

斗鱼 虎牙 双雄竞逐游戏直播

—文化传媒

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

游戏直播仍是高速赛道。2018 年行业收入规模增速较前两年有所下滑, 但仍有 62.5% 的同比增长, 我们预计未来 5 年内仍能保持 20-25% 的复合增速。

行业双雄格局将持续: 由于虎牙、斗鱼兼具融资优势、运营优势, 在腾讯同时战略投资双方后, 中小平台想要逆袭难度极大。与此同时, 双方合并动力不足, 因为虎牙连续五个季度盈利, 斗鱼也在 2019 年一季度开始盈利游戏直播行业与当初网约车滴滴、快的寻求合并以结束烧钱补贴的局面并无可比之处。另外, 出于腾讯对电竞行业下游渠道的掌控力来说, 我们认为双方合并的动力不足, 此外, 游戏直播市场体量足以容纳两家大型平台;

◆ **需求端来看:** 虽然互联网人口红利的逐渐消退, 但是我们认为, 由于目前游戏直播用户基数相对较小, 即使网民数、游戏用户在网民中占比、游戏直播用户在游戏用户中占比三者增长均有所放缓, 三者增速的累积足以使游戏直播用户数保持 20% 左右的增长。**游戏直播需求具有刚性,** 游戏直播因其与游戏玩家及电竞用户这一垂直细分人群绑定的特殊性, 受其他新兴娱乐方式的影响较小, 并且随着电竞行业的普及率以及接受度提高, 未来作为电竞行业下游的游戏直播, 其用户增速以及粘性均有稳定提升。

◆ **供给端来看:** **对于主播,** 我们认为随着新增资本暂停投入, 行业集中度的提升后将会大幅降低主播的心理报价预期, 降低主播成本。与此同时, 在腾讯发布关于直播行业声明后, 对主播违规跳槽进行处罚, 未来主播的稳定性也会有所加强; **对于游戏内容,** 在没有下一款现象级电竞游戏推出之前, 现在主流的 MOBA 与 FPS 类游戏在平台上的需求将保持稳定; **对于电竞内容,** 我们认为电竞赛事未来所占比重将会有所上升。直播平台目前仍是最主流的电竞赛事播出渠道, 随着国家对电竞行业的支持, 电竞的普及加大直播平台的赛事内容供给, 并且带来稳定的观众流量。

对于斗鱼、虎牙两家头部平台, 我们认为双方因其背景与运营战略的不同而各具特色。斗鱼在游戏主播、电竞赛事上投入巨大, 内容端占优带来的是流量上的领先。虎牙因其脱胎于 YY 而具有良好的直播运营基因, 尤其是星秀板块运营良好, 与之相对的是收入、净利润以及付费转化率的领先。

从海外直播龙头 Twitch 的发展来看, 游戏直播在全世界范围内都是高速增长的赛道, 并且相较于国内的打赏收入为主, 付费订阅在海外也被证明是可行的, 斗鱼、虎牙也在持续探索付费观看的可能性, 我们认为随着电竞市场的火热, 用户对电竞赛事的需求逐渐强化, **未来付费观看是可能实现的, 届时直播平台的业绩以及估值都将迎来极大的提升空间。**

投资策略: 我们认为游戏直播行业在需求刚性以及电竞发展的刺激下将保持高速增长, 供给侧的出清有助于主播成本降低, 同时带来行业集中度提高, 盈利状况有望向好, 行业龙头有望获得超额增长, 推荐行业 Top 2 公司斗鱼、虎牙。

风险提示: 政策管控力度加大; 游戏供给不及预期; 电竞行业发展不及预期

行业重点公司跟踪

证券简称	EPS(元)			PE			PB	投资评级
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
HUYA.N	-15.02	1.64	3.71	-8.64	97.37	42.84	6.06	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 07 月 18 日

曹旭特

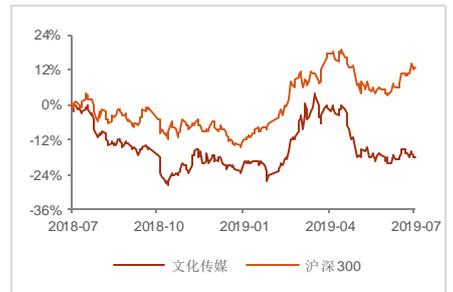
分析师

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: 传媒行业中报业绩预告分析》2019-07-16
- 2、《文化传媒行业研究周报: 斗鱼即将上市 看好游戏直播行业》2019-07-09
- 3、《文化传媒行业研究周报: 建议关注暑期档进口片及中影》2019-07-01

内容目录

1. 双雄争霸游戏直播	5
1.1 游戏直播仍是高速赛道.....	5
1.2 短期内双雄格局将持续.....	7
1.3 行业走上正轨 规范运营.....	9
2. 需求端：游戏直播需求刚性	11
2.1 流量红利末期 用户增长稳定.....	11
2.2 游戏直播受短视频影响小.....	12
2.3 探索海外需求 未来有望贡献业绩.....	13
3. 供给端：主播、游戏、赛事	14
3.1 现有主流游戏持续保持关注度.....	15
3.2 主播成本有望降低 稳定性提高.....	16
3.3 电竞行业高景气度带动下游网络直播.....	18
3.3.1 电竞行业高速发展.....	19
3.3.2 电竞关注度持续提升.....	20
4. 斗鱼 VS 虎牙	22
4.1 斗鱼流量占优.....	22
4.2 虎牙流量转化更强.....	24
5. 海外 Twitch 持续增长 或为双雄借鉴	29
6. 风险提示	30

图表目录

图 1： 游戏直播市场规模情况	5
图 2： 游戏直播平台用户数情况	5
图 3： 游戏直播行业 MAU 情况	5
图 4： 2016 年 12 月-2018 年 12 月部分游戏直播平台 DAU 数据（万）	7
图 5： 虎牙+斗鱼收入占全行业比例（亿元）	7
图 6： 虎牙+斗鱼 MAU 与全行业 MAU 比值（百万）	7
图 7： 2019 年 4 月各平台主播数（万人）	8
图 8： 2019 年 4 月腰部以上主播各平台分布情况	8
图 9： 中国游戏主播规模	8
图 10： 用户观看电竞直播的原因	11
图 11： 网民数、网络游戏用户数及游戏直播用户数	12
图 12： 2017 年 3 月至 2018 年 9 月移动互联网各类应用使用时间占比	12
图 13： 秀场直播与游戏直播使用率	13
图 14： 玩家退出后仍会关注游戏赛事	13
图 15： 2018 年东南亚短视频/直播 App 下载量 Top20	13
图 16： 2018 年东南亚短视频/直播 App 收入 Top20	13
图 17： Nimo TV 界面	14
图 18： 在 2019 年 6 月 10 日-7 月 10 日开播游戏分布	15
图 19： 2018 年游戏直播市场游戏产品内容分布	15
图 20： CS、星际争霸、魔兽争霸 3 历年奖金（万美元）	15
图 21： 星际 2、DOTA 2、LOL、CS:GO 历年奖金（万美元）	15

图 22: 虎牙开设熊猫宝宝专区	16
图 23: 2018 年游戏直播市场游戏产品属性分布	18
图 24: 游戏直播行业中电竞直播收入占比	18
图 25: 中国电竞市场规模情况	19
图 26: 电竞用户数情况	19
图 27: 游戏行业实际收入情况	19
图 28: 游戏用户情况	19
图 29: 1998-2018 年全球电竞赛事数量	21
图 30: 1998-2018 全球电竞赛事总奖金	21
图 31: 2018 年美国各项竞技体育观众人数(百万人).....	21
图 32: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼 MAU 对比.....	24
图 33: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼 MAU 移动端渗透率对比.....	24
图 34: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼直播收入对比.....	24
图 35: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼非直播收入对比.....	24
图 36: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼直播收入占比.....	25
图 37: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼内容成本对比.....	25
图 38: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼带宽成本对比.....	25
图 39: 2017-2019Q1 斗鱼、虎牙管理费用率	26
图 40: 2017-2019Q1 斗鱼、虎牙销售费用率	26
图 41: 2017-2019Q1 斗鱼、虎牙研发费用率	26
图 42: 斗鱼员工组成(截至 2019.3.31)	27
图 43: 虎牙员工组成(截至 2018.12.31)	27
图 44: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼付费用户数	27
图 45: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼付费率	27
图 46: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼净利润(GAAP)(亿元)	27
图 47: 2018-2019Q1 虎牙净利润(Non-GAAP)(亿元)	27
图 48: 2019 年 Q1 海外游戏直播平台观看时间(百万小时)	29
图 49: 2017Q4-2018Q1 海外游戏直播最高在线人数(百万)	29
图 50: 2012-2019 年 Twitch 同时在线用户数.....	29
图 51: 2018 年 1 月-2019 年 6 月 Twitch 用户观看总时间(百万小时)	29
图 52: Twitch 订阅界面.....	30
表 1: 部分游戏直播平台历史融资情况	6
表 2: 斗鱼部分股东情况(截至 2019 年 7 月 8 日更新招股说明书)	8
表 3: 虎牙部分股东情况(截至 2019 年 4 月 26 日披露年报)	9
表 4: 近年来针对直播平台监管事件	9
表 5: 直播平台需办理的证照.....	10
表 6: 部分直播平台证照情况.....	10
表 7: 2018-2019.1H 奖金数 Top10 竞技游戏项目.....	16
表 8: 2017 年至今关停的部分游戏直播平台.....	16
表 9: 2015 年以来较为著名的主播跳槽事件.....	17
表 10: 官方对电竞行业态度变化	20
表 11: 2019 年 6 月全平台主播人气指数前十	22
表 12: 2018 年游戏直播平台主播数前 10 游戏.....	22
表 13: 2018 年斗鱼自有赛事以及独家直播赛事	23
表 14: 2018 年虎牙自有赛事以及独家直播赛事	23

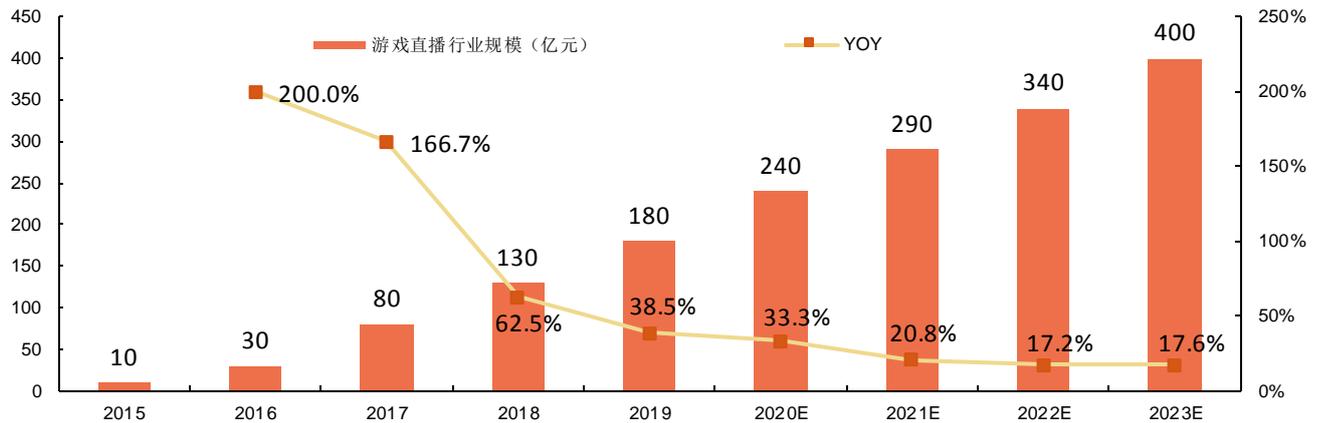
表 15: 2019 年 7 月 8 日-7 月 14 日斗鱼、虎牙主播收入 Top20 28

1. 双雄争霸游戏直播

1.1 游戏直播仍是高速赛道

游戏直播行业的收入体量仍然处于较快速度的增长中。在行业诞生之初，由于基数较低，行业规模保持了两年三位数的增长，2018年行业增速有所下滑，但仍有62.5%的同比增长，我们预计未来5年内仍能保持20-25%的复合增速。与此同时游戏直播用户数2018年同比增长18.2%，行业MAU2018年同比增长15.4%。我们预计行业流量数据未来可保持较快的增速。游戏直播行业仍是一条高速赛道。

图1：游戏直播市场规模情况



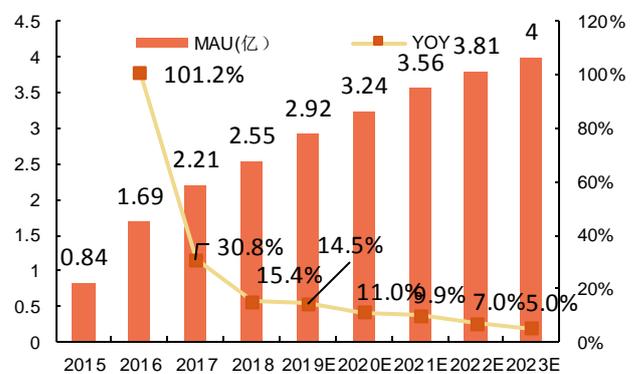
资料来源：艾瑞，斗鱼招股说明书，申港证券研究所

图2：游戏直播平台用户数情况



资料来源：艾瑞，申港证券研究所

图3：游戏直播行业 MAU 情况



资料来源：艾瑞，斗鱼招股说明书，申港证券研究所

游戏直播行业在国内的发展主要经历了四个阶段：

- ◆ 萌芽期（—2013年）：随着《Dota 2》、《英雄联盟》等爆款 MOBA 游戏的推出，以及电竞行业在禁播令后逐渐回暖，观看游戏直播的需求得以催生。与此同时，当时相对成熟的语音聊天工具（如 YY），以及视频网站（如 ACFUN），开始进入游戏直播领域；
- ◆ 成长期（2013—2014年）：随着游戏直播需求的迅速提高，早先进入的玩家开始重视游戏直播这一子领域，虎牙与斗鱼都在这一时期内分别从 YY、ACFUN 中独立出来。在基础设施方面，国家推行光纤入户也保证了直播对高带宽的要求。与

此同时，在海外 Amazon 以 9.7 亿美金收购 Twitch，大大刺激了国内资本对游戏直播行业的热情：

- ◆ 爆发期（2015—2017 年）：随着资本的助力，行业迅猛增长，市面上同时存在的直播平台可达 120 余家之多。与此同时，生产要素价格上涨，玩家增多导致行业乱象不断，市场竞争进入白热化阶段；
- ◆ 成熟期（2018 年至今）：第一家上市游戏直播平台诞生，行业中开始有公司盈利，腾讯战略投资两大头部平台，行业格局逐渐稳定，中小平台逐渐退出。

表 1：部分游戏直播平台历史融资情况

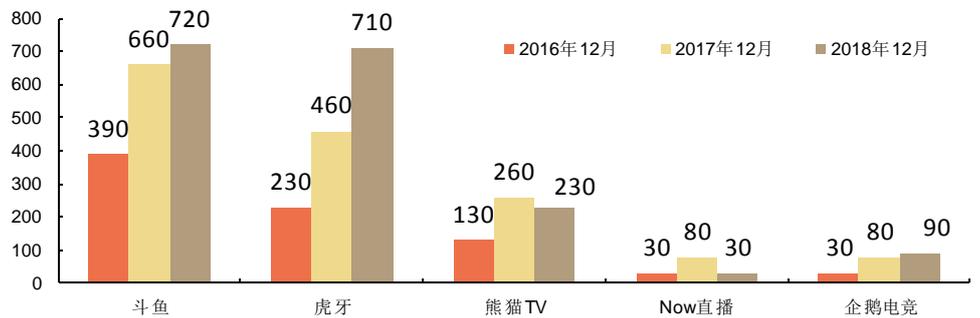
	时间	轮数	募资额	投资方
虎牙	2017 年 1 月 5 日	Pre-A 轮	¥ 数千万	欢聚时代
	2017 年 5 月 17 日	A 轮	\$7500 万	平安海外控股（领投）、高榕资本、亦联资本（YY 多玩）、晨兴资本、李学凌
	2018 年 3 月 9 日	B 轮	\$4.6 亿	腾讯
	2018 年 5 月 11 日	IPO	不超过 \$2.07 亿	纳斯达克 IPO
斗鱼	2014 年 4 月 1 日	天使轮	¥ 数百万	蔡东青
	2014 年 9 月 17 日	A 轮	\$2000 万	红杉资本中国
	2015 年 11 月 18 日	B 轮	\$1 亿	腾讯、红杉资本、中国南山资本、华兴资本（财务顾问）
	2016 年 8 月 15 日	C 轮	¥ 15 亿	腾讯（领投）、凤凰资本（领投）、深创投嘉远基金国家中小企业发展基金、南山资本、融玺创投、红杉资本中国
	2017 年 11 月 20 日	D 轮	¥ 10 亿	招银国际（领投）、南山资本
	2018 年 3 月 8 日	E 轮	¥ 40 亿	腾讯
触手	2012 年 3 月 1 日	A 轮	\$ 数百万	高原资本中国、沸点资本
	2013 年 8 月 1 日	B 轮	\$1000 万	启明创投
	2016 年 4 月 4 日	C 轮	\$2000 万	投资方未披露
	2016 年 12 月 30 日	D 轮	¥ 4 亿	纪源资本顺为资本启明创投沸点资本熠美投资
	2018 年 1 月 5 日	D+ 轮	\$1.2 亿	谷歌（领投）启明创投沸点资本顺为资本
	2018 年 3 月 31 日	D+ 轮	\$ 未披露	爱奇艺
火猫	2015 年 6 月 29 日	种子轮	¥ 未披露	前海开源
	2015 年 9 月 1 日	Pre-A 轮	¥ 未披露	欢聚时代、光大集团
	2015 年 12 月 25 日	A 轮	\$1000 万	优酷
龙珠	2014 年 12 月 15 日	A 轮	¥ 数千万	腾讯、软银中国
	2015 年 11 月 2 日	B 轮	¥ 2.78 亿	游久游戏、投中资本（财务顾问）
	2016 年 11 月 16 日	并购	¥ 亿元及以上	苏宁
imbaTV	2014 年 7 月 4 日	A 轮	¥ 数千万	红杉资本中国、创新工场
	2015 年 10 月 26 日	B 轮	¥ 1 亿	毅达资本、普思资本、红杉资本、中国创新工场
	2016 年 2 月 25 日	战略投资	¥ 未披露	英雄互娱
	2018 年 2 月 9 日	C 轮	¥ 数千万	同创伟业（领投）、国发创投、毅达资本
全民	2016 年 9 月 28 日	A 轮	¥ 5 亿	新番资本、竞远资本
	2015 年 11 月 18 日	天使轮	¥ 数百万	投资方未披露
	2016 年 11 月 4 日	A 轮	¥ 数千万	奇虎 360、辰海资本、取势资本（财务顾问）
熊猫 TV	2017 年 5 月 12 日	A+ 轮	¥ 数千万	品今控股（领投）、真格基金、汉景家族办公室、博派资本
	2017 年 5 月 25 日	B 轮	¥ 10 亿	兴业证券（领投）、汉富控股、思得投资、沃肯资本、光源资本、明石创新、中翼投资、取势资本、昌迪资本、光源资本（财务顾问）

资料来源：IT 桔子，申港证券研究所

1.2 短期内双雄格局将持续

目前国内游戏直播的行业格局是双雄争霸，第一梯队的斗鱼、虎牙已经将其他玩家远远甩在身后。从 DAU 数据来看，2018 年 12 月日均 DAU，斗鱼、虎牙分别为 720 万、710 万，远超排名第三的熊猫 TV 230 万（熊猫 TV 已于 2019 年 3 月关停网站），并且就近三年 12 月份数据而言，Top2 玩家还能保持正增长，而中小平台 DAU 数据在 2018 年出现下滑，其中企鹅电竞作为游戏巨头腾讯自有平台仍有微增，但体量与 Top 2 差距巨大。

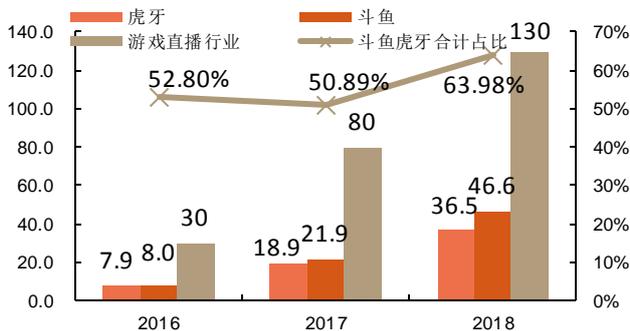
图4：2016 年 12 月-2018 年 12 月部分游戏直播平台 DAU 数据（万）



资料来源：极光大数据，申港证券研究所

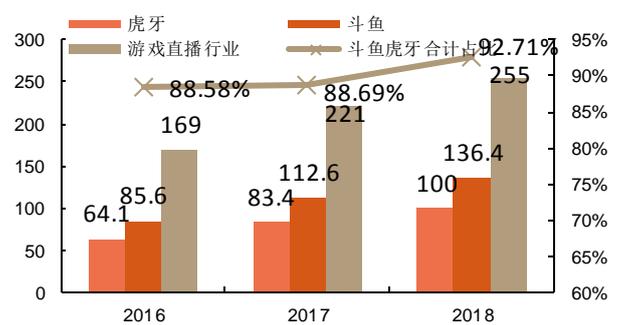
从收入角度而言，近三年 CR2 比重从 52.8% 提升至 64%，受行业集中度提升的影响，斗鱼、虎牙获得了超行业平均水平的收入增速。近三年斗鱼+虎牙 MAU 与行业 MAU 的比值也在提升。值得一提的是，结合收入占比水平来看，我们认为，由于存在重复计算的原因，斗鱼+虎牙 MAU 与行业 MAU 比值并不能完全代表市占率水平，但是从趋势上来看，两位头部玩家的流量在全行业的占比是在逐年提升的，

图5：虎牙+斗鱼收入占全行业比例（亿元）



资料来源：虎牙招股书，斗鱼招股书，艾瑞，申港证券研究所

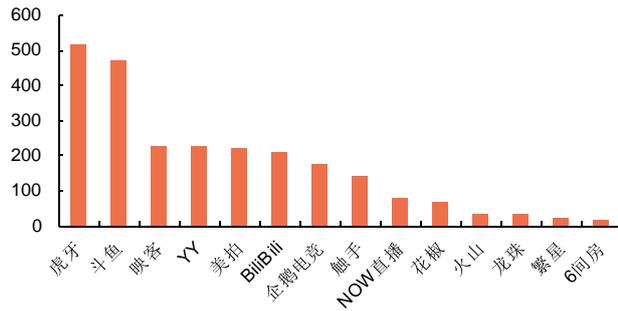
图6：虎牙+斗鱼 MAU 与全行业 MAU 比值（百万）



资料来源：虎牙招股书，斗鱼招股书，艾瑞，申港证券研究所

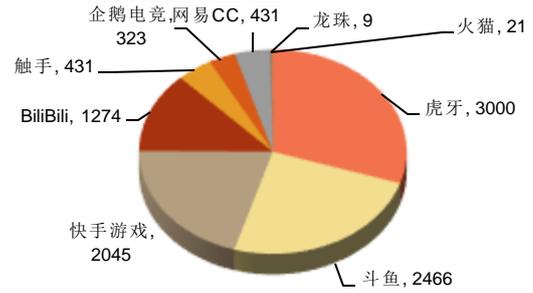
从生产要素——主播的角度而言，斗鱼、虎牙主播资源也远超其他平台，截至 2019 年 4 月，虎牙、斗鱼分别拥有主播数 517 万人、470 万人，在包括秀场直播的泛娱乐平台中也是领先一档。根据预测，2019 年斗鱼、虎牙主播数之和有望超过国内所有游戏主播数的 50%。在活跃的腰部及头部主播中，虎牙+斗鱼所拥有的主播数也超过行业的一半以上。

图7: 2019年4月各平台主播数(万人)



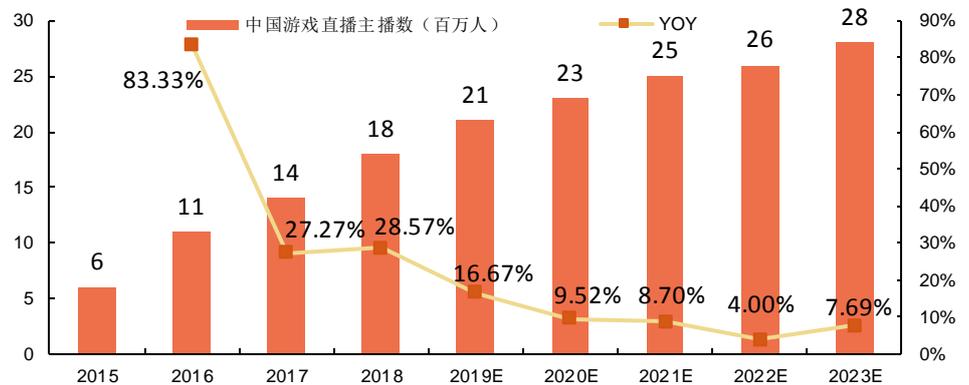
资料来源: 艾瑞, 申港证券研究所

图8: 2019年4月腰部以上主播各平台分布情况



资料来源: 小葫芦, 申港证券研究所

图9: 中国游戏主播规模



资料来源: 艾瑞, 斗鱼招股书, 申港证券研究所

我们认为游戏直播行业短期内将会维持双雄争霸的格局, 原因在于:

- ◆ **Top2 地位稳固**, 虎牙、斗鱼皆上市后, 游戏直播行业将会进入下述循环: Top2 融资优势——吸引优质主播, 技术投入改善体验——挤压中小平台份额——Top2 市占率提升, 财务表现优异——Top2 持续融资或盈利维持运营。并且在腾讯战略投资虎牙、斗鱼后, 中小平台想要逆袭难度极大;
- ◆ **合并动力不足**, 在目前虎牙连续五个季度盈利, 斗鱼也在 2019 年一季度开始盈利的情况下, 游戏直播行业与当初网约车滴滴、快滴寻求合并以结束烧钱补贴的局面并无可比之处, 我们认为双方合并的动力不足, 并且游戏直播市场体量足以容纳两家大型平台;
- ◆ **腾讯的掌控力**, 从腾讯在电竞产业链的布局来说, 目前直播平台仍然是电竞内容最主流的输出渠道, 双雄相争有利于双方均有持股的腾讯, 意味着腾讯对双方均有较强的掌控力。由于目前腾讯在斗鱼、虎牙分别持股 43.1%、31.5%, 并且随着斗鱼 IPO 与虎牙后续融资, 其持股比例还会下降, 一旦合并则意味着腾讯对新的垄断性平台无法控股, 则意味着腾讯失去了电竞行业下游渠道的半壁江山。

表2: 斗鱼部分股东情况(截至2019年7月8日更新招股说明书)

股东	持股数量(万股)	持股比例	备注
Nectarine Investment Limited	1,207	43.1%	腾讯所有
陈少杰	432	14.3%	创始人、CEO、董事
Investments funds affiliated with Sequoia	294	10.5%	红杉树资本中国(相关)

股东	持股数量(万股)	持股比例	备注
Capital China and other group members			
Aodong Investments Limited	267	9.6%	奥飞实控人蔡东青所有
Phoenix Fujun Limited	180	6.5%	
Starry Zone Investment Limited	88	3.1%	
合计	2,468	87.1%	

资料来源：招股说明书，申港证券研究所

表3：虎牙部分股东情况（截至2019年4月26日披露年报）

股东	持股数量(万股)	持股比例	备注
YY	8,970	43.90%	
Linen Investment Limited	6,449	31.50%	腾讯所有
李学凌	609	2.98%	董事长
董荣杰	171	0.84%	CEO、董事
合计	16,199	79.22%	

资料来源：公司财报，申港证券研究所

1.3 行业走上正轨 规范运营

对于直播平台这样一个新兴行业，在发展初期，由于资本的大量涌入、主播队伍良莠不齐、直播内容难以实时监管以及网络直播作为新事物没有专门的监管体系，直播行业在内容输出上的确出现了不少乱象，造成了恶劣的社会影响。其背后是行业出于商业利益对监管边界的不断试探，以及管理部门对行业行为不断修正的博弈。但是随着政府在关于网络直播法律法规上的补足以及日常监管的趋严，伴直播行业走进成熟期，从业者与监管者磨合逐渐完成，行业管理的法律法规也逐渐成体系，我们认为未来监管层面对行业影响将会边际减弱，监管风险将会降低。

表4：近年来针对直播平台监管事件

时间	事件
2016年	2月 国家广电总局联合工信部发布《网络出版服务管理规定》，规定对从事网络出版服务准入条件、公司经营等提出明确要求。
	9月 广电总局下发《关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知》，重申互联网视听节目服务机构开展直播服务行业规范
	11月 国家网信办发布了《互联网直播服务管理规定》，要求从事直播的平台需持有《信息网络传播视听节目许可证》，并提出对主播实施“实名制+黑名单”措施
	12月 文化部发布《文化部关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知》，严肃查处违法违规运营行为
2017年	1月 文化部召开网络表演企业通气会，要求各直播平台对违规内容进行全面自清自查
	4月 国家网信办根据《互联网直播服务管理规定》，依法关停18款涉及传播违法违规内容直播类的应用
	6月 文化部部署全国29个省得文化市场综合执法机构开展查处工作，对50家主要网络表演经营单位进行集中执法检查。30家内容违规得网络表演平台被查处，12家网络表演平台被关停
2018年	4月 文化和旅游部公布一批网络文化市场典型案件，明确加强网络文化市场监管，严查网络游戏、表演、音乐市场禁止内容
	2月 国家广电总局整顿网络答题活动，封禁喊麦主播；同月，网信办依法查处一批严重违规的网络直播平台及主播
	4月 全国扫黄打非办公室召集YY、斗鱼、花椒、映客、六间房、龙珠、熊猫、快手等互联网公司相关负责人，明确监管要求；同月，文化和旅游部发布集中检查网络表演平台，发布“集中执法检查的30家网络表演平

台名单”

8月

全国扫黄打非办公室发布《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政策，建立主播黑名单制度。

资料来源：公开资料，申港证券研究所

从直播平台需要证照来看，直播行业是受到多个政府部门的交叉监管。首先，《电信与信息服务业务经营许可证》（ICP证）与《网络文化经营许可证》（文网文）是经营性网站必备的，从此二证的发证部门来看，直播行业需要受到工信部与文化部的管理。2016年9月广电总局下发《关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知》，加强了关于直播的监管，意味着之前文化部的文网文升级成了广电总局的《信息网络传播视听节目许可证》（网络视听许可证），广电总局也同样具有管理职能。

由于网络视听许可证办理要求更高，发证数量少，所以在实操中直播平台往往只具有文网文，具有网络视听许可证的B站主要是因为其视频网站的属性，而非直播平台。值得说明的是，直播平台若需要播出相关非直播的视频内容，如主播下播后的录播内容，则需要办理《广播电视节目制作许可证》。

表5：直播平台需办理的证照

证照类别	发证部门	适用范围
ICP许可证	内资企业：各省市 通信管理局 合资企业：工信部	ICP证是网站经营的许可证，根据国家《互联网管理办法规定》，经营性网站必须办理ICP证
互联网出版许可证	广电总局	凡是在互联网和移动网上上线运营电子阅读，电子出版物，音像制品，互联网图书，互联网报纸，互联网杂志，手机出版物，学术出版物，艺术出版物，教育出版物，游戏，地图等，都需要办理此证
网络文化经营许可证	所在地文化厅/局	以营利为目的，通过向上网用户收费或者以电子商务、广告、赞助等方式获取利益，提供互联网文化产品及其服务的活动。需要办理此证
广播电视节目制作许可证	广电总局	适用于设立广播电视节目制作经营机构或从事专题、专栏、综艺、动画片、广播剧、电视剧等广播电视节目的制作和节目版权的交易、代理交易等活动的行为
信息网络传播视听节目许可证	广电总局	从事信息网络传播视听节目业务，应取得此证。《信息网络传播视听节目许可证》由广电总局按照信息网络传播视听节目的业务类别、接收终端、传输网络等项目分类核发。业务类别分为播放自办节目、转播节目和提供节目集成运营服务等。接收终端分为计算机、电视机、手机及其它各类电子设备。传输网络分为移动通信网、固定通信网、微波通信网、有线电视网、卫星或其他城域网、广域网、局域网等

资料来源：广电总局，文化部，工信部，申港证券研究所

表6：部分直播平台证照情况

	ICP许可证/ICP备案	互联网出版许可证	网络文化经营许可证	广播电视节目制作许可	信息网络传播视听节目许可证
虎牙	√	√	√	√	
斗鱼	√		√		
快手直播	√		√		
Bilibili	√		√	√	√
触手	√		√		
企鹅电竞	√	网站未明确标明，但腾讯在用户协议中将直播服务视为《腾讯服务协议》、《QQ服务协议》、			

敬请参阅最后一页免责声明

ICP 许可证/ICP 备案 互联网出版许可证 网络文化经营许可证 广播电视节目制作许可 信息网络传播视听节目许可证

		《微信服务协议》的补充协议	
网易 CC	√	√	√
龙珠	√	√	
火猫	√	√	

资料来源：各平台网站，申港证券研究所

2. 需求端：游戏直播需求刚性

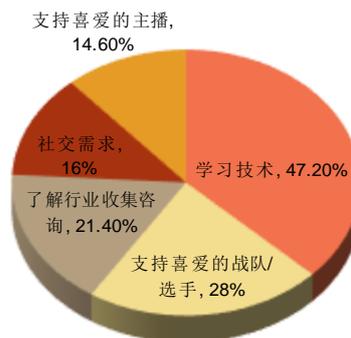
我们认为用户对于游戏直播的需求主要在于三点：

- ◆ **学习主播打游戏**，即为了在游戏中有更好的表现。可以是为了在竞技游戏中击败对手，也可以是为了在非竞技游戏中更好的探索游戏内容。根据用户调研，47.2%的用户观看电竞直播是为了学习技术；
- ◆ **看主播打游戏**，即休闲娱乐杀时间，我们认为除学习技术外，其他动机都可以归纳为休闲娱乐需求，这部分需求在电竞直播中占比为 52.8%；

对于第一点，我们认为需求相对刚性，但是会受到整体游戏/电竞用户增长的影响，不太会存在非游戏/电竞玩家观看直播的情况。对于第二点，则需求弹性较大，这类需求直接受到其他娱乐方式，如影视剧、游戏、短视频的竞争。

我们认为，游戏直播因其与游戏玩家及电竞用户这一垂直细分人群绑定的特殊性，受其他新兴娱乐方式的影响较小，并且随着电竞行业的普及率以及接受度提高，未来作为电竞行业下游的游戏直播，其用户增速以及粘性均有稳定提升。

图 10：用户观看电竞直播的原因



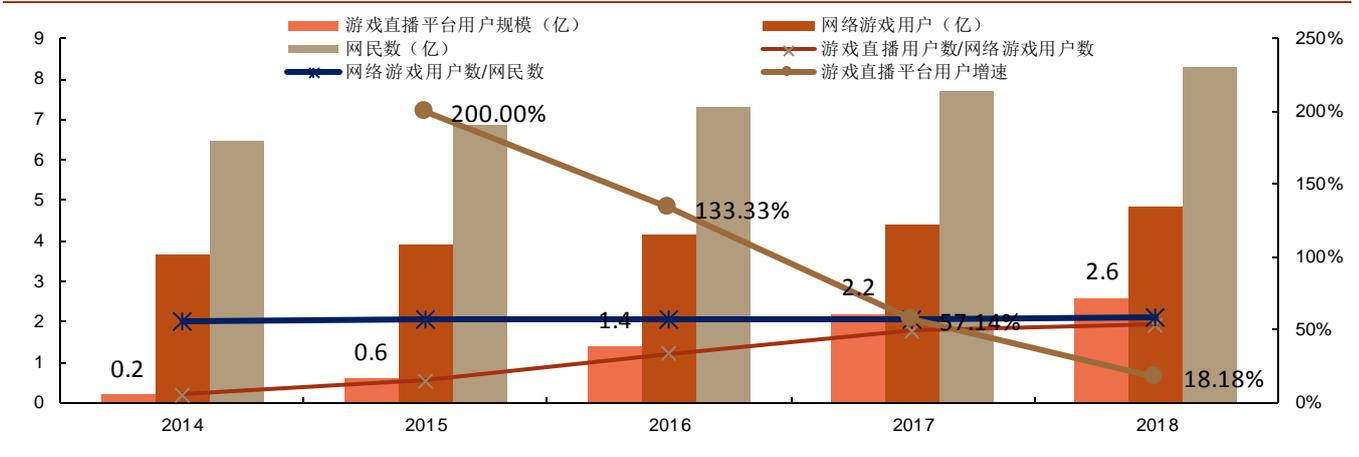
资料来源：企鹅智酷用户调研，申港证券研究所

2.1 流量红利末期 用户增长稳定

随着互联网人口红利的逐渐消退，可供转化的游戏直播用户存量也在减少。2014-2018 年无论是网民数还是网络游戏用户数增长已基本平稳，游戏用户数在网民中的占比稳定在 57% 左右。而游戏直播用户数与游戏用户数更为相关，在经历了 2014-2017 年占比快速增长期后，游戏直播用户在游戏用户中占比提升也有所放缓。但是我们认为，由于目前游戏直播用户基数相对较小，即使网民数、游戏用户在网民

中占比、游戏直播用户在游戏用户中占比三者增长均有所放缓，三者增速的累积足以使游戏直播用户数保持 20% 左右的增长。

图 11: 网民数、网络游戏用户数及游戏直播用户数

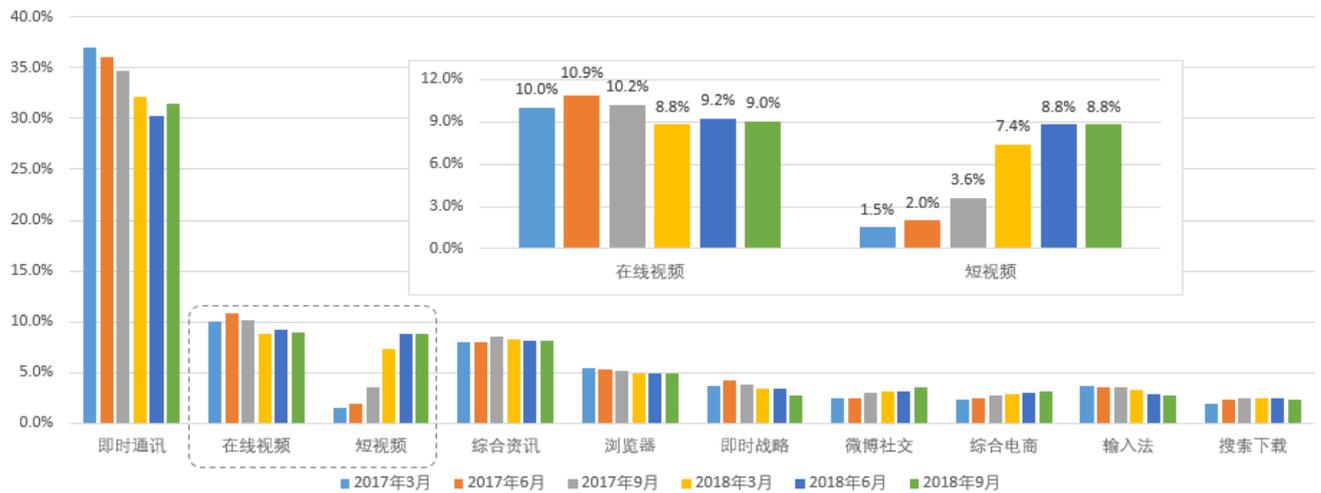


资料来源: CNNIC, 艾瑞, 申港证券研究所

2.2 游戏直播受短视频影响小

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。

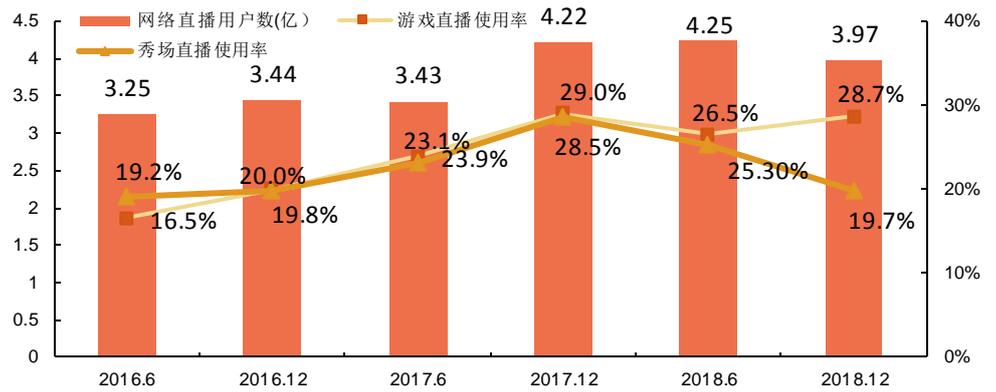
图 12: 2017 年 3 月至 2018 年 9 月移动互联网各类应用使用时间占比



资料来源: Questmobile, 申港证券研究所

同为泛娱乐直播的游戏直播与秀场直播却在短视频的冲击下表现有所不同。在短视频突飞猛进的 2018 年，秀场直播收到直接冲击，使用率与用户数均出现大幅下滑，而游戏直播使用率在年终短暂下滑后，稳定在 28.7%。我们认为主要是游戏直播与游戏玩家及电竞用户这一垂直细分人群绑定的特殊性，并且游戏直播与短视频内容也存在较大的差异化，这也说明游戏直播需求的刚性及不可取代性。

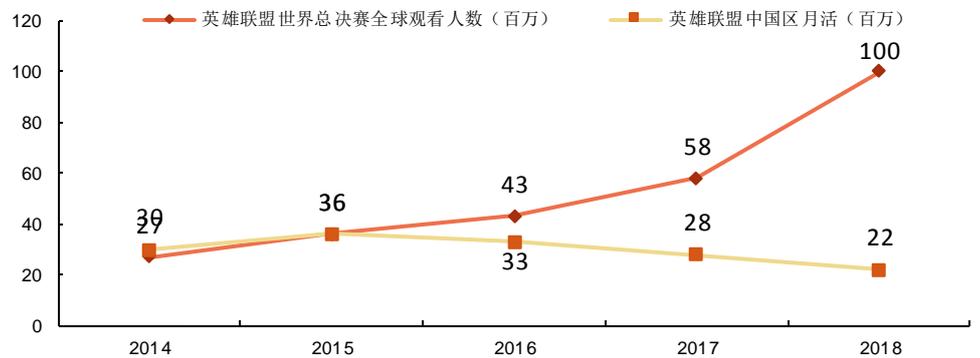
图13: 秀场直播与游戏直播使用率



资料来源: CNNIC, 申港证券研究所

对于游戏直播较为特殊的一点是,即使在游戏玩家因故退出游戏后,也可能继续使用游戏直播平台。以《英雄联盟》为例,游戏于2011年正式在国内发行,在2015年后,玩家进入倦怠期,总体MAU有所下滑,但是与此同时,游戏赛事的关注度却在不断创新高,S8总决赛全球观看人数达到1亿人,说明游戏直播的使用周期相对于单款游戏来说更为长久。

图14: 玩家退出后仍会关注游戏赛事



资料来源: 斗鱼招股书, 艾瑞, 申港证券研究所

2.3 探索海外需求 未来有望贡献业绩

直播行业在国内发展成熟之后也纷纷向海外输出商业模式。率先出海并取得佳绩的是YY。2019Q1财报显示,YY旗下产品在全球的平均移动月活跃用户数达到4亿以上,其中超过75%的用户来自中国以外的地区。YY旗下的直播平台BIGOLIVE已成为海外最大的直播平台。以邻近的东南亚为例,短视频/直播类App榜单已经被中国的行业巨头所占领。就游戏直播App而言,虎牙旗下的Nimo TV、斗鱼投资的Nonolive、触手的Game.ly Live都出现在2018年东南亚短视频/直播App下载榜Top20,其中Nimo TV与Nonolive也进入了短视频/直播App收入榜Top20。

图15: 2018年东南亚短视频/直播App下载量Top20

图16: 2018年东南亚短视频/直播App收入Top20

1	Tik Tok 字节跳动	11	Yome Live 欢聚时代	21	95Live DONCHEN LIMITED
2	小影 QuVideo Inc.	12	Game.ly Live 触手	22	LiveMe 猫豹移动
3	BIGO LIVE 欢聚时代	13	蛋宝游戏厅 Omniel, Inc	23	1024直播 1024live
4	Likee 欢聚时代	14	火山小视频 字节跳动	24	Nimo TV 欢聚时代
5	Nimo TV 欢聚时代	15	MLive WinNine Pacific Pty	25	Chums Live 北京瑞福灵启科技
6	Nonolive 世纪信息科技	16	VOOV 腾讯	26	Yome Live 欢聚时代
7	快手 北京快手科技	17	GOGO LIVE 腾讯	27	花椒直播 花椒和风
8	VMate 2019 UC	18	LiveMe 猫豹移动	28	一直播 一下科技
9	Cube TV 欢聚时代	19	Tango Live Video TangoMe	29	GOGO LIVE Global Live
10	Up直播 亚创集团	20	Mico 深圳乐游网络科技有限公司	30	映客 映客互动

资料来源：Sensor Tower，申港证券研究所

资料来源：Sensor Tower，申港证券研究所

在众多出海游戏直播平台中，受股东 YY 出海经验的影响，Nimo TV 率先取得成绩，2018 年 12 月，虎牙即宣布 Nimo TV 在海外已拥有 1150 万 MAU，并且在 2019 年 6 月，Nimo TV 正式进军巴西，开拓南美市场。目前，Nimo TV 已经开始在巴西当地网罗当地的头部主播资源，并且部分巴西头部电竞战队也已与 Nimo TV 签订了独家直播协议。

但是受到经济发展程度、网络基础设施建设程度以及直播行业发展程度的影响，目前国内游戏直播平台出海的额目标更多还是以战略布局与用户覆盖为主，短期内难以提供业绩支持。

图 17: Nimo TV 界面



资料来源：公开资料，申港证券研究所

3. 供给端：主播、游戏、赛事

对于游戏直播平台而言，其供给端主要为：主播、游戏、赛事。

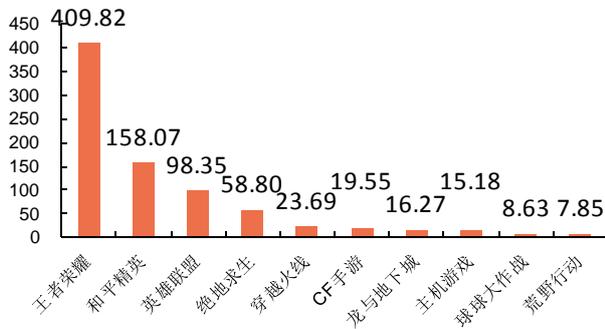
- 对于主播而言，我们认为随着新增资本暂停投入，中小玩家的持续出局，行业集中度的提升后将会大幅降低主播的心理报价预期，与此同时，在腾讯发布《关于直播行为规范化公告》声明后，对主播违规跳槽进行处罚，未来主播的稳定性也会有所加强；

- ◆ 游戏内容上，虽然目前主流的游戏在玩家人数上有所下滑，但是由于直播用户包括在玩玩家与退出玩家，在没有下一款现象级电竞游戏推出之前，现在主流的 MOBA 与 FPS 类游戏在平台上的需求将保持稳定；
- ◆ 我们认为电竞赛事未来所占比重将会有所上升。直播平台目前仍是最主流的电竞内容播出渠道，随着国家对电竞行业的支持，电竞的普及加大直播平台的赛事内容供给，并且带来稳定的观众流量。

3.1 现有主流游戏持续保持关注度

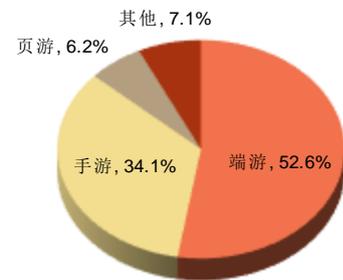
目前游戏直播平台所播的游戏仍然为已经成名已久的主流竞技游戏，根据小葫芦数据，2019 年 6 月 10 日-7 月 10 日所有平台新开播游戏中，传统的热门游戏如《王者荣耀》、《英雄联盟》登仍然位居前列，前十名中未见当年新出游戏踪影。由于退出游戏的玩家有可能继续关注游戏直播，就目前游戏直播市场而言，用户的关注度还是集中在主流的几款游戏上。

图 18: 在 2019 年 6 月 10 日-7 月 10 日开播游戏分布



资料来源：小葫芦，申港证券研究所

图 19: 2018 年游戏直播市场游戏产品内容分布



资料来源：易观千帆，申港证券研究所

我们用某款游戏赛事的奖金数来体现游戏热度，进而分析游戏的生命周期，对于第一代主流竞技游戏《CS》、《魔兽争霸 3》以及《星际争霸》来说，其赛事的由盛转衰约持续了 12 年的时间，并且由于第二代的 MOBA 类游戏的诞生都在 2011 年前后，所以可以认为第一代竞技游戏的衰落是自然的游戏生命周期的体现。但是对于目前游戏直播以及电竞比赛的主流项目如《英雄联盟》、《Dota 2》等来说，可以看到赛事奖金数仍在逐年增长，我们认为目前主流的竞技游戏，特别是 MOBA 类游戏，在下一款新类型的爆款游戏出现之前，其热度仍在攀升之中，直播市场上未来短期内仍然是最为主要的游戏内容。

图 20: CS、星际争霸、魔兽争霸 3 历年奖金 (万美元)

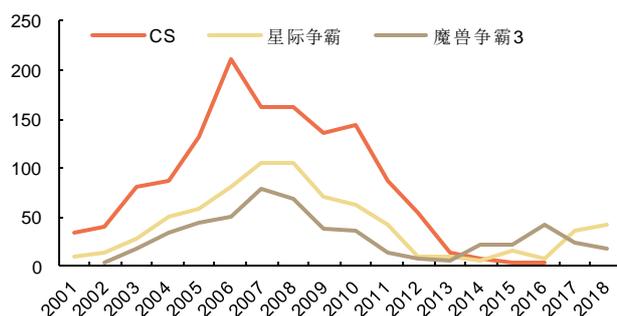
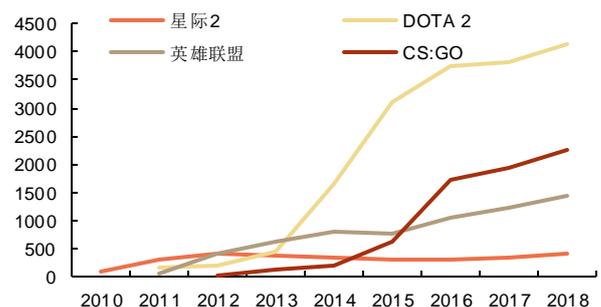


图 21: 星际 2、DOTA2、LOL、CS:GO 历年奖金 (万美元)



资料来源: Esport Earning, 申港证券研究所

资料来源: Esport Earning, 申港证券研究所

表7: 2018-2019.1H奖金数 Top10 竞技游戏项目

2019.1H			2018		
项目名	奖金数 (万美元)	赛事数	项目名	奖金数 (万美元)	赛事数
堡垒之夜	1471	177	Dota 2	4142	167
CS:GO	859	294	CS:GO	2267	830
Dota 2	836	70	堡垒之夜	2005	174
英雄联盟	389	76	英雄联盟	1454	181
守望先锋	334	25	绝地求生	757	108
绝地求生	273	21	守望先锋	659	95
彩虹六号:围攻	263	24	风暴英雄	527	34
炉石传说	226	13	炉石传说	471	131
万智牌:竞技场	182	15	使命召唤: 二战	427	38
FIFA 19	165	20	星际争霸 2	401	435

资料来源: Esport Earning, 申港证券研究所

3.2 主播成本有望降低 稳定性提高

由于行业赛道优秀以及初创期的高增速带来的众多资本的关注, 主播作为流量的保证, 各平台之间相互挖角的事件层出不穷, 其中不乏主播因为高薪诱惑而选择在合约期内跳槽。我们认为随着人口红利的消退、行业增速放缓、资本涌入减少, 供给侧的出清将使主播的议价权有所降低, 从而逐渐降低主播成本。

表8: 2017 年至今关停的部分游戏直播平台

平台名	成立时间	现状
蓝鲨直播	2015 年 12 月	官网关停、App 下架
纠纷直播	2015 年 6 月	官网关停、App 下架
萌我爱 TV	2015 年 4 月	官网关停、App 下架
微赛	2014 年 12 月	转型电竞赛事运营
Nice TV	2014 年 1 月	官网关停、App 下架
玩耍直播	2014 年 9 月	官网关停、App 下架
Ulook TV	2014 年 7 月	官网关停、App 下架
全民直播	2015 年底	官网关停、App 下架
熊猫 TV	2015 年 7 月	官网关停、App 下架

资料来源: 前瞻产业研究院, 申港证券研究所

以熊猫 TV 的关停为例, 2019 年 3 月, 运行了 1286 天的熊猫 TV 正式宣布关停, 自 2015 年 5 月以来, 熊猫 TV 便再未获得任何融资。在网站关停后原平台头部主播基本分流进入了斗鱼及虎牙, 其中虎牙特意开设“熊猫宝宝”专区, 用来方便原熊猫 TV 用户追随主播来到新的平台。我们认为在网站关停后离开, 加入新平台的主播, 因其出于对平台的需求, 在新签约时议价权往往不高, 对于新平台来说成本负担较小。

图22: 虎牙开设熊猫宝宝专区



资料来源：网络资料，申港证券研究所

此外，行业从业者的自律性声明，也对直播平台运营规范化起到积极作用。2019年2月腾讯作为直播平台游戏内容提供方发布了《关于直播行为规范化的公告》，提出12条严禁出现的不良行为。其中除禁止违法、违规行为外，还提到严禁“不遵守契约精神，合约期内无故单方面解约或与第三方签署影响合约正常履行的其他协议”。该声明一出，主播违约跳槽的行为得到一定程度的约束，主播的稳定性得以增强。2月底，从斗鱼违约跳槽至虎牙的知名LOL主播神超和久哥哥相继在微博对违约行为表示道歉，并宣布停播，上述两位主播也在3月底同一天共同宣布，已与斗鱼达成初步和解，并将在虎牙复播。

我们认为在中小平台出清、行业集中度提升以及腾讯对主播违规跳槽的管控下，主播的稳定性将会提高，未来也有利于平台日常的运营与管理。

表9：2015年以来较为著名的主播跳槽事件

时间	平台	主播名称	分类	事件备注
2015.5.18	斗鱼—战旗	文森特	英雄联盟	续约纠纷，因斗鱼合同猫腻太多和鱼丸结算不及时破裂，文森特发表律师函。整个事件满城风雨，延续时间比较长，后文森特转战旗重新开启直播生涯。
2015.9.15	斗鱼—龙珠	蛋糕、洞主、大奶强等大批主播	王者荣耀	斗鱼对其集体起诉并公布了所有跳槽主播名单和真实姓名等，震动整个直播界。之后蛋糕和洞主回到斗鱼，后续蛋糕人气大跌心态爆炸，某晚直播中途直接下播从此消失，17年年底重新出现在YY。
2017.9.21	虎牙—斗鱼	蛇哥	绝地求生	起因称虎牙超管逼自己开挂不愿意同流合污，跳槽到斗鱼后连续直播绝地求生30个小时，疯狂招揽人气。遭UP主称其开挂回应“有人想搞斗鱼，先从我身上跨过去！”后期开启自爆模式，称斗鱼拖欠其工资引起各种轰动，如今负债6400万回到虎牙。
2017.8.25	B站—YY	少寒	秀场	因签约费问题违约跳槽YY，B站起诉判决后拒不执行部分条款，本人未出庭现场，法院强制执行判决封号、删回放，列入失信人名单。
2017.11.4	虎牙—熊猫	虎神	英雄联盟	虎神发博称多次受到打压，心态爆炸，单方面宣布跳槽熊猫。虎牙随后发微博公布虎神违约的民事判决书金额500万。
2017.12.6	虎牙—斗鱼	韦神	王者荣耀	爆斗鱼欠款369万，与蛇哥共同声明未收到过任何来自斗鱼工资、礼物和广告费用、更有更改合同，办公室避税等理由拖欠至今。跳槽虎牙后，斗鱼要求韦神赔偿3000万并放出打款记录，回应韦神欠薪说法。

时间	平台	主播名称	分类	事件备注
2018.1.18	斗鱼—虎牙	sy 是个萌妹	绝地求生	发博配上自己在斗鱼活动红毯照片，次日下午更博宣布加入虎牙直播。斗鱼发布追责声明要求赔偿 1392 万，并声称斗鱼是与许雷（sy 本名）本人及第三方（经纪公司）签署的独家解说协议，其费用由经纪公司结算，斗鱼严格遵守不存在违约行为，sy “欠薪”属造谣。
2018.1.22	快手—斗鱼	骚白	王者荣耀	生日当天在直播中宣布跳转斗鱼进行所谓的双平台直播，快手随即当场封停其直播间。
2018.1.23	全民—虎牙	轩墨宝宝	秀场	与经纪公司矛盾升级，全民 TV 欲与其重新签订合同并帮助赔付约 40 万违约金，年薪 120 万首付 30%，后期全民工作人员截图爆料其各处造谣生事，摧毁轩墨人设。
2018.8.28	B 站—斗鱼	纳豆、迟迟等四名主播	二次元	B 站官微发布关于主播“纳豆”、“迟迟”等四名 B 站前主播违约跳槽一审判决，上述四名主播被判停止在任何第三方平台直播，“纳豆”被判赔偿违约金 100 万元。
2018.11.12	虎牙—斗鱼	嗨氏	王者荣耀	虎牙发表追责将其告上法庭，支付 5000 万违约金。因未偿还违约金被列入老赖名单，出行消费受到诸多限制，“十倍价钱挖不走”成为笑柄。
2019.1.1	斗鱼—熊猫	刘杀鸡	绝地求生	最早与“王校长对刷礼物”事件中攀上大树，而后跳槽熊猫发表言论誓与熊猫共存亡，指责之前跳槽主播二五仔。后称熊猫两月不发工资，被逼无奈选择单方面解约，心灰意冷想退出直播圈。随后以一元年薪强势入驻虎牙，戏精本精实至名归。
2019.2.9	虎牙—斗鱼	神超	英雄联盟	头天在虎牙直播次日便不顾违约金发博宣布跳槽虎牙，多方消息称神超早已拿到虎牙给的违约金给斗鱼作为赔偿。
2019.6.24	触手—虎牙	孤影	王者荣耀	触手官方账号发布消息称主播孤影违规跳槽，赔付触手平台 480 万违约金。

资料来源：公开资料，申港证券研究所

3.3 电竞行业高景气度带动下游网络直播

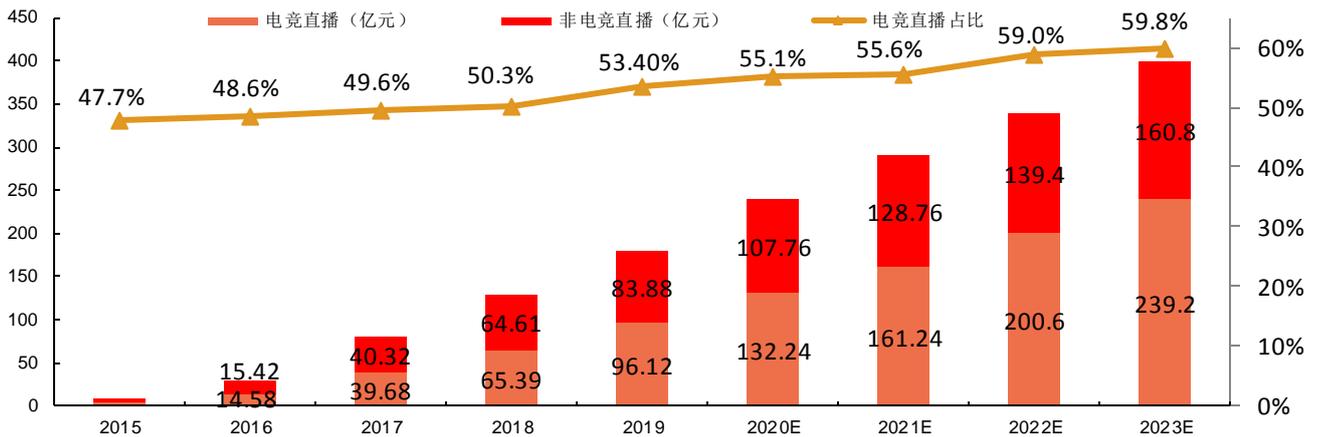
就直播平台提供的直播游戏种类上来说，竞技游戏还是占据了压倒性的比例，同时，竞技游戏直播的收入占比也从 2015 年的 47.7% 提高至 2019 年的 53.4%。我们认为上游电竞行业的持续火热将会提高电竞内容的供给，游戏直播平台中对电竞赛事以及电竞游戏内容的消费需求也在持续提升，电竞直播有望迎来供需两旺的局面，其对平台的业绩贡献将会越发重要。

图 23：2018 年游戏直播市场游戏产品属性分布



资料来源：易观千帆，申港证券研究所

图 24：游戏直播行业中电竞直播收入占比

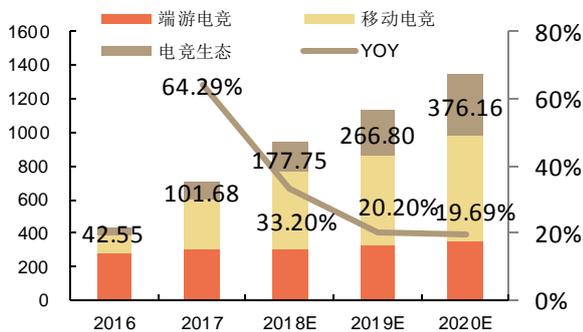


资料来源：艾瑞，斗鱼招股说明书，申港证券研究所

3.3.1 电竞行业高速发展

近年来电竞产业的高速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25: 中国电竞市场规模情况



资料来源：艾瑞，申港证券研究所

图26: 电竞用户数情况



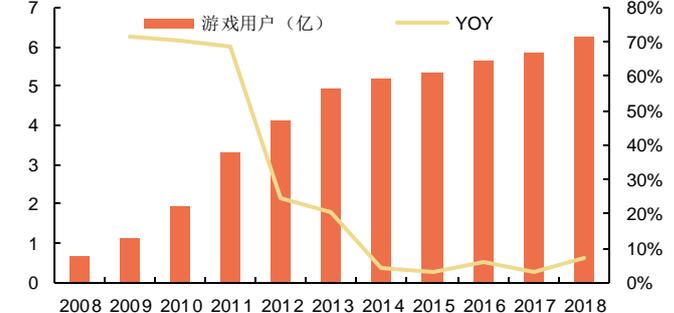
资料来源：艾瑞，申港证券研究所

图27: 游戏行业实际收入情况



资料来源：GPC, CNG, 申港证券研究所

图28: 游戏用户情况



资料来源：GPC, CNG, 申港证券研究所

电竞行业的发展与政府的态度息息相关，其发展也并非一帆风顺。在2004年广电

禁令发布之后，电视上无法播出游戏内容让电竞行业失去了变现渠道，然而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。

表 10: 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

3.3.2 电竞关注度持续提升

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，电竞赛事的供需双旺将使电竞内容未来成为游戏直播平台流量以及业绩的重要贡献。

图29: 1998-2018 年全球电竞赛事数量



资料来源: Esport Earning, 申港证券研究所

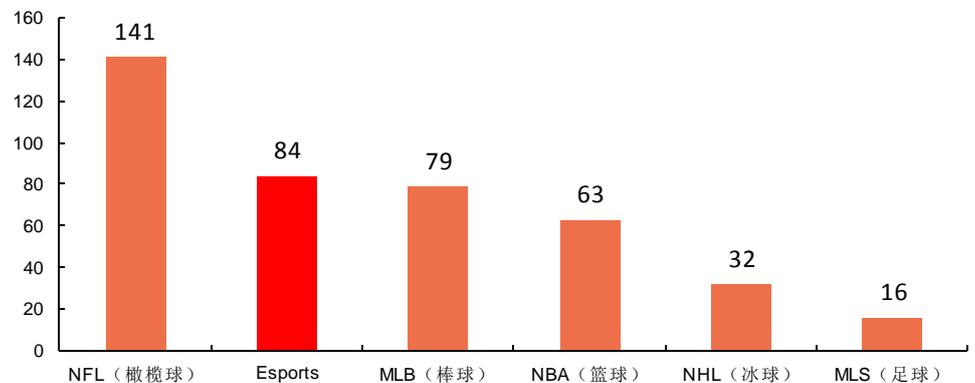
图30: 1998-2018 全球电竞赛事总奖金



资料来源: Esport Earning, 申港证券研究所

以海外为参考，2018 年电竞已经成为全美所有体育项目中观众数量仅次于橄榄球的竞技体育项目，我们认为未来中国电竞行业的发展仍有广阔的空间，作为下游渠道，游戏直播平台也将受益于电竞的发展。

图31: 2018 年美国各项竞技体育观众人数(百万人)



资料来源: business of app, Syracuse University, 申港证券研究所

4. 斗鱼 VS 虎牙

我们认为，游戏直播作为内容生产与发行的行业，其平台的核心竞争力在于：

- ◆ **内容的丰富度与差异性**，即吸引流量的能力；
- ◆ **流量转化的能力**，与公司的发展战略、运营能力相关。

在经历了行业“千播大战”后，成立时间早、运营、融资能力更强的斗鱼与虎牙最终脱颖而出。对于这两家平台，我们认为双方因其出身与运营战略的不同而各具特色。斗鱼在游戏主播、电竞赛事上投入巨大，内容端占优带来的是流量上的领先。虎牙因其脱胎于YY而具有良好的直播运营基因，尤其是星秀（秀场直播）板块运营良好，与之相对的是收入以及付费率的领先，并且更早实现了盈利。

4.1 斗鱼流量占优

从内容端的三方面：主播、游戏、赛事而言，斗鱼更占优势：

- ◆ **主播**：在头部主播方面，斗鱼签约比例更高。根据斗鱼招股书披露，Top 10 游戏主播中斗鱼独家签约的有 8 位，Top 100 主播中斗鱼独家签约的有 50 位。就最新数据而言，所有直播平台主播人气指数排名前十中，有 7 名来自于斗鱼，3 名来自于虎牙，并且前 9 名全为游戏主播，一方面说明斗鱼在头部主播上的实力，另一方面也说明游戏直播强大的流量能力。

表 11：2019 年 6 月全平台主播人气指数前十

排名	主播名	平台	直播类型	月流水 (万元)	月活粉丝 (万)	人气指数
1	旭旭宝宝	斗鱼	龙与地下城	655	528	3072
2	卡尔	虎牙	英雄联盟	160	309	2577
3	骚白	斗鱼	王者荣耀	43	229	2120
4	骚男	虎牙	王者荣耀	129	175	2055
5	一条小团团 OvO	斗鱼	绝地求生	231	195	2026
6	东北大鹌鹑	斗鱼	英雄联盟	87	204	1957
7	即将拥有人鱼线的 PDD	斗鱼	英雄联盟	584	197	1946
8	DK-不求人	虎牙	和平精英	150	144	1736
9	yfyf	斗鱼	Dota 2	127	128	1652
10	多多户外	斗鱼	户外	624	83	1608

资料来源：小葫芦，申港证券研究所

- ◆ **游戏**：游戏内容供给方面，各平台之间较为同质化。目前国内主要直播游戏的版权为腾讯所有，由于斗鱼、虎牙均获得了腾讯的战略投资，故在游戏内容授权方面双方不存在差异性。这不代表其他游戏平台也能在游戏内容上安枕无忧，腾讯在游戏直播行业拥有巨大的掌控力，有权禁止其他平台在未经授权的情况进行旗下游戏的直播。2019 年 1 月，广州知识产权法院便裁定禁止“西瓜视频 APP”以直播方式传播《王者荣耀》游戏内容的行为。

表 12：2018 年游戏直播平台主播数前 10 游戏

序号	游戏名称	终端	发行方	主播数 (百万)
1	王者荣耀	手游	腾讯	42

序号	游戏名称	终端	发行方	主播数 (百万)
2	绝地求生: 刺激战场	手游	腾讯	20.7
3	绝地求生	端游	腾讯	10
4	英雄联盟	端游	腾讯	9.6
5	穿越火线手游版	手游	腾讯	4.5
6	绝地求生: 全军出击	手游	腾讯	3.6
7	穿越火线	端游	腾讯	3.5
8	荒野行动	手游	网易	3.1
9	QQ 飞车	手游	腾讯	2.9
10	龙与地下城	端游	腾讯	2.2

资料来源: Newzoo, 申港证券研究所

- ◆ 赛事方面, 随着电竞行业的蓬勃发展, 在认识到电竞赛事巨大的流量后, 虎牙、斗鱼纷纷开启自有电竞赛事的举办以及顶级赛事的版权买断。根据我们的统计, 2018 年斗鱼在电竞赛事内容上的投入略高于虎牙。

表 13: 2018 年斗鱼自有赛事以及独家直播赛事

开幕时间	性质	赛事名称
3 月 10 日	自有赛事	DSL 斗鱼超级联赛
5 月 31 日	独家直播	德玛西亚杯夏季赛
6 月 13 日	自有赛事	DOT 刺激战场千人公开赛
7 月	独家直播	CSGO Faceit Major 大赛
8 月 24 日	自有赛事	绝地求生的斗鱼黄金大奖赛
8 月 25 日	独家直播	第二届绝地求生全球群星 SLi 联赛
9 月 5 日	独家直播	DOTA2 吉隆坡 Major
9 月 23 日	独家直播	英雄联盟 S8LPL 全球总决赛
10 月 1 日	独家直播	PKL 职业联赛第二赛季
10 月 14 日	独家直播	WSOE 电竞大赛
10 月 20 日	独家直播	WPL2018 狼人杀英雄联盟
10 月 29 日	独家直播	DOTA2 梦幻联赛 S10
12 月 31 日	独家直播	韩国 KeSPA 杯

资料来源: 公开资料, 申港证券研究所

表 14: 2018 年虎牙自有赛事以及独家直播赛事

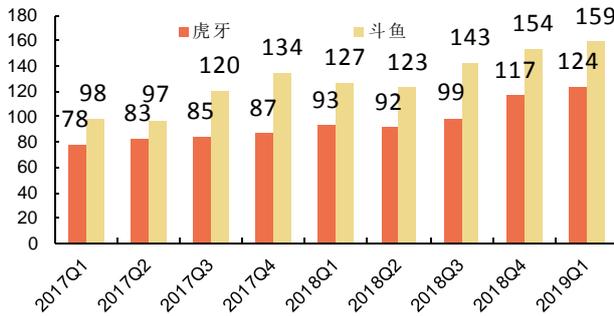
时间	性质	赛事名称
1 月 16 日	独家直播	LCK 春季赛 (韩国 lol 职业联赛)
4 月 2 日	自有赛事	第三届 HMA 直播手游电竞大赛
4 月 2 日	独家直播	绝地求生 APL 联赛
4 月 16 日	自有赛事	YSL 联赛
7 月 25 日	独家直播	绝地求生 PGI 全球邀请赛
8 月 1 日	独家直播	第三届 WESG (世界电子竞技运动大赛)
8 月-11 月	独家直播	NEST 职业组比赛
10 月 2 日	自有赛事	虎牙天命杯
10 月 27 日	独家直播	京东杯电子竞技大赛 S2 PUBG 挑战赛
11 月 27 日	独家直播	NEST2018 (浦发银行信用卡全国电子竞技大赛) PUBG 项目赛
11 月 28 日	独家直播	XRE 绝地求生邀请交流联赛 (XRE PUBG)

时间	性质	赛事名称
12月13日-	独家直播	DOTA2 Winter Cup 冬季杯比赛

资料来源：公开资料，申港证券研究所

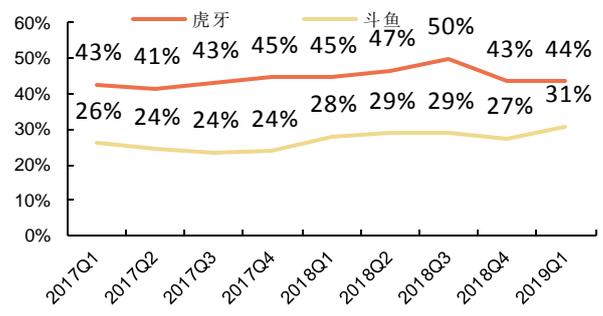
回归到流量上，斗鱼因其“头部主播”战略而获取了更多流量关注，2019Q1 斗鱼 MAU 为 1.59 亿，相比虎牙超过了 29%。但是在移动端的表现上虎牙更胜一筹，2019Q1 移动端用户渗透率为 44%，相比斗鱼高出 13%，也让虎牙在移动端 MAU 上超过斗鱼。虎牙 CFO 沙大川在 2019 年 3 月电话会上曾表示，移动端收入占据虎牙总收入的 80% 以上，移动端用户具备更强的变现能力以及更高的付费转化率，未来对于移动端的投入与导流是各家重点。

图 32：2016-2019Q1 虎牙、斗鱼 MAU 对比



资料来源：公司公告，双方招股说明书，申港证券研究所

图 33：2016-2019Q1 虎牙、斗鱼 MAU 移动端渗透率对比



资料来源：公司公告，双方招股说明书，申港证券研究所

4.2 虎牙流量转化更强

从流量到收入的转化，以及盈利能力上，虎牙表现更好。

我们将收入与成本各自拆分。游戏直播行业收入来源主要有三种：

- ◆ **打赏收入**，即观众为了表达对主播的喜爱与支持进行虚拟物品的捐赠，其中虚拟物品需要用现金购买；
- ◆ **广告收入**：即在平台、直播间、App 开机处植入的广告，是流量变现最为传统直接的方式；
- ◆ **其他收入**：包括游戏联运、电竞赛事举办等等其他类型的收入。

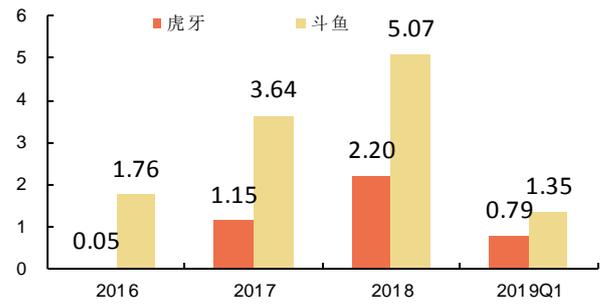
自 2016 年以来，虎牙在直播打赏收入上始终领先，我们认为，原因是虎牙脱胎于 YY 而具有良好的直播运营基因。虽然目前虎牙与斗鱼最主要的收入来源还是打赏收入，2019Q1 打赏收入均占到两家平台总收入的 90% 以上，但是对于非直播业务，斗鱼尝试更多，在收入结构方面，收入来源多样性让斗鱼更为稳定。

图 34：2016-2019Q1 虎牙、斗鱼直播收入对比

图 35：2016-2019Q1 虎牙、斗鱼非直播收入对比

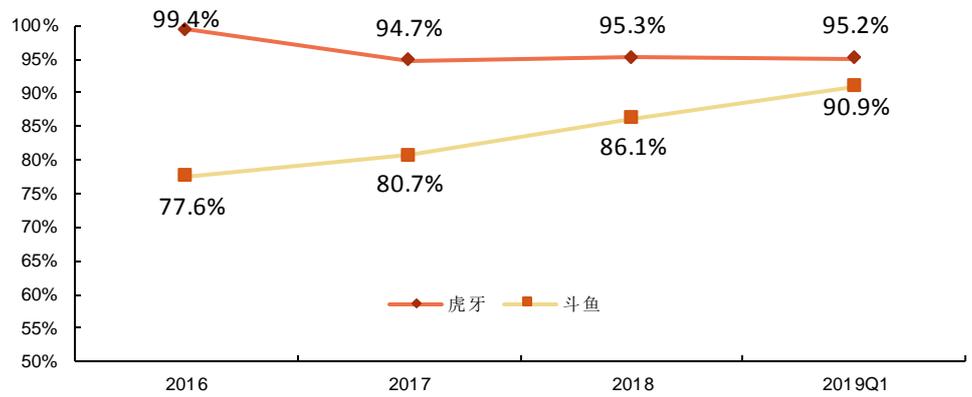


资料来源：公司公告，双方招股说明书，申港证券研究所



资料来源：公司公告，双方招股说明书，申港证券研究所

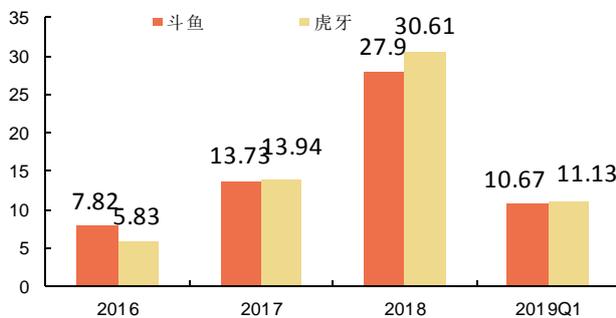
图36: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼直播收入占比



资料来源：公司公告，双方招股说明书，申港证券研究所

成本端上，内容成本主要包含了主播的签约费用、打赏收入的分成以及赛事版权费用，目前游戏直播平台主播+公会的分成比例在 50%左右，由于总收入及打赏收入更高，虎牙的内容成本自然高出斗鱼。但是值得注意的是，带宽成本一般而言与平台的流量相关，并且带宽价格也不存在大的差异，MAU 更高的斗鱼在带宽成本上却低于虎牙，我们认为虎牙用户粘性更高，单用户的使用时间更长。

图37: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼内容成本对比



资料来源：公司公告，双方招股说明书，申港证券研究所

图38: 2016-2019Q1 虎牙、斗鱼带宽成本对比

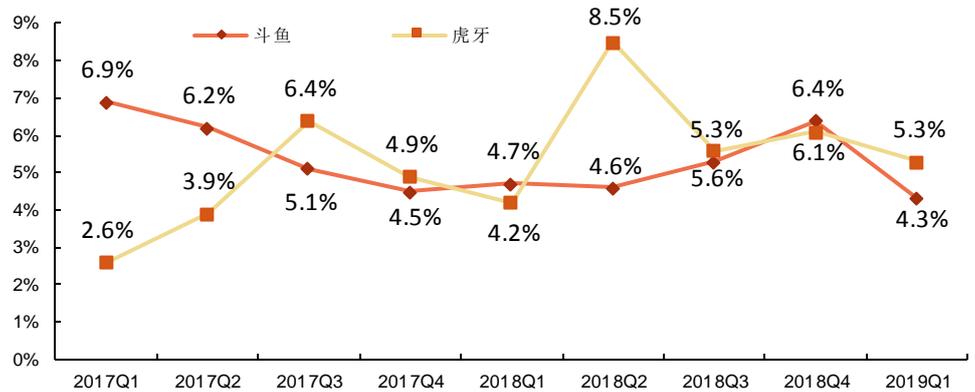


资料来源：公司公告，双方招股说明书，申港证券研究所

在费用端，双方业务同质化程度高，管理费率不存在明显差异，2018 年 Q2 虎牙管理费用明显上升主要是进行了股权激励。销售费用方面，斗鱼历来高于虎牙，截至 2019Q1，斗鱼销售费用率 8.3%，高出虎牙 3.5pct。我们认为销售费用的高企与流

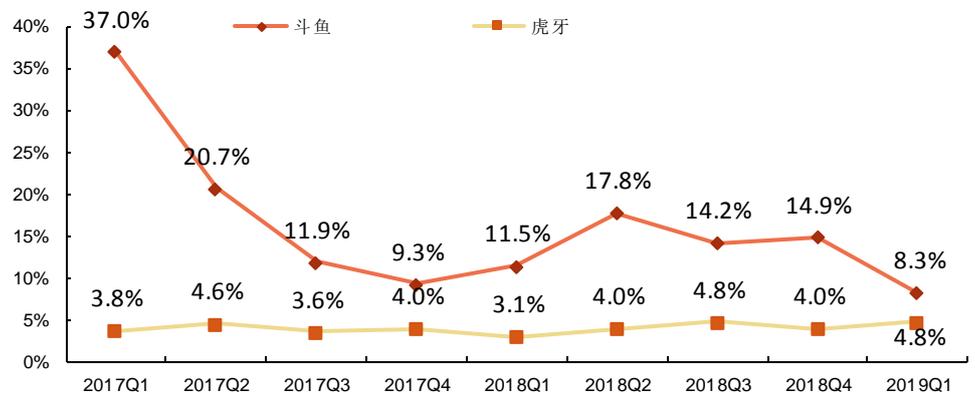
量导入以及拉新有直接关系，与此同时，就销售人员数量来说，斗鱼的销售人员数量几乎是虎牙的两倍，销售人员占比也高出 1pct。从研发角度看，斗鱼历史上研发费用率更高，2019Q1 双方研发费用均为 5.3%，虎牙研发人员占比更高。事实上，在技术研发用以提升用户体验方面，双方不相上下，虎牙更是业内直播高清化的先驱。由于互联网公司边际成本递减的特性，随着收入与用户数的提高，研发费用率逐渐降低将是未来趋势。

图 39: 2017-2019Q1 斗鱼、虎牙管理费用率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图 40: 2017-2019Q1 斗鱼、虎牙销售费用率



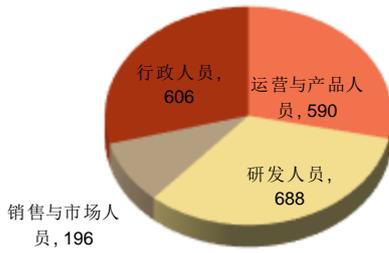
资料来源：申港证券研究所

图 41: 2017-2019Q1 斗鱼、虎牙研发费用率



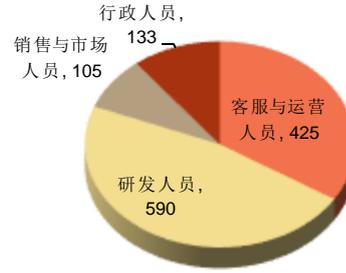
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图42：斗鱼员工组成（截至2019.3.31）



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

图43：虎牙员工组成（截至2018.12.31）

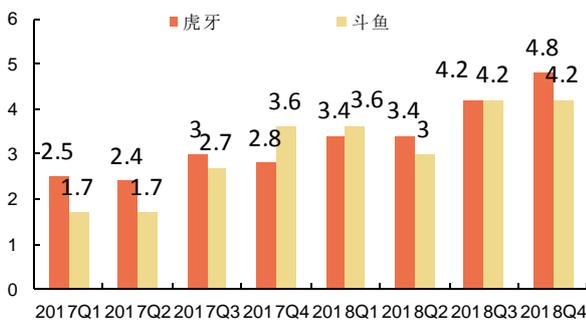


资料来源：公司公告，申港证券研究所

回归到从流量转化与盈利能力上来，虎牙在付费用户数量与转化率上更为领先，2019年Q1虎牙付费用户数480万人，斗鱼为420万人；虎牙付费用户占注册用户比例4.1%，超过斗鱼1.4pct。付费转化率直接带来盈利能力的差异，排除2018年虎牙优先股的衍生负债相关在财报中计入22.734亿元公允价值损失，虎牙自2016年起净利润情况均好于斗鱼，2018年Non-GAAP口径下首次实现全年盈利。

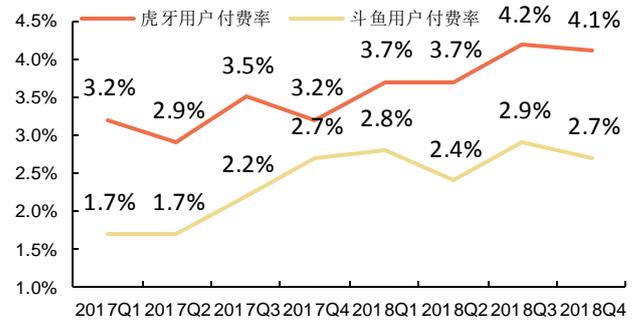
我们认为，双方的付费转化率仍处于低位，这与打赏收入模式的特性有关，头部的“土豪”贡献大部分收入，以目前趋势来看，两平台的付费率将会逐年提高，并且趋势将会延续，此外，随着未来电竞内容占比逐渐提升，直播平台有望借电竞赛事推行付费观看，在用户付费习惯养成后平台的付费用户数及付费率将会有较大提升。

图44：2016-2019Q1 虎牙、斗鱼付费用户数



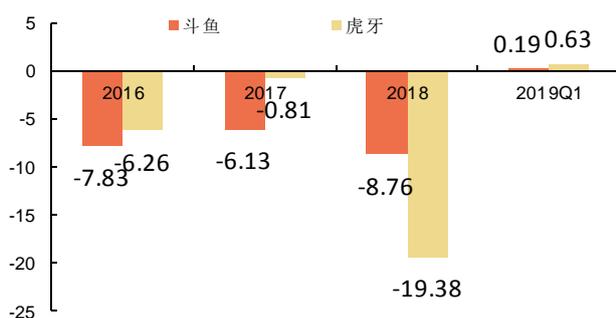
资料来源：公司公告，双方招股说明书，申港证券研究所

图45：2016-2019Q1 虎牙、斗鱼付费率



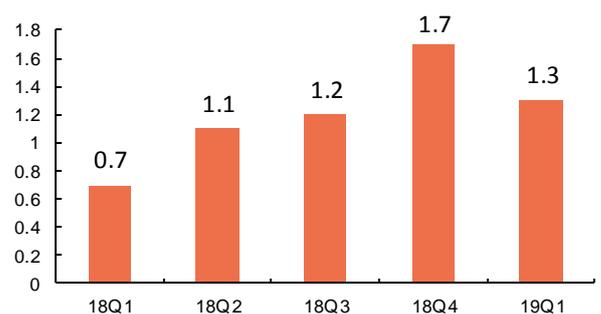
资料来源：公司公告，双方招股说明书，申港证券研究所

图46：2016-2019Q1 虎牙、斗鱼净利润 (GAAP) (亿元)



敬请参阅最后一页免责声明

图47：2018-2019Q1 虎牙净利润 (Non-GAAP) (亿元)



资料来源：招股说明书，公司公告，申港证券研究所

资料来源：招股说明书，公司公告，申港证券研究所

对比虎牙与斗鱼盈利能力时，值得注意的是在双方平台上，秀场直播贡献的收入仍然不可忽视。在7月8日-14日这一周内，两大平台主播收入前20名中，斗鱼有7名来自于秀场直播（即颜值板块），虎牙有14名（即星秀板块）。由于秀场互动性强的特性，其观众打赏比例远高于游戏直播，我们认为这也部分解释了虎牙在流量较低的情况下，用户付费率以及盈利能力超过斗鱼的原因。目前双方招股说明书未披露秀场直播收入所占比例，我们根据上文中电竞直播收入占游戏直播行业收入比例数据估计，秀场直播应占总打赏收入的10%-20%，其中虎牙占比会相对较高一些。

表15：2019年7月8日-7月14日斗鱼、虎牙主播收入Top20

排名	斗鱼				虎牙			
	主播	分类	周活粉丝 (万)	礼物价值 (万元)	主播	分类	周活粉丝 (万)	礼物价值 (万元)
1	Q老钱	王者荣耀	2.5	208.84	集梦阿布	星秀	8.7	191.57
2	长沙乡村敢死队	户外	9.1	167.59	依然是婷er	星秀	2.9	139.00
3	早安酱ii	颜值	0.9	155.62	JV皮皮宝宝	星秀	3.8	127.41
4	帝王ノ白菜	颜值	0.6	127.17	MH、橘夏	星秀	3.5	126.35
5	仙菜菜	绝地求生	12.9	120.84	JV小尾巴	星秀	2.1	91.42
6	白菜mm`	颜值	1.9	113.14	正恒、小6	星秀	0.8	87.15
7	pigff	绝地求生	14.1	107.58	影娱-麻小帅	星秀	3.2	74.66
8	多多九户外	户外	25.2	104.92	正恒pop-小仔	王者荣耀	18.5	70.40
9	快脚哥哥	梦幻西游	0.4	94.89	血色-刘杀鸡	户外	12.3	70.32
10	一条小团团ovo	绝地求生	54.2	75.94	Dae-心态	王者荣耀	21.7	64.29
11	DNF枪魂冰子	DNF	2.6	72.34	AzZ、沐莹莹	星秀	1.5	61.00
12	呆妹儿小霸王	绝地求生	27.9	67.08	集梦小叶子	星秀	1.2	60.32
13	饼哥依旧	户外	1.4	66.3	表面兄弟-老王	星秀	1.6	57.21
14	小蜜桃很甜	颜值	0.5	60.94	集梦会长	户外	11.2	52.32
15	一笑zy	DNF	8.4	59.05	WT-宇文泡儿	星秀	2.3	49.36
16	隔壁家的小妹妹	DNF	1.8	53.04	AzZ、小艾琳	星秀	0.9	45.62
17	歌神韦爵爷	颜值	0.5	52.17	Sky-翘翘	我叫MT4	0.3	45.55
18	旭旭宝宝	DNF	104.3	50.99	正恒、巫曼	星秀	1.5	44.92
19	十二月老铁	颜值	1	45.65	颜色-帅比在石250	户外	12.1	43.86
20	佳玲妹妹啊	颜值	0.4	44.81	骚俊-守护523	星秀	2.0	42.19

资料来源：小葫芦，申港证券研究所

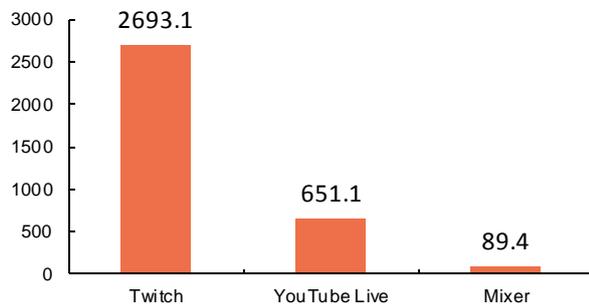
总而言之，我们认为游戏直播行业在需求刚性以及电竞发展的刺激下将保持高速增长，供给侧的出清有助于主播成本降低，同时带来行业集中度提高，盈利状况有望向好，行业龙头有望获得超额增长。斗鱼与虎牙虽然各有所长，我们认为在双雄争霸的格局下，双方都将享受行业边际变化带来的利好。

5. 海外 Twitch 持续增长 或为双雄借鉴

相较于国内直播平台致力于开拓打赏之外的收入来源，从海外 Twitch 的发展来看，游戏直播付费观看是被证明可行的，或将成为斗鱼、虎牙的借鉴。

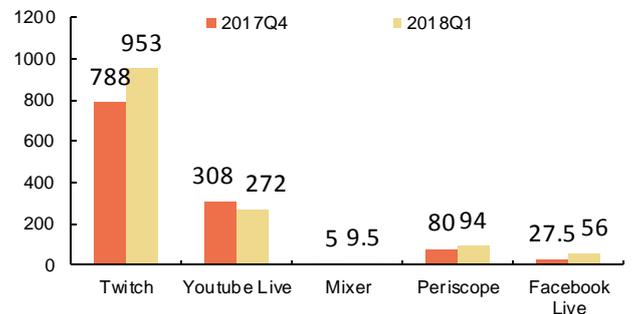
与国内双寡头的格局不同，海外游戏直播市场目前是 Twitch 一家独大，2019 年一季度，Twitch 平台游戏直播观看时长达到 26.93 亿小时，是排名第二的 Youtube Live 的 4 倍。由于 2014 年 Twitch 被亚马逊所收购，未披露独立报表，但数据显示，2015 年 Twitch 收入达到 16 亿美元，约占当年游戏视频内容市场的 53%，这一比例与同年斗鱼+虎牙合计收入占国内游戏直播市场比例相当。

图 48: 2019 年 Q1 海外游戏直播平台观看时间 (百万小时)



资料来源: Streamlab, 申港证券研究所

图 49: 2017Q4-2018Q1 海外游戏直播最高在线人数 (百万)



资料来源: Pitch book, 申港证券研究所

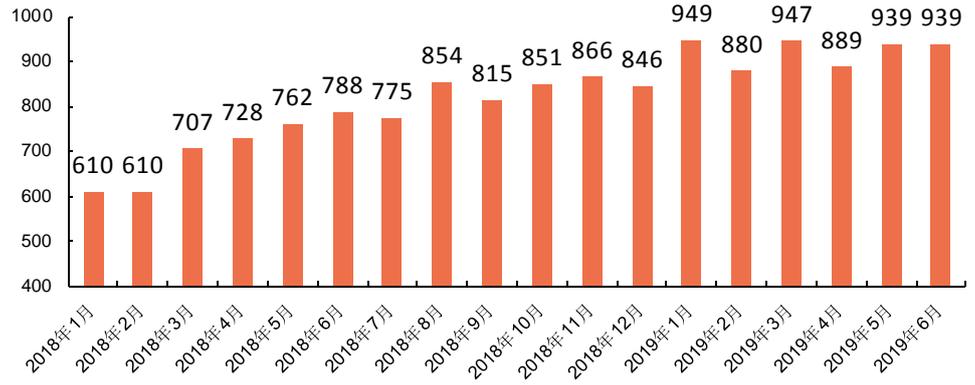
Twitch 的流量目前仍在迅速增加中，2019 年 Twitch 同时在线人数达到 1.24 亿人，近五年 CAGR 为 23.5%；2019 年 6 月 Twitch 用户总观看时长为 9.4 亿小时，同比增长 20.5%。考虑到其一家独大的行业地位，说明在全球范围内，游戏直播仍然是一条高速增长赛道。

图 50: 2012-2019 年 Twitch 同时在线用户数



资料来源: TwitchTraker, 申港证券研究所

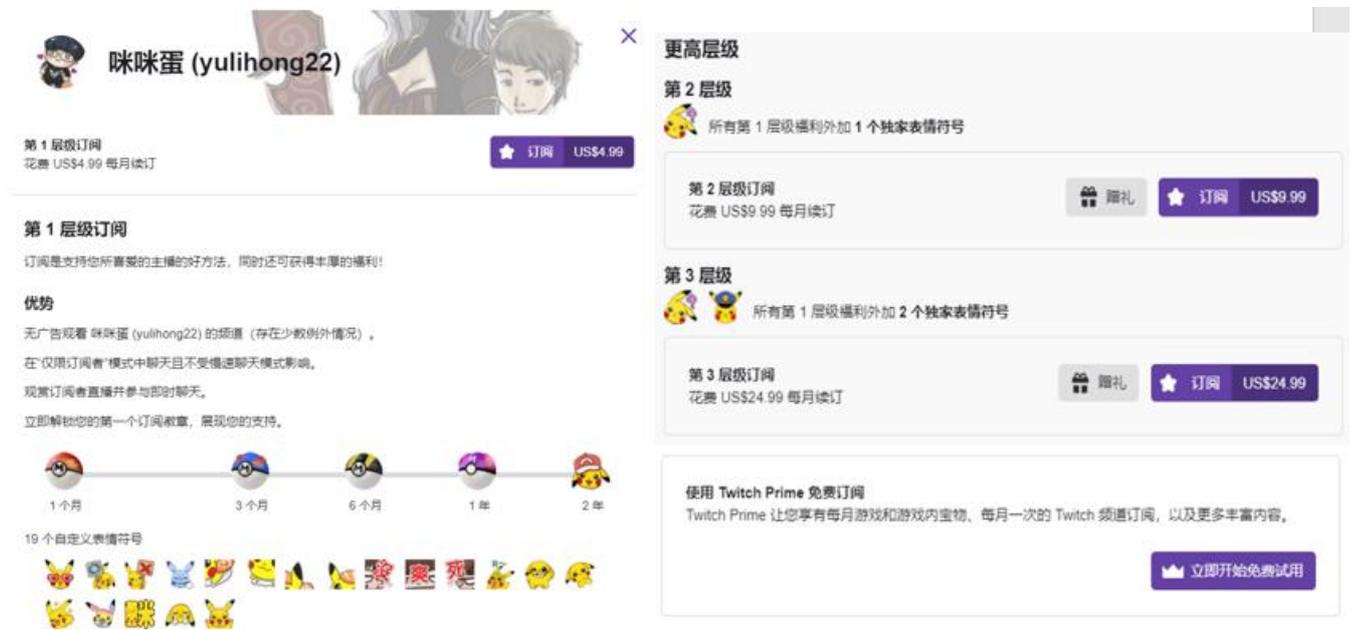
图 51: 2018 年 1 月-2019 年 6 月 Twitch 用户观看总时间 (百万小时)



资料来源: TwitchTracker, 申港证券研究所

与国内以打赏为主的收入结构不同的是, Twitch 的商业模式与国内视频网站更为类似, 主要依靠订阅费以及广告, 其中订阅付费后可以去广告, 同时拥有回看录像、表情包等特权, Twitch 的成功证明了直播也是可以付费观看的。相对于打赏, 订阅付费是粘性以及稳定性更强的一种收入方式, 目前斗鱼、虎牙进行过类似于付费观看的尝试, 比如双方都有的贵族体系, 以及斗鱼于 2019 年 3 月尝试付费观看 Dota 2 赛事。虽然目前观众付费观看的习惯仍未养成, 但是我们认为随着电竞市场的火热, 用户对电竞赛事的需求逐渐强化, 未来付费观看是可能实现的, 届时直播平台的业绩以及估值都将迎来极大的提升空间。

图 52: Twitch 订阅界面



资料来源: Twitch, 申港证券研究所

6. 风险提示

政府监管趋严; 游戏行业发展不及预期; 电竞行业发展不及预期; 海外拓展不及预期。

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