

腾讯与快手游戏直播未来战役沙盘推演

——直播行业系列报告

核心观点

- **游戏规则的三次改变影响游戏直播行业格局：长尾消失，成本可控性增强。**
2015 年各平台加码主播投入，主播跳槽事件频发，干播大战引发激烈的主播挖角战。

第一次变革：平台开始对主播合约期跳槽进行法务诉讼。结果：主播违约成本大幅增长，跳槽减缓，成本控制优化。

第二次变革：腾讯与字节进行版权法务诉讼，明确了游戏公司对旗下游戏直播内容具有版权。结果：规范了游戏直播赛道可参赛的选手，长尾平台逐渐消失。

第三次变革：腾讯对于游戏直播业合约期内违约跳槽进行再一次规范，违约跳槽即会被封杀。结果：游戏直播平台对于主播产生了更长周期的绑定，优化成本控制，逐渐盈利。

- **沙盘推演虎鱼合并后与快手竞争格局：虎鱼流量资源或有更大突破。**

快手流量通路主要为：短视频给直播间导流。当前快手游戏主播大多都为内部培育，变现能力较弱，但主播开播数增长迅猛。如任由虎牙、斗鱼单打独斗，按当前快手主播趋势发展，很可能未来三五年快手将统领游戏直播赛道。虎鱼若能成功合并，流量天花板将被抬升：1、母公司腾讯当前已逐渐在游戏内内置虎鱼直播内容进行导流，头部游戏单体 MAU 已高于虎牙+企鹅电竞 MAU 之和，用户端增量明显。2、如有机会帮助虎鱼收束独家主播短视频内容至自有平台，能避免此前虎鱼独家直播主播在短视频内容上为他人做嫁衣的情况发生。3、微信体系内无论视频号还是直播都亟需内容，如后期虎牙、斗鱼内容能与体内流量贯通，无论对于腾讯体系下主播吸引力，还是对微信直播、视频号高质量内容提升都有极大帮助。

- **商业化：游戏直播平台变现能力加强，虎鱼强于快手。**

快手游戏区礼物总价值，人均礼物价值均低于斗鱼、虎牙：各平台游戏直播流水占总流水比重有较大差异，企鹅电竞占比最高，快手占比最低。快手游戏直播变现较差一方面跟用户低龄化有关，另一方面也跟“挂榜”这一变现模式较少在游戏区展开有关。

虎牙、斗鱼变现持续优化：此前游戏直播赛道变现能力远弱于秀场赛道，且成本端面临着高昂签约费的压力，平台亏损严重。近年，一方面礼物类型丰富度加强，且随着公会、平台运营，通过游戏向秀场导流方式强化变现；另一方面，对主播捆绑力度加强，抑制签约费激增。

投资建议与投资标的

- 游戏直播的市场格局经过几轮重塑，又面临新的竞争者。虎牙、斗鱼如能和企鹅电竞成功合并，流量及内容池能相互打通。面对快手等新玩家将具备更强竞争优势。我们看好腾讯作为最大股东，在游戏直播行业的优势地位。建议关注虎牙（HUYA.N）、斗鱼（DOYU.O）、腾讯控股（0700.HK）。

风险提示

- 反垄断审查不予通过风险；监管政策趋严风险；行业竞争加剧风险；主播流失及内容成本提升风险

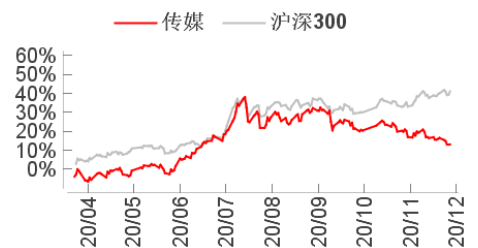


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 传媒行业
报告发布日期 2021 年 03 月 20 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 项雯倩
021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003

证券分析师 李雨琪
021-63325888-3023
liyuyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001

证券分析师 吴丛露
wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003

联系人 詹博
021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn

相关报告

快手、抖音、微信视频号春节亮点梳理及探讨： 2021-02-22
小步快跑，微信视频号不是短视频：——微信视频号系列报告之一 2021-01-23
快手商业化的进化与突围：——短视频系列 2021-01-20
深度之四

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

一、恶性跳槽时代落下帷幕，虎鱼与快手新一轮战役拉开帷幕	6
1. 第一次革命：法务诉讼手段抬高主播合约期跳槽机会成本	6
1.1 违约跳槽带来高额签约费，曾使平台人不敷出	6
1.2 2015 年法务诉讼开启，主播违约跳槽判罚履行	7
1.3 2015 至 2017 年多个游戏直播平台拿到融资	9
2. 第二次革命：腾讯持有几乎所有头部游戏版权，2018 年开始介入管理	10
2.1 游戏版权明晰，字节系退出游戏直播赛道	12
2.2 2018 年小平台几乎无法获得融资。	13
2.3 2019 年：长尾平台逐渐消失，而行业收入高增长	13
3. 第三次革命：大股东腾讯持有头部游戏版权，直播内容层面限制主播跳槽	15
3.1 2019 年：腾讯明确规范，封锁主播合约期跳槽	15
3.2 版权明晰，违约跳槽法律结果明确	16
3.3 内容成本占比持续降低	17
4. 第四阶段：竞争新格局	18
4.1 用户规模：虎鱼一马当先，快手、哔哩哔哩崛起明显	18
二、从流量通路差异对腾讯与快手游戏直播战局推演	19
1. 当前静态时点	19
1.1 腾讯系主播强绑定；快手主播变现较弱，且皆为内生孵化	19
1.2 B 站主播由 UP 主转化，变现较弱	20
2. 合并后虎鱼竞争力加强，但仍然面对快手压力	21
2.1 腾讯或能帮助虎鱼收束短视频内容至自有平台	24
2.2 腾讯新流量：游戏内置直播导流已开启，视频号导流或存在可能性	28
4. 抓住头部内容拉动用户增长：关注 DNF 带来内容增量	33
三、商业化：游戏直播平台变现能力加强，虎鱼强于快手	35
1. 快手游戏直播相对变现较弱	36
1.1 快手游戏直播用户年龄层偏低，结构使其付费能力偏弱	36
1.2 快手挂榜主要存在于非游戏区，使得游戏主播变现工具减少	37
2. 早期游戏直播与秀场直播变现能力有极大差异	38
3. 游戏直播变现手段强化，板块间盈利能力差异逐渐缩小	39

3.1 强化变现模式一：游戏主播向秀场主播导流	40
3.2 强化变现模式二：抽奖礼物增强游戏主播变现手段，当前合规化	40
四、投资建议与投资标的	42
五、风险提示	42

图表目录

图 1: 游戏直播行业发展趋势	6
图 2: 各平台非公会游戏主播分成比例	7
图 3: 各平台公会游戏主播分成比例	7
图 4: Top10 游戏 2021 年 1 月的月度礼物收入及弹幕热度 (单位: 万)	11
图 5: 字节西瓜视频无腾讯游戏内容	13
图 6: 中国游戏行业、电竞行业和游戏直播市场规模 (亿元)	15
图 7: 头部主播神超违约停滞	17
图 8: 分成及内容成本占直播收入比重	18
图 9: 2020 年 11 月游戏直播平台 MAU 及人均使用时长 (万)	18
图 10: 2018.7-2020.6 各直播 APP DAU/MAU 数据	22
图 11: 各家直播公司游戏区弹幕数	22
图 12: 各家直播公司日活跃游戏主播数	23
图 13: 2021 年 1 月游戏直播平台活跃主播人数情况 (万)	23
图 14: 快手短视频给直播间导流	25
图 15: 快手游戏主播短视频流量与直播间流量相关性分析	25
图 16: 王者荣耀内置界面	29
图 17: 腾讯头部游戏 MAU	30
图 18: 微信附近和直播游戏区	30
图 19: 微信视频号	30
图 20: 各平台 Top200 主播收入占比变化趋势	31
图 21: 斗鱼鱼吧和斗鱼视频推荐	32
图 22: 虎牙热门动态和虎牙猜你喜欢	32
图 23: 斗鱼、虎牙 2014.11-2018.11 移动 MAU (万)	34
图 24: 虎牙 MAU 趋势	35
图 25: 斗鱼 MAU 趋势	35
图 26: 各家直播公司礼物收入	35
图 27: 各平台游戏流水占比变化	36
图 28: 虎牙、斗鱼、快手付费能力分布	37
图 29: 虎牙、斗鱼、快手付费意愿分布	37
图 30: 挂榜直播带货的案例	37
图 31: 快手打赏土豪榜 Top 100 金额 (万元, 20/10)	38
图 32: 快手打赏金额 Top 100 用户的行为特征 (20/10)	38
图 33: YY、陌陌、斗鱼、虎牙营业经营现金流量净额 (亿元)	38

图 34: 秀场直播收入和净利润 (亿)	39
图 35: 游戏直播营业收入和净利润 (亿)	39
图 36: 直播平台 ARPPU 对比 (元)	39
图 37: 斗鱼顶流主播旭旭宝宝查房	40
图 38: 斗鱼幸运宝藏功能上线四个月后的礼物收入分布	41
图 39: 斗鱼、虎牙净利润变化 (单位: 万元, CNY)	41
表 1: 2016 年前知名主播签约费情况	7
表 2: 部分主播跳槽时间、路径与结果	8
表 3: 2015~2017 年游戏直播平台融资的情况	9
表 4: 斗鱼、虎牙融资情况及腾讯持股比例	11
表 5: 腾讯申请的八次禁令	12
表 6: 2018 年直播平台融资情况	13
表 7: 各平台融资时间与融资规模	13
表 8: 2017-2019 年直播平台关闭情况	14
表 9: 腾讯游戏关于直播行为规范化公告	16
表 10: 游戏直播行业相关重要政策和行业自律文件情况	16
表 11: 游戏直播平台分级	19
表 12: 快手 7 月礼物收入 Top20 游戏主播来源情况	19
表 13: B 站 7 月份百大主播礼物价值	20
表 14: 2021 年 1 月游戏直播平台游戏板块情况 (万)	21
表 15: 三类跳槽路径对主播人气的影响	24
表 16: 快手游戏短视频红人直播约所属平台	26
表 17: 哔哩哔哩短视频红人直播约所属平台	27
表 18: 2020 年 1-9 月各平台 Top200 主播收入占比	31
表 19: 斗鱼、虎牙 20 年 1-7 月月均礼物收入前 20 主播	33
表 20: 2021 年 1 月虎牙斗鱼前 5 大礼物流水的游戏板块对比	34
表 21: 2021 年 1 月游戏直播平台游戏板块情况 (万)	35

一、恶性跳槽时代落下帷幕，虎鱼与快手新一轮战役拉开帷幕

中国游戏直播行业的发展历程大概可分为以下几个阶段：

- **2014年以前行业萌芽期：**游戏直播平台前身 YY 语音、AcFun 生放送（原斗鱼）、网易 CC 语音等出现，并逐渐设立直播单元；
- **2015~2017年平台野蛮扩张期：**资本进入游戏直播市场，大批游戏直播平台涌现，直播平台对人气主播展开争夺，抢占流量；
- **2018~2019年平台成熟期：**腾讯通过游戏版权明确参赛选手，2019年熊猫倒闭，主播被两家瓜分。同时通过限定主播合约期内违约跳槽，优化主播签约费，虎牙成功实现盈利与斗鱼并坐稳市场前二；
- **2020年至今弯道会师，变局再生：**快手、bilibili 入局，增长迅猛；虎牙斗鱼合并在即，战局再起。

图 1：游戏直播行业发展趋势



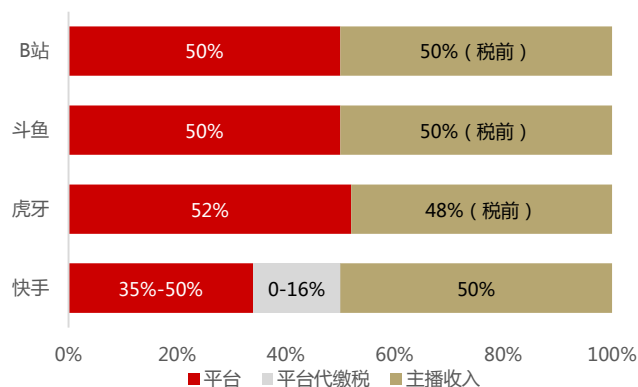
数据来源：公司官网，东方证券研究所

1. 第一次革命：法务诉讼手段抬高主播合约期跳槽机会成本

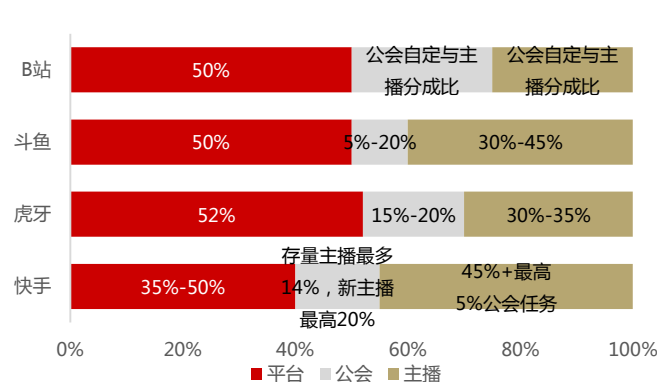
1.1 违约跳槽带来高额签约费，曾使平台人不敷出

主播收入构成：(1)签约费；(2)打赏分成；(3)商务

- 打赏分成：主要平台都为 5：5 分成
- 商务：构成主播收入 30%
- 签约费：动则上千万，使得平台人不敷出

图 2：各平台非公会游戏主播分成比例


数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 3：各平台公会游戏主播分成比例


数据来源：公司官网，东方证券研究所

与优酷爱三家视频平台相似，用户跟随主播内容而行。用户跟随主播内容而行，独家头部主播能带来巨大流量。2015 年各平台纷纷加码主播投入，抬升**签约费用**，平均用户获取成本不断提高；同时，此前由于主播缺乏契约精神，合同期内跳槽比比皆是，导致平台方对于用户和主播二者皆没有丝毫粘性与控制力。2016 年直播市场开启“千播大战”以来，各游戏直播平台不惜重金签约头部主播，引发激烈的“主播挖角战”，期间主播跳槽事件频发。

表 1：2016 年前知名主播签约费情况

主播	平台	类别	签约费
PDD	熊猫 TV	退役选手	3500 万
五五开	斗鱼 TV	退役选手	4000 万
小智	全民 TV	游戏主播	4000 万
若风	熊猫 TV	退役选手	2000 万
MISS	虎牙直播	游戏主播	2000 万
小苍	熊猫 TV	游戏主播	1100 万
李先生	YY	脱口秀	300 万
文儿	YY	秀场	700 万
霹雳爷们	YY	户外	800 万

资料来源：今日网红，东方证券研究所

1.2 2015 年法务诉讼开启，主播违约跳槽判罚履行

当前整个行业已进入规范期，关于跳槽的诉讼不断发生，而诉讼中平台大多能够胜诉，这对于后续行业规范大有裨益，增加主播跳槽的机会成本：新平台不但要承担百万乃至千万的诉讼赔偿，而且要支付比原平台更高的签约费。主播契约观念提升和法律诉讼的威胁使得主播不会轻易跳槽，这对于平台内容的稳定性起到至关重要的作用。同时斗鱼等头部平台大都与顶级主播签订长达 3 到 5 年的独家合约，并附有竞业条款，这大大增强了头部主播的粘性。

表 2：部分主播跳槽时间、路径与结果

跳槽时间	主播	跳槽路径	标签	结果
2015	洞主	斗鱼→龙珠	LOL	2018 年斗鱼索赔 1800 万，后达成和解，判赔 700 万，回归斗鱼后人气低迷
2015.5	文森特	斗鱼→战旗	LOL 国服第一德莱文	违约被判赔偿斗鱼 450 万
2016.5	啦啦啦	战旗→斗鱼	炉石传说	炉石传说顶尖人气主播
2016.5	温酒斩华佗	战旗→斗鱼	炉石传说	人气主播跳槽带动效应
2016.5	罗西基	战旗→斗鱼	炉石传说	人气主播跳槽带动效应
2016.5	不二	斗鱼→全民 TV	炉石主播	被判赔偿斗鱼 415 万，人气下滑
2016.6	PDD	战旗→熊猫	PUBG	2017 年底停播至今
2016.6	会长安德罗妮	斗鱼→虎牙	炉石主播	斗鱼索赔 900 万，虎牙发展初期高薪挖人，三年一亿转会身价
2016.9	神超	斗鱼→龙珠→斗鱼	LOL	龙珠生态环境和弹幕氛围不如斗鱼，回斗鱼后状态回升
2017.2	秋日	斗鱼→全民 TV→熊猫	炉石主播	违约被判赔 90 万，人气下滑
2017.5	九日	虎牙→斗鱼	王者荣耀国服第一貂蝉	索赔 650 万
2017.5	厌世小孤影	触手→斗鱼→虎牙	王者荣耀	
2017.6	纳豆	B 站→斗鱼	二次元、王者荣耀	
2017.6	言老师	斗鱼→YY	游戏	
2017.7	瑞峰 CP	龙珠→YY	游戏	
2017.8	嗨氏	虎牙→斗鱼	王者荣耀	违约被判赔偿虎牙 4900 万，跳槽后丑闻频出，人气下降
2017.8	张大仙	企鹅电竞→斗鱼	王者荣耀	企鹅一哥，违约被判赔偿 340 万并禁业一年
2017.9	蛇哥	虎牙→斗鱼→虎牙	LOL	虎牙起诉索赔 2400 万，斗鱼起诉索赔 4000 万，陷入开挂丑闻，2018 年 5 月回到虎牙
2017.9	A+	斗鱼→YY	绝地求生	
2017.9	微笑	斗鱼→战旗	LOL	跳槽后人气下降，后淡出直播圈
2017.9	A+	斗鱼→YY	PUBG	
2017.9	九天	狮吼→斗鱼	王者荣耀	KPL 官方解说
2017.1	陈子豪	龙珠→虎牙	主机	
2017.11	草莓	熊猫→企鹅电竞	LOL	
2017.11	酥酥	斗鱼→企鹅电竞	LOL	

2017.11	安静苦笑大官人	战旗→虎牙	LOL	
2017.11	拳师七号	斗鱼→虎牙	LOL	
2017.11	虎神	虎牙→熊猫	LOL 国服第一贾克斯	违约被判赔偿虎牙 500 万，人气下降
2017.12	韦神	斗鱼→虎牙	PUBG	被判赔偿斗鱼 8522 万元
2017.12	404NTFound	B 站→虎牙	PUBG	B 站起诉
2017.12	笑笑、西卡	斗鱼→龙珠	LOL	合约到期
2017.12	南波儿	熊猫→虎牙	LOL	
2017.12	GODV 韦神	斗鱼→虎牙	吃鸡主播	虎牙索赔 3000 万，人气下滑
2018.1	sy 是个萌妹	斗鱼→虎牙	吃鸡主播	虎牙索赔 1392 万
2019.1	杀神风	熊猫→斗鱼	LOL	
2019.2	Godlike 神超	斗鱼→虎牙	LOL	
2019.2	叫我久哥哥	斗鱼→虎牙	LOL	

资料来源：搜狐新闻等，东方证券研究所

1.3 2015 至 2017 年多个游戏直播平台拿到融资

但虽然判罚对于主播跳槽有制约性，但 2017 年一级市场仍可以获得较多融资。

表 3：2015~2017 年游戏直播平台融资的情况

时间	融资平台	融资轮次	金额	投资方
2015.06.29	火猫 TV	天使轮	不详	前海开源基金
2015.07.01	快看游戏	天使轮	不详	合一资本
2015.07.04	微赛 Cteemo	天使轮	100 万元	草之星投资
2015.07.18	MarsTV	B 轮	10000 万元	欢聚时代、光大资本、海通开元、中国光大银行、前海开源基金
2015.08.27	bilibili	C 轮	1222 万元人民币	掌趣
2015.09.01	火猫 TV	pre-A 轮	不详	光大资本、玩咖
2015.10.26	imbaTV	B 轮	10000 万元	毅达资本、普思资本、红杉中国、创新工场
2015.11	龙珠直播	B 轮	2.78 亿	游久游戏领投，腾讯、软银跟投
2015.12.25	火猫 TV	A 轮	1000 万美元	合一集团（前“优酷土豆集团”）
2016.02.25	imbaTV	C 轮	100000 万元	英雄互娱
2016.03.01	快手	C 轮	数千万美元	百度、华人文化产业基金、光源资本
2016.03.10	飞熊视频	pre-A 轮	不详	丰厚资本、优酷土豆
2016.03.15	斗鱼	B 轮	1 亿美元	腾讯出资 4 亿人民币领投，红杉资本和南山资本跟投

2016.04.09	15W 要我玩	天使轮	1000 万元	隆领投资
2016.04.28	触手直播	B 轮	2000 万美元	国内 A 股某上市公司
2016.06.12	香蕉游戏传媒	A 轮	15000 万元	IDG 资本、博儒资本
2016.08.15	斗鱼	C 轮	15 亿	凤凰资本、腾讯领投
2016.09.06	MarsTV	新三板	不详	不详
2016.09.12	飞熊视频	B 轮	不详	融玺创投
2016.09.23	熊猫直播	A 轮	6.5 亿元	由乐视领投，金额约 3.6 亿
2016.09.28	全民直播	A 轮	5 亿人民币	竞远资本、新番资本
2016.11	龙珠直播	被收购	超过 20 亿	聚力传媒
2016.11.29	奕思信息	A 轮	不详	初创投资、未名创新
2016.12.20	香蕉游戏传媒	A+轮	不详	奇虎 360、IDG 资本
2016.12.29	大圣娱乐	天使轮	1000 万元	腾讯投资、任玩堂
2017.01.03	触手直播	C 轮	4 亿元人民币	GGV 纪源资本、顺为资本领投，启明创投、沸点资本跟投
2017.03.05	全民直播	A+轮	不详	上海九岭股权投资管理
2017.03.23	快手	C 轮	3.5 亿美元	腾讯领投
2017.05	虎牙直播	A 轮	7500 万美元	中国平安保险海外（控股）有限公司领投，高榕资本、亦联资本、晨兴创投、欢聚时代董事会主席李学凌、虎牙直播 CEO 董荣杰参投
2017.05.22	奕思信息	B 轮	不详	初创投资、壕鑫互联
2017.05.24	熊猫直播	B 轮	10 亿人民币	兴证资本领投，汉富资本、沃肯资本、光源资本、中翼投资、昌迪资本、明石投资跟投
2017.06.19	nonolive	A 轮	数千万美元	微影资本、阿里巴巴、斗鱼联合投资
2017.08.24	大圣娱乐	A 轮	1000 万元	IDG 资本、高榕资本、北极光创投
2017.09.27	香蕉游戏传媒	B 轮	20000 万元	经纬中国、竞远资本、IDG 资本、新番资本
2017.11.20	斗鱼	D 轮	未透露	招银国际集团资本、禾母基金
2017.11.24	小象互娱	天使轮	不详	青岳资本
2017.12.27	触手直播	D 轮	1.2 亿美元	Google 领投，现有投资方启明创投、顺为资本以及 Alpha X Capital 跟投
2018.01.05	狮吼直播	A 轮	数亿人民币	某 A 股上市公司、一下科技领头，盛大网络、达晨创投及夸克资本跟投

资料来源：直播观察，东方证券研究所

2. 第二次革命：腾讯持有几乎所有头部游戏版权，2018 年开始介入管理

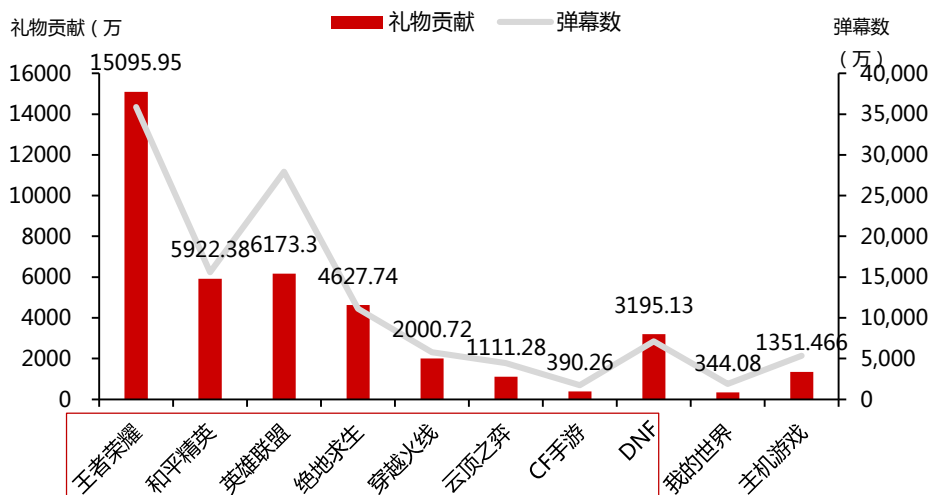
2018 年，腾讯分别持有斗鱼和虎牙 40%、31.5% 的股权，大平台合约期内高价互相挖角同样触碰到大股东利益。

表 4：斗鱼、虎牙融资情况及腾讯持股比例

直播平台	融资时间	融资金额	投资方	腾讯持股比例
斗鱼直播	2014/4/1	2000 万人民币	奥飞娱乐董事长	
	2014/9/17	2000 万美元	红杉资本	
	2016/3/15	1 亿美元	天神娱乐等	
	2016/8/15	15 亿人民币	腾讯领投	38% (第一大股东)
	2017/11/20	10 亿人民币	招银国际、南山资本	
	2018/3/8	6.3 亿美元	腾讯	
	2019/7/17	8.59 亿美元	公开发行	
虎牙直播	2005/4/1	100 万美元	雷军	
	2017/1/5	未披露	欢聚时代	
	2017/5/17	7500 万美元	虎牙直播 CEO 董荣杰等	36.90%
	2018/3/8	4.6 亿美元	腾讯投资	(第一大股东)
	2018/5/11	18 亿美元	公开发行	
	2018/7/6	金额未知	高领资本	
	2020/4/3	2.626 亿美元	腾讯投资	

资料来源：公司公告，东方证券研究所

而大股东腾讯手握几乎全部主流大 DAU 游戏内容版权。2018 年，腾讯开始介入游戏直播内容管理。从下图可以发现，TOP10 游戏，TOP8 版权都握在腾讯手中。

图 4：Top10 游戏 2021 年 1 月的月度礼物收入及弹幕热度（单位：万）


标红框内为腾讯旗下游戏

数据来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

2.1 游戏版权明晰，字节系退出游戏直播赛道

2018 年末以来，腾讯申请数条禁令来限制非腾讯系游戏内容直播。西瓜视频、火山小视频为腾讯竞争对手字节跳动旗下 APP，因认为“西瓜视频”App 中招募、组织游戏主播直播《王者荣耀》游戏内容的行为未获得授权许可，涉嫌侵犯《王者荣耀》著作权，腾讯将其诉至广州知识产权法院。

表 5：腾讯申请的八次禁令

时间	地点	事由
2018 年 11 月 7 日	广州知识产权法院	诉西瓜视频，并申请禁令禁止其直播《王者荣耀》
2019 年 3 月 18 日	广州知识产权法院	诉西瓜视频及今日头条，并申请禁令禁止其直播《英雄联盟》
2019 年 3 月 29 日	广州互联网法院	诉西瓜视频，并申请禁令禁止其传播《王者荣耀》视频
2019 年 5 月 5 日	广州互联网法院	诉西瓜视频及今日头条，并申请禁令禁止其传播相关《英雄联盟》视频
2019 年 5 月 5 日	重庆市第一中级人民法院	诉抖音，并申请禁令禁止其直播《王者荣耀》
2019 年 5 月 10 日	深圳市中级人民法院	诉西瓜视频及今日头条，并申请禁令禁止其传播相关《王者荣耀》视频
2019 年 5 月 27 日	广州知识产权法院	诉火山小视频，并申请禁令禁止其直播《王者荣耀》
2019 年 5 月 27 日	广州知识产权法院	诉西瓜视频和今日头条，并申请禁令禁止其直播《穿越火线》

资料来源：腾讯，东方证券研究所

2019 年起腾讯对抖音、西瓜视频、今日头条等头条系产品发起超过 20 起诉讼。1 月 31 日，法院裁定：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三家公司立即停止直播《王者荣耀》游戏内容。

此后，正式标志字节系退出游戏直播赛道。腾讯对于旗下游戏直播内容版权有高度管控权限。

图 5：字节西瓜视频无腾讯游戏内容


2.2 2018 年小平台几乎无法获得融资。

2018 年，虎牙获腾讯 4.6 亿美元投资并成功在纽交所上市，斗鱼同样获得腾讯 6.3 亿美元，并于 19Q2 在美股上市，预计最多融资 5 亿美元。随着各大直播平台上市，以及版权规则的明晰，行业内部差距进一步拉开，游戏直播行业格局已然明晰。

表 6：2018 年直播平台融资情况

时间	融资平台	融资轮次/资本情况	金额	投资方
1月4日	狮吼 TV	A 轮	超亿元	盛大网络、达晨创投、夸克资本
1月25日	快手	E 轮	64 亿元	腾讯、红杉
3月8日	斗鱼	E 轮	6.3 亿美元	腾讯
3月8日	虎牙	B 轮	4.6 亿美元	腾讯
5月11日	虎牙	纽交所上市	1.8 亿美元	
6月	企鹅直播	Pre-A		南山资本

资料来源：直播观察，东方证券

2.3 2019 年：长尾平台逐渐消失，而行业收入高增长

IPO 强化斗鱼和虎牙资金优势。斗鱼 IPO 前融资总额超过 70 亿元，虎牙融资超过 45 亿元，其余游戏直播平台（除企鹅电竞和网易 CC 以外）融资总额均不超过 20 亿元。

表 7：各平台融资时间与融资规模

平台	时间	融资轮次	融资规模	投资方
斗鱼	2014/4/1	天使轮	2000 万人民币	奥飞娱乐董事长
	2014/9/17	A 轮	数百万美元	红杉资本

	2016/3/15	B 轮	1 亿美元	红杉资本、腾讯领投
	2016/8/15	C 轮	15 亿人民币	腾讯领投
	2017/11/20	D 轮	10 亿人民币	招银国际领投
	2018/3/8	E 轮	6.3 亿美元	腾讯
	2019/4/23	IPO	预计 5 亿美元	公开发行
	融资总额超过 100 亿人民币			
虎牙	2005/4/1	天使轮	100 万美元	雷军
	2017/1/5	Pre-A 轮	数千万人民币	欢聚时代
	2017/5/17	A 轮	7500 万美元	高榕资本、晨兴资本等领投
	2018/3/9	B 轮	4.6 亿美元	腾讯
	2018/5/11	IPO 上市	1.8 亿美元	公开发行
	融资总额超过 45 亿人民币			
熊猫 (倒闭)	2015/11/18	天使轮	数百万人民币	未披露
	2016/9/23	A 轮	6.5 亿人民币	乐视网领投
	2017/5/24	B 轮	10 亿人民币	中冀投资、昌迪资本、兴证资本领投
	融资总额近 17 亿人民币			
触手	2012/1/1	天使轮	数百万人民币	未披露
	2012/3/1	A 轮	数百万美元	高原资本
	2013/8/1	B 轮	1000 万美元	启明创投
	2016/4/28	C 轮	2000 万美元	某 A 股上市公司
	2016/8/29	C+轮	2000 万美元	未披露
	2016/12/30	D 轮	4 亿人民币	顺为资本领投
	2017/12/27	D+轮	5 亿人民币	谷歌
	融资总额超过 12 亿人民币			
龙珠	2014/12/15	A 轮	3 亿人民币	软银、腾讯
	2015/11/2	B 轮	2.78 亿人民币	游久游戏领投
	2016/11/16	并购	3.2 亿美元	苏宁云商 (旗下聚力传媒)
狮吼	2017/12/13	天使轮	未披露	夸克资本
	2018/1/4	A 轮	超 1 亿人民币	一下科技领投
火猫	2015/11/20	天使轮	未披露	合一集团
	2017/8/7	A 轮	未披露	本正投资
战旗	2017/7/17	未披露	未披露	浙数文化
全民	2016/9/28	A 轮	5 亿人民币	未披露

资料来源：天眼查，东方证券研究所

长尾平台逐渐消失，行业营收高速增长。经历过千团大战的惨烈竞争后，长尾平台逐渐消失。据统计。

2017 年，共有 200 多家公司开展或从事直播业务，较 2016 年减少近百家，其中知名的倒闭平台有曾估值 5 亿的光圈直播、YY 旗下的 ME 直播，此外六间房、秀色秀场等直播平台均被收购。

2018 年，全民直播、土豆泥直播等平台倒闭，仅有少部分头部直播平台尚能良好运营。

2019 年强力竞争对手熊猫直播也无法获得融资而倒闭。

表 8：2017-2019 年直播平台关闭情况

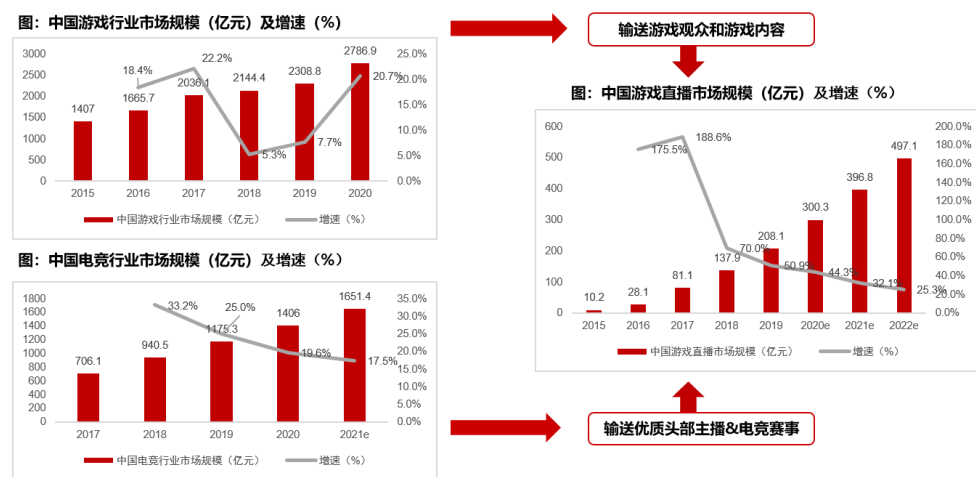
项目名称	成立时间	创始人	类型	现状	投资方
蓝鲨直播	2015.12		电竞	官网关闭、APP 下架	不明确

熊爪直播		祁斐	电竞	公司已关闭	母公司被万好万家并购
萌我爱 TV	2015.06	任宇翔	电竞	官网关闭、APP 下架	德沃基金
微赛					
Cteemo	2015.04	张彬韬	电竞	官网关闭、APP 下架	曾获数百万美元融资
Nice TV	2014.12		电竞	转型做电竞赛事运营	天音通信
触手直播	2011.01	开迅科技	电竞	网页无法打开，客户端显示空白，账号无法登录	GGV 纪源资本等

资料来源：公开信息整理，东方证券研究所

相反，游戏直播行业营收规模却在上升，从 2015 年的 10.2 亿元提升到 2019 年的 208.1 亿元，年均复合增长率达到 112.34%。营收上升但平台数目减少说明了行业营收和用户向头部平台流入。

图 6：中国游戏行业、电竞行业和游戏直播市场规模（亿元）



数据来源：艾瑞咨询，伽马数据，东方证券研究所

3. 第三次革命：大股东腾讯持有头部游戏版权，直播内容层面限制主播跳槽

3.1 2019 年：腾讯明确规范，封锁主播合约期跳槽

随着 2019 年 1 月底法院对于游戏直播版权界定的明晰，腾讯联合直播平台发布《关于腾讯游戏关于直播行为规范化公告》，申明对于不遵守契约精神，合约期无故单方面解约的行为是腾讯游戏直播中严禁出现的行为。

新条例几乎将主播完全锁定，跳槽即使赔付也会被雪藏。从根本上封禁了主播合约期内跳槽的可能。

表 9：腾讯游戏关于直播行为规范化公告

在基于腾讯所运营游戏的直播中，严禁出现下列不良行为，包括但不限于：

1. 违反宪法确定的基本原则的；涉及国家政治、民族、宗教、地域等敏感话题的；
2. 宣传或发布违法信息、违反社会公德的信息，或不利于精神文明建设的消息，包括但不限于色情、赌博、邪教、恐怖主义等内容；
3. 通过任何方式、行为直接或间接损害腾讯游戏用户体验和腾讯游戏品牌；
4. 通过任何方式、行为冒充平台或腾讯游戏官方或其他用户散布或传播虚假信息；
5. 通过任何方式、行为散布或传播低俗、不雅信息；
6. 通过任何方式、行为散布或传播使用私服、木马、外挂、病毒、代练及此类信息；
7. 宣扬、鼓动现实世界内的血腥暴力行为；
8. 未经许可，侵犯他人隐私，泄露他人信息的；
- 9. 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；**
10. 侵害游戏厂商和内容创作者的著作权，通过任何方式损害内容创作者或版权方权益；
11. 通过任何方式或途径引起纷争，造成不良社会影响的；
12. 其他不符合法律法规、社会公德或游戏规则的言论或行为。

资料来源：腾讯，东方证券研究所

3.2 版权明晰，违约跳槽法律结果明确

随着游戏版权、游戏画面、游戏直播版权归属逐渐明晰。法务案例增多，案件审判指引明确。合约期内违约事件骤降。

表 10：游戏直播行业相关重要政策和行业自律文件情况

颁布日期	组织及倡导性文件/法规	主要内容
2019.2	腾讯游戏《关于直播行为规范化的公告》	腾讯游戏发布《关于直播行为规范化的公告》，作为直播行业及其衍生领域的内容提供者，腾讯将承担游戏内容合规运营责任，并推动基于腾讯游戏画面的直播内容和授权的规范化。
2019.8	游戏产业知识产权保护研讨会《游戏直播行业白皮书》	2019年8月31日，上海交通大学知识产权与竞争法研究院举办研讨会，发布《游戏直播行业白皮书》，认为涉及游戏画面、直播画面版权争议等法律纠纷不断增多，需要立法部门、监管部门积极回应，给出更为明确的行业规则指引，如完善《著作权法》，将网络游戏画面、游戏直播画面纳入“视听作品”的保护范围之内。

2019.9	游戏直播行业竞争与发展研讨会 《游戏直播行业合规风险报告》	2019年9月15日，南都大数据研究院主办的研讨会在北京举行，围绕游戏直播画面版权纠纷、合理使用范围和行业不正当竞争等话题展开讨论。会上发布《游戏直播行业合规风险报告》，报告建议，完善游戏直播版权相关法律法规，积极推动行业自治，制衡游戏巨头，建立透明、合理、公正的游戏直播授权交易平台和体系。
2019.9	网络游戏内容知识产权保护研讨会	2019年9月19日，北京大学召开研讨会，就“网络游戏直播版权、游戏短视频及竞争规制”三个议题进行探讨，专家讨论认为，游戏直播不属于合理使用的范畴，在未获厂商授权的情况下，游戏直播行为构成侵权。
2020.4	广东省高级人民法院《关于网络游戏知识产权民事纠纷案件的审判指引(试行)》	2020年4月12日，广东省高级人民法院发布国内首个面向网络游戏领域的地方性司法规范，对游戏直播版权以及主播违约给出参考。指引将视频传播的游戏画面视为类电影作品，其著作权依法受到保护，无论是直播还是录播等涉及到游戏视频内容的行为都视为版权保护的范畴之内。

资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

2019年年初，斗鱼旗下顶级游戏主播神超违约跳槽虎牙，随后被禁播。这一示范性案例，相当于大股东腾讯从直播内容层面限制游戏主播合约期内跳槽，从而抑制内容成本的飙升。

图 7：头部主播神超违约停滞



数据来源：微博，东方证券研究所

3.3 内容成本占比持续降低

直播平台成本可以分为三大类：内容成本、带宽成本、运营及其他成本

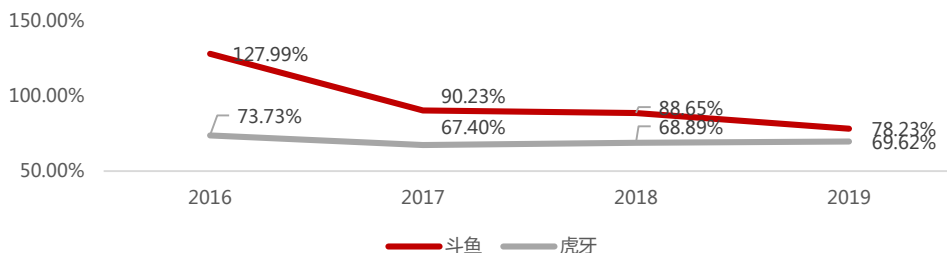
- 内容成本：主播收入分成以及签约费（即固定费用和浮动费用），版权费用（如赛事直播权费用）

- 带宽成本: 高在线人数对于网络带宽具有较高的要求, 对延迟和卡顿容忍度低(游戏直播: 毫秒级别; 秀场直播: 秒级别)。随着云计算技术的推进, 带宽成本有所下降。
- 运营及其他费用: 销售费用, 日常运营费用。

其中, 给主播的分成及高昂的签约费是平台入不敷出的主要原因。随着平台对于主播合约期内跳槽的法律诉讼, 以及大股东腾讯手握游戏版权对主播跳槽进行制约大大改变了这一情况, 平台对于头部主播的契约力量开始加剧。

紧接着腾讯整套游戏直播规则修改, 斗鱼在 2019 年底完成了主播 3~5 年合约签换, 从固定签约费改为浮动签约费。这一结果使得游戏直播平台分成及内容成本占直播收入比重得以持续优化。

图 8: 分成及内容成本占直播收入比重



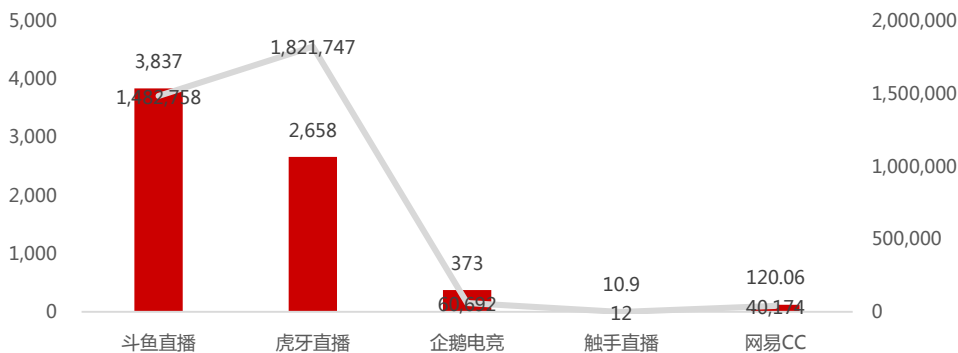
数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

4. 第四阶段: 竞争新格局

4.1 用户规模: 虎鱼一马当先, 快手、哔哩哔哩崛起明显

无论从融资情况、用户规模还是平台活跃度来看, 腾讯系的虎鱼&快手都已成为游戏直播市场的两大巨头, 并且与其余游戏直播平台保持着相当的差距。

图 9: 2020 年 11 月游戏直播平台 MAU 及人均使用时长 (万)



数据来源: Questmobile, 东方证券研究所

2019 年以来，并没有新的独立游戏直播平台成立，游戏直播行业格局已基本成型。斗鱼、虎牙位于第一梯队，以短视频业务为主的快手也开始加大对游戏直播的投入；企鹅电竞、网易 CC 以及由 UP 主向游戏直播转化的哔哩哔哩位于第二梯队。

表 11：游戏直播平台分级

平台等级	平台名称
I 级平台	斗鱼&虎牙、快手（黑马）
II 级平台	企鹅电竞、Bilibili（黑马）、CC 直播
III 级平台	火猫、龙珠、触手（纷纷倒闭）

资料来源：东方证券研究所

二、从流量通路差异对腾讯与快手游戏直播战局推演

1. 当前静态时点

1.1 腾讯系主播强绑定；快手主播变现较弱，且皆为内生孵化

腾讯政策导致快手、哔哩哔哩无法挖角，斗鱼 2019 年底完成的新合约签换使得主播重新与平台绑定 3-5 年。短期内从虎牙、斗鱼挖主播的可能性不大。

当前，快手的游戏主播以平台内部培育为主，其中 7 月 Top20 游戏直播主播 100% 为快手自培。

表 12：快手 7 月礼物收入 Top20 游戏主播来源情况

7 月-用户名	7 月-礼物价值	7 月-直播时间	7 月-类型	来源
牧童♥和平精英-童家堡	1743100	16:00-19:00	和平精英	快手
CF 威廉游戏主播,CF 威廉游戏主播	857600	17:00-19:00	穿越火线	快手
xkk.可可	663900	13:00-13:00	王者荣耀	快手
向日葵•和平精英•校长	419200	15:30-18:00	和平精英	快手
CHEN 天赐 王者荣耀	413700	19:00-22:00	王者荣耀	快手
王者荣耀九天狐『B+』,王者荣耀九天狐『B+』	376200	15:00-17:00	王者荣耀	快手
迷你世界□羊纸	370300	14:00-15:00	迷你世界	快手
传奇冷风（7877）	347700	20:00-01:30	传奇	快手
E、s 阳光总舵	343000	21:00-00:30	穿越火线手游	快手
王小歪★和平精英,王小歪★和平精英	315600	14:30-18:30	和平精英	快手
王者荣耀凉城【国服猴子】	312100	13:30-16:30	王者荣耀	快手
小飞_和平精英（自定义）	295600	07:30-23:30	和平精英	快手
传奇夏胖子,热血传奇夏胖子	292900	12:00-18:00	传奇	快手
传奇周雨婷	288900	19:30-02:00	传奇	快手

真路口和平精英-童家堡,真路口和平精英-童家堡	257100	14:00-17:00	和平精英	快手
少东和平精英	248000	19:30-23:30	和平精英	快手
光影和平精英(自定义)	236800	09:00-20:30	和平精英	快手
秘神和平精英-童家堡	226700	10:30-16:00	和平精英	快手
阿电冲 800 万	217600	15:30-19:30	王者荣耀	快手

资料来源:小葫芦大数据,东方证券研究所

1.2 B 站主播由 UP 主转化, 变现较弱

作为游戏直播行业的新兴选手,哔哩哔哩大多为内生孵化,推动现有的 B 站 UP 转向游戏主播,因此变现能力较弱。2020 年 7 月份 B 站游戏区主播礼物价值排名第一为 710400 元,在虎牙游戏区排名在 20 位左右,是虎牙游戏区排名第一主播礼物价值的 10%左右。

表 13: B 站 7 月份百大主播礼物价值

用户名	礼物价值	类型	游戏类型	来源
某幻君	710400	主机游戏	游戏	内生
LexBurner	710100	王者荣耀	游戏	内生
花少北	695400	王者荣耀	游戏	内生
老番茄	535700	其他单机	游戏	内生
KB 呆又呆	525900	主机游戏	游戏	内生
EdmundDZhang	498300	主机游戏	游戏	虎牙
小馥郁	464900	和平精英	游戏	企鹅
逍遥散人	406800	独立游戏	游戏	内生
顾于浮生如梦	392500	王者荣耀	游戏	内生
冷风不冷	357900	绝地求生	游戏	内生
总攻大人小风铃	341300	公主连结 Re:Dive	游戏	内生
棉花大哥哥	338100	王者荣耀	游戏	内生
花痴剑魔	324500	英雄联盟	游戏	内生
睡梦被蹦迪的凉哈皮	319500	第五人格	游戏	内生
小霖 QL	311100	绝地求生	游戏	内生
梦醒三生梦	308300	王者荣耀	游戏	内生
吴哈哈儿	281000	和平精英	游戏	内生
Asaki 大人	262400	怪物猎人:世界	游戏	内生
冯提莫	253300	英雄联盟	游戏	斗鱼
是加白的替身攻击	244700	和平精英	游戏	内生
魔法 Zc 目录	238700	明日方舟	游戏	内生
莫情呀	228800	王者荣耀	游戏	内生

苏以澈-	220800	王者荣耀	游戏	内生
兔兔林酱	219900	CS:GO	游戏	内生
教练白歌	219300	和平精英	游戏	内生
天华华、	219000	英雄联盟	游戏	内生
关一鸣啊	209600	王者荣耀	游戏	内生
渗透之C君	197000	其他单机	游戏	内生
乌帕 Upa	190000	坦克世界	游戏	内生
抹茶味的大福哟	187100	无限法则	游戏	内生
纾殇	183100	剑网3	游戏	内生
南风鸽鸽	176700	王者荣耀	游戏	内生
C酱です	175800	主机游戏	游戏	内生
叶落莫言	166500	lol 云顶之弈	游戏	内生
痒局长	165300	其他游戏	游戏	内生
浅叶流年	163000	王者荣耀	游戏	内生
d子炎b	160600	英雄联盟	游戏	内生
清玖 bay	154300	王者荣耀	游戏	斗鱼
SLe、苏乐	152800	其他游戏	游戏	斗鱼
OldBa1	149000	第五人格	游戏	内生
中国BOY 超级大猩猩	144400	其他单机	游戏	内生
叫我今非昔比	143000	DOTA2	游戏	内生
你是Nana的小可爱吗	142900	恐怖游戏	游戏	内生
凡饱饱	139600	英雄联盟	游戏	内生

资料来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

2. 合并后虎鱼竞争力加强，但仍然面对快手压力

主播开播数增长迅猛，快手正在弯道超车。根据快手官方数据，快手游戏直播 DAU 已突破 5100 万（2019 年数据报告）；快手直播日活 1.7 亿，快手游戏短视频日活 9000 万+（2020 年半年数据报告）。

此外，根据以下小葫芦监测数据来看，快手在主播数量层面当前占优，但是在弹幕等用户交互性层面不占优势。

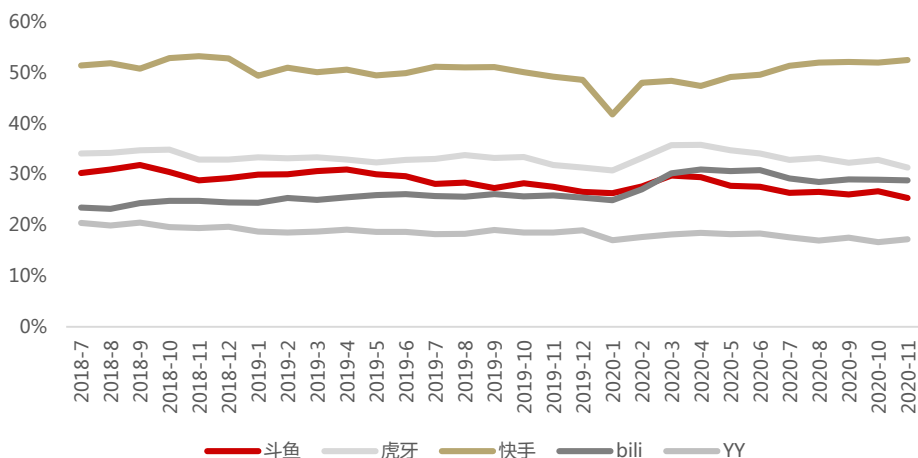
表 14：2021 年 1 月游戏直播平台游戏板块情况（万）

	bilibili	斗鱼	虎牙	快手	企鹅电竞	网易 CC
月度活跃主播	25.46	44.35	41.47	113.48	4.54	1.19
弹幕数	13028.20	72955.92	54481.28	17739.34	3367.03	2933.29
弹幕发送人次	1601.97	26970.74	5186.00	3538.25	368.97	307.02
人均发送弹幕	8.13	2.71	10.51	5.01	9.13	9.55

数据来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

用户粘性方面，游戏高于秀场赛道：据 QuestMobile 统计，除了快手这一具有短视频属性的 APP 外，斗鱼、虎牙活跃性类型，属于游戏直播平台第一梯队，高于秀场 YY。

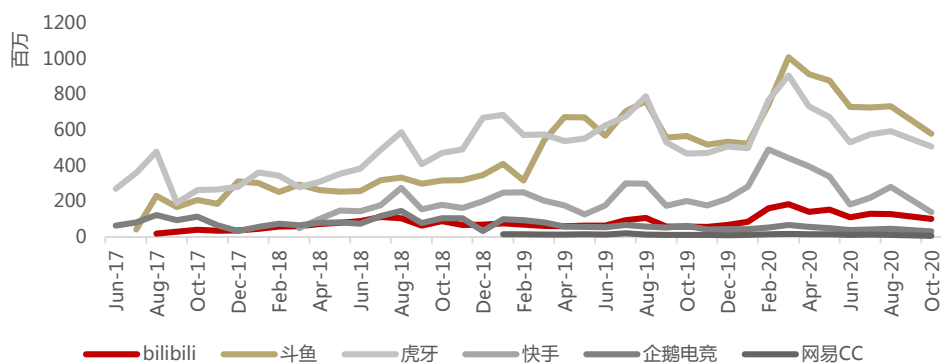
图 10：2018.7-2020.6 各直播 APP DAU/MAU 数据



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

在弹幕数变化方面，斗鱼、虎牙位于前列，快手其次：由此可以看出，斗鱼、虎牙用户活跃度较高，平台对于用户的吸引力较大。

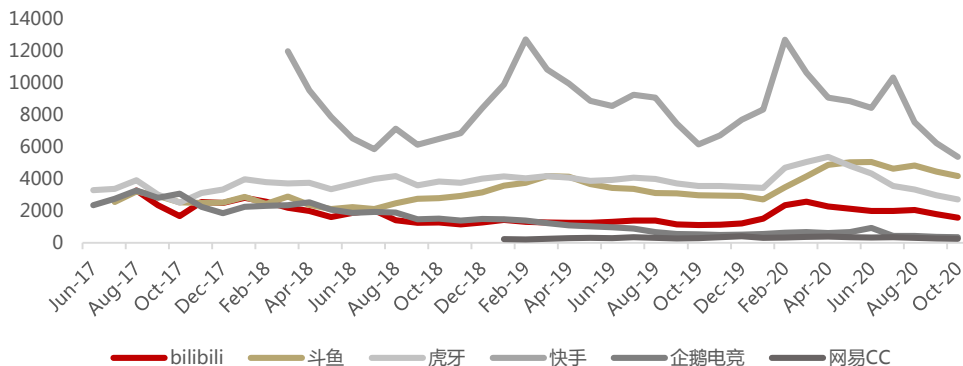
图 11：各家直播公司游戏区弹幕数



数据来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

但在活跃主播数方面，快手领先于腾讯游戏直播集团：日度活跃主播数作为内容量先行指标预示着快手游戏直播在 2018 年开始后来居上，庞大的主播体量大大增强了孵化出“黑马”头部主播的概率。

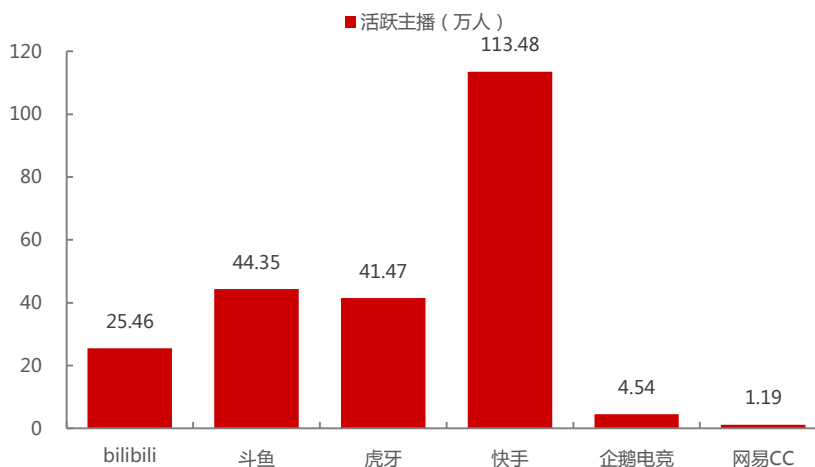
图 12：各家直播公司日活跃游戏主播数



数据来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

快手游戏主播开播数量=斗鱼+虎牙+企鹅电竞总和。对于虎牙腾讯嫡系平台当前已形成威胁。如虎牙、斗鱼与企鹅电竞不进行合并，未来非常有可能拿到秀场直播平台的“剧本”：头部主播被抖音、快手分而食之。

图 13：2021 年 1 月游戏直播平台活跃主播人数情况 (万)



数据来源：东方证券研究所

虎牙、斗鱼、企鹅电竞合并正在接受反垄断审核，一旦合并成功，高流量平台具备更大优势来应对快手冲击：对于主播而言，除了前端签约费，还要考虑后端分成，大平台目前主播收入主要分为固定成本（签约费）以及浮动费用（收入分成）。在分成比例类似的情况下，大平台具有更高的用户流量，对于头部主播来说可以获得更好的分成收益。对于长尾新人来说，一般都不会存在签约费。因此主播考虑到用户流量也更愿意入驻大平台，为头部平台带来更好的造血能力。

根据主播高频跳槽期（2017 至 2019 年）发生的跳槽事件，我们不难发现平台流量规模对于主播后续跳槽表现有着极大的影响。

我们将跳槽路径大致分为三类：（1）由其他小平台跳槽至斗鱼/虎牙；（2）由斗鱼/虎牙跳槽至其他小平台；（3）在斗鱼与虎牙两个大平台之间跳槽。

三类跳槽路径对主播人气的的影响具有明显差异:

- 1、从小平台跳槽大平台，订阅量以增长为主；
- 2、从大平台跳槽到小平台，订阅量以下滑为主；
- 3、大平台之间互相跳槽，有增有减。

可以假设，如果腾讯系直播平台内容池在各 APP 打通，每个主播的流量天花板都会被放大。无疑有更大意愿留存在腾讯系游戏直播平台。

表 15：三类跳槽路径对主播人气的的影响

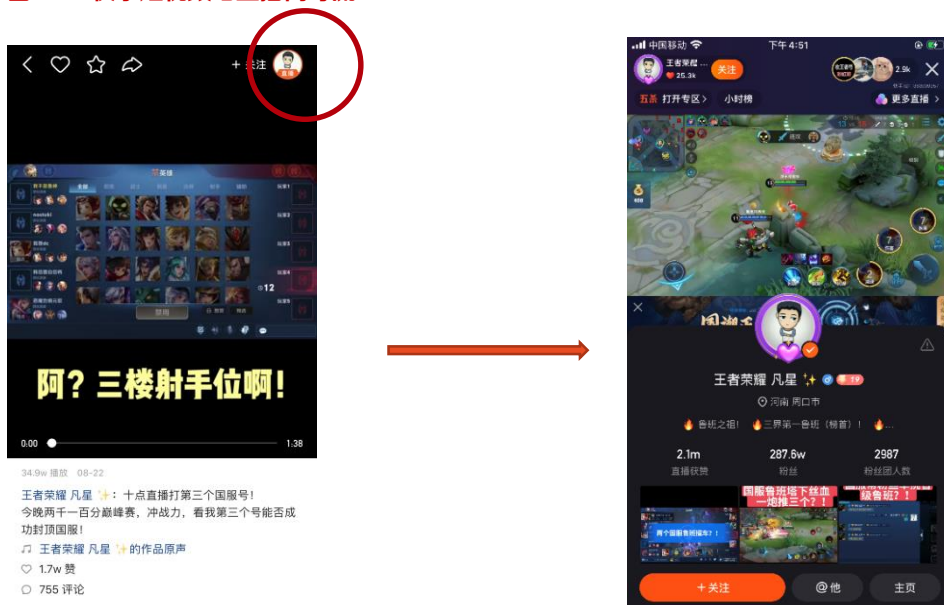
跳槽路径	主播	订阅量变化	影响
由其他小平台跳槽至斗鱼/虎牙	张大仙	+7707128	订阅量随 MAU 提升而大幅提升，从而保证其收入增长。由于大平台在用户数量上的优势，主播跳槽后其人气天花板得以大幅提升，从而保证其收入增长
	轩子巨 2 兔	+2421864	
	陈子豪	+981964	
	纳豆	+798070	
	安静苦笑大官人	+187729	
	南波儿	-99503	
由斗鱼/虎牙跳槽至其他小平台	404NTFound	-512895	小平台用户资源有限，订阅量下降。同时主播对粉丝吸引力有限（并非全部粉丝都跟随主播跳至新平台），因此主播会要求小平台更高的签约费作为风险溢价，从而导致小平台难以依靠挖角主播实现超越
	A+	-46868	
	秋日	-480320	
	虎神	-857976	
	微笑	-1060768	
在斗鱼与虎牙两个大平台之间跳槽	笑笑	-4896762	在斗鱼和虎牙之间跳槽的主播，其职业发展面临很大风险。平台可通过推举腰部主播迅速填补头部主播跳槽造成的空缺。相比之下跳槽主播处于被动地位，由于平台激烈的竞争，主播跳槽至新平台后未必能维持原有人气。
	轩子巨 2 兔	-1583340	
	纳豆	-1204928	
	嗨氏	-569221	
	丸子呦	-375890	
	拳师七号	-244197	
sy 是个萌妹	+792444		

资料来源：公开信息整理，东方证券研究所

2.1 腾讯或能帮助虎鱼收束短视频内容至自有平台

快手游戏短视频向签约游戏主播导流通路明显：快手当前游戏直播受众并非初期就是奔着看游戏直播下载快手，而是为了看短视频而安装快手。但快手通过短视频区内容，给其正在直播的游戏主播导流，签约主播便可快速获得大幅流量。这对于没有在虎牙、斗鱼等老牌游戏直播平台形成流量积累的新兴主播来说具有非常大的吸引力。

图 14：快手短视频给直播间导流



数据来源：快手直播，东方证券研究所

快手游戏主播短视频流量与直播间流量具有高度相关性：为了验证快手通过游戏短视频给其直播间导流的有效性，我们取了头部 1000 快手游戏主播数据。以直播间订阅量对短视频粉丝数及直播时长回归，不难发现快手主播的短视频粉丝数、直播时长与直播订阅量高度相关。

图 15：快手游戏主播短视频流量与直播间流量相关性分析

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	1,019
Model	4.3685e+15	2	2.1842e+15	F(2, 1016)	=	1483.76
Residual	1.4956e+15	1,016	1.4721e+12	Prob > F	=	0.0000
Total	5.8641e+15	1,018	5.7604e+12	R-squared	=	0.7449
				Adj R-squared	=	0.7444
				Root MSE	=	1.2e+0

livesubscr~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
svfans	8239.194	152.2714	54.11	0.000	7940.392 8537.996
livetime	2104.754	325.3742	6.47	0.000	1466.271 2743.236
_cons	-314724.6	60283.85	-5.22	0.000	-433019.7 -196429.5

数据来源：东方证券研究所

- **快手游戏短视频内容有极大比例来自于腾讯嫡系独家签约主播：**在快手、抖音没有游戏直播业务的情况下，短视频热度能给斗鱼虎牙主播直播间带来外源流量。因此虎牙、斗鱼等直播平台也鼓励主播在外部 PO 短视频内容吸粉，再将粉丝吸引到自身平台观看直播。然而，当前快手渠道游戏直播已日益做大，一旦虎鱼主播游戏短视频内容帮快手聚集大量游戏粉丝，快手又将粉丝引流到自身直播平台，利弊对于虎鱼来说已经很难算清。

- 腾讯嫡系开始自营游戏视频业务，未来有望通过游戏版权将游戏直播签约主播视频内容收束回自身平台：合并之后，我们认为腾讯拥有游戏版权，完全可以以此为收束独家直播签约主播的短视频内容，令其独家在虎鱼及腾讯自有平台发布。
- 一旦游戏短视频内容权限被收束，对快手、B 站的流量影响几何？

快手或损失 15%~20%游戏内容流量：通过抓取 7 月份 Top1000 快手短视频红人数据后，我们发现未与快手直播签约的红人，其粉丝总数/总粉丝数=14.63%；其点赞总数/总点赞数为 18.65%。也就是说，当前版权在外的短视频流量占比为 14.6%~18.7%，一旦此类内容版权被收回，便会产生约 14.6%~18.7%的流量损失。

表 16：快手游戏短视频红人直播约所属平台

排名	快手主播用户名	粉丝数（万）	所属平台
1	AG 超玩会王者梦泪	2347.5	企鹅电竞
2	荣耀张大仙	1896.8	虎牙
3	不羡仙（最佳男友）	1047.3	快手
4	狗子队长★	115.8	快手
5	KSGirls-火线妹	140.4	快手
6	老赫晨_和平精英搞笑吃鸡	1859.7	快手
7	向日葵·和平精英·校长	1146.2	快手
8	疏疏（男神收割机）	807.6	快手
9	王小歪✎和平精英	1658.7	快手
10	雷米👉开箱直播	1041.5	快手
11	不求人	654.7	虎牙
12	王者荣耀	1221.2	企鹅电竞
13	撩妹大队（楠枫）	629.5	快手
14	难言 x 游戏解说	816.9	虎牙
15	阿电✎王者荣耀	948.2	快手
16	柚米★和平精英	632.2	快手
17	一条小团团 OvO	897.3	斗鱼
18	天赐 24 晚 8 点千万回馈	1095.8	快手
19	王者荣耀九天狐『B+』	1776.1	快手
20	KPL 王者荣耀职业联赛	703.9	企鹅电竞
21	天才少东✎	130.6	快手
22	小畅♥和平精英-童家堡	1019.2	快手
23	旧迷✎王者荣耀	302.7	快手
24	CF 威廉👉游戏主播	648.5	快手
25	王者荣耀启明【全能王】	799.2	快手
26	迪妹✎和平精英	1070.5	快手
27	皮克桃	86.3	快手
28	王者荣耀淡雅【国服阿轲】	398.3	快手
29	王者荣耀王小贱·国服猴子	934.1	快手
30	江小北✎和平精英-东家将	859.8	快手

31	VR 玩家一号	571	快手
32	广君 CF 全国冠军 529	912.8	快手
33	电竞备胎社社长安娜^O^	301.72	快手
34	脚脚★和平精英-童家堡	1164.2	快手
35	向日葵·和平精英·胖虎	571.7	快手
36	AG 超玩会王者一诺	550.3	快手
37	王者荣耀达摩（暖夕老表）	395.2	快手
38	跑酷小枫	259.8	快手
39	冰吻♥和平精英-童家堡	894.2	快手
40	艺星最帅	630.9	快手
41	王者荣耀叶司令	423.7	快手
42	和平精英✦子陌	346.3	快手
43	路人寒星星	370.4	快手
44	阿苏✦和平精英	600.08	快手
45	撩妹大队（灿灿）	576.1	bilibili
46	瑾然·绝地求生■四盒院	591.8	快手
47	王者荣耀小明明（超级皮）	643.3	快手
48	卤蛋和平精英（二指玩家）	414.4	快手
49	主播小孤影	300.6	虎牙
50	牧童♥和平精英-童家堡	3676.1	快手

资料来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

Bili 外源短视频内容流量占比更高，影响 15%左右流量：同样逻辑，我们抓取 7 月份 Top1000 哔哩哔哩短视频红人数据后，未与 B 站直播签约的红人，其粉丝总数/总粉丝数=15.35%；其点赞总数/总点赞数=15.20%。因此如短视频版权被收束，哔哩哔哩游戏短视频流量将损失 15%左右。

表 17：哔哩哔哩短视频红人直播约所属平台

排名	哔哩哔哩主播用户名	粉丝数（万）	所属平台
1	观察者网	565.16	bilibili
2	老番茄	1273.87	bilibili
3	指法芬芳张大仙	549.13	虎牙
4	中国 BOY 超级大猩猩	624.44	bilibili
5	LexBurner	890.23	bilibili
6	小潮院长	422.08	bilibili
7	某幻君	597.07	bilibili
8	籽岷	214.04	斗鱼
9	哔哩哔哩英雄联盟赛事	464.9	bilibili
10	敖厂长	728.85	bilibili
11	华农兄弟	590.74	西瓜视频
12	超级神奇的水偶	202.25	bilibili
13	吃素的狮子	327.12	bilibili
14	花少北、	444.63	bilibili

15	大霓奈	57.92	bilibili
16	徐大虾咯	516.34	bilibili
17	逍遥散人	442.91	bilibili
18	东尼 ookii	300.84	bilibili
19	视角姬	254.07	bilibili
20	大胡子魏	82.93	bilibili
21	哔哩哔哩直播	170.92	bilibili
22	渗透之 C 君	519.4	bilibili
23	泛式	315.12	bilibili
24	水鱼水心	464.5	bilibili
25	不正经老丝	126.84	bilibili
26	小央视频	94.27	bilibili
27	王者荣耀	151.9	企鹅电竞
28	崩坏 3 第一偶像爱酱	256.26	bilibili
29	wuli 小周	79.54	bilibili
30	CSGO 大茄子	149.61	斗鱼
31	★⑥榷轮囧★	225.31	bilibili
32	英雄联盟	181.67	腾讯
33	刘老师说电影	289.67	bilibili
34	靠脸吃饭的徐大王	360.5	企鹅电竞
35	啊吗粽	300.07	bilibili
36	逗比的雀巢	211.55	bilibili
37	暴走漫画	554.52	斗鱼
38	雨哥到处跑	149.92	bilibili
39	网易第五人格手游	139.17	bilibili
40	面粉社长	67.69	bilibili
41	hanser	220.15	斗鱼
42	与山 0v0	198.6	bilibili
43	AG 超玩会王者荣耀梦泪	178.64	企鹅电竞
44	一条小团团 OvO	187.72	斗鱼
45	冷淡熊	75.03	bilibili
46	靠谱电竞	203.24	自媒体
47	盒子酸奶	104.84	bilibili
48	起小点是大腿	336.37	斗鱼
49	阿斗归来了	260.03	虎牙
50	哔哩哔哩会员购	347.56	bilibili

资料来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

2.2 腾讯新流量：游戏内置直播导流已开启，视频号导流或存在可能性

- **腾讯游戏将陆续内置虎牙、斗鱼主播内容：**此前，《王者荣耀》、《和平精英》等头部游戏就有内置企鹅电竞直播间。随着虎牙、斗鱼、企鹅电竞合并，内容池将被顺利打通。**对于腾**

讯大 DAU 游戏来说，将内置更多高质量直播内容；对于虎牙、斗鱼主播来说，将有机会顺利对接最大化的精准游戏用户。

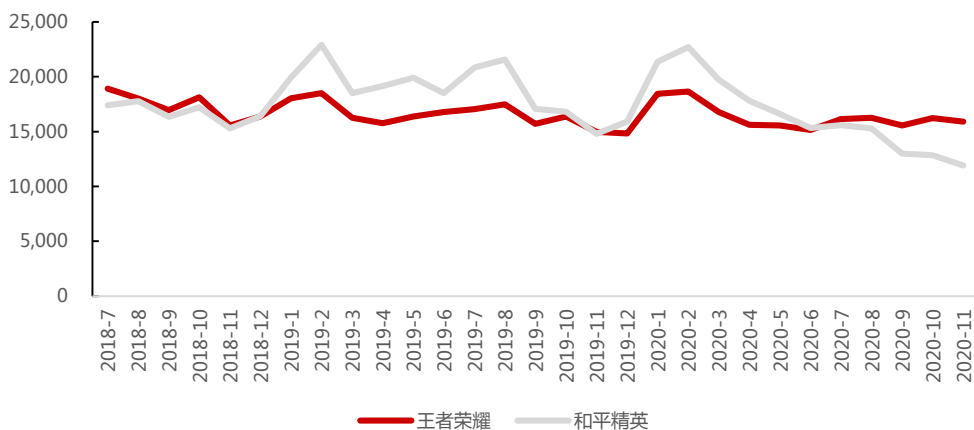
图 16：王者荣耀内置界面



数据来源：王者荣耀，东方证券研究所

- **虎牙、斗鱼流量池将大幅扩张：**根据 QM 数据显示，《王者荣耀》2020 年 11 月 MAU 为 1.6 亿，《和平精英》11 月 MAU 为 1.2 亿。单一游戏 APP 用户量级已经超越虎牙+斗鱼+企鹅电竞 APP 三者 MAU 之和。一旦用户观看直播习惯养成，便有机会将其导入虎牙、斗鱼 APP。
- **优异游戏选手将有机会率先被推送腾讯嫡系直播平台签约，强化高质量内容：**虎牙、斗鱼、企鹅电竞合并之前，腾讯游戏内部数据显示的优质选手往往会被优先推送给企鹅电竞，然而企鹅电竞从平台来说教虎牙、斗鱼而言缺乏竞争优势。但三者一旦合并，腾讯直播平台本身就对于吸引高质量选手签约极具竞争力。
- **游戏内置打赏，变现渠道拓宽：**此前，腾讯大 DAU 游戏内部仅接入直播内容，而未接入打赏接口。未来如接入打赏功能，预计将增厚头部主播流水。

图 17: 腾讯头部游戏 MAU (万)



数据来源: Questmobile, 东方证券研究所

- **微信视频号与直播间或存在给游戏主播导流可能性:** 当前微信无论视频号还是微信直播游戏区内容都比较有限, 随着虎牙、斗鱼、企鹅电竞合并推进。微信体系存在直接对接引入腾讯嫡系直播平台内容的可能。如果导流通路建立, 将大幅强化腾讯系直播平台对于主播的吸引力。同时也解决视频号内容匮乏的问题。

图 18: 微信附近和直播游戏区



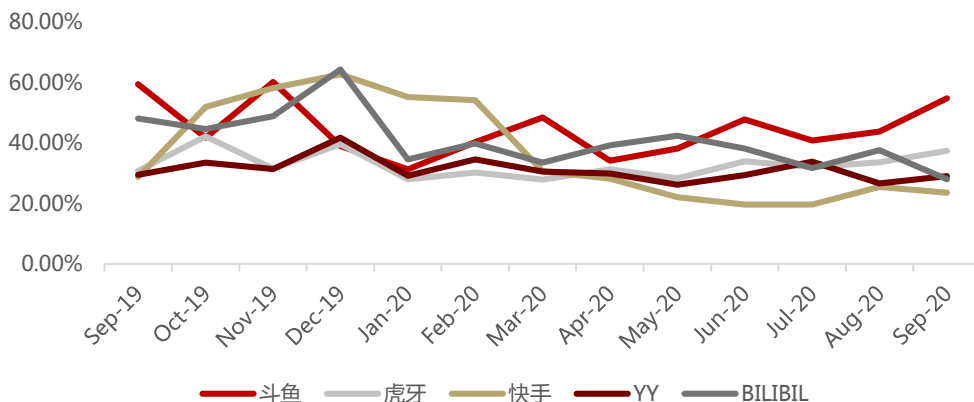
数据来源: 微信, 东方证券研究所

图 19: 微信视频号



数据来源: 微信, 东方证券研究所

快手头部主播收入占比持续下滑: 2019 年底开始, 快手对于旗下辛巴等头部主播进行限流。此前, 快手因私域流量占比高, 使得头部集中化严重。2020 年 1 月 2 月头部主播流水占比高达 50% 以上。而限流之后, 头部主播流水占比持续下滑, 年中已跌落至 20%。

图 20：各平台 Top200 主播收入占比变化趋势


数据来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

当前斗鱼头部主播贡献占比更高：我们对各平台 2020 年 1-9 月 Top200 主播收入占比进行统计，数据统计结果显示，斗鱼头部主播(Top200)收入贡献占比达 42.19%，为主要平台中最高；虎牙头部主播(Top200)收入贡献占比为 31.46%。

表 18：2020 年 1-9 月各平台 Top200 主播收入占比

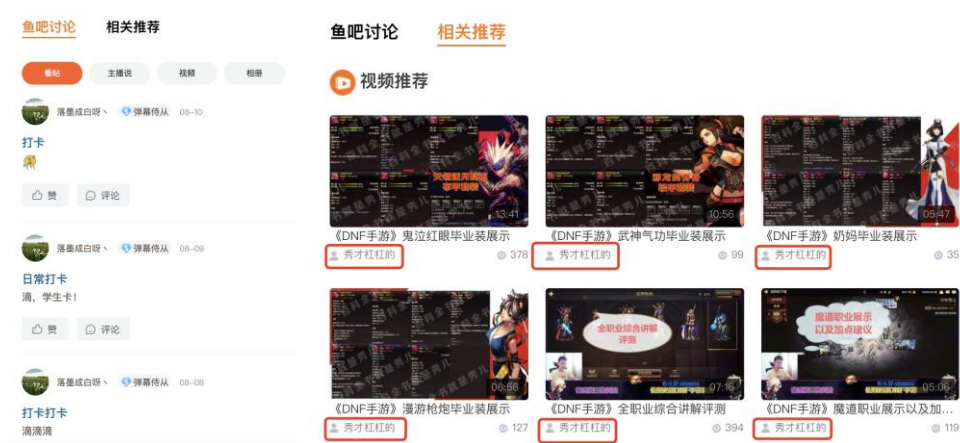
	斗鱼	虎牙	快手	YY	BILIBILI
2020 年 1 月	31.29%	28.06%	55.22%	29.24%	34.58%
2020 年 2 月	40.33%	30.24%	54.15%	34.63%	39.85%
2020 年 3 月	48.43%	27.89%	30.65%	30.58%	33.59%
2020 年 4 月	34.21%	31.34%	28.24%	29.98%	39.30%
2020 年 5 月	38.18%	28.33%	22.15%	26.20%	42.43%
2020 年 6 月	47.84%	34.00%	19.70%	29.43%	38.17%
2020 年 7 月	40.89%	32.07%	19.70%	33.86%	31.72%
2020 年 8 月	43.78%	33.69%	25.55%	26.67%	37.67%
2020 年 9 月	54.81%	37.47%	23.57%	29.09%	28.03%
均值	42.19%	31.46%	30.99%	29.97%	36.15%

资料来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

斗鱼和虎牙信息分发逻辑具有极大差异，**从直播间分发层面：**

斗鱼直播间内没有往外引流，流量中心化。斗鱼导流向主播历史热门视频，以及主播鱼吧。斗鱼直播下方的鱼吧，起到了类似贴吧的作用，聚集了主播和其粉丝。双方可以在此展开互动。此外，视频推荐栏目给予的视频推送是主播本人的历史精彩直播回放，将流量权重加到主播本人身上，这一方案更容易造星。

图 21：斗鱼鱼吧和斗鱼视频推荐



数据来源：斗鱼直播，东方证券研究所

虎牙直播间设置外溢性导流通路，去中心化推送。虎牙下方的热门动态导流其他主播视频，右侧猜你喜欢，导流给其他主播直播间。这一去中心化推送方案，强化用户多重关注，推动中长尾主播成长。

图 22：虎牙热门动态和虎牙猜你喜欢



数据来源：虎牙直播，东方证券研究所

从更微观的角度，我们可以对比斗鱼和虎牙前几位主播的 2020 年 1-7 月份月均打赏流水。斗鱼旗下前两名主播流水过 1400 万以上，而虎牙旗下王牌流水则是只有第一位刚过 1000 万。这一数据又从更微观的角度证明了斗鱼更适合打造顶级流量。

表 19：斗鱼、虎牙 20 年 1-7 月月均礼物收入前 20 主播

斗鱼			虎牙	
排名	用户名	礼物价值（元）	用户名	礼物价值（元）
1	彡彡九户外	21070671	血色-骚俊【君弟】	10368614
2	炫石一星辰闪耀	14618471	血色-太子【深坑】	7982242
3	长沙乡村敢死队	10639328	大象、小叶子	6739771
4	JSA、北京小王哥	8895957	浮夸【云玩家】	5185485
5	DNF 灰辉	7578685	Dae-心态	4826357
6	如来佛祖哟	7028642	AzZ、沐莹莹【2511】	4575914
7	主播东门	6656642	童子【烧饼铺】	4372400
8	大嘴 love	6252157	依然是婷 er【006】	4015485
9	快脚哥哥	5806728	银河、赵日天【梦弟】	3803314
10	深山大咖	5437157	赢城 Lz-正经赵【010】	3442585
11	隔壁家的小妹妹	5242457	XY-小七【710】	3312128
12	小柳 LOL	4893442	血色-小伊伊【哈弟】	3119371
13	Q 老钱	4651457	【大鱼】百事可乐	2980757
14	Wfeng 威风	4608300	血色-鱼大大【101】	2930614
15	苏恩 Olivia	4410171	海王 HW-洋洋【糕】	2814685
16	宋温柔爱吃鸡	4320300	Yaq-花花世界	2665600
17	夏鹿阿	3982528	Uzi	2624971
18	呆妹儿小霸王	3716700	血色-迷醉【晶徒】	2509071
19	白菜 mm、	3648071	小小小酷哥【组织】	2433257
20	洪湖小肖	3381371	晶岛【超跑】	2390628

资料来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

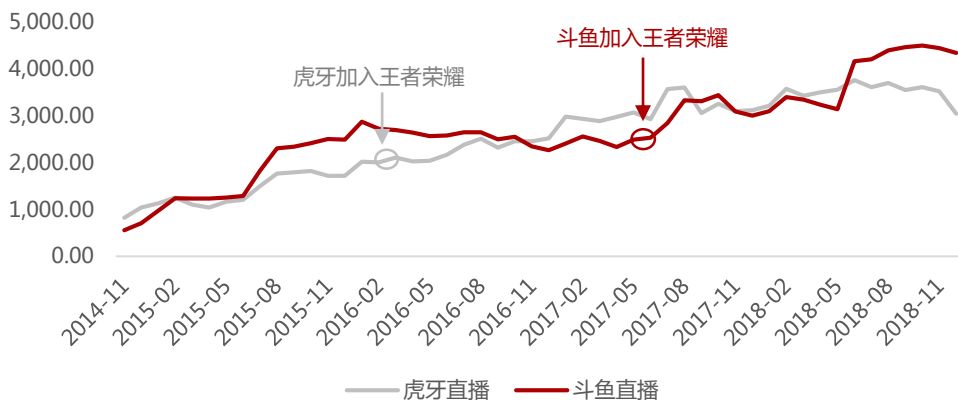
造星是一把双刃剑：一方面，好处在于，头部明星拥有自然流量，帮平台吸引到更多圈外用户进驻；同时，“成为明星”这件事，是大多数中头部主播的夙愿，拥有造星能力的平台，将吸引许多优质主播入驻。但另一方面，一旦造星成功，平台对于主播的控制力将减弱，一旦头部主播流失，对于平台来说风险也更大。而去中心化的推送逻辑对于中腰部选手培养、平台生态、以及平台控制力来说更为有利，但对于头部选手来说吸引力较差，因此平台品牌效应可能会较弱。

4. 抓住头部内容拉动用户增长：关注 DNF 带来内容增量

斗鱼和虎牙凭借对用户观看需求的敏锐嗅觉，成长为游戏直播行业两大巨头。2016 年 2 月~3 月，“王者荣耀”开始占据斗鱼、虎牙的热门直播分类，而后于 2016 年 6 月，虎牙率先开辟“王者荣耀”直播专区，并借此吸引了大量活跃用户，显著缩小了与斗鱼在用户数上的差距。斗鱼则在 2017 年 5 月推出“王者荣耀”专区。随后面对全球大热的《绝地求生》，斗鱼和虎牙分别在 2017 年 7 月和 9 月陆续推出“绝地求生”直播专区。

不难发现，每一次头部游戏产生，都能为率先布局的游戏直播平台带来 MAU 增长，但内容的出现很难由平台左右，能否率先抓住机遇却考验平台眼光。从 2018 年三季度斗鱼移动 MAU 反超虎牙开始，斗鱼 MAU 一直领先虎牙。

图 23：斗鱼、虎牙 2014.11-2018.11 移动 MAU (万)



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

随着顶流游戏《DNF》手游上线，预计游戏直播行业又将获得一大波 MAU 拉升：此前的 5 年内测中，斗鱼、虎牙已经瓜分签约优质的《DNF》游戏选手，而斗鱼在 DNF 竞争优势更为显著。可以看出斗鱼在老牌 PC 游戏尤其是 DNF 的竞争力要高于虎牙直播。

表 20：2021 年 1 月虎牙、斗鱼前 5 大礼物流水的游戏板块对比

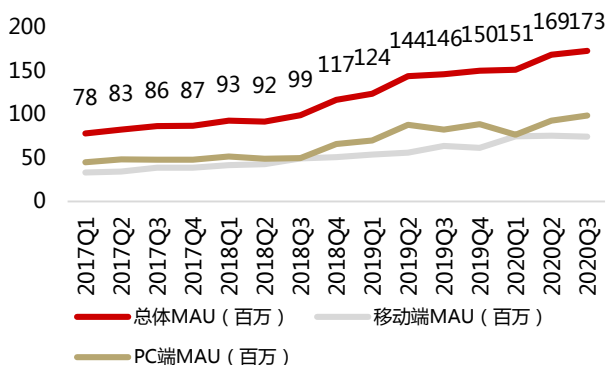
	排位	游戏类型	礼物收入
虎牙	1	王者荣耀	77458200
	2	和平精英	22124600
	3	英雄联盟 (PC)	19614600
	4	绝地求生 (PC)	10887700
	5	穿越火线	8757600
斗鱼	1	王者荣耀	34865800
	2	绝地求生 (PC)	29062000
	3	英雄联盟 (PC)	27008100
	4	DNF (PC)	22944100
	5	和平精英	14980300

资料来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

而从当前游戏流水分布结构来看：虎牙在移动游戏更占优势，斗鱼在 PC 游戏更占优势。

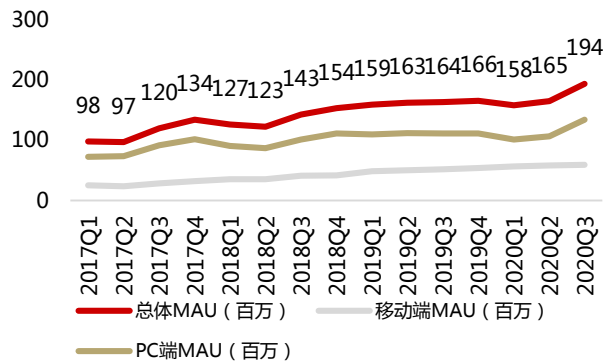
这一优势同时也反映在 MAU 分布上，虎牙更偏移动化，PC MAU 与移动 MAU 极为接近；斗鱼更偏 PC 化，PC MAU 高于移动端 MAU。

图 24：虎牙 MAU 趋势



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 25：斗鱼 MAU 趋势



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

三、商业化：游戏直播平台变现能力加强，虎鱼强于快手

快手游戏区礼物总价值，人均礼物价值低于斗鱼、虎牙：根据 2021 年 1 月数据，可以发现虽然快手在日均开播主播数形成强势赶超，但其游戏区打赏金额远不及斗鱼、虎牙，甚至低于 B 站。

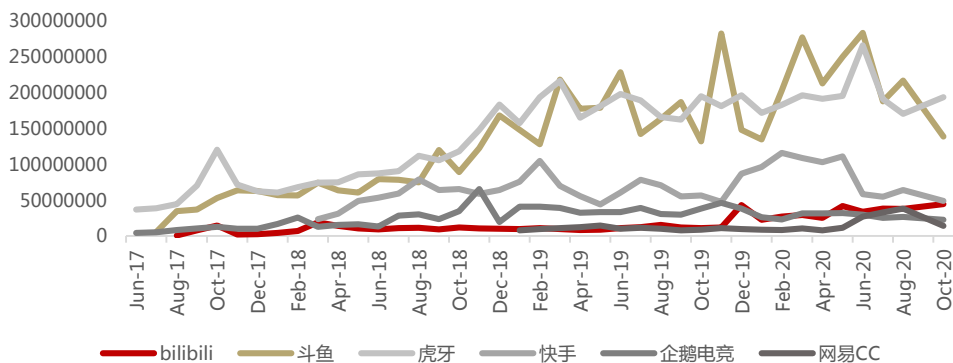
表 21：2021 年 1 月游戏直播平台游戏板块情况（万）

	bilibili	斗鱼	虎牙	快手	企鹅电竞	网易 CC
礼物总价值	5908.28	20098.51	18848.03	5264.95	2172.86	8499.73
礼物贡献人次	129.82	389.30	763.62	936.43	31.98	72.85
人均送礼价值	45.51	51.63	24.68	5.62	67.94	116.68

数据来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

从各平台游戏区数据变化趋势来看，斗鱼、虎牙与其他游戏平台差距较大。快手位于第三。

图 26：各家直播公司礼物收入



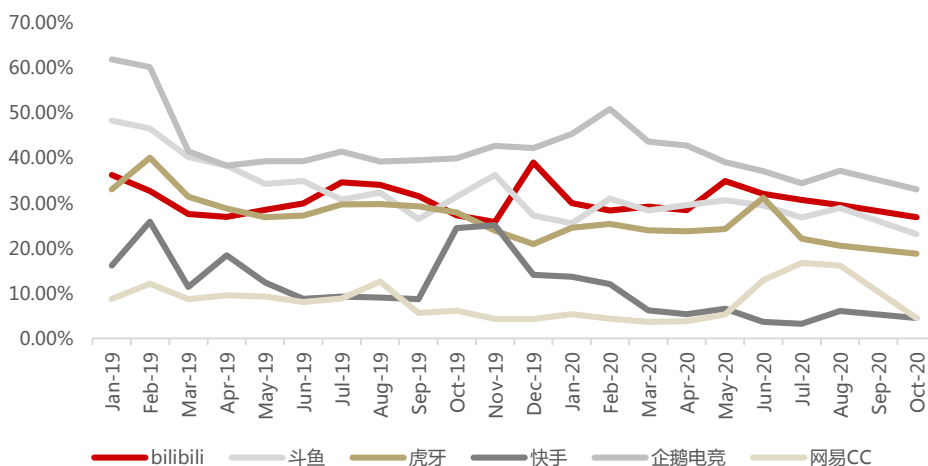
数据来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

1. 快手游戏直播相对变现较弱

从监测数据来看，各平台游戏直播区流水占总流水比重有较大差异，企鹅电竞游戏流水占比最高，快手游戏直播占比最低。

- 企鹅电竞：游戏约 40%
- B 站：游戏约占 30%
- 斗鱼：游戏约占 30%
- 虎牙：游戏约占 20%，低于斗鱼。虎牙承袭 YY 系公会运作思路，秀场业务比斗鱼发展更早。
- 快手：游戏约占 5%，占比远低于其他平台。

图 27：各平台游戏流水占比变化

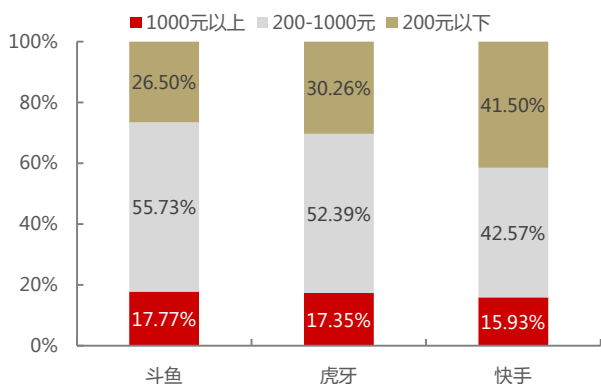


数据来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

1.1 快手游戏直播用户年龄层偏低，结构使其付费能力偏弱

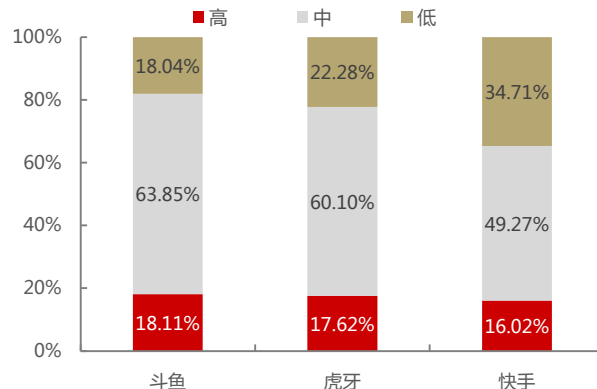
根据主播反映，快手游戏直播区整体用户年龄层偏低，核心付费用户依然主要分布于虎牙、斗鱼。另一方面，我们也可以根据快手整体用户肖像来对比，平台用户付费能力及付费意愿相对虎牙、斗鱼较差。

图 28：虎牙、斗鱼、快手付费能力分布



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 29：虎牙、斗鱼、快手付费意愿分布



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

1.2 快手挂榜主要存在于非游戏区，使得游戏主播变现工具减少

快手主播在其他主播的直播间大量刷礼物，刷到送礼榜单的前列（这种行为被称为“挂榜”），来获得直播间用户的关注，一些主播还会一边挂榜一边开直播卖货，把用户引流到自己的直播间后可以当场进行变现，一些有挂榜经验的主播，是可以通过这种模式跑出不错的 GMV，例如下图中的 3 个案例，一个主播“茵妆♥有你更美”在快手的某个大主播“小伊伊”的直播间刷礼物冲到榜一，将小伊伊直播间流量导到自己的直播间，同时在自己的直播间卖化妆品，直播期间这个用户给小伊伊送出的礼物价值为 15.1 万元（1 元人民币=10 快币），相当于通过支出 15.1 万元的推广营销费用达成了 92.59 万元的销售额。

而因游戏区受众肖像问题，主播极少在游戏板块挂榜，使得游戏区主播变现工具减少。

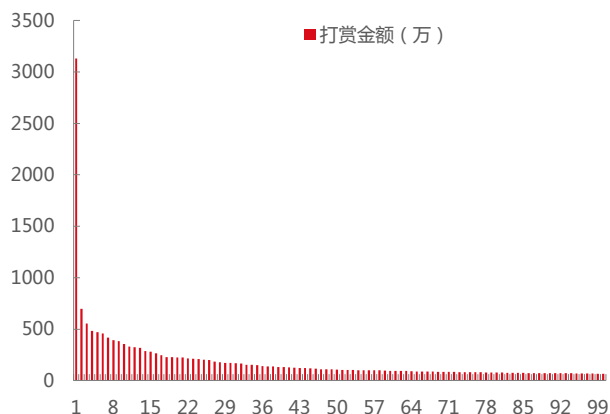
图 30：挂榜直播带货的案例



资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

估计挂榜动机带来的流水占比约为 15%：根据“壁虎看看”统计的快手 10 月份的打赏土豪榜，**打赏金额最多的前 100 个用户中，有 70%的用户在 3 个月之内是有过直播带货行为的**，他们的打赏金额占 Top 100 打赏用户总金额的 75%；有极大可能，这部分用户的打赏动机并不一定是因为他们喜欢且愿意为打赏对象付费，而是为了给自己的账号涨粉或是给直播间导流量。但是快手的打赏集中度并不高，假设 2020 年打赏流水 340 亿（假设相比 2019 年增长 10%），10 月份的总计打赏金额=340/12=28 亿，而根据壁虎看看的统计数据，礼物收入榜 Top 100 达人的礼物收入总金额为 1.6 亿，**占比不到 30 亿的 6%**。TOP100 土豪挂榜动机流水占比为 6%*75%=4.5%，假设 top300 都有这一贡献比例，并假设中长尾土豪无法挂榜，那么估计挂榜动机带来的流水约占大盘的 15%。

图 31：快手打赏土豪榜 Top 100 金额（万元，20/10）



资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

图 32：快手打赏金额 Top 100 用户的行为特征（20/10）

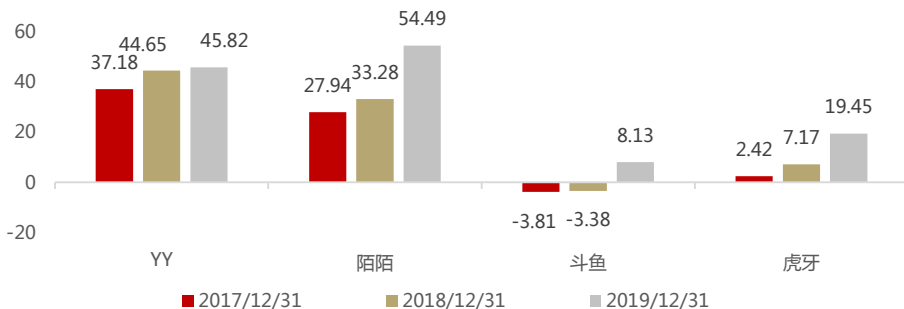


资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

2. 早期游戏直播与秀场直播变现能力有极大差异

在游戏直播板块还在盈亏平衡线挣扎的时候，秀场直播板块龙头早已盈利变现，并具有充裕的现金流。

图 33：YY、陌陌、斗鱼、虎牙营业经营现金流量净额（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

● 收入：

秀场:通常为女性表演才艺等,带有荷尔蒙属性情况下,用户打赏冲动要远强于游戏直播。

游戏:游戏主播流量一般高于秀场主播,但因为早期缺乏付费点,其变现能力较弱。头部游戏主播除了得到平台签约费外,另外的盈利方式便是自己开淘宝店,将流量导流到淘宝店变现。但这一模式对平台来说并不能分享到分成收益。

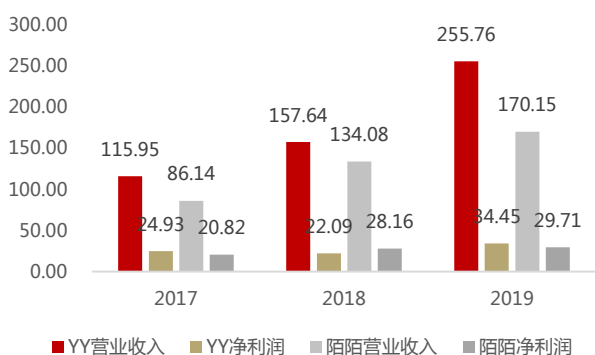
● 成本:

秀场:一般来说秀场主播流量不高,大多数秀场主播签约费较低。

游戏:游戏主播因其流量较高,顶流主播对于平台来讲是引流关键,因此签约费相对较高。

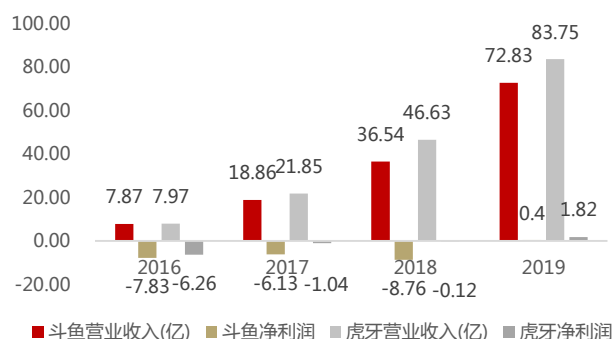
● 综合来看,游戏直播利润 2019 年之前一直处于亏损状态。

图 34: 秀场直播收入和净利润 (亿)



数据来源:公司公告,东方证券研究所

图 35: 游戏直播营业收入和净利润 (亿)

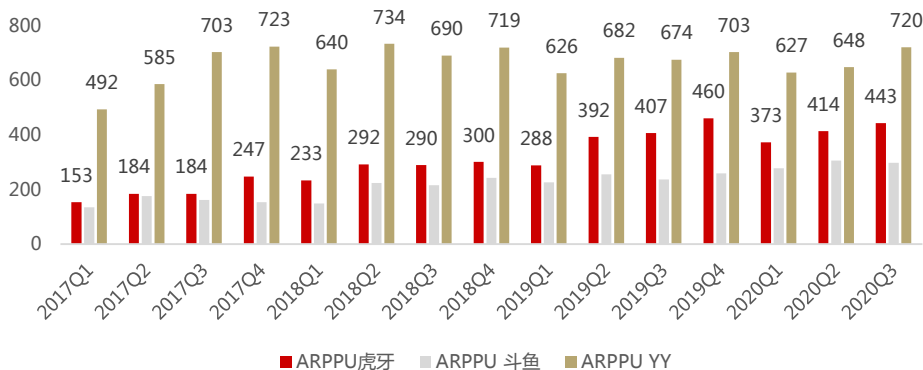


数据来源:公司公告,东方证券研究所

3. 游戏直播变现手段强化, 板块间盈利能力差异逐渐缩小

早期秀场直播平台 YY、陌陌的 ARPPU 要远高于游戏直播平台斗鱼、虎牙,前者约为后者的 2~3 倍。随着游戏直播的变现模式强化,赛道间的 ARPPU 差异在逐渐缩窄。

图 36: 直播平台 ARPPU 对比 (元)



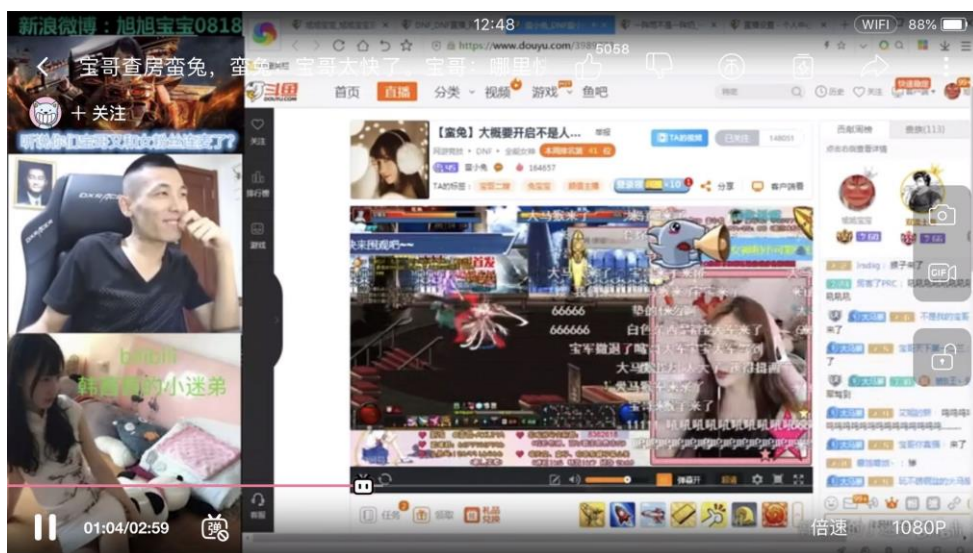
数据来源:公司公告,东方证券研究所

3.1 强化变现模式一：游戏主播向秀场主播导流

查房、下播后流量向秀场引导：

- **游戏主播查房秀场主播：**查房在直播平台的含义为跟其他主播连麦，起到了给连麦主播导流的作用。公会内部给流量型游戏主播 KPI，需要其查房秀场主播，强化公会内部变现能力。下图为斗鱼顶流主播旭旭宝宝查房女主播的截图。
- **下播后导流秀场权重强化：**早期，观看直播结束后，平台倾向于给用户导流向他喜爱的这一游戏的其他主播；而当前，平台官方会给与不小流量权重给秀场直播间，强化平台内变现能力。

图 37：斗鱼顶流主播旭旭宝宝查房



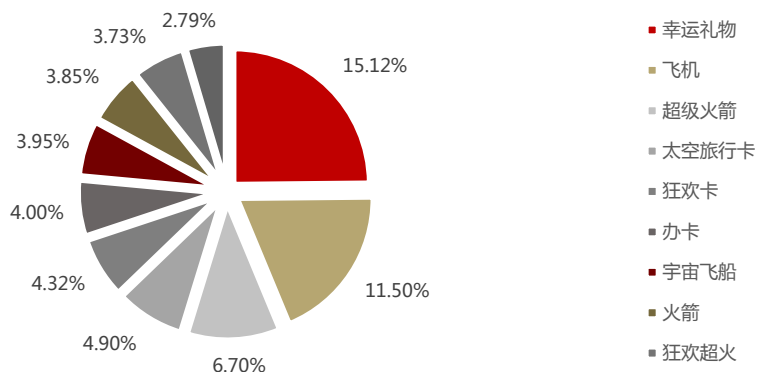
数据来源：斗鱼直播，东方证券研究所

3.2 强化变现模式二：抽奖礼物增强游戏主播变现手段，当前合规化

虎牙 17 年 Q4 率先上线了幸运礼物，斗鱼 18 年 Q4 上线幸运宝藏功能。

以斗鱼为例，2018 年 11 月 30 日幸运宝藏正式上线，用户可以通过赠送幸运礼物(幸运水晶、幸运钥匙、幸运戒指)，有机会获得普通宝藏鱼翅，当超级宝藏被激活后，送礼还能有机会独享超级宝藏的全部鱼翅。从斗鱼幸运宝藏上线后的四个月到 2019 年 3 月底，幸运礼物渗透数（使用人数/总人数）为 40%，使用率（幸运礼物个数/总礼物数）为 70%，斗鱼在四个月中共 17 亿收入，幸运礼物 2.6 亿，占据总收入的 15%，成为收入的最大板块。

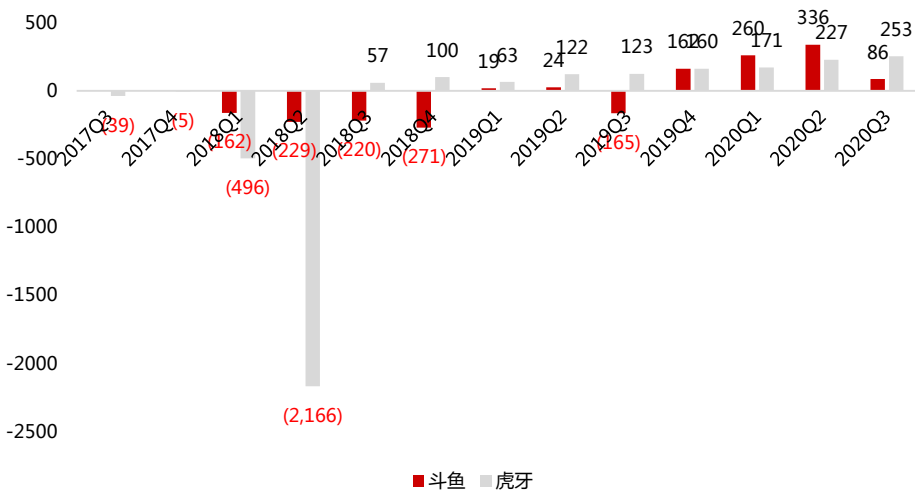
图 38：斗鱼幸运宝藏功能上线四个月后的礼物收入分布



数据来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

平台内用户付费意愿明显增强，2018Q4 抽奖上线后，2019 年 Q1 斗鱼净利润和经营性现金流扭亏为盈。

图 39：斗鱼、虎牙净利润变化（单位：万元，CNY）



数据来源：小葫芦大数据，东方证券研究所

2019Q3 幸运礼物进行合规化整合，大幅抽奖类型礼物下架。19Q4 整改恢复后，20Q1 又一次下架整改。20Q2 以后来看，抽奖类礼物占比已较低。

四、投资建议与投资标的

游戏直播的市场格局经过几轮重塑，又面临新的竞争者。虎牙、斗鱼如能和企鹅电竞成功合并，流量及内容池能相互打通。面对快手等新玩家将具备更强竞争优势。我们看好腾讯作为最大股东，在游戏直播行业的优势地位。建议关注虎牙 (HUYA.N)、斗鱼 (DOYU.O)、腾讯控股 (0700.HK)。

五、风险提示

- **反垄断审查不予通过风险：**当前腾讯系游戏直播处于单打独斗状态，流量池较为分散。对于流量天花板的打通，需要平台内容池打通。从外，如集团合并无法实现，腾讯导流 KPI 核算，资源分配也容易造成平台间的矛盾。而成本端的控制能力提升，也将较难持续优化。
- **监管政策趋严风险：**政策对于平台礼物类型合规性、直播内容合适性监管处于逐渐趋严趋势。一旦打赏类型或主播言论行为触发监管红线，平台将面临整改、流水损失等风险。
- **行业竞争加剧风险：**虽然行业已经过几轮洗牌，中长尾平台逐渐消失。然而视频内容形态的变化也为新兴平台带来许多发展机会。快手、哔哩哔哩等新玩家入场给予老牌平台竞争压力。
- **主播流失及内容成本提升风险：**平台间业务发展少不了内容支撑，为了获得头部主播平台有出高昂签约费挖角的倾向，这会为平台内容成本带来增长压力。头部主播的流失也会对平台流水造成负面影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn