：虎牙营收预测（亿元、%）

截止日期	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入	92.2	70.0	60.8	67.1	77.4
yoy	-18.8%	-24.1%	-13.1%	10.3%	15.5%
营收拆分					
直播收入	81.96	64.51	47.45	48.61	50.34
yoy	-19.5%	-21.3%	-26.4%	2.4%	3.6%
of total	88.9%	92.2%	78.1%	72.5%	65.0%
广告及其他收入	10.25	5.44	13.34	18.44	27.11
yoy	-12.0%	-46.9%	145.2%	38.2%	47.0%
of total	11.1%	7.8%	21.9%	27.5%	35.0%

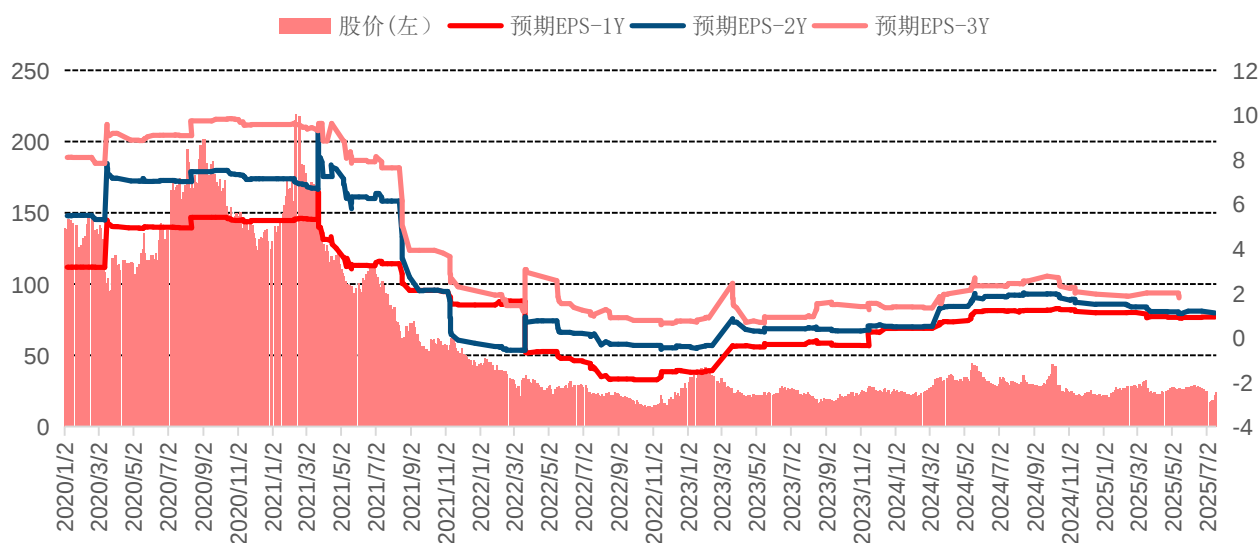
资料来源：Bloomberg，中信建投

图表 30：虎牙股价&前瞻 PS 估值（元、倍）



资料来源：Bloomberg，中信建投

图表 31：虎牙股价&预期 EPS（元）



资料来源：Bloomberg，中信建投（注：预期 EPS 主要来自于Bloomberg 对未来三年 EPS 的滚动一致预期）

风险提示：

虎牙公司面临多维度的风险挑战。宏观层面，全球经济复苏乏力与通胀压力可能抑制用户消费意愿，广告主预算收缩或将导致广告需求不足。行业层面，短视频平台持续挤压传统直播赛道，抖音、快手凭借算法优势与泛娱乐生态形成“流量虹吸效应”，行业竞争加剧，虎牙面临用户流失风险加剧；同时，直播行业监管趋严，内容合规成本攀升，未成年人保护政策与反垄断审查可能限制商业模式创新。公司层面，公司布局的内容生态投入与战略转型或面临不确定性风险。

敏感性测算：

由于公司广告&其他业务受独代模式、海外业务的影响其波动较大，因此做出以下敏感性分析：

图表 32：基于广告&其他收入增速的敏感性分析（亿元、%）

广告&其他收入增速			2025E 营业收入			广告&其他收入增速			2026E 营业收入		
乐观	50%		68.6	乐观		50%		78.0			
中性	35%		66.6	中性		30%		74.3			
悲观	20%		64.6	悲观		15%		71.5			

资料来源：Bloomberg，中信建投

三表预测：

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E
货币资金	512	1189	1541	1672	销售收入	6994	6079	6705	7741
流动资产总计	8151	6088	6282	6759	销售成本	6179	5270	5738	6545
非流动资产合计	4774	3480	3590	3626	销售和管理费用	761	529	553	623
资产总计	12924	9568	9872	10385	研发费用	579	513	548	633
流动负债合计	2162	1938	2108	2404	营业利润	-444	-190	-84	-2
非流动负债合计	138	79	79	79	净利润	-205	-48	134	216
负债合计	2300	2017	2187	2484	EBITDA	-145	80	249	364
股东权益合计	10625	7551	7685	7901	经调整净利润	119	269	336	420
负债和股东权益合计	12924	9568	9872	10385					
					主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E
现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	销售收入增长率	-24.1%	-13.1%	10.3%	15.5%
经营性现金净流量	-32	94	359	97	毛利率	11.7%	13.3%	14.4%	15.5%
投资性现金净流量	53	3679	-11	29	净利率	-2.9%	-0.8%	2.0%	2.8%
筹资性现金净流量	-202	-3105	5	6	ROE	-1.9%	-0.6%	1.7%	2.7%
现金流量净额	-181	668	352	131	ROA	-1.6%	-0.5%	1.4%	2.1%

资料来源：IFind，中信建投

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024 新财富海外市场研究第五名；2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围；2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

向锐

海外团队分析师，中国人民大学金融学硕士，2022 年加入中信建投研究发展部海外团队，主要覆盖游戏/电商/SaaS/美股 AI 科技等方向，擅长前瞻性判断产业趋势及个股 alpha，2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围、2024 年新财富港股及海外最佳研究团队上榜核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅 -5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅 -10—10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk