

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

游戏直播平台首份内容禁令发出，新一轮行业洗牌在即

事件

- 2018年，西瓜视频发布《西瓜直播达人招募》公告，其中涉及《王者荣耀》主播招募和奖励规则。2018年11月，腾讯公司以侵犯著作权、不正当竞争为由，将西瓜视频的三家相关运营公司诉至广州知识产权法院。2019年1月31日，广州知识产权法院作出判决：从即日起，与西瓜视频 APP 相关联的运城市阳光文化传媒有限公司、今日头条有限公司、北京字节跳动科技有限公司立即停止直播《王者荣耀》游戏内容。这是国内游戏直播行业的首个行为保全禁令。

评论

- 游戏直播行业首个行为保全禁令的发出具有重要意义。2016年被互联网行业公认为“直播元年”，初期的野蛮生长滋生了很多行业乱象，国家监管、资本运作等各方面原因推动了直播行业的第一轮洗牌。“百播大战”之后，游戏直播确立了以斗鱼和虎牙为首的“两超多强”局面。行业基础格局的确立并非竞争的结束，广州知识产权法院作出的判决，标志着游戏直播行业新一轮洗牌的开始。
- 首先，2016年的诸多直播乱象是整个直播行业在内容层面普遍存在的底线问题，国家制定的“互联网新闻信息服务资质”、“信息网络传播视听节目许可证”以及“网络文化经营许可证”资质要求以及内容审查政策在某种程度上是为了杜绝恶劣社会影响而采取的防御性措施。与之相比，上述事件解决的是上游的内容提供方和中游的直播平台之间的纠纷，这说明游戏直播行业的规范化程度在进一步加深，从针对全行业细化到了产业链的不同环节。以此为契机，游戏直播行业的各个环节在未来都将越来越规范化。
- 其次，尽管2018年游戏直播行业营收同比增速超过100%并拥有3亿用户，但其商业模式仍然单一，全行业至少80%以上的收入是由用户打赏创造，即便是头部的游戏直播平台也只能在盈亏之间摇摆，现行商业模式急需创新。内容版权被明确保护之后，可以进一步淘汰一部分运作不规范的直播平台，那些获得内容授权的平台可以在内容付费、用户订阅、版权分成等商业模式上有更大的想象空间，长远来看有利于提升游戏直播行业的自生能力。
- 最后，内容是直播平台的核心竞争力，热门游戏是游戏直播平台用户量和热度的源头活水。目前，《英雄联盟》《DNF》《绝地求生：大逃杀》《绝地求生：刺激战场》《穿越火线》和《王者荣耀》几乎占据了所有游戏直播平台90%以上的热度，而这几款产品都归属于腾讯旗下。这无疑彰显了一个事实：只要腾讯在未来还能稳坐国内游戏行业头把交椅，那所有游戏直播平台都必须绑定到腾讯这辆战车上才能拿到顶级内容授权。腾讯跌下游戏王座的可能性几乎为零，所以未来游戏直播行业中，那些获得腾讯投资，或者和腾讯有良好合作关系的平台将会有更广阔的发展前景。2018年，腾讯分别以6.3亿美元、4.6亿美元和3.2亿美元投资了斗鱼、虎牙和B站，将顶级直播平台尽数收入囊中。我们预计，随着内容保护规则的完善，游戏直播行业集中度还会进一步上升。
- 在强大的内容优势之下，斗鱼、虎牙、B站毫无疑问将给熊猫、战旗、龙珠等平台施加巨大的压力，但这并不意味着后者没有生存空间。首先，尽管腾讯目前在稳坐游戏产业头把交椅，但其他厂商也能提供优质内容，如完美世界的《CS:GO》《DOTA2》，网易的《守望先锋》以及电竞布局，所以市场空间始终存在；其次，非腾讯系直播平台可以通过强化PGC内容如签约第三方电竞赛事、自制节目等方式来弥补内容短板，同时还可以通过签约战队等方式深挖粉丝经济。

投资建议

我们维持行业“增持”评级，投资组合为：B站、虎牙直播、腾讯控股。

风险提示

政策监管风险，商业模式单一风险，法律法规不完善风险

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH