

斗鱼 (DOYU) 2019 年二季度报点评

Q2 收入增长 133%，市场集中度提升叠加粉丝节带动收入向上

推荐 (维持)

目标区间: 10.79 USD-13.37 USD

当前价: 8.14 USD

事项:

- ❖ 公司 2019 年 8 月 13 日公布了 2019 年二季度财报, 2019Q2 年实现营收 18.73 亿元, 同比增长 133.20%; GAAP 归母净利润 0.24 亿元, 去年同期亏损 2.29 亿元; Non-GAAP 归母净利润 0.53 亿元, 去年同期亏损 2.22 亿元。

评论:

- ❖ 公司 Q2 实现营收 18.73 亿元, 同比增长 133.20%, 环比增长 25.79%。公司 Q2 毛利率: 16.1%, 同比上升 12.00pp, 环比上升 2.50pp。毛利率上升主要是因为公司在货币化能力、通过技术升级的带宽利用率和运营效率方面的持续改进。研发费用: 0.84 亿元, 同比增长 1.81%, 环比增长 6.33%; 销售费用: 1.68 亿元, 同比增长 17.40%, 环比增长 35.48%, 销售费用的增长主要是因为公司品牌知名度的提升、电子竞技内容和线下活动费用的增长; 一般及行政费用: 0.73 亿元, 同比增长 98.40%, 环比增长 14.06%。一般及行政费用增长主要是因为公司业务增长使得管理团队的薪酬和福利增长。GAAP 归母净利润 0.24 亿元, 去年同期亏损 2.29 亿元, 环比上升 26.32%。Non-GAAP 归母净利润 0.53 亿元, 去年同期亏损 2.22 亿元, 环比上升 51.43%。净利润上升的主要原因是收入的大幅上升, 而成本上升较慢, 其中带宽成本环比下降, 因此毛利率得到了提升。
- ❖ 斗鱼直播业务 Q2 录得收入 17.08 亿元, 同比增长 47.9%, 环比增长 26.14%。3 月熊猫直播倒闭后大主播涌入斗鱼叠加 6 月大型活动“斗鱼粉丝节”背景下付费用户数和 ARRPU 的提升。斗鱼整体 MAU 16280 万, 同比增长 32.60%, 环比增长 2.26%; 斗鱼移动端 MAU 5060 万, 同比增长 42.50%, 环比增长 3.05%。斗鱼付费用户数 670 万, 同比增长 123.30%, 环比增长 11.67%; 付费率 13.24%, 同比增长 4.79pp, 环比增长 1.02pp。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级。我们预计市场集中度提升、幸运礼物变现、游戏主播向秀场主播导流将会带来公司流水提升。游戏主播合约期内绑定能力提升或将优化签约成本。Q3 来看, 没有粉丝节等大型活动, 预期环比较弱。我们预计公司 19~21 年归母净利润分别为 0.98/4.92/7.33 亿人民币(因公司 Q2 付费率 ARPPU 增长超预期, 我们对估值进行调整, 此前为-1.21/1.03/4.70 亿人民币), EPADS 分别为 0.30/1.52/2.26 元人民币, P/E 分别为 189/38/25 倍。我们根据 DCF 与 P/S 倍数给予公司目标价区间: 75.8 元人民币 (10.79 USD) /ADS ~94.01 人民币 (13.37 USD) /ADS, 维持“推荐”评级。
- ❖ 风险提示: 行业监管收紧; 活跃用户增速放缓; 侵权事件发生; 直播平台付费率增长停滞; 头部主播流失; 内容成本增加。

主要财务指标 (人民币)

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	3,654	7,253	8,964	10,526
同比增速(%)	93.8%	98.5%	23.6%	17.4%
归母净利润(百万)	-883	98	492	733
同比增速(%)	44.1%	-111.1%	401.4%	48.9%
每股盈利(元)	-2.72	0.30	1.52	2.26
市盈率(倍)	-21	189	38	25
市净率(倍)	5	2	2	2

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 8 月 14 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 李雨琪

电话: 021-20572555

邮箱: liyuqi@hcyjs.com

执业编号: S0360519010001

证券分析师: 潘文韬

电话: 021-20572578

邮箱: panwentao@hcyjs.com

执业编号: S0360518070003

目录

一、公司 Q2 实现营收 18.73 亿元，环比增长 26%.....	4
二、“斗鱼粉丝节”激活 Q2 头部主播流水.....	6
三、投资建议.....	10
1、DCF 估值.....	10
2、P/S 估值.....	10
3、投资评级.....	10
四、风险提示.....	10

图表目录

图表 1	公司营收变化.....	4
图表 2	公司毛利率情况.....	4
图表 3	三费率变化.....	5
图表 4	GAAP 净利润变化.....	5
图表 5	斗鱼直播收入情况.....	6
图表 6	斗鱼 MAU 变化.....	6
图表 7	虎牙 MAU 变化.....	6
图表 8	斗鱼付费情况.....	7
图表 9	虎牙付费情况.....	7
图表 10	斗鱼 ARPPU 变化情况.....	7
图表 11	虎牙 ARPPU 变化情况.....	7
图表 12	公司收入分成与内容成本变化情况.....	8
图表 13	公司带宽成本变化情况.....	8
图表 14	斗鱼虎牙头部主播收入占比.....	8
图表 15	直播平台 TOP100 主播流水情况 (亿元).....	9
图表 16	公司广告及其他收入情况.....	9

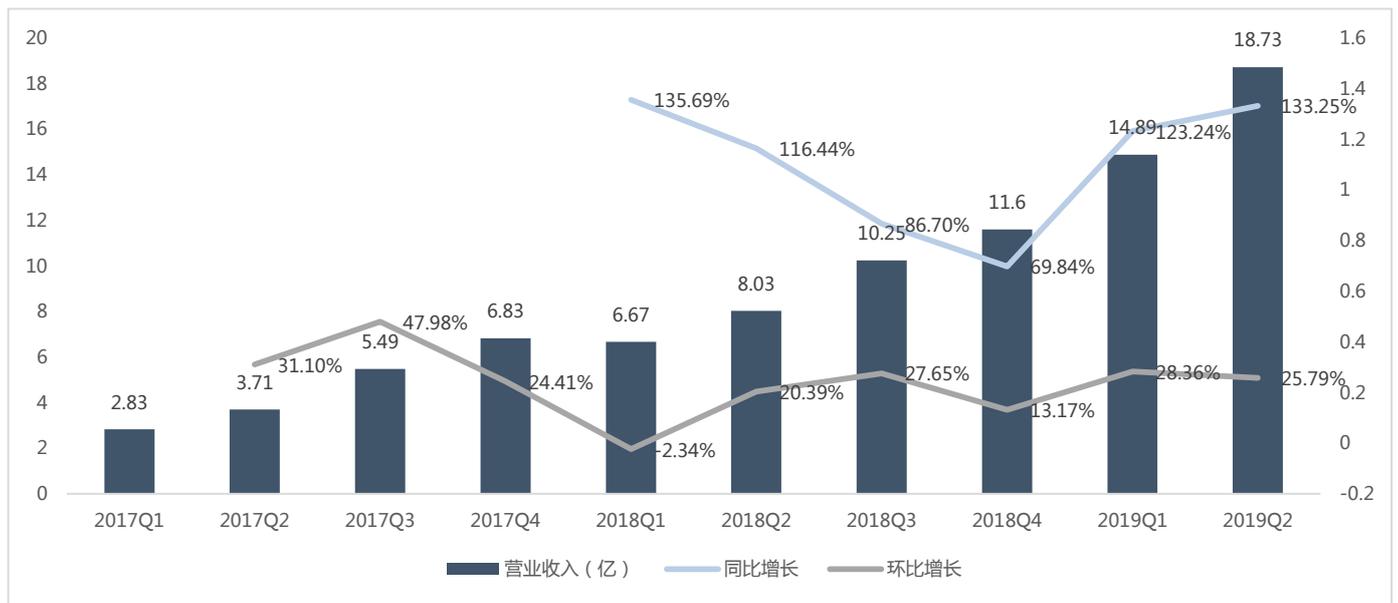
一、公司 Q2 实现营收 18.73 亿元，环比增长 26%

营收:

公司 Q2 实现营收 18.73 亿元，同比增长 133.2%，环比增长 25.79%。同比增长主要由于直播业务收入的增长。预计 Q3 收入增速下滑，主要原因是 Q3 大型活动缺失。

广告与其他业务: 收入 1.64 亿元，同比增长 21.2%，环比增长 21.48%。同比增长主要由于斗鱼品牌名称在中国在线广告市场的认可度越来越高。

图表 1 公司营收变化

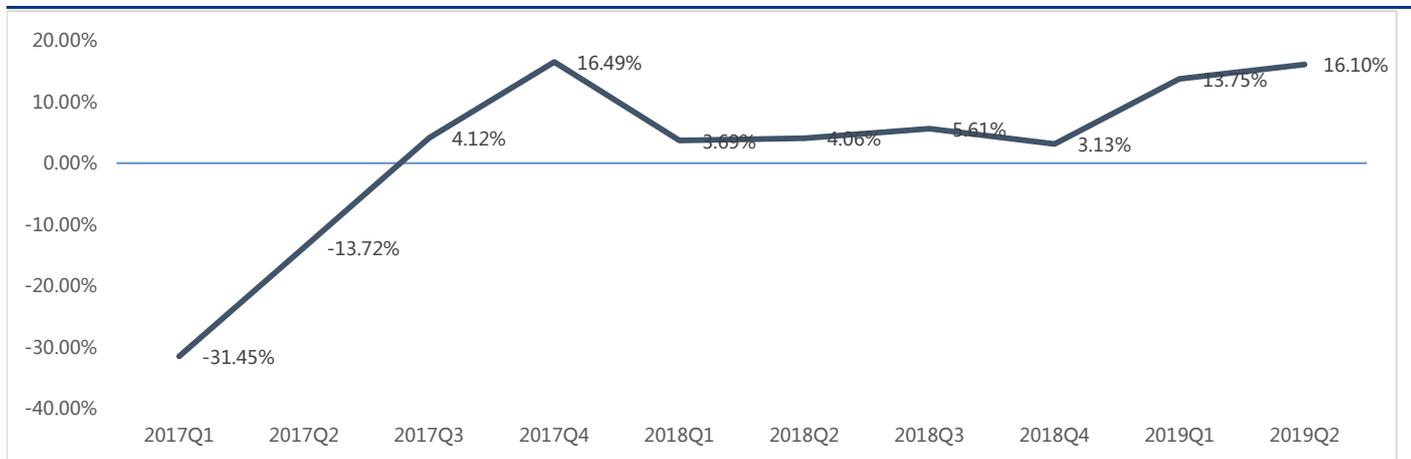


资料来源: 公司公告, 华创证券

毛利率:

- 公司 Q2 毛利率: 16.1%，同比上升 12.00pp，环比上升 2.50pp。毛利率上升主要是因为公司在货币化能力、通过技术升级的带宽利用率和运营效率方面的持续改进，也促进了平台规模经济的发展。

图表 2 公司毛利率情况

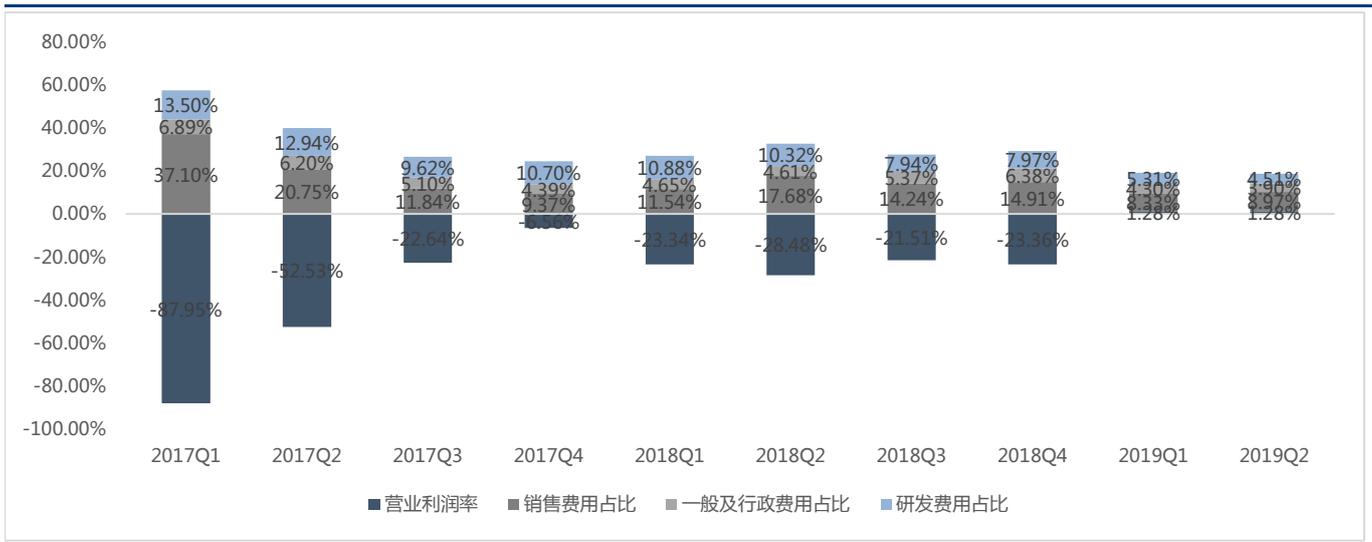


资料来源: 公司公告, 华创证券

费用:

- 研发费用: 0.84 亿元, 同比增长 1.81%, 环比增长 6.33%;
- 销售费用: 1.68 亿元, 同比增长 17.40%, 环比增长 35.48%, 销售费用的增长主要是因为公司品牌知名度的提升、电子竞技内容和线下活动费用的增长;
- 一般及行政费用: 0.73 亿元, 同比增长 98.40%, 环比增长 14.06%。一般及行政费用增长主要是因为公司业务增长使得管理团队的薪酬和福利增长。

图表 3 三费率变化

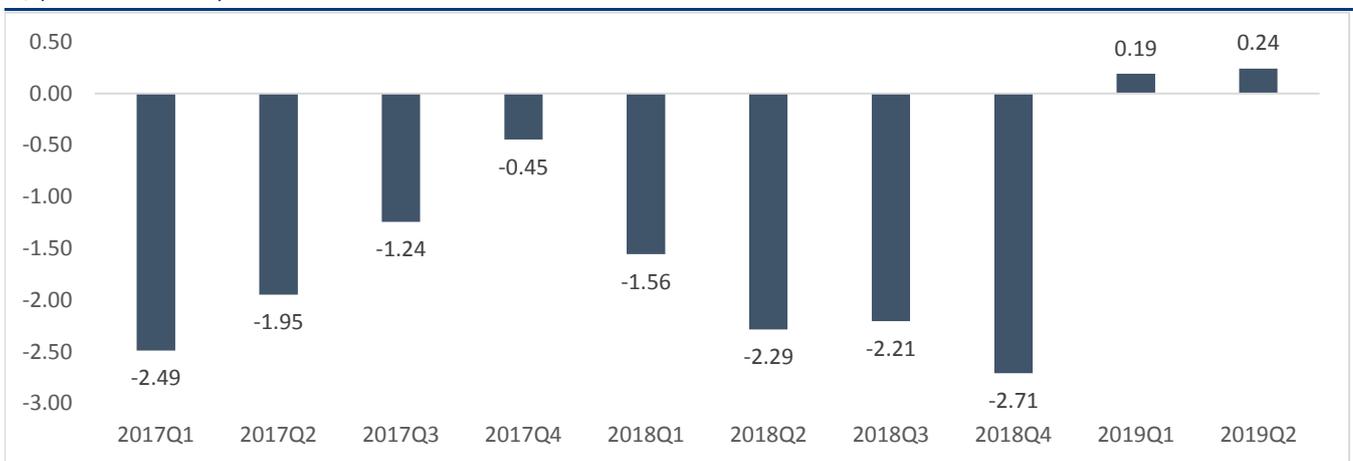


资料来源: 公司公告, 华创证券

利润:

- GAAP 净利润 0.24 亿元, 去年同期亏损 2.29 亿元, 环比上升 26.32%。
- Non-GAAP 净利润 0.53 亿元, 去年同期亏损 2.22 亿元, 环比上升 51.43%。净利润上升的主要原因是收入的大幅上升, 而成本上升较慢, 其中带宽成本环比下降。

图表 4 GAAP 净利润变化



资料来源: 公司公告, 华创证券

二、“斗鱼粉丝节”激活 Q2 头部主播流水

直播业务收入 17.08 亿元，同比增长 47.9%，环比增长 26.14%。主要由于 3 月熊猫直播倒闭带来大主播涌入以及大型活动“斗鱼粉丝节”背景下付费用户数和 ARRPU 的提升。预期 Q3 没有大型活动流水较 Q2 或弱。

图表 5 斗鱼直播收入情况

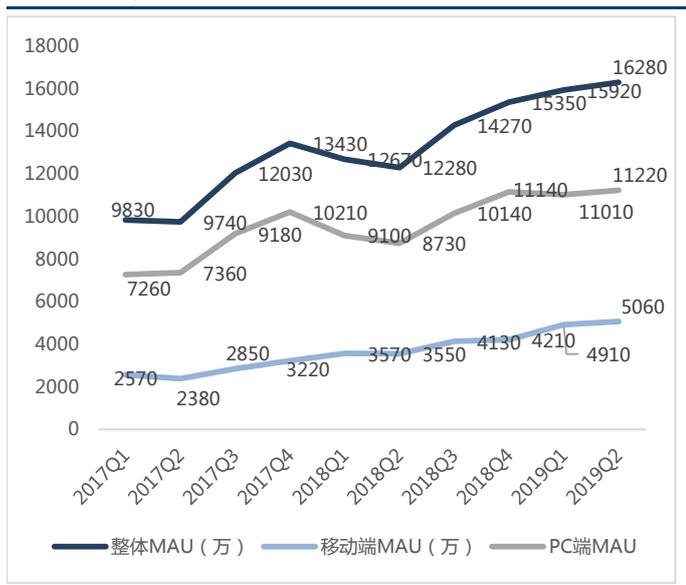


资料来源: 公司公告, 华创证券

运营数据:

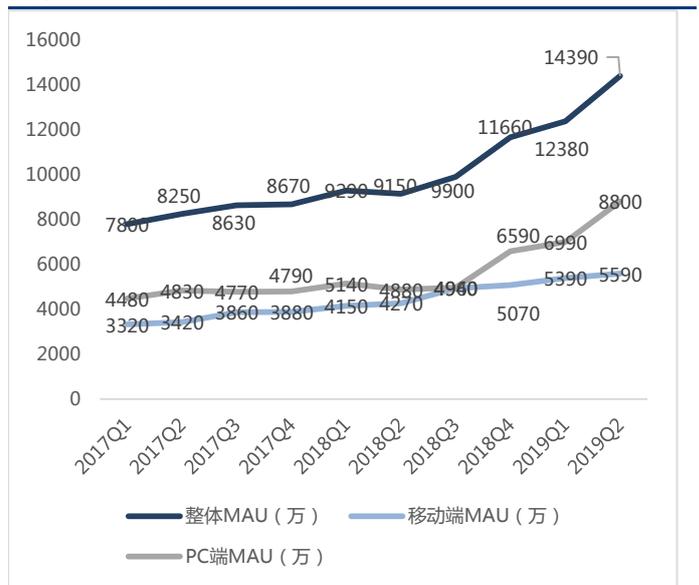
- 公司整体 MAU 16280 万，同比增长 32.60%，环比增长 2.26%；
- 公司移动端 MAU 5060 万，同比增长 42.50%，环比增长 3.05%；
- MAU 总体上保持平稳增长，体量上与竞争对手虎牙相当。

图表 6 斗鱼 MAU 变化



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 7 虎牙 MAU 变化



资料来源: 公司公告, 华创证券

- 公司付费用户数 670 万，同比增长 123.30%，环比增长 11.67%；竞争对手斗鱼付费用户数约 490 万。
- 付费率 13.24%，同比增长 4.79pp，环比增长 1.02pp。付费情况的提升主要原因是小额打赏的持续增长，预计未来货币化能力将继续提升。

图表 8 斗鱼付费情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 虎牙付费情况



资料来源：公司公告，华创证券

付费率口径：付费用户数/移动端 MAU

- ARPPU 为 254.93 元，同比上升 14.66%，环比上升 12.97%。

图表 10 斗鱼 ARPPU 变化情况



资料来源：公司公告，华创证券

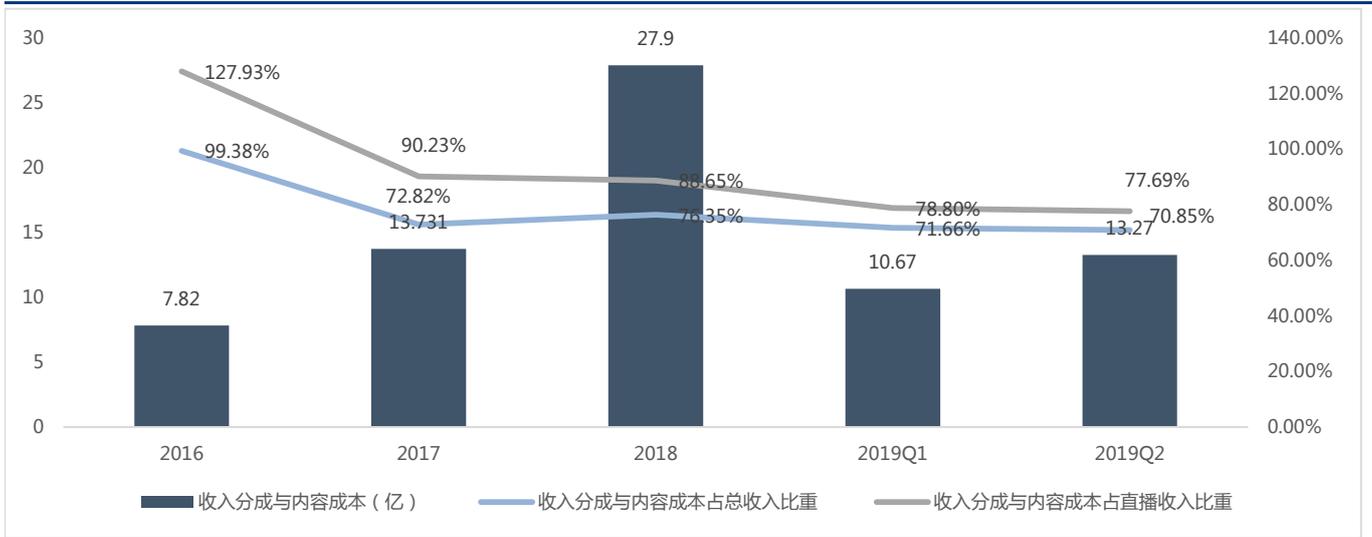
图表 11 虎牙 ARPPU 变化情况



资料来源：公司公告，华创证券

- 营业成本 15.12 亿元，同比增长 104.00%，环比增长 17.57%。同比增长主要是因为收入分成、内容成本和带宽成本的增长。
- 其中收入分成与内容成本为 13.27 亿元，同比增长 121.20%，环比上升 24.37%。同比增长主要是因为收入分成随着直播业务收入增加而增加、内容成本升高主要是因为高质量内容和电子竞技投资。

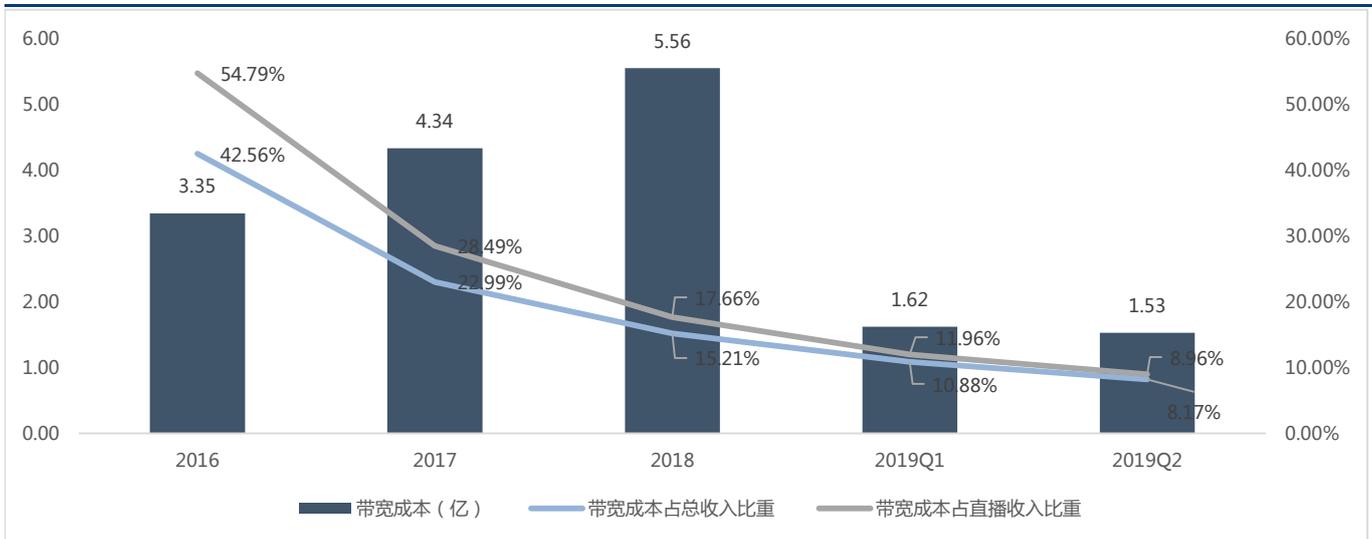
图表 12 公司收入分成与内容成本变化情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

- 带宽成本为 1.53 亿元, 同比增长 15.20%, 环比下降 5.56%。同比增长主要是因为为了支持平台上用户流量的增长和提高直播流视频的质量以增强用户体验所必需的带宽使用量的增加, 部分成本因新技术的应用而提高的带宽使用效率而抵消。

图表 13 公司带宽成本变化情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

Q2 粉丝节活动大幅拉动头部主播流水, 使得头部主播贡献流水占比产生较大拉升。

图表 14 斗鱼虎牙头部主播收入占比

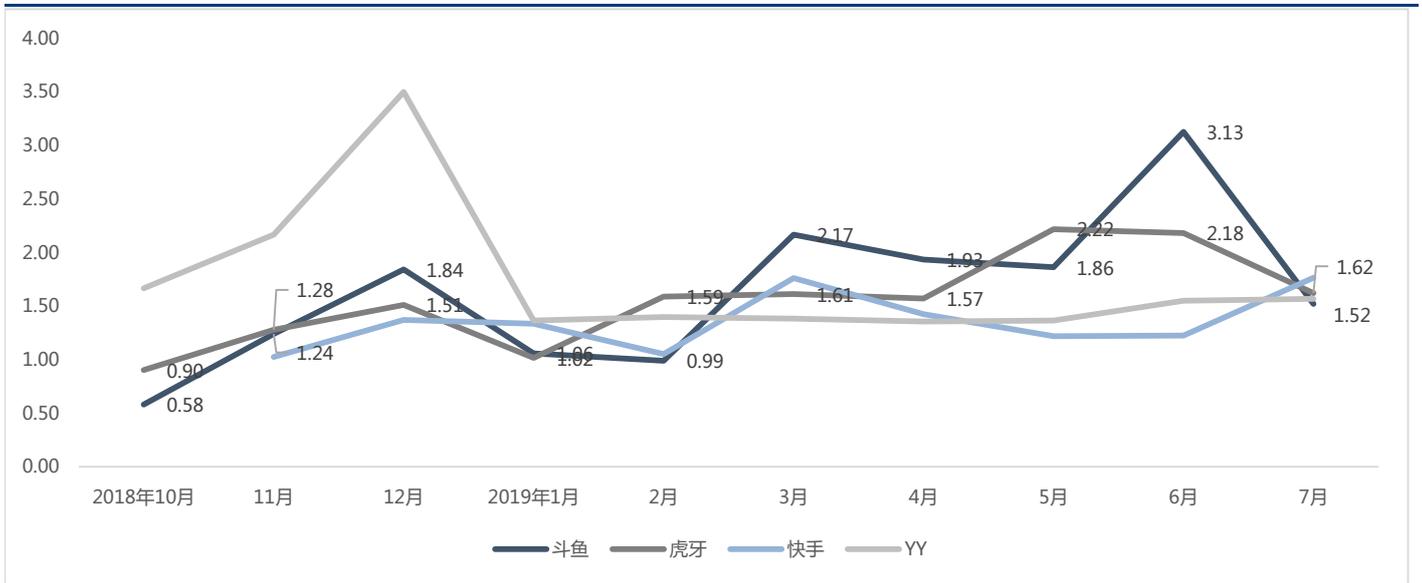
	斗鱼	虎牙
2018Q4	36.07%	25.62%
2019Q1	31.09%	27.16%
2019Q2	40.52%	31.09%

资料来源: 公司公告, 小葫芦, 华创证券

在 2019 年 3 月熊猫直播倒闭，PDD 等头部主播加盟斗鱼使得 3 月起头部主播流水得到拉升，6 月，斗鱼举办了“斗鱼粉丝节”，使得月度流水环比再次增长 68%。二者支撑 Q2 斗鱼业绩增长。

7 月头部主播总收入为 1.52 亿，环比下降 51.44%。Q3 没有粉丝节支撑，预期平台流水数据环比或持平或下滑。

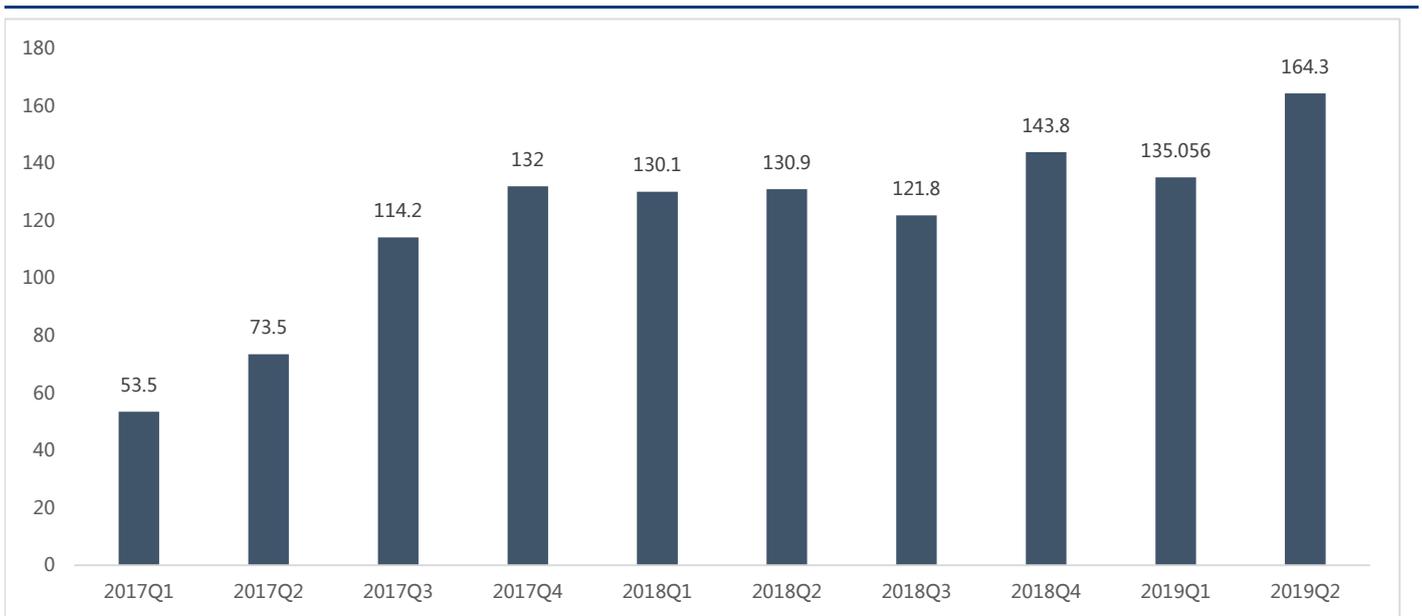
图表 15 直播平台 TOP100 主播流水情况 (亿元)



资料来源：小葫芦，华创证券

广告与其他业务：收入 1.64 亿元，同比增长 21.2%，环比增长 21.48%。同比增长主要由于斗鱼品牌名称在中国在线广告市场的认可度越来越高。

图表 16 公司广告及其他收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

三、投资建议

1、DCF 估值

基于对公司业务的发展我们做出以下假设:

- 1、永续增长率: 公司在直播行业占据龙头地位, 我们假设公司永续增长率为 2.5%;
- 2、WACC: 我们以近期可比公司虎牙股价表现, 与指数表现回归, 假设斗鱼股票 β 为 1.38。基于斗鱼当前的财务杠杆情况以及其业务强劲的现金流表现, 我们假设斗鱼未来的 D/E 比率维持 0。计算得出 WACC 为 12.88%。
- 3、DCF 目标价: 75.8 元人民币 (10.79USD) /ADS

2、P/S 估值

斗鱼 2019 年预期收入为 72.53 亿元。可比公司虎牙 19 年 wind 一致性预期收入 73.07 亿元, P/S 4.21X, 据此得出目标价: 94.01 人民币(13.37 USD) /ADS

3、投资评级

我们预计市场集中度提升、幸运礼物变现、游戏主播向秀场主播导流将会带来公司流水提升。游戏主播合约期内绑定能力提升或将优化签约成本。Q3 来看, 没有粉丝节等大型活动, 预期环比较弱。我们预计公司 19~21 年归母净利润分别为 0.98/4.92/7.33 亿人民币(因公司 Q2 付费率 ARPPU 增长超预期, 我们对估值进行调整, 此前为 -1.21/1.03/4.70 亿人民币), EPADS 分别为 0.30/1.52/2.26 元人民币, P/E 分别为 189/38/25 倍。我们根据 DCF 与 P/S 倍数给予公司目标价区间: 75.8 元人民币 (10.79 USD) /ADS ~94.01 人民币(13.37 USD) /ADS, 维持“推荐”评级。

四、风险提示

行业监管收紧; 活跃用户增速放缓; 侵权事件发生; 直播平台付费率增长停滞; 头部主播流失; 内容成本增加。

附录：财务预测表 (人民币)
资产负债表

单位: 百万 RMB	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	5,562	11,316	12,220	13,520
应收款项合计	329	654	808	948
存货	0	0	0	0
其他流动资产	226	270	324	389
流动资产合计	6,117	12,240	13,351	14,857
固定资产净值	50	51	51	51
权益性投资	77	84	93	102
其他长期投资	58	150	173	198
商誉及无形资产	145	254	351	439
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	49	53	59	65
非流动资产合计	378	593	725	854
资产合计	6,495	12,832	14,077	15,712
应交税金	23	25	28	31
短期借贷及长期借贷当期到期部分	0	0	0	0
其他流动负债	2,041	2,449	2,938	3,526
流动负债合计	2,864	3,774	4,526	5,429
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	2,864	3,774	4,526	5,429
归属母公司所有者权益	3,631	9,058	9,551	10,283
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	3,631	9,058	9,551	10,283
负债和股东权益	6,495	12,832	14,077	15,712

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-338	291	634	953
净利润	-876	98	492	733
折旧与摊销	46	60	87	111
营运资本变动	359	133	54	109
其他非现金调整	135	0	0	0
投资活动现金流	-265	-275	-220	-240
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0
资本性支出	116	262	206	225
投资减少	2,770	3,047	3,352	3,687
其他投资活动产生的现金流量净额	-149	-5	-5	-6
融资活动现金流	5,280	5,737	490	588
债务增加	0	0	0	0
股本增加	0	5,329	0	0
支付的股利合计	0	0	0	0
其他筹资活动产生的现金流量净额	5,320	408	490	588

利润表

单位: 百万 RMB	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,654	7,253	8,964	10,526
主营业务收入	3,654	7,253	8,964	10,526
其他营业收入	0	0	0	0
营业总支出	4,568	7,354	8,853	10,206
营业成本	3,503	6,041	7,191	8,255
营业开支	1,065	1,313	1,662	1,952
营业利润	-914	-101	111	319
净利息支出	-86	-145	-339	-367
权益性投资损益	-7	0	0	0
其他非经营性损益	-95	50	20	21
非经常项目前利润	-930	93	470	707
非经常项目损益	54	18	22	26
除税前利润	-876	111	492	733
所得税	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
持续经营净利润	-876	111	492	733
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	-876	111	492	733
优先股利及其他调整项	7	13	0	0
归属普通股股东净利润	-883	98	492	733
EPS (摊薄)	-2.72	0.30	1.52	2.26

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	93.8%	98.5%	23.6%	17.4%
归属普通股股东净利润增长率	44.1%	-111.1%	401.4%	48.9%
获利能力				
毛利率	4.1%	16.7%	19.8%	21.6%
净利率	-24.2%	1.4%	5.5%	7.0%
ROE	-46.6%	1.5%	5.3%	7.4%
ROA	-23.5%	1.0%	3.7%	4.9%
偿债能力				
资产负债率	44.1%	29.4%	32.2%	34.6%
流动比率	213.6%	324.3%	295.0%	273.7%
速动比率	213.6%	324.3%	295.0%	273.7%
每股指标(元)				
每股收益	-2.72	0.30	1.52	2.26
每股经营现金流	-1.04	0.90	1.95	2.94
每股净资产	11.19	27.90	29.42	31.68
估值比率				
P/E	-21	189	38	25
P/B	5	2	2	2

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

传媒组团队介绍

组长、分析师：潘文韬

同济大学经济学硕士。曾任职于国金证券。2017 年加入华创证券研究所。

分析师：肖丽荣

北京大学管理学硕士，香港大学经济学硕士。曾任职于中信证券。2016 年加入华创证券研究所。

分析师：李雨琪

美国波士顿大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500