

马太效应加剧，头部平台盈利加速提升

——游戏直播行业深度报告



报告起因

2018年，虎牙在美股上市，成为游戏直播第一股，市场对游戏直播行业关注度较高。我们本篇报告主要探讨：1.回顾历史，总结头部两强虎牙和斗鱼脱颖而出的原因，并判断未来行业格局；2.对上游的主播公会生态，及下游的用户需求进行详细探讨；3.深入讨论利润的影响因素及未来趋势，得到行业核心跟踪指标。

核心观点

- **游戏直播平台处于产业链中游，属于内容分发方，上游的主播和公会对头部平台依赖程度增强。**2017年前，头部主播得益于自身的稀缺性与平台格局的分散，具有很强的议价权，一旦跳槽将带走一大部分“粉丝资源”。但随着平台集中度的上升，观众越来越倾向于在头部平台消费内容。头部公会虽然手握大量头部主播资源，但通常选择在一个平台深耕获取资源，同时由于主播合约问题，公会更换平台的代价极高。**虎牙和斗鱼凭借先发优势、快速市场反应和资本助力**，在众多平台中脱颖而出，成为头部两强。我们推断未来市场集中度将进一步提升，马太效应加剧。
- **付费用户中，土豪用户付费粘性高，普通用户呈现长尾效应**，我们测算了土豪复购率及复购稳定性指标，以18年7月23日到7月29日一周时间为例，土豪在此期间复购率约为24%，购买粘性较高；而从购买稳定性来看，土豪平均每天的打赏总金额为230万，该周内标准差为19万，稳定性强。
- **MAU、ARPU值和分成比例是我们关注的核心指标。**前两者决定了公司的收入端的增长速度，后者决定了公司对于成本端的控制力度。**我们认为，随着头部两强收入的增长，成本费用将持续被摊薄形成规模效应，导致盈利能力的提升**，以虎牙为例，随着收入的高速增长，带宽费用占销售额比重从2016年的42.4%降低到2018H1的16.1%，三费的下降也很明显，从2016年的41.2%下降到18H1的16.1%，净利率从2016年的-78.5%快速上升到18H1的9.2%，未来虎牙斗鱼盈利上升仍有空间，同时高毛利广告业务的放量也将形成助推。

投资建议与投资标的

- 受多重因素驱动，游戏直播行业经历了爆发性增长，2015-2017年复合增速达到208%，预计市场规模仍将保持快速增长。同时，目前头部两大平台虎牙和斗鱼在开播数、观看人数、日均活跃主播、新增主播等维度均领先于行业中其他竞争对手，未来市场集中度有望进一步提升，马太效应加剧，盈利能力有望持续增强。
- 虎牙直播（HUYA，未评级）作为行业内两大平台之一，竞赛直播版权资源丰富，2018Q2虎牙平台共直播超过90场职业赛事，累计观赛超过4.6亿人次，公司护城河较深；同时，公司净利润持续改善，自17Q4扭亏为盈后，18Q2（non-GAAP）净利润为10.1%，对比其他平台看，未来提升仍有空间，建议关注。

风险提示

- 行业增速放缓、行业监管趋严、游戏审批收紧

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A股
行业 传媒
报告发布日期 2018年09月12日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 **邓文慧**
021-63325888-7041
dengwenhui@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100002

联系人 **马继愈**
021-63325888-6107
majiyu@orientsec.com.cn

相关报告

亚马逊会员体系研究	2018-08-27
片方&平台纷纷表态抵制高片酬，靴子落地了么？	2018-08-12
龙头公司加强投入，出版物电子书有望迎来渗透率提升	2018-08-06

目 录

1. 行业增长迅速，虎牙斗鱼形成两强格局	5
1.1 游戏直播平台：链接观众与主播的内容分发渠道	5
1.2 游戏与电竞市场快速发展，驱动游戏直播行业高速增长	7
1.3 虎牙斗鱼脱颖而出，两强格局逐渐确定	9
2. 头部平台议价力不断增强，主播强势难再现	12
2.1 上游分散程度高，头部主播难现昔日强势	12
2.2 普通用户收入稳定性强，土豪用户消费粘性高	14
3. 马太效应下，游戏直播平台盈利能力将进一步提升	18
3.1 市场集中度上升，马太效应加剧	18
3.2 虎牙斗鱼盈利能力将进一步提升	19
3.3 主播公会化，行业进入规范化经营	21
投资建议与投资标的	22
风险提示	22

图表目录

图 1：游戏直播平台产业链.....	5
图 2：虎牙 2018Q2 收入拆分	6
图 3：虎牙礼物示例.....	6
表 4：虎牙礼物分类和描述.....	6
图 5：虎牙 2018H1 成本费用拆分	7
图 6：2018H1 各平台分成比例.....	7
图 7：游戏直播市场规模（十亿美元）	7
图 8：中国游戏市场规模（十亿美元）	8
图 9：中国电子竞技市场规模（十亿美元）	8
图 10：游戏直播平台与短视频的互相渗透.....	8
图 11：游戏直播平台格局演变.....	9
表 12：游戏直播平台融资情况	10
图 13：2017 游戏直播平台 Top1,000 主播所在平台分布图	11
图 14：2018 年 3 月游戏直播平台移动端 MAU（万人）	11
图 15：总开播数增速对比（2018.6.27-2018.7.28）.....	11
图 16：观看人数增速对比（2018.6.27-2018.7.28）.....	11
图 17：日均活跃主播数增速对比（2018.6.27-2018.7.28）.....	12
图 18：总新增主播数增速对比（2018.6.27-2018.7.28）.....	12
图 19：虎牙公会和主播数量情况.....	13
图 20：18 年 6 月虎牙头部公会旗下头部主播数量占比	13
图 21：18 年 6 月虎牙头部公会旗下头部主播贡献金额占比	13
表 22：2017 年头部主播跳槽导致的粉丝数变化.....	14
表 23：虎牙斗鱼向上游延伸挖掘主播活动举例	14
图 24：2017 年游戏直播平台观众年龄结构.....	15
图 25：2017 年游戏直播平台观众性别比例.....	15
图 26：2017 年游戏直播平台观众地域划分	15
图 27：2017 年游戏直播平台观众消费能力划分.....	15
图 28：7 月 16-22 日虎牙某头部主播 Top 50 礼物分布	16
图 29：7 月 23-29 日虎牙某头部主播 Top 50 礼物分布	16
图 30：虎牙土豪复购率（7 月 23 日到 7 月 29 日）	16
图 31：虎牙土豪购买稳定性（百万元）	16
表 32：斗鱼贵族系统收费标准（元）	17
图 33：2017 年斗鱼 Top40 主播带来的贵族收入（百万元）	17
表 34：游戏直播平台收入确认会计处理方法	17

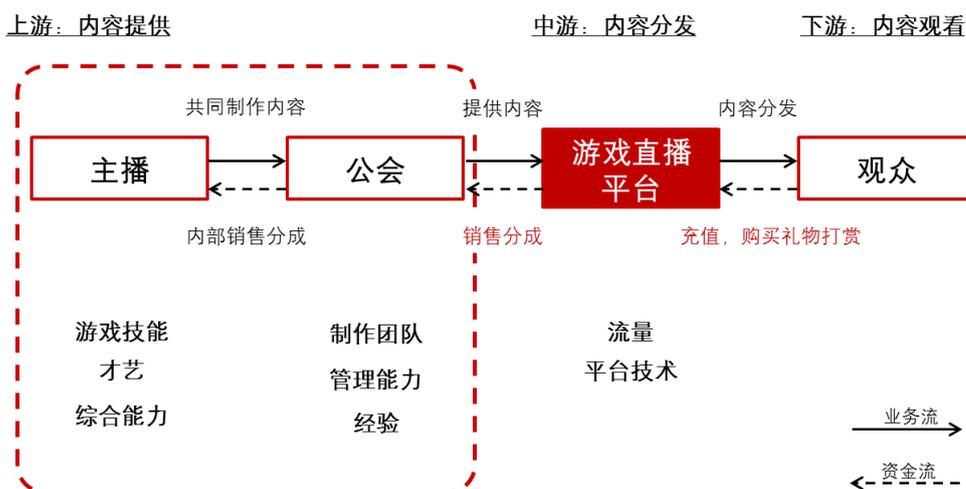
图 35: 虎牙递延收入/收入变化情况	17
图 36: 2017 年游戏直播平台移动端使用时长 CR2	18
图 37: 虎牙 MAU (移动+PC) 变化情况 (百万人)	18
图 38: 易观千帆收录活跃游戏直播平台数量	18
表 39: 2017 年主要游戏直播平台倒闭	18
图 40: 2018Q1 各平台 MAU 比较 (百万人)	19
图 41: 2018Q1 各平台季度 ARPU 值比较 (元)	19
图 42: 虎牙季度营业收入及增速 (百万元)	19
图 43: 虎牙带宽成本随收入增长产生规模效应	20
图 44: 虎牙三费随收入增长产生规模效应	20
图 45: 虎牙毛利率和净利率改善情况 (18Q2 进行优先股相关衍生债务调整)	20
图 46: 各平台观看时长比较 (分钟)	21
图 47: 单用户广告收入比较 (元)	21
表 48: 虎牙不同等级公会分成比例规则	22
表 49: 国家政策和执法力度趋严	22

1. 行业增长迅速，虎牙斗鱼形成两强格局

1.1 游戏直播平台：链接观众与主播的内容分发渠道

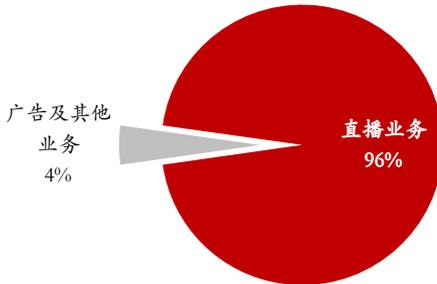
游戏直播产业链分为内容提供、内容分发和内容观看三个环节。直播平台位于产业链中游，属于内容分发方。下游观众在平台内充值后，购买虚拟礼物对主播进行打赏。平台得到打赏款后，通过销售分成方式将一定比例打赏款分配给公会，最后公会再与主播进行内部分成。游戏主播可以选择和公会签约或者与平台直接签约，但前者是目前市场主流模式。

图 1：游戏直播平台产业链



资料来源：东方证券研究所

从收入端来看，直播业务收入（即打赏等）为平台主要收入来源。以虎牙为例，2018Q2 直播业务占据了总收入的 96%，直播业务主要包括用户在平台上打赏或消费的物品。用户在消费前，必须先以现金等方式充值换取虚拟币，用来购买一次性物品或者限时物品：一次性物品指的是直接送给主播的礼物，价格从 0.1 元到 5,000 元不等；而限时物品类似于 QQ 会员，购买之后用户可拥有部分特权，如彩色弹幕、专属礼物等。限时物品共分为六个等级，价格从 50 元到 15,000 不等，并且每月需要续费维持特权，不同价格的物品满足各个层次付费用户的消费需求。

图 2：虎牙 2018Q2 收入拆分


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：虎牙礼物示例


资料来源：虎牙官网，东方证券研究所

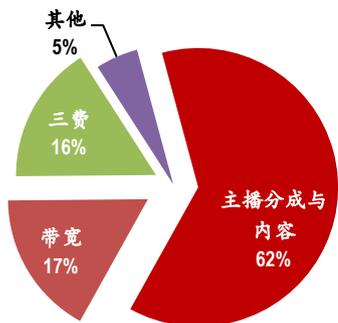
表 4：虎牙礼物分类和描述

礼物分类	描述
一次性物品	<ul style="list-style-type: none"> • 多达十几种消费型物品，如虎粮、平底锅、藏宝图等 • 收费以 0.1 元-5,000 元不等
限时物品	<ul style="list-style-type: none"> • 类似于 QQ 会员 • 指贵族系统，包括帝皇，君王等六个贵族等级 • 收费分不同等级，以平台最高等级帝皇为例 <ul style="list-style-type: none"> • 首冲 15 万元 • 续费每月 3 万元

资料来源：虎牙官网，公司公告，东方证券研究所

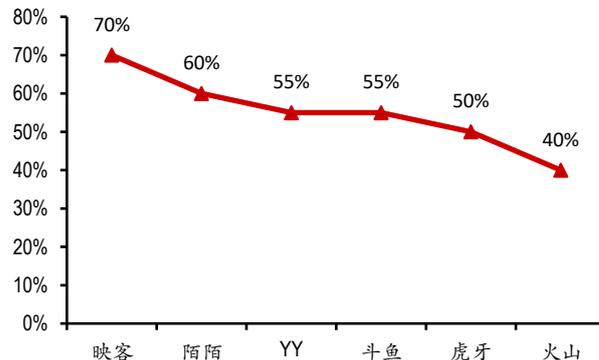
从成本端来看，主播分成与内容成本、带宽成本占据主导。虎牙 2018H1 主播分成与内容成本占总成本的 62%，该项成本主要受到分成比例的影响。各个平台分成比例（平台自留部分）略有不同，虎牙的平台分成比例约为 50%，斗鱼为 55%，而泛娱乐直播平台的分成比例则相对较高，映客、陌陌和 YY 分别达到 70%、60%和 55%。以虎牙为例，假设观众打赏 100 元，平台将获得 50 元，剩下 50 元公会和主播将自行协商分配，一般主播能拿到 50 元中的 70%到 90%，即 35-45 元。此外，虎牙带宽费用占据总成本的 17%，这是由游戏直播的高 MAU 的观看特性所决定，受益于带宽平均价格的下降及云技术等技术进步，带宽成本占比正在不断下降。

图 5：虎牙 2018H1 成本费用拆分



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：2018H1 各平台分成比例



资料来源：SP Consultant，东方证券研究所

1.2 游戏与电竞市场快速发展，驱动游戏直播行业高增长

根据 Frost&Sullivan 数据，2017 年游戏直播市场规模达到了 12 亿美元，过去三年，游戏直播市场经历了爆发性增长，复合增速达到了 208%。预计到 2022 年，游戏直播市场规模将达到 49 亿美元，未来五年持续保持 33.6% 的复合高增长。

图 7：游戏直播市场规模（十亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

我们认为，游戏直播市场的高增长来源于游戏市场和电子竞技市场的快速发展。两者分别从供给和需求两端为直播平台的增长助力。**需求端**：游戏市场的快速增长为直播平台输送了大量的游戏观众和游戏内容。**供给端**：电竞行业的快速增长为直播平台输送了大量的优质头部主播，并且赛事也为平台提供了高质量的 PGC 内容。未来五年，中国游戏市场和电竞竞技的复合增速将达到 12.9% 和 21.6%，持续维持高增长，预计 2022 年，市场规模将分别达到 602 亿美元和 326 亿美元。

图 8：中国游戏市场规模（十亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

图 9：中国电子竞技市场规模（十亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

2017年崛起的短视频，对游戏直播平台的冲击有限，更倾向于互补而非完全替代。我们认为其主要原因在于，从用户的核心诉求来看，大部分观众观看游戏直播的目的是寻求竞技刺激感与游戏的代入感，或者通过直播学习游戏技巧，改善自己的游戏技能。短视频受限于其时长，难以满足观众的上述需求。同时，短视频和游戏直播平台在近几年都属于新兴事物，目前已经形成了有效的互补关系，例如虎牙平台上已经有了专门的视频板块，抖音上也上线了直播业务。

图 20：游戏直播平台与短视频的互相渗透



“虎牙视频”频道将直播中的精彩片段做成长视频或短视频

抖音的直播入口

资料来源：公司官网，东方证券研究所

1.3 虎牙斗鱼脱颖而出，两强格局逐渐确定

游戏直播平台的前身是游戏电视频道的赛事直播，以及在优酷等视频网站上的“大神”游戏制作视频，市场竞争格局演变分为四个阶段：

- 1) 萌芽阶段 (2012-2013)：** 游戏直播起源于泛娱乐直播平台 YY 内部的游戏直播业务，这是虎牙直播平台的前身。
- 2) 快速增长阶段 (2013-2014)：** 《英雄联盟》、《炉石传说》等多款高 DAU、高用户粘性的游戏持续走红，引发了行业的快速增长，2014 年，虎牙脱离 YY 独立运营，同年，斗鱼成立，前身为 A 站，成长迅速。虽然此时行业产业链及盈利模式尚未成熟，但是 14 年 8 月亚马逊以 9.7 亿美元收购国外著名游戏直播平台 Twitch 的案例，让国内市场看到游戏直播的潜力。
- 3) 恶性竞争阶段 (2015-2016)：** 资本疯狂涌入，市场处于激烈竞争状态，最多出现几百家平台共同竞争的盛况。大平台之间出现恶性竞争，如利用高薪互挖直播，导致运营成本急剧上升，行业受到重创。而在资本的推动下，市场逐渐形成头部效应，许多中小平台被市场淘汰
- 4) 虎牙+斗鱼两强格局确定 (2017-)：** 市场格局形成，虎牙、斗鱼处于第一梯队。市场竞争趋于理性，高薪挖人现象不复存在，平台倾向于自己培养挖掘主播降低成本。2018 年，虎牙和斗鱼双双宣告盈利，虎牙率先上市，成为游戏直播平台第一股。

图 31：游戏直播平台格局演变



资料来源：东方证券研究所

我们认为，虎牙和斗鱼脱颖而出的原因主要有三个，

- 1. 先发优势：** 虎牙斗鱼是最早进入游戏直播市场的企业之一，在 2014 年前，两家企业就对游戏直播的商业模式进行了探索；
- 2. 快速市场反应：** 2015 年后，敏锐捕捉到《绝地求生》和《王者荣耀》的爆发，不惜重金挖掘头部主播，快速聚集流量。以虎牙为例，2016 年，率先布局了移动电竞新标杆《王者荣耀》与《绝地求生》新品类游戏，迅速从竞争中脱颖而出；

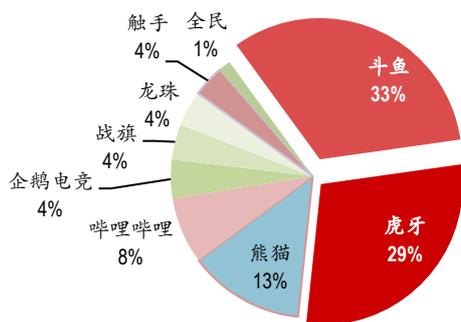
3. **资本助力**：两者累计融资超 110 亿人民币，远超竞争对手，游戏直播平台在头部主播身上需要花费高额的成本和费用，公司前期在不盈利的前提下需要大量的融资支持，否则将难以为继。值得一提的是，腾讯对于虎牙斗鱼两强格局的形成也起到了助推作用，在 18 年分别向两家公司投资了 4.6 亿美元和 6.3 亿美元。

表 12：游戏直播平台融资情况

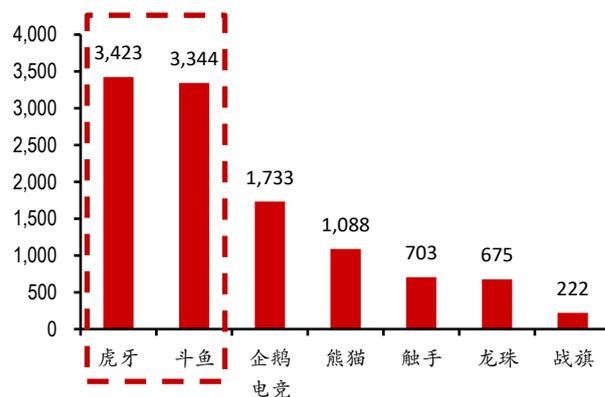
直播平台	日期	轮数	融资规模	投资方
斗鱼直播	2014.4	天使轮	2,000 万人民币	广东奥飞动漫产业投资
	2014.9	A 轮	2,000 万美元	红杉资本
	2016.3	B 轮	1 亿美元	红杉、腾讯领投
	2016.8	C 轮	15 亿人民币	腾讯领投
	2017.11	D 轮	10 亿人民币	招银国际领投
	2018.3	战略投资	6.3 亿美元	腾讯
超过 70 亿人民币				
虎牙直播	2005.4	天使轮	100 万美元	雷军
	2017.1	Pre A 轮	数千万人民币	欢聚时代
	2017.5	A 轮	7,500 万美元	高榕、晨兴资本
	2018.3	B 轮	4.6 亿美元	腾讯
	2018.5	IPO	1.8 亿美元	
超过 45 亿人民币				
熊猫直播	2015.11	天使轮	数百万人民币	
	2016.9	A 轮	6.5 亿人民币	乐视网领投
	2017.5	B 轮	10 亿人民币	中冀投资、昌迪资本、兴证资本领投
超过 17 亿人民币				

资料来源：鲸准，东方证券研究所

目前，虎牙斗鱼已占据上下游大部分资源。从上游来看，2017 年 Top 1,000 主播的分布中，虎牙和斗鱼分别占据了 33% 和 29%；而从下游的移动端 MAU 来看，虎牙斗鱼的优势也较为明显，是第三名企鹅电竞的一倍左右，两强格局已经形成。

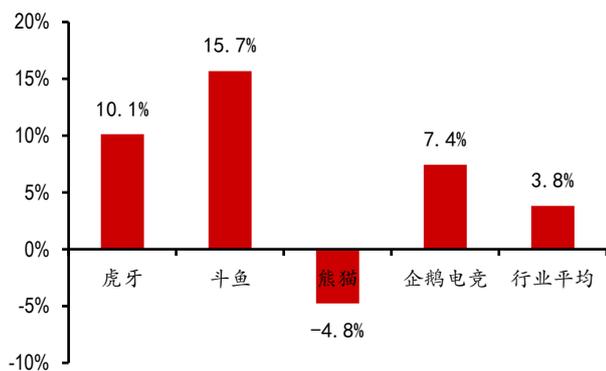
图 13：2017 游戏直播平台 Top1,000 主播所在平台分布图


资料来源：直播观察，东方证券研究所

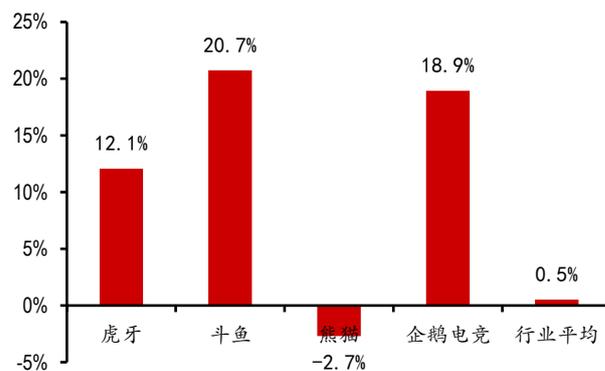
图 14：2018 年 3 月游戏直播平台移动端 MAU (万人)


资料来源：Questmobile，东方证券研究所

同时，从近一个月的开播数，观看人数，日均活跃主播，新增主播等维度看，虎牙斗鱼均远领先于行业中其他竞争对手。

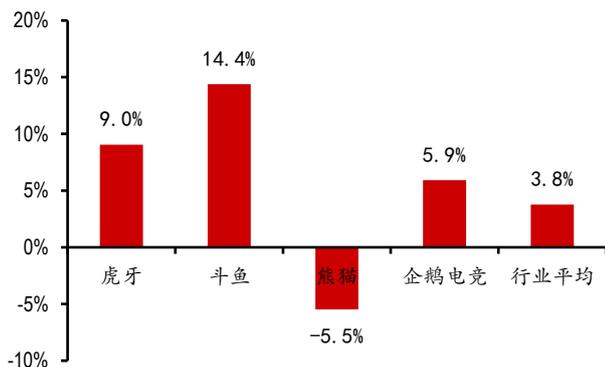
图 15：总开播数增速对比 (2018.6.27-2018.7.28)


资料来源：直播观察，东方证券研究所

图 16：观看人数增速对比 (2018.6.27-2018.7.28)


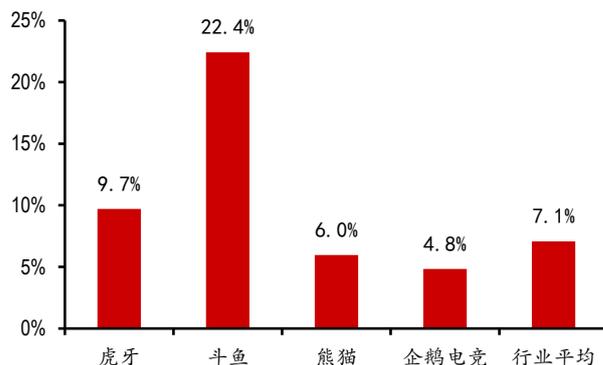
资料来源：直播观察，东方证券研究所

图 17：日均活跃主播数增速对比（2018.6.27-2018.7.28）



资料来源：直播观察，东方证券研究所

图 18：总新增主播数增速对比（2018.6.27-2018.7.28）



资料来源：直播观察，东方证券研究所

2. 头部平台议价力不断增强，主播强势难再现

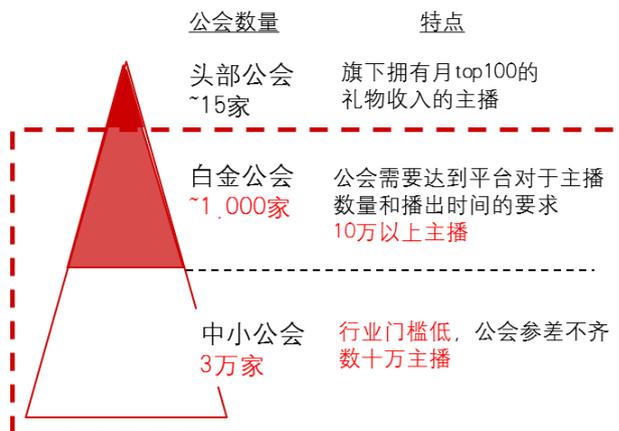
按照不同的特点和重要程度，我们将直播平台的上游分为一般主播和公会、头部公会、头部主播三类，将下游的付费用户划分为土豪用户和付费用户。本部分我们将着重对上游公会/主播生态和下游用户画像进行分析，借此刻画行业特征。

2.1 上游分散程度高，头部主播难现昔日强势

主播及公会分散程度高。平台的上游为主播和公会，理论上主播只需要一台 PC 和摄像头，或者一台智能手机就可以在各大平台上进行直播，因此低进入门槛导致上游市场参与者的数量众多，分布极其分散，以虎牙为例，白金公会和中小公会数量分别达到 1,000 家和 30,000 家，主播数量更是超过数十万人，遍布于全国各地。

本报告中，我们定义头部主播为进入到平台月度 Top 100 收入的主播，而至少签下一名头部主播的公会，我们称之为头部公会。按照此定义，虎牙近几个月的头部公会数量稳定在 15 家左右。

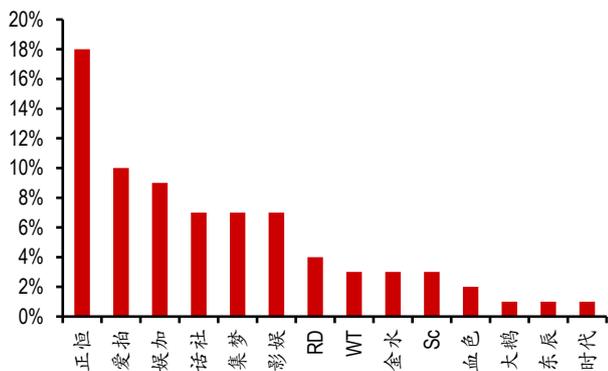
图 19：虎牙公会和主播数量情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

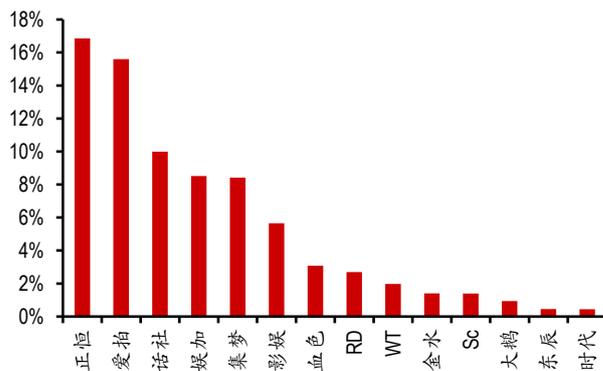
头部公会虽然掌握大量头部主播资源，但是对于头部平台依赖性较强。以2018年6月的数据来看，虎牙前5家头部公会无论从主播数量还是主播贡献的收入上均占到50%以上，集中度高。但是，头部公会对于平台也存在一定的依赖性，具体体现在两点：（1）头部公会一般选择在单一平台深耕，与平台保持良好关系获取独特资源，如更好的推荐位等；（2）头部公会更换平台代价极高，需要旗下主播全部重新签署合同，比较容易引起法律上的纠纷。

图 20：18年6月虎牙头部公会旗下头部主播数量占比



资料来源：小葫芦数据，东方证券研究所

图 21：18年6月虎牙头部公会旗下头部主播贡献金额占比



资料来源：小葫芦数据，东方证券研究所

头部主播难现昔日强势，向头部平台集中。2017年前，由于头部主播的稀缺性与平台格局的分散，头部主播有很强的议价权，一旦跳槽将带走一大部分“粉丝资源”。但随着平台集中度的上升，观众越来越倾向于在头部平台消费内容，议价能力形成反转，头部主播更加依赖于头部平台分发自己的内容。我们整理了2017年头部主播的跳槽情况，发现从头部平台跳小平台，人气不在；而从小

平台跳大平台，利用平台流量，人气飙升。2018 年上半年，我们观察到越来越多的主播从虎牙斗鱼跳槽后，又重新回归，同样印证了我们的观点。

表 22：2017 年头部主播跳槽导致的粉丝数变化

跳槽路径	主播名	原平台	现平台	粉丝数变化
大平台跳小平台	We 微笑	斗鱼	战旗	-104 万
	虎神	虎牙	熊猫	-81 万
	笑笑	斗鱼	龙珠	-485 万
小平台跳大平台	张大仙	企鹅	斗鱼	+885 万
	轩子巨 2 兔	熊猫	斗鱼	+242 万
	陈子豪	龙珠	虎牙	+150 万

资料来源：直播观察，东方证券研究所

此外，头部平台也开始主动培养主播，增加对上游的控制力。虎牙和斗鱼均拿出巨资，挖掘腰部主播，重点培养，并做排他性的签约，不断地提升自我造血能力，削弱对上游头部主播及公会的依赖。

表 23：虎牙斗鱼向上游延伸挖掘主播活动举例

活动名称	描述
虎牙签约艺人	<ul style="list-style-type: none"> • 主播得到更多官方的推荐、宣传资源和运营活动资格邀请，新产品功能试用，共同搭建主播成长通道； • 只能在虎牙平台开播。
虎牙亿元造星计划	<ul style="list-style-type: none"> • 未来投入 30 亿，给主播全方位的改进； • 如主机板块推出“赏金招募”活动，虎牙通过金钱奖励和赛事直播，发掘有潜力的主播，得到虎牙的重点培养并签约。
斗鱼“王者之路”	<ul style="list-style-type: none"> • 在 LOL 板块推出“王者之路”活动，通过比赛排名挑选实力主播进行签约，实现有效扩充储备主播的目的。

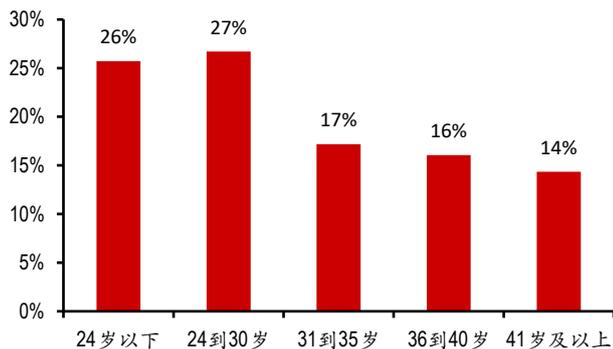
资料来源：公司官网，东方证券研究所

2.2 普通用户收入稳定性强，土豪用户消费粘性高

游戏直播用户大部分为一二线城市年轻男性用户，消费能力较强。根据易观千帆统计的数据，从年龄结构来看，24 岁以下和 24 到 30 岁的用户占比最高，分别占据了 26% 和 27%，用户年轻程度高。平台中男性观众占比较高，达到了 59%。同时，从观众的地域分布来看，一线城市占比最高，

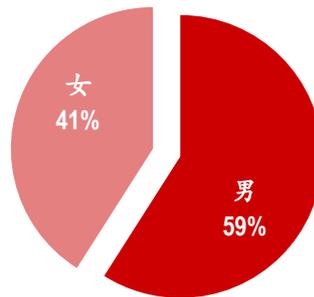
达到了 39%，这部分人群消费能力较强，因此从总体消费能力划分来看，中高消费人群占比高达 45%。

图 24：2017 年游戏直播平台观众年龄结构



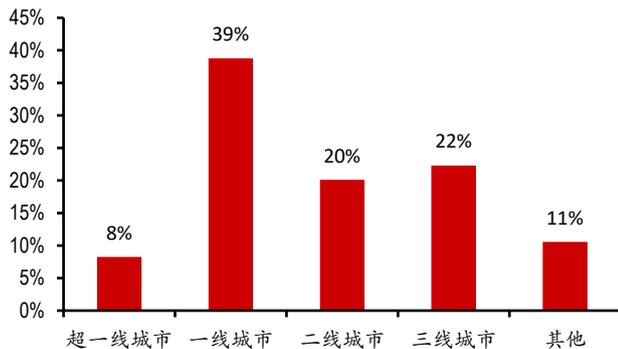
资料来源：易观千帆，东方证券研究所

图 25：2017 年游戏直播平台观众性别比例



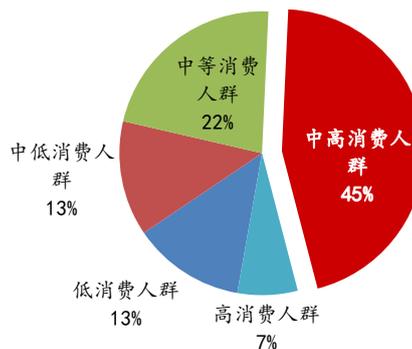
资料来源：易观千帆，东方证券研究所

图 26：2017 年游戏直播平台观众地域划分



资料来源：易观千帆，东方证券研究所

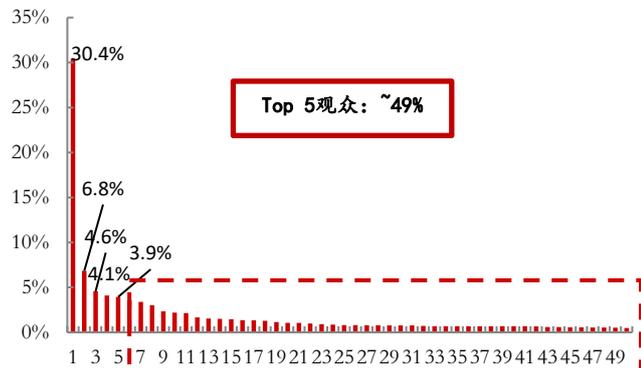
图 27：2017 年游戏直播平台观众消费能力划分



资料来源：易观千帆，东方证券研究所

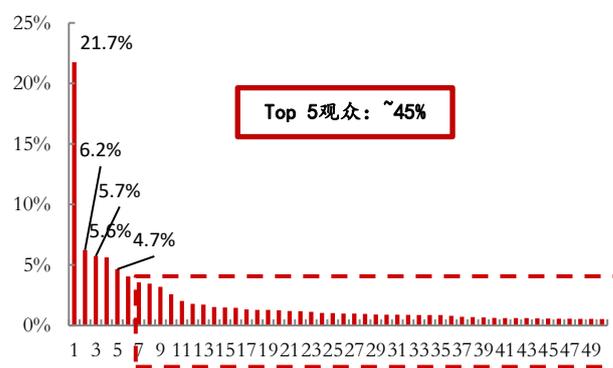
普通用户形成长尾效应，收入稳定性强。我们以虎牙某头部主播 7 月 16-22 日 top 50 礼物分布为例，第一名观众贡献了 30.4%，第二名贡献了 6.8%，之后迅速下降，单名观众虽然贡献不多但长尾明显。我们对比 7 月 23-29 日的的数据来看，Top 5 观众打赏占比为 45%，与上一周 49%相近。可以看到，除 TOP5 之外的普通用户贡献的打赏收入占比大致相同，收入稳定性强。

图 28：7 月 16-22 日虎牙某头部主播 Top 50 礼物分布



资料来源：虎牙官网，东方证券研究所

图 29：7 月 23-29 日虎牙某头部主播 Top 50 礼物分布



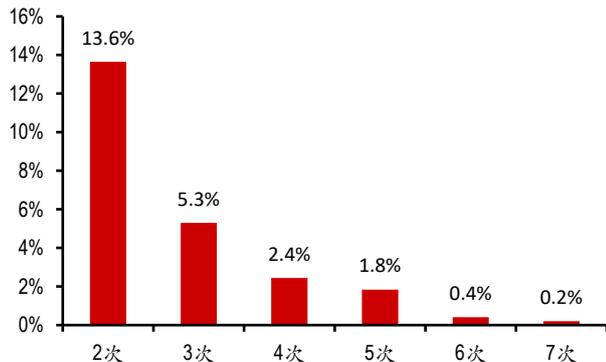
资料来源：虎牙官网，东方证券研究所

土豪用户的粘性强，付费稳定。我们定义土豪用户为当日在平台内送礼金额进入 Top 100 的用户，这里仍以 18 年 7 月 23 日到 7 月 29 日的数据为例，通过公式**计算土豪复购率和土豪购买稳定性**两个指标。

- 土豪复购率：统计在期间每个土豪进榜的次数，进榜两次及以上则视为复购一次，计算比例；
- 土豪复购稳定性：此期间的平均每天打赏金额和标准差。

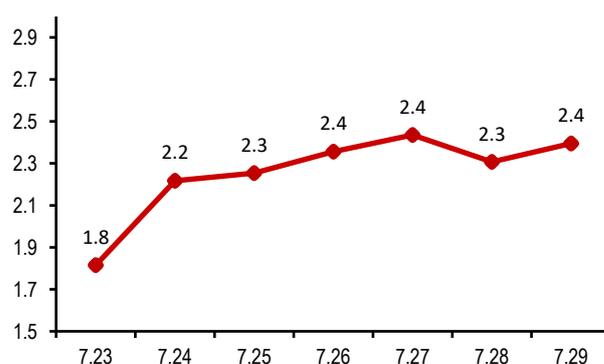
我们以虎牙平台为例，土豪在此期间复购率约为 24%，其中购买两次的比例最高，约为 13.6%，购买三次比例为 5.3%，且有 0.2%的比例的土豪，每天都重复购买，证明土豪购买粘性较高；而从购买稳定性来看，所有 100 个土豪平均每天的打赏总金额为 230 万，周内标准差为 19 万，购买稳定性强。

图 30：虎牙土豪复购率（7 月 23 日到 7 月 29 日）



资料来源：小葫芦数据，东方证券研究所

图 31：虎牙土豪购买稳定性（百万元）



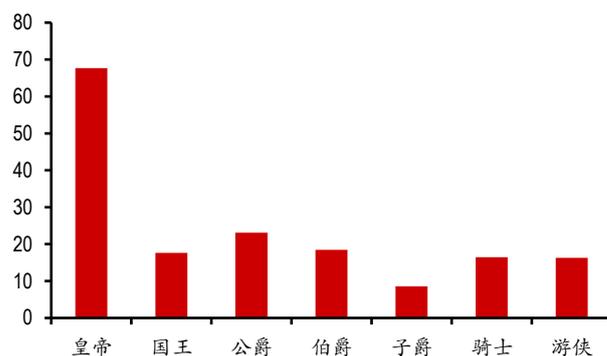
资料来源：小葫芦数据，东方证券研究所

除了基本的打赏礼物之外，虎牙和斗鱼也相继推出限时物品“贵族系统”，适合各类消费人群，最大化赚取消费者剩余，我们以斗鱼为例，最贵的皇帝贵族，首充达 12 万，同时每月需续费 10 万，满足土豪炫耀、攀比的心理。2017 年初，斗鱼的贵族系统首次上线，我们假定各个贵族平均开通时间为 6 个月，保守估计 Top40 主播给公司带来的贵族收入约为 1.7 亿元，其中皇帝开通金额最高，约为 6,700 万，“贵族系统”对于土豪吸引程度高。

表 32：斗鱼贵族系统收费标准（元）

斗鱼	首充	每月续费
皇帝	120,000	100,000
国王	60,000	50,000
公爵	15,000	10,000
伯爵	5,000	3,000
子爵	1,500	1,000
骑士	500	300
游侠	76	50

资料来源：斗鱼官网，东方证券研究所

图 33：2017 年斗鱼 Top40 主播带来的贵族收入（百万元）


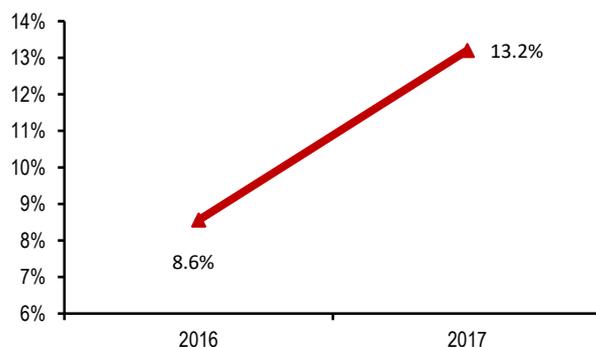
资料来源：公开资料整理，东方证券研究所

递延收入/收入，代表未来销售收入能否持续增长的先行指标。观众如果需要在平台上进行打赏消费，根据平台规则，首先要在平台上充值获得虚拟币，且一般不可退款。获得虚拟币后，平台确认递延收入，待用户消费后，才能确认营业收入，收入确认方式取决于用户的消费礼物的类型，如果是普通礼物，则直接全额确认收入，而“贵族”等限时类礼物，将根据物品时限，按照直线法进行摊销。我们通过计算头部平台虎牙的递延收入/收入指标可以看到，2017 年为 13.2%，相比 2016 年增加 4.6pct，说明用户的充值意愿增强，未来高收入增速可期。

表 34：游戏直播平台收入确认会计处理方法

礼物分类	消费前提	收入确认方法
一次性物品	观众使用现金购买平台虚拟币，不可退款，未消费金额确认递延收入	使用礼物，全额确认
限时物品		根据物品时限，按照直线法摊销

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：虎牙递延收入/收入变化情况


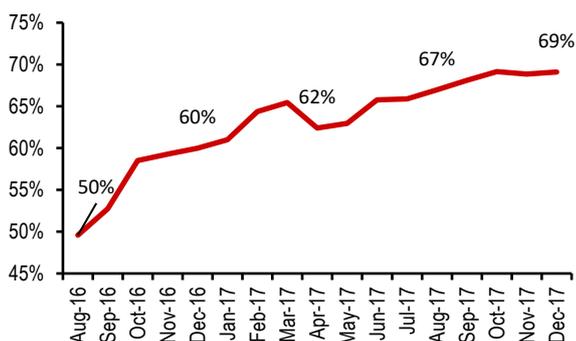
资料来源：公司公告，东方证券研究所

3. 马太效应下，游戏直播平台盈利能力将进一步提升

3.1 市场集中度上升，马太效应加剧

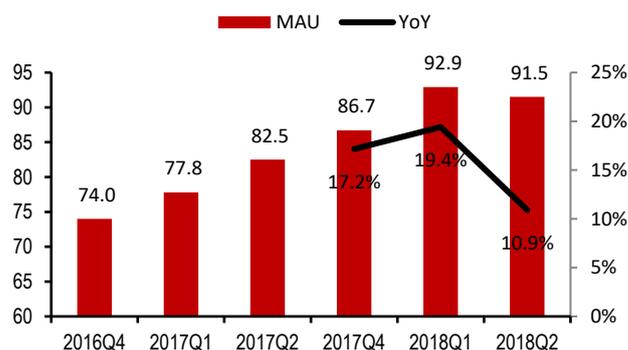
市场集中度上升，头部平台 MAU 增速高，观众越来越倾向于在虎牙和斗鱼上观看直播，从移动端使用时长 CR2 来看，虎牙+斗鱼的集中度从 16 年 8 月的 50%，增长到 17 年 12 月的 69%，集中度不断提升，这使得头部两强的 MAU 保持高增速，以虎牙为例，2017Q4、2018Q1 和 Q2 相比于去年都有 10% 以上的增长。

图 36：2017 年游戏直播平台移动端使用时长 CR2



资料来源：易观千帆，东方证券研究所

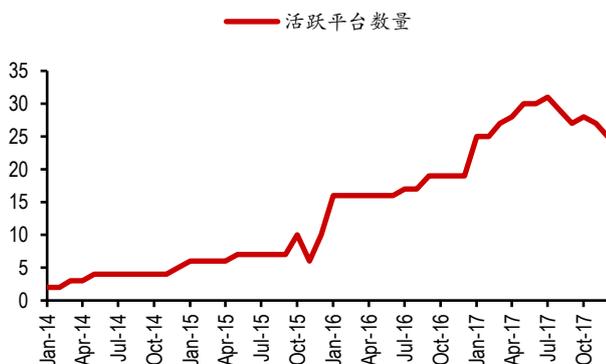
图 37：虎牙 MAU（移动+PC）变化情况（百万人）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

马太效应加剧，市场开始出清。我们从易观千帆收录的活跃游戏直播平台数量可以看到，2017 年下半年，由于头部两强产生的马太效应，导致活跃平台数量开始首次出现下降。并且众多平台难以继，出现倒闭潮。

图 38：易观千帆收录活跃游戏直播平台数量



资料来源：易观千帆，东方证券研究所

表 39：2017 年主要游戏直播平台倒闭

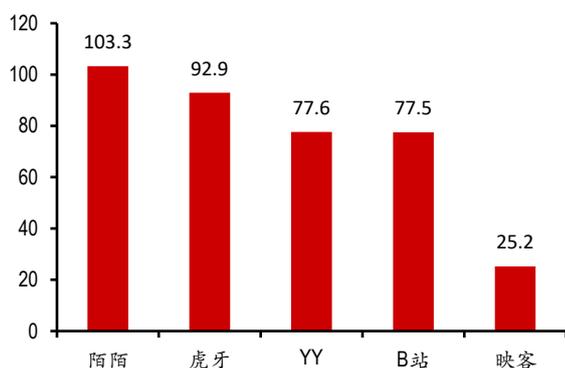
直播平台	创立时间	现状	投资方
蓝鲨直播	2015.12	官网关闭 APP下架	未披露
萌我爱TV	2015.6		德沃基金
微赛Cteemo	2015.4		曾获数百万元融资
NiceTV	2014.12		天音通信
玩耍直播	2014.1		泽厚资本
233手游	2014.9		比特基金
猴赛雷TV/玖果科技	2014.7		未披露
熊爪直播	未知	公司已关闭	母公司被万好万家并购

资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 虎牙斗鱼盈利能力将进一步提升

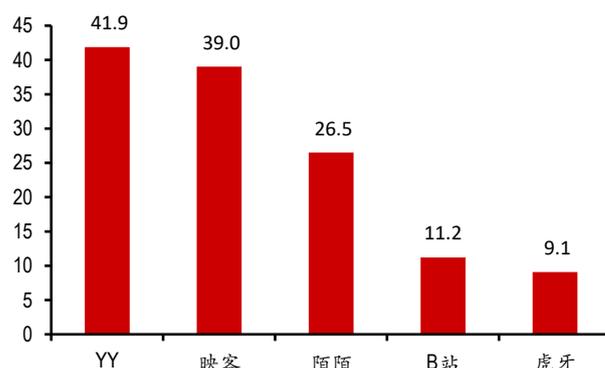
从上述分析可知，头部企业虎牙和斗鱼将成为集中度提升后的最大受益者，MAU 有望进一步提升。而从 ARPU 值来看，游戏直播和泛娱乐直播相比仍然处于低位，原因是**游戏主播的核心内容是向用户展示技术，主播和用户之间的关系是观众和内容，而泛娱乐主播不同之处是，他们时刻在和观众互动，这样的互动更能激发用户攀比打赏的心态。**利用游戏直播引流，泛娱乐直播变现将变得越来越普遍。目前虎牙和斗鱼也有所尝试，如冯提莫等。

图 40：2018Q1 各平台 MAU 比较（百万人）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

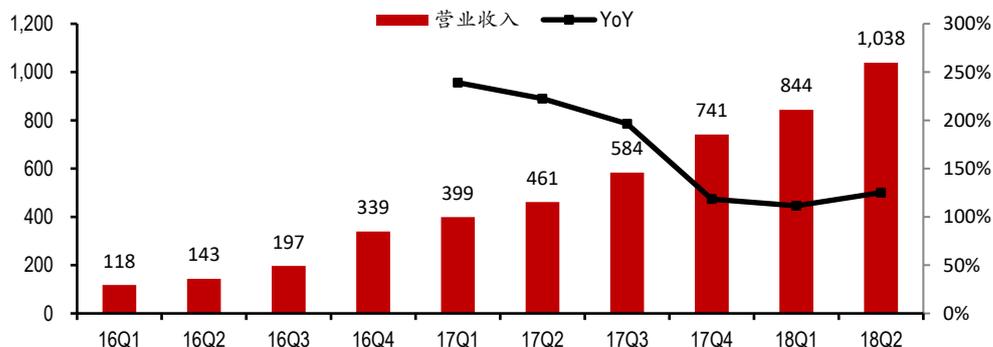
图 41：2018Q1 各平台季度 ARPU 值比较（元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

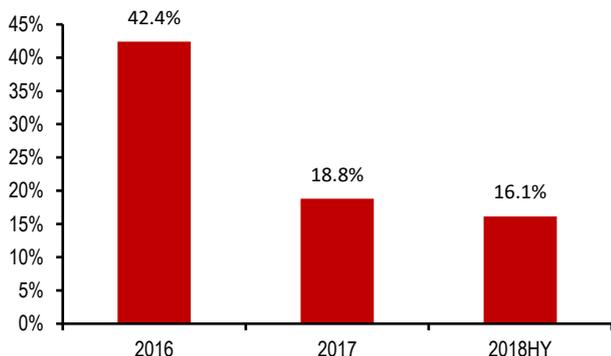
受益于 MAU 和 ARPU 值的不断增长，虎牙和斗鱼的营业收入将不断提升，虎牙 2018 年 Q2 营业收入达到 10.38 亿元，近几个季度的收入增速都维持在 100% 以上。

图 42：虎牙单季度营业收入及增速（百万元）

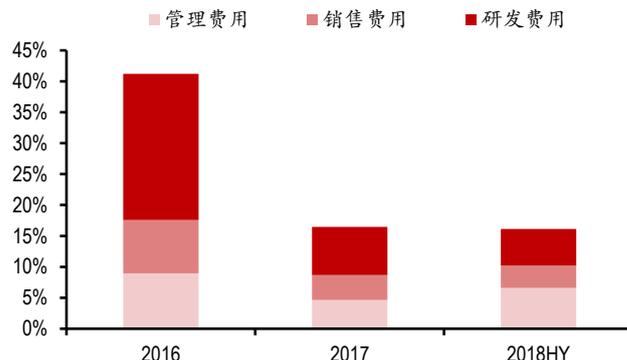


资料来源：公司公告，东方证券研究所

当我们把收入和成本结合起来看时，我们发现除主播分成和内容成本外，其他成本费用随着收入的增长呈现明显的规模效应。虎牙带宽费用占营收比重从2016年的42.4%降低到2018H1的16.1%，三费的下降更为明显，从2016的41.2%下降到2018H1的16.1%。

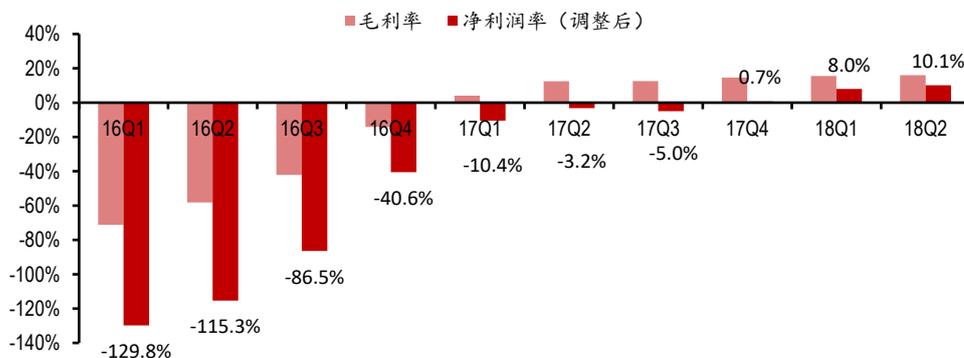
图 43：虎牙带宽成本随收入增长产生规模效应


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 44：虎牙三费随收入增长产生规模效应


资料来源：公司公告，东方证券研究所

因此，我们认为，中短期看，头部两强的盈利增长主要来源于收入端的增长引起的规模效应。从虎牙的财务数据可以看到，随着收入的增长，虎牙的毛利率与净利率随着收入增长改善明显，17年Q4，公司净利润首次由负转正，18Q2，在进行优先股相关衍生债务调整后，虎牙的毛利率和净利率分别达到了16%和10.1%。我们预计，未来毛利率和净利率有望进一步提升。

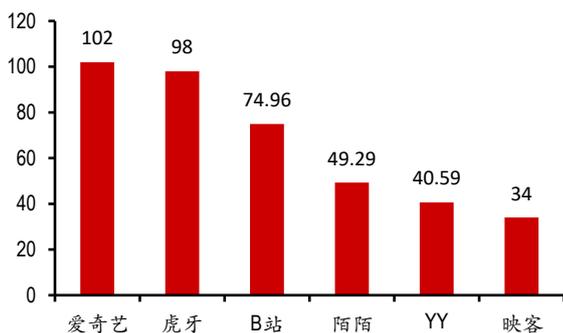
图 45：虎牙毛利率和净利率改善情况（18Q2 进行优先股相关衍生债务调整）


资料来源：公司官网，东方证券研究所

此外，广告业务在未来有望发力，进一步提升盈利能力。从不同平台的观看时长来看，虎牙的日均用户观看时长达到了98分钟，领先陌陌，YY和映客等泛娱乐直播平台，与爱奇艺为代表的视频

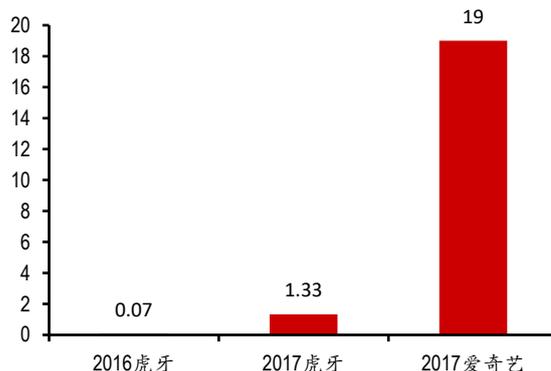
网站接近，广告投放价值巨大。同时，游戏直播的用户受众更加垂直，广告转化率较高。但是从单用户广告价值来看，尽管虎牙广告业务增长迅速，但 2017 年单用户广告收入仅为 1.33 元，远低于爱奇艺的 19 元。由于广告业务具有高毛利的特点，未来随着广告收入的增加，平台的盈利能力将进一步改善。

图 46：各平台观看时长比较（分钟）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 47：单用户广告收入比较（元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 主播公会化，行业进入规范化经营

主播可以选择不参加公会，与平台直接签约。但是我们判断，**主播公会化将成为市场的趋势**，主要原因在于：（1）主播有意愿加入：公会对主播的招聘、管理和培训，可以帮助主播在激烈市场竞争中提升竞争力；（2）平台鼓励主播加入公会：在目前国家监管趋严的背景下，平台通过公会可以实现责任隔离。同时，公会也可以帮助平台实现运营外包，提高效率。从行业两强来看，虎牙公会系统最为成熟，完整继承 YY 公会运营经验，并在分成比例上给与加入优质公会的主播更多优惠，而斗鱼在 2017 年底复制虎牙成功经验，大力推广发展迅速。

表 48：虎牙不同等级公会分成比例规则

是否签约公会	主播	公会	备注
白金公会	70-90%	10-30%	主播不得低于 70%
非白金公会	70%	10%	固定比例
已认证未签约	70%	0%	固定比例
未认证	0%	0%	固定比例

资料来源：虎牙官网，东方证券研究所

表 49：国家政策和执法力度趋严

时间	描述
18 年 2 月	国家网信办各主要直播平台合计封禁严重违规主播账号 1401 个，关闭直播间 5400 余个，删除短视频 37 万条
17 年 6 月	对 50 家主要网络表演经营单位进行集中执法检查，30 家查处，12 家关停
17 年 4 月	国家网信办依法关停了 18 款传播违法违规内容的网络直播类应用

资料来源：公开信息，东方证券研究所

投资建议与投资标的

受多重因素驱动，游戏直播行业经历了爆发性增长，2015-2017 年复合增速达到 208%，预计市场规模仍将保持快速增长。同时，目前头部两大平台虎牙、斗鱼在开播数，观看人数，日均活跃主播，新增主播等维度均领先于行业中其他竞争对手，未来市场集中度有望进一步提升，马太效应加剧，盈利能力有望持续增强。

虎牙直播（HUYA，未评级）作为行业内两大平台之一，电竞赛直播版权资源丰富，2018Q2 虎牙平台共直播超过 90 场职业赛事，累计观赛超过 4.6 亿人次，公司护城河较深；同时，公司净利润持续改善，自 17Q4 扭亏为盈后，18Q2（non-GAAP）净利润为 10.1%，对比其他平台看，未来提升仍有空间，建议关注。

风险提示

- 行业增速放缓

随着互联网人口红利的结束，游戏直播平台的月活数增速可能出现大幅下滑，导致行业收入增幅下降。

- 行业监管趋严

政府对行业的监管可能进一步趋严，若违反相关法律法规及监管政策，将受到相关行政部门的通报批评、甚至查处、关停等处罚。

- 游戏审批收紧

8 月 30 日，根据教育部等八部门关于印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》的通知，国家新闻出版署将对网络游戏实施总量调控，控制新增网络游戏上午运营数量。未来若游戏审批收紧，将对游戏产业及游戏直播行业发展带来一定负面影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

