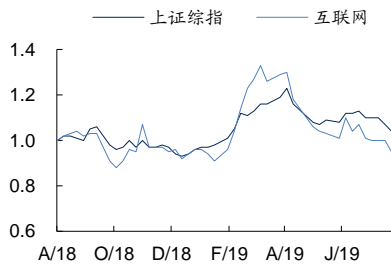


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《网吧行业云服务深度报告:从本地到云化,网吧市场开启全新成长蓝海》——2019-08-13
 《斗鱼招股书整理:斗鱼赴美上市,游戏直播迎来“双寡头时代”》——2019-07-25
 《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

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

行业专题

营收结构稳定,直播及广告均表现亮眼

● 业绩表现: 2019Q2 营收结构稳定, 毛利润增长

1) 公司 2019Q2 实现营业收入 18.727 亿元, 同比增长 133%, 环比增长 26%; 调整后净利润 0.526 亿元, 环比增长 49%, 同比扭亏; Q2 毛利率为 16.1%, 同比增长 12pct, 环比增长 2.4pct。 2) 收入增长主要系直播付费用户数及人均 ARPPU 值持续增长; 毛利率增长主要原因系公司货币化能力持续提升, 带宽利用率及运营效率有所改进。 3) 内容分成比例轻微降低: 2019Q2, 公司内容分成成本为 13.27 亿元, 占直播总收入比重为 78%, 环比降低 1%, 相比于 2018 年降低 11%。 4) 费用率基本保持平稳: 销售费用为 1.68 亿, 销售费率为 8.96%, 环比增长 0.66pct 主要系市场推广费用及活动举办费用增长。

● MAU: 单季度净增 360 万, 移动化率保持稳定

2019Q2, 斗鱼季度平均总 MAU 为 1.628 亿, 同比增长 33%, 环比增长 2%, 同比增速为自 2018 年以来的最高水平, 单季度 MAU 增加 360 万, Q1 单季度净增 MAU 为 570 万, 单季度 MAU 增量有所放缓。

● 付费: 付费渗透率持续增长, 单用户货币化进程尚存较大发展潜力

1) 直播及广告收入均表现亮眼: 2019Q2, 公司直播收入为 17.08 亿元, 同比增长 156%, 环比增长 26%, 直播收入增长主要原因为, 付费用户数及人均 ARPPU 值保持增长; 广告收入亦表现不俗, 单季度营收 1.64 亿, 同比增长 21%, 环比增长 22%, 主要系直播期间, 品牌广告收入有所增长。 2) 付费渗透率持续提升: 2019Q2, 公司直播与广告付费用户数达 670 万, 环比增长 12%, 单季度付费用户净增 70 万, 付费率达 4.12%, 环比增长 0.32pct, 与同类公司虎牙相比, 斗鱼付费渗透率及单用户 ARPPU 值仍存在较大提升空间, 在网红带货、直播竞猜等新玩法的催化下, 公司货币化进程有望进一步提升。

● 投资建议: 游戏直播龙头, 长远发展值得关注

斗鱼以游戏直播为主要内容, 汇集大量头部主播及游戏粉丝, 是重要的游戏宣发渠道, 其流量底盘稳固, 但付费渗透率、单用户付费值均存在较大可挖掘空间。同时, 游戏直播有望成为新的游戏宣发渠道, 斗鱼有望卡位其优质的头部主播及垂直粉丝, 提升商业化进程, 建议重点关注。

● 风险提示

直播 MAU 增长不达预期的风险; 政策性风险; 货币化进程不及预期的风险等。

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

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		PS	
					2017	2018	2017	2018
BILI.O	哔哩哔哩	未评级	13.84	43.14	-1.25	-0.38	11.42	7.17
HUYA.N	虎牙	未评级	20.40	41.70	-0.15	-2.19	12.47	6.14
MOMO.O	陌陌	未评级	31.39	65.09	0.81	1.01	4.94	3.33
DOYU.O	斗鱼	未评级	9.93	32.24	-11.46	-15.85	11.17	6.05

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

内容目录

财务表现: 2019Q2 营收结构稳定, 毛利润增长.....	4
营业收入: 2019Q2 营收同比增长 133%, 净利润同比扭亏.....	4
运营表现: 单季度 MAU 净增 360 万, 付费渗透率超 4%.....	5
MAU: 单季度净增 360 万, 移动化率保持稳定.....	5
付费: 付费渗透率持续增长, 单用户货币化进程尚存较大发展潜.....	5
投资建议: 游戏直播龙头, 长远发展值得关注.....	6
风险提示.....	6
国信证券投资评级.....	7
分析师承诺.....	7
风险提示.....	7
证券投资咨询业务的说明.....	7

图表目录

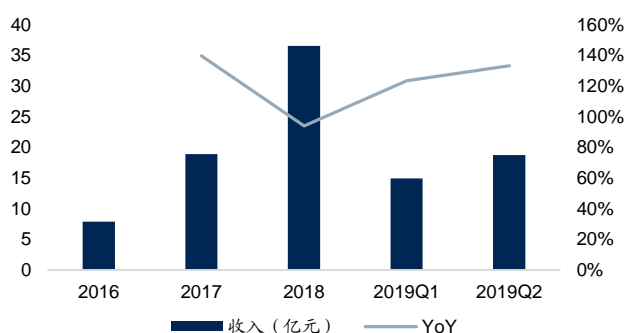
图 1: 2016-2019Q2 斗鱼营收及增速	4
图 2: 2016-2019Q2 斗鱼净利润及增速	4
图 3: 2016-2019Q2 公司收入构成	4
图 4: 2016-2019Q2 公司期间费用率情况	4
图 5: 2017Q1-2019Q2 斗鱼 MAU 及增速	5
图 6: 2017Q1-2019Q2 斗鱼单季度净增 MAU	5
图 7: 2017Q1-2019Q2 斗鱼季度付费用户数	5
图 8: 2017Q1-2019Q2 斗鱼付费渗透率	5

财务表现：2019Q2 营收结构稳定，毛利润增长

营业收入：2019Q2 营收同比增长 133%，净利润同比扭亏

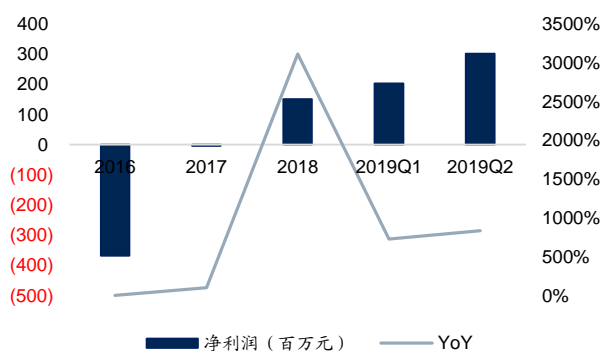
1) 公司 2019Q2 实现营业收入 18.727 亿元，同比增长 133%，环比增长 26%；调整后净利润 0.526 亿元，环比增长 49%，同比扭亏；Q2 毛利率为 16.1%，同比增长 12pct，环比增长 2.4pct。2) 收入增长主要系直播付费用户数及人均 ARPPU 值持续增长；毛利率增长主要原因系公司货币化能力持续提升，带宽利用率及运营效率有所改进。3) 内容分成比例轻微降低：2019Q2，公司内容分成成本为 13.27 亿元，占直播总收入比重为 78%，环比降低 1%，相比于 2018 年降低 11%。4) 费用率基本保持平稳：销售费用为 1.68 亿，销售费率为 8.96%，环比增长 0.66pct 主要系市场推广费用及活动举办费用增长。

图 1：2016-2019Q2 斗鱼营收及增速



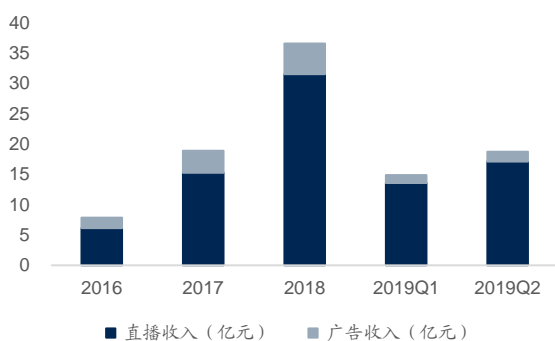
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理
注：汇率采用历史汇率

图 2：2016-2019Q2 斗鱼净利润及增速



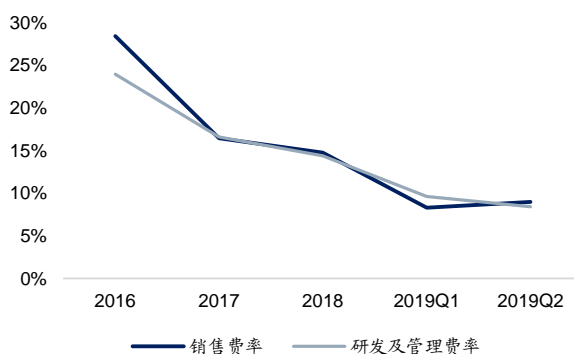
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理
注：汇率采用历史汇率

图 3：2016-2019Q2 公司收入构成



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理
汇率均采用历史汇率

图 4：2016-2019Q2 公司期间费用率情况



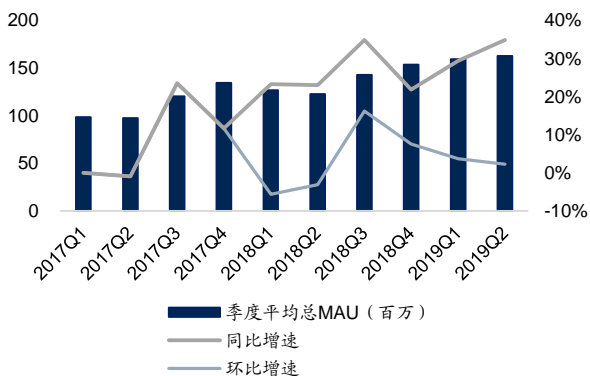
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理
汇率均采用历史汇率

运营表现：单季度 MAU 净增 360 万，付费渗透率超 4%

MAU：单季度净增 360 万，移动化率保持稳定

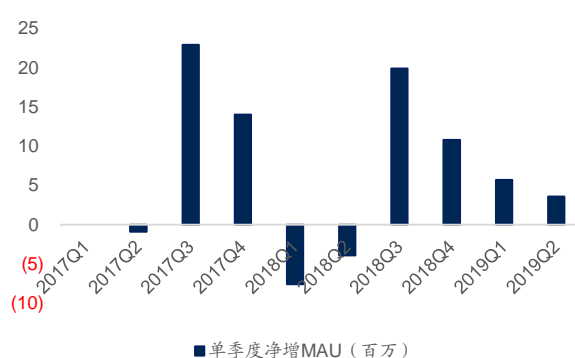
2019Q2，斗鱼季度平均总 MAU 为 1.628 亿，同比增长 33%，环比增长 2%，同比增速为自 2018 年各季度以来的最高水平。单季度 MAU 增加 360 万，Q1 单季度净增 MAU 为 570 万，单季度 MAU 增量有所放缓。报告期内，公司移动端 MAU 为 5060 万，移动化率为 31%，与上季度持平。

图 5：2017Q1-2019Q2 斗鱼 MAU 及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6：2017Q1-2019Q2 斗鱼单季度净增 MAU



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

付费：付费渗透率持续增长，单用户货币化进程尚存较大发展潜

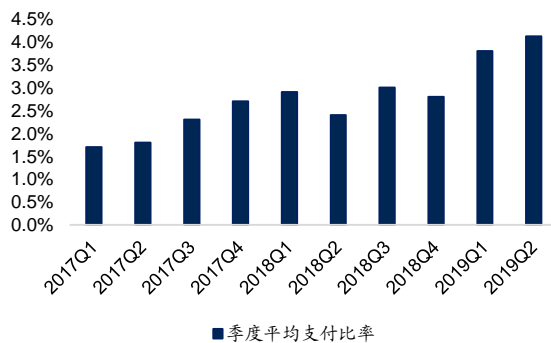
1) 直播及广告收入均表现亮眼：2019Q2，公司直播收入为 17.08 亿元，同比增长 156%，环比增长 26%，直播收入增长主要原因为，付费用户数及人均 ARPPU 值保持增长；广告收入亦表现不俗，单季度营收 1.64 亿，同比增长 21%，环比增长 22%，主要系直播期间，品牌广告收入有所增长。**2) 付费渗透率持续提升：**2019Q2，公司直播与广告付费用户数达 670 万，环比增长 12%，单季度付费用户净增 70 万，付费率达 4.12%，环比增长 0.32pct，与同类公司虎牙相比，斗鱼付费渗透率及单用户 ARPPU 值仍存在较大提升空间，在网红带货、直播竞猜等新玩法的催化下，公司货币化进程有望进一步提升。

图 7：2017Q1-2019Q2 斗鱼季度付费用户数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8：2017Q1-2019Q2 斗鱼付费渗透率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：游戏直播龙头，长远发展值得关注

斗鱼以游戏直播为主要内容，汇集大量头部主播及游戏粉丝，是重要的游戏宣发渠道，其流量底盘稳固，但付费渗透率、单用户付费值均存在较大可挖掘空间。同时，游戏直播有望成为新的游戏宣发渠道，斗鱼有望卡位其优质的头部主播及垂直粉丝，提升商业化进程，建议重点关注。

附表：可比公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PS			PB
				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2018
BILI.O	哔哩哔哩	未评级	13.84	-2.94	-1.25	-0.38	57.18	11.42	7.17	4.26
HUYA.N	虎牙	未评级	20.40	-0.90	-0.15	-2.19	36.30	12.47	6.14	5.07
MOMO.O	陌陌	未评级	31.39	0.38	0.81	1.01	11.77	4.94	3.33	4.09
DOYU.O	斗鱼	未评级	9.93	-17.87	-11.46	-15.85	28.42	11.17	6.05	-7.34

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

直播 MAU 增长不达预期的风险；政策性风险；货币化进程不及预期的风险等。

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

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，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司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，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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