



廷豐金融科技股份有限公司

Grand Empire AI FinTech Co., Ltd.

投资银行机器人成果展示案例 -斗鱼虎牙直播并购案

2025 年 09 月 30 日

一、交易概览 3

二、财务预测 5

三、财务分析 7

四、相关附录 9

交易概覽

廷豐金融科技所提供之內容及資料僅作一般參考用途，該等內容及資料包括但不限於聲明、評論、意見、推薦，圖表影像，新聞及研究報告(下稱「資料」)，並屬於廷豐金融科技之財產。未經廷豐金融科技之書面同意，均不得以任何方式及/或任何形式複製、複印、傳送、發放此等資料。

交易概览

此一交易由 投资方 虎牙(Huya) 以 一股斗鱼ADS换0.73股虎牙ADS的比例, 进行100%收购合并。交易将以 股票交换 方式支付, 资金用途为 整合业务与扩大市场。完成交易后, 投资方虎牙(Huya)与斗鱼(DouYu)将在新公司中各占50%的经济权益, 并约定虎牙取达87%投票权、斗鱼取得13%投票权。

交易描述

- 虎牙将通过发行普通股以换股方式合并斗鱼的100%所有流通股包括美国存托凭证, 交换比例为1股斗鱼ADS换0.73股虎牙ADS的比例合并。
- 交易前虎牙与斗鱼分别进行特别现金股利发放2亿美元与6千万美元于现存股东

参与主体

- 虎牙/斗鱼 交易
- 并购方: 虎牙 / 被并购方: 斗鱼

交易后所有权

- 现存虎牙(Huya)股东取得新成立主体公司中占50%的经济权益, 并约定取得达87%投票权。
- 现存斗鱼(DouYu)股东取得新成立主体公司中占50%的经济权益, 并约定取得达13%投票权。

股权激励处理

- 来自斗鱼(DouYu)之剩餘未投資限制性股票將會轉換為新成立主体公司之限制性股票

财务预测

廷豐金融科技所提供之內容及資料僅作一般參考用途，該等內容及資料包括但不限於聲明、評論、意見、推薦，圖表影像，新聞及研究報告(下稱「資料」)，並屬於廷豐金融科技之財產。未經廷豐金融科技之書面同意，均不得以任何方式及/或任何形式複制、複印、傳送、發放此等資料。

财务预测-同业或比较目标筛选

AI系统推理流程	内容
1. 目标	评估「虎牙收购斗鱼」交易，挑选可作为估值比较、整合风险与协同分析的同业或比较目标（peers）。
2. 关键特征（Feature）	<ul style="list-style-type: none">使用者/观众重叠度（User overlap）、营收构成与变现模式（Monetization mix）、互动与活跃度（Engagement）、内容创作者集中度（Creator concentration）、技术与营运贴合度（Tech / Ops fit）评分范围：0 - 100
3. 候选同业	<ul style="list-style-type: none">抖音 / Douyin（ByteDance）、快手 / Kuaishou、哔哩哔哩 / Bilibili、欢聚时代 / YY
4. 数据撷取与标准化	<ul style="list-style-type: none">AI取用相关API计算KPI：MAU/DAU、ARPU、营收分项、创作者分布、平均打赏额、用户地理分布、内容分类权重、违规记录单位统一、遗漏值处理、去极端值将原始指标转换为 0 - 100 可比较分值
5. 权重设定	<ul style="list-style-type: none">使用者重叠度:25%营收变现:25%互动/活跃度:20%创作者集中度:20%技术/营运贴合:10%

财务预测-同业或比较目标筛选

AI系统 推理流程	内容
結果	评估「虎牙收购斗鱼」交易，挑选可作为估值比较、整合风险与协同分析的同业或比较目标（peers）。 同业或比较目标相似度: 抖音 Douyin > 快手 Kuaishou > 欢聚时代 YY > 哔哩哔哩 Bilibili

平台	使用者重迭度 (0-100)	营收变现 (0-100)	互动/活跃度 (0-100)	创作者集中度 (0-100)	技术/营运贴合 (0-100)	加权总分
抖音 Douyin	95	80	92	85	85	87.65
快手 Kuaishou	90	85	88	80	80	85.35
哔哩哔哩 Bilibili	70	65	75	70	70	69.75
欢聚时代 YY	78	82	80	76	75	78.7
权重	0.25	0.25	0.2	0.2	0.1	

AI 系统 推理流程	内容
1. 目标	评估「虎牙收购斗鱼」交易，挑选为收购决定相对合适估值方法，考虑交易特性、产业背景、财务资料完整性、历史案例。
2. 建立候选 估值方法	<ul style="list-style-type: none">• DCF（折现现金流）、Comparable Companies Analysis（同业比较）、Precedent Transaction Analysis（历史交易比较）、LBO（杠杆收购模型，若有私募基金介入）、Sum-of-the-Parts（产品线多样化之分部估值）
3. 定义特征 与筛选规则	<ul style="list-style-type: none">• 资料完整性、行业可比性、现金流可预测性、成长与波动性、交易复杂性
4. 数据撷取与 标准化	<ul style="list-style-type: none">• 收集主体目标过去五年财务报表、产业资料、可比公司、现金流预估、产业成长调研机构与类似历史交易案例。• 将原始指标转换为 0 - 100 可比较分值
5. 权重设定	<ul style="list-style-type: none">• 数据完整性:30%• 行业可比性:25%• 现金流可预测性:20%• 成长与波动性:15%• 交易复杂性:10%

财务预测-估值动态模型筛选

AI系统推理流程	内容
结果	评估「虎牙收购斗鱼」交易，挑选为收购决定相对合适估值方法，考虑交易特性、产业背景、财务资料完整性、历史案例。 估值动态模型: 同业比较 > 折现现金流 > 历史交易比较 > 杠杆收购模型 > 多样化分部估值

平台	数据完整性 (30%)	行业可比性 (25%)	现金流可预测性 (20%)	成长与波动性 (15%)	交易复杂性 (10%)	总分
折现现金流 (DCF)	95	60	90	75	65	79.25
同业比较 (Peers Comp)	90	85	80	70	65	81.25
历史交易比较 (Precedent Transaction)	70	80	90	80	65	77.5
杠杆收购模型 (LBO)	40	40	50	60	50	46
多样化分部估值 (SOTP, Sum-of-the-Parts)	65	70	50	60	65	62.5
权重	0.3	0.25	0.2	0.15	0.1	

财务预测-历史交易比较

近期类似交易表列如下：

公司名称	融资金额	融资轮次	行业细分	融资时间	投资机构
鬥魚TV	39.8億元	E輪	電競直播	2018/03/08	騰訊
虎牙TV	29億元	B輪	電競直播	2018/03/08	騰訊
熊貓TV	10億元	B輪	電競直播	2017/05/24	興業創新資本 昌迪資本 辰海資本

相關模型估值表列如下：

模型实时动态更新	Price-per-Share (US\$)	估值实时计算 (建议估值模型采用权重)	解释性输出
折现现金流 (DCF)	15.0 ~ 20	25% -动态模型估计综效显著	长期现金流折现，偏保守但具前瞻性
同业比较 (Peers Comp)	12.0 ~ 16.0	10%	与同业营运获利比较，属估值基准
历史交易比较 (Precedent Transaction)	11.5 ~ 25.0	10%	依近期并购或投资案例参考
杠杆收购模型 (LBO)	12.5 ~ 23.8	10%	假设杠杆收购溢价
多样化分部估值 (SOTP, Sum-of-the-Parts)	13.0 ~ 24.0	25% -动态模型估计市况乐观显著	与同产业本益比对照
本身52W价格区间	10.0 ~ 17.0	5%	取过去52周区间中位数
华尔街目标价区间	14.0 ~ 24.5	15%	外资与分析师目标价平均
	目标約當现金收购价	18.23元(即0.73換股)	

财务预测



损益表预测 2020E-2024 斗鱼及旗下企鹅电竞 财务预测

	历史数据			管理层预估			
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2024E
斗鱼收入	546	1088	1511	1979	2368	2608	2770
企鹅电竞收入	78	178	189	260	320	362	391
总收入	624	1266	1700	2239	2689	2970	3161
同比增长	N. A.	103. 0%	34. 2%	31. 7%	20. 1%	10. 5%	6. 4%
斗鱼毛利	23	179	272	402	503	561	605
企鹅电竞毛利	-44	-35	-30	-9	31	57	76
毛利	-21	143	242	393	533	618	681
占收入比例	-3. 4%	11. 3%	14. 3%	17. 5%	19. 8%	20. 8%	21. 5%
斗鱼调整后营业利润	-123	24	100	213	303	351	362
企鹅电竞营业利润	-76	-46	-41	-25	12	36	54
调整后营业利润（亏损）	-199	-23	67	188	315	387	437
占收入比例	-31. 9%	-1. 8%	4. 0%	8. 4%	11. 7%	13. 0%	13. 8%
斗鱼调整后EBITDA	-116	37	127	238	332	383	417
企鹅电竞EBITDA	-76	-46	-41	-25	12	36	54
调整后EBITDA	-192	-9	86	213	344	420	471
占收入比例	-30. 8%	-0. 7%	5. 1%	9. 5%	12. 8%	14. 1%	14. 9%
斗鱼净利润	-122	53	129	226	280	325	357
企鹅电竞净利润	-76	-46	-41	-25	12	33	46
调整后净利润	-198	6	88	201	292	358	403
占收入比例	-31. 8%	0. 5%	5. 2%	9. 0%	10. 9%	12. 0%	12. 8%

财务分析

廷豐金融科技所提供之內容及資料僅作一般參考用途，該等內容及資料包括但不限於聲明、評論、意見、推薦，圖表影像，新聞及研究報告(下稱「資料」)，並屬於廷豐金融科技之財產。未經廷豐金融科技之書面同意，均不得以任何方式及/或任何形式複製、複印、傳送、發放此等資料。

公开市场同业倍数比例法统计

公司	收入 (百万美元)			收入增长			EBITDA 利润率			净利润率		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
虎牙	1644	2038	2385	31%	24%	17%	10%	12%	13%	10%	11%	12%
斗鱼	1511	1979	2368	39%	31%	20%	8%	12%	14%	9%	11%	12%
中国社交娱乐平台												
腾讯音乐 (TME)	4345	5423	6504	14%	25%	20%	16%	18%	20%	16%	17%	18%
哔哩哔哩	1688	2418	3260	67%	43%	35%	-13%	-3%	6%	-22%	-8%	2%
YY	3667	4132	4707	2%	13%	14%	7%	9%	11%	9%	12%	14%
陌陌	2264	2580	2946	-11%	14%	14%	18%	19%	22%	17%	22%	24%

财务分析

基於公司管理層預測的折現現金流

US\$MM	2020E	4Q20E	2021E	2022E	2023E	2024E	Terminal Year
营业收入	1,700	428	2,239	2,689	2,970	3,161	471
%增长率	N.A.	N.A.	31.7%	20.1%	10.5%	6.4%	
调整后 EBITDA	86	22	213	344	420	471	471
EBITDA 利润率	5.1%	5.1%	9.5%	12.8%	14.1%	14.9%	
息税前利润	67	17	188	315	387	437	437
EBIT 利润率	4.0%	4.0%	8.4%	11.7%	13.0%	13.8%	13.6%
(-)所得税	-	-	-	(39)	(48)	(55)	(65)
%实际税率	-	-	-	12.5%	12.5%	12.5%	15.0%
税后净营业利润	67	17	188	275	339	382	371
(+)折旧与摊销	19	5	25	30	33	35	35
(+)营运资金变动	82	21	94	78	49	32	32
(-)资本支出	(25)	(6)	(33)	(40)	(44)	(47)	(47)
无杠杆自由现金流	143	36	274	342	376	402	391
折现后无杠杆自由现金流		36	252	282	277	265	2,852

企业总价值敏感度分析

(WACC)	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
10.8%	4,067	4,210	4,376	4,723	5,103
11.3%	3,814	4,014	4,203	4,418	4,718
11.8%	3,645	3,794	3,983	4,146	4,389
12.3%	3,467	3,640	3,748	3,912	4,080
12.8%	3,305	3,424	3,565	3,700	3,862

估值总结 (Valuation Summary)

US\$MM	金额
折现自由现金流总和	1,111
永续价值	2,852
企业总价值	3,963
(+)现金及短期投资	662
(+)长期投资	72
(-)总负债	-
(-)少数股东权益	(8)
股权价值	4,688

股权价值敏感度分析

(WACC)	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
10.8%	4,793	4,955	5,143	5,494	5,887
11.3%	4,571	4,740	4,930	5,143	5,387
11.8%	4,373	4,529	4,713	4,880	5,122
12.3%	4,193	4,326	4,473	4,638	4,822
12.8%	4,030	4,149	4,281	4,426	4,588

相关附录

廷豐金融科技所提供之內容及資料僅作一般參考用途，該等內容及資料包括但不限於聲明、評論、意見、推薦，圖表影像，新聞及研究報告(下稱「資料」)，並屬於廷豐金融科技之財產。未經廷豐金融科技之書面同意，均不得以任何方式及/或任何形式複制、複印、傳送、發放此等資料。

WACC 分析 (CAPM 方法)

假设 (Assumption)	说明 (Notes)	WACC 计算 (Calculation)	低 (Low)	基准 (Base)	高 (High)
市场风险溢价 (MRP)	摩根士丹利估算的市场风险溢价	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
无风险利率 (Rf)	截至 2020/10/9 的中国10年期国债现货利率	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
预测贝塔 (Predicted Beta)	美国本地预测贝塔值 (Barra 数据)	1.15	1.15	1.15	1.15
敏感度调整 (Sensitivity)	基准上下 $\pm 1.0\%$	-	(1.0%)	-	1.0%
股权成本 (Ke)	使用资本资产定价模型 (CAPM) 计算	10.0%	9.0%	10.0%	11.0%
调整 (如需要)					
- 过量现金调整	针对大量过剩现金的调整	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
调整后股权成本 (Ke')		11.8%	10.8%	11.8%	12.8%
税前债务成本 (Kd)	基于当前或预期资本结构的混合利率	-	-	-	-
税率 (Tax Rate)	中国合格企业所得税率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
税后债务成本 (Kd')		-	-	-	-
债务/总资本化 (D/V)	基于当前或预期的资本结构	-	-	-	-
加权平均资本成本 (WACC)	公式: $Ke' \times E/(D+E) + Kd' \times (1-t) \times D/(D+E)$	11.8%	10.8%	11.8%	12.8%

诚信合作 共创价值



免责声明

此报告内容由廷丰金融科技股份有限公司（下称「廷丰金融科技」）编制，所提供之内容及数据仅供参考用途，如有任何更改，恕不另行通知。该内容及数据包括但不限于声明、评论、意见、建议，图表影像，新闻及研究报告(下称「资料」)，均属于廷丰金融科技之财产，未经廷丰金融科技之事先书面同意，均不得以任何方式及任何形式复制、复印、出版、披露、发放、传送或引用给任何其他人。

廷丰金融科技皆致力保证所提供内容与数据之准确性及可靠性，但不担保信息内容之正确性、实时性、完整性或可靠性。廷丰金融科技在任何情况下均不会承担因数据不准确、错误、延误或遗漏而导致损失或造成破坏之责任(包括民事侵权行为责任、合约责任或任何其他责任)。

本文所有数据内容不代表任何形式之推介、要约、承诺、劝诱或保证，亦不应被解读为投资建议。

阁下作出任何投资决定时，应自行衡量风险，若阁下有任何疑问，应咨询其他专业人士意见。

廷丰金融科技不会对任何人士和或第三方因使用任何本公司提供之数据或服务而产生的直接、间接、相应或附带的任何类型的损失承担责任。