

电子竞技 明天会更好

——文化传媒行业深度报告

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

经历 20 年曲折发展, 电竞行业终于正式进入大众视野。在政策支持以及产业变革的促进下, 2018 年电竞行业营收同比增长 33.2%, 远超整体游戏行业的 5.32%; 电竞用户数 2018 年达到 3.5 亿人, 同比增长 25%, 其增速同样远超游戏用户同比增速的 7.4%。

我们认为电竞行业未来仍有持续高速发展的潜力:

- 目前电竞赛事项目的设置并没有充分享受到手游普及的红利, 电竞项目中手游的比例与其玩家对手游的关注度不匹配, 未来随着手游赛事的增加, 电竞用户的覆盖面将会有所提高;
- 赛事的百花齐放以及奖金的节节攀升一定程度也反映了公众对电竞关注度的提升。在赛事数量上, 2018 年共有 3864 项赛事, 20 年赛事数 CAGR 达到 35%。虽然自 2015 年来, 赛事数饱和并有所回落, 但从奖金总额的角度看, 仍处于高速增长中, 2018 年奖金总额同比增长 38%, 日益高额的奖金背后是观众规模的扩大以及流量变现能力的支撑。我们认为, 电竞赛事的流量价值仍处于持续发掘的过程中;
- 与海外相比, 国内电竞行业在产业链下游的内容传播上仍有较大的提升空间, 虽然这其中监管层面的影响, 除此之外, 其他渠道如短视频等, 也在积极开拓, 有望进一步提升电竞内容的流量;
- 目前电竞世界的格局是中、美、韩三强争霸, 自 2014 年以来, 中国无论是从每年获得赛事奖金总额还是参赛选手数量来看, 都是世界前二的水平, 可以说中国已经是名副其实的电竞强国, 我们认为在未来持续好成绩的刺激下, 公众对电竞的关注度将会节节攀升, 其商业化水平最终将与中国电竞的世界地位相匹配。

投资策略: 受电竞内容覆盖面以及流量转化效率双重提升的影响, 我们优先推荐关注赛事执行方以及参与方, 其次关注下游渠道。标的方面, 我们推荐深度布局电竞产业链的腾讯(0700.HK); 作为游戏授权方和第一方赛事举办者完美世界(002624.SZ); 电竞场所网吧管理软件龙头以及赛事举办方顺网科技(300113.SZ); 下游渠道直播平台虎牙(HUYAN)

风险提示: 政策监管转严, 新竞技游戏开发受阻, 游戏行业增长不及预期

行业重点公司跟踪

证券简称	EPS(元)			PE			PB	投资评级
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
腾讯控股	8.23	10.29	12.61	33.27	30.3	24.74	7.98	推荐
完美世界	1.3	1.64	1.9	21.46	15.98	13.79	3.98	推荐
顺网科技	0.46	0.8	0.96	24.77	20.68	17.06	3.7	推荐

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

评级

增持(维持)

2019年06月25日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

行业基本资料

股票家数	141
行业平均市盈率	-50.84
市场平均市盈率	17.79

行业表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《文化传媒行业研究周报: 重组新规对传媒影响几何》2019-06-25
- 2、《文化传媒行业研究周报: 政策释放暖意 电竞行业有望腾飞》2019-06-18
- 3、《文化传媒行业研究周报: 暑期档关注《八佰》以及进口片》2019-06-10



内容目录

1. 电竞 20 年 终登大雅之堂	4
1.1 电竞产业曲折中前行.....	4
1.2 产业链多方共促行业腾飞.....	7
1.2.1 游戏厂商推广第一方赛事.....	8
1.2.2 资本入局电竞俱乐部.....	9
1.2.3 政府助力赛事落地与人才培养.....	9
1.3 全球电竞产业发展情况.....	10
2. 电竞行业仍具有持续高增长潜力	11
2.1 手游项目仍有广阔空间.....	11
2.1.1 目前赛事以端游为主.....	11
2.1.2 手游关注度无法完全嫁接至同类型端游.....	13
2.2 赛事数量与关注度双提升打开变现空间.....	14
2.3 播出渠道有望进一步打开.....	16
2.3.1 政策面向好有望重启电视渠道.....	16
2.3.2 短视频开拓新电竞内容分发渠道.....	17
2.4 电竞强国提升大众关注度.....	18
3. 投资建议	21
3.1 腾讯控股 (0700.HK).....	21
3.2 完美世界 (002624.SZ).....	21
3.3 顺网科技 (300113.SZ).....	21
3.4 虎牙 (HUYA.N).....	22
4. 风险提示	22

图表目录

图 1: 中国电竞行业发展阶段	4
图 2: 关于电竞作为运动项目的认同度调研	6
图 3: 中国电竞市场规模情况	6
图 4: 电竞用户数情况	6
图 5: 游戏行业实际收入情况	6
图 6: 游戏用户数情况	6
图 7: 电子竞技产业链	7
图 8: 中国电竞产业链图谱	7
图 9: 2018 年奖金总额百万以上赛事的类型比例	8
图 10: 第一方赛事与第三方赛事的区别	8
图 11: 近年来新晋电竞俱乐部一览	9
图 12: 2017-2022 年全球电竞产业收入 (百万美元)	10
图 13: 2019 年电竞产业收入按地区分布 (百万美元)	10
图 14: 全球电竞产业收入来源结构	10
图 15: 2017Q1-2019Q1 中国网络游戏市场规模及结构	13
图 16: 2017Q1-2019Q1 中国端游及手游用户数	13
图 17: 5 月 22 日至 6 月 22 日游戏开播数 (万次)	14
图 18: 用户观看电竞直播的原因	14

图 19: 1998-2018 年全球电竞赛事数量	14
图 20: 1998-2018 全球电竞赛事总奖金	14
图 21: 2017-2018 中国最具赞助价值体育赛事 Top 50 中电竞赛事	15
图 22: 2019 年 LPL 各战队赞助商一览	15
图 23: 游戏风云频道截图	16
图 24: GTV 游戏竞技频道截图	16
图 25: 2017 年 3 月至 2018 年 9 月移动互联网各类应用使用时间占比	17
图 26: 快手在电竞上的布局	17
图 27: 在抖音中开设官方账号的电竞俱乐部	18
图 28: 2019 年电竞用户观看短视频情况	18
图 29: 电竞用户观看短视频的目的	18
图 30: 2018 年至今“电竞”一词百度指数	19
图 31: 2018 年 6 月 1 日至今“IG”与“武磊”百度指数	19
图 32: 2018 年腾讯在游戏直播领域布局	21
表 1: 官方对电竞行业态度变化	5
表 2: 近年国内部分城市出台关于支持电竞行业的政策	10
表 3: 总奖金额前 15 名竞技游戏类型及终端	11
表 4: 2018 年奖金超过百万美元的单项电竞赛事	12
表 5: 主要电竞项目 2018 年奖金最多的赛事中国选手情况 (万美元)	19
表 6: 2009-2018 年电竞奖金国家排名 (奖金单位: 万美元)	20

1. 电竞 20 年 终登大雅之堂

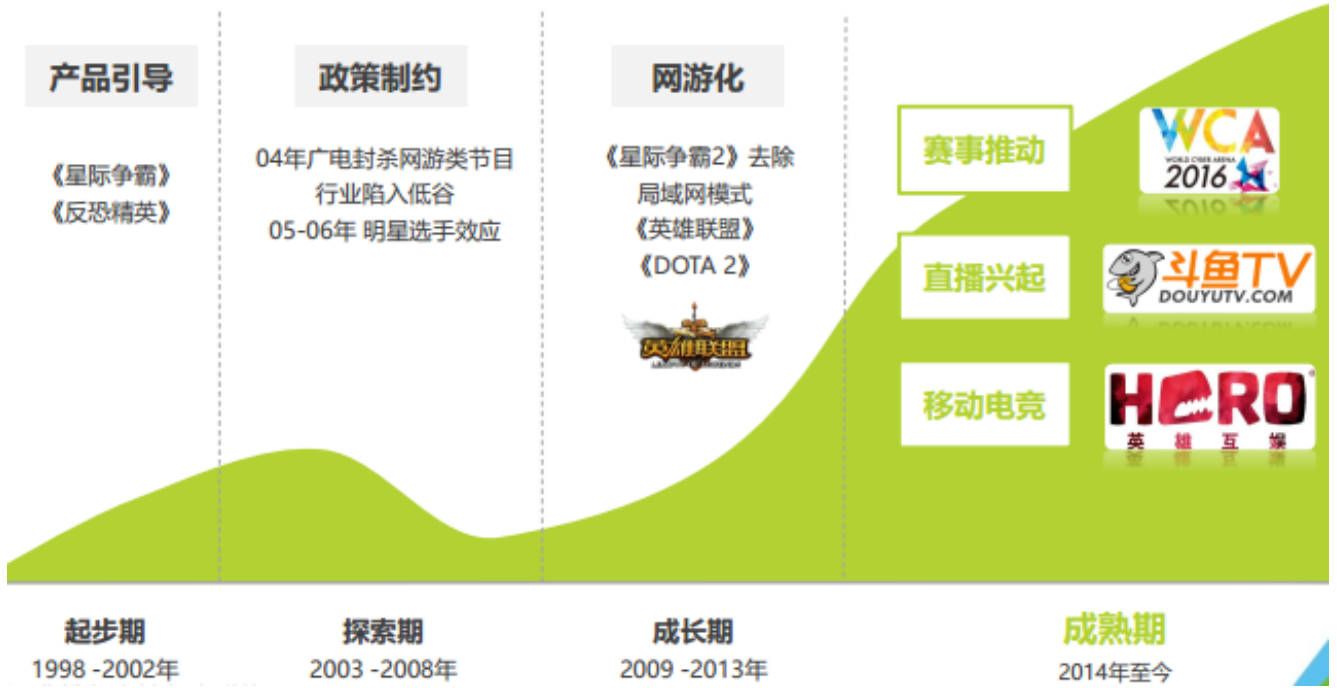
1.1 电竞产业曲折中前行

自 1998 年星际争霸与反恐精英两款划时代的作品面世并进入中国市场以来，电子竞技已经发展了 20 余年，然而电竞行业在国内的发展并非一帆风顺：

- ◆ 起步期（1998-2002 年）：《反恐精英》与《星际争霸》在国内发行，同时网吧在国内的兴起让大众有机会接触到优秀的电竞游戏。电视台开播游戏节目，如 CCTV5《电子竞技世界》、旅游卫视《游戏东西》等。电竞赛事以第三方赛事为主，其中代表为被称为三大赛事的世界电子竞技大赛(World Cyber Game, WCG)、职业电子竞技联盟(Cyberathlete Professional League, CPL)、电子竞技世界杯(Esport World Cup, ESWC)。2003 年 11 月，国家体育总局承认电子竞技为中国正式开展的第 99 个体育运动项目，电子竞技正式进入大众视野
- ◆ 探索期（2003-2008）：2004 年 4 月，广电总局发布《关于禁止播出电视网络游戏类节目的通知》，明确规定“各级广播电视播出机构一律不得开设电脑网络游戏类栏目，不得播出电脑网络游戏节目”。该禁令意味着电竞无法依靠传统的体育赛事变现模式，即通过游戏以及赛事的关注度吸引广告赞助来变现。虽然当时电竞行业里程碑式事件频出，例如李晓峰 sky 在 2005 年与 2006 年两夺 WCG 魔兽项目世界冠军，也极大的吸引了公众对电竞的关注度，然而电竞始终无法突破广电的禁令，行业陷入低潮期。
- ◆ 成长期（2009-2013）：随着《英雄联盟》、《Dota 2》等爆款电竞游戏在国内上线，电竞行业也出现了新的机遇，电竞游戏全面转向网游化。与此同时游戏厂商开始举办第一方赛事，其中代表是 DOTA2 国际邀请赛(The International DOTA2 Championships, TI) 以及英雄联盟全球总决赛(League of Legend World Championship)，第一方赛事奖金远超第三方赛事，如 TI1 总奖金额为 160 万美元，而 WCG 2011 总奖金额为 26 万美元。高昂的奖金也吸引了更优秀的队伍以及更多的观众。
- ◆ 成熟期：（2014-至今），其标志为直播平台的兴起以及玩家观看游戏直播习惯的养成让电竞内容有了大规模传播的渠道，完善了电竞产业链。与此同时政府顺应经济转型趋势开始支持电竞行业发展，鼓励企业举办电竞赛事，其中代表为国家体育总局信息中心主办，网映文化承办的全国电子竞技公开赛(NESO) 以及由银川市政府、银川圣地国际游戏投资有限公司联合举办的世界电子竞技大赛(WCA)。在变现渠道的畅通以及政府支持下，电竞行业实现持续高速发展。

图1：中国电竞行业发展阶段

近年中国电子竞技行业发展阶段



资料来源：艾瑞咨询，申港证券研究所

电竞行业作为游戏的衍生行业，同样受到了监管部门的密切关注，上文中历数电竞发展史可以发现，电竞行业的发展与政府的态度息息相关。在2004年广电禁令发布之后，政府对于电竞行业并未是完全否定的态度，从2006年确定电竞行业的主管部门，到2016年高校开设电竞专业、发改委发文支持举办电竞赛事，再到2019年电竞职业进入人社部职业名录，可以看到政府对于电竞行业更多的是管理+支持的态度，在政府的支持下，才有了近年来电竞行业的高速发展。

在政府的表态与宣传下，普通民众对于电竞的接受度也是处于高位。调查发现66%的民众认可电竞是一种运动项目，而非不务正业的玩游戏。

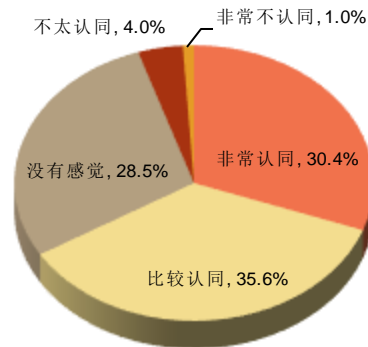
表1：官方对电竞行业态度变化

时间	事件及简介
2002年7月	《游戏东西》在旅游卫视开播
2003年4月	《电子竞技世界》在CCTV5开播
2003年11月	电子竞技成为中国体育总局承认的第99个正式体育项目。国家广电总局批准开办GTV游戏竞技频道
2004年2月	第一届全国电子竞技运动会正式发布，由中华全国体育总会主办，华奥星空承办
2004年4月	出台《国家广电总局关于禁止播出电脑网络游戏类节目的通知》，其中第2条明确规定，各级广播电视播出机构一律不得开设电脑网络游戏类栏目，不得播出电脑网络游戏节目。
2004年6月	《电子竞技世界》因禁令被停播
2006年9月	中华全国体育总会在体育总局召新闻发布会，对电子竞技运动项目管理规定向社会公布
2008年5月	成都市第十一届运动会引入电子竞技为正式比赛项目，国家体育总局整合合并我国现有体育项目，并将电子竞技重新定义为我国78号体育运动项目
2009年	电子竞技主管部门明确为国家体育总局信息中心
2009年11月	成都成功申办WCG2009全球总决赛
2009年11月	中国电子竞技队作为中国体育代表团成员，参与的第三届亚洲室内运动会的比赛，国家体育总局体育信息中心接管电子竞技项目以后首次参加的国际大赛

2012-2013年	世界电子竞技大赛 WCG 两次在江苏省昆山市顺利举办
2013年6月	国家体育总局竞体司组建 27 人电竞国家队，出征第四届亚洲室内运动会
2014年10月	世界电子竞技大赛 WCA 落户永久举办地银川，其宣传广告在央视播出
2016年9月	教育部发布了《普通高等学校高等职业教育（专科）专业目录》，增补了“电子竞技运动与管理”专业
2016年4月	国家发改委发布《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》。明确指出“在做好知识产权保护和青少年引导的前提下，以企业为主体，举办全国性或国际性电子竞技游戏游艺赛事活动
2017年4月	文化部发布了《文化部“十三五”时期文化产业发展规划》，提出推进游戏产业结构升级，推动网络游戏、电子游戏等游戏门类协调发展，促进移动游戏、电子竞技、游戏直播、虚拟现实游戏等新业态发展
2017年7月	国家体育总局体育信息中心发布了《关于举办 2018 年全国电子竞技公开赛的通知》。宣布将在 2018 年 8 月份-10 月份举办电子竞技公开赛，12 月份在成都进行总决赛
2019年4月	人力资源社会保障部、市场监管总局、统计局联合发布 13 个新职业信息，其中包括电子竞技运营师和电子竞技员两个来自新兴产业的职业
2019年6月	上海市政府发布《促进电子竞技产业健康发展 20 条意见》，力争 3 至 5 年内全面建成“世界电竞之都”

资料来源：公开资料，申港证券研究所

图2：关于电竞作为运动项目的认同度调研

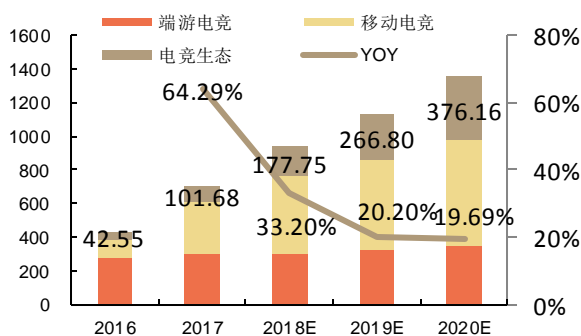


你是否认同中国电竞是一项新兴的体育运动

资料来源：企鹅智酷用户调研，申港证券研究所

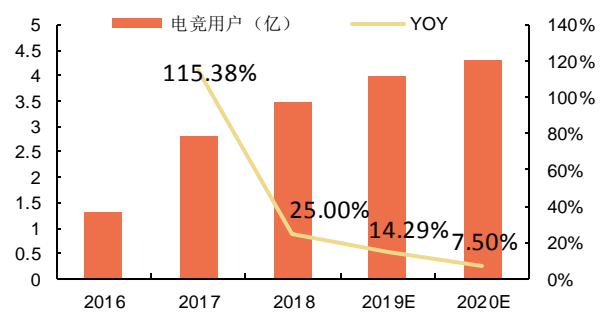
近年来电竞产业的发展在财务数据上体现明显，2018 年电竞行业营收同比增长 33.2%，远超整体游戏行业的 5.32%；电竞用户数 2018 年达到 3.5 亿人，同比增长 25%，其增速也同样远超游戏用户同比增速的 7.4%。我们认为电竞行业未来仍有高速发展的潜力。

图3：中国电竞市场规模情况



资料来源：艾瑞，申港证券研究所

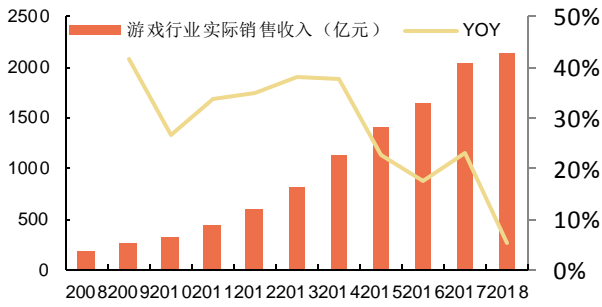
图4：电竞用户数情况



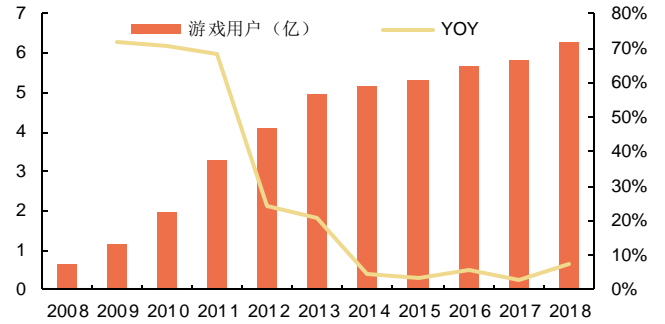
资料来源：艾瑞，申港证券研究所

图5：游戏行业实际收入情况

图6：游戏用户数情况



资料来源：GPC, CNG, 申港证券研究所

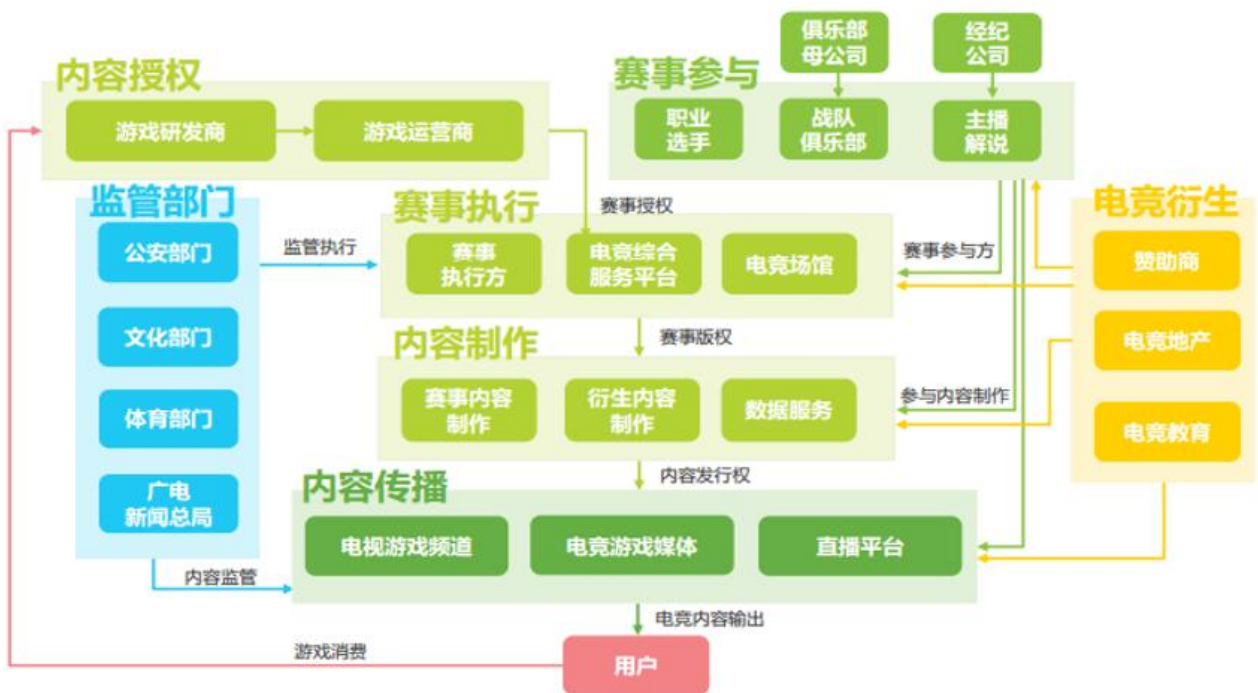


资料来源：GPC, CNG, 申港证券研究所

1.2 产业链多方共促行业腾飞

经过多年发展，电竞产业链已成型，主要分为：游戏授权—赛事参与—赛事执行—内容制作—内容传播，再辅以监管部门对赛事以及内容的监管，电竞赞助、教育培训等。

图7：电子竞技产业链



资料来源：艾瑞, 申港证券研究所

图8：中国电竞产业链图谱



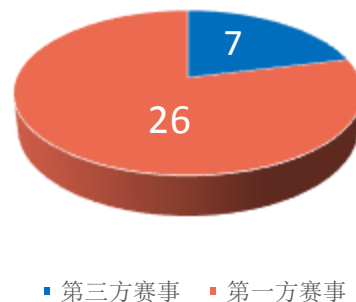
资料来源：艾瑞，申港证券研究所

1.2.1 游戏厂商推广第一方赛事

伴随着 2011 年 MOBA 类游戏的风靡，以及此时正值第三方赛事的衰退期，两大 MOBA 游戏第一方赛事，《英雄联盟》的 S 联赛与《Dota 2》的 TI 赛事都与当年成立。由于游戏厂商掌握游戏版权和大量用户，在举办电竞赛事中独具优势，第一方电竞赛事迅速发展起来。

随着游戏热度的持续以及直播平台的兴起，举办赛事的影响力极具扩大，并且盈利能力也有所提高，同还能维持自家游戏的生命周期，游戏厂商自然是不愿意放过这块高速增长的市场，投入逐年提高。在第一方赛事的规模和影响力也实现了对第三方赛事的超越。我们统计了 2018 年全球所有奖金总额超过百万以上的赛事，共 33 项，其中第一方赛事占据绝对优势，达到 26 项。可以说目前电竞市场是游戏厂商为主导的第一方赛事处于舞台中央。

图9：2018 年奖金总额百万以上赛事的类型比例



资料来源：Esport Earning，申港证券研究所

图10：第一方赛事与第三方赛事的区别

	第一方电竞赛事	第三方电竞赛事
赛事示例		
举办方	由游戏研发商或运营商举办	由其他第三方举办
奖金额	单项奖金池极高	综合奖金额度高, 单项奖金池相对第一方较低
游戏种类	游戏种类单一, 以厂商旗下的电竞游戏为主打	游戏种类丰富, 涵盖时下主流电竞游戏, 包括移动电竞
用户获取成本	多为游戏年度盛事, 用户积极参与获取成本低	赛事在用户的培养上需要更多时间与成本
用户覆盖面	用户多来自于同一款游戏	用户来自多款游戏, 覆盖面更广
赛事长久性	与游戏热度有关, 优秀赛事会延长游戏寿命	赛事项目灵活性大, 易于根据潮流变更

资料来源: 艾瑞, 申港证券研究所

1.2.2 资本入局电竞俱乐部

随着电竞赛事以及俱乐部的商业价值逐渐凸显, 不同背景的资本新血注入电竞俱乐部。与已经成名的电竞俱乐部不同, 新入局的玩家往往背后跟随着实力雄厚的产业资源。俱乐部的不同资源也带动了他们在内容上的升级与变化。而相关的赛事也通过各个俱乐部与各大品牌主们产生直接联系, 吸引更多商业资源, 从而提升双方的商业价值。

图 11: 近年来新晋电竞俱乐部一览



资料来源: 艾瑞, 申港证券研究所

1.2.3 政府助力赛事落地与人才培养

在看到电竞赛事带来的巨大流量与商业价值后, 国内多个城市都在积极发展电竞产业, 2019年6月18日, 上海市发布《促进电子竞技产业健康发展 20 条意见》, 力争 3 至 5 年内全面建成“世界电竞之都”, 规划中明确指出: “要举办一批专业性强、认可度高、具有国际影响力的电竞顶级赛事, 建成一批业态集聚的电竞园区和功能健全的电竞赛馆, 培育一批专业技能突出的电竞高端人才。”

对于政府而言, 在电竞产业链上的主要发力点, 还是在赛事的举办与执行以及电竞

教育上，这也是政府角度最容易做也最顺手的方面。但是赛事做大做强的同时，随着关注度的提升，其正向影响也将辐射到整个产业链。

表2：近年国内部分城市出台关于支持电竞行业的政策

时间	支持政策
2017年7月	银川市政府发布了《关于促进电竞产业发展的实施意见》，指出要打造电竞产品研发基地、电竞赛事举办基地、电竞人才培育基地；打造电竞产品交易发布平台、电竞产业服务平台。
2018年4月	杭州下城区政府推出了“电竞16条”政策,全力吸引电竞数娱相关企业落户，为电竞数娱小镇的发展保驾护航。其中，不仅要设立总额一亿元的电竞数娱小镇产业发展专项资金，还要对入驻小镇的电竞数娱初创企业给予办公用房、人才用房、场馆建设运营、承办赛事等各项补贴，以及参赛、企业上市、创新研发等各项奖励。
2018年7月	北京市政府印发《关于推进文化创意产业创新发展的意见》，文中指出支持举办高品质、国际性的电子竞技大赛，促进电竞直播等网络游戏产业健康发展。
2018年8月	西安市政府发布《西安曲江新区关于支持电竞游戏产业发展的若干政策》，电竞企业最高奖励一个亿
2019年6月	上海市政府发布《促进电子竞技产业健康发展20条意见》，力争3至5年内全面建成“世界电竞之都”
2019年6月	在2019全球电竞运动领袖峰会暨腾讯电竞年度发布会上，海南省旅游和文化广电体育厅对外发布了“海六条”，在资金、人才、税收、出入境、赛事审批和传播等六个方面推动制定相应政策，以支持海南电竞产业发展。

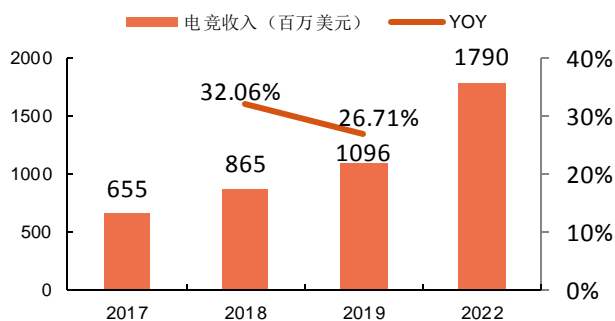
资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

1.3 全球电竞产业发展情况

从世界范围来说，电竞产业也正处于发展的快车道，2018年电竞产业收入8.65亿美元，同比增速达到32%，根据Newzoo的预计，2019年全球电竞产业收入将首次突破10亿美元大关。需要说明的是，Newzoo并未将竞技游戏内收入计入电竞收入之中，仅统计电竞产业的版权销售、门票周边、广告、赞助以及游戏发行收入，与上文艾瑞咨询统计的电竞生态收入口径类似。北美、欧洲、亚洲是电竞收入最主要来源地区，合计占全球电竞收入的95.5%。

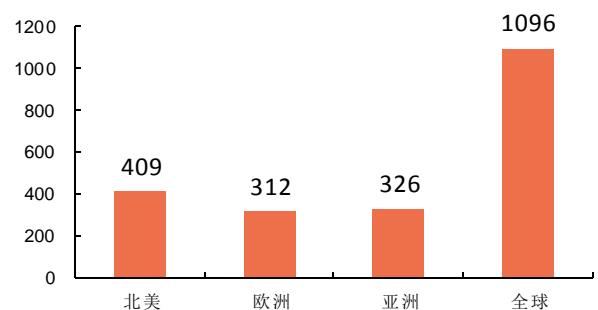
从电竞收入结构来看，各地区也不尽相同，其中亚洲电竞产业的版权销售明显低于其他地区，我们认为，相比于欧美成熟的电竞市场，亚洲市场，特别是中国市场还存在下游播出渠道较为单一等问题，未来随着短视频渠道的扩展以及电视渠道的逐渐放开，赛事版权收入将有较大的提升空间，将持续利好赛事的执行方。

图12：2017-2022年全球电竞产业收入（百万美元）



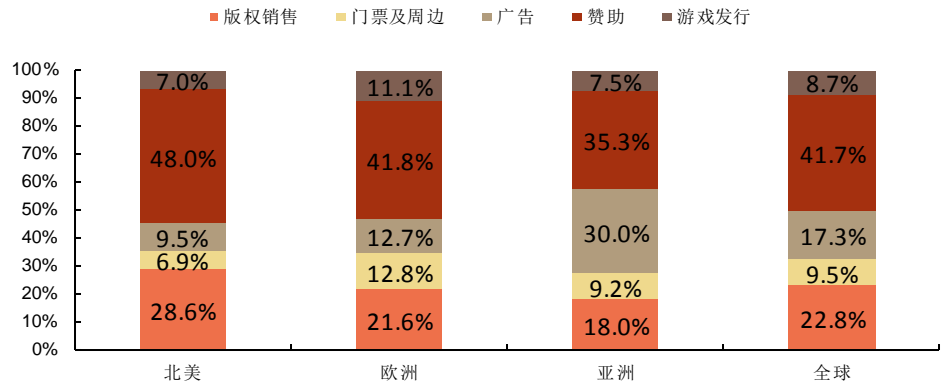
资料来源：Newzoo，申港证券研究所

图13：2019年电竞产业收入按地区分布（百万美元）



资料来源：Newzoo，申港证券研究所

图14：全球电竞产业收入来源结构



资料来源: Newzoo, 申港证券研究所

2. 电竞行业仍具有持续高增长潜力

目前电竞产业收入来源主要是:

- ◆ 赛事内容的版权销售;
- ◆ 赛事的门票及周边商品;
- ◆ 赛事播出时投放的广告;
- ◆ 品牌商对俱乐部/选手及赛事的赞助;
- ◆ 利用赛事关注度进行导流, 作为游戏发行渠道的费用。

本质上而言, 上述五大收入来源都是对赛事以及俱乐部/选手的流量进行变现, 所以我们认为, 提高电竞行业收入最根本的问题在于如何使赛事和俱乐部/选手获得更高的关注度。就目前而言, 我们认为在流量获取以及变现效率提高方面, 国内的电竞行业还有很大的提升空间, 足以支持电竞行业未来继续保持高速增长。

2.1 手游项目仍有广阔空间

我们认为, 目前电竞赛事项目的设置并没有充分享受到手游普及的红利, 电竞项目中手游的比例与其玩家对手游的关注度不匹配, 未来随着手游赛事的增加, 电竞用户的覆盖面将会有所提高。

2.1.1 目前赛事以端游为主

我们选取了历史总奖金额排名前 15 的电竞项目, 数量上端游占据绝对优势, 有 12 款, 手游 2 款 (由于卡牌游戏 (TCG) 在各终端的玩法没有任何区别, 将其排除)。与此同时, 我们统计 2018 年奖金超过百万美元的单项游戏赛事。25 项赛事中, 纯手游的也只有王者荣耀 2018 年冠军杯一项, 说明近年来手游崛起之后, 电竞赛事的项目设置仍然没有完全将其考虑进来。

表3: 总奖金额前 15 名竞技游戏类型及终端

序号	赛事类型	项目历史总奖金额 (万美元)	游戏类型	游戏终端
1	Dota 2	18016	MOBA	端游
2	CS:GO	7660	FPS	端游
3	英雄联盟	6798	MOBA	端游
4	堡垒之夜	3274	FPS/吃鸡	端游
5	星际争霸 2	3041	RTS	端游
6	风暴英雄	1794	MOBA	端游
7	炉石传说	1740	TCG	端/手游
8	守望先锋	1540	FPS	端游
9	绝地求生	1132	吃鸡	手游
10	神之浩劫	864	MOBA	端游
11	光晕	707	FPS	端游
12	彩虹六号	554	FPS	端游
13	穿越火线	490	FPS	端游
14	魔兽世界	463	RPG	端游
15	王者荣耀	433.35	MOBA	手游

资料来源: Esport Earning, 申港证券研究所

表 4: 2018 年奖金超过百万美元的单项电竞赛事

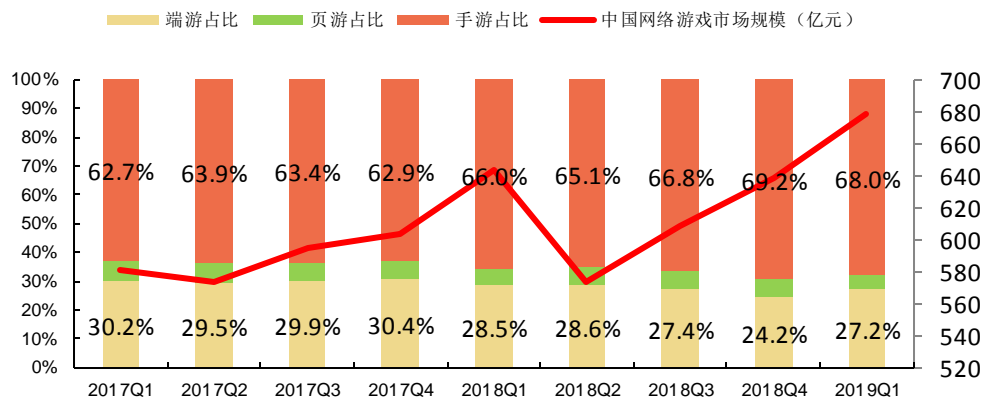
序号	举办时间	赛事名称	类型	终端	奖金总额 (万美元)
1	2018/8/25	The International 2018	MOBA	端游	2,553
2	2018/10/28	Fortnite Fall Skirmish Series 2018	FPS	端游	999
3	2018/9/3	Fortnite Summer Skirmish Series 2018	FPS	端游	800
4	2018/11/3	LoL 2018 World Championship	MOBA	端游	645
5	2018/7/28	Overwatch League - Season 1	FPS	端游	350
6	2018/7/29	PUBG Global Invitational 2018	吃鸡	手游	200
7	2018/10/7	HGC 2018 - Phase #2	MOBA	端游	154
8	2018/5/18	HGC 2018 - Phase #1	MOBA	端游	154
9	2018/8/19	CWL Championship 2018	FPS	端游	150
10	2018/6/10	China Dota2 Supermajor	MOBA	端游	150
11	2018/5/20	Mid-Season Invitational 2018	MOBA	端游	137
12	2018/12/16	Shadowverse World Grand Prix 2018	TCG	端游	131
13	2018/3/25	V4 Future Sports Festival	FPS	端游	124
14	2018/4/7	DAC 2018	MOBA	端游	100
15	2018/11/18	The Kuala Lumpur Major 2018	MOBA	端游	100
16	2018/9/23	FACEIT Major: London 2018	FPS	端游	100
17	2018/8/11	Honor of Kings Champion Cup Summer 2018	MOBA	手游	100
18	2018/7/29	ELEAGUE CS:GO Premier 2018	FPS	端游	100
19	2018/5/20	MDL Changsha Major	MOBA	端游	100
20	2018/5/6	EPICENTER XL	MOBA	端游	100
21	2018/4/15	Halo World Championship 2018	FPS	端游	100
22	2018/3/11	The Bucharest Major 2018	MOBA	端游	100
23	2018/2/25	ESL One Katowice 2018	MOBA	端游	100
24	2018/1/28	ELEAGUE Major: Boston 2018	FPS	端游	100
25	2018/1/21	Hearthstone World Championship 2017	TCG	端游/手游	100

资料来源: Esport Earning, 申港证券研究所

2.1.2 手游关注度无法完全嫁接至同类型端游

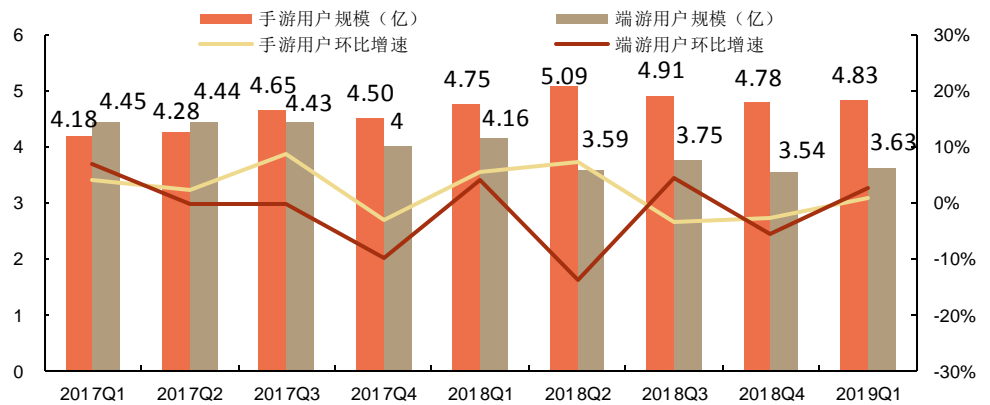
在目前的游戏市场上,手机移动端是毫无疑问的主流使用终端。从收入角度而言,目前手游占据了绝对优势,2019年Q1,中国网络游戏单季度营收为679亿元,其中68%为手游贡献。从用户数角度来看,自从2017年Q3手游用户数超过端游以来,两者差距也在逐渐扩大,2019年Q1手游用户达到4.83亿人,超过端游1.2亿人。

图 15: 2017Q1-2019Q1 中国网络游戏市场规模及结构



资料来源: 艾瑞, 申港证券研究所

图 16: 2017Q1-2019Q1 中国端游及手游用户数



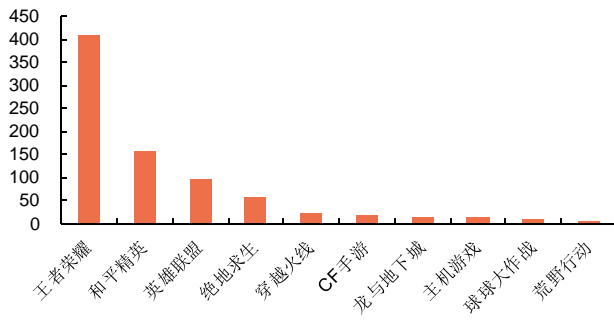
资料来源: 艾瑞, 申港证券研究所

与此同时有一个问题需要厘清,目前同一类型的端游与手游玩法相似,比如《英雄联盟》与《王者荣耀》、《绝地求生》与《和平精英》,是否存在手游用户会更多关注同类型端游的赛事与节目。我们认为,手游的关注度是不能完全嫁接到端游上的。我们选取了2019年5月22日至6月22日,所有直播平台游戏直播开播数前十名。其中手游4款,手游数量比例远超前端的赛事项目设置,并且排名前二的是手游《王者荣耀》与《和平精英》,其开播数远超2-10名之和,玩家的关注点还是更多聚焦在手游上。

针对用户观看电竞直播目的的调查也表明,47.2%的用户是为了学习游戏技巧,而

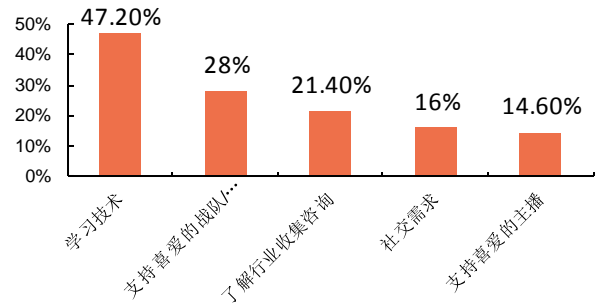
手游与端游在操作上差别较大，也说明了在大的手游玩家基数下，针对于手游的电竞直播需求是比较旺盛的，并且这种需求是不能在端游与手游之间转化的。

图17: 5月22日至6月22日游戏开播数(万次)



资料来源: 小葫芦, 申港证券研究所

图18: 用户观看电竞直播的原因

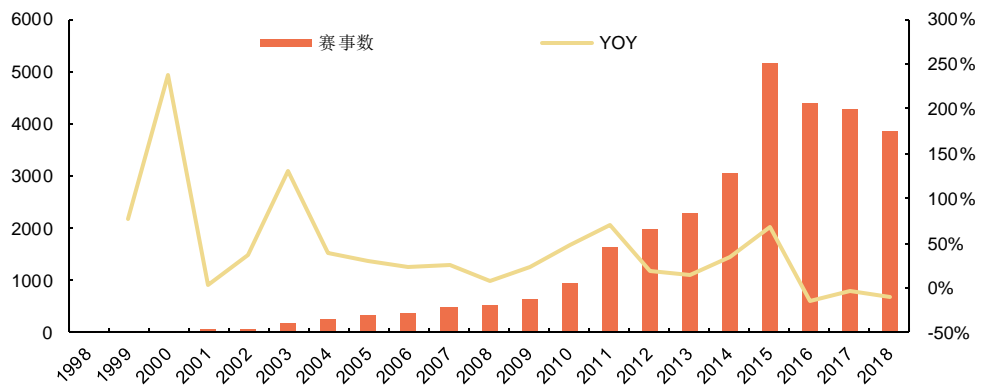


资料来源: 企鹅智酷用户调研, 申港证券研究所

2.2 赛事数量与关注度双提升打开变现空间

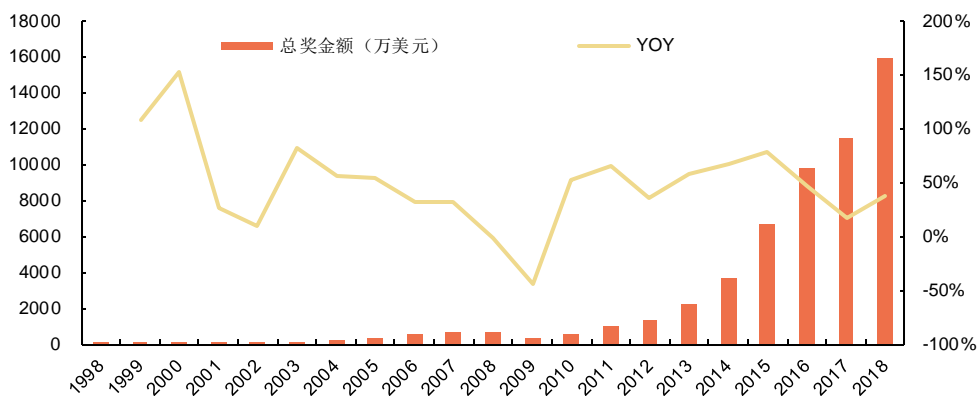
赛事的百花齐放以及奖金的节节攀升一定程度也反映了公众对电竞关注度的提升。在赛事数量上, 从1998年电竞元年仅有9项赛事, 到2018年的3864项赛事, 赛事数CAGR达到35%。虽然自2015年来, 赛事数饱和并有所回落, 但从奖金总额的角度看, 仍处于高速增长中, 2018年奖金总额同比增长38%, 日益高额的奖金背后是观众规模的扩大以及流量变现能力的支撑。

图19: 1998-2018年全球电竞赛事数量



资料来源: Esport Earning, 申港证券研究所

图20: 1998-2018全球电竞赛事总奖金



资料来源: Esport Earning, 申港证券研究所

我们认为,电竞赛事的流量价值仍处于持续发掘的过程中,根据多家权威机构主办的“中国最具赞助价值体育赛事榜”中,2018年电竞赛事的总体排名较2017年有明显的提升,其中LPL更是超过了足协杯、环青海湖自行车赛等老牌知名赛事名列第九,较上年度排名提升十六。需要说明的是,英雄联盟S7全球总决赛在鸟巢举行,S8全球总决赛在韩国举行,故没有出现在榜单之中。

图21: 2017-2018 中国最具赞助价值体育赛事 Top 50 中电竞赛事

2017	排名	2018	排名
英雄联盟S7全球总决赛	15	英雄联盟职业联赛LPL	9
英雄联盟职业联赛LPL	25	王者荣耀职业联赛KPL	17
世界电子竞技大赛WCA	27	全国电子竞技大赛NEST	21
电子竞技世界杯ESWC	29	德玛西亚杯	31
世界电子竞技运动会WESG	35	世界电子竞技大赛WCA	47
全国电子竞技大赛NEST	43		

资料来源: 搜狐, 申港证券研究所

随着赛事知名度的提高,以及俱乐部优秀的的成绩,提供赞助的厂商也日益多元化,早期俱乐部赞助商均为游戏相关行业的公司,如硬件商、游戏厂商等等,但目前知名俱乐部的赞助商中包括食品品牌、日化品牌、服装品牌、豪华汽车品牌等跳出电竞范畴的品牌商,这些多样化的品牌赞助,背后的逻辑还是是厂商对电竞覆盖人群的广泛化以及电竞用户的消费能力具有信心。

图22: 2019 年 LPL 各战队赞助商一览

俱乐部	赞助商											
RNG	梅赛德斯奔驰	东鹏特饮	伊利	凌仕	惠普	七彩虹	努比亚红魔	多力多滋	斗鱼直播	罗技	肯德基	耐克
EDG	企鹅电竞	西瓜视频	英特尔	战马	湾仔码头	雷蛇	珠江人寿	李宁				
WE	iRocks	影驰	快手	巴黎欧莱雅	战旗直播	Score						
JDG	三星显示器	联想拯救者	罗技	京东游戏	斗鱼直播	西伯利亚						
LGD	英特尔	安德斯特	VPGAME	Godeye	HyperX							
SN	惠普	苏宁易购	赛狗电竞	龙珠直播	迪锐克斯							
Snake	Viewsonic	企鹅电竞	冠军电竞经理	罗技	栖息地							
V5	Cherry	HyperX	企鹅电竞	安德斯特	大圣娱乐							
iG	熊猫直播	网鱼网咖	美商海盗船	Betway								
RW	ROG玩家国度	爱奇艺	斗鱼直播	魔爪								
OMG	雷柏	全游电竞	企鹅电竞	技嘉								
VG	耕升	达尔优	迪锐克斯									
BLG	傲风	bilibili										
TOP	Flash Player	滔博运动										
FPX	FunPlus											

资料来源：多玩游戏，申港证券研究所

2.3 播出渠道有望进一步打开

与海外相比，国内电竞行业在产业链下游的内容传播上仍有较大的提升空间，当然这其中也有监管层面的影响，除此之外，其他渠道如短视频等，也在积极开拓，有望进一步提升电竞内容的流量。

2.3.1 政策面向好有望重启电视渠道

在 2004 年 4 月，广电总局发布《关于禁止播出电视网络游戏类节目的通知》后，前期市场反响良好的《游戏东西》（旅游卫视）、《电子竞技世界》（CCTV5）等主流电视台上播放的游戏节目纷纷关停。截至目前，电视渠道上能观看到的电竞内容只有游戏风云频道以及 GTV 旗下的游戏竞技频道、电子体育频道、网络棋牌频道以及 IPTV 渠道的 ESPTV。由于上述频道均是付费频道，并且随着近年来游戏直播的兴起，人才也纷纷出走，电视渠道对于电竞来说已然是一片荒漠。

图 23：游戏风云频道截图



资料来源：公开资料，申港证券研究所

图 24：GTV 游戏竞技频道截图



资料来源：公开资料，申港证券研究所

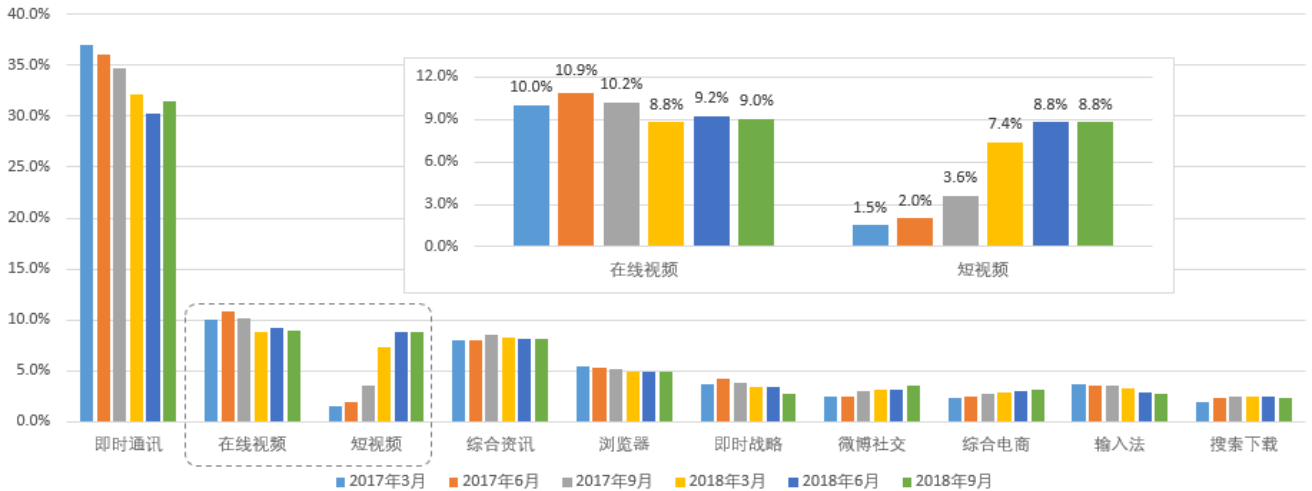
虽然近年来，也有关于制作电竞节目在较大范围内播出的报道，例如 2015 年 2 月完美世界宣布与华懿文化合作，推出国内首个基于大众电视频道的游戏类节目，将于全国 20 家主流省会电视台黄金时段同步播出；2018 年乌镇互联网大会上消息称央视将开启一档新的电竞节目，但最终不了了之。我们依然认为，一方面上述的新闻均体现了业界在电视渠道上的努力，另一方面随着政策的支持以及舆论环境的向好，在重点事件比如 2022 年杭州亚运会的促进下，电竞内容未来有可能重回大

屏幕。

2.3.2 短视频开拓新电竞内容分发渠道

始于 2018 年初的短视频爆发是近年来移动互联网行业的标志性事件，短视频也是目前移动互联网总使用时长增长的主要贡献点。经过一年多的发展短视频行业逐渐进入增长平稳期，截至 2018 年 9 月，对于视频类应用使用时长分布来看，长视频与短视频平分秋色，人均日使用时长都在 26 分钟左右。

图 25：2017 年 3 月至 2018 年 9 月移动互联网各类应用使用时间占比



资料来源：Questmobile，申港证券研究所

目前头部短视频平台的快手已有大量电竞内容上线，覆盖了大多数热门游戏项目，同时快手也开拓了直播业务，对主播阵容以及赛事内容进行投资，并且联合香蕉传媒推出了绝地求生自有赛事，自此短视频平台与直播平台可以互相导流。

图 26：快手在电竞上的布局

快手短视频拥有大量电竞游戏短视频内容，覆盖热门游戏项目

- #王者荣耀#: 116369个视频作品
- #绝地求生#: 48178个视频作品
- #英雄联盟#: 11012个视频作品

绝地求生官方账号入驻，拥有25.4万粉丝

大量电竞内容催生直播需求

通过直播将电竞流量变现

快手直播

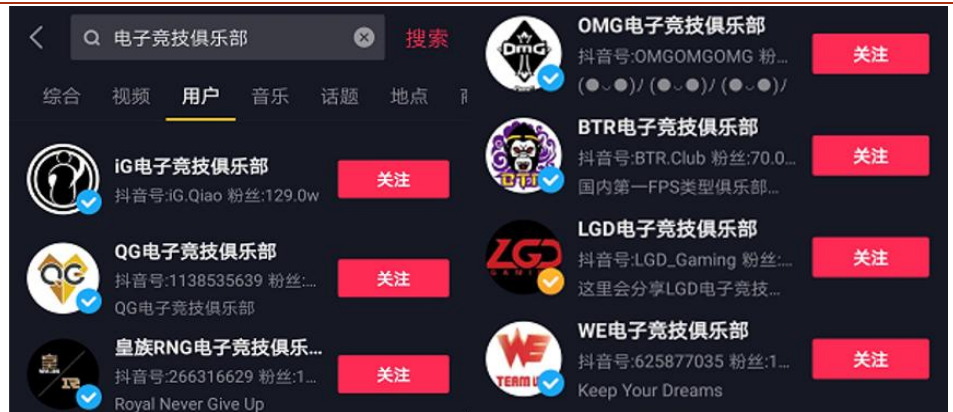
通过与行业内知名内容制作公司合作，共同推出平台自有赛事，提升对电竞用户的吸引力。

资料来源：艾瑞，申港证券研究所

与此同时，短视频另一巨头抖音也迎来了国内各大电竞俱乐部的进驻，国内知名电竞俱乐部如 IG、OMG、皇族等等均已在抖音开设官方账号，目前更多的是宣传选手以及展示俱乐部在赛事中的精彩镜头。短视频用户对电竞俱乐部的关注同样也不

输传统体育项目俱乐部，截至6月22日，IG抖音粉丝数为129万，而篮球领域洛杉矶湖人队官方账号的粉丝数为116万。

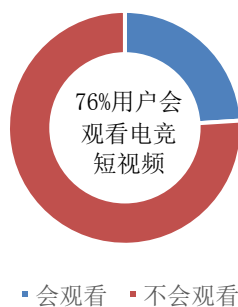
图27：在抖音中开设官方账号的电竞俱乐部



资料来源：抖音，申港证券研究所

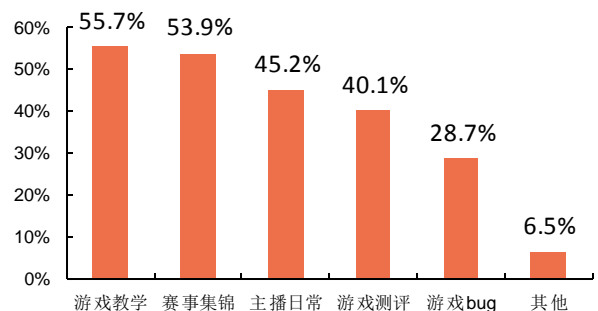
从电竞用户角度而言，通过碎片化时间观看电竞短视频的习惯也正在逐渐养成，有76%的用户会观看电竞短视频，并且观看的目的前两名分别为游戏教学与赛事集锦，一是为了学习进步，一是为了休闲消遣。

图28：2019年电竞用户观看短视频情况



资料来源：艾瑞，申港证券研究所

图29：电竞用户观看短视频的目的



资料来源：艾瑞，申港证券研究所

诚然，短视频在电竞内容上的布局将与目前主流分发渠道的直播平台产生竞争，但同时，短视频碎片化的消费方式也与游戏直播长时间的观看在用户需求上存在互补，另一方面，直播中大量的精彩内容可以通过短视频方式更为广泛的传播，从而将短视频用户转化为电竞用户。就对于电竞行业的总体影响而言，短视频渠道开拓新的流量来源，在电竞产业链上，无论是对游戏、俱乐部还是赛事均提升了曝光度，进而提升了三者的商业价值。

2.4 电竞强国提升大众关注度

一般而言，良好的成绩会增加电竞项目以及赛事的关注度。从2005、2006年李晓峰SKY连续两年WCG魔兽项目夺冠让更多国人认识电竞，到2018年IG夺得英雄联盟S8全球总决赛冠军引起的全民狂欢，电竞的关注度与赛事成绩息息相关。2018年中国电竞在两大赛事上的夺魁均在百度指数上有明显体现。

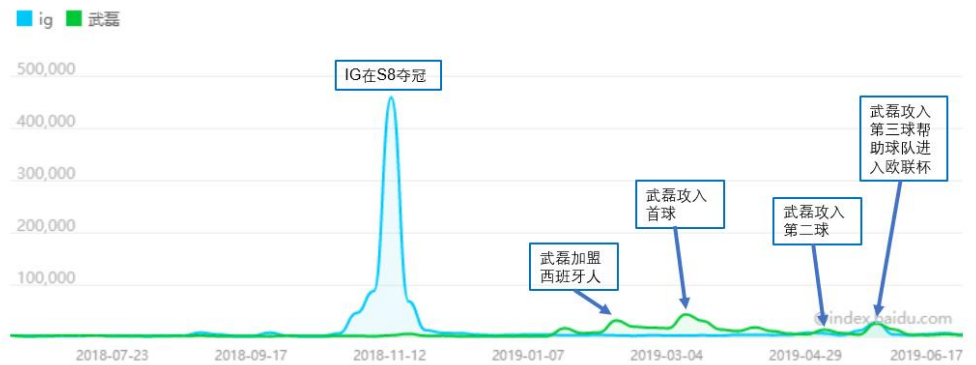
图30: 2018 年至今“电竞”一词百度指数



资料来源: 百度指数, 申港证券研究所

电竞行业重点事件的关注度已经不低于传统体育项目了,我们将近年来电竞圈最重大事件——IG 夺冠以及足球最重大事件——武磊留洋的百度搜索指数进行对比,即使是与中国球员时隔十年终于在五大联赛进球的事件相比,IG 夺冠在百度指数上也是远远超过。

图31: 2018 年 6 月 1 日至今“IG”与“武磊”百度指数



资料来源: 百度指数, 申港证券研究所

我们整理了 2018 年主流电竞项目中奖金最多的赛事,以及中国选手的表现,就目前而言,中国选手虽有“偏科”,但在其中一半的项目中均能取得非常优秀的成绩。需要说明的是,某些项目中没有中国选手的数据并不代表国内俱乐部及选手没有涉及该项目,仅是在奖金最高的赛事中表现不佳而已,比如守望先锋 2018 年 S1 赛季的常规赛中,中国选手也取得了奖金数第 11 名的成绩。

表5: 主要电竞项目 2018 年奖金最多的赛事中国选手情况 (万美元)

序号	项目	2018 年奖金最多赛事	中国奖金总额	中国奖金排名	中国奖金占比	中国选手数	中国选手占比
1	Dota 2	The International 2018 (TI8)	430.22	2/24	16.85%	27	30%
2	CS:GO	ELEAGUE CS:GO Premier 2018	/	/	/	/	/
3	英雄联盟	LoL 2018 World Championship (S8)	159.64	2/31	24.75%	12	9.23%
4	堡垒之夜	Fortnite Fall Skirmish Series	/	/	/	/	/

序号	项目	2018年奖金最多赛事	中国奖金总额	中国奖金排名	中国奖金占比	中国选手数	中国选手占比
5	星际争霸 2	WCS 2018 Global Finals	/	/	/	/	/
6	风暴英雄	HGC 2018 Global Finals	3.5	8/15	3.50%	10	16.67%
7	炉石传说	Hearthstone Global Games 2018	5	1/48	12.33%	4	2.10%
8	守望先锋	Overwatch League - Season 1 Playoffs	/	/	/	/	/
9	绝地求生	PUBG Global Invitational 2018 (FPP)	45.5	1/27	45.50%	10	12.20%
10	神之浩劫	Smite World Championship 2018	/	/	/	/	/
11	光晕	Halo World Championship 2018	/	/	/	/	/
12	彩虹六号	Six Invitational 2018	/	/	/	/	/
13	穿越火线	CrossFire Stars 2018	12	3/7	13.33%	15	37.50%
14	魔兽世界	BlizzCon 2018 (WoW)	3	2/17	10.71%	8	16.67%
15	王者荣耀	Honor of Kings Champion Cup Summer 2018	58	1	58%	18	/

资料来源: Esport Earning, 申港证券研究所

目前电竞世界的格局是中、美、韩三强争霸, 并且从 2014 年以来, 中国无论是从每年获得赛事奖金总额还是参赛选手数量来看, 都是世界前二的水平, 可以说中国已经是名副其实的电竞强国, 我们认为在未来持续好成绩的刺激下, 公众对电竞的关注度将会节节攀升, 其商业化水平最终将与中国电竞的世界地位相匹配。

表 6: 2009-2018 年电竞奖金国家排名 (奖金单位: 万美元)

排名	2018			2017			2016			2015			2014		
	国家	奖金	选手	国家	奖金	选手	国家	奖金	选手	国家	奖金	选手	国家	奖金	选手
1	美国	2961	3581	中国	1660	1155	中国	1976	1112	中国	1418	691	中国	1209	422
2	中国	1682	1159	美国	1528	3026	美国	1560	3192	美国	1326	2726	韩国	567	499
3	韩国	1413	1193	韩国	1215	958	韩国	1269	898	韩国	656	616	美国	398	1737
4	丹麦	1053	401	丹麦	502	363	瑞典	535	602	瑞典	402	534	瑞典	208	354
5	芬兰	741	324	德国	480	731	丹麦	456	325	加拿大	370	466	加拿大	137	250
6	俄罗斯	699	736	瑞典	398	623	加拿大	316	507	丹麦	226	283	俄罗斯	112	325
7	瑞典	633	534	芬兰	368	368	巴西	285	495	俄罗斯	206	667	乌克兰	99	92
8	法国	613	930	法国	357	735	乌克兰	245	119	乌克兰	202	171	德国	88	359
9	加拿大	496	610	俄罗斯	357	557	德国	243	628	巴基斯坦	173	2	中国台湾	79	122
10	德国	427	830	巴西	337	742	俄罗斯	229	512	德国	170	721	丹麦	66	188
排名	2013			2012			2011			2010			2009		
	国家	奖金	选手	国家	奖金	选手	国家	奖金	选手	国家	奖金	选手	国家	奖金	选手
1	韩国	543	459	韩国	377	396	韩国	273	299	美国	156	621	韩国	93	130
2	美国	374	1143	中国	203	210	美国	205	763	韩国	145	253	美国	67	623
3	瑞典	273	266	美国	128	686	乌克兰	82	50	瑞典	39	165	瑞典	43	123
4	中国	221	242	中国台湾	88	31	中国	71	142	中国	33	96	中国	33	102
5	乌克兰	65	79	俄罗斯	66	307	英国	47	194	德国	33	465	德国	28	203
6	德国	57	329	瑞典	49	243	瑞典	45	144	乌克兰	26	55	丹麦	15	102
7	法国	50	273	德国	45	304	俄罗斯	40	129	法国	22	195	法国	14	153
8	加拿大	50	173	法国	44	264	法国	35	219	俄罗斯	16	136	俄罗斯	12	114

9	俄罗斯	47	318	加拿大	43	171	德国	32	202	丹麦	15	114	波兰	12	42
10	马来西亚	41	64	乌克兰	32	94	波兰	27	81	加拿大	12	105	英国	10	114

资料来源: Esport Earning, 申港证券研究所

3. 投资建议

3.1 腾讯控股 (0700.HK)

腾讯在电竞产业链进行了广泛布局, 未来将最大化的获取电竞行业增长的红利:

- ◆ 主流电竞游戏中《英雄联盟》、《王者荣耀》、《穿越火线》、《和平精英》均为腾讯旗下游戏, 并且随着手游电竞热度的提升, 坐拥两款高人气手游的腾讯有望获取超额增长;
- ◆ 赛事方面, 腾讯依靠旗下游戏成为第一方赛事运营商, 近期的 LPL 夏季锦标赛, 峰值观众数达到了 2539 万人。此外, 腾讯于 2018 年战略投资赛事运营及内容制作公司 VSPN;
- ◆ 下游渠道中两大直播平台斗鱼、虎牙均获得腾讯的投资, 并且公司也运营自有电竞平台企鹅电竞。

图 32: 2018 年腾讯在游戏直播领域布局

直播平台			
最新投资金额	4.6亿美元	6.3亿美元	集团内部孵化
最新投资日期	2018年3月8日	2018年3月8日	未知

资料来源: 公开信息, 申港证券研究所

3.2 完美世界 (002624.SZ)

完美世界在电竞行业同样深耕多年, 布局广泛:

- ◆ 竞技游戏方面, 完美世界为主流项目《Dota 2》、《CS:GO》国内独家代理, 将受益于赛事火爆对游戏推广以及游戏消费的提升;
- ◆ 赛事方面, 完美世界举办了《Dota 2》赛事亚洲邀请赛 (DAC) 以及 Super major;
- ◆ 电竞教育方面, 今年 5 月, 完美世界教育联合企鹅体育和联盟电竞, 三方将共同打造中国最专业的电竞在线培训平台, 有望成为电竞爱好者知识获取与技能提升的第一渠道。

3.3 顺网科技 (300113.SZ)

公司是国内知名的网吧娱乐平台服务商, 提供游戏、电竞、娱乐、直播等多元化泛娱

乐活动。公司目前覆盖 10 万家以上网吧,在网吧管理软件市场占有率超过 70%,占据行业龙头位置。

2018 年,公司与多款竞技游戏达成了赛事合作,累计举办线上线下大小赛事数百场,并拥有自己的赛事品牌 ChinaJoy Cup 等。公司与《英雄联盟》合作的首届全国网吧冠军联赛(LNL)也充分彰显了公司在网吧领域和电竞布局上的优势与力度。

3.4 虎牙 (HUYA.N)

作为游戏直播领域前二的平台,游戏直播平台第一股,虎牙自 2015 年从 YY 剥离后发展迅速。2018 年 Q4,虎牙已连续 5 个季度盈利,也实现了 2018 全年盈利,全年录得超 4.6 亿元人民币净利润。用户数据方面,2018 年 Q4,虎牙平均 MAU 同比增长 34.5%到 1.17 亿,付费用户数同比增长 73.1%至 480 万。

平台流量受益于电竞赛事火爆,2018 年 Q4,虎牙播出了包括英雄联盟 2018 赛季全球总决赛 (LOL S8) 和王者荣耀职业联赛秋季赛 (KPL Autumn) 等在内的 110 多个电竞赛事,观看人次超过 3.8 亿,2018 年的外部赛事直播总数达到约 400 个,总观看人次超 16 亿。

与此同时,虎牙将进一步挖掘电竞价值,除打造自有赛事外,虎牙还与暴雪公司携手组建电竞战队,与 WESG、NEST 等世界级的赛事展开深度合作。

4. 风险提示

政策监管转严,新竞技游戏开发受阻,游戏行业增长不及预期。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上