

推荐 (首次)

一半海水，一半火焰，探寻直播行业突围之路

2018 年 10 月 14 日

直播行业深度报告

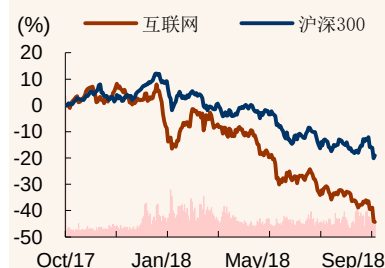
上证指数 2607

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	22	0.6
总市值 (亿元)	1950	0.4
流通市值 (亿元)	1390	0.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12.6	-39.9	-45.2
相对表现	-11.6	-21.3	-26.2



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《“吃鸡”游戏产业链深度分析—腾讯吃鸡手游将上线，有望将行业推向新高潮》2017-11-12
- 2、《趣店：背靠蚂蚁金服，规模快速扩张》2017-10-22
- 3、《手游彩试点到期在即，彩票行业投资机会再来—互联网彩票行业》2017-05-02

罗亚琨

luoyakun@cmschina.com.cn
S1090518090004

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

近年来各大直播平台陆续登陆资本市场，直播行业的发展进入下半场。本篇报告希望结合行业的宏观视角以及主播和用户的微观视角，探寻行业的发展趋势和企业的成功因素，为投资者准确把握此轮直播平台上市的机遇提供参考。本文首先阐述了直播行业变迁史，详细梳理了商业模式，提出了新阶段下行业发展的四大趋势。再通过深入对比泛娱乐直播和游戏直播两大业态，得出我们与市场主流声音不同的看法。最后，我们讨论了行业的发展趋势，总结了企业的突围之道。

- 直播行业逐渐步入成熟期，在媒介、内容、政策和资本四大维度都出现了新趋势，行业格局趋于明朗。直播媒介从 PC 端向移动端转移；泛娱乐直播从单一的秀场内容走向多元化精耕内容；监管逐步升级，行业运行愈加规范化；行业格局从“百花齐放”向“巨头争霸”过渡，流量、主播和资本都开始向头部平台聚拢。
- 赛道对比：游戏直播壁垒更加坚实，但泛娱乐直播更善于流量变现。由微观视角切入，从直播内容的打造以及主播的吸金能力进行对比，我们发现游戏直播具有较高的壁垒，但泛娱乐直播天生具有流量变现的优势，因而游戏直播平台也需要将泛娱乐内容有机整合进来。
- 随着变现方式的多元化、ARPU 值的提升以及东南亚地区的人口红利，行业仍有广阔的成长空间。我们测算，未来游戏直播和泛娱乐直播的空间分别有望达到 80 亿元（2017 年 39 亿元）和 420 亿元（2017 年 265 亿元），直播业从吸引增量向精耕存量转变。另外，东南亚市场人口红利巨大，是一片蓝海市场。具体到企业竞争层面，我们认为足够的用户规模、完善的内容创造体系、有机的多元化拓展能力和强大的股东背景是直播企业想要最终突围的四大关键性因素。面对短视频的竞争，泛娱乐直播平台已经体现出“直播+短视频”的融合趋势，未来泛娱乐直播和短视频之间并非简单的赛道之争，而是回归企业运营层面的竞争。
- 直播行业建议关注：游戏直播第一股虎牙（HUYA.N）；泛娱乐直播龙头欢聚时代（YY.O）和映客直播（3700.HK）；“社交+直播”的领跑者陌陌（MOMO.O）。
- 风险提示：短视频等新兴互联网娱乐形式的替代效应；行业监管政策迅速收紧的风险；头部主播卷入重大负面新闻的风险。

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	17PE	18PE	PB	评级
欢聚时代	USD 73.02	45.56	50.94	60.87	10.38	9.28	1.73	未评级
陌陌	USD 37.65	11.95	16.82	21.64	19.81	14.32	5.06	未评级
虎牙	USD 22.81	-	1.45	3.46	-	100.24	5.48	未评级
映客直播	HKD 2.39	-	-	-	-	-	-6.34	未评级

资料来源：彭博一致预期、招商证券；EPS为Non-GAAP口径，单位为人民币

正文目录

一、直播行业概况.....	8
1.1 直播行业发展简史.....	8
1.1.1 直播行业的崛起.....	8
1.1.2 行业迅速壮大，远超在线视频付费规模，直追电视剧和电影市场.....	9
1.2 商业模式与产业链结构.....	9
1.2.1 产业链与商业模式：上游内容构建壁垒，打赏为主要收入来源.....	9
1.2.2 独特的公会角色——平台与主播之间的媒介.....	12
1.3 四维度解读行业趋势变化：媒介、内容、政策、资本.....	15
1.3.1 行业趋势一：媒介的转变，从 PC 端到移动端.....	15
1.3.2 行业趋势二：内容的升级，从单一秀场到多元精细化.....	18
1.3.3 行业趋势三：内容监管逐步加强，倒逼直播行业理性发展.....	19
1.3.4 行业趋势四：资本逐渐理性，马太效应显著，巨头均有布局.....	22
二、赛道表现：泛娱乐直播变现更强，游戏直播壁垒更高.....	24
2.1 泛娱乐直播：变现手段成熟的吸金平台.....	24
2.1.1 泛娱乐直播发展历程.....	24
2.1.2 市场规模：强变现能力带来超 260 亿市场.....	25
2.1.3 用户画像：女性用户占比持续增加，一线城市人群为主力军.....	25
2.1.4 直播内容：丰富的“直播+”内容.....	26
2.1.5 竞争格局：马太效应凸显.....	27
2.2 游戏直播：市场广阔的直播垂直领域.....	29
2.2.1 游戏直播发展历程.....	29
2.2.2 市场规模：2.7 亿用户贡献 40 亿元市场.....	30
2.2.4 用户画像：男性青年为主，打赏意愿较弱.....	30
2.2.5 内容类型：多类别游戏+电竞赛事.....	32
2.2.6 竞争格局：虎牙斗鱼双龙头.....	33
2.3 游戏直播壁垒坚实，奈何泛娱乐直播更善于流量变现.....	34
2.3.1 直播内容：赛事版权布局+重点主播布局，游戏直播具备更深的护城河.....	34
2.3.2 吸金能力：泛娱乐主播在打赏变现渠道中占有先天优势.....	37
三、未来趋势判断：短视频掀起波澜，但直播蓝海仍有广阔空间.....	39

3.1 增长驱动因素：国内精耕存量，海外大有可为	39
3.1.1 国内驱动因素：ARPU 值提升+多元变现方式开拓	39
3.1.2 国外驱动因素：拓展东南亚地区等互联网人口红利区	45
3.2 市场空间：2020 年有望达 500 亿，泛娱乐直播有望超 400 亿	47
3.2.1 游戏直播市场空间测算	47
3.2.2 泛娱乐直播市场空间测算	48
3.3 从四个维度看直播平台的突围之道	49
3.3.1 行业向存量博弈时代过渡，用户规模是首要壁垒	49
3.3.2 平台的生命力在于内容，完善的内容创造体系是核心竞争力	49
3.3.3 从直播平台到泛娱乐生态圈，有机的多元化发展是弯道超车的机会	50
3.3.4 在资本与流量的搏杀中，强大的股东背景是有力后盾	51
3.4 替代者威胁：短视频摧城拔寨，直播行业能否坚守城池？	51
3.4.1 2017 年以来，“魔性”的短视频迅速抓住人们的眼球	51
3.4.2 游戏直播具有坚实的壁垒，而泛娱乐直播受到一定冲击	52
3.4.3 不同的应对：相互融合 vs. 精耕垂直领域	53
四、推荐公司	55
4.1 虎牙直播 (HUYA.N)：首家上市游戏直播平台	55
4.2 斗鱼直播：星光璀璨，未来可期	56
4.3 欢聚时代 (YY.O)：稳扎稳打，不断创新	57
4.4 映客直播 (3700.HK)：开“全民直播”先河	58
4.5 陌陌 (MOMO.O)：独特定位陌生人社交平台	60

图表目录

图 1：直播行业变迁史	8
图 2：直播平台生态图谱	9
图 3：直播市场规模	9
图 4：在线直播人数	9
图 5：直播行业产业链	10
图 6：2018 年 9 月 TOP50 主播收入分布（万元）	11
图 7：我国直播平台传统盈利模式	13
图 8：一个典型的三方分成比例	13

图 9: 2017H1 在线直播用户选择直播平台的影响因素	14
图 10: 直播行业 PC 端发展历程	15
图 11: 移动互联网接入流量情况	16
图 12: 手机网民增长情况以及渗透率情况	16
图 13: 移动电话普及率 (部/百人)	16
图 14: 移动宽带用户 (3G/4G) 发展情况	16
图 15: 移动直播市场 AMC 模型	17
图 16: 移动直播用户规模及占比	17
图 17: 移动直播市场规模及占比	17
图 18: 2016 年 1 月-2017 年 5 月 PC 端直播用户规模及渗透率	18
图 19: 泛娱乐直播发展历程	24
图 20: 2016-2017 中国泛娱乐产业产值	25
图 21: 2016-2017 中国泛娱乐直播市场规模	25
图 22: mUserTracker-2016 年 7 月-2017 年 6 月中国泛娱乐移动直播用户规模 (万台)	25
图 23: 2018 中国泛娱乐直播用户观看喜欢观看的直播类型	26
图 24: 2018 中国泛娱乐直播不同年龄段用户对于直播内容的偏好	26
图 25: 2018 年 4 月中国泛娱乐直播用户城市级别分布	26
图 26: 2018 中国泛娱乐直播用户观看直播的原因	26
图 27: YY Live 月度独立设备数 (万台)	28
图 28: YY Live 月度总有效时长 (万小时)	28
图 29: 映客月度独立设备数 (万台)	28
图 30: 映客月度总有效时长 (万小时)	28
图 31: 一直播月度独立设备数 (万台)	29
图 32: 一直播月度总有效时长 (万小时)	29
图 33: 游戏直播发展历程	29
图 34: 我国游戏直播市场规模	30
图 35: 我国游戏直播市场规模分布	30
图 36: 我国游戏直播用户规模 (亿)	30
图 37: 2018 年游戏直播用户年龄分布	31
图 38: 2018 年游戏直播用户个人收入分布	31

图 39: 2018 年游戏直播用户个人消费分布	31
图 40: 2018 年游戏直播用户互动行为分布	32
图 41: 游戏直播内容分布 (2018H1)	32
图 42: 2018.6 各游戏直播移动端 APP MAU (万)	34
图 43: 2018 年 6 月各游戏直播 APP 渗透率	34
图 44: 不同类型的主播有不同的成长路径	35
图 45: 只有 5 家直播平台获得了游戏领域关注度最高赛事 S7 的直播权	36
图 46: 主流直播 App 月均使用时长 (分钟)	37
图 47: 对喜欢的游戏解说主播入驻其他平台的反应	37
图 48: 对喜欢的娱乐明星主播入驻其他平台的反应	37
图 49: 单日打赏金额榜前五十位主播分类统计	38
图 50: 单日打赏人数榜前五十位主播分类统计	38
图 51: 18 年 9 月斗鱼和虎牙游戏主播人数统计	38
图 52: 主流直播公司收入变化情况 (亿元)	39
图 53: 2018H1 主流直播公司收入结构情况	39
图 54: Twitch 发展历史	42
图 55: Twitch 商业模式	42
图 56: 斗鱼游戏板块	42
图 57: Bilibili 游戏偏向二次元渠道	43
图 58: 主流直播公司毛利率变化	44
图 59: 主流直播公司成本结构 (2017 年)	44
图 60: 2016-2018H1 主流直播公司研发费用率变化	44
图 61: 2016-2018H1 主流直播公司销售费用率变化	44
图 62: 2016-2018H1 主流直播公司管理 (行政) 费用率变化	45
图 63: 2016-2018H1 主流直播公司净利率变化	45
图 64: 2016-2018H1 主流直播公司 Non-GAAP 净利润变化 (亿元)	45
图 65: 2016-2018H1 主流直播公司 Non-GAAP 净利率变化	45
图 66: 出海直播平台三大类型	46
图 67: 2017 年东南亚各国人口数 (亿)	46
图 68: 2017 年东南亚各国及中国人均 GDP (美元)	46
图 69: 游戏直播市场规模预测	48

图 70: 泛娱乐直播市场规模.....	49
图 71: 熊猫 TV PandaKill 直播画面	50
图 72: YY 的短视频栏目 (小视频)	51
图 73: YY 的小游戏栏目 (一起玩)	51
图 74: 各类型 App 使用时长占移动互联网总使用时长的比例 (仅部分列举)	52
图 75: 短视频类 App 月活跃用户规模 (亿人)	52
图 76: 不同直播满足用户不同需求	53
图 77: YY (左) 映客 (中) 快手 (右) 的短视频与直播界面	54
图 78: 不同直播平台的不同内容矩阵	54
图 79: 虎牙营收 (亿元)	55
图 80: 虎牙净利润(Non-GAAP)	55
图 81: 虎牙毛利率	56
图 82: 虎牙净利率 (Non-GAAP)	56
图 83: 虎牙 MAU(万)与付费用户数 (万人)	56
图 84: 虎牙 ARPU 值 (元)	56
图 85: 欢聚时代营收 (亿元)	58
图 86: 欢聚时代净利润(Non-GAAP).....	58
图 87: 欢聚时代 MAU (万) 与付费用户数 (万人)	58
图 88: 欢聚时代 ARPPU 值 (元)	58
图 89: 欢聚时代毛利率	58
图 90: 欢聚时代净利率 (Non-GAAP)	58
图 91: 映客营收 (亿元)	59
图 92: 映客净利润 (Non-GAAP)	59
图 93: 映客毛利率	60
图 94: 映客净利率 (Non-GAAP)	60
图 95: 映客 MAU (百万) 和付费用户数 (百万人)	60
图 96: 陌陌营收 (亿元)	61
图 97: 陌陌净利润 (Non-GAAP)	61
图 98: 陌陌毛利率	61
图 99: 陌陌净利率 (Non-GAAP)	61
图 100: 陌陌 MAU(万)、付费用户数 (万人)	62

图 101: 陌陌 ARPU 值 (美元)	62
表 1: TOP50 实力主播各平台情况 (2018 年 9 月)	10
表 2: TOP50 主播收入平台汇总情况 (2018 年 9 月)	11
表 3: 直播用户打赏排名 (2018 年 10 月 9 日)	11
表 4: 直播平台收入模式	12
表 5: 2018 年 9 月娱乐公会排行榜	14
表 6: 移动直播与 PC 直播差异对比	17
表 7: 移动端、PC 端直播平台	18
表 8: 直播行业典型事件梳理	19
表 9: 直播行业三大监管部门及职能	20
表 10: 直播行业监管政策梳理	21
表 11: 2018 上半年直播平台融资情况	22
表 12: BATJ 直播行业布局	22
表 13: 虎牙、斗鱼、映客融资情况	23
表 14: 游戏直播热度前十名 (2018H1)	32
表 15: 部分重要《英雄联盟》和《王者荣耀》赛事介绍	33
表 16: 游戏直播平台 2018 年 9 月排名情况	33
表 17: 游戏直播平台梯队情况	34
表 18: 头部游戏主播中的“名人主播”统计	35
表 19: 付费用户人数 (百万人)	40
表 20: 四家公司 MAU (百万人)	40
表 21: 四家公司付费率	40
表 22: 各平台 ARPPU	41
表 23: 游戏直播市场规模预测	47
表 24: 泛娱乐直播市场规模预测	48
表 25: 斗鱼 2017.12 - 2018.02 运营数据	57

一、直播行业概况

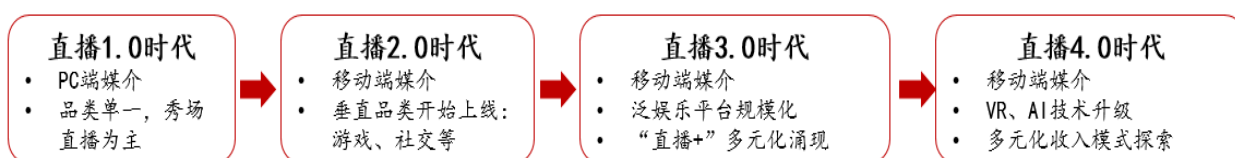
1.1 直播行业发展简史

1.1.1 直播行业的崛起

电视直播是最早为大众所熟知的直播类型，如体育赛事直播、晚会直播、新闻直播，要求导演、摄像、主持人等各个环节的协同配合，过程中需要相对较大的资金投入。因此，电视直播的复杂性、专业性、高观赏性使其不可量产，单向传播性弱化了与观众的互动。网络直播所需设备简单易得，主播可兼具导演、摄影、主持人等角色显示其低投入性；主播日常定时直播，单次直播投入极少使其可量产；主播通过实时评论获知观众需求与情绪，进而调整直播内容达到与观众的充分交流，显示其高互动性、强社交性。此外，主播通过直播平台展现自我、获得认同、收获礼品，用户在实时互动中排解情绪，获得陪伴感，满足猎奇欲、窥私欲等心理需求。网络直播因其自身特点，受益于互联网技术的革新，手机、平板电脑等设备为直播行业发展提供技术支持，近年来井喷式发展，迅速崛起。本文提到的直播行业仅包含网络直播。

直播行业起源于 2005 年，历经探索期、启动期、高速发展期，目前进入了稳定发展期。根据直播的媒介、技术发展以及直播的内容品类，将直播行业分别经历了直播 1.0 到直播 4.0 时代，从 PC 端向移动端转移，从单一品类演变成垂直品类、泛娱乐品类，从收入单一向多元化模式探索。

图 1：直播行业变迁史



资料来源：艾瑞咨询，招商证券整理

按内容划分，直播可以划分为秀场直播、其他泛娱乐直播、游戏直播、企业直播和“直播+”等垂直领域。秀场直播以 9158、六间房、KK 为代表，以唱歌跳舞为主；游戏直播以斗鱼、虎牙、战旗为代表，以观看主播玩游戏讲攻略为主；除秀场以外的其他泛娱乐直播，为娱乐产业相关直播，包括全民移动直播和垂直领域直播（电商、体育、综艺和股票等），代表的有 YY 直播、映客直播、花椒直播、六间房等。

图 2：直播平台生态图谱

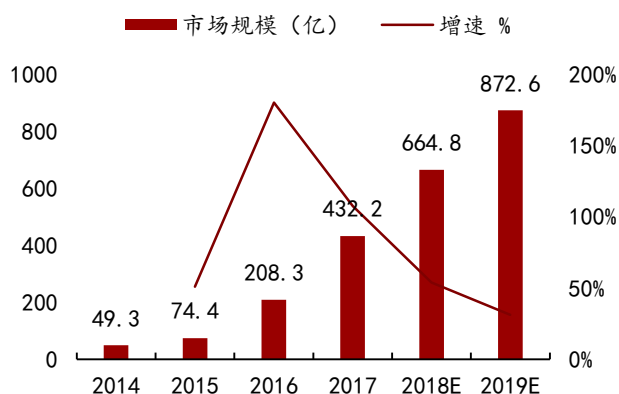


资料来源：公开资料，招商证券整理

1.1.2 行业迅速壮大，远超在线视频付费规模，直追电视剧和电影市场

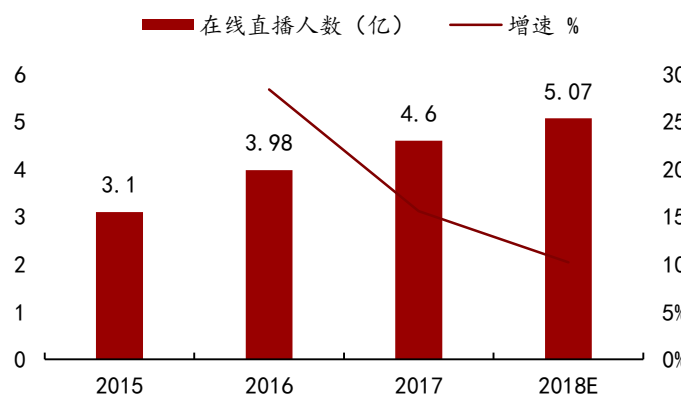
直播人数仅次于视频人数，直播市场规模已超过付费视频市场规模。用户规模方面，根据艾媒咨询数据披露，2017 年，在线直播人数达 3.98 亿，相比移动端视频 5.49 亿（CNNIC 披露），仅有 1.51 亿的差距，预计 2018 年将超过 5 亿人。市场规模方面，直播市场规模已经超过了付费视频市场规模。根据艾媒咨询披露，直播 2017 年的市场规模为 432.2 亿，相比 2014 年增加了 7 倍，而根据易观咨询数据，2017 年网络视频付费市场规模为 150 亿，再对比同期电视剧版权市场规模 450 亿左右、电影票房市场规模 524 亿（不含服务费），直播市场体量不容小觑。

图 3：直播市场规模



资料来源：艾媒咨询，招商证券

图 4：在线直播人数



资料来源：艾媒咨询，招商证券

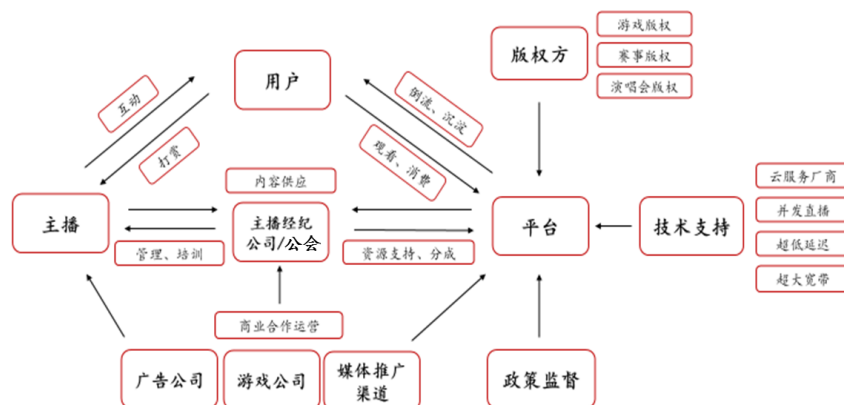
1.2 商业模式与产业链结构

1.2.1 产业链与商业模式：上游内容构建壁垒，打赏为主要收入来源

直播行业产业链可分为上游和下游。1) 上游为主播、版权方、提供技术支持的服务商。主播分为个人主播、受经纪公司或公会培训管理的签约主播、明星主播，是平台直播内容的提供者，也是平台营收的主要贡献者。主播、公会分成、平台直接投入构成内容成本；平台游戏直播服务、电竞赛事直播等需获得相关运营商的版权支持，平台则需缴纳

相应费用；技术支持服务商提供诸如并发直播、超低延迟等技术支持，以此确保直播质量，优化用户体验，构成平台的带宽成本。2) 下游为用户及广告公司、游戏公司等。用户购买平台虚拟物品、充值会员、打赏主播，平台获得营收；广告公司在平台网站或直播间刊登广告，支付相应的广告费用；游戏运营商委托经纪公司或直播平台进行游戏推广，平台收取推广费用。3) 另外，直播平台受政府监管，管理规范主播，自检直播内容。

图 5：直播行业产业链



资料来源：公开资料，招商证券整理

随着直播行业出现的泛娱乐化趋势，直播平台更加注重产业链上游的打造。技术方面不断进步，例如虎牙从 2014 年的 1080p 高清直播升级至 20M 的蓝光直播，提升用户观看体验；内容方面，电竞赛事版权逐渐丰富，各大平台向 PGC 模式延伸，联合传统节目制作单位、公会、网红经纪公司，引进现有综艺 IP，呈现精致差异化直播内容；经纪公司、公会方面合作加强，完善的公会机制培养出大量优秀的主播，增强平台竞争力。

(1) 上游主播：人气主播集中头部平台，游戏直播受青睐。根据 2018 年 9 月主播实力排行榜显示（综合主播的影响力、观众指数、勤奋指数、魅力指数、吸金力、成长值），排名前 50 的主播中斗鱼有 17 位，涉及内容为《英雄联盟》《绝地求生》《王者荣耀》等热门游戏及户外直播。数量排名第二的为 YY，有 15 位主播上榜，直播内容主要是娱乐和脱口秀。第三位是虎牙直播，有 7 位主播上榜，涉及领域主要是游戏与星秀。从平台上看，实力人气主播集中度高，主要集中在斗鱼、YY、虎牙几个头部平台。从直播内容上看，游戏直播最受欢迎，其次是 YY 泛娱乐直播主打的娱乐、脱口秀内容。

表 1：TOP50 实力主播各平台情况（2018 年 9 月）

平台	数量	内容
斗鱼	17	游戏、娱乐
YY	15	娱乐、脱口秀
虎牙	7	游戏、星秀
快手	7	游戏
企鹅电竞	2	游戏
哔哩哔哩	1	游戏
网易 CC	1	游戏

资料来源：小葫芦、招商证券

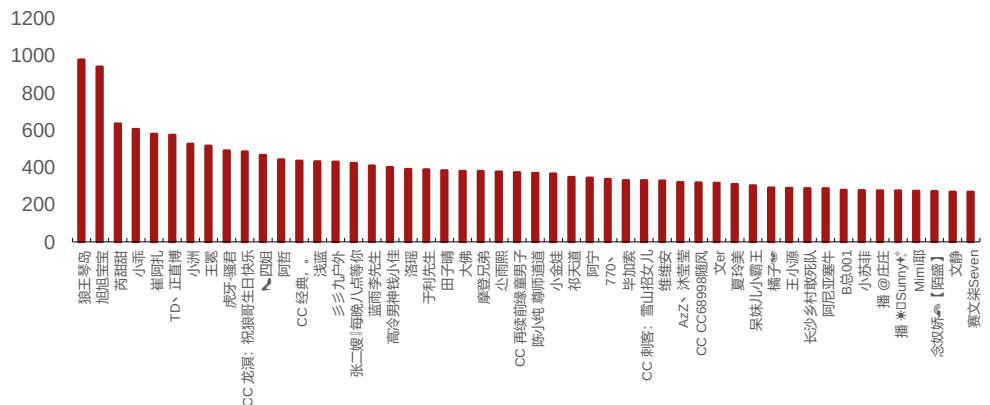
表 2: TOP50 主播收入平台汇总情况 (2018 年 9 月)

平台	收入 (万元)	占比
YY 直播	9,274.85	46.11%
斗鱼直播	4,100.14	20.38%
网易 CC	1,942.08	9.66%
陌陌	1,251.37	6.22%
虎牙直播	809.62	4.03%
快手直播	770.08	3.83%
映客直播	757.32	3.77%
奇秀	370.58	1.84%
火山直播	287.71	1.43%
KK 直播	275.96	1.37%
一直播	274.87	1.37%
总计	20,114.57	100.00%

资料来源: 小葫芦、招商证券

YY 主播收入优势明显, 头部主播收入颇丰。根据小葫芦统计的 2018 年 9 月主播收入排行榜 (按礼物价值计算), 排在前 50 名的主播合计收到价值 2.01 亿元的礼物打赏。其中 YY 直播旗下主播合计收入达 9,274 万元, 占比 46.11%; 斗鱼直播紧跟其后, 主播收到礼物价值 4,100 万元, 占比 20.38%。YY 直播在礼物打赏收入上体现出绝对优势。从单个主播层面上, 陌陌的狼王琴岛位于榜首, 收到的礼物价值高达 979 万元; 第二名为斗鱼的旭旭宝宝, 礼物价值 941 万元; 排在末尾的斗鱼主播赛文柒收到的礼物价值也高达 269 万元。

图 6: 2018 年 9 月 TOP50 主播收入分布 (万元)



资料来源: 小葫芦、招商证券

(2) 下游用户: 鲸鱼用户为创收主力。付费用户分为三类: 1) 虾米用户, 每月投入很少资金, 小 RMB 玩家; 2) 海豚用户, 消费中等数额, 中 RMB 玩家; 3) 鲸鱼用户, 投入大量资金, 大 RMB 玩家。直播行业下游用户众多, 但与游戏行业类似, 平台营收主要来源于鲸鱼用户。

表 3: 直播用户打赏排名 (2018 年 10 月 9 日)

用户	金额 (万元)
宏仔	22.93
哦哦哦	22.39

用户	金额（万元）
神秘人	19.57
猪猪Q	18.56
吴召国.	18.06
3050-圆夏梦（夏玲美）	17.82
惊奇队长 999	16.85
辛有志-辛巴 818	15.64
火辣辣辣的小麦克	15.56

资料来源：小葫芦、招商证券

直播行业的营收主要来自五个方面：

- 1) **打赏**，用户在平台购买虚拟物品打赏主播，平台从中分成，是直播行业特有的一种收入来源。
- 2) **广告**，分为直播间广告和网站广告，通过滤镜、礼品、挂件、口播、背景等形式融入广告，广告商支付相应费用，是比较传统的营收模式。
- 3) **游戏推广**，游戏运营商与平台、公会合作，通过增加游戏曝光度、主播配置等进行游戏推广，平台、公会获得相应营收。
- 4) **订阅**，用户付费订阅某一直播间，获得独享内容、去广告等特权。
- 5) **会员**，向观众售卖会员特权，可高清晰度观看直播、增加直播存储时间，在直播间享有勋章、特殊显示等虚拟权益。

表 4：直播平台收入模式

名称	模式	挑战
打赏分成	用户购买虚拟物品打赏主播，平台从中分成，是收入主要来源	依赖粉丝经济及优质内容
游戏推广	游戏公司委托平台，平台以增加主播配比和游戏曝光度等方式进行推广	非优质游戏的频繁推广可能引起用户反感，导致用户流失
广告	分为直播间广告和网站广告，通过滤镜、礼品、挂件、口播、背景等形式融入广告	易引起用户对广告植入的反感
订阅	用户付费订阅某一直播间，获得独享内容、去广告等特权	付费内容对用户不一定具备吸引力
会员	向观众售卖会员特权，可高清晰度观看直播、增加直播存储时间，在直播间享有勋章、特殊显示等虚拟权益	有强烈身份认知需求的用户比例不高

资料来源：企鹅智库，招商证券

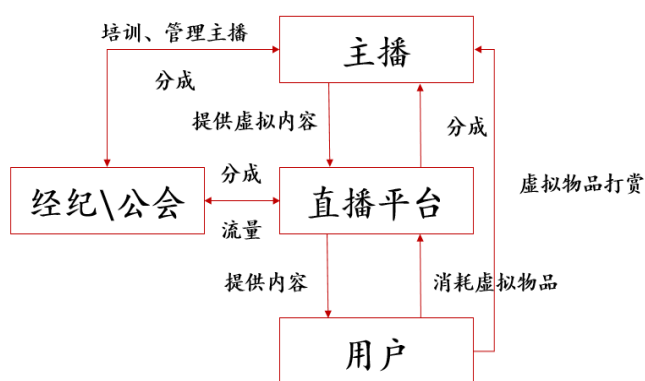
尽管直播行业营收模式多样，但主要营收来源为用户打赏分成，这高度依赖头部主播带来的流量与优质的直播内容，从而实现变现。目前来看直播平台的核心竞争可分为两方面。一方面是高人气网红主播，他们可以带来粉丝经济，从而增加营收，更多的资金意味着可签约更多的头部主播；另一方面是优质的直播内容，这需要直播平台较多的投入与创新思维，拓展平台自制、或与其他机构合作的直播内容，从而获得更多流量得以变现。这种正反馈将会逐步加剧行业的头部效应，资本的介入也将加强龙头平台的优势。

1.2.2 独特的公会角色——平台与主播之间的媒介

➤ 什么是公会？

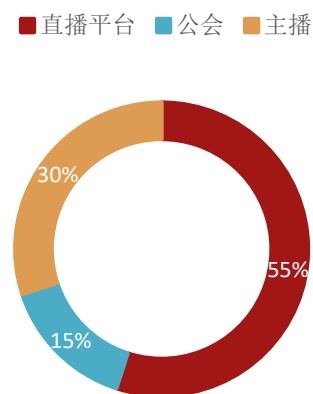
作为直播平台传统盈利模式中的重要参与者，公会在直播平台上扮演重要角色。直播公会，即主播的经纪公司，主要负责对主播进行筛选、培训和管理。作为直播平台和主播之间的桥梁，公会挖掘有潜力的草根主播，通过直播平台给予的资源，帮助主播获得关注、迅速成名，而平台和公会也会因为主播粉丝和收入的增加而直接受益，实现了直播平台、主播以及公会三者的互利共赢。三者之间关于打赏、礼物收入的分成并没有统一的标准，视三方的议价能力而定，一般是议价能力最强的平台拿走大部分。对于普通主播来说，一个典型的分成比例是平台分 50%-60%，公会抽取 10%-20%，主播拿到手的只有 30%-40%。但对于顶尖的主播，与平台签约条件十分优厚，且不依赖公会运作，则往往可以拿走 60%-70%。

图 7：我国直播平台传统盈利模式



资料来源：公开资料，招商证券整理

图 8：一个典型的三方分成比例



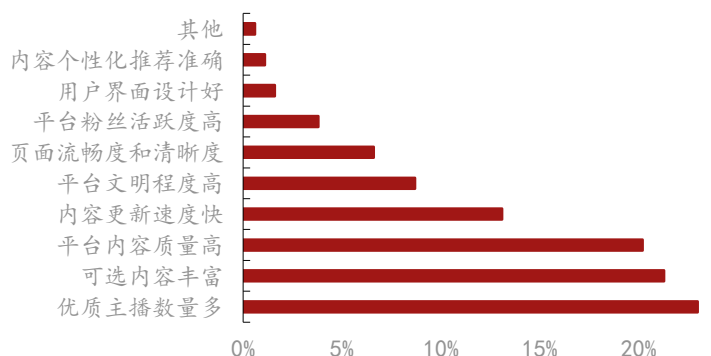
资料来源：公开资料，招商证券整理

➤ 公会具有输送主播和管理主播双重作用

秀场与泛娱乐直播对公会的依赖性较游戏直播更甚，公会在产业链中占据独特的重要地位。泛娱乐直播需要源源不断的多元化娱乐直播内容的供应，所以比较依赖公会和平台的内容策划，主播也比较依赖公会的包装；而游戏直播中用户比较在意的是主播的游戏技能或者主播的风格和个性，所以很多知名的游戏主播都是职业队员转化的，加上游戏直播不管是拿版权还是自办赛事都是靠平台自己运营，所以对于公会的依赖相对较少。

根据 IT 桔子的相关数据，目前用户对于直播平台的选择仍以主播和内容为主要因素。因而，优质主播、优质内容这两大上游资源成为各直播平台竞相争夺的对象。当前，UGC 仍是各秀场直播平台的重要资源，而 UGC 内容对于主播又具有高度的依赖性。调研显示，85.7% 的在线直播用户会因为主播的离开而选择更换平台。因此，对优质主播的掌控权成为了各秀场直播平台的核心竞争力。

图 9：2017H1 在线直播用户选择直播平台的影响因素



资料来源：IT 桔子，招商证券

秀场直播门槛低收益高，蜂拥而来的主播良莠不齐，两极分化现象比较严重。秀场直播平台在经营上可以采取和公会进行深度合作的方式，由公会对主播进行筛选、培训和日常管理。一方面，公会可以长期稳定地为平台输送优质主播，从而为平台吸引到更多的用户和收入；另一方面，直播平台可以利用公会加强对主播的管理和约束，降低平台运营的风险。对于主播来说，公会的专业化培训和指导能够帮助主播定位个人形象和成长路径，提升主播自身的竞争力。同时，主播也能通过公会获得更多的曝光量，比如直播平台首页的推荐席位等。

➤ 公会是核心竞争资源

YY 是最早开始运营公会的直播平台，具有丰富的运营经验和公会资源。根据小葫芦数据，2018 年 9 月泛娱乐公会估值排行榜中，YY 旗下的吉林舞帝和中国蓝娱乐分别以 6.44 亿和 6.20 亿的商业估值位列第一、第二，远远超过第三名，由此可见 YY 公会的强大。完善的公会机制给 YY 带来了大量的优秀主播和优质的直播内容，创造了巨大的竞争优势。

表 5：2018 年 9 月娱乐公会排行榜

排行	公会	商业估值（亿元）	活跃主播（人）	主要平台
1	吉林舞帝传媒	6.44 亿元	341 人	YY
2	中国蓝娱乐	6.20 亿元	1426 人	YY
3	新娱加	2.92 亿元	138 人	虎牙
4	爱拍原创	2.48 亿元	138 人	虎牙
5	集梦传媒	1.80 亿元	21 人	虎牙
6	巨星传媒	1.24 亿元	76 人	虎牙
7	EL-小象互娱	1.12 亿元	145 人	斗鱼、虎牙
8	音睿文化传媒	0.86 亿元	70 人	火山
9	音潮娱乐	0.79 亿元	58 人	一直播
10	文拓互娱	0.73 亿元	29 人	虎牙

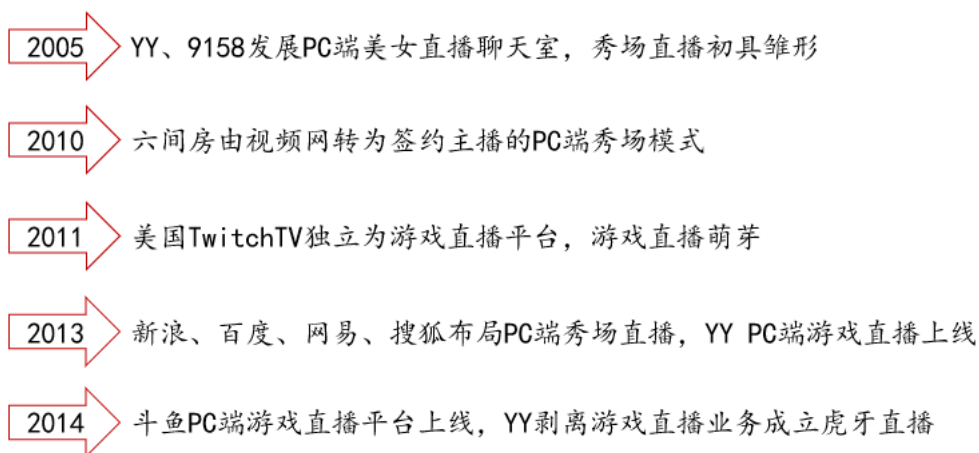
资料来源：小葫芦，招商证券

1.3 四维度解读行业趋势变化：媒介、内容、政策、资本

1.3.1 行业趋势一：媒介的转变，从 PC 端到移动端

直播行业 PC 端兴起。2005 年 YY、9158、六间房等平台开拓秀场直播，YY 2012 年登陆美国纳斯达克，9158 于 2014 年港交所上市，在直播行业站稳脚跟。2013 年新浪、百度、网易等开始布局秀场直播，YY 推出游戏直播；2014 年斗鱼获 2000 万元天使投资进军游戏直播，欢聚时代拓展游戏业务，推出虎牙游戏直播平台。直播行业在 PC 端拓展用户，积攒人气，与此同时，面对在线直播这个庞大有利的市场，大量直播平台涌现争夺头部资源，竞争加剧。

图 10：直播行业 PC 端发展历程

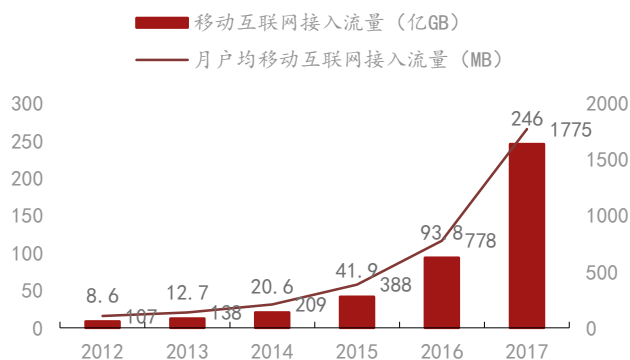


资料来源：公开资料，招商证券整理

移动互联网发展助力移动直播行业兴起，PC 端向移动端分流。2015 年，直播行业进入 2.0 时代，移动互联网的快速发展、智能手机的普及、网络资费的减少为移动直播行业提供了一个巨大且有待开发的市场，PC 端起家的各大直播平台纷纷转战移动直播市场，同时映客、花椒等移动直播平台如雨后春笋出现，直播行业从 PC 端向移动端分流。

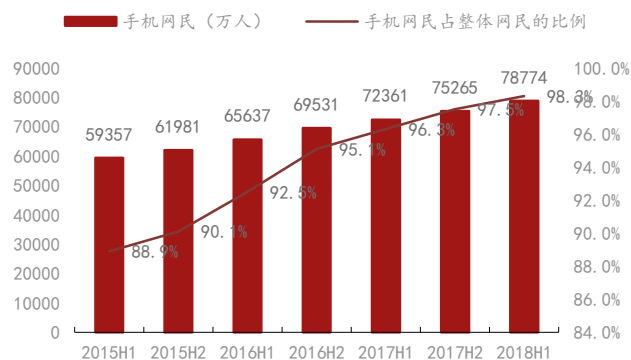
虽然移动互联网用户的人口红利不再，但资费的下降与内容的升级导致移动互联网接入流量依然快速增长：截至 2018 年 6 月，我国网民规模达 8.02 亿，其中手机网民为 7.88 亿，较去年同期增加 3509 万人，手机网民占比高达 98.3%，较 2015 年同期增加 9.3 个百分点，增速逐渐放缓，进入存量时代。而移动互联网接入流量经历缓慢增长后在 2017 年爆发，总体流量达 1775 亿 GB，与 2016 年相比增长率为 128%，月户均流量同比增长高达 162%，反映视频、电商等移动互联网相关行业的高速发展以及移动直播行业可待开拓的发展空间。

图 11: 移动互联网接入流量情况



资料来源: 工信部、招商证券

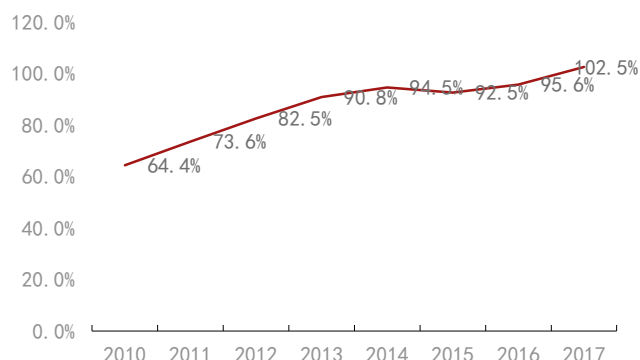
图 12: 手机网民增长情况以及渗透率情况



资料来源: 工信部、招商证券

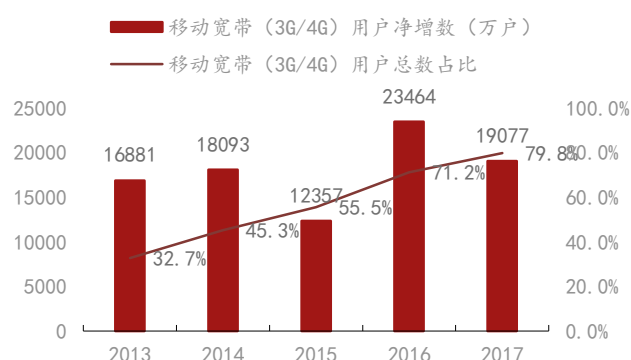
2013 年起, 逐渐完善的 4G 网络建设为移动直播行业的发展铺平了道路。截至 2018 年 6 月, 3G/4G 用户总数占比达 83.2%, 较 2017 年 79.8% 增加了 3.4 个百分点; 移动电话普及率在 2017 年达到了 102.5%, 其中 3G/4G 用户数和移动电话普及率的逐年攀升为移动直播行业提供广阔的空间。

图 13: 移动电话普及率 (部/百人)



资料来源: 工信部、招商证券

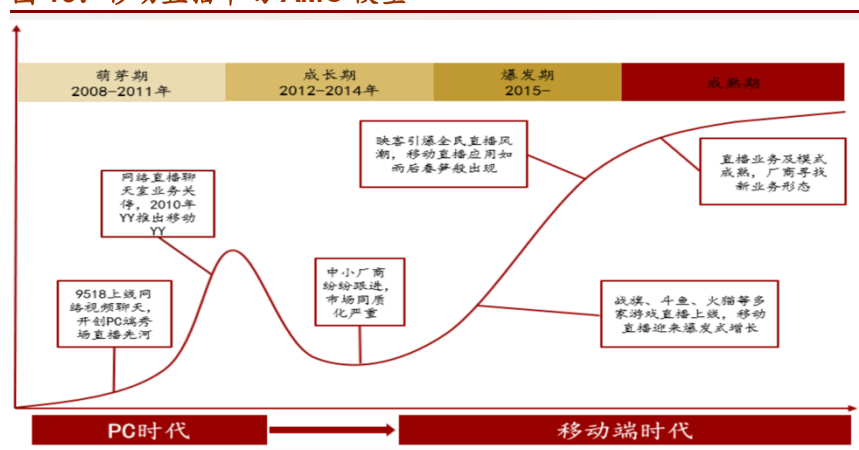
图 14: 移动宽带用户 (3G/4G) 发展情况



资料来源: 工信部、招商证券

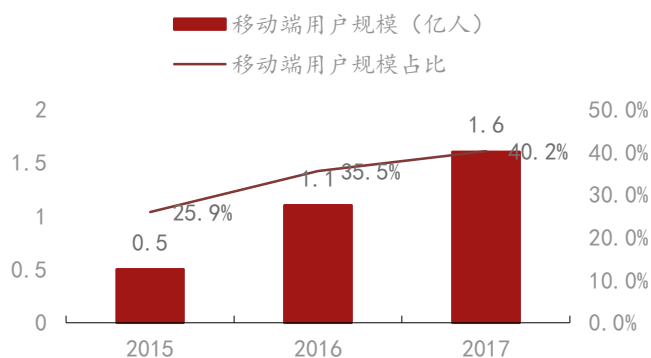
移动直播用户和市场规模放大迅速, 是行业增长的重要引擎。IT 桔子数据显示, 2017 年移动直播用户达 1.6 亿人, 同比增长 45.5%, 占直播行业总用户 40.2%, 占比在 2015 年为 25.9%; 2017 移动端直播市场规模达 119.5 亿元, 同比增长 193%, 是行业总规模的 27.6%, 占比较 2015 年上升了约 13 个百分点, 反映移动直播行业爆发性增长, 除移动互联网带来的自增长外, PC 端向移动端分流。

图 15: 移动直播市场 AMC 模型



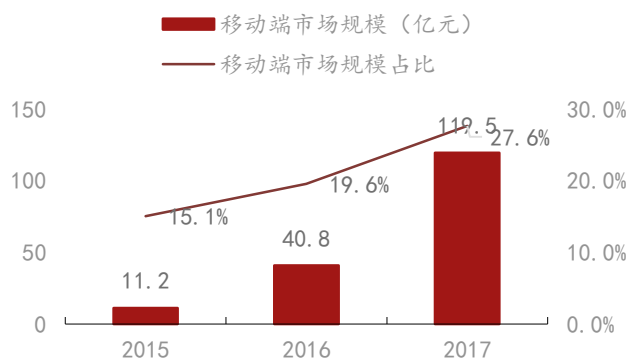
资料来源：IT 桔子，招商证券

图 16: 移动直播用户规模及占比



资料来源：IT 桔子、招商证券

图 17: 移动直播市场规模及占比



资料来源：IT 桔子、招商证券

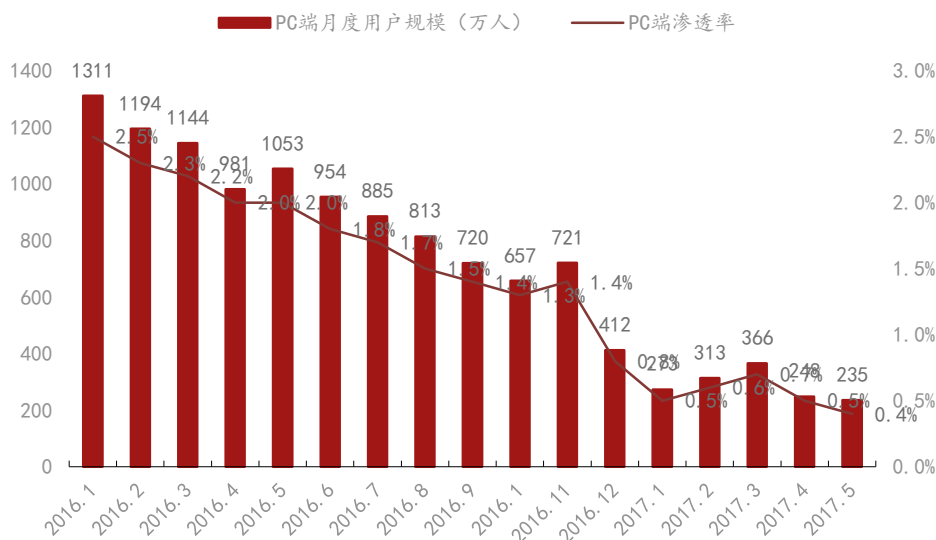
移动直播与 PC 端直播的差异比较：移动端直播的便捷性、私密性和互动性促进了移动直播的发展。据艺恩咨询调查，PC 端因观看屏幕大，更具观赏性，用户更易沉浸于直播内容中，从而弱化了主播与用户之间的交流互动。移动端小屏幕私密性强，无地域限制，用户实时评论，直播过程与现实同步，如同在聊天软件上与朋友交流，更具亲近感，增加用户黏性。此外，微信支付、支付宝等网络支付平台的普及使用户的打赏、充值会员行为更加便捷，以激励主播呈现更优质直播内容，平台从中获利而升级服务与用户体验，促进移动直播行业的良性发展。艾媒咨询显示，用户单次使用直播软件时长为“10 分钟—30 分钟”和“31 分钟—1 小时”的在线直播用户比例最大，分别占 39.9%和 34.4%，观看主要原因为消遣空闲时间，与微博、微信、知乎等碎片化阅读相比单次耗时较长，因此移动端直播还具有半碎片化的特点，一定程度上可成为碎片化阅读的替代品，使用习惯逐步建立。

表 6: 移动直播与 PC 直播差异对比

移动端	PC 端
互动性强	互动性相对较弱
无地理位置限制	有地理位置限制
碎片时间观看为主	特意观看感兴趣内容
小屏幕更具私密性	大屏幕私密性差
观众沉浸度低	观众沉浸度高

资料来源：公开资料，招商证券整理

图 18：2016 年 1 月-2017 年 5 月 PC 端直播用户规模及渗透率



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

表 7：移动端、PC 端直播平台

	代表平台	上线时间	类型
移动端	映客	2015 年 5 月	泛娱乐
	花椒	2015 年 6 月	泛娱乐
	一直播	2016 年 5 月	泛娱乐
PC 端、移动端同时上线	全民直播	2015 年 12 月	泛娱乐
	熊猫直播	2015 年 9 月	游戏、泛娱乐
	龙珠直播	2015 年 2 月	游戏、泛娱乐
PC 端起家，转型至移动端	YY 直播	2012 年 2 月	泛娱乐
	斗鱼 TV	2014 年 1 月	游戏、泛娱乐
	虎牙	2012 年 2 月	游戏、泛娱乐
	战旗直播	2014 年 5 月	游戏、泛娱乐
	六间房秀场	2009 年 12 月	秀场

资料来源：公开资料，招商证券整理

1.3.2 行业趋势二：内容的升级，从单一秀场到多元精细化

秀场直播为行业开端，随后竞争加剧。秀场直播作为直播行业的开端，以美女帅哥室内直播聊天、表演才艺等方式迅速聚集人气。2013 年为秀场直播黄金发展期，各大公会涌现为直播平台输送主播，YY、9158 逐步确立龙头地位。YY、映客等平台依托秀场直播在早期占领市场份额。相较于游戏直播，秀场直播所需后台技术支持相对较弱，对于主播的要求相对较低，颜值为主播主要生产要素，导致行业进入壁垒较低。除老牌的秀场直播平台占领市场外，各大视频平台也想分得一杯羹，秀场直播更是受到了创业者的青睐。据 36Kr 统计，截至 2016 年，共有 49 家秀场直播平台，其中 2014 年新成立的秀场直播平台就有 13 个。秀场直播平台数量的增多导致了对于头部主播的争抢，行业竞争加剧。

秀场直播同质化严重，游戏直播兴起。映客在 2016 年月活跃用户超过 3000 万人，一度领先同行业其他平台，估值最高峰达 70 亿元，受资本青睐。但从 2017 年起，映客月活、营收等数据逐季下跌，六间房与花椒也通过重组抱团取暖，反映秀场直播的衰落。

究其根本，秀场直播在内容形式上缺乏多样性，易被快手、抖音等新碎片化娱乐方式取代；内容深度上同质化严重，进入壁垒相对较低，用户审美疲劳。2014 年，斗鱼从哔哩哔哩平台独立，欢聚时代拓展游戏业务，推出虎牙游戏直播平台，各大游戏直播平台涌现，游戏直播行业兴起。从引进人气游戏主播到抢夺电竞赛事版权资源，游戏直播行业竞争加剧，而虎牙 2018 年上市、斗鱼获 E 轮融资，逐步确立其行业地位，获得头部优势，游戏直播市场进入高速发展期。

直播内容精细化，内容为王。随着直播市场的逐步扩大，传统的 UGC 秀场直播、游戏直播已无法满足客户的需求，各平台内容同质化，竞争优质明星主播，为保证用户规模、营业收入，各平台纷纷内容升级，直播覆盖范围越来越广泛：1) 主播群体从帅男靓女拓展到普通人，全民直播时代来临；2) 直播内容从单一的聊天唱歌拓展到美食、户外、财经、教育等垂直领域，各平台以 IP 为中心，保留优质 UGC 内容，拓展 PGC、OGC 模式，自造精致化、差异化直播内容，用户从只关注主播颜值到同时关注优质内容。

1.3.3 行业趋势三：内容监管逐步加强，倒逼直播行业理性发展

直播行业高歌猛进，内容受各方监管，倒逼直播行业理性发展。直播行业井喷后，2016 年 4 月 14 日，文化部正式表态称，斗鱼、虎牙直播、YY、熊猫 TV、战旗 TV、龙珠直播、六间房、9158 等多家网络直播平台因涉嫌提供含有宣扬淫秽、暴力、教唆犯罪、危害社会公德内容的互联网文化产品，被列入查处名单。随后，各直播平台纷纷发出公告，均表示将配合政府管理部门，推动直播行业的良性发展。文化部、广电总局、网信办等部门分别针对直播内容进行规范，加大直播节目的监测力度，确保内容的安全规范，要求主播实名。一系列的举措稳定行业秩序，促使行业良性发展。

表 8：直播行业典型事件梳理

事件	涉事平台	后续处理
MC 天佑喊麦涉毒	YY 直播、火山小视频	《焦点访谈》点名批评；中宣部开展网络直播平台传播低俗暴力等违法有害信息的整治行动；有关部门召集各头部直播平台在京开会，要求封禁 MC 天佑在内的多名主播
王乐乐、杨清柠等传播未成年早孕 牌牌琦“社会摇”传播低俗内容 陈山直播内容涉黄 仙洋屡次引发网络骂战	快手直播、火山小视频	《中国新闻》点名批评；网信办要求快手、火山小视频暂停相关算法推荐功能，并将王乐乐、杨清柠、陈山、仙洋等违规主播纳入跨平台禁播黑名单
陈一发儿发表有关国家历史不当言论	斗鱼	央视网点名批评，全网封禁

资料来源：公开资料，招商证券整理

近年，传媒互联网各领域的监管政策都呈现趋严的态势，目前直播行业监管单位主要有三个：网信办、文化和旅游部、广电总局，监管主体逐步明确。我们也在其中较为重要的内容：

1) 网信办要求网络直播平台应当取得互联网新闻信息服务许可，才可提供互联网新闻信息服务。2018 年 5 月，中央网信办官网信息称目前共有 7 个直播平台获得互联网新

闻信息服务许可，分别是“青年之声直播厅”“中国青年报直播”“小康圆点直播”“众播”“芒果TV”“芒果直播”“尚一直播”。

2) 文化和旅游部官网于2018年4月2日发布《文化和旅游部公布一批网络文化市场典型案例》，明确要加强网络文化市场监管，严查网络游戏、网络表演、网络音乐市场禁止内容。文化和旅游部整合原文化部在网络游戏、网络直播、网络音乐等板块的管辖权，于2018年4月8日正式挂牌新组建的文化和旅游部。同时延续了相关的监管内容：2018年4月17日，文化和旅游部官网发布信息称再次组织开展网络表演、网络游戏市场集中执法检查。根据群众举报投诉情况，对花椒直播、六间房、熊猫直播、斗鱼直播、虎牙直播等30家网络表演平台开展集中执法检查。

3) 广电总局是第三大监管机构，广电总局于2018年5月10日在官网发布消息称，“近一个月来，微博、秒拍、好看视频、好看视频、快视频、虎牙、斗鱼等短视频和直播网站以及腾讯视频、优酷、爱奇艺等综合性视频网站，纷纷响应管理要求，组建专项清查团队，集中对涉黄、格调低俗、宣扬暴力、恶搞经典、歪曲历史、非法剪辑拼接等问题节目进行清理，共计自查清理下线问题音视频节目150余万条，封禁违规账户4万余个，关闭直播间4512个，封禁主播2083个，拦截问题信息1350多万条”。

4) 另外，2018年8月20日，全国“扫黄打非”办公室会同工业和信息化部、公安部、文化和旅游部、国家广播电视总局、国家互联网信息办公室联合下发《关于加强网络直播服务管理工作的通知》，要求落实用户实名制度，加强网络主播管理，建立主播黑名单制度，健全完善直播内容监看、审查制度和违法有害内容处置措施。

表9：直播行业三大监管部门及职能

部门	职能
新闻出版广电总局	负责新闻出版、广播电影电视和信息网络视听节目服务的法律法规草案、宣传创作的方针政策、舆论导向和创作导向的把握、事业产业规划、节目的进口和收录管理、活动宣传交流监管等一系列与影视娱乐相关的业务。
中央网络安全和信息化委员会办公室（中央网信办）	成立于2018年，负责受理网络违法和不良信息举报，约谈、警告违法违规网站，会同电信主管部门取消违法网站许可或备案、关闭违法网站，依照用户服务协议关闭各类违法违规账号，依法查处严重违规网络直播平台 and 主播等。
文化和旅游部	贯彻落实党的宣传文化工作方针政策，研究拟订文化和旅游工作政策措施，统筹规划文化事业、文化产业、旅游业发展，深入实施文化惠民工程，组织实施文化资源普查、挖掘和保护工作，维护各类文化市场包括旅游市场秩序，加强对外文化交流，推动中华文化走出去等。

资料来源：公开资料，招商证券整理

直播行业加进入强监管时代，平台自检加强，用户实名制带来短期用户减少、营收降低等风险，但利于行业中长期健康发展。2018年上半年，广电总局对网络答题活动进行清理整顿，封禁直播喊麦主播。网络直播监管从宽松到严格，从单一部门到多部门联合，逐步明确政府监管主体。面对监管趋紧，直播平台自检逐步加强以应对监管风险，针对卢本伟游戏开挂事件、陈一发儿传播不当言论事件，斗鱼做出封禁直播间、报告上级主管部门等一系列反应；YY禁止主播昵称和直播标题带MC、喊麦、文玩、交友、两性、校园等字眼，下令封禁77首热门喊麦歌曲，1000多名主播被封。参考网络游戏实名制、防沉迷系统、未成年人不得进行网游虚拟货币交易等监管举措，近期通知中要求的直播平台用户实名制或将是一系列针对保护未成年人举措的开端。用户实名制，一定程度上会增加用户注册繁琐度；考虑部分直播涉及内容对未成年人成长带来不良影响，或

将限制 18 岁以下人群的直播观看时间，从而压缩用户量和直播观看总时长；针对未成年人借用家长银行卡巨额打赏的事件频频发生，政策或将限制 18 岁以下人群的打赏金额，而用户消费打赏是平台主要变现方式，对平台营收造成影响。用户实名制将提高用户观看直播的门槛，使头部平台更具优势，缩小其他平台生存空间，直播平台也将面临活跃用户减少，营收降低等风险。

表 10：直播行业监管政策梳理

部门	文件名称	规范内容
文化部	《关于加强网络表演管理工作的通知》	督促网络表演经营单位和表演者落实责任，加强内容管理，依法查处违法违规网络表演活动，对网络表演市场全面实施“双随机一公开”。
新闻出版广电总局	《互联网视听节目服务管理规定》、《互联网视听节目服务业务分类目录（试行）》、《关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知》	开展网络视听节目直播服务的单位需具备相应的技术、人员、管理条件，以及内容审核把关能力，确保内容的安全，在开展直播活动前应将相关信息报属地省级以上新闻出版广电行政部门备案； 直播节目应坚持健康的格调品味，不得含有国家法律法规所规定禁止的内容，自觉抵制低俗、过度娱乐化、拜金主义和崇尚奢华等问题； 省级新闻出版广电行政部门依法加强对辖区内网络视听节目直播行为的管理。
网信办	《互联网直播服务管理规定》	双资质：互联网直播服务提供者提供互联网新闻信息服务，应当依法取得互联网新闻信息服务资质，并在许可范围内开展互联网新闻信息服务；开展互联网新闻信息服务的互联网直播发布者，应当依法取得互联网新闻信息服务资质并在许可范围内提供服务； 互联网直播服务提供者应当落实主体责任，配备与服务规模相适应的专业人员，健全信息审核、信息安全管理、值班巡查、应急处置、技术保障等制度。提供互联网新闻信息直播服务的，应当设立总编辑； 互联网直播服务提供者应当建立直播内容审核平台，根据互联网直播的内容类别、用户规模等实施分级分类管理，对图文、视频、音频等直播内容加注或播报平台标识信息，对互联网新闻信息直播及其互动内容实施先审后发管理。
20 余家直播平台	《北京网络直播行业自律公约》	承诺网络直播房间必须标识水印，内容存储时间不少于 15 天备查，所有主播必须实名认证；对于播出涉政、涉枪、涉毒、涉暴、涉黄内容的主播，情节严重的将列入黑名单，审核人员对平台上的直播内容进行 24 小时实时监控。
六部门联合下发	《关于加强网络直播服务管理工作的通知》	网络直播服务提供者应向电信主管部门履行网站 ICP 备案手续，向相关部门申请取得许可，并于直播服务上线 30 日内按照有关规定到属地公安机关履行公安备案手续； 网络接入服务提供者应按照要求向各地通信管理局报送网络直播服务提供者 ICP、IP 地址、域名等信息，不得为信息核验不一致的、有关部门违法网络直播平台黑名单中的直播网站、APP 提供接入服务； 落实用户实名制度，加强网络主播管理，建立主播黑名单制度，健全完善直播内容监看、审查制度和违法有害内容处置措施； 直播服务提供者应按照许可范围开展业务，不得利用直播服务制作、复制、发布、传播法律法规禁止的信息内容； 网络直播服务提供者应当按照有关法律法规要求，记录直播服务使用者发布内容和日志信息并保存一定期限； 网络接入服务提供者应按照要求建立内容审核、信息过滤、投诉举报处理等相关制度，建立 7×24 小时应急响应机制，加强技术管控手段建设，按照要求处置网络直播中的违法违规行为；

资料来源：公开资料，招商证券整理

1.3.4 行业趋势四：资本逐渐理性，马太效应显著，巨头均有布局

2018 上半年游戏直播、语音直播行业受青睐。据 IT 桔子显示，2018 年上半年直播行业共有 8 起融资，较去年同期 17 起融资数量上减少，但融资总额接近。游戏直播行业马太效应显著，斗鱼、虎牙共计获得 11 亿美元，占融资总金额近 7 成，其中腾讯以 6.3 亿美元战略投资斗鱼，虎牙在 B 轮融资中获得腾讯约 4.6 亿美元的投资。语音直播获得音频巨头的青睐，荔枝 FM D 轮融资 5000 万美元，情咖 FM A 轮融资获数千万元。

表 11：2018 上半年直播平台融资情况

直播平台	融资轮次	时间	金额	投资方	类型
荔枝 FM	D 轮	2018 年 1 月 3 日	5000 万美元	兰馨亚洲领投、EMC 跟投	语音直播
狮吼直播	A 轮	2018 年 1 月 4 日	过亿元	一下科技、盛大网络、夸克资本等	直播陪玩交友社区
Vreal	A 轮	2018 年 2 月 8 日	1170 万美元	Axioma Ventures 领投、英特尔投资跟投	海外 VR 直播
情咖 FM	A 轮	2018 年 5 月 28 日	数千万元	浙商创投	语音直播
BIGO LIVE	D 轮	2018 年 6 月 5 日	2.7 亿美元	欢聚时代、李学凌	海外直播
虎牙	B 轮	2018 年 3 月 9 日	4.6 亿美元	腾讯	游戏直播
斗鱼	E 轮	2018 年 3 月 8 日	6.3 亿美元	腾讯	游戏直播

资料来源：IT 桔子、招商证券

BATJ 积极布局直播行业。1) 百度自创百秀直播、Ala 直播、秀吧直播等直播平台，在发展传统秀场直播的同时，布局主播地图、直播看片。2) 阿里通过微博旗下的一直播、合一集团的 Acfun、陌陌旗下的哈你直播布局直播行业，同时投资来疯直播、一直播等纯直播平台，并借助淘宝、天猫自身流量，让消费类直播成为电商生态的一部分，巩固自身优势。其中，2018 淘宝直播盛典借助网红、达人实现日交易额破亿。3) 腾讯不仅积极布局游戏直播行业（企鹅电竞），而且在自有 App 中拓展直播内容，如 QQ 音乐发展音乐电台主播，举办独家明星见面会，腾讯新闻推出图文直播和视频直播，以 PGC 模式打造人文、热点直播内容。依托自身明星、体育版权资源，腾讯发展主打明星的腾讯直播和主打体育赛事的企鹅直播。4) 京东也上线了消费类直播，目的为店铺售卖产品，巩固在电商行业的优势。

表 12：BATJ 直播行业布局

公司	APP	直播形式	具体情况
百度	百秀直播	纯直播 APP	百度自家产品
	Ala 直播	纯直播 APP	百度自家产品
	秀吧直播	纯直播 APP	百度自家产品
	爱奇艺	内嵌在已有 APP 中	百度收购
	奇秀直播	纯直播 APP	爱奇艺产品
阿里	淘宝	内嵌在已有 APP 中	阿里自家产品
	天猫	内嵌在已有 APP 中	阿里自家产品
	优酷土豆	内嵌在已有 APP 中	阿里收购
	来疯视频直播秀	纯直播 APP	优酷产品
	陌陌	内嵌在已有 APP 中	阿里投资
	哈你直播	纯直播 APP	陌陌旗下
	一直播	纯直播 APP	阿里入股微博
	Acfun	内嵌在已有 APP 中	属于阿里收购的合一集团

腾讯	火猫 TV	纯直播 APP	合一集团投资
	QQ 空间	内嵌在已有 APP 中	腾讯自家产品
	腾讯新闻	内嵌在已有 APP 中	腾讯自家产品
	QQ 音乐	内嵌在已有 APP 中	腾讯自家产品
	NOW	纯直播 APP	腾讯自家产品
	腾讯直播	纯直播 APP	腾讯自家产品
	企鹅直播	纯直播 APP	腾讯自家产品
	花样直播	纯直播 APP	腾讯自家产品
	斗鱼直播	纯直播 APP	腾讯投资
	虎牙直播	纯直播 APP	腾讯投资
	哔哩哔哩动画	内嵌在已有 APP 中	腾讯投资
	龙珠 TV	纯直播 APP	腾讯投资
	抱抱	纯直播 APP	腾讯投资
	呱呱视频	纯直播 APP	腾讯投资
京东	京东直播	内嵌在已有 APP 中	京东自家产品

资料来源：猎豹全球智库、招商证券

头部平台吸引了大量融资，马太效应凸显。直播平台经过多轮融资，近年来资本向头部平台集中。据我们根据公开资料统计，虎牙直播累计融资 7.16 亿美元，斗鱼直播累计融资 7.50 亿美元和 25.20 亿人民币，映客直播累计融资 4.22 亿人民币和 13.39 亿港元。

其中值得注意的是腾讯以 70 亿元同时完成对斗鱼及虎牙的投资。其中斗鱼获得约 40 亿元人民币，继 B 轮和 C 轮之后第三次拿到腾讯投资；虎牙获得约 30 亿元人民币的投资，且腾讯有权收购虎牙股权直至达到控股。另外，依托腾讯丰富的版权优势和用户基础，腾讯内部孵化企鹅电竞。

腾讯布局下，其他游戏公司电竞业务面临打压。由于直播一定程度上是用户选择新游戏的重要渠道，随着斗鱼及虎牙的头部优势以及站队腾讯，可能会缩小其他游戏公司的电竞业务的生存空间，例如网易的《第五人格》在爆红后便遭到了斗鱼及虎牙的打压，被撤下火爆区。

表 13：虎牙、斗鱼、映客融资情况

直播平台	融资轮次	时间	金额	投资方
虎牙直播	天使轮	2005 年 4 月	100 万美元	天使投资人雷军
	A 轮	2017 年 5 月	7500 万美元	董荣杰、李学凌、高榕资本、平安创新投资亦联资本、晨兴资本、中国平安保险海外(控股)有限公司
	B 轮	2018 年 3 月	4.6 亿美元	腾讯产业共赢基金
	纽交所上市	2018 年 5 月	发行价 12 美元/股，筹资总额 1.80 亿美元	
斗鱼直播	天使轮	2014 年 4 月	2000 万人民币	奥飞娱乐
	A 轮	2014 年 9 月	2000 万美元	红杉资本
	B 轮	2016 年 3 月	1 亿美元	腾讯、南山资本、红杉资本、天神娱乐
	C 轮	2016 年 8 月	15 亿人民币	腾讯、红杉资本、深创投、国中创投、南山资本、凤凰投资、融玺创投、时尚资本嘉远资本
	D 轮	2017 年 11 月	10 亿人民币	招银国际、南山资本
	E 轮	2018 年 3 月	6.3 亿美元	腾讯

映客直播	天使轮	2015 年 9 月	500 万人民币	多米在线
	A 轮	2015 年 11 月	2500 万人民币	多米在线、金沙江朝华、紫辉天马、厦门赛富
	A+轮	2015 年 12 月	7771 万人民币	紫辉天马、昆仑万维、厦门赛富
	A++轮	2016 年 2 月	381 万人民币	宣亚投资
	B 轮	2016 年 9 月	3.1 亿人民币	紫辉聚鑫、嘉兴光联、嘉兴光美、宁波安和、宁波清正、芒果文创、深圳腾讯
	港交所上市	2018 年 7 月	发行价 3.85 港元/股， 筹资总额 13.39 亿港元	

资料来源：公开资料，招商证券整理

二、赛道表现：泛娱乐直播变现更强，游戏直播壁垒更高

2.1 泛娱乐直播：变现手段成熟的吸金平台

2.1.1 泛娱乐直播发展历程

泛娱乐直播历经野蛮生长期（2016）-行业洗牌期（2017）-精细化运营期（2018），目前用户增长趋于平稳。泛娱乐，是指基于互联网与移动互联网等多领域共生，打造明星 IP 的粉丝经济。不难理解为什么泛娱乐直播源自于秀场直播，自 2008 年上线后至今，PC 端拥有较为稳定的用户基础，2016 年移动直播迅速崛起，2016 年 11 月，国家互联网信息办公室发布《互联网直播服务管理规定》，政策打击后直播市场逐渐归于理性。2017 年，泛娱乐直播平台深耕于向更垂直细分领域渗透。

野蛮生长期：产品模式以全面直播为主，力图“挖掘增量用户”。内容模式以 UGC 为主，PGC 为辅。盈利模式以打赏为主，附带会员增值或广告收费。

行业洗牌期：产品模式倾向于有质量保证的 PGC，力求“增强用户粘性”。内容向视频社交、资讯、综艺、游戏等反面靠拢。盈利模式拓展出付费直播/付费竞猜和付费答题等多元模式。

精细化运营期：泛娱乐直播平台为抵抗短视频的分流作用，进一步增强用户粘性和提升变现能力，着手建设以直播功能为基础的生态产品，通过运营管理保障生态社区用户活跃，内容模式以 OGC 运作。盈利模式以收取服务费和 B 端广告费为主。

图 19：泛娱乐直播发展历程

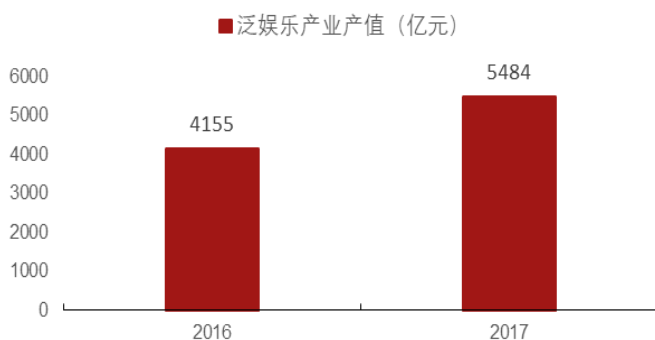


资料来源：公开资料，招商证券整理

2.1.2 市场规模：强变现能力带来超 260 亿市场

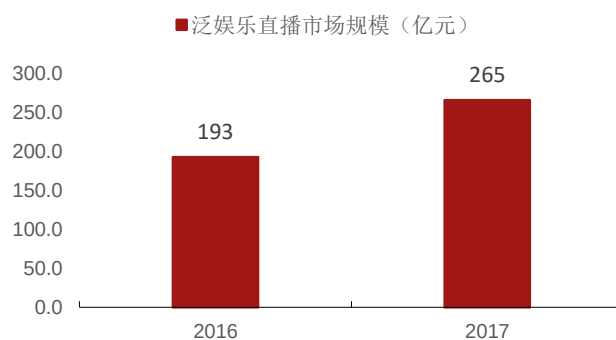
泛娱乐直播平台的利润点主要集中于会员订阅、打赏付费、游戏联运以及广告收益这四个方面。中国工业和信息化部信息中心近日发布的《2018 泛娱乐产业白皮书》显示，2017 年，中国泛娱乐核心产业产值约为 5484 亿元，同比增长 32%。根据中国演出行业协会网络表演（直播）分会的数据以及我们的推算，2017 年泛娱乐直播市场规模达 265 亿元，同比增长 37.31%，占泛娱乐核心产业产值的比重约为 4.83%。

图 20：2016-2017 中国泛娱乐产业产值



资料来源：工业和信息化部信息中心，招商证券

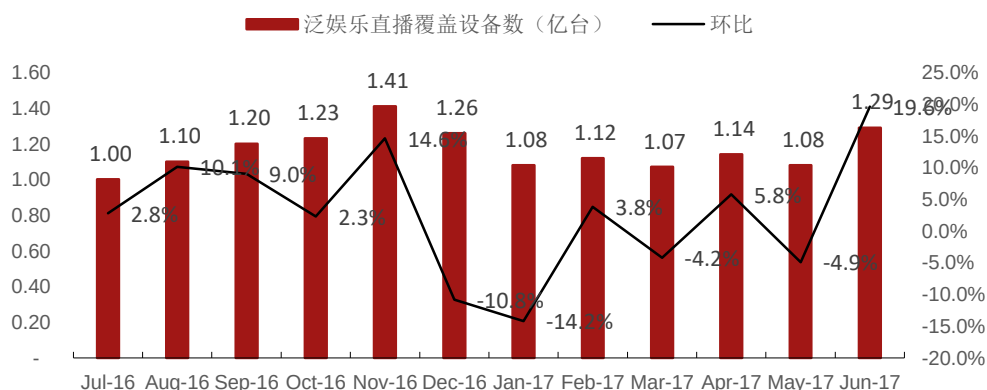
图 21：2016-2017 中国泛娱乐直播市场规模



资料来源：中国演出行业协会，招商证券

据艾瑞咨询统计，2017 年以来，泛娱乐直播月度覆盖设备数持续震荡，总体规模保持在 1.1 亿上下浮动，直至 2017 年 6 月，泛娱乐直播月度覆盖设备数才重新回归上升趋势。可能的原因为：2017 年 5 月下旬，文化部对网络平台开展了集中执法检查和专项清理整治，大量平台被强制关闭，使得用户进一步向主流平台聚集，使得泛娱乐直播月度覆盖设备数回暖。

图 22：mUserTracker-2016 年 7 月-2017 年 6 月中国泛娱乐移动直播用户规模（万台）



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

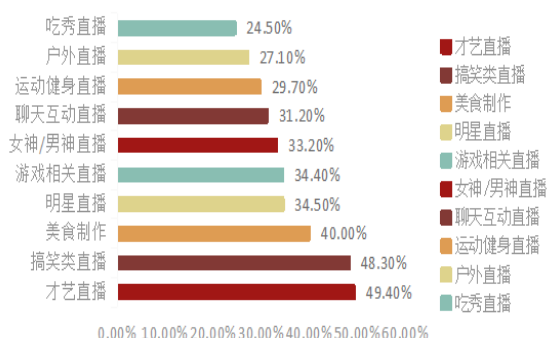
2.1.3 用户画像：女性用户占比持续增加，一线城市人群为主力军

女性用户占比持续增加。根据艾瑞 mUserTracker 和 iUserTracker 数据显示，2016 年

1月PC端秀场男女用户比例为66.8:33.2,而2018年1月的移动端泛娱乐直播男女用户比例为57.0:43.0。典型代表如映客直播的男女用户比例为52.9:47.1(该数值接近于CNNIC发布的中国网民整体男女比例52.6:47.4)。泛娱乐直播中,35岁以下年龄人群占比85.6%,泛娱乐直播用户城市分布中,一线城市与新一线城市占比最高。

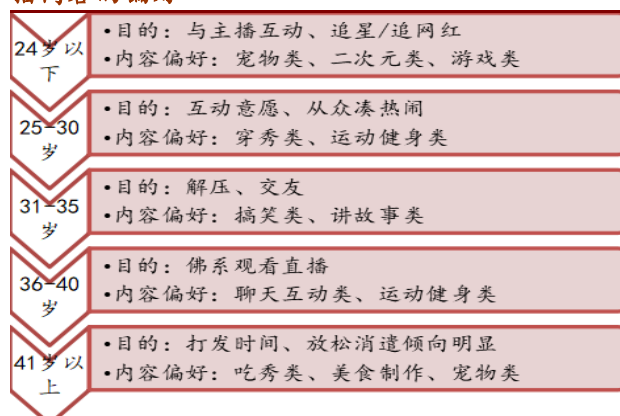
泛娱乐直播用户目的与喜爱内容呈现多样化。放松解压占主要原因,占比63.2%。直播类型中依然偏好才艺直播,占比49.4%。

图 23: 2018 中国泛娱乐直播用户观看喜欢观看的直播类型



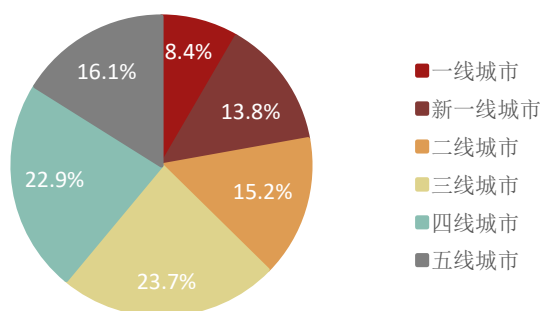
资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

图 24: 2018 中国泛娱乐直播不同年龄段用户对于直播内容的偏好



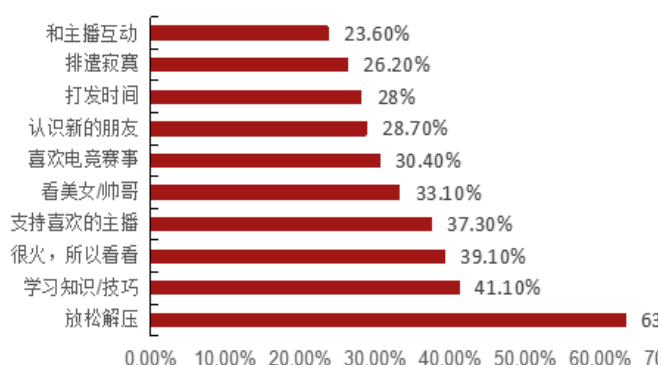
资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

图 25: 2018 年 4 月中国泛娱乐直播用户城市级别分布



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

图 26: 2018 中国泛娱乐直播用户观看直播的原因



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

2.1.4 直播内容: 丰富的“直播+”内容

以直播平台为媒介“直播+”纵深发展为直播平台及相关产业带来双赢效果。直播+概念最早由映客创始人兼 CEO 奉佑生于“第三届网易未来科技峰会”上首次提出,使得直播有了无限嫁接的可能。

- **直播+旅游:** 携程与一直播推出首档直播平台综艺自制节目《非常欧洲杯》合作首次尝试了持续的 PGC 内容输出; 去哪儿与斗鱼合作疯游节, 八位主播体验景区特色, 与 Miss 进行迪斯尼的直播体验; 途牛推出途牛影视, 与花椒直播成立旅游频道。
- **直播+医疗:** 2016 年 8 月下旬, 协和名医顾锋在映客进行了她的直播首秀。一场一

小时的一对多的“问诊”模式，吸引了近 2.8 万人观看。这件事被媒体解读为“直播+医疗”时代的开启。在映客中搜索“医生”“医师”等关键词，经过认证的正牌医生众多。

- **直播+体育**：从单一的“直播+明星”模式到“体育名嘴+体育名将”或是“直播+健身”，“直播+体育”也在成长蜕变中。
- **直播+公益**：在映客，“小映助学”“小映帮我”“我要上学”等“直播+公益”的活动取得较好的效果之后，其他直播平台也相继跟入“直播+”大军。

自 2017 年上半年以来，在监管的引导和平台差异性发展驱动下，泛娱乐直播告别了传统秀场清一色的“荷尔蒙战略”。千播大战迫使平台竞争回归理性，平台重新进行战略部署。例如，花椒、陌陌的新方向倾向于视频交友，而映客和斗鱼则加码综艺。泛娱乐直播平台营销案例不胜枚举。

- **直播+造星**：如陌陌直播的“MOMO 音乐计划”、一直播的“谁是明日之星”、花椒直播的“新主播养成计划”、以及映客的“樱花女生”和“映客先生”等等。
- **直播+短视频**：直播与短视频相互促进。虽然直播即时性强，有着天然互动性优势，但不利于优质内容的输出。短视频可在短时间内提供密集内容，可以弥补直播这一不足。经过剪辑优化而产生的短视频更能集中展现直播中的精髓内容。来疯直播短视频功能即将上线，形成流量补充。
- **直播+综艺**：来疯直播提出“疯火计划”，计划三年时间至少与 100 家内容制作公司进行长期合作，做 500 部直播综艺。平均每个节目从策划到上线仅需一个月左右时间。
- **直播+社交**：陌陌从 LBS 功能出发，并逐渐加入狼人杀、派队、快聊、电台等一对一、一对多等实时互动的社交娱乐功能，成为多社交场景融合平台。

2.1.5 竞争格局：马太效应凸显

(1) 泛娱乐直播产业整体竞争格局

根据艾瑞咨询 2017 年数据，直播平台流量梯队化差异明显，日活量超过 200 万人的头部平台营收占比超 70%，头部马太效应明显。由于早期直播投资火热，致使众多小平台难以争取用户，留滞长尾的平台数量达 300 个。

- **第一梯队**：日活超 200 万，共 9 个直播平台。其中表演类直播占 5 个，典型的是映客、YY、一直播。营收规模占比超 70%。
- **第二梯队**：日活量超 30 万，共 10 余个直播平台。营收规模占比约 15%。
- **第三梯队**：长尾平台，目前存在过百平台，营收规模占比约 15%。

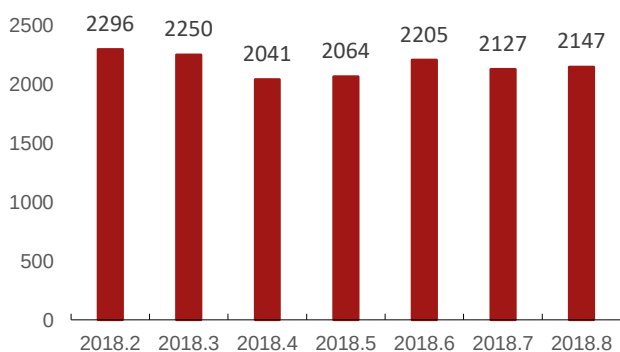
除此之外，PC 端整体渗透率低于移动端，但由于表演类平台进入梯队均为早期秀场玩家，在移动直播兴起前，已经积累稳定的高粘性用户，日活量过百万的表演类 PC 端平台有六间房、YYlive、来疯。跨平台联动作用明显，外部导流流量大。来疯、哈你和一直播，外部导流流量占总体流量 80%以上。通过跨平台的用户沉淀与内容积累，带动直播平台向相似方向发展，成为对于内容、社交、媒体平台的优质变现手段。

(2) 头部泛娱乐直播平台布局分析

承接传统社交资源，公会引燃造星秀场——YY Live

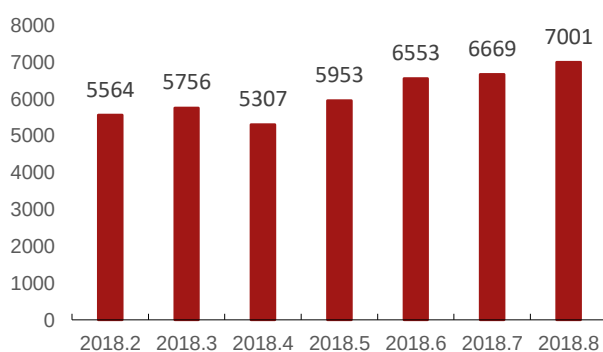
YYLive 隶属于欢聚时代 YY 娱乐事业部,2009 年推出电子签约系统对 10 万人的 YY 直播用户进行管理。根据艾瑞咨询的数据显示,YYLive 移动直播活跃用户数排名第一位,2018 年 8 月独立设备数为 2,147 万台,月度有效时长达 7,001 万小时。YY 力图打造“泛娱乐+泛生活”的内容布局,向多元化和综艺化发展。

图 27: YY Live 月度独立设备数 (万台)



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

图 28: YY Live 月度总有效时长 (万小时)

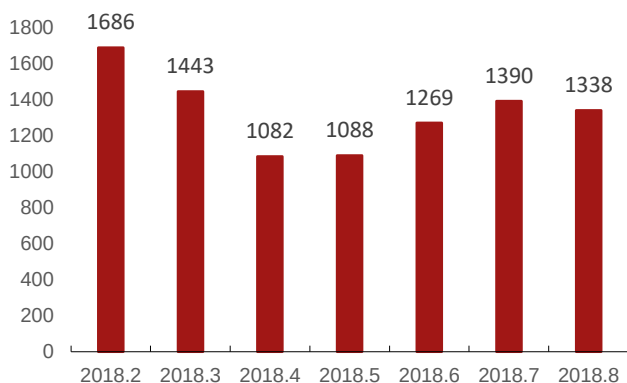


资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

直播与不同行业深度结合——映客直播

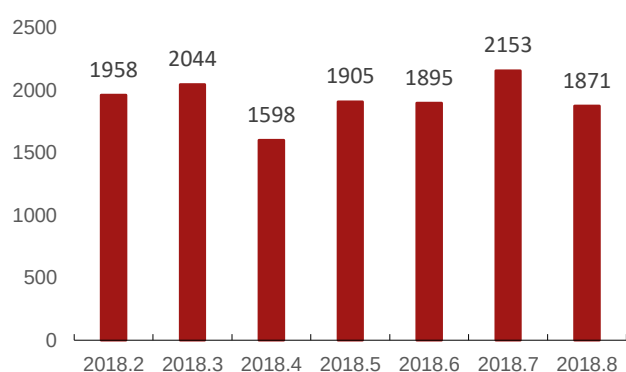
映客直播是北京蜜莱坞网络科技有限公司旗下的直播平台,于 2015 年 5 月正式上线,根据艾瑞咨询数据显示,映客移动直播活跃用户数排名第二位,2018 年 8 月独立设备数为 1,338 万台,月度有效时长达 1,871 万小时。映客主推全民直播,致力于打通主播与用户、用户与用户之间的社交关系,推出“我的一天”、“附近的人”、“三连麦”功能等新鲜玩法,并发探索广泛的 UGC 内容,开展“直播+”尝试不同行业结合,进行商业变现的不同尝试。

图 29: 映客月度独立设备数 (万台)



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

图 30: 映客月度总有效时长 (万小时)



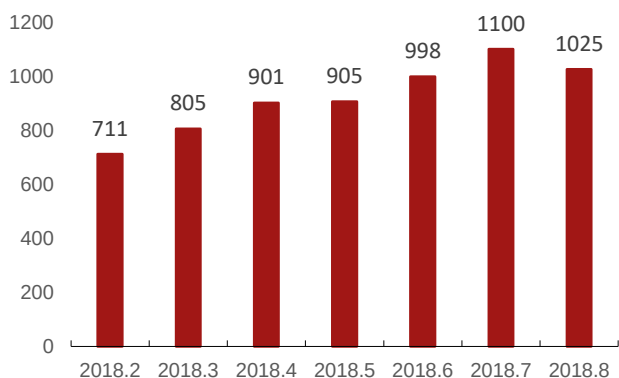
资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

社交平台变现渠道——一直播

一直播是一下科技旗下的一款娱乐直播互动 APP。于 2016 年 5 月 13 日正式上线。根据艾瑞咨询数据显示,一直播移动直播活跃用户数排名第三位,2018 年 8 月独立设备数为 1,025 万台,月度有效时长达 799 万小时。一直播与微博达成了直播战略合作伙伴关系,承担起微博直播业务的支持职能。微博丰富的明星、网红资源为一直播带来头部

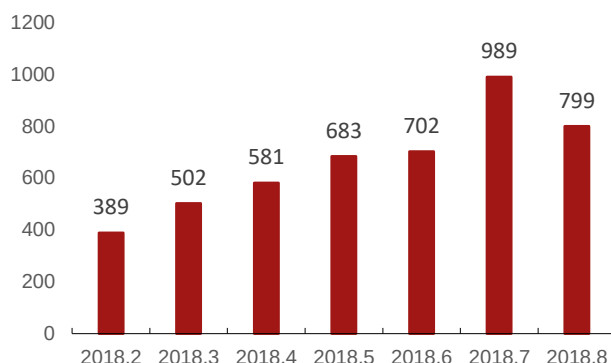
主播资源，通过大V与粉丝之间的互动，带来粉丝效应。微博好友关系的导入进一步提升了用户粘性与互动。

图 31：一直播月度独立设备数（万台）



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

图 32：一直播月度总有效时长（万小时）



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

2.2 游戏直播：市场广阔的直播垂直领域

2.2.1 游戏直播发展历程

游戏直播历经从萌芽期——增长期——爆发期——成熟期，目前竞争格局稳定。由于游戏直播依托于竞技类网游产生内容的属性，我们可以将游戏直播广义地理解为网络游戏的“衍生品”，游戏直播的发展受到网游发展的驱动和支撑。

2013 年以前，游戏直播行业萌芽，YY 等语音平台与视频网站开始打造游戏直播业务；2013 年开始，我国游戏直播进入增长期，Twitch 并购事件刺激资本进入直播行业，其中斗鱼获 2000 万元天使投资进军游戏直播，欢聚时代拓展游戏业务，推出虎牙游戏直播平台；2015 年，熊猫 TV 面世，触手 TV 中国开启专注手机游戏的直播业务，争夺版权与头部主播的直播大战一触即发。在“千播大战”的浪潮中，游戏直播实现了爆发式增长，并开始向移动端布局，多个游戏为核心的移动直播平台在资本的支持下迅猛发展。目前游戏直播进入成熟期，头部平台优势渐显，市场回归理性，直播平台形成了“虎牙”与“斗鱼”两头寡强的格局。

图 33：游戏直播发展历程

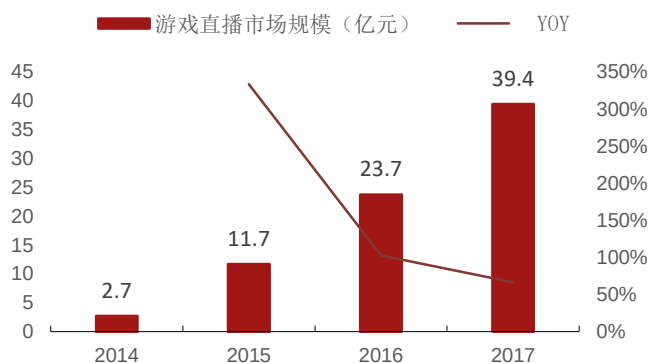


资料来源：艾瑞咨询，招商证券整理

2.2.2 市场规模：2.7 亿用户贡献 40 亿元市场

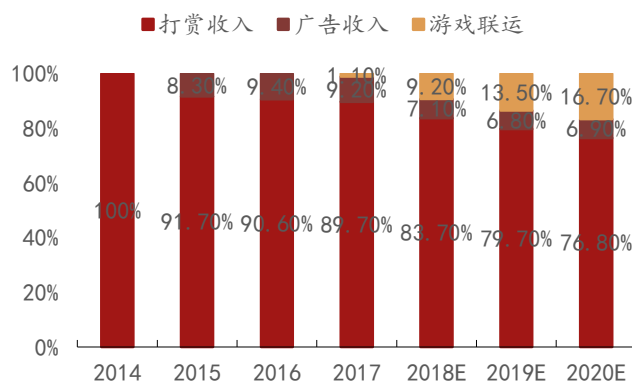
游戏直播市场规模、用户规模自 2014 年实现爆发性增长，得益于收入模式的拓展与多元化。游戏直播初期收入来源仅为用户打赏，逐渐发展为通过在直播间刊登广告获得营收，现如今直播平台与游戏开发商展开合作，实现联合运营。中国产业信息网数据显示，游戏直播市场规模在 2017 年达到 39.4 亿元。游戏直播用户规模在 2014 年仅有 0.5 亿人，到 2017 年已经达到 2.7 亿人。由于用户红利逐渐衰减，游戏直播进入存量时代，2018 年后市场规模、用户规模增速将放缓。未来平台将以积累的游戏用户反哺游戏研发与发行，游戏直播将成为用户选择新游戏的重要渠道，与游戏商的联合运营也将为平台带来更多的收入。

图 34：我国游戏直播市场规模



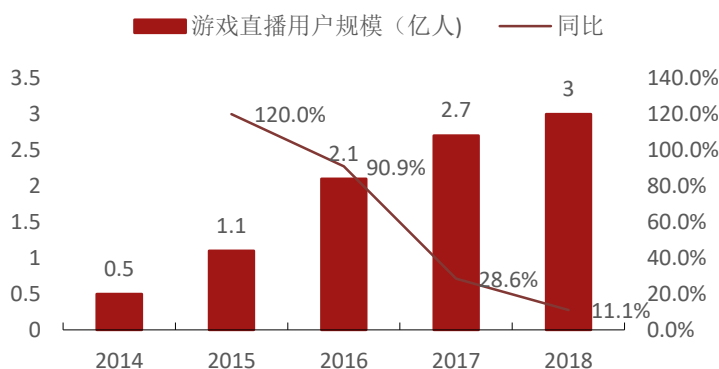
资料来源：中国产业信息网，招商证券

图 35：我国游戏直播市场规模分布



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

图 36：我国游戏直播用户规模（亿）

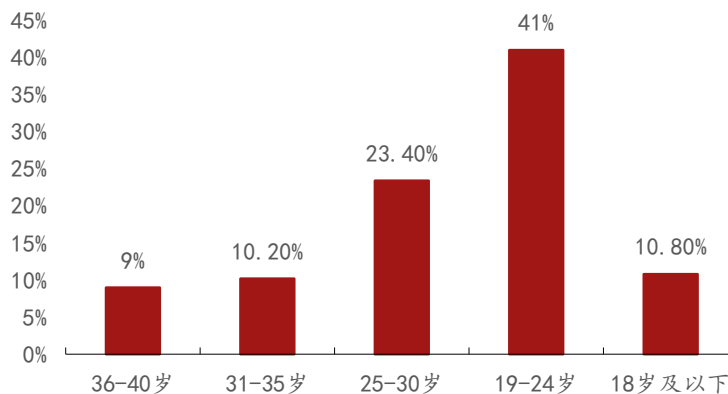


资料来源：中国产业信息网，招商证券

2.2.4 用户画像：男性青年为主，打赏意愿较弱

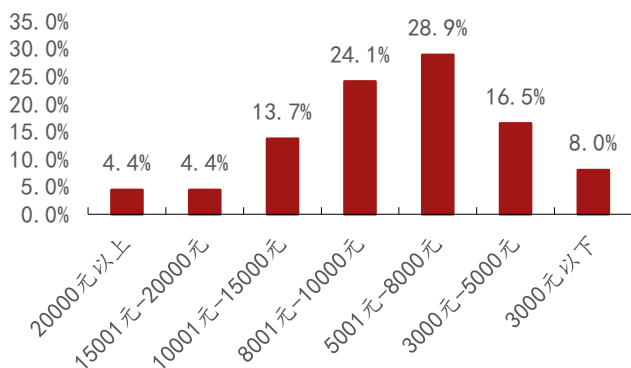
游戏直播 30 岁以下男性用户为主。据艾瑞咨询统计，2018 年游戏直播用户中男性占比 67.8%，女性占比 32.2%。用户以 30 岁以下人群为主，19-24 岁人群占比最高达 41%。但根据游戏的类型与内容，年龄分布也大有不同。《英雄联盟》《绝地求生》等竞技类游戏占比最高的为 25-30 岁群体，《球球大作战》等休闲娱乐类游戏占比最高的为 18 岁以下未成年人。

图 37：2018 年游戏直播用户年龄分布



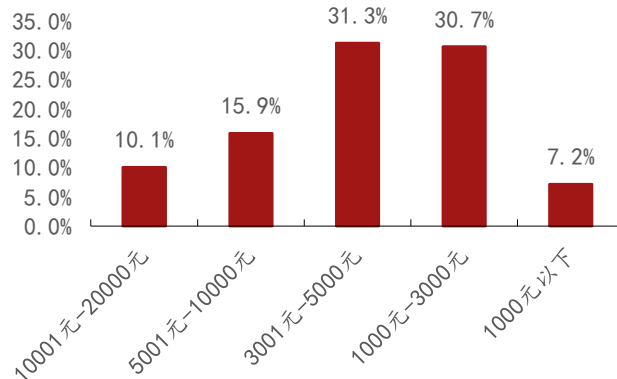
资料来源：艾瑞咨询、招商证券

图 38：2018 年游戏直播用户个人收入分布



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

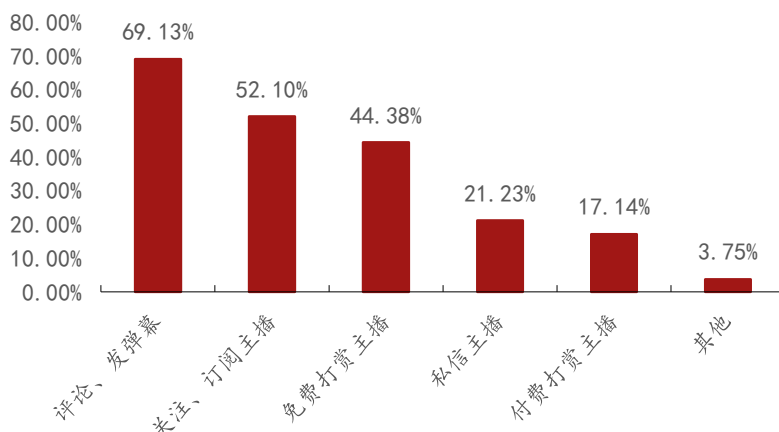
图 39：2018 年游戏直播用户个人消费分布



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

游戏直播用户与主播的互动方式主要有评论、打赏、私信等。艾瑞咨询数据显示,69.13%的用户愿意通过评论、发弹幕的方式与主播互动,体现直播的高互动性;52%的用户愿意关注、订阅主播,但仅有17%的用户选择付费打赏主播。从用户打赏行为来看,84.8%用户赠送道具来打赏主播,51.7%的用户愿意购买粉丝会员,另外50.3%的用户愿意直接付费打赏。付费打赏行为在逐步养成,付费用户数量有望进一步提升。

图 40：2018 年游戏直播用户互动行为分布

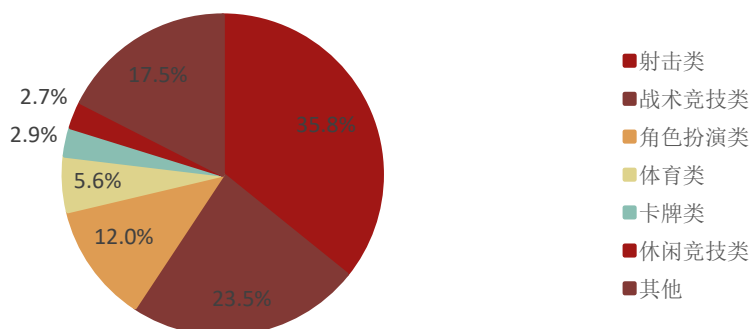


资料来源：艾瑞咨询、招商证券

2.2.5 内容类型：多类别游戏+电竞赛事

1) **MOBA、射击类竞技网游直播受追捧，同时扩大游戏类型满足更多受众。**MOBA (Multiplayer Online Battle Arena) 类网游以《英雄联盟》、《Dota2》、《王者荣耀》为代表，射击类网游以《绝地求生》、《刺激战场》、《穿越火线》、《堡垒之夜》为代表，其他网游以《炉石传说》为代表的策略类和以《地下城与勇士》为代表的 ARPG (Action Role Playing Game) 类。MOBA、射击类、策略类、ARPG 等具有“竞技属性”，是游戏直播主要类型。另外还有以《主机游戏》《怪物猎人》《格斗游戏》等单机游戏以及棋牌类休闲娱乐游戏。一方面竞技类游戏直播观赏性强，游戏玩家通过直播进行技能学习，也可吸引非游戏玩家；另一方面竞技类游戏电竞化迅速，能为用户提供更多的赛事直播，以增加用户黏性。

图 41：游戏直播内容分布（2018H1）



资料来源：伽马数据，招商证券

表 14：游戏直播热度前十名（2018H1）

排名	游戏名称	移动端/客户端
1	王者荣耀	移动端
2	英雄联盟	客户端
3	梦幻西游	客户端
4	地下城与勇士	客户端

排名	游戏名称	移动端/客户端
5	穿越火线	客户端
6	QQ 飞车	移动端
7	QQ 飞车	客户端
8	穿越火线：枪战王者	移动端
9	终结者 2：审判日	移动端
10	第五人格	移动端

资料来源：伽马数据，招商证券

2) **赛事版权直播是聚集流量的重要保障，赛事版权对于流量的吸引能力巨大。**以 2018 年 7 月 28 日为例，在线观看人数排名首位的是虎牙独播的 LCK 夏季赛，同时在线人数 272 万，订阅人数 117.6 万。而头部游戏直播巨头拥有更多的赛事版权，打造自身壁垒，加强自身优势。以 PC 端游《英雄联盟》为例，2018 年，斗鱼揽下 LPL 全部赛事、S8 总决赛的分播版权，并获得德玛西亚杯的独播权。虎牙则拥有 LPL 联赛的直播权和韩国 LCK 联赛的国内独播权，并成为第三届 WESG（世界电竞运动会）的大陆地区游戏类独家直播平台。而手游《王者荣耀》的重要赛事 KPL 的独播权由虎牙收入囊中。

表 15：部分重要《英雄联盟》和《王者荣耀》赛事介绍

游戏	范围	赛事名称	简称	主办方	赛事奖金 (RMB)	独播权
英雄联盟	国际	全球总决赛	S8（第八届）	Riot Games	约 3000 万	无
	中国	英雄联盟职业联赛	LPL	Riot Games, 腾讯	约 350 万	无
	中国	德玛西亚杯		腾讯	约 120 万	斗鱼
	韩国	LoL Champions Korea	LCK	Riot Games	约 180 万	虎牙
	韩国	韩国电竞协会杯	Kespa 杯	韩国职业电竞协会	约 60 万	熊猫
王者荣耀	中国	王者荣耀职业联赛	KPL	腾讯	约 220 万	虎牙
	国际	王者荣耀冠军杯		腾讯	约 100 万美金	虎牙

资料来源：公开资料，招商证券

3) **平台大力发展自有赛事内容，高质量赛事吸引用户观看。**一方面电竞赛事版权有限，赛事对流量的吸引力导致了平台间对赛事版权的激烈竞争；另一方面游戏直播平台为打造游戏直播产业链，不满足于承办商的身份，因此各平台推出自有赛事 IP，逐步提升电竞赛事商业价值，增加用户黏性。2018 年，《绝地求生》成为了各大平台追捧的赛事项目，如虎牙的《绝地求生》“天命杯”，斗鱼的“绝地求生黄金大奖赛”，触手的“超级联赛”，熊猫的“PSL 熊猫星联赛”，快手“PUBG 公开赛”。各平台间自有赛事的良性竞争，也将逐步拉升赛事质量，而赛事内容质量也将成为平台成败的关键。

2.2.6 竞争格局：虎牙斗鱼双龙头

1) **虎牙、斗鱼领先游戏直播平台人气、活跃度。**据直播观察数据显示，2018 年 9 月虎牙综合排名第一，不断扩充内容制作，其中新增主播人数高达 14.7 万人，日活跃主播人数 6.4 万人；斗鱼观看人气最盛，总观看人数达 146.1 亿。根据此排名，游戏直播平台可分为三个梯队，斗鱼、虎牙稳居第一梯队。

表 16：游戏直播平台 2018 年 9 月排名情况

排名	平台	开播数	30 日总观看人气	日均活跃主播	新增主播
1	虎牙	2,818,312	23.8 亿	6.4 万	14.7 万
2	斗鱼	2,007,693	146.1 亿	5 万	9.5 万
3	企鹅电竞	873,093	45.3 亿	1.9 万	2.4 万

4	触手	683,106	15.1 亿	1.4 万	9 千
5	熊猫	406,796	13.4 亿	9.2 千	1.1 万
6	网易 cc	209,853	45 亿	5 千	2.4 千
7	龙珠	89,480	14.3 亿	2.1 千	1.4 千
8	全民	33,965	6.7 亿	834	1.2 千
9	火猫	2,236	2245.3 万	50	136
10	狮吼	1,341	685.7 万	32	36

资料来源：直播观察，招商证券

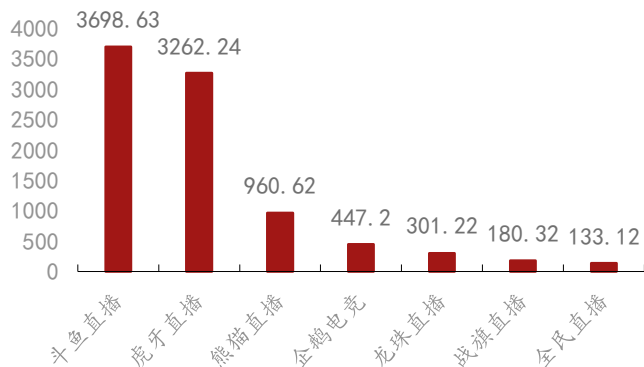
表 17：游戏直播平台梯队情况

梯队	平台
第一梯队	虎牙、斗鱼
第二梯队	企鹅电竞、触手、熊猫、网易 CC
第三梯队	龙珠、全民、火猫、狮吼等

资料来源：直播观察，招商证券

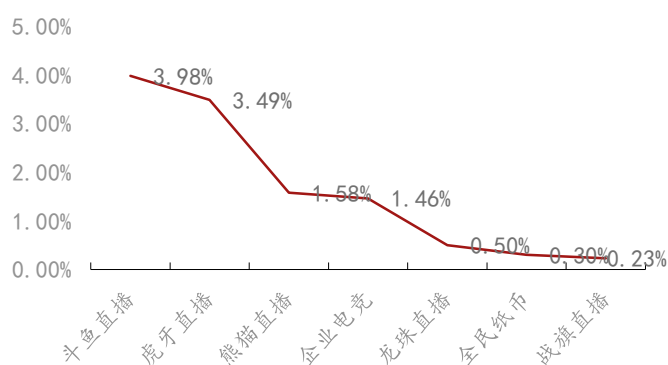
2) 游戏直播行业马太效应显著，斗鱼虎牙成为游戏直播行业双子星。根据极光大数据显示，斗鱼和虎牙在移动端 MAU 和 APP 渗透率方面，两大平台遥遥领先。从移动端 MAU 来看，2018 年 6 月，斗鱼用户数达到 3698 万，市占率为 26.4%，而虎牙的用户市占率为 23.3%，两者市占率占到市场将近一半。在 APP 渗透率上，斗鱼直播略胜于虎牙直播，两者 APP 渗透率分别为 3.98% 和 3.49%。

图 42：2018.6 各游戏直播移动端 APP MAU（万）



资料来源：极光大数据、招商证券

图 43：2018 年 6 月各游戏直播 APP 渗透率



资料来源：极光大数据、招商证券

2.3 游戏直播壁垒坚实，奈何泛娱乐直播更善于流量变现

2.3.1 直播内容：赛事版权布局+重点主播布局，游戏直播具备更深的护城河

直播平台的生命力在于主播和内容，而两类平台不同的主播成名路径和不同的内容创造方式则决定了不同的护城河深度。如果不考虑成名后挖角和跳槽的情况，将主播按照“是否依靠主播身份而成名”分为“草根”（在成为主播前默默无闻）和“名人”（在成为主播前已经具有一定的知名度，包括有知名度的艺人、知名职业选手、知名职业解说等）两大类，在泛娱乐直播的头部主播中，几乎全部是出身草根的主播，而在游戏直播的头

部主播中，则有部分是已经成名的名人主播。以主流 PC 游戏《Dota2》和《英雄联盟》的主播为样本，我们统计了 7 月份收入榜前 50 位的游戏主播，其中 7 人为名人主播，占比 14%。相比自身培养和挖掘草根主播，签约已经成名的职业选手和职业解说意味着更高的签约费用和更高的主播分成比例，比如 2016 年某《Dota2》顶尖选手在退役后签约火猫的签约费约为 500 万元/年；2017 年某《英雄联盟》顶尖选手签约虎牙的签约费超过 1,000 万元/年。

表 18：头部游戏主播中的“名人主播”统计

2018 年 7 月收入榜前 50 位				曾经/其他月份的头部游戏主播			
主播名	板块	身份	所在平台	主播名	板块	身份	所在平台
YYF 月夜枫	Dota2	选手	斗鱼	若风	英雄联盟	选手	熊猫
笑笑	英雄联盟	选手	龙珠	White (55 开)	英雄联盟	选手	斗鱼
YaphetS	Dota2	选手	斗鱼	小智	英雄联盟	解说	全民
LDD 龙弟弟	Dota2	选手	虎牙	PDD	英雄联盟	选手	熊猫
Ams	Dota2	解说	斗鱼	Miss	英雄联盟	解说	虎牙
Zhou 陈尧	Dota2	选手	熊猫	Faker	英雄联盟	选手	斗鱼
Uzi	英雄联盟	选手	虎牙	BurNing	Dota2	选手	火猫

资料来源：小葫芦，公开资料，招商证券

除去以颜值才艺等其他因素成名的“游戏”主播，真正以游戏内容出名的游戏主播的成功路径主要有三条：1) 有一定主播天赋的退役的顶尖选手，比如《Dota2》的 YYF、《英雄联盟》的 PDD 等。一般而言，以学习技能为目的观众对游戏主播的游戏水平有很高的要求，能够达到游戏水平顶峰的往往都是顶尖职业选手，因此职业选手在转型主播时有天然优势。而且顶尖职业选手在职业生涯中已经吸引了数量众多的粉丝，在开播后往往能在短时间内吸引大量观众。对于此类主播，平台需要准确预判其商业价值，开出足够高的签约费吸引其入驻，因此需要承担较高的风险。2) 赛事专业解说，比如《Dota2》的 Ams、《英雄联盟》的小智等。解说出身的他们有很高的主播天赋，也有不错的游戏技术和一定的人气积累。对于此类主播，平台的处境与上一情况类似，但议价能力相对更强一点。3) 新游戏的“开拓者”，比如《星际 2》的小色、《守望先锋》的 Pigff，他们在新游戏一上市就成为该游戏主播，在群雄逐鹿的年代逐渐累积人气，正所谓“成名要趁早”。对于此类主播，平台的风险是最小的，主播在证明自己的商业价值后，平台才会付出高额签约费。

泛娱乐主播几乎全部是“草根”出身，成名不倚赖过往身份，倚仗平台的“造星”能力。对于泛娱乐主播，平台不需要斥资押注已成名的选手或主播，只需要在“草根”主播证明其商业价值后再让渡其创造的价值。但这也对平台的“造星”能力提出了更高的要求。自 2017 年上半年以来，各大秀场直播平台纷纷推出“造星计划”来培养平台独家优质的主播资源，从而构建自身发展的护城河。如陌陌直播的“MOMO 音乐计划”、一直播的“谁是明日之星”、花椒直播的“新主播养成计划”、以及映客的“樱花女生”和“映客先生”等等。

图 44：不同类型的主播有不同的成长路径



资料来源：招商证券

除了主播创造的内容，游戏直播平台也依靠电竞赛事对于流量的巨大吸引力，游戏直播巨头绑定赛事版权，打造自身护城河。平台购买了赛事版权后在自己平台开设专门的赛事频道进行官方转播，并允许自己平台的主播进行第三方转播，而没竞购到直播权的平台及旗下主播则不允许转播。2017 年以前直播行业内无版权的盗播现象时有发生，但在 2017 年出现火猫平台起诉斗鱼平台盗播并胜诉后，主流平台上的盗播现象逐渐绝迹。在重视版权的生态环境下，大平台容易筑起护城河，而小平台即便斥巨资抢下个别版权，也无法依靠自身的低用户基数实现盈利，最终只能眼睁睁地看着用户流失，行业体现出显著的规模效应和马太效应，各大平台对赛事资源的瓜分现象十分明显。

图 45：只有 5 家直播平台获得了游戏领域关注度最高赛事 S7 的直播权

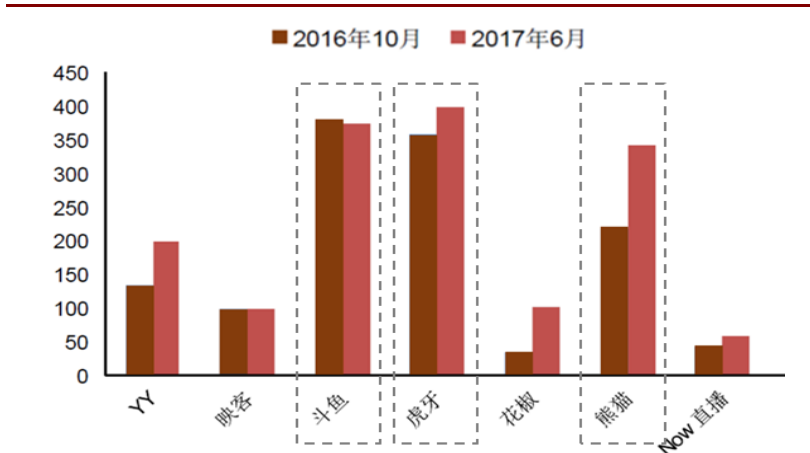


资料来源：公开资料，招商证券

对于泛娱乐平台而言，“造星”能力和完善的公会合作培养体系是核心竞争力。而对于游戏直播平台而言，除了培养“草根”，前瞻性的赛事版权布局和重点“名人”主播布局也是其核心竞争力。而游戏直播平台的核心竞争力具有更显著的排他性、资金壁垒和规模效应，因而具备更深的护城河。

直播业护城河的直接体现是用户粘性和忠诚度。与泛娱乐直播相比，游戏直播的内容更容易吸引用户长时间观看，用户粘性较强。游戏内容的快节奏、强对抗比较容易长时间吸引观众的注意力，且一盘完整的游戏比赛本身就有一定的时长。相比之下，以唱歌、舞蹈、脱口秀为代表的泛娱乐内容容易使观众形成审美疲劳，观众驻足时间较短，常有“听两首歌就走”的现象。以斗鱼、虎牙、熊猫为代表的游戏直播 APP 在月均使用时长上明显高于 YY、映客等泛娱乐直播 APP。

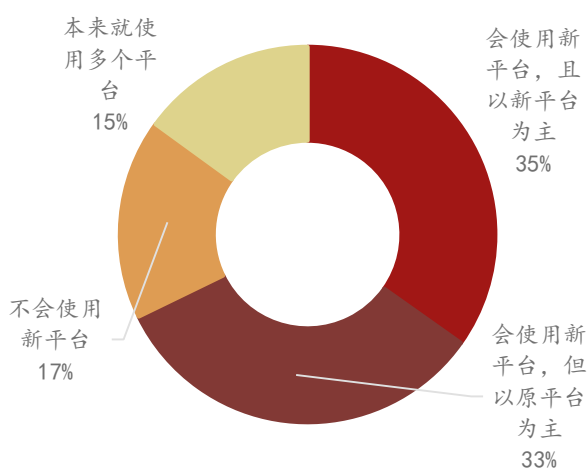
图 46：主流直播 App 月均使用时长（分钟）



资料来源：QuestMobile，招商证券

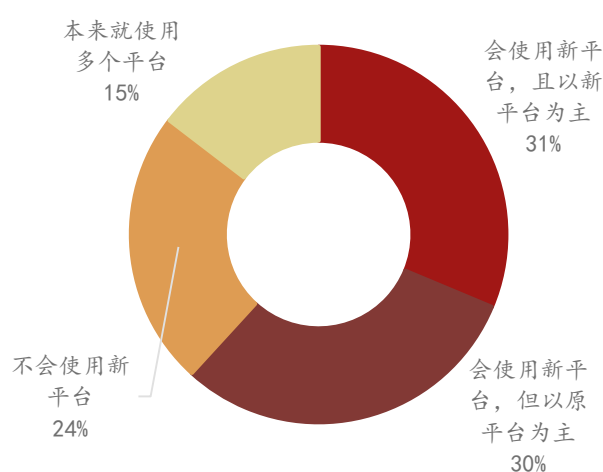
无论是娱乐直播还是游戏直播，观众对于主播的忠诚度都较高。但由于一个平台往往不止有一个喜爱的主播，因此喜爱的主播跳槽后观众对原平台仍有较高的忠诚度。根据艾媒咨询在 2018 年 7 月做的调查，超过 6 成观众会为跳槽的喜爱主播使用新的直播 App，但仅有约 3 成观众会为此放弃原来的直播 App。

图 47：对喜欢的游戏解说主播入驻其他平台的反应



资料来源：艾媒咨询，招商证券

图 48：对喜欢的娱乐明星主播入驻其他平台的反应



资料来源：艾媒咨询，招商证券

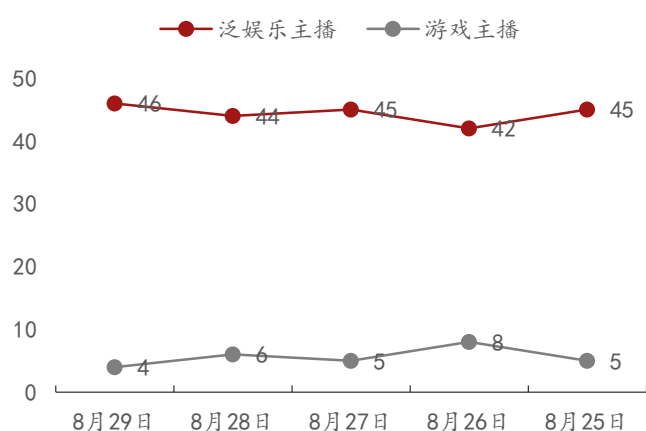
2.3.2 吸金能力：泛娱乐主播在打赏变现渠道中占有先天优势

目前打赏是直播的最主要变现方式，泛娱乐主播在吸引打赏的能力上有先天优势。从内容来看，泛娱乐主播的才艺表演更容易调动观众的打赏积极性，而且与观众的交流频率更高、互动性更强；而游戏主播的精力主要放在游戏中，相比之下互动较少，不容易调动观众的打赏热情。从消费心理来看，泛娱乐主播，特别是头部主播，往往以高颜值的美女居多，男性观众更愿意通过高额打赏来获得美女主播的注意和感谢，比如主播按“点播”展示才艺、念名字表示感谢等，打赏者从中得到极大的满足感；相比之下，游戏主播不以颜值见长，观众的打赏意愿主要出于对技术的钦佩而非对异性的爱慕，因此打赏

金额较低。

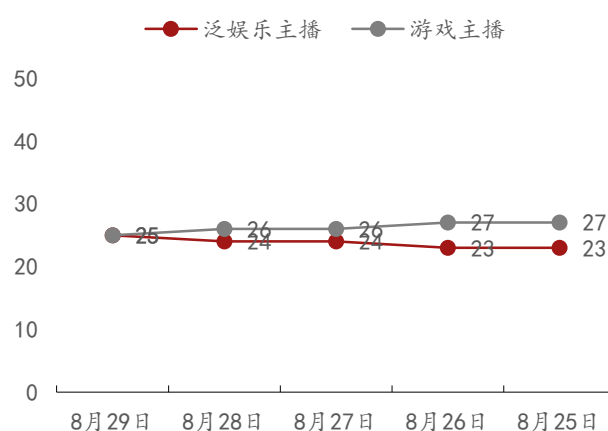
游戏主播的观众中有打赏意愿的人数不低，但单人打赏的金额相差甚远。由于以游戏直播为主的平台中也有相当一部分的娱乐主播（比如目前游戏直播平台斗鱼的“一姐”冯提莫是归属于游戏《英雄联盟》板块，但其实是泛娱乐主播），我们以主播为单位统计了不同类型主播的“吸金能力”。我们选取了近期主流平台 5 天的数据，按照打赏礼物的价值排名，前五十位的主播中仅有 4-8 位是游戏主播，但是按照打赏人数排名，前五十位的主播中泛娱乐主播和游戏主播基本上各占一半。说明游戏主播的人气和有打赏意愿的观众数量并不低于泛娱乐主播，但是在单人打赏的价值量上有显著差距。相比“游戏+技术+钦佩”，观众愿意为“互动+才艺+爱慕”投入更多金钱。

图 49：单日打赏金额榜前五十位主播分类统计



资料来源：小葫芦数据库，招商证券

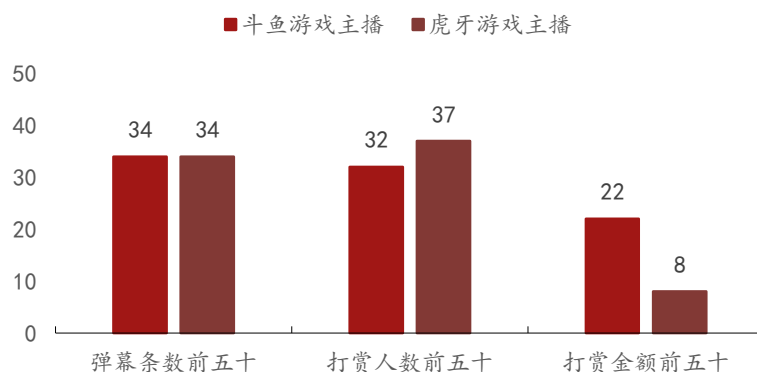
图 50：单日打赏人数榜前五十位主播分类统计



资料来源：小葫芦数据库，招商证券

即便是定位游戏直播平台的斗鱼、虎牙，该也同样存在泛娱乐主播更“吸金”的现象。在打赏人数排名前五十或弹幕条数排名前五十的主播中，游戏主播人数明显占优；但在打赏金额排名前五十的主播中，绝大多数是泛娱乐主播。也就是说，即便对于游戏直播平台，也是“游戏主播更赚人气，泛娱乐主播更赚钱”。

图 51：18 年 9 月斗鱼和虎牙游戏主播人数统计



资料来源：小葫芦，招商证券

游戏直播平台在变现能力的劣势，解释了为什么在资本市场更看好垂直细分更得当、内容护城河更深的游戏直播的同时，行业内却没有一家真正意义上的纯游戏直播平台。游

戏直播平台要将从游戏直播获得的流量，引流到泛娱乐直播变现。

三、未来趋势判断：短视频掀起波澜，但直播蓝海仍有广阔空间

3.1 增长驱动因素：国内精耕存量，海外大有可为

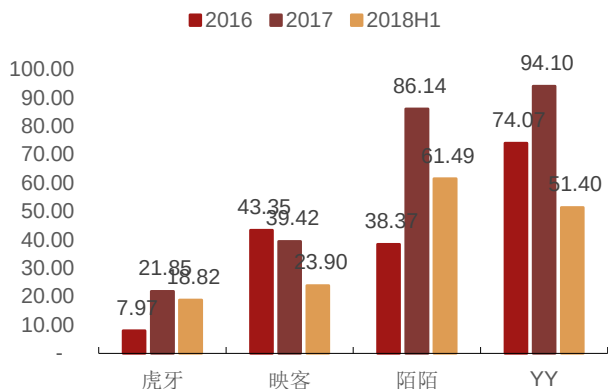
3.1.1 国内驱动因素：ARPU 值提升+多元变现方式开拓

本节我们尝试通过对比虎牙、映客、陌陌、YY（剔除虎牙）几家上市的直播公司财务报表，挖掘直播公司收入以及利润增长的驱动因素。

（1）收入端：营收在付费用户数以及 ARPPU 值拉动下高速增长

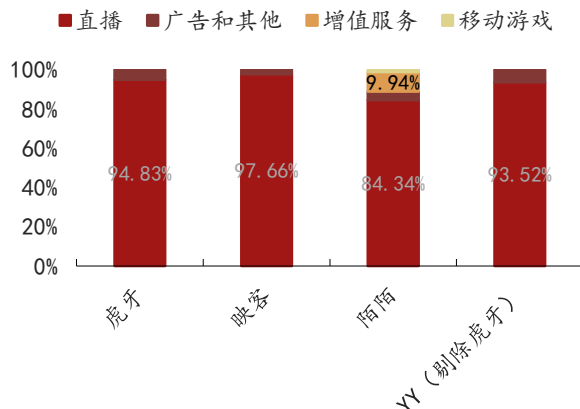
2018H1，虎牙、映客、陌陌、YY（剔除虎牙）实现营业收入 18.8 亿、23.9 亿、61.5 亿、51.4 亿元，同比增长 118.76%、22.19%、57.20%、28.00%，营收保持快速增长态势，其中 80% 以上收入都由直播业务贡献。过去，直播收入的增长由付费用户数和 ARPPU 值共同拉动，但随着行业风口期的过去，活跃用户数和付费用户数的增长有所放缓，ARPU 值的提升成为创收的最核心要素。此外，泛娱乐直播同质化明显，映客营收的增长远不及虎牙等游戏直播平台，核心原因是用户数不增反降，如何提升内容品质和留住用户成为挑战。

图 52：主流直播公司收入变化情况（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券；YY 数据已剔除虎牙

图 53：2018H1 主流直播公司收入结构情况



资料来源：公司公告，招商证券；YY 数据已剔除虎牙

根据最新的各家公司中报数据，2018Q2 陌陌直播付费用户数 460 万人（未包含增值服务付费用户以及探探），环比增长 4.55%，同比增长 12.2%；2018Q2 虎牙-PC 和移动端的付费用户数 340 万人，环比无增长，同比增长 36%。映客 2018Q2 的披露口径从月均付费用户数改为季度付费用户数，当季付费用户数 198.4 万人，环比增长 6%，但同比减少 20.3%。2018Q2 YY（剔除虎牙）付费用户数 350 万人，环比无增长。

表 19: 付费用户人数 (百万人)

付费用户数 (百万人)	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
YY-PC 和移动端 (季度)	2.9	3.1	3.2	3.5	3.4	3.3	3.4	3.7	3.5	3.5
环比		4.41%	3.94%	9.36%	-2.86%	-2.94%	3.03%	8.82%	-5.41%	0.00%
虎牙-PC 和移动端 (季度)				1.7	2.5	2.4		2.8	3.4	3.4
环比					47.06%	-4.00%			21.43%	0.00%
陌陌-直播服务 (季度)		1.3	2.6	3.5	4.1	4.1	4.1	4.3	4.4	4.6
环比			100.00%	34.62%	17.14%	0.00%	0.00%	4.88%	2.33%	4.55%
映客 (月均)	1.5	2.62	2.57	2.49	1.82	1.03	0.61	0.65	0.73	
环比		74.67%	-1.91%	-3.11%	-26.91%	-43.41%	-40.78%	6.56%	12.31%	

资料来源: 公司公告, 招商证券; YY 数据已剔除虎牙

各大直播平台 MAU 增速放缓, 从吸引增量向精耕存量过渡。2018Q2, 映客、陌陌、虎牙 PC 和移动端、YY 移动端 (剔除虎牙) 的 MAU 环比增速分别为 4.48%, 4.55%, -1.51% 和 3.88%, MAU 的增速较之前明显放缓。

表 20: 四家公司 MAU (百万人)

MAU (百万人)	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
YY-移动端			30.4	30.0	29.4	32.1	34.0	37.5	36.1	37.5
环比					-2.00%	9.18%	5.92%	10.29%	-3.73%	3.88%
虎牙-PC 和移动端				74	78	82.5		86.7	92.9	91.5
环比					5.41%	5.77%			7.15%	-1.51%
陌陌-直播服务	72.3	74.8	77.4	81.1	85.2	91.3	94.4	99.1	103.3	108
环比		3.46%	3.48%	4.78%	5.06%	7.16%	3.40%	4.98%	4.24%	4.55%
映客	15.37	25.59	29.8	30.01	22.12	20.3	23.17	25.18	25.25	26.38
环比		66.49%	16.45%	0.70%	-26.29%	-8.23%	14.14%	8.68%	0.28%	4.48%

资料来源: 公司公告, 招商证券; YY 数据已剔除虎牙

付费渗透率较低, 仍有提升空间。在付费率方面, 陌陌-直播服务 (季度)、虎牙-PC 和移动端 (季度) 维持在较稳定的水平, 18Q2 分别为 4.26%, 3.72%。YY-移动端 (剔除虎牙) 的付费率明显较高, 是因为其计算分母 MAU 只包含了移动端。

泛娱乐主播在吸引打赏的能力上有先天优势, 付费用户率高于游戏直播。如前文所述, 泛娱乐主播的才艺表演更容易调动观众的打赏积极性, 而且与观众的交流频率更高、互动性更强; 而游戏主播的精力主要放在游戏中, 相比之下互动较少, 不容易调动观众的打赏热情。**游戏直播平台要将从游戏直播获得的流量, 引流到泛娱乐直播变现。**虎牙和陌陌的付费渗透率处于较低水平, 未来有较大的提升空间。

表 21: 四家公司付费率

付费率=付费用户数/MAU	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
YY-移动端 (季度)			10.53%	11.67%	11.56%	10.28%	10.00%	9.87%	9.70%	9.33%
环比				10.82%	-0.87%	-11.11%	-2.73%	-1.33%	-1.74%	-3.73%
虎牙-PC 和移动端 (季度)				2.30%	3.21%	2.91%		3.23%	3.66%	3.72%
环比					39.52%	-9.24%			13.32%	1.53%
陌陌-直播服务 (季度)		1.74%	3.36%	4.32%	4.81%	4.49%	4.34%	4.34%	4.26%	4.26%
环比			93.28%	28.47%	11.51%	-6.68%	-3.28%	-0.10%	-1.83%	0.00%
映客 (月度)	9.76%	10.24%	8.62%	8.30%	8.23%	5.07%	2.63%	2.58%	2.89%	
环比		4.91%	-15.77%	-3.79%	-0.84%	-38.33%	-48.11%	-1.95%	12.00%	

资料来源: 公司公告, 招商证券; YY 数据已剔除虎牙

泛娱乐和游戏直播平台的 ARPPU 增长趋势良好。2018Q2，陌陌-直播服务单用户 ARPPU 89.34 美元，环比增长 5.82%，同比增长 41.2%；虎牙-直播业务在 18Q2 的 ARPPU 为 291 元，环比增长 24.89%；YY-直播业务（剔除虎牙）在 Q2 的 ARPPU 为 734 元，环比增长 14.67%。不同类型的直播平台在单用户变现能力上存在差异，目前泛娱乐直播变现能力更强，而游戏直播 ARPPU 值较低，未来仍有提升空间。

表 22：各平台 ARPPU

ARPPU	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
YY-直播服务（元/季度）	420	490	455	538	495	585	682	723	640	734
环比		16.46%	-7.02%	18.22%	-7.94%	18.13%	16.54%	6.02%	-11.53%	14.67%
虎牙-直播业务（元/季度）				196.68	153.06	184.1		247.4	233.18	291.71
环比					-22.18%	20.28%			-5.75%	25.10%
陌陌-直播服务（美元/季度）		44.55	41.77	55.67	51.85	63.27	73.81	76.28	84.43	89.34
环比			-6.24%	33.28%	-6.86%	22.03%	16.66%	3.35%	10.68%	5.82%
映客（元/月度）	133	172	186	172	202	314	436	673	540	
环比		29.32%	8.14%	-7.53%	17.44%	55.45%	38.85%	54.36%	-19.76%	

资料来源：公司公告，招商证券；YY 数据已剔除虎牙

从 2018H1 收入构成上看，尽管直播服务是最主要的收入构成，但主流直播平台也在积极探索广告、增值和游戏联运等多元化变现途径。目前直播服务占虎牙、映客、YY 等直播平台收入比例 90% 以上，打赏仍然是最主要的变现方式，但是其他变现方式也在拓展之中。在广告收入方面，广告收入占比最高的是 YY（占比 6.48%），其次是虎牙（占比 5.17%）；此外游戏直播已经从过去的依赖游戏内容，逐渐走向反哺甚至“创造”游戏内容。在通过内容获得大量优质用户后，虎牙逐渐开启了游戏联运、直播联运、广告收入的多元变现方式，直播对于游戏的价值越发凸显。在增值服务方面，陌陌的增值服务收入取得满意的成绩，占比为 9.94%。

这里我们重点展开讲游戏直播平台在发行领域的变现。根据国外经验与目前现有模式探索启发下，我们认为，游戏直播未来盈利方式在游戏分成或者反哺发行渠道上有所突破。游戏直播平台可能的发展潜力在于游戏发行渠道，甚至以积累的游戏用户反哺游戏研发与发行。游戏直播可能会成为未来用户选择新游戏的重要渠道。

1) Twitch 模式——通过订阅频道会员直播反哺游戏：

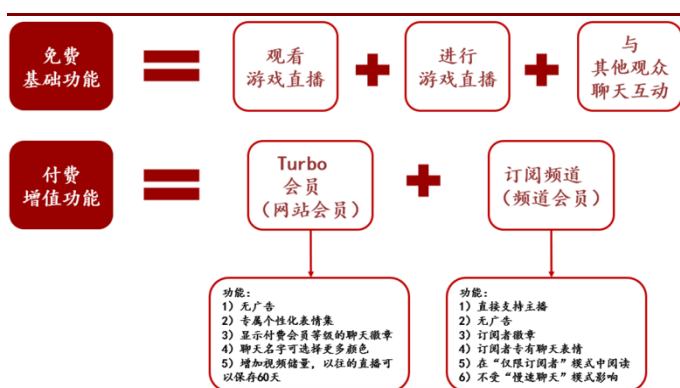
Twitch 发源于美国的游戏直播平台，逐渐发展遍布法国、德国、英国、俄罗斯等国家。其 2014 年对于美国 18-34 岁人群的覆盖高达 49%，远超部分热门电视节目，掀起了一阵游戏直播浪潮。其盈利模式主要为 Turbo 网站会员和订阅频道会员的订阅费的收取。美国游戏直播平台 Twitch 的数据科学家指出，由于 Twitch 的直播，某些游戏的收入提升高达 25%。游戏直播对游戏的收入有正向促进作用，游戏分成则可能成为游戏直播平台的重要收入来源。

图 54: Twitch 发展历史



资料来源：公开资料、招商证券

图 55: Twitch 商业模式

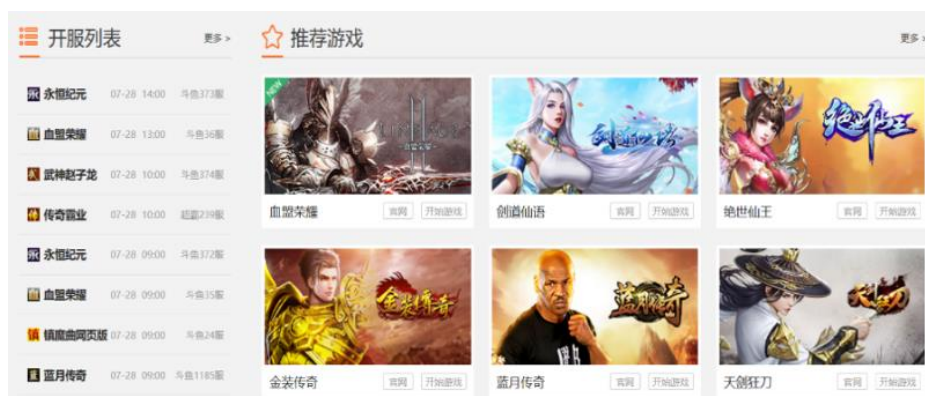


资料来源：艾媒咨询、招商证券

亚马逊收购 Twitch，布局原创内容，获得流量入口。亚马逊收购 Twitch，是对原创电视和游戏内容上的补充，与 kindle 和 prime 实现连接，共建娱乐生态。推出的 Twitch Prime 是 Twitch 的付费服务，随附于 Amazon Prime 和 Prime Video 会员资格。Twitch Prime 包含更多游戏与独家游戏内容，不需额外费用即可每 30 天订阅任一合作伙伴或实况盟友频道，还能拥有独家表情符号与聊天头像。Twitch 作为亚马逊的流量入口，带动游戏火爆。《堡垒之夜》的异军突起直接展示了其直播带火游戏的强大动能。Twitch 的游戏影响流量逻辑：从平台主播火→游戏火→影响力扩散。另外，对 Twitch 来说，该收购丰富了其盈利模式和生态，导入了电商基因，并且提供了强大的资金支持。

2) 斗鱼模式：开服列表中，已经有众多游戏。作为一个相对独立的游戏发行渠道，向玩家开服。

图 56: 斗鱼游戏板块



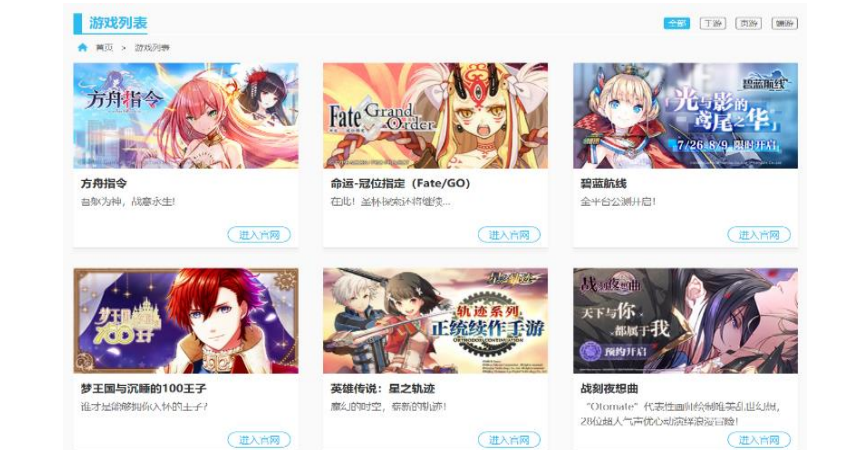
资料来源：斗鱼官网、招商证券

3) Bilibili 模式：开启游戏联运模式

尽管 B 站并不属于传统的游戏直播平台，但是其覆盖视频、直播、弹幕的属性与游戏直播相似，其在游戏联运方面的发展布局十分值得借鉴。2017 年，Bilibili 拥有 91 款运营游戏，有过联运合作经验的开发商共 66 个，全年总计评测联运游戏 943 款，接入并上线游戏 55 款。B 站联运的游戏《魔法禁书目录》实现了首日新增 17 万的数据，在所

有联运产品中排第一；《永远的7日之都》则拿下单月流水第一的数据；《恋与制作人》的七日留存高达 54.11%，在所有联运产品中位列第一。B 站成功之道在于坐拥 1.5 亿核心流量，形成“年轻化”、“二次元”等特性鲜明的用户群，其通过视频内容合作、UP 主合作、直播合作、品牌合作等模式容易推动游戏发行联运的成功。

图 57：Bilibili 游戏偏向二次元渠道



资料来源：招商证券

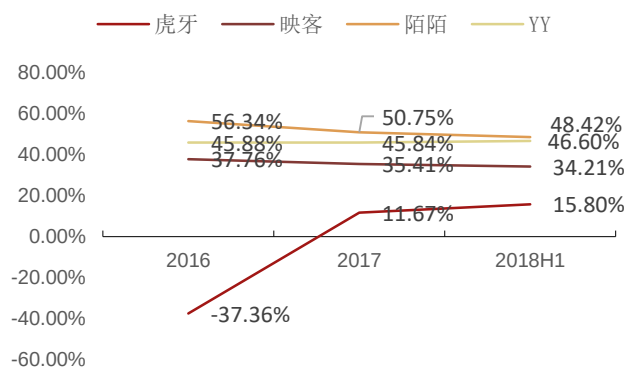
(2) 成本费用端：提升效率主要靠管控内容成本以及销售费用

直播平台主要营业成本有收入分成费和内容成本、带宽成本、支付渠道费等。其中，收入分成费和内容成本一般比较高。观察 2018H1 数据，虎牙、映客、陌陌、YY（剔除虎牙）的成本结构中，收入分成与内容成本占比均超过 70%，这和我们之前总结的主播与内容是吸引用户之关键相符合。

2018H1，虎牙、映客、陌陌、YY（剔除虎牙）毛利率分别为 15.80%、34.21%、48.42%、46.60%。与映客、陌陌、YY（剔除虎牙）相比，虎牙的毛利率在四家平台中最低，明显低于其他以泛娱乐平台 30%-55% 的水平；带宽费用以及收入分成和内容获取的成本占营业收入的比重达到 20%，也远远高于其他平台 3% 左右的水平。我们认为，游戏直播毛利率偏低的原因主要有两方面原因：1) 游戏直播“低打赏价值，高观看时长”的特点使得带宽费用占比明显高于泛娱乐直播；2) 购买游戏赛事版权需要额外的成本，该投入主要带来吸引流量凝聚人气的效果，但并不一定能直接转化为等量的收入。以主流 PC 游戏《英雄联盟》及其在中国地区最高规格的某联赛为例，2017 年该赛事采用暗标形式，每轮淘汰一家平台的报价，最后价高的三家获得直播版权。据悉，每家中标平台的报价都在 2,000 万元以上。

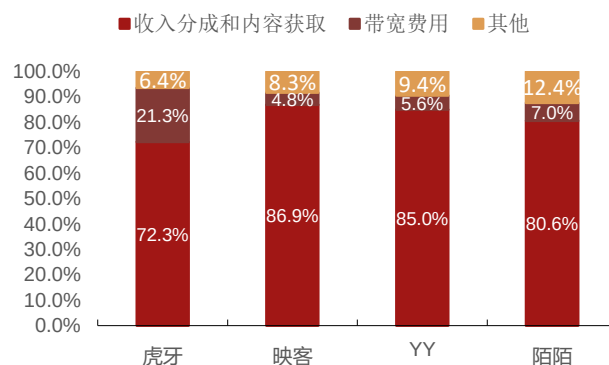
但值得一提的是，目前映客、陌陌、YY（剔除虎牙）几家泛娱乐直播的毛利率相对稳定，而虎牙的毛利率一直在爬坡，未来有望进一步提升。

图 58: 主流直播公司毛利率变化



资料来源: 公司公告, 招商证券; YY 数据已剔除虎牙

图 59: 主流直播公司成本结构 (2017 年)

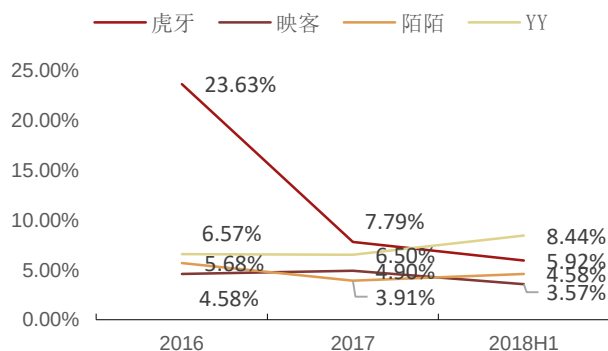


资料来源: 公司公告, 招商证券; YY 数据已剔除虎牙

费用方面: 研发费用率: 各平台保持相对稳定的水平, 而且占比不大, 未来可压缩的空间较小。2016 年虎牙研发费用率超过 20%, 主要是因为 2016 年公司计提了大笔研发人员股权激励费用。2) 销售费用率: 秀场或泛娱乐等社交直播平台新增用户已过了高速增长期, 所以, 映客、陌陌的直播获客成本高于虎牙、YY 等平台。此外, 抖音等小视频的火爆也对用户进行了分流, 使得部分直播平台的获客成本增加, 销售费用率上升。3) 管理费用率: 各平台的差异相对较小, 而且受益于规模效应管理费用率的占比总体有略微下降的趋势。

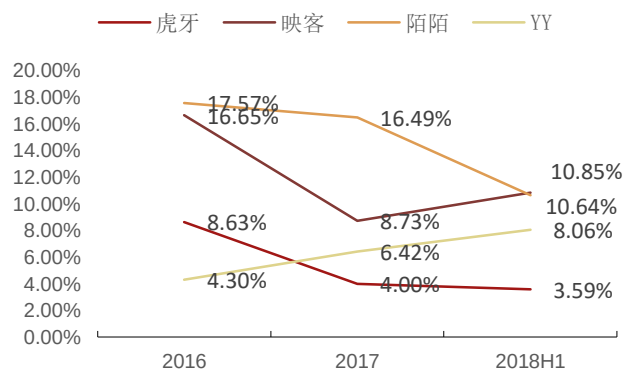
在净利率方面, YY (剔除虎牙) 净利率在四家中最高, 原因是 YY 运营较为成熟, 且秀场直播 ARPPU 天然较高, 盈利状况较好。而游戏直播平台因为变现能力偏弱且有赛事版权支出, 相比之下盈利更为困难。但是随着收入规模扩大, 游戏直播迎来盈利曙光。虎牙 2018H1 净利率大幅下滑主要是股权激励支出导致, 在剔除该支出的 Non-GAAP 口径下已实现扭亏为盈。

图 60: 2016-2018H1 主流直播公司研发费用率变化



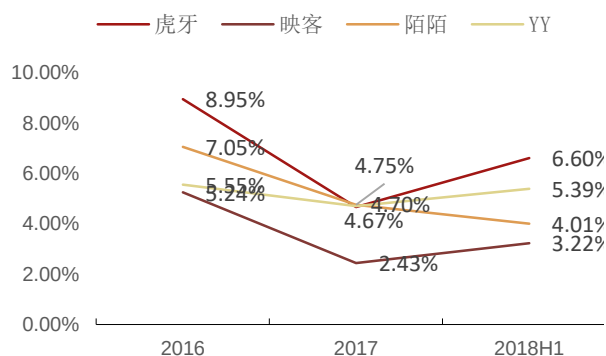
资料来源: 公司公告, 招商证券; YY 数据已剔除虎牙

图 61: 2016-2018H1 主流直播公司销售费用率变化



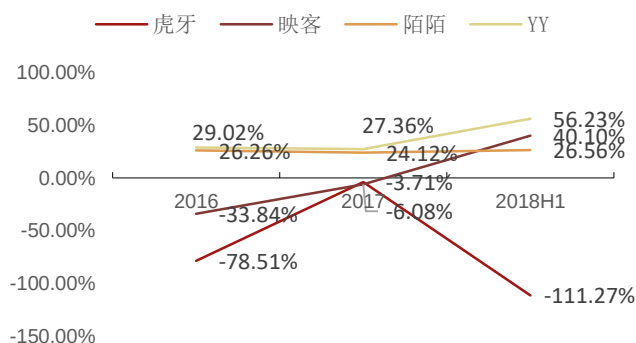
资料来源: 公司公告, 招商证券; YY 数据已剔除虎牙

图 62: 2016-2018H1 主流直播公司管理（行政）费用率变化



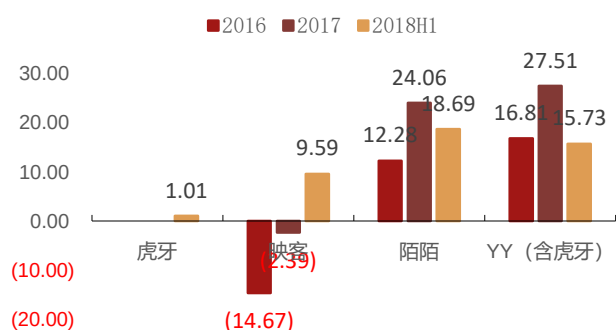
资料来源：公司公告，招商证券；YY 数据已剔除虎牙

图 63: 2016-2018H1 主流直播公司净利率变化



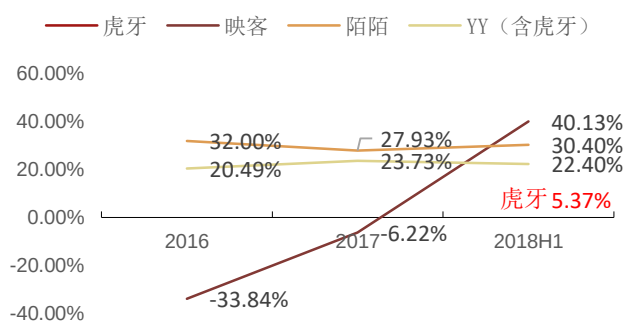
资料来源：公司公告，招商证券；YY 数据已剔除虎牙

图 64: 2016-2018H1 主流直播公司 Non-GAAP 净利润变化（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券；YY 数据已剔除虎牙

图 65: 2016-2018H1 主流直播公司 Non-GAAP 净利率变化



资料来源：公司公告，招商证券；YY 数据已剔除虎牙

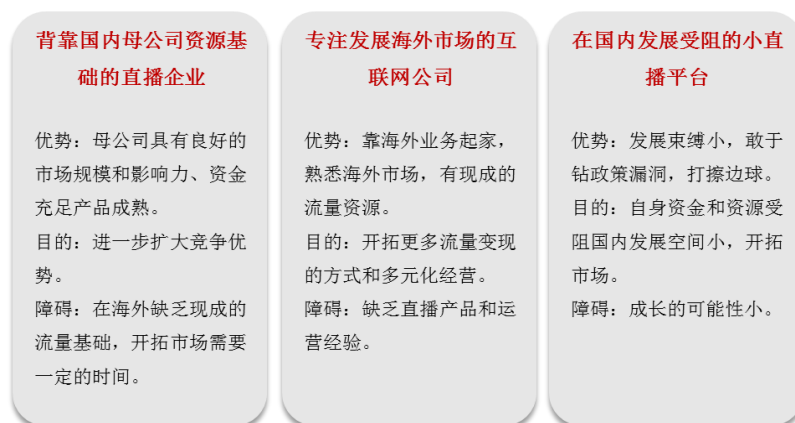
3.1.2 国外驱动因素：拓展东南亚地区等互联网人口红利区

考虑到国内激烈的竞争格局以及严峻的监管环境，直播平台开始纷纷出海寻求扩张发展，“直播出海”的概念开始火热起来。根据艾瑞咨询，依据不同的发展背景，出海直播平台可划分为三种类型，其中背靠国内母公司资源基础的直播企业以及在国内发展受阻的小直播平台更倾向于先发力东南亚地区，而专注发展海外市场的互联网公司则倾向于走欧美路线。

作为“一带一路”的热点区域，东南亚地区的文化环境、人口、购买力、互联网基础设施都符合秀场直播平台进入的条件。首先，东南亚的文化环境、网红/明星资源都符合直播平台进入的条件。因此基于文化差异和用户成本的考量，直播平台出海首先发力东南亚。虽然欧美的地区的经济更发达，但巨大的文化差异，生活方式和商业氛围，给直播平台带来巨大的运营风险和成本。

其次，人口决定着红利空间大小。截至 2017 年，东南亚 11 国人口总数为 6.49 亿，其中，印尼、菲律宾、越南、泰国人数分别为 2.64 亿、1.05 亿、0.96 亿和 0.69 亿。以人均 GDP 衡量的购买力是商业变现的基础。2017 年东南亚国家中新加坡、文莱和马来西亚的人均 GDP 均超过了中国，泰国、印尼、菲律宾的人均 GDP 分别达到了 6,594 美元、3,847 美元、2,989 美元。

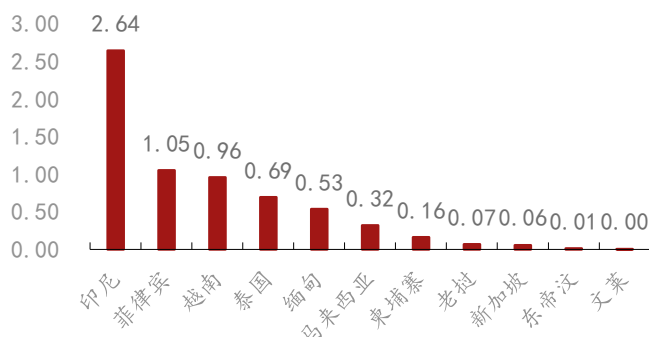
图 66：出海直播平台三大类型



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

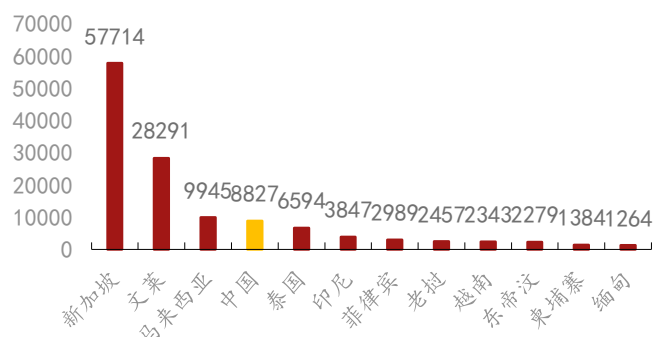
根据“Hootsuite”和“We Are Social”两家机构联合发布《2018 全球数字报告》显示，**2018 年 1 月，东南亚地区互联网用户 3.8 亿人，互联网渗透率达到 58%。**另外，泰国网民跻身全球移动网络用时排行榜第一名，人均每天大约 5 小时。移动网络用时 Top 5 中，除了泰国，还有印尼和菲律宾两个东南亚国家，侧面说明了东南亚对移动互联网的依赖性，这是直播发展良好的土壤。

图 67：2017 年东南亚各国人口数（亿）



资料来源：《2018 全球数字报告》，招商证券

图 68：2017 年东南亚各国及中国人均 GDP（美元）



资料来源：《2018 全球数字报告》，招商证券

以目前出海情况看，游戏直播由于内容更容易获取粘性相比传统秀场直播出海更具优势。我们认为，核心原因是游戏直播的内容既有游戏内容本身又有主播创造的内容，且具备天然粉丝基础，其多重内容的稳定地输出，保证了游戏直播的用户粘度。以 BIGO LIVE 为首的中国出海直播平台中，游戏直播始终是业务的核心板块。据悉，目前 BIGO LIVE 游戏品类有 350 款以上，其中热门游戏主要为绝地求生：大逃杀(PUBG)、GTA5、LOL、DOTA2、Mobile Legends、Ludo Star 等。其中“吃鸡”的日活高达 60 万以上，已经是很多小平台的总日活数据了。Bigo LIVE 上线仅 2 年，注册用户便突破 2 亿大关，全年营收超过 3 亿美元。根据 App Annie 于 18 年 7 月的统计数据显示，Bigo LIVE 登顶 Google play 中 55 个国家社交类 App 畅销榜，72 个国家排进 Top5，86 个国家排进前 10 位，覆盖了绝大多数东南亚和中东市场，在直播出海做出表率。**6 月 29 日，虎牙旗下海外平台 NIMO TV 与腾讯游戏达成战略合作协议，共同拓展海外游戏及游戏直播**

业务，向海外用户提供优质的游戏及游戏直播内容。电竞体育化，而体育本身是无国界的，这意味着电竞未来一定是全球化的。虎牙走出国门就理所当然，而且在 IPO 后，虎牙有更高的国际知名度和更多的资金来开拓海外市场。

3.2 市场空间：2020 年有望达 500 亿，泛娱乐直播有望超 400 亿

3.2.1 游戏直播市场空间测算

测算方法：付费市场规模=网络游戏用户数*渗透率（得到游戏直播用户人数）*付费率（得到付费用户数）*ARPPU。

我们认为网络游戏用户是最贴近游戏直播潜在用户的群体。考虑到网络游戏用户基数较大，且国家有意控制未成年人沉迷网游的现象，我们保守预测到 2020 年，国内网络游戏用户较 2018 年增长 7%（CAGR3=2.3%），游戏直播用户的渗透率从目前的 53% 提升到 65%，带动游戏直播用户数量增长 31%（CAGR3=9.4%）。

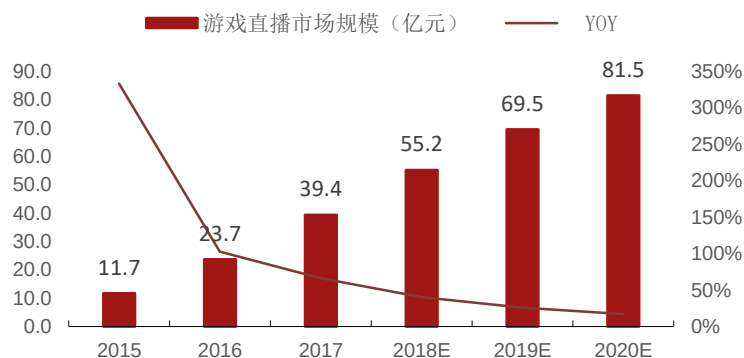
由于 3.1.1 所述的驱动因素，相比泛娱乐直播，游戏直播的付费率和 ARPPU 都较低，未来平台完善更多的变现途径，则付费率提升空间较大。我们保守预计付费率和 ARPPU 值延续稳步提升势头，预计 2020 年付费率较 2018 年提升 1 个百分点，ARPPU 提升 39%。则游戏直播市场规模有望从 2017 年的 39 亿提升至 2020 年的 81 亿，增长 107%（CAGR3=27.4%）。

表 23：游戏直播市场规模预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
网络游戏用户(亿人)	4.9	5.1	5.2	5.3	5.4
YOY	7%	4%	3%	2%	2%
渗透率	43%	53%	59%	63%	65%
游戏直播用户(亿人)	2.1	2.7	3.1	3.4	3.5
YOY	91%	29%	14%	9%	5%
付费率	4.0%	4.4%	4.7%	4.9%	5.0%
付费用户数(万人)	840	1188	1,448	1,628	1,766
ARPPU（元/人）	282	332	381	427	461
YOY	-	18%	15%	12%	8%
游戏直播市场规模（亿元）	23.7	39.4	55	70	81
YOY	-	66%	40%	26%	17%

资料来源：伽马数据，中国产业信息网，招商证券预测

图 69：游戏直播市场规模预测



资料来源：中国产业信息网，招商证券预测

所引用历史数据中，网络游戏用户数来自伽马数据，游戏直播用户数量和市场规模来自产业信息网。由于行业内没有纯粹的游戏直播平台可供观测，我们根据行业内人士的经验数据（游戏直播的付费率和 ARPPU 值均为泛娱乐直播的 1/3-1/2），结合各企业公布的全平台的付费率和 ARPPU 值假设了游戏直播的付费率和 ARPPU 值。此处的 ARPPU 值要高于根据企业财务数据计算的值，因为同一个用户可能在不同的平台打赏。

3.2.2 泛娱乐直播市场空间测算

测算方法： $\text{互联网直播市场规模} = \text{互联网用户数} \times \text{渗透率}$ （得到互联网直播用户人数） $\times \text{付费率}$ （得到付费用户数） $\times \text{ARPPU}$ 。泛娱乐直播市场规模 = 互联网直播市场规模 - 游戏直播市场规模。由于企业直播市场规模较小，此处未纳入考虑。

我们预测到 2020 年，国内互联网用户较 2017 年增长 11%（CAGR3=3.7%），互联网直播用户的渗透率从目前的 54.7% 提升到 63%，带动直播用户数量增长 29%（CAGR3=8.9%），用户年增速逐渐回落至单位数，存量市场的重要性凸显。

由于 3.1.1 所述的驱动因素，付费率和 ARPPU 值延续稳步提升势头，预计 2020 年付费率较 2017 年提升 1 个百分点，ARPPU 提升 19%。互联网直播市场规模有望从 2017 年的 305 亿提升至 2020 年的 503 亿，增长 65%（CAGR3=18.2%）。除去游戏直播市场，则泛娱乐直播市场有望从 2017 年 265 亿提升到 2020 年的 421 亿，增长 59%（CAGR3=16.7%）。

表 24：泛娱乐直播市场规模预测

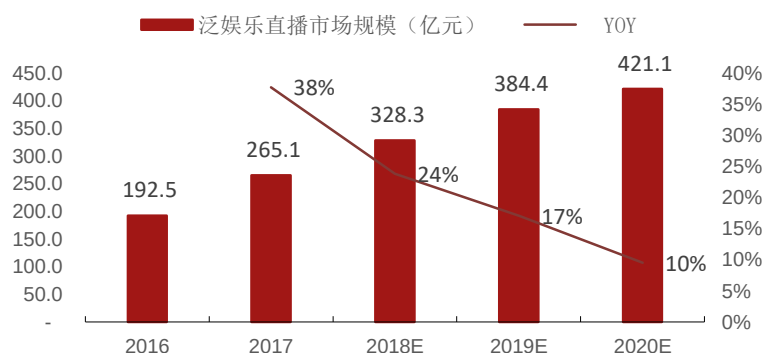
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
互联网用户（亿人）	7.3	7.7	8.1	8.4	8.7
YOY	6%	6%	5%	4%	3%
渗透率	47.1%	54.4%	58.0%	61%	63%
直播用户（亿人）	3.5	4.2	4.7	5.1	5.5
YOY	15%	20%	12%	9%	6%
付费率	9.0%	9.3%	9.6%	9.8%	10.0%
付费用户数（万人）	3,150	3,906	4,513	5,040	5,470
ARPPU（元/人）	694	780	850	901	928
YOY	-	12%	9%	6%	3%
直播市场规模（亿元）	219	305	384	454	508
YOY	-	39%	26%	18%	12%

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
泛娱乐直播市场规模（亿元）	193	265	328	384	426
YOY	-	38%	24%	17%	11%

资料来源：中国互联网信息中心，中国演出行业协会，招商证券预测

所引用历史数据中，互联网用户数和直播用户数量来自中国互联网信息中心，市场规模来自中国演出行业协会网络表演(直播)分会（相比艾瑞咨询的数据更加保守稳健），付费率和 ARPPU 值系参考各企业公布的实际数据后假设的。此处的 ARPPU 值要高于根据企业财务数据计算的值，因为同一个用户可能在不同的平台打赏。

图 70：泛娱乐直播市场规模



资料来源：中国演出行业协会，招商证券预测

3.3 从四个维度看直播平台的突围之道

3.3.1 行业向存量博弈时代过渡，用户规模是首要壁垒

从 2013 年直播行业兴起至今已走过 5 个年头，行业格局趋于稳定。在全行业高速增长的时代，中小平台有机会从某一细分领域切入收获大量新用户。但在存量时代，已经建立起用户规模优势和品牌效应的大平台，具备坚实的壁垒。这种壁垒来源于用户习惯、对主播的吸引力、赛事转播的规模效应等多方面原因：

- 1) 用户对主播的粘性很强。**从“不看直播”到“被某一平台吸引”，是容易出现的，但放弃原主播和原平台，成为另一平台的忠诚用户是不易出现的。
- 2) 大主播面临平台天花板，开始向大平台集中。**在群雄逐鹿的时代，小平台可以重金挖角大平台的明星主播，而主播看重签约费和分成条件，对平台影响力缺乏准确评估，因而愿意加盟小平台。但从这两年的实际情况来看，从斗鱼虎牙等大平台往小平台跳槽的大主播，往往都遇到小平台用户规模的天花板，导致粉丝数量明显下降，大主播开始向大平台回流。
- 3) 电竞赛事直播权成本水涨船高，2017 年后盗播现象逐渐绝迹，**只有大平台能够依托用户规模效应竞争直播权并实现盈利。

3.3.2 平台的生命力在于内容，完善的内容创造体系是核心竞争力

在完善的体系下持续创造高品质的内容是直播平台生命力的保障。如果平台缺乏这种系

统性的内容创造能力，就会落入“天价挖角主播”这一不可持续的发展陷阱，承受长期亏损。我们认为完善的内容创造体系至少包括三个方面：以大型活动或特色节目集中“造星”的能力、完善的公会合作培养体系、前瞻性的赛事版权布局和重点“名人”主播布局。比如熊猫TV在2016年制作的《PandaKill》，至今已成功播出4季，是以近年来最火桌游狼人杀为原型的语言对决节目，豆瓣评分高达9.1分（第一季），微博话题超过1.2亿，让少帮主、鼠大王等二线主播的知名度更上一层楼。再比如虎牙，延续了其母公司欢聚时代强大的公会管理能力，依靠公会提供众多优质的主播，从而提供高质量、流行的直播内容。通过公会对主播进行管理、培训及推广，建立起了公会赋能主播、平台加持公会、主播反哺平台的三方共赢模式。

图 71：熊猫TV PandaKill 直播画面

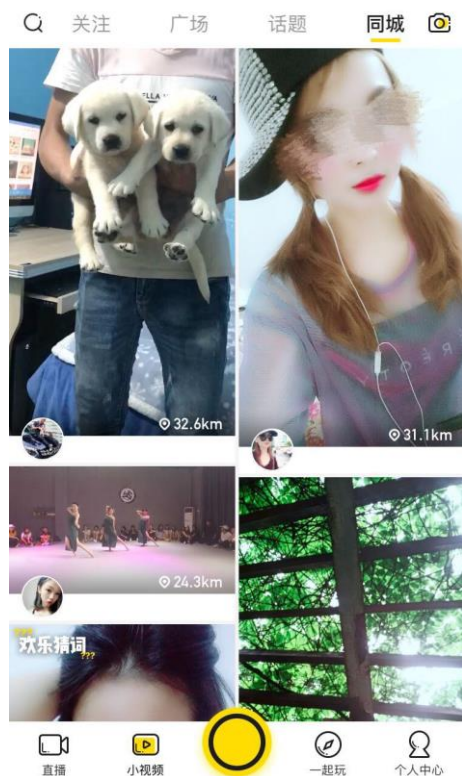


资料来源：熊猫TV，招商证券

3.3.3 从直播平台到泛娱乐生态圈，有机的多元化发展是弯道超车的机会

多元化有两个维度，一是变现手段的多元化，二是业态的多元化，我们认为后者尤为关键，蕴含着弯道超车的机会。直播，特别是泛娱乐直播，作为一种商业模式已经较为成熟，但直播平台作为一个高用户粘性的流量入口，还有无限可能。目前来看，“直播+短视频”、“直播+游戏宣发/运营”、“直播+社交”等业态都是颇具潜力的多元化方式。比如欢聚时代将直播、小视频、一起玩并列于YYAPP底部菜单栏，并且于2018年二季度在团战广场中新推出两款游戏“跳棋”和“羊羊对对碰”，加强主播与用户之间的互动，提高用户的参与度，配合旗下欢乐狼人APP，加强在游戏方面的布局。通过简单的趣味性多人互动小游戏，一方面降低了主播生产内容的门槛，通过主播与主播、主播与观众的互动促进更多优质内容产出；另一方面提升平台中长尾用户的参与度，使得部分用户由观看者转为内容生产者，在与主播玩游戏的过程中完成内容生产，同时以PK竞猜方式提升观看用户的参与感与付费。

图 72: YY 的短视频栏目（小视频）



资料来源: App 截图, 招商证券

图 73: YY 的小游戏栏目（一起玩）



资料来源: App 截图, 招商证券

3.3.4 在资本与流量的搏杀中，强大的股东背景是有力后盾

和互联网的其他细分领域一样，直播行业残酷的流量竞争需要背后股东的资金投入、流量导入和互联网资源整合。特别是在游戏直播平台变现能力待挖掘、自身造血较弱的现状下，直播平台的股东背景的强弱直接影响平台的生存能力。比如，游戏直播的潜力平台全民直播，曾经签下顶级战队 OMG 以及小智、帝师、UZI 等大牌主播，并获得了《英雄联盟》S7 的转播权，一时间风光无限。但因为股东背景不强，缺乏持续融资、持续输血的能力，在今年以来频频传出拖欠主播薪酬的问题，与一线直播平台的距离越拉越远。

值得注意的是，部分互联网巨头使用的是“多头下注”的策略。以腾讯为例，不完全统计，腾讯投资或自建的泛直播平台已超过 9 家，包括虎牙直播、斗鱼直播、腾讯直播、企鹅电竞、NOW 直播等等，其中虎牙和斗鱼更是互为最大的竞争对手。在竞争格局尚未明朗之前，背后的巨头并不会力推其中某一家。

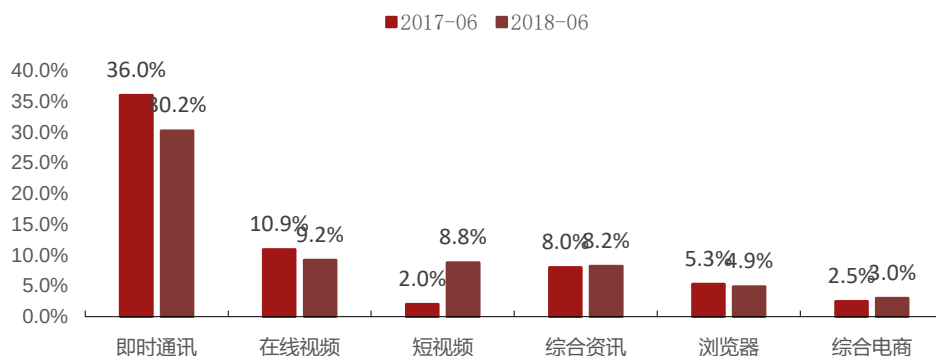
3.4 替代者威胁：短视频摧城拔寨，直播行业能否坚守城池？

3.4.1 2017 年以来，“魔性”的短视频迅速抓住人们的眼球

2017 年以来，随着视频美化和算法分发技术的成熟，短视频行业高歌猛进。短视频类 App 的月活跃用户数量从 2017 年初的 2.03 亿，迅速增长到 2017 年末的 4.14 亿，一年之内就翻了一番。进入 2018 年，虽然增速有所放缓，但截止 2018 年上半年，月活

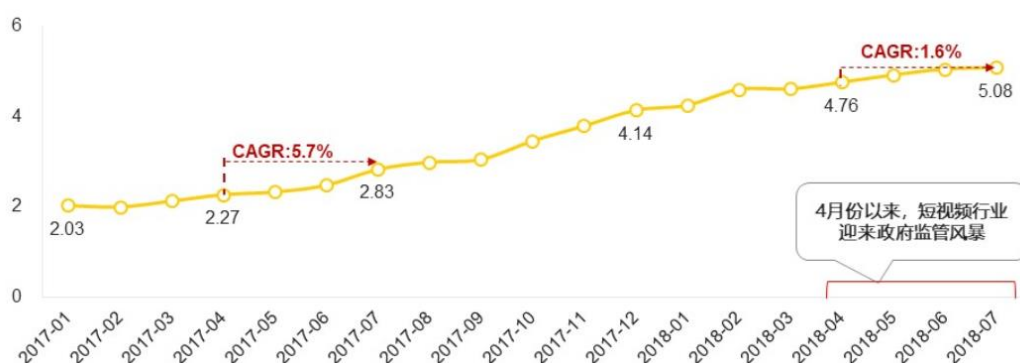
用户数量已经高达 5.08 亿。短视频类 App 的使用时长占比（占移动互联网 App 总使用时长）也从 2017 年 6 月的 2.0% 大幅提升到 2018 年 6 月的 8.8%，与在线视频类 App 旗鼓相当。短视频能够充分利用碎片化时间，且具有更低的内容制作门槛和符合观众口味的算法推送，因此对直播行业带来了替代者威胁。

图 74：各类型 App 使用时长占移动互联网总使用时长的比例（仅部分列举）



资料来源：QuestMobile，招商证券

图 75：短视频类 App 月活跃用户规模（亿人）



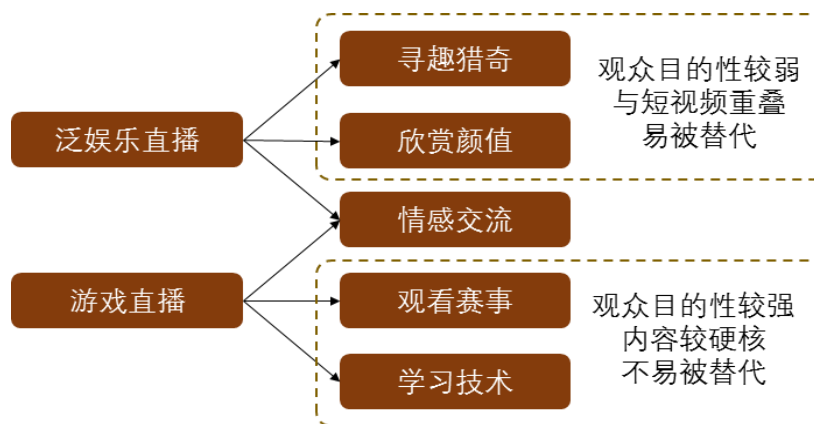
资料来源：QuestMobile，招商证券

3.4.2 游戏直播具有坚实的壁垒，而泛娱乐直播受到一定冲击

从总体来看，直播类 App 的月活数量确实受到了短视频类 App 的冲击，但从细分赛道来看，游戏直播具有较为坚实的壁垒，而泛娱乐直播直接受到短视频的替代效应冲击。诚然，如果宽泛而谈，任何一种互联网的消遣方式都会挤占其他方式的市场空间，无论是短视频、直播、网剧等视频媒体，还是知乎、微博等文字媒体，在消遣娱乐方面都互有替代效应。只有细致区分各类应用的用户需求，才能衡量相对的替代效应强弱。泛娱乐直播主要满足用户寻趣猎奇、欣赏颜值和情感交流的需求。前两个需求和短视频是高度重叠的，会被短视频分流。相比泛娱乐直播，短视频的优势在于：1) 信息流更集中、在单位时间内的噱头更多，因而更具吸引力；2) 重视以算法推送用户最可能感兴趣的内容，泛娱乐用户在满足寻趣猎奇和欣赏颜值的需求时，往往是无目的地“随便翻翻看”，因而算法推送的优势会明显增强用户的粘性。而游戏直播满足的主要是学习技能、观看赛事的需求，与短视频的重叠性较小。而且游戏直播是相对的垂直领域，观众往往有较强的目的性（观看某一款游戏或某一项赛事），算法推送的用处不大，因而难以被

替代。

图 76：不同直播满足用户不同需求

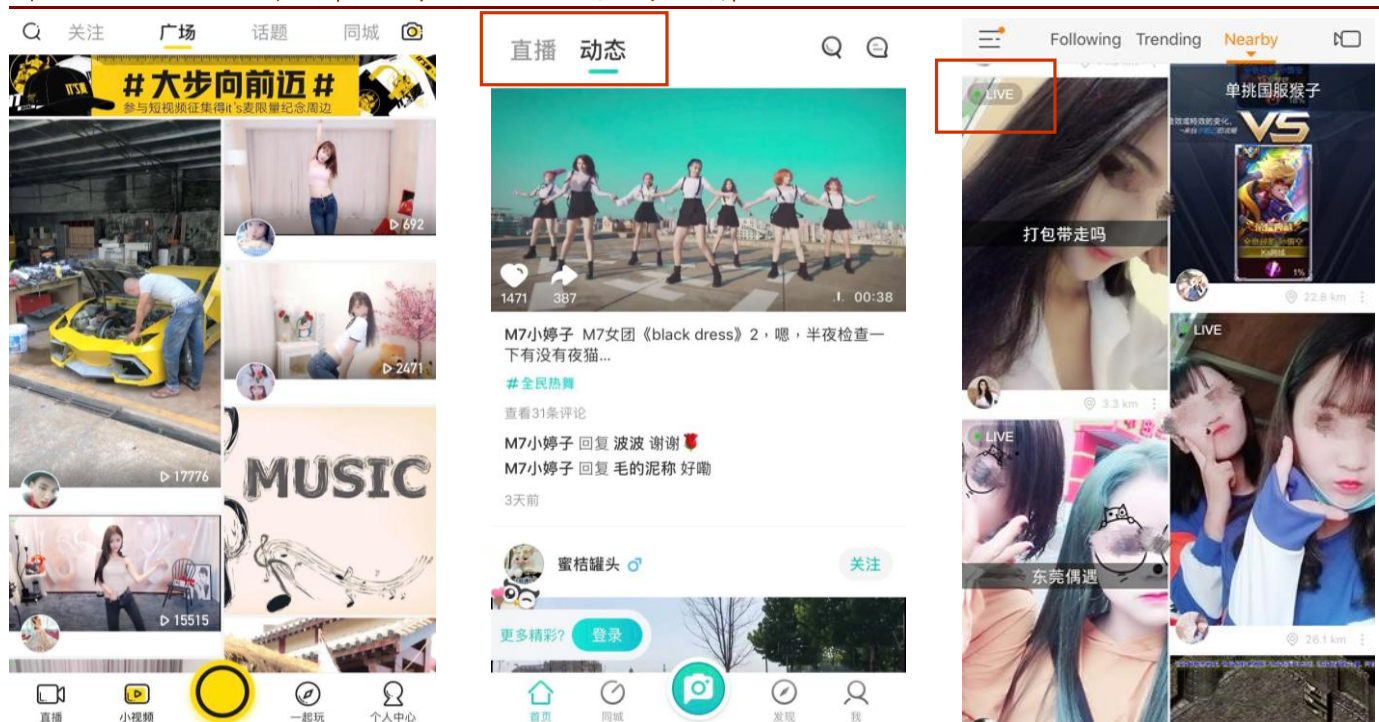


资料来源：公开资料，招商证券

3.4.3 不同的应对：相互融合 vs. 精耕垂直领域

面对短视频的冲击，泛娱乐直播平台纷纷进军短视频领域以攻为守。由于泛娱乐直播与短视频的用户需求高度重合，泛娱乐直播平台可以自然地切入短视频领域，而不会影响用户的使用习惯和体验。比如，YY 平台直接将直播栏目和短视频栏目并列呈现，视频排列方式与快手等短视频 App 如出一辙，用户能够自然地在直播和短视频之间切换，用户体验良好。而映客也将承载短视频的“动态”栏目放到与直播并列的位置上，视频排列方式是每行一个视频，视频下方配有描述，用户体验上类似微博的小视频。实际上，短视频 App 也在嵌入泛娱乐直播内容，比如快手，就将直播和短视频共同呈现而不做栏目区分。我们认为大趋势是，泛娱乐直播 App 和短视频 App 之间将不再有明显界限，只是各有侧重。竞争的关键点还是在于谁的内容创造生态更好、谁的算法推荐更优等运营层面的问题，而不是赛道优劣的问题。

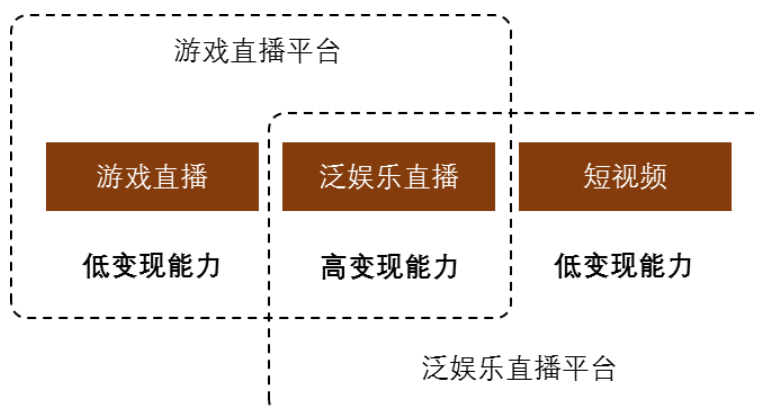
图 77: YY (左) 映客 (中) 快手的短视频与直播界面



资料来源: 招商证券

注重变现能力, 游戏直播平台仍然坚持精耕直播垂直领域的战略。如前文所分析的, 短视频与游戏直播所满足的用户需求是不同的, 并不构成直接竞争, 游戏直播平台并不像娱乐直播平台那样担心短视频的分流。目前, 为了提升变现能力, 游戏直播平台已经纷纷进入了泛娱乐直播领域, 打造了“游戏直播+娱乐直播”双引擎, 如果贸然进入变现能力同样不足的短视频领域, 不仅无法取长补短, 还分散了公司资源、稀释了自身的品牌形象。虎牙平台由于已经有泛娱乐的YY平台涉足短视频, 作为差异化的游戏领域垂直产品, 虎牙没有理由切入短视频领域。另一游戏直播巨头斗鱼也没有选择向短视频领域做多元化发展。

图 78: 不同直播平台的不同内容矩阵



资料来源: 招商证券

四、推荐公司

4.1 虎牙直播（HUYA.N）：首家上市游戏直播平台

1、游戏直播龙头之一，直播技术、公会生态、股东背景共筑壁垒

虎牙成立于 2012 年，是国内领先的游戏直播平台，2018Q2 月活用户超过 9000 万人，内容除游戏外也涵盖娱乐、综艺、户外等多类别。在技术上，虎牙重视网络基础设施建设，是业内首家启用 HTML5 直播技术的平台，此后又与英特尔战略合作，在业内率先推出了稳定的高分辨率（1200-1500 万像素）蓝光直播流。在运营上，虎牙继承了 YY 直播强大的公会运营能力。公会负责培训、管理主播，有助于提高运营效率，帮助虎牙识别、留住优秀且有价值的主播。在股东背景上，虎牙背靠泛娱乐直播的龙头 YY 直播，并且于 2018 年获得了腾讯的战略投资，拥有强大的股东资源。目前公司收入的 95% 由直播业务贡献，在广告、游戏联运等变现方式上还有很大提升潜力。

2、Q2 业绩回顾：内生增长稳健，直播平台活跃用户付费转化率提升、ARPU 值提升是关键

2018Q2 总体营收达到 10.38 亿，同比增幅 125%。虽然由于世界杯影响，2018Q2 的月活用户数增长停滞，但 ARPU 值与付费会员人数同比提升，带动总收入的上涨。其中，ARPU 值从 2017Q2 的 184 元提升至 2018Q2 的 292 元，付费会员数从 2017Q2 的 240 万提升至 2018Q2 的 340 万。同时，受益于与商业伙伴合作关注流媒体广告内容变现，广告业务也有明显增长，2018Q2 营收为 4652 万，同比增长 138%。在成本端，规模效应推动毛利率稳步上升，2018Q2 已达到 16.0%，在 Non-gaap 口径下，2018Q1 实现扭亏为盈后净利润率维持平稳。

3、加紧东南亚战略布局，依靠腾讯独家版权优势，增长可期

2018 年，虎牙加紧布局海外，5 月发布了面向东南亚的 NIMO TV。尽管海外战略会暂时给毛利率带来一定压力，但长期来看会利好公司发展。NIMO TV 为虎牙直播旗下的海外直播产品，NIMO TV 覆盖 Web、iOS 及 Android 用户端，2018 年 5 月在印度尼西亚上线当天即获得游戏玩家的热烈追捧及 KOL 的广泛宣传。NIMO TV 目前已覆盖各大热门游戏及本地流行游戏，可迎合所有年龄及各种偏好玩家的口味。依靠腾讯独家版权优势，不断丰富游戏和其他内容方面的同时，也持续探讨和腾讯合作的海外的变现模式，未来增长可期。

图 79：虎牙营收（亿元）

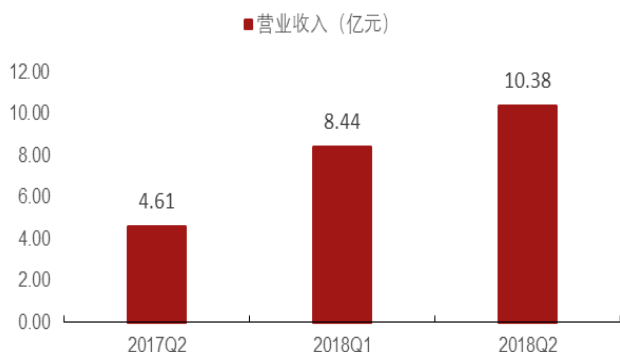
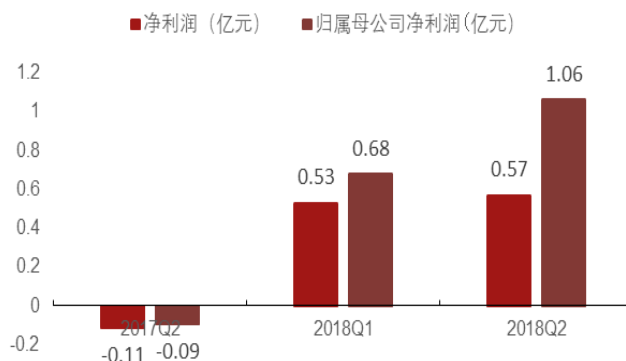
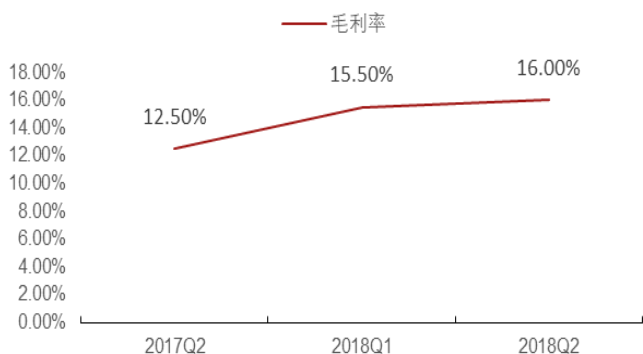


图 80：虎牙净利润(Non-GAAP)



资料来源：公司公告，招商证券

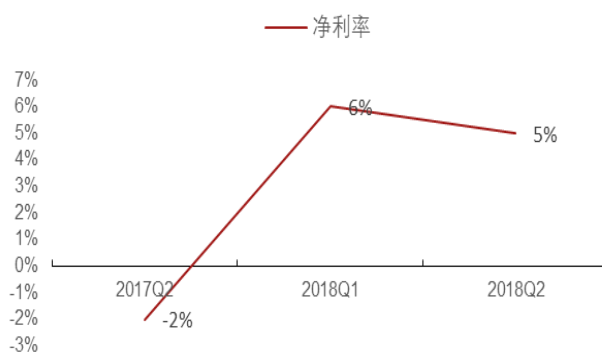
图 81：虎牙毛利率



资料来源：公司公告，招商证券

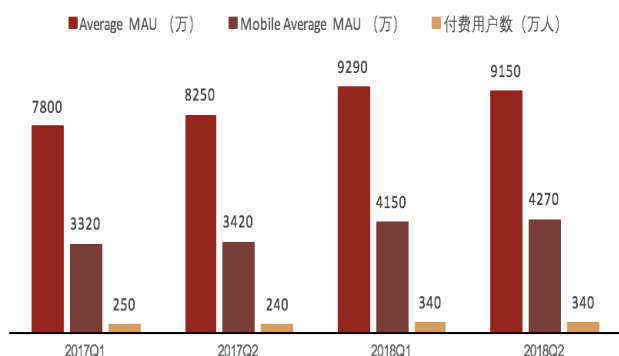
资料来源：公司公告，招商证券

图 82：虎牙净利率（Non-GAAP）



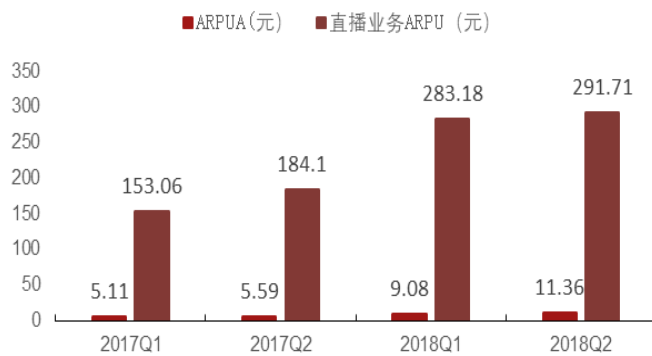
资料来源：公司公告，招商证券

图 83：虎牙 MAU(万)与付费用户数（万人）



资料来源：公司公告，招商证券

图 84：虎牙 ARPU 值（元）



资料来源：公司公告，招商证券

4.2 斗鱼直播：星光璀璨，未来可期

1、游戏直播细分领域领跑者，造星能力出众

斗鱼直播以游戏直播为主，涵盖了体育、综艺、娱乐、户外等多种直播内容。斗鱼直播的前身为 ACFUN 直播，于 2014 年 1 月 1 日起正式更名为斗鱼直播。斗鱼平台的收入来源主要分为四个部分：打赏分成、游戏联运、广告及会员增值服务，打赏分成收入占比约 80%。根据 Quest Mobile 的数据，斗鱼 APP 端 Q2 单月 MAU 分别为 4040 万、3950 万和 4160 万，同比增长 52%、38% 和 42%，在 Quest Mobile 的口径下领先于同期虎牙 APP 端。与其他平台相比，斗鱼造星能力出众，通过平台内导流、PGC 节目扶持、主流综艺节目曝光等、专业音乐制作等多种方式，培养了冯提莫、陈一发、若风、五五开、yyf 等行业内顶尖主播。虽然 2018 年斗鱼旗下部分主播遭遇了一些负面风波，且“被挖角”现象时有发生，但斗鱼的持续造星能力是其不断巩固龙头地位的有效保证，并不受个别事件影响。

2、受资本市场青睐，有望赴美上市

作为游戏直播领域龙头，斗鱼一直是资本市场宠儿，截止 2018 年 9 月已经获得了 A 至

E 轮融资，合计募资 25.2 亿人民币和 7.5 亿美元，投资者包括腾讯、红杉资本、南山资本、招银国际等。2018 年初，斗鱼传出 2018 年 Q3 赴港上市的消息，后又传出赴美上市的消息，CBInsights 为其给出 15.1 亿美元估值。目前，斗鱼目前正处于 IPO 筹备阶段，但上市日程还不确定。

表 25：斗鱼 2017.12 - 2018.02 运营数据

主播 (万)	DAU	日均观众打 赏礼物价格 (万元)	日均付费人 数 (万)	日均弹幕数 量 (万)	日均弹幕人 数 (万)
4.2		596.8	84.3	1525.9	257

资料来源：公开资料，招商证券

4.3 欢聚时代 (YY.O)：稳扎稳打，不断创新

1、行业先行者，创新能力使得 YY 穿越产品生命周期

欢聚时代成立于 2005 年 4 月，前身为多玩游戏网，于 2012 年 11 月在纳斯达克上市。YY 早年主要提供语音通讯服务，是全球最大的团队语音提供商。2011 年 YY 布局秀场直播，2012 年进军游戏直播成立了虎牙直播。2017 年顺应短视频的浪潮，公司将短视频功能加入 YY App 一级入口，将 YY 打造成集直播、短视频、小游戏、社交为一体的娱乐平台。YY App 在娱乐功能的创新上一直是行业的先锋，公司源源不断的创新能力使得 YY 的月活用户数常年维持增长，超越了一般产品的生命周期。

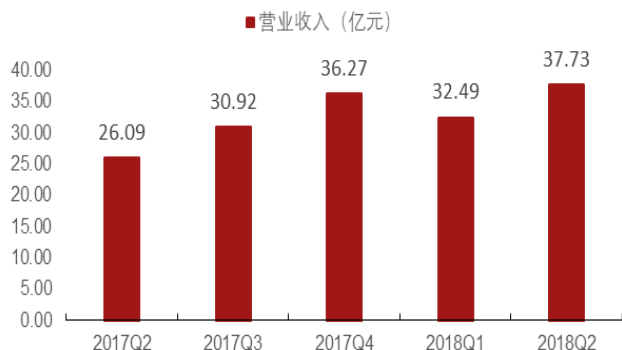
2、Q2 业绩回顾：ARPPU 值与付费用户数提升促使直播业务快速增长，短期让利主播成本大幅提升导致毛利率有所下滑

2018 年 Q2，YY 录得总营收人民币 37.73 亿元，同比增长 44.6%。其中，直播收入 35.6 亿元，占总营收为 94.4%，同比提升 3.4 个百分点。从用户端来看，移动端 MAU 达 8020 万，同比增长 21.3%，其中付费用户 690 万，同比提升 21.1%。2018 年 Q2，直播单付费用户 ARPPU 值高达人民币 516 元，相比 2017Q2 的 416 元，同比增长 23.9%。ARPPU 值与付费用户数双提升使得直播业务快速增长，推动总营收增长。同时，为留住核心主播，让利主播后成本内容从 2017Q2 的 12.59 亿同比提升 50%至 18.83 亿。毛利率从 40.1%降低至 38.75%，同比降低 1.4 个百分点。Non-GAAP 口径下，净利润为 8.73 亿元，同比增长 46.2%，净利率保持稳定在 23%的水平。

3、布局 Bigo，协同整合加速集团国际化进程

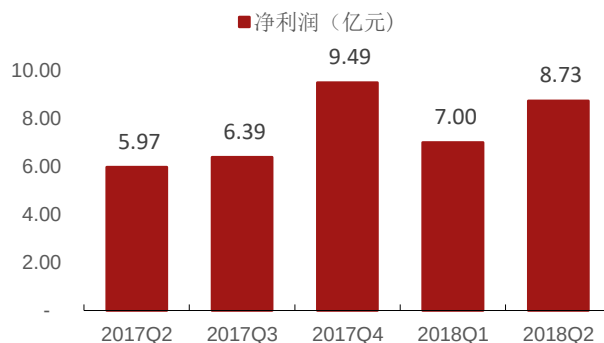
Bigo 是一家基于视频直播的全球社交媒体平台，旗下拥有全球（除中国外）领先的视频直播平台 Bigo Live，目前在东南亚、南亚和中东等新兴市场具有较大的影响力。2018 年 6 月 5 号，YY 宣布以 2.72 亿美元认购 Bigo D 轮优先股，融资完成后成为其最大股东。YY 通过增资 Bigo，与其形成协同效应，进一步拓展国际市场，加速集团的国际化进程，并且巩固其在全球视频直播领域的地位。未来，YY 也将持续关注全球直播上下游产业链相关的投资机会，加速布局流量渠道，通过优质内容等资源不断丰富自身生态。

图 85: 欢聚时代营收 (亿元)



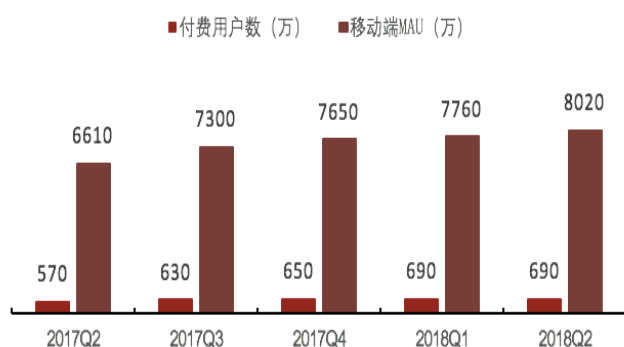
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 86: 欢聚时代净利润(Non-GAAP)



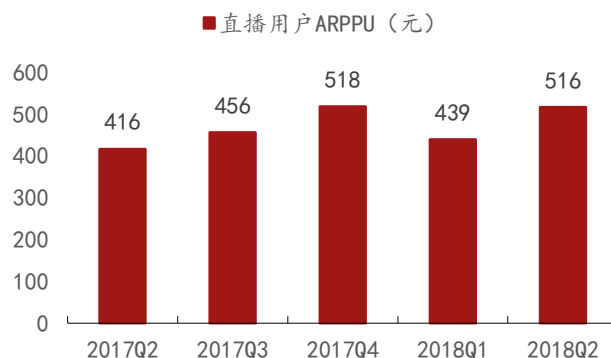
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 87: 欢聚时代 MAU (万) 与付费用户数 (万人)



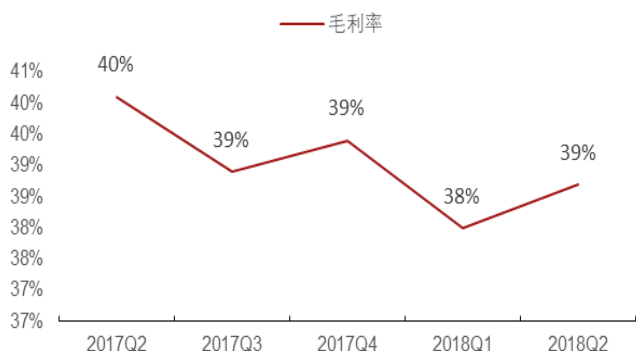
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 88: 欢聚时代 ARPPU 值 (元)



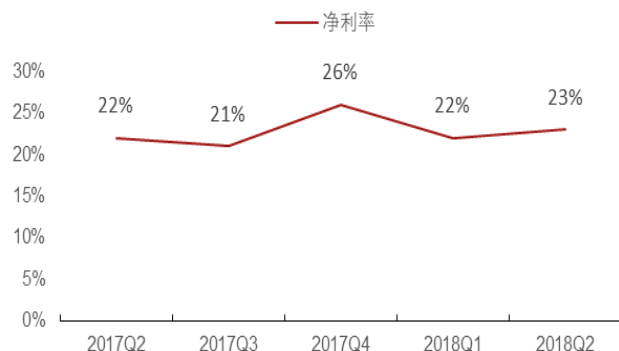
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 89: 欢聚时代毛利率



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 90: 欢聚时代净利润率 (Non-GAAP)



资料来源: 公司公告, 招商证券

4.4 映客直播 (3700.HK): 开“全民直播”先河

1、开“全民直播”先河, 月活用户增长遇到瓶颈

映客 App 于 2015 年 5 月正式上线, 于 2018 年 7 月在港交所上市。映客主打“素人直

播”理念，开“全民直播”先河，截至 2017 年底，平台共有 3680 万名用户持有主播身份，领先其他直播平台。映客直播注重的是偏年轻化的群体，将用户锁定在潜力十足的 90 后，直播间设计更加酷炫化。然而 2017 年起，映客受短视频和其他竞品的冲击，月活跃用户数出现下降趋势，公司尚需探索新的功能和玩法以提升用户粘性并吸引更多用户使用。

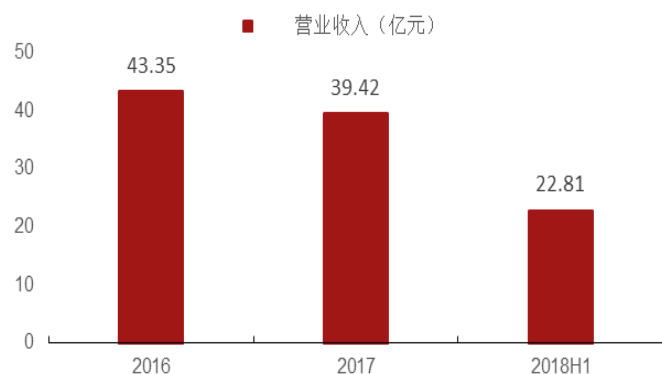
2、Q2 业绩回顾：“直播对战”新玩法带动直播业务大幅增长，主播费成本占比增加导致毛利率下滑

Q2 收益增加主要是由于 2017 年 9 月推出“直播对战”玩法。直播对战玩法允许两名主播连接双方的直播间进行竞赛，观众会通过赠送虚拟物品的方式来支持喜欢的主播，直播收入大幅增长。2018 年上半年，映客营业成本 15.01 亿元，较去年同期的 12.61 亿元增长 19.0%。其中，主播费 13.65 亿元，占营收的百分比为 59.8%，较去年同期的 56.5%上升 3 个百分点，成今年上半年映客最大开支。

3、短期以广告业务拓展为主，中期将娱乐产业链化，长期通过各种行业的“直播+”模式拓展更多业务机会

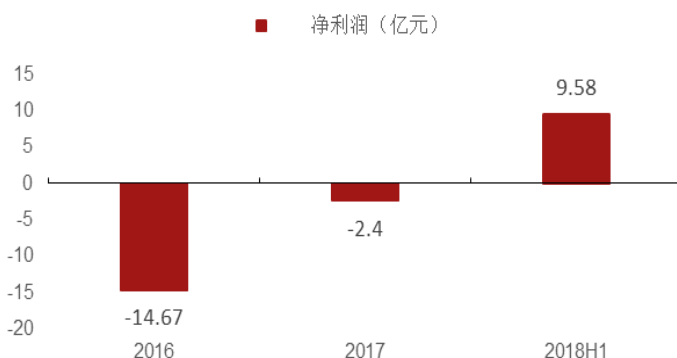
2016、2017 年，映客的直播收入占比分别为 99.8%和 99.4%，2017 年直播收入占比略有下降，广告业务收入占比从 0.2%上升到 0.6%。2018 年上半年，映客营收中直播业务实现收入 22.28 亿元，占比 97.7%，较去年同期的 99.9%下降 2 个百分点；广告业务实现收入 0.48 亿元，占比 2.1%，较去年同期增长 24 倍，短期来看，还有很大拓展空间。映客最早提出“直播+”概念，赋予直播无限嫁接的可能，未来可通过此业务模式探索更多商业变现机会。

图 91：映客营收（亿元）



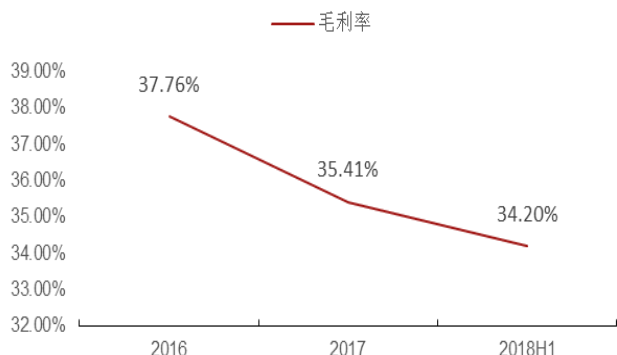
资料来源：公司公告，招商证券

图 92：映客净利润（Non-GAAP）



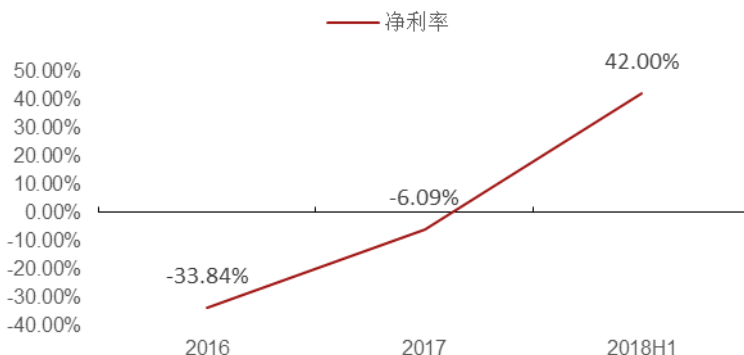
资料来源：公司公告，招商证券

图 93：映客毛利率



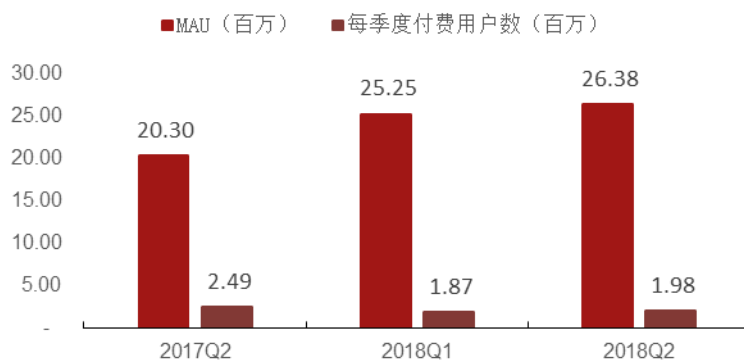
资料来源：公司公告，招商证券

图 94：映客净利润率 (Non-GAAP)



资料来源：公司公告，招商证券

图 95：映客 MAU (百万) 和付费用户数 (百万人)



资料来源：公司公告，招商证券

4.5 陌陌 (MOMO.O)：独特定位陌生人社交平台

1、定位陌生人社交平台，去中心化的直播引流和丰富的社交场景，带来更强的变现能力和用户粘性

陌陌于 2011 年 8 月上线，2014 年 12 月登陆纳斯达克，2018 年 2 月收购探探，丰富了自身产品线。与其他直播平台不同，陌陌的本质是社交平台，而非消费内容的直播平台。陌陌直播的引流是去中心化的，在首页中也几乎没有观看人数过万的大主播，各房间观看人数普遍在几十到几百之间。小圈子直播使得陌陌 App 保留了社交基因。对于陌生人社交平台而言，核心竞争力在于如何提升人与人之间的匹配效率以及如何创造自然的社交场景。一方面，用户根据算法推荐、地理位置以及审美偏好被引导向不同的小主播，本质上是一种高效率的匹配手段。另一方面，小圈子的直播，解决了稀缺的美女/帅哥用户需要“一对多”社交场景的问题，而去中心化的直播保证了主播与用户可以维持高频互动关系，也带来更强的变现能力。因此直播这一形式完美契合陌生人社交平台的定位。除了直播外，陌陌 App 内还有提升匹配效率的点点、快聊、附近的人/动态、群组等功能，以及创造社交场景的小游戏、狼人杀、电台、聊天室等功能，陌生人社交生态圈十分完善。

2、Q2 业绩回顾：付费用户及 ARPU 值提升带动直播及增值业务大幅增长，费用管控能

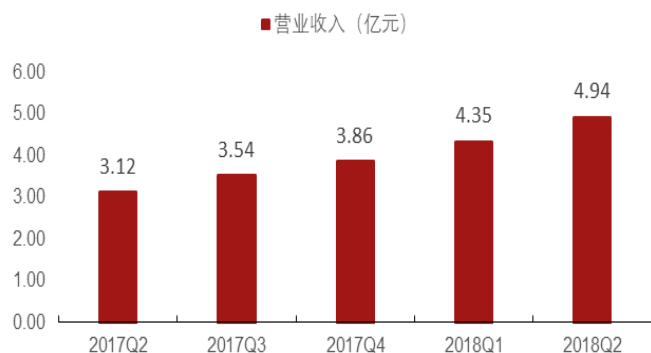
力提升

2018Q2 营收为 4.94 亿美元，同比增长 58%，其中直播业务营收 4.1 亿美元，同比增长 58%。增长主要来自付费用户数目的增加以及 ARPU 值的提升：直播用户人数提升至 460 万人，单用户 ARPU 值提升至 89 美元。2018Q2 的直播和增值付费用户数为 1160 万，同比增长 63.4%。2018Q2 增值服务收入为 0.55 亿美元，同比增长 124%，其中来自探探的用户为 310 万。一方面受益于并购探探，会员的订阅收入提升，另一方面得益于陌陌社交场景丰富，引发了更多的付费体验。2018Q2 由于与公会的收入分成增加，以及综艺节目《幻乐之城》的制作成本增加，总成本提升较快，二季度毛利率为 45%，同比降低了 7 个百分点。费用方面，销售费用率下降 11 个百分点，管理费用率降低 1 个百分点，研发费用率增长 2 个百分点，控费能力明显改善。陌陌 2018Q2 经营利润率为 26%，同比提升 2 个百分点。利润率较虽环比下滑但较去年同期有所改善。

3、《幻乐之城》宣传抵消世界杯影响，探探加速变现未来可期

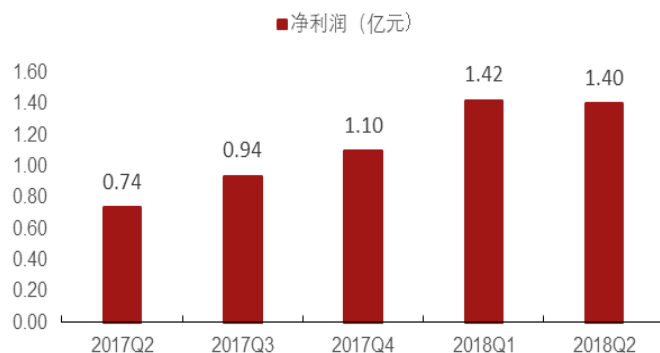
即使在世界杯期间，面临抖音用户的强势增长，仍不影响陌陌月活，2018Q2MAU 仍达到 1.08 亿，体现陌陌较强的用户粘性。同时，内容方面，直播和短视频的内容增多，6 月短视频渗透率达到了 70%，重磅真人秀节目《幻乐之城》开始在湖南卫视开始播出，在大学生和高学历群体中反映良好。探探被陌陌收购后，加速了变现的尝试，7 月推出了“查看谁喜欢我”“超级曝光”等增长服务，成为收入增长的重要驱动力，未来仍有广阔变现空间。

图 96：陌陌营收（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

图 97：陌陌净利润（Non-GAAP）



资料来源：公司公告，招商证券

图 98：陌陌毛利率

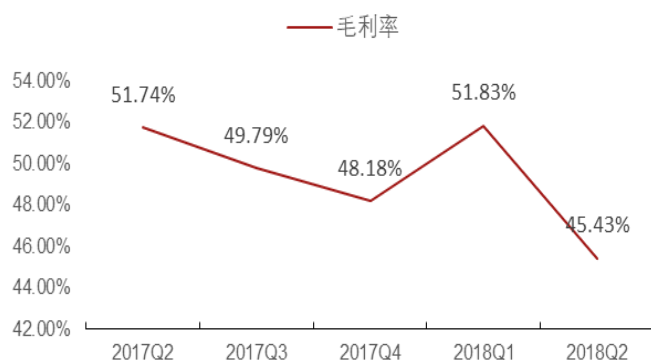
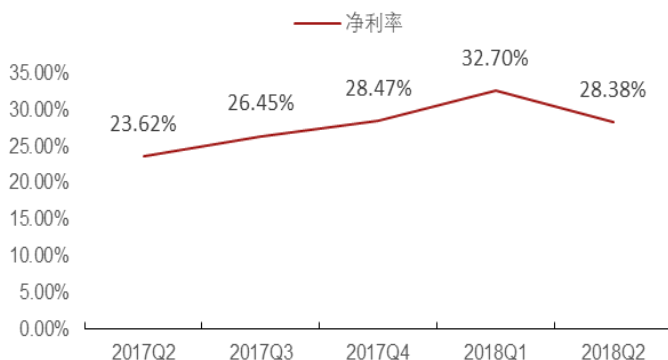


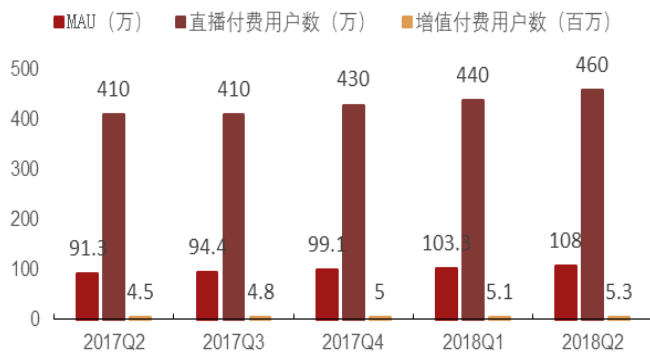
图 99：陌陌净利率（Non-GAAP）



资料来源：公司公告，招商证券

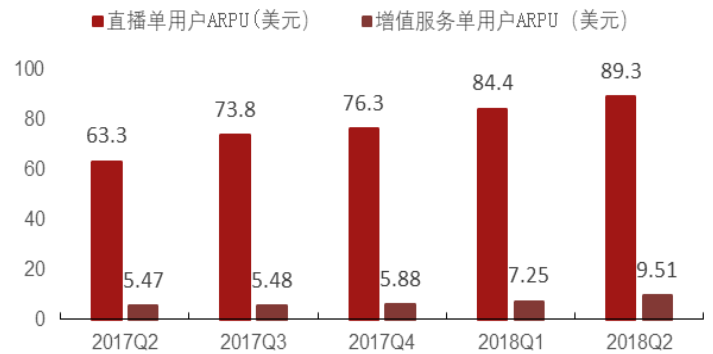
资料来源：公司公告，招商证券

图 100：陌陌 MAU(万)、付费用户数（万人）



资料来源：公司公告，招商证券

图 101：陌陌 ARPU 值（美元）



资料来源：公司公告，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗亚琨，招商证券研发中心传媒行业分析师。香港中文大学商务分析硕士，2015 年入行任职于西南证券，2018 年加入招商证券。

周洁，招商证券研发中心传媒行业分析师。同济大学企业管理硕士，2018 年加入招商证券。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016 年新财富第四名，金牛奖第二名。2017 年新财富第五名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。