



行业百花齐放，业态丰富未来可期

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 后游戏市场包括游戏社交、游戏直播、电子竞技、游戏 IP 衍生、游戏虚拟交易等几大细分市场，来源于电子游戏的产生和发展。2020 年电竞生态市场已达到 363 亿元，同比增长 45.2%，2018-2020 年 CAGR 为 65.2%；2) 疫情以来，网络用户数量和用户线上娱乐时间增长，后游戏市场发展基础得以夯实，预计未来两年市场规模将进一步扩容至稳定阶段；3) 在电竞大众化、Z 世代成为消费主力背景下，后游戏市场贴合 Z 世代注重精神享受、注重网络社交的习惯，叠加行业政策规范化，游戏内容供应的成熟，未来发展可期。
- **后游戏市场规模平稳增长，潜在受众群体基数较大。**
 - 1) 2021 年中国游戏市场规模同比增长 6.4% 至 2965.1 亿元，仍处于稳步发展阶段；游戏用户数略微增长至 6.7 亿人，规模逐步接近饱和，未来游戏市场规模和用户规模或将进入平稳上行区间，提高用户渗透率是关键。
 - 2) 后游戏行业中，2020 年市场规模最大的为游戏直播市场（343 亿元），较 2019 年同比增长 32.9%，2017-2020 年 CAGR 为 61.8%，预计 2021 年市场规模为 435 亿元，2022 年提高至 530 亿元；增速最快的为游戏社交市场，2020 年市场规模 86 亿元，同比增长 95.5%，2018-2020 年 CAGR 为 93.4%，处于快速扩容阶段。随着市场进一步发展，预计未来后游戏市场将继续稳定增长。
- **社交形式迭代升级，产业链上游持续输出优质内容。**
 - 1) 在 5G 通信技术加持下，网络传输速度加快，叠加 VR、AR、AI 等技术革新，出现更多高质量、高精度、沉浸式交互式体验较强的游戏，互联网社交形式和娱乐内容体验与方式迭代升级助力更多用户触达；
 - 2) 游戏市场稳健发展，精品游戏爆款频出，自研及 IP 游戏稳定输出，游戏内容供给呈现高质高速升级迭代，为后游戏市场提供源头活水。
- **后游戏行业破圈效应明显，规范化与可持续发展为行业发展重点。**1) 伴随《电子竞技在中国》纪录片在央视播出，电竞纳入杭州亚运会正式项目等事件发生，破圈效应渐显，后游戏市场大众化趋势有望延续；2) 政策层面，业内各平台积极协助起草相关行业规范，从快速扩容到健康良性发展，重点关注未成年人保护，促进行业健康可持续发展。
- **潜在投资机会：**我们认为，后游戏市场将伴随游戏主体市场的平稳增长以及多品类游戏作品亮眼表现而得到充分认识与发展；市场业态丰富且各细分行业均有不同程度的增长潜力，建议关注：1) 游戏直播平台方，如斗鱼、虎牙、哔哩哔哩等；2) 游戏社交业务布局方：虎牙（小鹿电竞）、盛天网络（带带电竞）等；3) 游戏 IP 衍生市场布局方：网易、腾讯、中手游等；4) 电子竞技赛事相关公司：电魂网络、完美世界、盛天网络、腾讯、网易等。
- **风险提示：**用户数量增速放缓、用户规模触顶的风险、头部平台马太效应加剧的风险、行业监管的风险。

西南证券研究发展中心

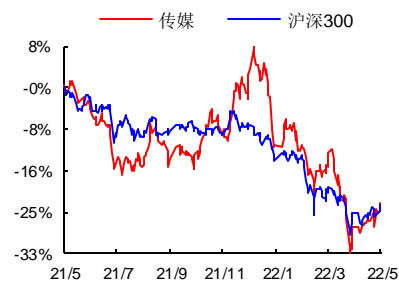
分析师：刘言

执业证号：S1250515070002

电话：023-67791663

邮箱：liuyan@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	147
行业总市值(亿元)	12,185.79
流通市值(亿元)	12,144.78
行业市盈率 TTM	25.8
沪深 300 市盈率 TTM	12.2

相关研究

1. 影视传媒行业周报 (0522-0528)：爱奇艺首次单季盈利，网易 22Q1 营收同增 15% (2022-05-30)
2. 影视传媒行业周报 (0515-0521)：乘风破浪 3 开播，腾讯 22Q1 利润同比下降 (2022-05-22)
3. 影视传媒行业周报 (0508-0514)：2023 年亚洲杯将异地举办，三七互娱 4 月出海表现亮眼 (2022-05-16)
4. 影视传媒行业周报 (0501-0507)：直播新规禁止未成年人打赏，杭州亚运会宣布延期 (2022-05-09)
5. 影视传媒行业周报 (0424-0430)：平台经济监管常态化，全民健身线上运动会正式启动 (2022-05-03)
6. 影视传媒行业周报 (0417-0423)：知乎港交所双重上市，心动公司派对之星国服正式上线 (2022-04-24)

目 录

1 游戏市场：增速放缓不改长期扩容趋势	1
1.1 中国游戏市场整体规模	1
1.2 中国游戏细分市场规模	1
1.3 中国电竞市场规模	3
2 游戏社交市场：潜在空间较大，规范健康发展值得关注	4
2.1 游戏社交定义	4
2.2 产生背景	4
2.3 行业发展历程	5
2.4 游戏社交产业链：上中下游相辅相成，商业模式成熟且清晰	8
2.5 游戏社交的商业模式	8
2.6 用户概况：潜在受众群体基数较大，低频高消费为常态	9
2.7 行业现状概览	11
2.8 他山之石	12
2.9 典型平台分析之比心：深耕行业 8 年的游戏社交平台老兵	14
2.10 典型平台分析之小鹿电竞：虎牙出品的优质游戏社交平台	17
2.11 典型平台分析之带带电竞：崭露头角的新兴游戏社交平台	18
2.12 典型平台分析之 TT 语音：腾讯投资的游戏语音社交平台	20
2.13 典型平台分析之 CC 直播：网易旗下的游戏直播社交平台	21
2.14 未来前景	22
3 游戏直播市场：规模较大且发展成熟的游戏衍生赛道	23
3.1 游戏直播定义	23
3.2 发展历程	23
3.3 游戏直播产业链	26
3.4 游戏直播行业市场情况：市场规模增速趋缓	27
3.5 游戏直播用户规模：疫情带来的用户增量有所回落	28
3.6 行业竞争格局	29
4 游戏 IP 衍生行业：价值属性彰显，用户付费意愿较高	31
4.1 游戏 IP 衍生定义	31
4.2 游戏 IP 衍生产业发展历程	32

4.3 游戏 IP 衍生市场产业链.....	34
4.4 游戏 IP 衍生市场现状：品类丰富，市场规模增速趋缓.....	38
5 电子竞技赛事行业：市场高速增长，破圈效应显著.....	39
5.1 电子竞技赛事定义.....	39
5.2 电子竞技赛事发展历程.....	39
5.3 电竞赛事行业产业链.....	42
5.4 行业竞争格局.....	43
5.5 盈利模式分析.....	44
5.6 电子竞技赛事市场规模：电竞市场保持高速增长.....	45
5.7 用户规模：电竞用户数量增长趋缓.....	45
6 游戏虚拟交易市场：交易模式多样，竞争格局较为分散.....	47
6.1 游戏虚拟交易定义.....	47
6.2 发展历程.....	47
6.3 游戏虚拟交易产业链.....	49
6.4 游戏虚拟交易市场规模.....	49
7 未来展望.....	51
8 潜在投资机会.....	51
9 风险提示.....	51

图 目 录

图 1: 2017 年以来我国游戏市场规模及增速	1
图 2: 2014 年以来我国游戏用户规模及增速	1
图 3: 中国移动游戏市场实际销售收入及增速	2
图 4: 2014 年以来我国 PC 游戏市场规模及增速	2
图 5: 2014 年以来我国页游市场规模及增速	2
图 6: 中国电竞整体市场规模	3
图 7: 电竞细分市场	3
图 8: 电竞生态市场规模及增速	3
图 9: 中国自主研发网络游戏市场实际销售收入	4
图 10: 中国游戏用户规模	5
图 11: 中国电竞用户规模	5
图 12: 游戏社交产业发展历程	5
图 13: 游戏职业技能认定平台	6
图 14: 游戏陪玩师职业证书	6
图 15: 主要游戏社交平台服务类别	7
图 16: 比心冠军杯海报图	7
图 17: 游戏社交上下游产业链	8
图 18: 带带 app 按单收费	9
图 19: 带带 app 按时长收费	9
图 20: 中国娱乐技能社交用户规模	9
图 21: 2021 年中国娱乐技能社交用户性别分布	10
图 22: 2021 年中国娱乐技能社交用户年龄分布	10
图 23: 2021 年中国游戏陪练用户月消费金额	10
图 24: 2021 年中国游戏直播用户月消费金额	10
图 25: 中国游戏技能社交行业规模	11
图 26: 中国游戏社交（陪练）行业市场规模	11
图 27: 中国游戏社交行业竞争格局	12
图 28: 全球游戏玩家数量	13
图 29: 2021 年全球各地区玩家数量（百万）及增长率	13
图 30: 比心月活跃用户数及增速	14
图 31: 比心立体化电竞人才发展体系	15
图 32: 比心降落伞计划	15
图 33: 比心星火青训计划	15
图 34: 比心梦之泪伤系列盲盒	16
图 35: 寻找比心最秀电竞解说	16
图 36: 比心加入“护苗联盟”	17
图 37: 小鹿电竞月活跃用户数	17
图 38: 小鹿电竞违规处罚名单	18
图 39: 小鹿电竞大神认证	18

图 40: 带带 APP 月活跃用户数	19
图 41: 带带 APP 聊天室	19
图 42: 带带 APP 入驻要求	19
图 43: 带带 APP 首充有礼	20
图 44: 带带 APP 海边派对	20
图 45: TT 语音推动广州 TTG 王者荣耀战队落户广州	21
图 46: TT 语音成 KPL 指定游戏语音平台	21
图 47: 《大唐无双》直播月	22
图 48: CC 直播“一起玩”派单厅	22
图 49: 游戏直播产业发展历程	23
图 50: 虎牙在纽交所上市	25
图 51: 2018 年度中国游戏产业年会	25
图 52: 《英雄联盟手游》海报图	26
图 53: 《原神》海报图	26
图 54: 游戏直播产业链梳理	27
图 55: 中国游戏直播行业市场规模	27
图 56: 中国游戏直播行业用户规模	28
图 57: 2021 年中国游戏直播用户性别占比	28
图 58: 2021 年中国游戏直播用户年龄分布	28
图 59: 2021 年中国游戏直播用户个人月消费水平	29
图 60: 2021 年中国游戏直播用户观看频次	29
图 61: 2021 年中国游戏直播用户每周观看时长	29
图 62: 2020 年中国端游热门直播内容 TOP5 日活跃观众数	30
图 63: 2020 年中国手游热门直播内容 TOP5 日活跃观众数	30
图 64: 游戏直播行业竞争格局	30
图 65: 2020 年中国公会主播所属生态及公会分布	30
图 66: 中国游戏 IP 概念发展历程	32
图 67: 《Arcane》	33
图 68: 《超越吧英雄》	33
图 69: 《原神》派蒙美食主题盲盒	34
图 70: 京东《崩坏 3》盲盒销售页	34
图 71: 2021 年收入排名前 100 移动游戏 IP 来源占比	34
图 72: 2020 年流水 TOP50 移动游戏中国文化背景分布 (个)	35
图 73: 2020 年热门端游 TOP50 中国文化背景分布 (个)	35
图 74: 中国 IP 衍生品产业投资数量及金额	35
图 75: 《阴阳师》手办	36
图 76: 《百鬼幼儿园》	36
图 77: 2020 年中国 Z 世代人口占比	36
图 78: 2019 年 Z 世代同比增长最快的五大爱好	36
图 79: 2021 年 Z 世代平均每年手办消费金额分布	37
图 80: 2021 年 Z 世代平均每年购买盲盒次数	37
图 81: 游戏 IP 衍生产业链	37

图 82: 中国娱乐/人物授权商品零售额.....	38
图 83: 中国娱乐/人物授权商品人均销售额.....	38
图 84: 中国游戏周边产品规模.....	38
图 85: 中国游戏周边细分市场.....	38
图 86: 电竞赛事发展历程.....	40
图 87: 《英雄联盟》海报.....	40
图 88: 穿越火线首页.....	40
图 89: 《穿越火线》网剧.....	41
图 90: 杭州亚运会电竞小项.....	41
图 91: 电竞赛事行业产业链.....	42
图 92: 腾竞体育首页.....	44
图 93: VSPN 首页.....	44
图 94: 电子竞技赛事市场规模.....	45
图 95: 2019 年中国电子竞技行业收入构成.....	45
图 96: 2021 年电竞用户男女比例.....	46
图 97: 2021 年中国电子竞技用户年龄分布.....	46
图 98: 2021 年中国电子竞技用户月收入水平.....	46
图 99: 2021 年中国电子竞技用户月消费水平.....	46
图 100: 游戏虚拟交易发展历程.....	47
图 101: 淘手游首页.....	48
图 102: 藏宝阁首页.....	48
图 103: 游戏虚拟交易产业链.....	49
图 104: 中国虚拟商品及服务市场规模.....	50
图 105: 2019 年中国虚拟商品及服务行业细分市场结构.....	50
图 106: 中国游戏虚拟物品交易市场规模.....	50

表 目 录

表 1: 暴鸡电竞融资情况.....	6
表 2: 游戏社交行业相关政策梳理.....	7
表 3: 游戏社交和游戏直播用户对比.....	10
表 4: 游戏社交行业的主要平台.....	11
表 5: 海外主要游戏社交平台服务项目对比.....	13
表 6: TT 语音融资情况.....	21
表 7: 斗鱼直播融资情况.....	24
表 8: 2016 年直播行业格局.....	24
表 9: 游戏直播相关政策.....	25
表 10: 游戏 IP 特征.....	31
表 11: 游戏 IP 衍生方式.....	31
表 12: 《英雄联盟》衍生内容.....	33
表 13: 电子竞技赛事分类.....	39
表 14: 电子竞技赛事破圈事件汇总.....	41
表 15: 电子竞技行业相关政策梳理.....	42
表 16: 电竞赛事行业竞争格局.....	43
表 17: 电竞赛事主要盈利来源.....	44
表 18: 游戏虚拟交易商品分类.....	47
表 19: 游戏虚拟交易模式.....	48

游戏，伴随着一代又一代人的成长，已经成为 1980 年以后出生人群生活的一部分，存在于生活的各个片段之中。随着游戏渗透率逐步接近天花板，传统的游戏充值购买业务带来的行业规模增长，也已经回归平稳，行业整体增速下滑已经是不争的事实。但是，随着移动技术的逐步发展，以游戏为媒介或者平台，开展的其他活动正在逐步丰富且多元化，包括早期的游戏内容交易、到后来的数字现实化、社交化、竞技化，多种多样的衍生产业开始快速成长。本文，拟讨论目前存在的游戏后市场现状，梳理出潜在的行业增长极。

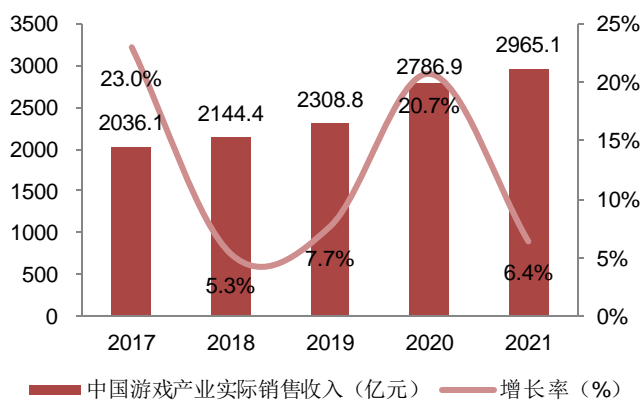
1 游戏市场：增速放缓不改长期扩容趋势

1.1 中国游戏市场整体规模

市场整体规模增速放缓，但增长空间依旧。2021 年中国游戏产业实际销售收入为 2965.1 亿元，同比增长 6.4%，增速有所放缓；2017-2021 年行业规模 CAGR 为 9.9%，伴随着 5G 传输与互联网设备的普及与升级，游戏行业市场规模仍有较大上行空间。

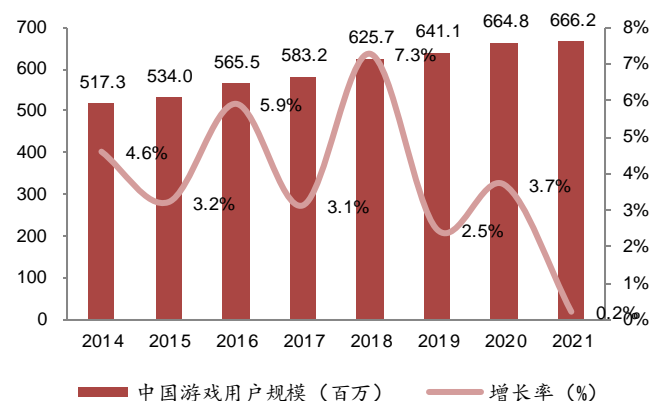
游戏用户保持低速增长，近年逐渐趋于饱和。我国游戏用户规模 2014 年以来保持低速稳增，2018 年突破 6 亿人，2021 年游戏用户规模同比增长 0.2% 至 6.7 亿，2014-2021 年 CAGR 为 3.7%。游戏行业市场规模及用户规模整体缓慢稳定增长，虽已度过高速发展期，但上行空间仍然值得期待。

图 1：2017 年以来我国游戏市场规模及增速



数据来源：GPC&IDC，西南证券整理

图 2：2014 年以来我国游戏用户规模及增速

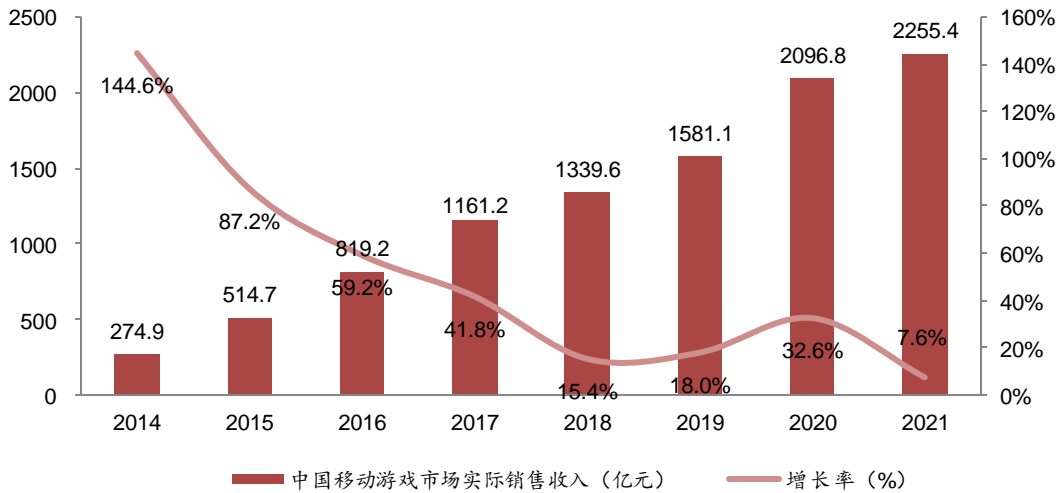


数据来源：GPC&IDC，西南证券整理

1.2 中国游戏细分市场规模

细分来看，游戏行业进一步可细分为手游、端游、页游三大领域。

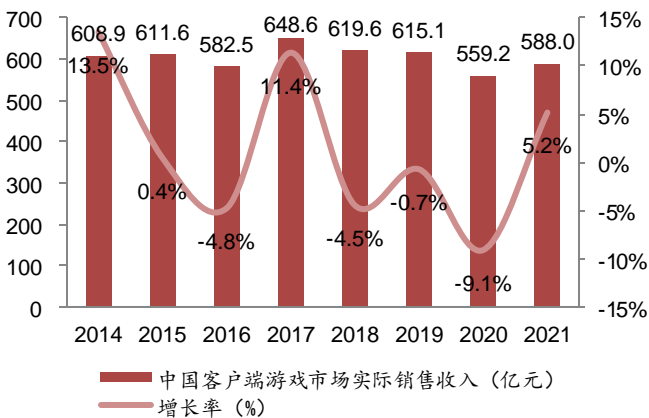
手游市场增长为我国游戏市场提供核心驱动力。随着智能手机普及与手游研发能力不断提高，2014 年前后为我国手游市场快速发展期，市场规模高速增长，近 7 年以来增速虽不断放缓，但仍在千亿规模的大基数下维持平稳增长。2020 年受疫情“宅经济”影响，手游市场销售收入出现暂时性的大幅提升，收入同比增长 33% 至 2096.8 亿元，增速回升明显，2015-2021 年 CAGR 为 27.9%。2021 年手游市场销售收入达 2255.4 亿元，同比增长 7.6%，成为游戏市场扩容核心驱动力。

图 3：中国移动游戏市场实际销售收入及增速


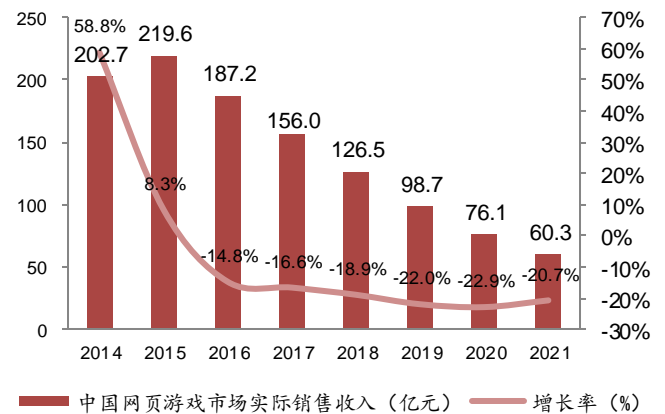
数据来源：GPC&IDC，西南证券整理

端游、页游市场规模持续萎缩，增速连续多年出现下滑。2014 年以来，我国端游市场步入成熟期，2017 年小幅提升后连续三年负增长，2020 年同比下降 9.1% 至 559.2 亿元，而 2021 年出现小幅度增长，同比上涨 5.2% 至 588 亿元；页游收入 2021 年进一步缩减至 60.3 亿元，较 2017 年的 156 亿元，已缩减 60% 以上。

受益于端游的核心玩家群体较为稳定，且端游生命周期长于手游，未来端游市场预计将呈现平稳或略有下滑的态势，页游市场大概率持续缩小。未来，移动游戏仍是发展主流趋势，有望保持扩容。

图 4：2014 年以来我国 PC 游戏市场规模及增速


数据来源：GPC&IDC，西南证券整理

图 5：2014 年以来我国页游市场规模及增速


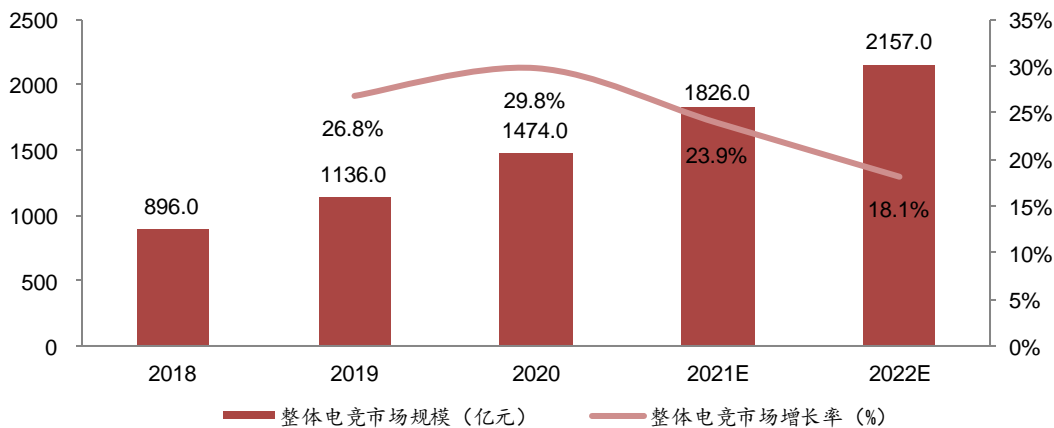
数据来源：GPC&IDC，西南证券整理

1.3 中国电竞市场规模

2020 年中国电竞市场保持高速增长，增长主要来自移动电竞游戏市场和电竞生态市场的快速扩张。电子竞技是指利用电子设备作为运动器械进行的、人与人之间的智力对抗运动。2020 年全球的传统体育产业受挫，而电竞作为数字体育新模式，其发展潜力得以充分展现，并出现一系列“破圈”事件，例如英雄联盟 S10 世界赛在上海的成功举办、入选 2022 年杭州亚运会正式项目、国际奥委会宣布制作奥林匹克虚拟系列赛等。

2020 年我国电竞市场整体规模达到 1474 亿元，同比增长 29.8%。2021 年以来，电竞市场把握后疫情时代的良好机遇，2021 年预计电竞市场规模将达到 1826 亿元。

图 6：中国电竞整体市场规模

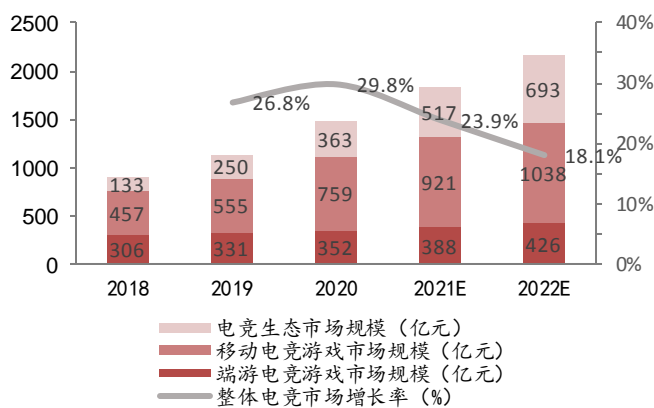


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

电子竞技产业带动周边衍生产业发展。电竞游戏及赛事的影响力持续提升和商业化的成熟，一定程度上推动了游戏直播等新业态发展提速。电竞生态市场规模主要由赛事门票、周边、众筹等用户付费部分，赞助、广告、版权等各类企业产生的收入、电竞俱乐部和选手产生的收入，以及游戏直播内容及游戏主播、电竞陪练服务等赛事之外产生的收入组成。

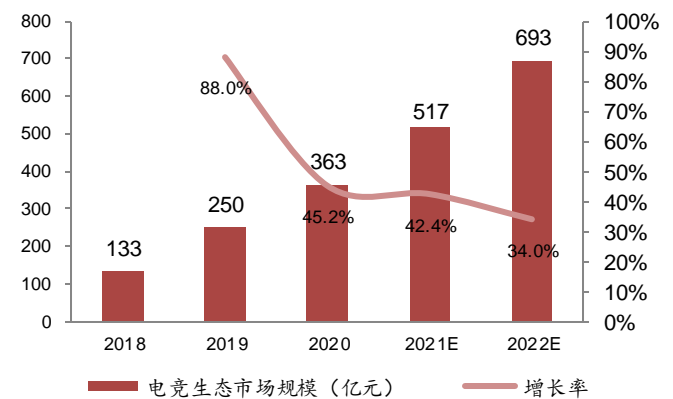
2020 年电竞生态市场规模达到 363 亿元，增速达到 45.2%，占整体电竞市场规模的 24.6%。2021 年电竞生态市场规模或可达到 517 亿元，市场占比提升至 28.3%。

图 7：电竞细分市场规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 8：电竞生态市场规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2 游戏社交市场：潜在空间较大，规范健康发展值得关注

2.1 游戏社交定义

游戏社交主要是指用户通过付费下单与指定陪练人员共同玩游戏，其较大程度上满足了用户的玩伴归属、寻求陪伴以及社交满足心理。

目前的游戏社交可按不同分类标准进行划分：1) 按渠道划分，可分为线上、线下两种形式；2) 按服务类型分，可分为“上分型”和“娱乐型”；3) 按游戏类型分，可以分为手游和端游两种；目前端游社交是游戏社交市场最为主要的细分市场，而手游社交近几年因《王者荣耀》、《和平精英》等现象级作品吸引大量用户参与而迅速扩大。

2.2 产生背景

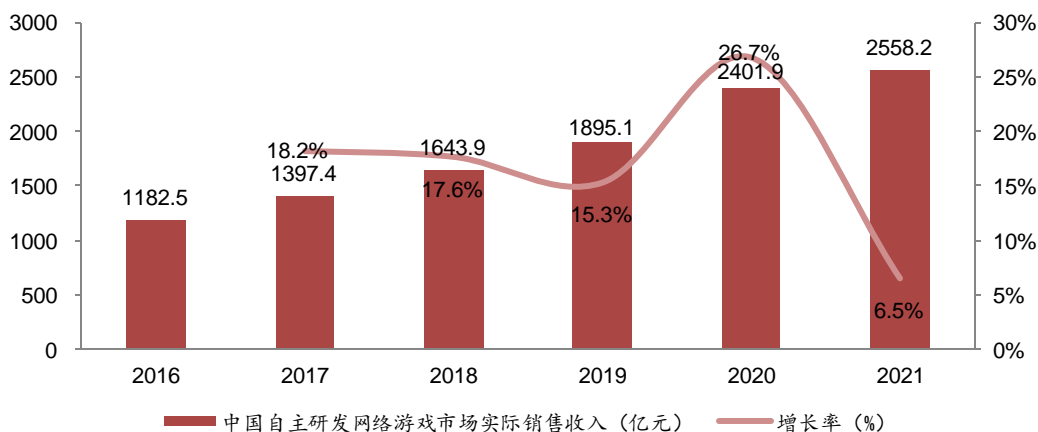
关于游戏社交市场产生背景，我们认为可能来源于供需双方的匹配：

供给端：游戏社交是根植于游戏业务产生的，游戏相关的技术升级和内容供给的丰富为游戏社交打下坚实的技术和内容基石。

具体来看，通讯技术大范围普及与覆盖，在 5G 技术加持下，网络传输速度加快，VR、AR、AI 等技术革新，出现更多高质量、高精度、沉浸式互动式体验较强的游戏，互联网社交形式和娱乐内容体验与方式迭代升级助力更多用户触达；

游戏市场稳健发展，近年来海内外精品游戏频出，游戏的内容供给呈现高质量、高速度发展态势，自研及 IP 游戏稳定输出，游戏内容供给丰富，为后游戏市场的源头活水。数据显示，2021 年我国自主研发网络游戏市场实际销售收入 2558.2 亿元，同比增长 6.5%，增速较 2020 年放缓明显，进入平稳增长期。

图 9：中国自主研发网络游戏市场实际销售收入



数据来源：伽马数据，西南证券整理

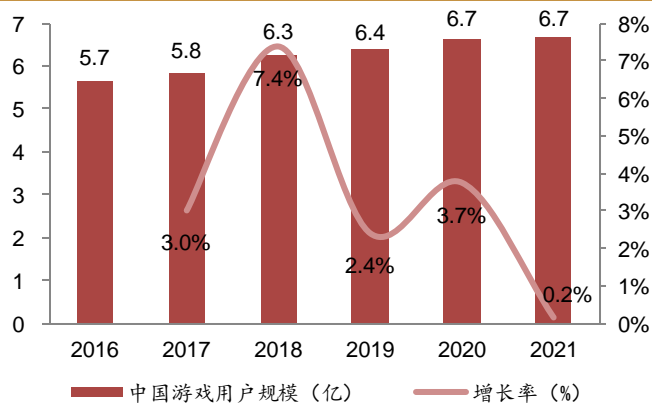
需求端：游戏用户规模的稳定上升，为游戏社交产业提供潜在可转化用户基础。而电竞产业、电竞赛事的增加使得用户对游戏陪练潜在需求再度加码。

2021 年，我国游戏用户规模达到 6.7 亿人，同比增长 0.2%。游戏交互性强、社交性强

等特征，使得游戏用户的社交需求日益凸显，在此背景下，产生了游戏直播、游戏陪练等游戏技能社交业态。

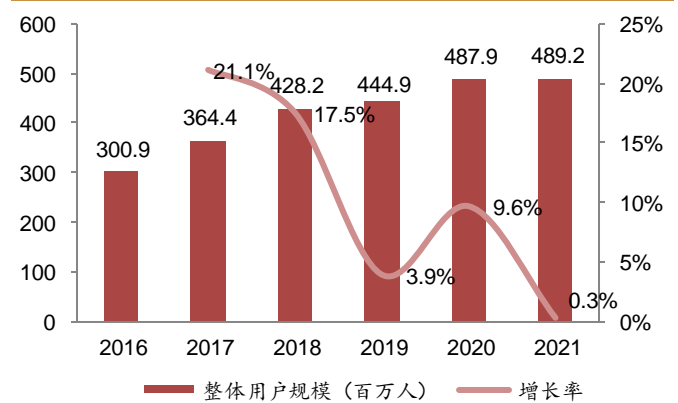
电竞产业迅速发展，用户数量稳步攀升。2021年，我国电竞用户数量达到4.9亿人，同比增长0.3%。随着电竞用户数量的增加及观赛需求的增加，竞技类游戏的需求快速增加，因此借助游戏陪练进行实战练习逐渐成为电竞用户的主要选择。

图 10：中国游戏用户规模



数据来源：中国音数协游戏工委，西南证券整理

图 11：中国电竞用户规模



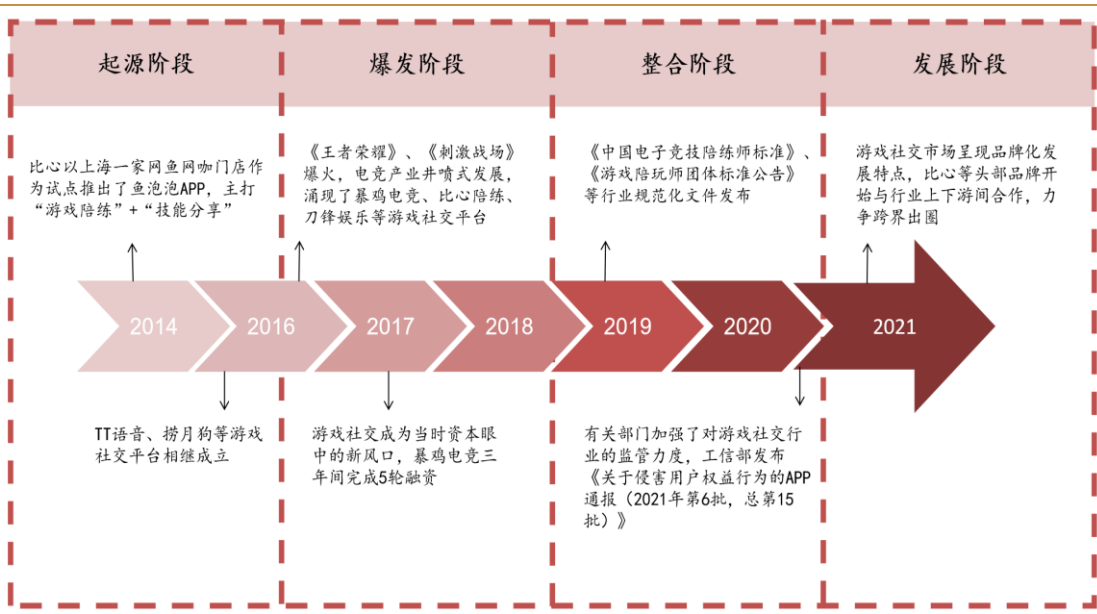
数据来源：2021年中国游戏产业报告，西南证券整理

2.3 行业发展历程

游戏社交不是手游时代的新鲜产物，早在端游时代，由于玩家对于快速升级、高效通关的需求，已经出现了游戏社交的早期业态。

游戏社交的发展历程可分为四个阶段，分别是起源阶段、爆发阶段、整合阶段、发展阶段。

图 12：游戏社交产业发展历程



数据来源：百度、艾瑞咨询，西南证券整理

起源阶段：2014年，比心以上海一家网鱼网咖门店作为试点推出“鱼泡泡”APP，主要功能为“游戏陪练+技能分享”；同期，TT语音、捞月狗等游戏社交平台也成立，主要提供游戏技能社交服务，创立初期的平台定位是为爱好游戏等的用户提供技能分享的平台。

爆发阶段：2016年，随着《王者荣耀》和《刺激战场》两款游戏的火爆出圈以及电竞产业的快速上量，2017-2018年间，部分游戏社交平台加速入场布局，涌现了暴鸡电竞、比心陪练、刀锋娱乐等游戏社交平台，游戏社交已成为热门投资赛道：比心App（原鱼泡泡）于2016年上半年正式上线，2018年其月独立设备数超100万；暴鸡电竞在2016-2017两年间获得5轮融资。2016年11月获得来自博派资本的150万元种子轮融资；2016年12月获得来自晨兴资本、博派资本的数百万天使轮融资；2017年4月获得来自晨兴资本、真格基金的数千万元Pre-A轮融资；2017年11月宣布完成其4500万元的A轮融资；2018年7月获得来自启明创投领投的1500万A+轮融资。

表 1：暴鸡电竞融资情况

时间	轮次	融资金额	投资方
2016年11月	种子轮	150万	博派资本等
2016年12月	天使轮	数百万	晨兴资本、博派资本
2017年04月	Pre-A轮	数千万	晨兴资本、真格基金
2017年11月	A轮	4500万	红杉中国领投
2018年07月	A+轮	1500万	启明创投领投

数据来源：it桔子，西南证券整理

整合阶段：2019年8月，《中国电子竞技陪练师标准》等行业规范化文件发布；2020年9月，中国通信工业协会电子竞技分会颁布《游戏陪玩师团体标准公告》，公告中明确规定了游戏陪玩师作为正式职业的职业准则，同期上线的还有“游戏职业技能认定平台”，通过此平台的职业认定考核后即可取得“游戏陪玩师职业证书”；同时，另一方面，有关部门加强对游戏社交行业的监管力度，陆续发布各类规章与法规文件，严肃处理违规app与账号，游戏技能社交行业逐步进入规范化发展时期。

图 13：游戏职业技能认定平台



数据来源：游戏职业技能认定平台，西南证券整理

图 14：游戏陪玩师职业证书



数据来源：游戏职业技能认定平台，西南证券整理

表 2：游戏社交行业相关政策梳理

颁布时间	规章/法规文件名称	主要内容
2016.2	《网络出版服务管理规定》	2016年2月，国家广电总局、工业和信息化部发布《网络出版服务管理规定》，对网络出版服务相关内容进行详尽的规定。
2016.7	《关于直播行为规范化的公告》	2016年7月，《文化部关于加强网络表演管理工作的通知》，对网络表演市场的乱象进行管理整顿。
2017.4	《文化部关于推动数字文化产业创新发展的指导意见》	2017年4月，文化部发布《文化部关于推动数字文化产业创新发展的指导意见》，帮助包括漫游戏、网络文学、网络音乐、网络视频在内的数字文化产业进行转型升级，促进其健康发展。
2019.4	《公共数字文化工程融合创新发展实施方案》	2019年4月，文化和旅游部发布《公共数字文化工程融合创新发展实施方案》，充分挖掘数字文化服务发展潜力，广泛吸纳社会力量参与，推动公共数字文化工程全面融合发展。拓宽社会力量参与渠道，打破信息壁垒，探索跨部门、跨行业、跨地域的开放共享。
2019.8	《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》	2019年8月，国家广播电视总局发布《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》，不断优化广播电视和网络视听产业结构布局，健全现代产业体系和市场体系，培育新业态和消费模式，促进数字经济发展和文化消费。
2019.8	《中国电子竞技陪练师标准》	2019年8月，中国通信工业协会等联合发布了《电子竞技陪练师标准》。标准给出了电子竞技陪练师在职业概况、基本要求、工作要求、权重表四个方面的共同认知和规范。
2020.9	《游戏陪玩师团体标准公告》	2020年9月，中国通信工业协会电子竞技分会颁布了《游戏陪玩师》团体标准公告，公告中明确规定了游戏陪玩师作为正式职业的职业准则，同期上线的还有“游戏职业技能认定平台”，通过此平台的职业认定考核后即可取得“游戏陪玩师职业资格证书”。
2020.11	《关于推动数字文化产业高质量发展的意见》	2020年11月，文化和旅游部发布《关于推动数字文化产业高质量发展的意见》。实施文化产业数字化战略，改造提升传统业态，围绕创新部署产业链，扩大优质数字文化产品供给，促进消费升级。

数据来源：百度，艾瑞咨询，西南证券整理

发展阶段：目前，游戏社交市场呈现品牌化发展特点。行业内存在比心 app、带带电竞、TT 语音等具有代表性的游戏社交平台，各平台服务类型大同小异，主要分为游戏服务和娱乐服务两类：1) 游戏服务基本涵盖了所有主流手游及端游；2) 娱乐服务以语音聊天、点唱 K 歌、连麦交友等为主。各平台服务无明显不可替代性，但少数头部品牌开始了与电竞战队等行业上下游间的合作，扎根电竞，大力推进跨界出圈，树立良好平台品牌形象，行业进入品牌化发展阶段。

图 15：主要游戏社交平台服务类别

服务类别		比心	带带	TT语音	小鹿陪玩	捞月狗	一派
游戏服务	王者荣耀	√	√	√	√	√	√
	和平精英	√	√	√	√	√	√
	英雄联盟	√	√	√	√	√	√
	永劫无间	√	√	√	√	√	√
	LOL手游	√	√	√	√	√	√
	绝地求生	√	√	√	√	√	√
	光遇	√	√	√	√	√	√
	原神	√	√	√	√	√	√
娱乐服务	语音聊天	√	√	√	√	√	√
	点唱K歌	√	√	√	√	√	√
	连麦交友	√	√	√	√	√	√
	小游戏	√	√	√	√	√	√
	主播直播	√	√	√	√	√	√

数据来源：各游戏社交 APP，西南证券整理

图 16：比心冠军杯海报图


数据来源：eStarPro，西南证券整理

2.4 游戏社交产业链：上中下游相辅相成，商业模式成熟且清晰

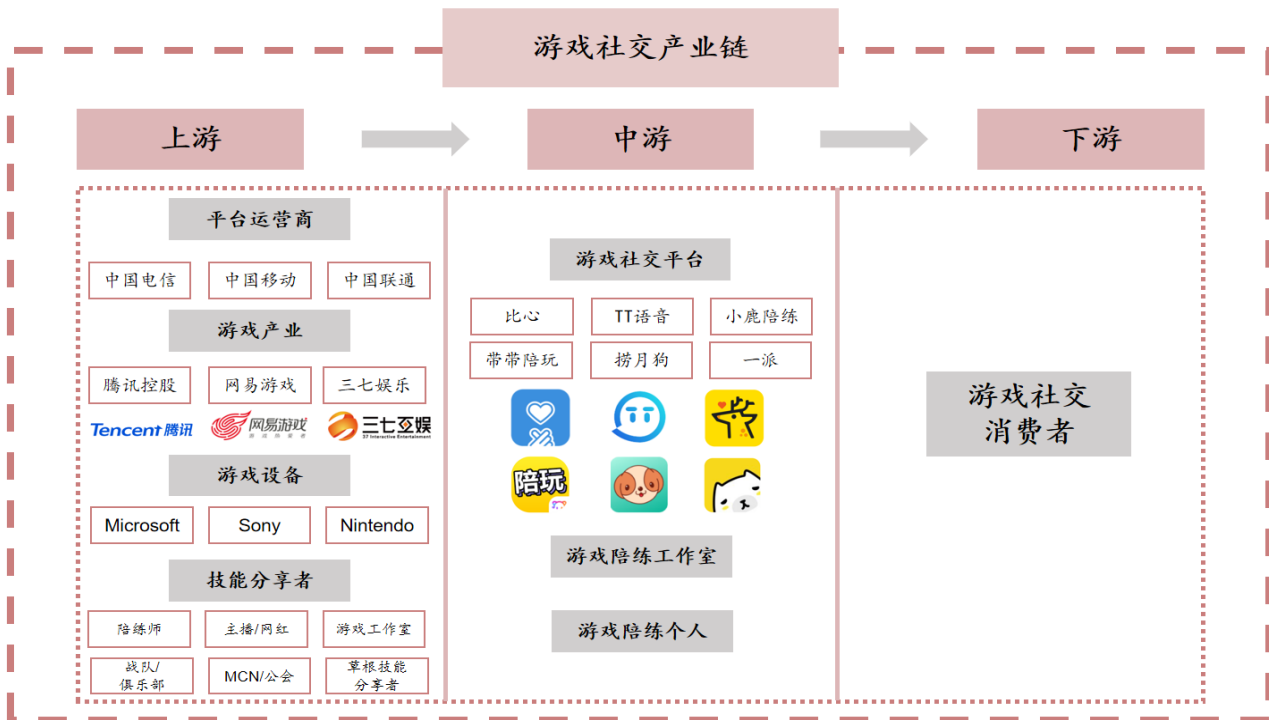
游戏社交行业的产业链上游为各平台运营商、游戏产业、游戏设备、技能分享者等。

平台运营商包括中国移动、中国联通、中国电信三大网络运营商，为游戏社交提供基础性的网络传输服务；游戏产业包括游戏开发商如腾讯控股、三七互娱等，游戏运营商包含网易游戏、完美世界等，为游戏社交提供内容基础；游戏设备包括微软、索尼等一系列硬件厂商，为游戏社交提供设备基础；技能分享者主要包括陪练师、主播/网红、游戏工作室、战队/俱乐部、MCN/公会等。

产业链中游是游戏社交行业，渠道分为线上和线下，运营主体分为平台、工作室、个人等。工作室和个人规模相对较小；平台方面目前市场主要参与者为比心 APP、带带电竞、TT 语音、一派等游戏社交 APP。

产业链下游是游戏社交消费者。

图 17：游戏社交上下游产业链



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.5 游戏社交的商业模式

目前游戏陪练行业的商业模式较为单一，其收费模式主要为按时长和按单收费两种。

图 18：带带 app 按单收费



数据来源：带带 app 官网，西南证券整理

图 19：带带 app 按时长收费

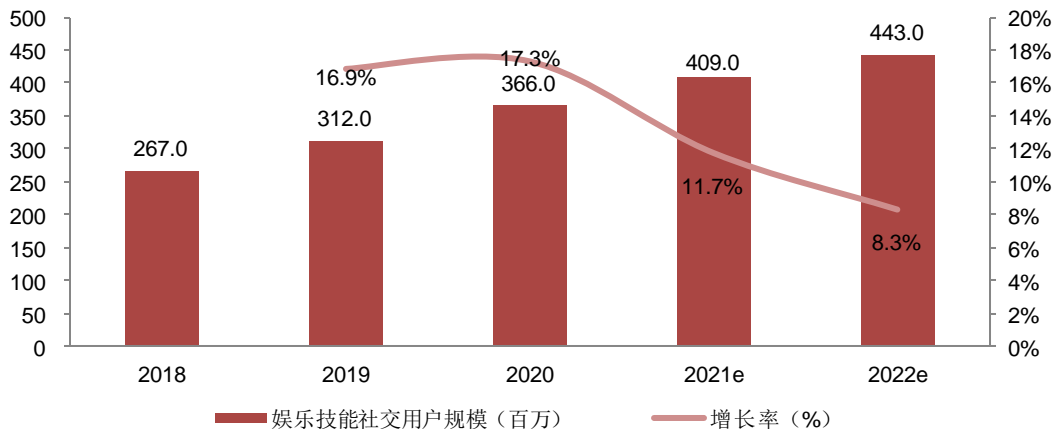


数据来源：带带 app 官网，西南证券整理

2.6 用户概况：潜在受众群体基数较大，低频高消费为常态

游戏玩家数量稳步攀升，潜在受众群体基数较大。前文提到，近年来我国游戏用户规模稳步上升，在用户规模增长的同时，另一方面，随着经济、文化的发展，我国娱乐技能社交也随之逐渐兴起。打游戏、看直播、游戏陪练、语音聊天等成为众多用户在线娱乐和在线社交的选择，在疫情“宅经济”催化下，移动社交、网络游戏扩容提速。2020 年我国娱乐技能社交用户规模达 3.7 亿人，同比增长 17.3%；预计 2022 年，我国娱乐技能社交用户规模将达到 4.4 亿人，同比保持 8% 左右增长。

图 20：中国娱乐技能社交用户规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

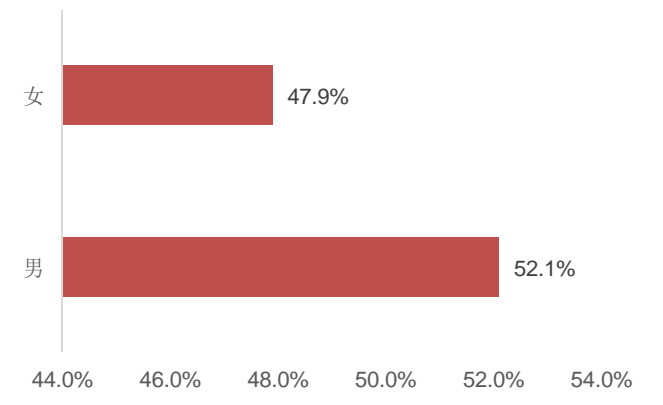
游戏社交消费者“孤独感”较强，寻求游戏玩伴的陪伴。游戏技能社交是我国娱乐技能社交中比重较大的一个环节，游戏技能社交主要分为游戏直播和游戏陪练。游戏直播和游戏陪练存在共同性，从消费动因来看，两者都是由于对游戏的兴趣而催生的需求，但游戏直播更强调对相关主播的喜爱，游戏陪练更强调对社交性的需求。从用户来源角度看，游戏直播用户希望通过直播学习游戏技巧、与他人交流相关内容、娱乐身心打发时间；游戏陪练的消费者“孤独感”更强，一般为缺乏游戏伙伴但又需要玩伴的用户、寻求游戏技能提升或有上分升级等竞技性需求的用户。

表 3：游戏社交和游戏直播用户对比

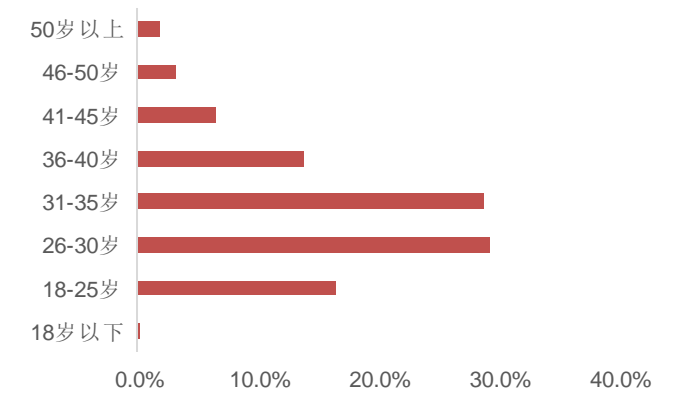
	游戏社交（陪练）	游戏直播
消费动因	对竞技类游戏有兴趣，且对社交有强烈需求	对相关游戏和主播的喜爱，寻求技术进步或身心娱乐放松
用户来源	缺乏游戏伙伴但又需求玩伴的用户、寻求游戏技能提升或向上分升级等竞技性需求的用户	希望通过直播学习游戏技巧、与他人交流相关内容、娱乐身心打发时间的用户

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

用户男女比例较为均衡，低频高消费为常态。中国娱乐技能社交用户中，男性用户占比 52.1%，女性用户占比 47.9%，用户男女较为均衡；从年龄分布来看，35 岁以下的用户占比达 74.7%，整体用户结构呈现年轻化；26-35 岁用户占比高达 58.1%，一定程度上表明用户主要为已毕业人群，相比 25 岁以下的学生群体，这部分群体或因工作导致消费频次较低，同时或已有经济收入，故消费能力较高，形成低频高消费的特点。

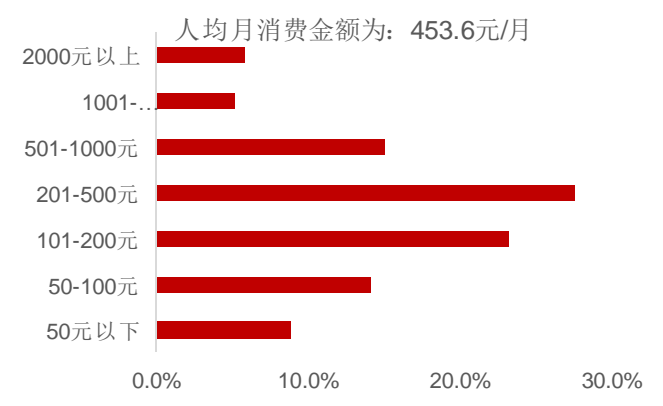
图 21：2021 年中国娱乐技能社交用户性别分布


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

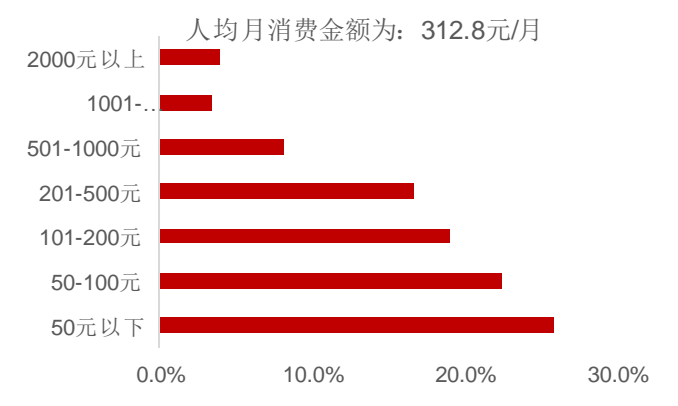
图 22：2021 年中国娱乐技能社交用户年龄分布


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2021 年中国游戏陪练用户中，每月在该项消费上超过 200 元的用户超过 50%，游戏陪练的人均月消费为 453.6 元。对比同类别游戏直播用户的月均消费，游戏直播打赏月消费超过 100 元的用户占比逾 50%，整体用户人均月消费为 312.8 元。

图 23：2021 年中国游戏陪练用户月消费金额


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

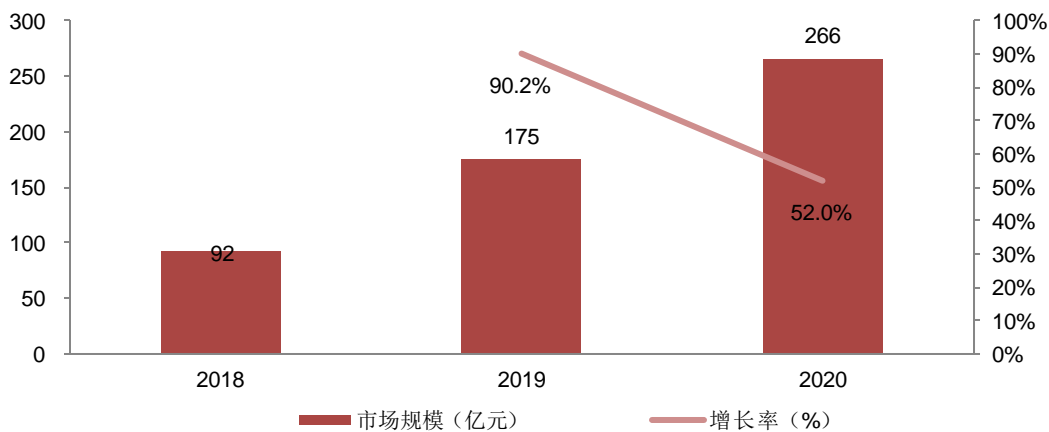
图 24：2021 年中国游戏直播用户月消费金额


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.7 行业现状概览

随着我国经济、文化的快速发展，我国娱乐技能社交也随之逐渐兴起，游戏技能社交作为我国娱乐技能社交占比较大的一环，消费者关注度逐渐提升。根据华经产业研究院数据显示，我国 2020 年游戏技能社交行业规模达到 266 亿元，同比增长 52%，增速仍处于高位。

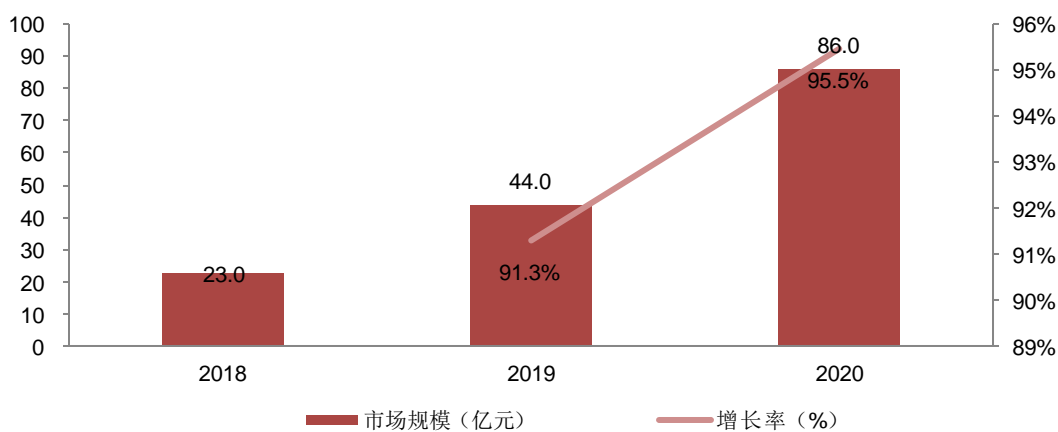
图 25：中国游戏技能社交行业规模



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

随着我国互联网的普及和居民可支配收入的不断提高，游戏社交（陪练）作为我国游戏技能社交领域里主要的行业之一，或充分享受发展红利。据资料显示，2020 年我国游戏社交（陪练）行业市场规模达 86 亿元，同比增长 95.5%，增速高于整体游戏技能社交市场，未来发展值得期待。

图 26：中国游戏社交（陪练）行业市场规模



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

表 4：游戏社交行业的主要平台

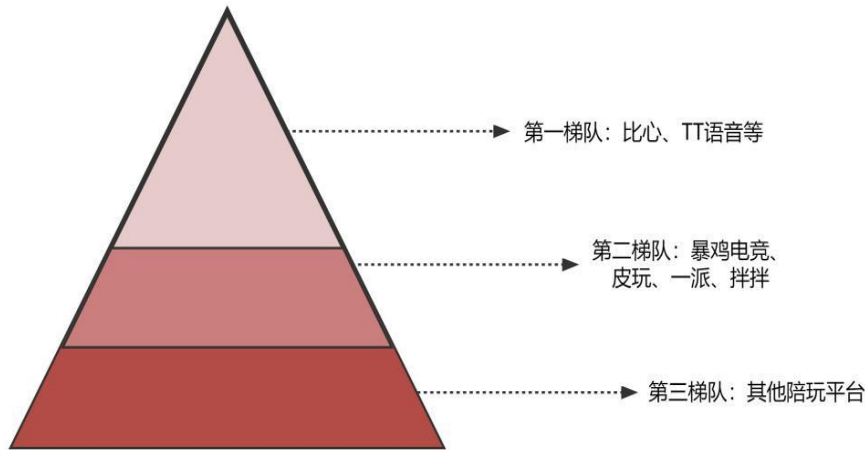
平台	所属公司	平台介绍	融资情况
比心	上海一谈网络科技有限公司	在比心陪练 APP 中，让打游戏成为一种变现技能。大神通过分享游戏技能，展开接单约玩服务，获取报酬。线上约玩品类，不受地理位置的限制	2018 年获得数千万美元 A 轮融资，由 IDG 资本投资，估值达到 1 亿美元

平台	所属公司	平台介绍	融资情况
TT 语音	广州趣丸网络科技有限公司	秉承“让天下没有孤单的玩家”的理念，为玩家提供组队开黑、趣味游戏、电子竞技等互动服务	2021 年完成总金额 1 亿美元的 B 轮系列融资
暴鸡电竞	深圳开黑科技有限公司	暴鸡电竞为游戏高玩和普通玩家提供一个使用游戏技能变现服务平台，于 2017 年 3 月 21 日正式上线，被称为“电竞圈滴滴”	2018 年获得由启明创投领投的 1500 万美元 A+轮融资，老股东红杉中国、真格基金、晨兴资本继续跟投加持
捞月狗	海南启靖网络科技有限公司	捞月狗最大的特色是用户能通过绑定游戏角色实时获取游戏内的角色数据从而形成社交资产进行良好的生态链环境，据悉现已经支持了包括王者荣耀、英雄联盟、绝地求生、荒野行动、决战平安京等 30 多款主流爆款游戏，并为顶级电竞赛事提供独家数据支持	2018 年完成两亿元 C 轮融资，本轮投资由天图资本领投，B+轮投资方 SIG 海纳亚洲继续跟投
虎牙直播	广州虎牙信息科技有限公司	2019 年 5 月，虎牙推出了陪练模块，并公布了陪练分成体系。从页面来看，虎牙的陪练入口不深，而且在“娱乐”、“发现”、“我的”等多个菜单栏都设置了入口	2018 年 5 月 11 日，虎牙在美国纽约交易所上市，成为中国游戏直播行业第一家上市的公司

数据来源：百度，西南证券整理

行业竞争激烈，竞争格局尚未完全固化。目前我国游戏社交行业竞争较为激烈，除了常规的游戏社交平台例如比心、捞月狗等，还有其它相关领域的平台和企业与之竞争，例如虎牙、斗鱼、TT 语音等。目前处于行业第一梯队的是比心、TT 语音等老牌游戏社交平台，处于行业第二梯队的有皮玩、一派、拌拌、暴鸡等，处于行业第三梯队的是行业领域中的其它小型游戏社交平台。

图 27：中国游戏社交行业竞争格局



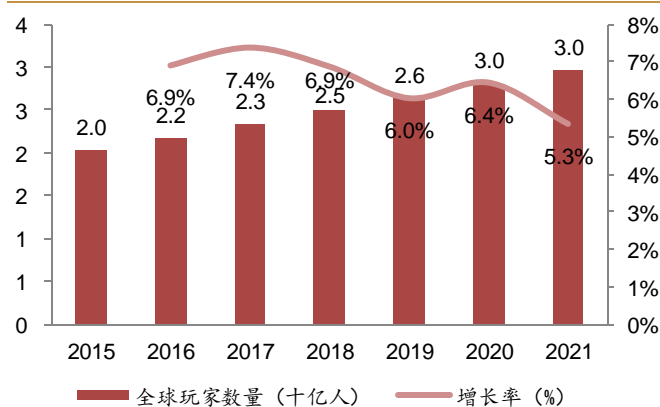
数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

2.8 他山之石

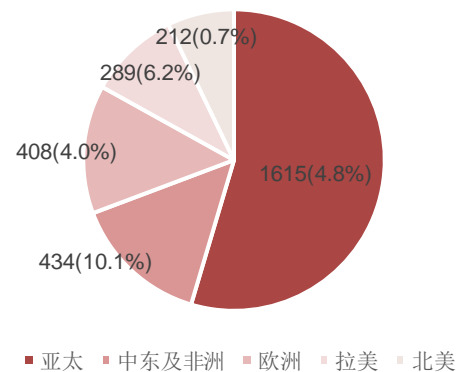
游戏市场用户规模庞大，亚太地区拥有世界最多的玩家。2021 年全球玩家数量近 30 亿，同比增长 5.3%，在大规模玩家的推动下，2021 年全球游戏市场将取得 1758 亿美元收入，同比下降 1.1%。2021 年全球玩家数量放缓主要是由于全球移动设备用户市场已接近饱和，以及疫情后消费者移动娱乐需求减少、线上娱乐时间缩短。

玩家数量增长的主要驱动力主要为：1) 互联网用户数量的增加；2) 更优质的网络基础设施条件；3) 价格更合理的智能手机和移动网络数据套餐。上述主要驱动力在玩家增速明显的各大地区，例如中东、非洲和拉丁美洲的影响尤为明显。2021 年中东及非洲玩家数量增长最快，同比增长 10.1%，拉美地区玩家数量同比增长 6.2%。

亚太地区拥有全世界最多的玩家，占全球玩家总数的 55%，亚太地区拥有庞大的中国市场，以及印度和东南亚等新兴地区。对比来看，来自欧洲和北美市场的玩家消费占比相对较高，合计占游戏市场收入的 40% 以上，但在全球玩家总数占比不到四分之一（欧洲玩家占 14%，北美玩家占 7%）。

图 28：全球游戏玩家数量


数据来源：Newzoo，西南证券整理

图 29：2021 年全球各地区玩家数量（百万）及增长率


数据来源：Newzoo，西南证券整理

海外游戏社交平台消费者以亚太地区为主，主要是由于亚太市场玩家数量众多，潜在用户基数较大。海外游戏社交平台主要有 Pina Gaming Studio、E-pal、Starty Sky Club、EGmeow 等。对比各平台服务类型，游戏服务基本都能涵盖所有主流游戏，如《League of legends》、《Valoant》、《Fortnite》、《Apex》、《Overwatch》、《Call of duty》、《CSGO》等；娱乐服务方面，推出了线上聊天、在线 K 歌、情感交流、在线绘画、电影陪看、虚拟恋人等服务，游戏服务类型和娱乐服务类型与国内游戏社交平台基本相同。

以下具体以 E-pal 为例展开分析：E-pal 支持 100 多种游戏，平台陪练师逾 10 万人，服务者来自欧美、亚太、中东及非洲等全球各地，支持英语、中文、荷兰语、德语等多种语言，陪练师首页可以看到陪练师的个人简介、服务范围、订单数量、用户反馈等。服务收费方式有按单收费和按时收费两种，价格从 1 到几百美元不等。

表 5：海外主要游戏社交平台服务项目对比

服务类型	具体项目	Pina Gaming Studio	E-pal	Starty Sky Club	EGmeow
游戏服务	League of legends	√	√	√	√
	Valoant	√	√	√	√
	Fortnite	√	√	√	√
	Apex	√	√	√	√
	Overw atch	√	√	√	√
	Call of duty	√	√	√	√
	CSGO	√	√	√	√

服务类型	具体项目	Pina Gaming Studio	E-pal	Starty Sky Club	EGmeow
娱乐服务	线上聊天	√	√	√	√
	在线 K 歌	√	√	√	√
	情感交流	√	√	√	√
	叫醒服务	√	√	√	
	在线绘画	√	√	√	
	电影陪看	√	√	√	
	虚拟恋人	√			

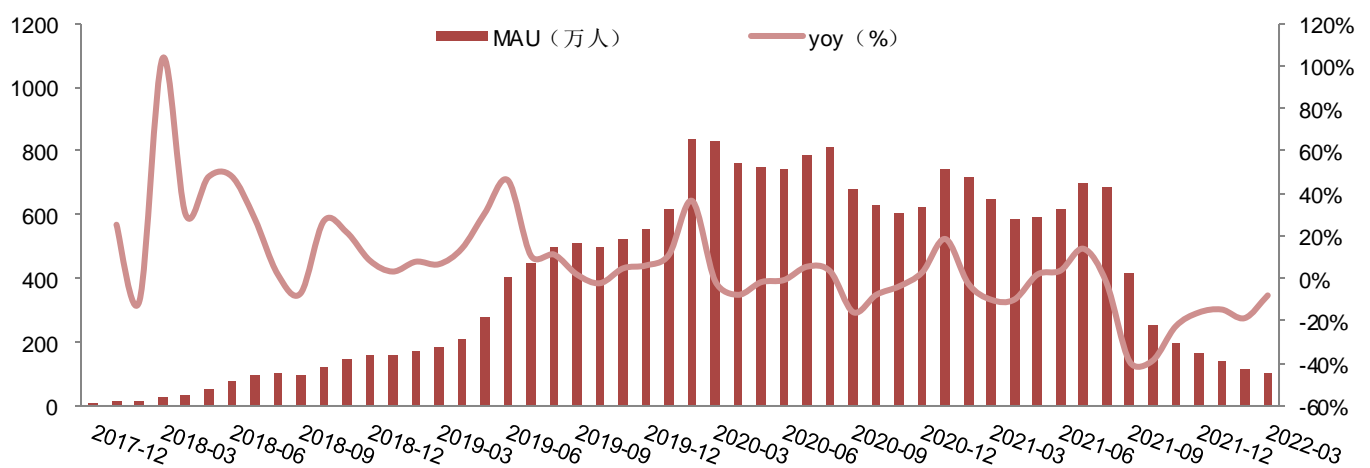
数据来源：各平台官网、西南证券整理

2.9 典型平台分析之比心：深耕行业 8 年的游戏社交平台老兵

比心 app 用户数超 5000 万，游戏陪练收费以接单收费为主。比心成立于 2014 年，比心 APP（原泡泡鱼）于 2016 年正式上线，2020 年取得爆发式增长，目前平台注册人数已超过 5000 万人，平台电竞陪练师人数超 700 万人，全职陪练师月收入达到 7905 元，位居我国游戏社交平台第一梯队。比心 APP 提供的服务主要分为两类：一是游戏服务，基本包括所有主流游戏及部分小众游戏，二是娱乐服务，包括语音聊天、点唱 K 歌、连麦交友、主播直播、小游戏等。

数据显示，2018 年比心 MAU 迎来爆发式增长，突破 100 万人；2020 年 2 月受疫情影响，比心 MAU 达到峰值 839 万人；同年 9 月后，比心 MAU 出现较大幅度下滑，主要系疫情稳定后，用户线上娱乐时间相对减少；另一方面，主要因为行业监管趋严，2021 年 9 月被上海网信办约谈，要求其永久下架陪玩功能并进行整改。

图 30：比心月活跃用户数及增速

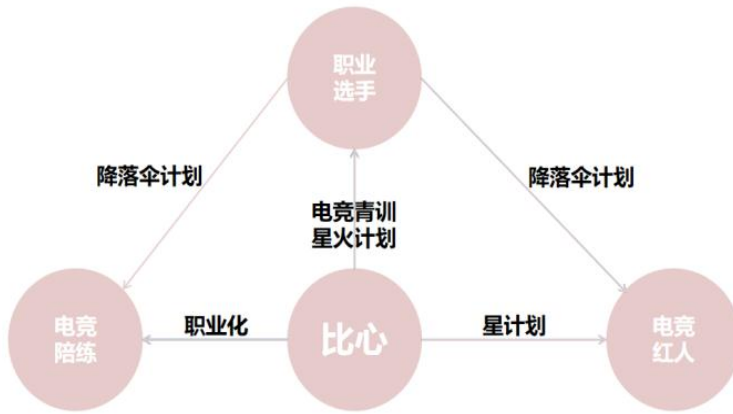


数据来源：易观千帆，西南证券整理

基础游戏社交服务方面，收费方式以接单收费为主，主要模式为用户进入陪练师房间，上麦与陪练师沟通每单价格，价格在每局几元至几百元不等；娱乐服务方面，服务者可通过达人考核，取得“聊愈师”和“口才达人”等大神资格，提供语音聊天等服务。平台服务者提供游戏或娱乐等大神服务，完成订单后所获得的收益可申请大神收入提现，比心有自主设置提现额度的档位，平台的抽佣比例约为 20%。

比心构建电竞人才培养体系，联合产业伙伴赋能电竞生态。游戏社交市场竞争日趋激烈，在各大平台基础游戏社交服务和拓展娱乐服务无明显差异和可替代性的背景下，比心能够在行业内脱颖而出，得益于其前瞻性的战略布局。

图 31：比心立体化电竞人才发展体系



数据来源：易观千帆，西南证券整理

比心搭建了立体化的电竞人才发展体系，为缓解电竞人才短缺问题，开展电竞星火计划，联合国内 AG 和平精英战队等超过 20 家俱乐部，打造青训选手招募体系，为比心平台大神提供晋升职业电竞选手的上升通道，为电竞输送潜力电竞选手；同时为解决退役电竞选手再就业问题，推出降落伞计划，为现役和退役职业选手提供平台，获得过渡性收入。比心的星计划依托平台，主要致力于打造电竞网络红人。

图 32：比心降落伞计划



数据来源：比心，西南证券整理

图 33：比心星火青训计划



数据来源：比心，西南证券整理

比心与产业链上游伙伴搭建合作关系，一方面与国内超 20 支电竞顶尖战队签约合作，通过举办电竞比赛、开发电竞创意产品，提升电竞俱乐部商业影响力。其签约及赞助了包括 IG 战队、FPX 战队在内的 20 余家俱乐部，开展水友赛、赏金赛等活动提升平台行业影响力。此外，比心开发盲盒经济，联动 TheShy、猫神、梦泪等明星选手推出定制产品，极大程度满足电竞用户的社交与情感需求，开发平台潜在商业价值。

另一方面，比心与知名游戏深度合作，赋能电竞生态健康发展。在国民 IP 侠侣真爱手游《神雕侠侣 2》迎来周年庆版本“一岁新景”之际，比心与其联动开展“玩神雕侠侣 2 领 165 比心币”活动。与电竞系列赛事合作，开拓电竞用户市场，扩大行业影响力。2021 年 8 月 24 日，比心携手网易电竞 NeXT 开展“寻找比心最秀电竞解说”活动为 NeXT 系列电竞赛事招募专业解说，为全国电竞爱好者提供职业规划之路。

图 34：比心梦之泪伤系列盲盒


数据来源：比心，西南证券整理

图 35：寻找比心最秀电竞解说


数据来源：比心，西南证券整理

协助起草陪练师标准，推动企业可持续发展。比心协助起草了《中国电子竞技陪练师标准》，参与研发并运营电子竞技陪练师认证平台，推动所在行业标准的建立，提升企业的行业话语权。与哔哩哔哩、喜马拉雅等 10 家企业首批加入“护苗联盟”，推动开展“扫黄打非·护苗 2021”专项行动，着力破解未成年人保护尤其是网络保护领域难点问题。

图 36：比心加入“护苗联盟”

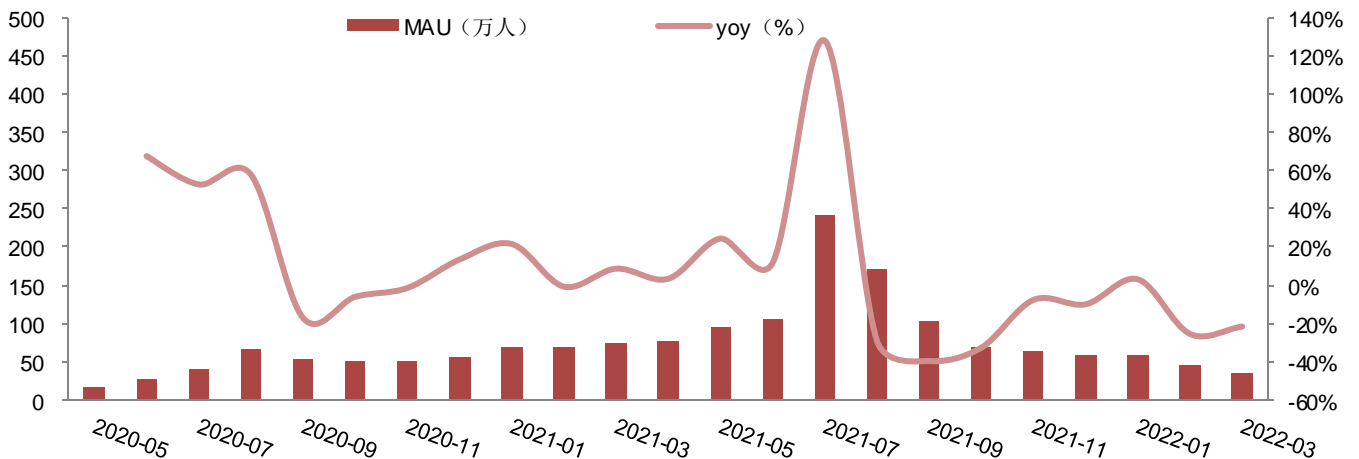


数据来源：比心，西南证券整理

2.10 典型平台分析之小鹿电竞：虎牙出品的优质游戏社交平台

虎牙直播引流发展迅速，关注平台绿色可持续性发展。小鹿电竞为虎牙旗下的一款游戏社交软件，创立于 2020 年，在虎牙电竞流量加持下发展迅速。2021 年 6 月，小鹿电竞 APP MAU 突破 100 万人，2021 年 7 月 MAU 达到峰值 243 万人。

图 37：小鹿电竞月活跃用户数



数据来源：易观千帆，西南证券整理

接单支付模式透明化，收入来源主要为直播打赏、平台广告及电竞佣金。1) 派单渠道：小鹿电竞 APP 和虎牙直播 PC 端均可显示派单信息，派单信息更为透明化；2) 派单方式：用户可进入聊天室自主上麦点单，可以根据自身的标准，如是否开麦、段位是否匹配等标准去选择队友，提供个性化选择队友的方式；亦可通过首页一键找人功能，通过系统智能化筛选单价、段位、游戏区服匹配的陪练师，缩减匹配到游戏的时长；3) 支付方式：用户可在

大神主页下端看清定价，并支付完成交易，省略了私聊询价环节，一定程度上防范第三方交易风险。

依托虎牙直播庞大的用户流量基本盘，小鹿电竞用户触达能力较强。在收入方面依赖于直播打赏、平台广告和电竞佣金三个渠道。小鹿电竞的税前佣金计算方式为：完成订单的虎牙币*0.9*0.8（1虎牙币=1人民币），即1虎牙币可转化为0.72元税前佣金。大神收到用户订单并完成交易后，将在次日转换佣金，提现的金额将为税后金额，小鹿电竞抽佣比例约为28%左右。

大神学院提高陪练师门槛，陪练公会体系系统完善。小鹿电竞开设大神学院，用户申请成为大神接单时必须要通过大神学院的考核，考核题目涉及如何提高服务质量、沟通技巧、曝光秘籍、如何提高大神分等方面，考核通过后平台将为大神提供免费培训和专属等级。大神学院的设置帮助陪练师快速上手游戏陪玩服务，同时提高陪练师的门槛，优化了平台生态环境。

小鹿电竞拥有完善的公会体系，陪练师成为大神后可以申请加入公会，公会采取培训上岗模式，通过公会的内部培训，即可以公会成员身份接单。公会收取一定比例佣金，不同公会比例各不相同。公会可为成员提供内部培训，解决投诉等问题，也可为成员带来更多流量曝光和接单机会。

图 38：小鹿电竞违规处罚名单



近期违规处罚名单	
违规账号共计352个	
低俗擦边	34
第三方交易	51
扰乱平台秩序	76
私信内挖	41
服务态度差	18
单价不符	24
未按时还单	9
谩骂行为	99

数据来源：小鹿电竞，西南证券整理

图 39：小鹿电竞大神认证

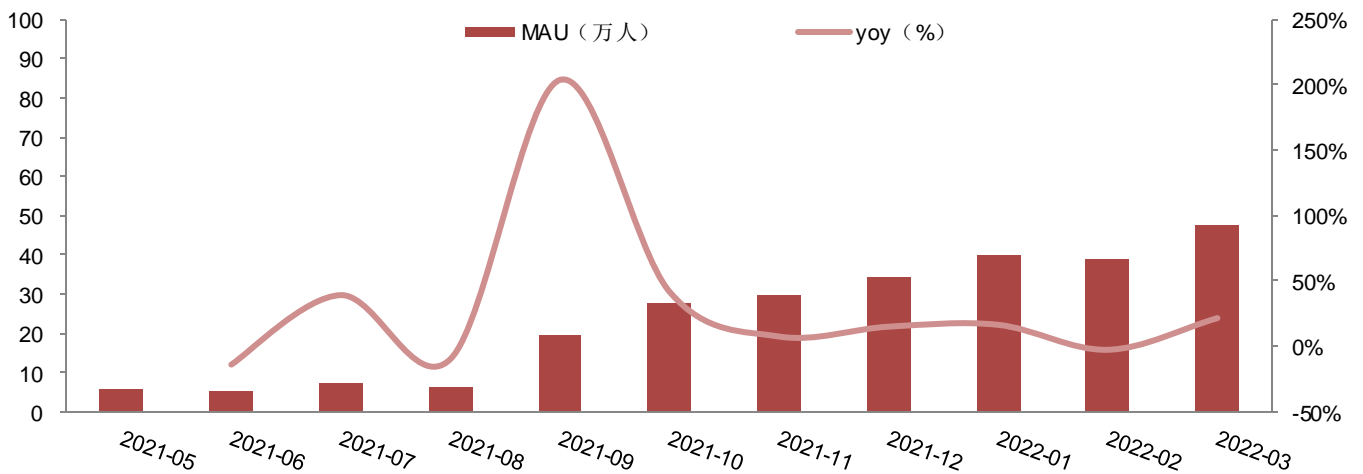


数据来源：小鹿电竞，西南证券整理

2.11 典型平台分析之带带电竞：崭露头角的新兴游戏社交平台

带带电竞初成立已崭露头角。带带电竞是武汉苇渡文化传媒有限公司旗下运营的游戏陪玩APP，其在2021年创立初期月活跃用户数不到10万，2021年9月MAU迎来大幅度增长达到20万人，同比增长203.7%。2022年3月月活跃用户数达到峰值47万，超过同期小鹿陪玩的35万人，发展势头较为迅猛。

图 40：带带 APP 月活跃用户数



数据来源：易观千帆，西南证券整理

以“技能分享”为核心的“社交约玩”平台。带带以“竞技游戏”为切入点，打造人与人语音交流的平台，又满足用户对游戏陪伴和游戏大神陪练的需求。带带电竞提供游戏陪练和娱乐服务，游戏陪练类型涵盖《英雄联盟》、《王者荣耀》、《绝地求生》、《守望先锋》、《Dota2》等主流游戏；娱乐服务包括声优聊天、线上小游戏等。服务类型与其他游戏社交 APP 比较类似。

用户可以在带带电竞首页，根据游戏分类、娱乐分类、聊天分类进入不同的频道，寻找较为匹配的大神；也可直接进入人工派单大厅，缩短匹配游戏的时间；或进入聊天室，在聊天室热度排行榜的推荐列表中选择想要进入的房间，上麦匹配陪玩师。

用户可以根据自身的陪练需求，找到对应的陪练师，再通过线上下单模式，达成 1V1 约玩和技能服务。整体来看，APP 内 UI 设计简单明了，能够较快使用户适应并熟练运用平台功能。

图 41：带带 APP 聊天室



数据来源：带带 APP，西南证券整理

图 42：带带 APP 入驻要求



数据来源：带带 APP，西南证券整理

公会管理制度和大神收入制度更加规范化。带带电竞与其他平台较大的不同在于，带带电竞不接受任何个人陪练师。申请成为大神（陪练师），需首先申请加入公会，通过公会资质考核后，由个人在平台自行申请大神入驻，再由公会负责人向平台提交通过名单。公会制度使得带带电竞的陪练师管理更加系统规范化，公会在平台与陪练师、用户与陪练师之间起到协调作用，从而更好的维护陪练师与用户的权益，构建稳定和谐的平台生态。

大神收入分为订单收入和礼物收入。带带电竞对于订单收入的抽佣比例为 20%，陪练师收入按照实际订单金额的 80% 发放。陪练师在直播间或房间收到的“可兑换魅力值”按照 70% 的比例兑换为金币后可进行提现，同时每笔订单收入或者礼物收入的提现，平台会收取 5% 的手续费。带带 APP 每周仅允许用户提现一次，且统一于下个周三到账。

图 43：带带 APP 首充有礼



数据来源：带带 APP，西南证券整理

图 44：带带 APP 海边派对



数据来源：带带 APP，西南证券整理

“首充有礼”和“海边派对”吸引新用户入驻。为吸引新用户入驻，带带电竞对首次充值的新用户提供“超值惊喜大礼包”，包括房间礼物、特效、头衔、勋章等。2022 年 5 月 11 日-5 月 15 日，带带开展了海边派对活动，用户完成签到、沙画 DIY、沙画大比拼等活动，即可获得对应的奖品，“首充有礼”和“海边派对”活动吸引了新用户的入驻，后续提高用户留存率和增强用户粘性值得关注。

2.12 典型平台分析之 TT 语音：腾讯投资的游戏语音社交平台

平台融资情况火热，语音社交实现长期陪伴。TT 语音是广州趣丸网络科技有限公司旗下一款社交应用，成立于 2014 年，目前已拥有累计超一亿注册用户。截至目前，平台已完成 4 轮融资，2021 年 2 月 1 日宣布完成其 1 亿美元的 B 轮融资。TT 语音致力于“让天下没有孤单的玩家”，以语音聊天为核心致力于打造游戏社交新模式，为玩家提供组队开黑、趣味游戏、电子竞技等互动服务，旗下产品包括 TT 语音、TT 玩+、声洞等。与比心的下单陪练模式相比，TT 语音平台定位更侧重于交友和社交，用户可以在 TT 语音找到长期互相陪伴的游戏玩伴。

表 6：TT 语音融资情况

日期	融资轮次	融资金额	投资机构
2021.02.01	B 轮	1 亿美元	兰馨亚洲、经纬中国
2020.04.01	A 轮	金额未知	经纬中国
2016.05.30	并购	9.7 亿元	星辉投资
2015.12.17	天使轮	数百万	星辉投资

数据来源：企查查、西南证券整理

整合上下游产业，打造电竞生态闭环。TT 语音在职业电竞领域进行了深度布局，旗下电竞品牌 TT 电竞拥有英雄联盟（TTG）、王者荣耀（广州 TTG）两大顶级电竞职业联赛战队，还成为了 LPL 及 KPL 的官方赞助商。2020 年 2 月 17 日，KPL 元老队伍 XQ 电子竞技俱乐部王者荣耀分部正式宣布入驻 TT 语音；2020 年 8 月 20 日，TT 语音顺利推动了广州 TTG 王者荣耀战队落户广州。2020 年在广州市政府新闻办举行的疫情防控新闻通气会（动漫游戏电竞产业专场）上，TT 语音表示将推出“青训招募”、“城市特色赛”等活动，将 TT 语音平台内的高玩用户转化为职业选手，共创电竞人才输出基地，打造电竞生态闭环。

图 45：TT 语音推动广州 TTG 王者荣耀战队落户广州


数据来源：TT 语音官网，西南证券整理

图 46：TT 语音成 KPL 指定游戏语音平台


数据来源：TT 语音官网，西南证券整理

2.13 典型平台分析之 CC 直播：网易旗下的游戏直播社交平台

背靠网易游戏，资源丰富流量优势显著。CC 直播是网易旗下一款游戏直播平台，其目前有 PC 端和 APP 端两种端口，服务涵盖所有主流端游和手游。CC 直播背靠网易游戏，拥有众多网易自营游戏和比赛的官方渠道，CC 语音拥有《梦幻西游》武神坛巅峰联赛的官方比赛直播权以及热门选手连麦采访直播等，还与大唐无双合作推出“一键直播”功能，玩家在游戏内就可轻松直播分享游戏高光时刻。除此之外，CC 直播能够享受网易旗下其他热门产品红利，网易与电信推出网易白金卡，玩游戏听音乐流量全免，适用于网易旗下所有产品，对 CC 直播达到良好引流成果。

图 47: 《大唐无双》直播月



数据来源: TT 语音官网, 西南证券整理

图 48: CC 直播“一起玩”派单厅



数据来源: TT 语音官网, 西南证券整理

规范主播考核, 维护平台健康。在 CC 直播首页, 用户可进入“一起玩”界面选择达人下单游戏陪练服务, 支付方式以按时长收费和按单收费为主, 按时收费的普通达人价格最低为 50 元/时, 王牌达人价格最高为 120 元/时; 按单收费价格多在 10 元/单左右。用户想要成为签约主播需要进行实名认证和内容考核, 考核内容有“才艺”、“口才”、“上麦表现”等。CC 直播注重平台安全的维护, 推出 2022 清朗行动、2021 净网行动等, 治理涉赌涉毒、恶意炒作、诱导未成年人打赏等问题, 促进平台健康持续发展。

2.14 未来前景

整合行业资源, 打通产业链上下游。游戏社交整合了包括战队、俱乐部、MCN、游戏厂商等组织机构内容, 积极完善自身技能分享者的培养晋升体系, 打通产业链上下游, 为游戏爱好者提供晋升为职业选手的渠道, 为现役及退役职业选手提供就业的平台, 赋能电竞产业良性循环发展。

陪练师标准出台, 行业趋于绿色健康发展。《中国电子竞技陪练师标准》等行业规范化文件的发布让游戏社交行业逐渐走上规范化发展的道路。行业内的主要平台也重点关注行业的健康可持续发展, 对于抵制不良信息、实现内容健康化、未成年人心理健康等问题都做出了相应规定, 为实现行业绿色发展保驾护航。

游戏技能社交, 缓解用户孤独感。随着互联网产业的发展, 年轻人的社交方式从线下转到线上, 打游戏、看直播、游戏陪练、语音聊天等成为众多用户在线娱乐和在线社交的选择。当今社会生活节奏日渐趋快, 部分用户可能存在缺少朋友、缺乏社交、缺少沟通等问题。游戏社交平台将成为当代年轻人寻找游戏玩伴, 缓解孤独感的重要工具。

综上, 我们认为, 游戏社交行业将在相关政策法规规范下迎来一定的发展机会, 相关应用有望在政策引导下加大用户获取, 扩大用户基本盘, 提升单用户付费, 建议关注相关产业布局的公司如虎牙(小鹿电竞)、盛天网络(旗下带带电竞表现较好且用户增长趋势显著)。

3 游戏直播市场：规模较大且发展成熟的游戏衍生赛道

游戏直播行业为规模最大的游戏衍生行业，在数字化经济发展的大背景下，游戏直播行业迎来新的机遇与挑战。一方面，相关政策陆续出台，游戏直播将在更严格的监管下规范发展；另一方面，各游戏直播平台全面发力打造“直播+”内容模式，丰富自身业态，发展尚存想象空间。

3.1 游戏直播定义

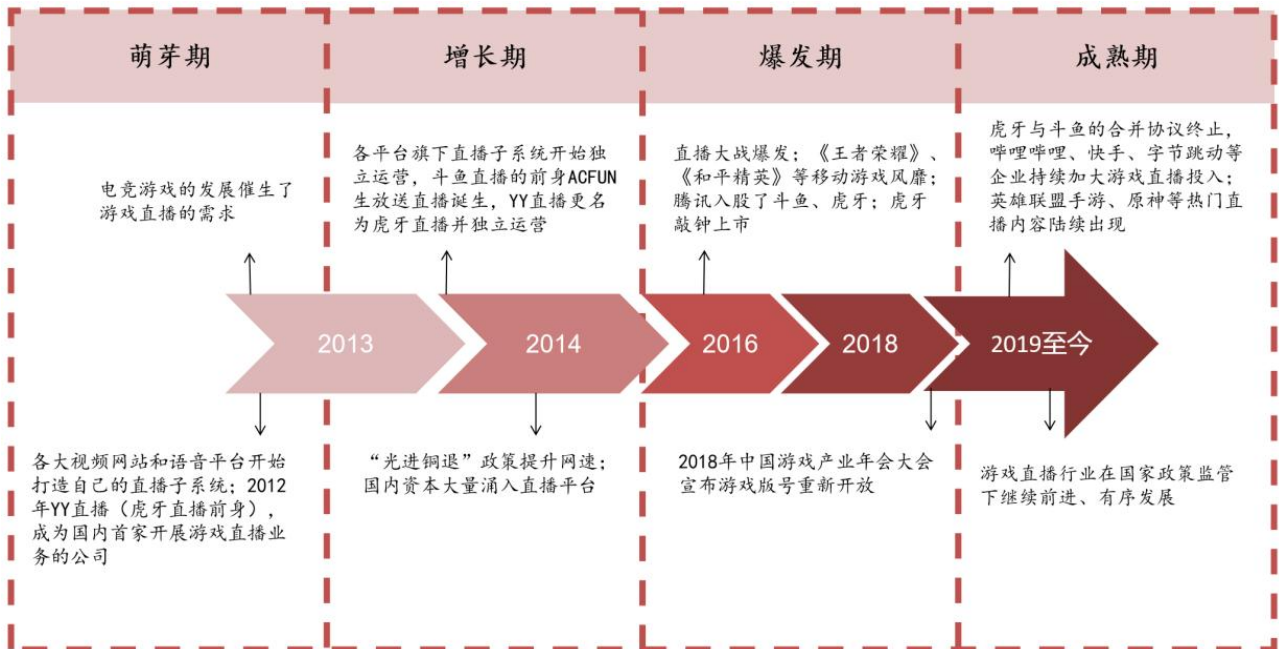
游戏直播是展现主播进行或解说电子游戏及电竞比赛的实时视频内容服务。游戏直播平台是指直播内容以游戏直播为主的网络直播平台。游戏主播是指在直播平台上进行游戏内容直播的博主（Streamer），而直接在直播画面中显示的用户实时评论定义为弹幕。

3.2 发展历程

我国游戏直播行业起步较晚，经历了多个发展时期，目前行业已进入成熟发展期，随着斗鱼和虎牙的上市，哔哩哔哩、快手、西瓜视频、酷狗直播等平台加大游戏直播投入，行业呈现“两超多强”的竞争格局。

游戏直播行业的发展历程亦可以分为四个阶段，分别是萌芽期、增长期、爆发期、成熟期。

图 49：游戏直播产业发展历程



数据来源：百度、艾瑞咨询，西南证券整理

萌芽期：2013年之前，需求端，电竞游戏的发展催生了游戏直播的需求；供给端，各大视频网站和语音平台开始着力打造自有的直播子系统。2012年YY语音推出游戏直播业务，即YY直播（虎牙直播前身），成为国内首家开展游戏直播业务的公司。

增长期：2013-2014年，各平台旗下直播子系统开始独立运营，转变为早期的直播平台。

典型案例一是2013年4月，斗鱼直播的前身ACFUN生放送直播诞生；二是2014年，YY直播更名为虎牙直播并独立运营。

在政策方面，国家执行“光进铜退”政策，网速的大幅提升较大程度上催生了大量网络主播的出现。

在资本方面，海外Twitch的并购驱动国内资本大量投入直播平台。2014年斗鱼获得了三轮融资，分别是来自蔡东青的2000万元天使轮融资，奥飞动漫的2000万元天使投资，以及红杉资本2000万美元的A轮融资。

表 7：斗鱼直播融资情况

时间	轮次	融资金额	投资方
2014年	天使轮	2000万元	蔡东青
2014年	天使轮	2000万元	奥飞动漫
2014年9月	A轮	2000万美元	红杉资本
2016年3月	B轮	1亿美元	腾讯领投，红杉资本及南山资本跟投
2016年8月	C轮	15亿元	凤凰投资与腾讯领投，深创投、国家中小企业基金、红土成长、深圳嘉远、时尚资本、上海擎承、南山资本跟投
2017年11月	D轮	\	\
2018年3月	战略投资	6.3亿美元	腾讯
2019年7月	IPO上市及以后	\	\

数据来源：腾讯网，西南证券整理

爆发期：2015-2018年，直播大战爆发，行业内百花齐放。2016年有超过200款直播APP上线应用市场。主要参与者为映客、花椒、YY等纯直播平台，另有大型APP内嵌的直播功能，如淘宝为代表的“直播+电商”、爱奇艺为代表的“视频+直播”、今日头条为代表的“新闻+直播”；后续形成梯队分层明晰的行业格局：第一阵营，泛娱乐直播占据主导，主要有映客、梦想直播、花椒等；第二阵营，PC端的YY、9158、六间房三分天下；第三阵营，在游戏直播领域，斗鱼、龙珠、熊猫、战旗、虎牙等平分秋色；第四阵营，垂直直播领域百花齐放。

表 8：2016年直播行业格局

阵营	平台
第一阵营	映客、梦想直播、花椒等泛娱乐直播
第二阵营	YY、9158、六间房三分天下
第三阵营	斗鱼、龙珠、熊猫、战旗、虎牙等游戏直播领域竞争白热化
第四阵营	垂直直播领域百花齐放

数据来源：ChinaZ，西南证券整理

在游戏直播内容方面，《王者荣耀》《和平精英》等现象级手游的火爆出圈，推动了游戏直播市场的发展。

资本市场方面，腾讯入股斗鱼、虎牙，加大对头部游戏直播平台的投资；虎牙敲钟上市，成功登陆纽交所。

行业政策方面，2018年12月21日，中国游戏产业年会大会宣布游戏版号重新开放，游戏版号的重发带动上游游戏内容的产出。

图 50：虎牙在纽交所上市



数据来源：虎牙直播，西南证券整理

图 51：2018 年度中国游戏产业年会



数据来源：中国游戏工委，西南证券整理

成熟期：2019 年至今，游戏直播行业相关政策逐步完善，游戏直播行业在国家政策监管下持续前进、有序发展。

虎牙与斗鱼的合并协议终止，2021年7月10日，市场监管总局发布关于禁止虎牙与斗鱼合并案反垄断审查决定的公告，禁止游戏直播行业两大头部平台的经营者集中。市场监管总局的这一决定，将鼓励游戏直播行业更加充分的竞争，有利于行业的规范可持续发展。

新修订《著作权法》在2021年6月1日正式施行，网络游戏、电竞赛事直播画面被纳入到受著作权法保护的“视听作品”中，并引入侵权惩罚性赔偿制度，更有效地保护互联网文娱产业快速发展背景下诞生的新著作内容形式。

《未成年人保护法》、《网络直播营销管理办法（试行）》、《关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》、《网络直播营销行为规范》等都强调了对未成年人的保护，《未成年人保护法》第七十六条规定，网络直播服务提供者不得为未满十六周岁的未成年人提供网络直播发布者账号注册服务；为年满十六周岁的未成年人提供网络直播发布者账号注册服务时，应当对其身份信息进行认证，并征得其父母或者其他监护人同意。

表 9：游戏直播相关政策

颁布时间	规章/法规文件名称	主要内容
2021.7	市场监管总局《关于禁止虎牙与斗鱼合并案反垄断审查决定的公告》	2021年7月10日，市场监管总局发布关于禁止虎牙与斗鱼合并案反垄断审查决定的公告，禁止游戏直播行业两大头部平台的经营者集中。根据市场监管总局公告显示：“虎牙和斗鱼在下游游戏直播市场份额分别超过40%和30%，排名第一、第二；从活跃用户数看，双方市场份额分别超过45%和35%，合计超过80%；从主播资源看，双方市场份额均超过30%，合计超过60%。”
2021.6	新修订《著作权法》	新修订《著作权法》在2021年6月1日正式施行，网络游戏、电竞赛事直播画面被纳入到受著作权法保护的“视听作品”中，并引入侵权惩罚性赔偿制度，更有效地保护互联网文娱产业快速发展背景下诞生的新著作内容形式。
2021.6	《未成年人保护法》	《未成年人保护法》第七十六条规定，网络直播服务提供者不得为未满十六周岁的未成年人提供网络直播发布者账号注册服务；为年满十六周岁的未成年人提供网络直播发布者账号注册服务时，应当对其身份信息进行认证，并征得其父母或者其他监护人同意。

颁布时间	规章/法规文件名称	主要内容
2021.5	网信办、广电总局等七部门《网络直播营销管理办法（试行）》	直播营销平台应当建立健全账号及直播营销功能注册注销、信息安全管理、营销行为规范、未成年人保护、消费者权益保护、个人信息保护、网络和数据安全管理等机制、措施。直播营销人员或者直播间运营者为自然人的，应当年满十六周岁；十六周岁以上的未成年人申请成为直播营销人员或者直播间运营者的，应当经监护人同意。
2020.11	国家市场监督管理总局《关于加强网络直播营销活动的指导意见》	《意见》明确了网络直播营销活动中相关主体的法律责任，依法查处网络直播营销活动中侵犯消费者合法权益、侵犯知识产权、破坏市场秩序等违法行为，促进网络直播营销健康发展，营造公平有序的竞争环境、安全放心的消费环境。
2020.11	国家广播电视总局《关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》	要做好主播政策法规和相关知识培训。对于问题性质严重、屡教不改的，关闭直播间，将相关主播纳入黑名单并向广播电视主管部门报告，不允许其更换“马甲”或更换平台后再度开播。网络秀场直播平台要对网络主播和“打赏”用户实行实名制管理。未实名制注册的用户不能打赏，未成年用户不能打赏。平台应对用户每次、每日、每月最高打赏金额进行限制。
2020.7	中国广告协会《网络直播营销行为规范》	对网络直播营销中的商家、主播、平台经营者、主播服务机构和参与用户的行为提出规范，界定各方权利、义务和责任。网络直播营销主体应当完善对未成年人的保护机制，注重对未成年人身心健康的保护。

数据来源：百度、艾瑞咨询，西南证券整理

哔哩哔哩、快手、字节跳动等企业持续加大游戏直播投入；《英雄联盟手游》、《原神》、《永劫无间》等热门直播内容陆续出现，丰富了游戏直播的内容生态，市场开始趋于多元化。

图 52：《英雄联盟手游》海报图



数据来源：英雄联盟手游，西南证券整理

图 53：《原神》海报图



数据来源：原神，西南证券整理

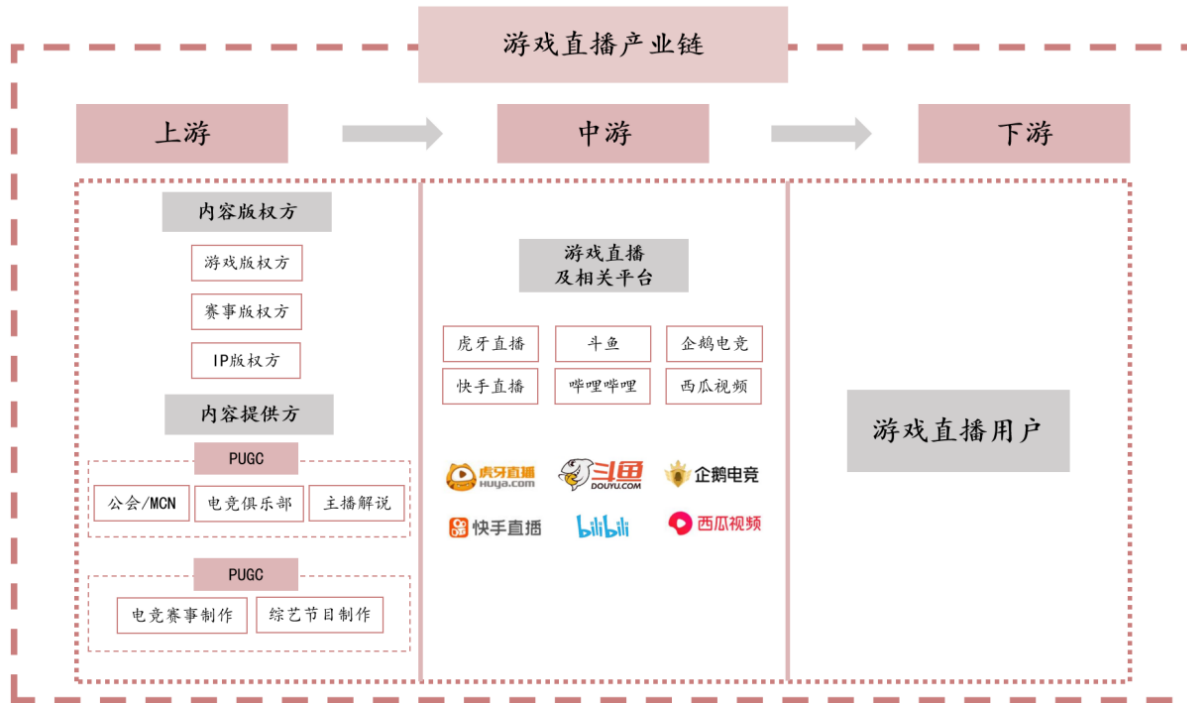
3.3 游戏直播产业链

游戏直播行业的产业链上游是内容版权方和内容提供方。内容版权方为游戏版权方、赛事版权方、IP 版权方。内容提供方又分为两种模式，PUGC 模式下的内容提供方有公会/MCN、电竞俱乐部、主播解说等，PGC 模式下的内容提供方为电竞赛事制作方和综艺节目制作方等。

游戏直播行业的产业链中游是游戏直播及相关平台。目前行业内的主要平台有虎牙直播、斗鱼直播、企鹅电竞、快手直播、哔哩哔哩、西瓜视频等。

游戏直播行业的产业链下游是游戏直播用户。

图 54：游戏直播产业链梳理

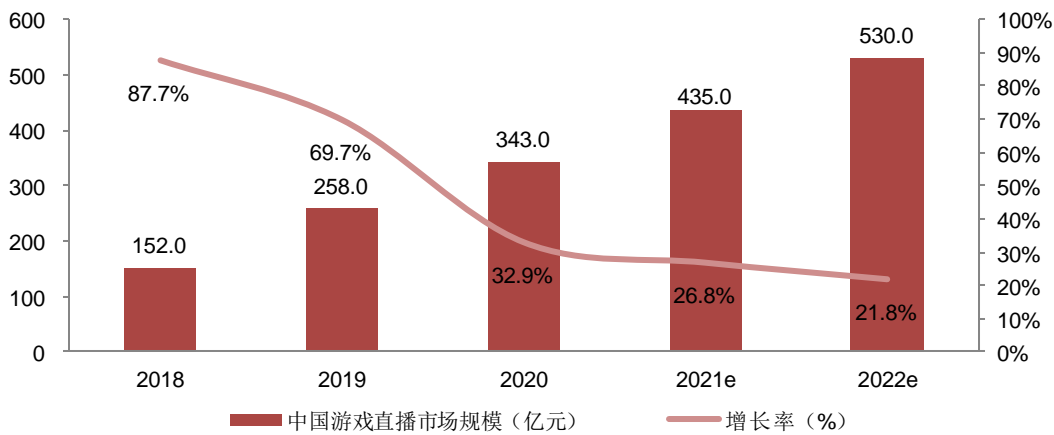


数据来源：百度，艾瑞咨询，西南证券整理

3.4 游戏直播行业市场情况：市场规模增速趋缓

2020 年中国游戏直播市场规模达到 343 亿元，同比增长 32.9%，增速趋缓。在虎牙、斗鱼等头部平台增长的带动下，市场仍保持着一定的增速。此外，哔哩哔哩、快手等视频平台也加大游戏直播业务的开发力度，市场规模既包含纯游戏直播平台收入，又包括其他视频平台的游戏直播业务收入，多样化平台游戏直播业务的快速发展，将给市场带来新的活力。

图 55：中国游戏直播行业市场规模

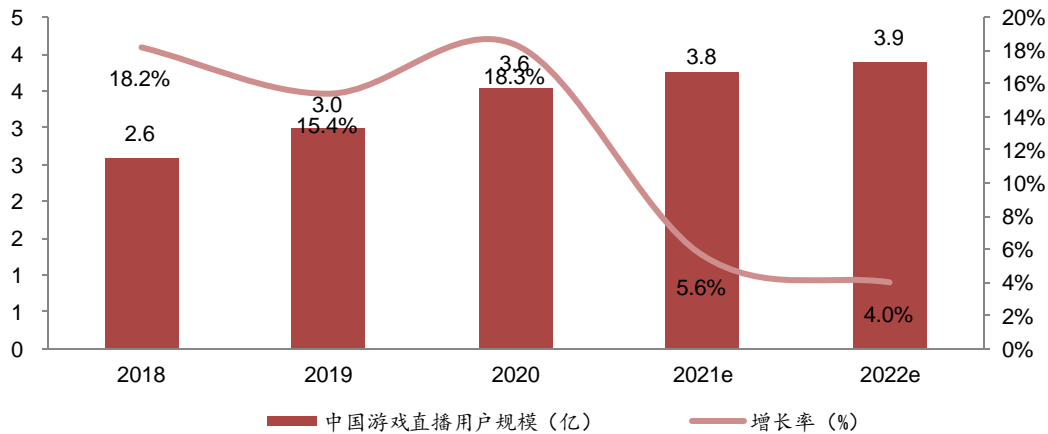


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

3.5 游戏直播用户规模：疫情带来的用户增量有所回落

2020年中国游戏直播用户规模达到3.6亿人，较2019年同比增长18.3%；2021年预计游戏直播用户规模为3.8亿人，增速趋缓下降到5.6%。疫情期间用户线上娱乐时间增加，为游戏直播带来了发展机遇。随着国内复工复产的有序进行，疫情中带来的用户增量有所回流，整体用户增速逐渐趋缓。

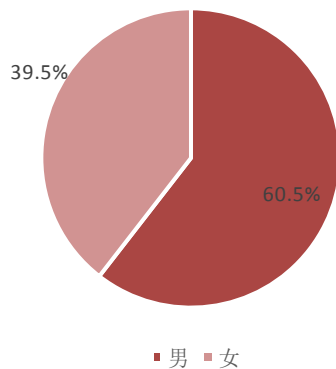
图 56：中国游戏直播行业用户规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

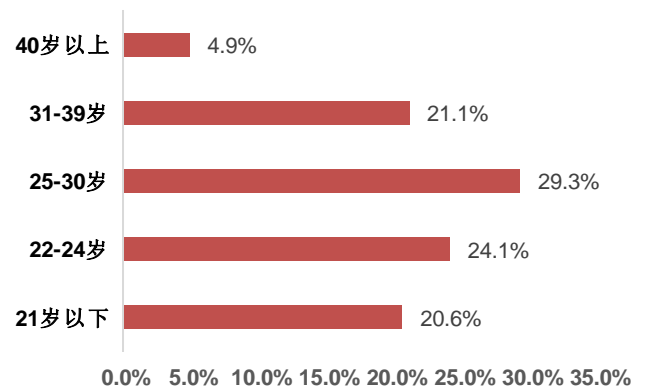
用户以男性年轻人为主，且消费水平较高。根据艾瑞咨询报告显示，中国游戏直播用户中，男性占比高达60.5%；年轻用户是主要用户群体，30岁以下用户占比为74.0%，24岁以下用户占比为44.7%；消费方面，中国游戏直播用户月消费金额集中于1000-5000元，用户占比达到66.8%，中等消费者占比较高。

图 57：2021年中国游戏直播用户性别占比

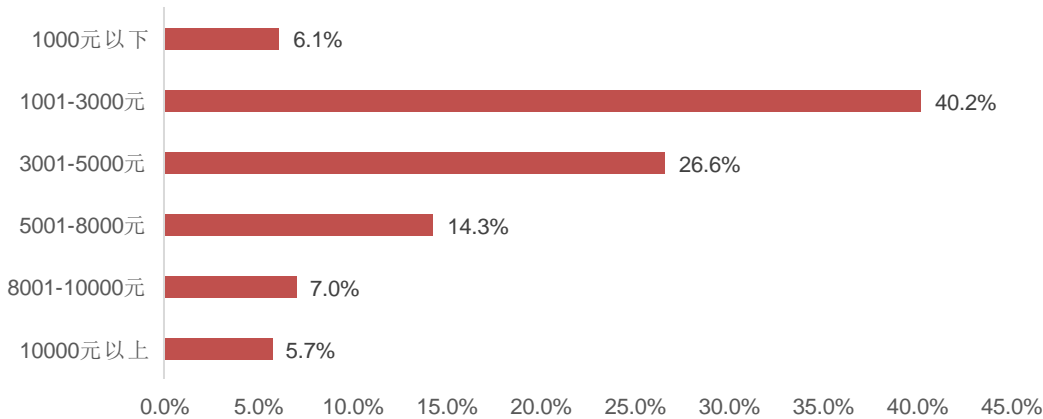


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 58：2021年中国游戏直播用户年龄分布

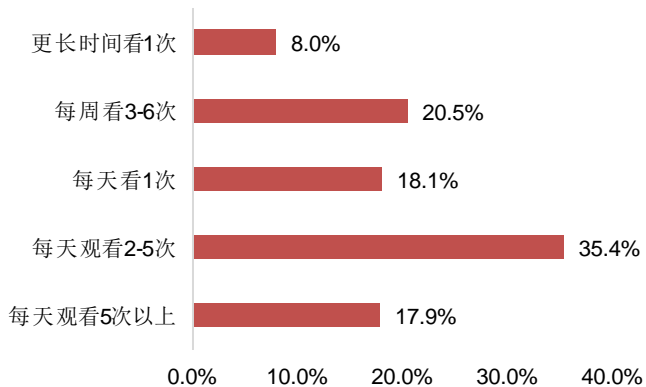


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

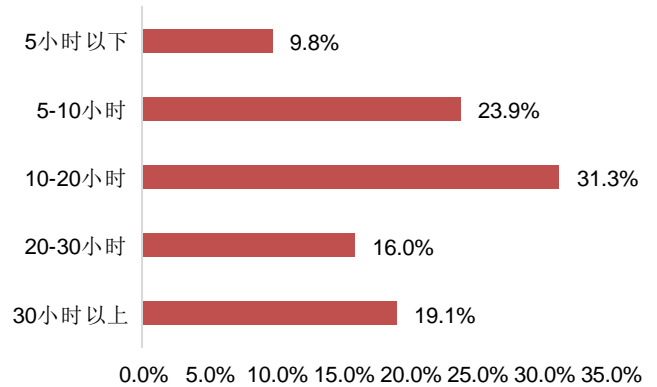
图 59：2021 年中国游戏直播用户个人月消费水平


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

游戏直播用户观看粘性较强。根据艾瑞咨询数据显示，从游戏直播用户的观看频次看，71.5%的用户每天都会观看游戏直播，其中每天观看 2-5 次的用户最多，占比 35.4%；66.3% 的用户每周观看游戏直播超过 10 小时，其中每周观看 10-20 小时的用户最多，占比 31.3%；游戏直播用户粘性仍然较高，在用户基本盘企稳的情况下，伴随单用户消费提升，市场空间或将迎来扩容。

图 60：2021 年中国游戏直播用户观看频次


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

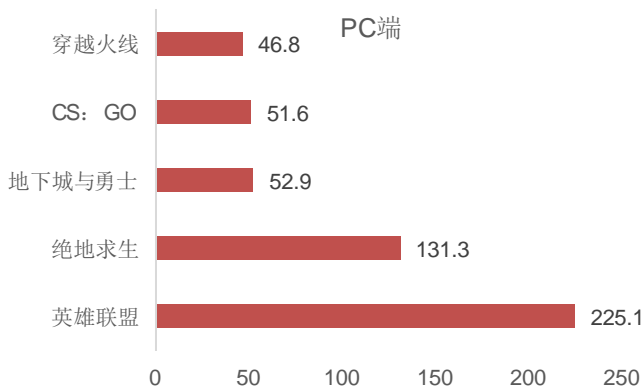
图 61：2021 年中国游戏直播用户每周观看时长


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

3.6 行业竞争格局

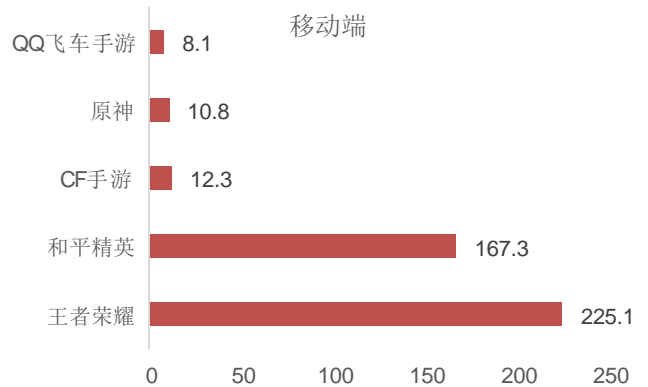
内容端：头部直播内容格局稳定，潜力爆款蓄势待发。2020 年游戏直播内容综合数据排名前五的端游分别是《英雄联盟》、《绝地求生》、《地下城与勇士》、《CS: GO》、《穿越火线》；排名前五的手游分别是《王者荣耀》、《和平精英》、《CF》、《原神》、《QQ 飞车手游》。2021 年《英雄联盟手游》、《永劫无间》等热门游戏的上线，或将不断提升游戏直播内容的用户吸引力。

图 62：2020 年中国端游热门直播内容 TOP5 日活跃观众数



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 63：2020 年中国手游热门直播内容 TOP5 日活跃观众数

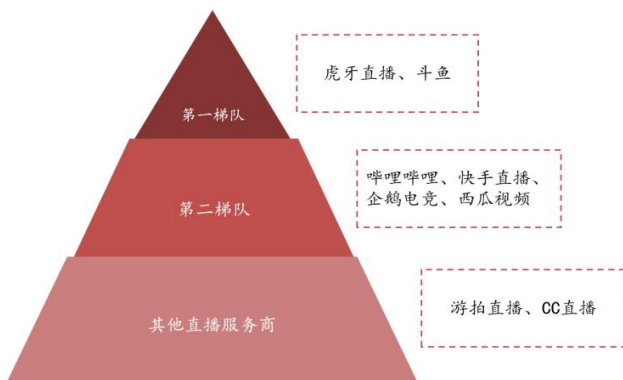


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

平台端：反垄断常态化下，行业竞争进入新发展阶段。2021 年 7 月 10 日，国家市场监督管理总局发布关于禁止虎牙与斗鱼合并案反垄断审查决定的公告，禁止游戏直播行业两大头部平台集中，游戏直播行业或将迎来充分竞争，有利于行业规范可持续发展。目前来看，行业内第一梯队的游戏直播平台为两大巨头虎牙直播与斗鱼；第二梯队是哔哩哔哩、快手直播、西瓜视频等主流视频网站开拓的游戏直播业务；第三梯队有游拍直播、CC 直播等。

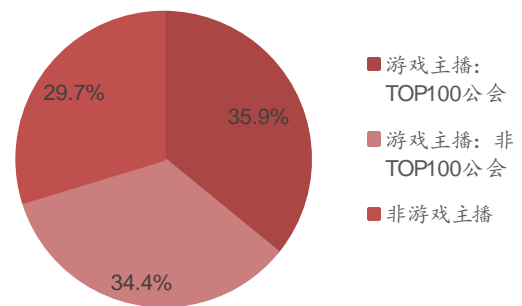
主播端：公会游戏主播为主，集中于大型直播公会。2020 年加入公会的游戏主播占比 70%，而非游戏主播占比仅 30%，游戏主播仍是各大公会重点培养和发展的对象。其中 TOP100 公会是公会游戏主播的主要来源，超过半数公会游戏主播出自大型直播公会。

图 64：游戏直播行业竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 65：2020 年中国公会主播所属生态及公会分布



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

综上，我们认为，游戏直播行业用户基本盘稳固，用户粘性强，消费水平相对较高，行业有望在爆款游戏带动下持续吸引流量导入，“内容+平台+主播”三端相辅相成，生态体系有望更加健全成熟，建议关注产业链相关布局公司如各大游戏内容提供方，以及直播平台方虎牙、斗鱼、哔哩哔哩等。

4 游戏 IP 衍生行业：价值属性彰显，用户付费意愿较高

IP 是文化产业中文化价值的最直观体现。围绕 IP 全面发展，目前已经成为全球范围内文化产业获取市场与用户的主流策略。我国自研 IP 游戏的快速发展，为游戏 IP 衍生行业提供了高质量的内容储备，也为 IP 商业化变现之路带来新的发展机遇。

4.1 游戏 IP 衍生定义

IP 是英语中知识产权 (Intellectual Property) 的首字母缩写，包括商标、著作权、注册或未注册的设计。例如文学和艺术作品：小说、诗歌、戏剧、电影、绘画、摄影、雕塑、建筑设计等，一般具有专有性、地域性和时效性等特性。而在近年来我国文化产业与内容实践中，IP 通常可泛指具有较高知名度、较大影响力作品中的故事题材、角色、人文等文化内容。

表 10：游戏 IP 特征

游戏 IP 特征
辨识度高，并具备一定知名度
具有自身的世界观、价值观
具有文化符号特点，能代表某类文化属性
具有文化传承属性，文化内涵不会因产品形态而改变

数据来源：伽马数据，西南证券整理

游戏 IP 既包含已具备一定影响力的自研游戏 IP，也包含后续改编成为游戏的 IP 产品。现阶段游戏 IP 往往具备以下特征：1) 辨识度高，并具备一定知名度；2) 具有自身的世界观、价值观；3) 具有文化符号特点，能代表某类文化属性；4) 具有文化传承属性，文化内涵不会因产品形态而改变。

表 11：游戏 IP 衍生方式

内容间流转	商品授权	空间授权
游戏→动漫、文学、电影、音乐、剧集、综艺、话剧等	硬周边-手办/模型	漫展、互动体验展、快闪店（以体验式营销推广、售卖产品为主要目的）
	软周边-盲盒/扭蛋、毛绒玩具、日用/挂饰	
	品牌授权-服饰、配饰、食品饮料等	主题乐园、主题小镇等大型实景娱乐（以游乐为主要目的）
	其他-场刊/剧照画册、OST 原声大碟	

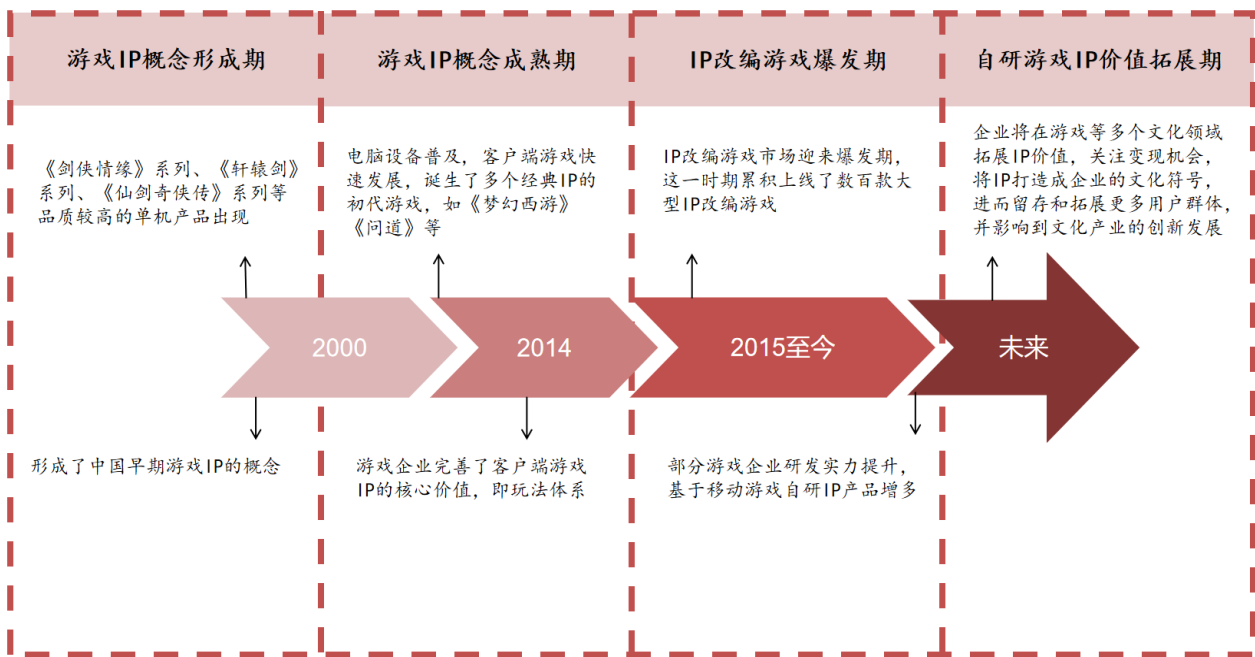
数据来源：伽马数据，西南证券整理

游戏 IP 衍生产业是将 IP 版权依附于多种内容形态，在各娱乐文化内容之间流转，或向商业化和空间化方向衍生。内容之间的流转可以视为 IP 价值的前端经济，如游戏 IP 向动漫、文学、电影、音乐、剧集、综艺、话剧等文化内容的流转。IP 向商品化衍生（商品授权）和向空间化衍生（空间授权）可以称为 IP 价值的后端经济。商品授权包括硬周边，如手办或模型；软周边，如盲盒或扭蛋、毛绒玩具、日用或挂饰；品牌授权，如服饰、配饰、食品饮料等；其他商品，如场刊或剧照画册、OST 原声大碟等。空间授权包括漫展、互动体验展、快闪店等以体验式营销推广、售卖产品为主要目的的消费场景；以及主题公园、主题小镇等以游乐为主要目的的消费场景。

4.2 游戏 IP 衍生产业发展历程

游戏 IP 衍生行业是依托于游戏 IP 产生和发展的，游戏 IP 的发展历程主要经历了四个阶段，分别是游戏 IP 概念形成期、游戏 IP 概念成熟期、IP 改编游戏爆发期、自研游戏 IP 价值拓展期。

图 66：中国游戏 IP 概念发展历程



数据来源：伽马数据，西南证券整理

第一阶段：2000 年以前（游戏 IP 概念形成期）。这一阶段中国游戏产业尚处于发展期，但也开发出了不少游戏 IP 系列，如《剑侠情缘》系列、《轩辕剑》系列、《仙剑奇侠传》系列等品质较高的单机产品，并形成了中国早期游戏 IP 的概念，相关产品也是最早期的中国游戏自研 IP，但受制于特定的市场环境，这一类 IP 在当时并未取得较好的变现成绩。

第二阶段：2001-2014 年（游戏 IP 概念成熟期）。随着电脑设备的普及，客户端游戏快速发展，这一时期诞生了《梦幻西游》《问道》等多个经典 IP 游戏。游戏企业也对旗下产品采用长线运营策略，并完善 PC 端游戏的玩法体系，这也成为 PC 游戏 IP 维持较高竞争力的关键，推动自研游戏 IP 体系的成熟。此外，文学 IP 改编、自研游戏 IP 续作等客户端游戏产品持续取得的成绩，积累并完善了游戏 IP 改编经验，使得更多游戏企业注意到了 IP 在游戏领域所具备的价值。

第三阶段：2015 年至今（IP 改编游戏爆发期）。随着移动游戏产业的发展及用户的快速增加，游戏企业更加重视 IP 在移动游戏领域所具备的价值，进而持续将客户端游戏、动漫、小说等不同形式的 IP 转化为移动游戏，获取较高的变现收益，IP 改编游戏市场迎来爆发期，这一时期累积上线了数百款大型 IP 改编游戏。同时，由于部分 IP 产品质量不足，玩法上缺乏突破，IP 价值也被进一步透支，市场存量 IP 被大规模消耗。但随着部分游戏企业研发实力的提升，基于移动游戏自研的 IP 产品也在增多，获得了较好的市场表现。

第四阶段：未来（自研游戏 IP 价值拓展期）。随着自研游戏 IP 价值的凸显，这一类 IP 已成为部分游戏企业最核心的自有资产之一，成为决定企业兴衰的关键要素。多家游戏企业将维护 IP 价值、激发 IP 生命力作为重点，除了在玩法上对 IP 产品进行持续创新外，也在游戏、动漫等多个文化领域拓展 IP 的价值，将 IP 打造成企业的文化符号，进而留存老用户以及拓展新用户，并影响到文化产业的创新发展。

表 12：《英雄联盟》衍生内容

内容形式	衍生内容
电视剧	合作耀客传媒推出 LPL 网剧
虚拟偶像	K/DA 女团
音乐	《所向无前》
动画	《Arcane》
网文	《英雄联盟：我的时代》
综艺	《超越吧英雄》
纪录片	《来者何人》
漫画	《英雄联盟之英雄的信念》

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

随着游戏 IP 概念的成熟和自研游戏 IP 价值的凸显，游戏 IP 衍生行业也迎来了发展的机遇，自研游戏 IP 为行业发展提供了高质量的内容基础。未来，游戏 IP 衍生行业的发展主要有以下方向：

1) 内容的破圈。头部游戏 IP 着力于打造自身的衍生内容宇宙。以《英雄联盟》为例，在影视剧、综艺、纪录片、虚拟女团、动漫、网文等行业均有众多内容的扩展，在腾讯视频上线综艺《超越吧英雄》，与耀客传媒合作将推出 LPL 网剧，未来有望推出大电影、主题乐园等。

图 67：《Arcane》



数据来源：百度，西南证券整理

图 68：《超越吧英雄》



数据来源：百度，西南证券整理

2) 衍生品的破圈。盲盒的销售形式突破了原有的消费衍生品粉丝固有圈层，近年来《阴阳师》《崩坏3》《原神》等头部游戏均推出专属 IP 盲盒。一方面带动游戏热度的延续，即线下的盲盒有望成为线上游戏的 LTV 延长的重要方式；另一方面，游戏本身的价值得以充分体现，除玩法外，游戏本身的人物形象、人设搭建与剧情的设计的优劣也得到充分体现。此

外，游戏 IP 衍生品的销售场景或将进一步扩展。线上渠道有淘宝、天猫等综合电商，萌趣、漫骆驼等垂直衍生品电商、哔哩哔哩等游戏相关网站自营商城，闲鱼等二手交易平台。线下渠道包含零售直营店、快闪店、主题体验店等。

图 69：《原神》派蒙美食主题盲盒



数据来源：百度，西南证券整理

图 70：京东《崩坏3》盲盒销售页

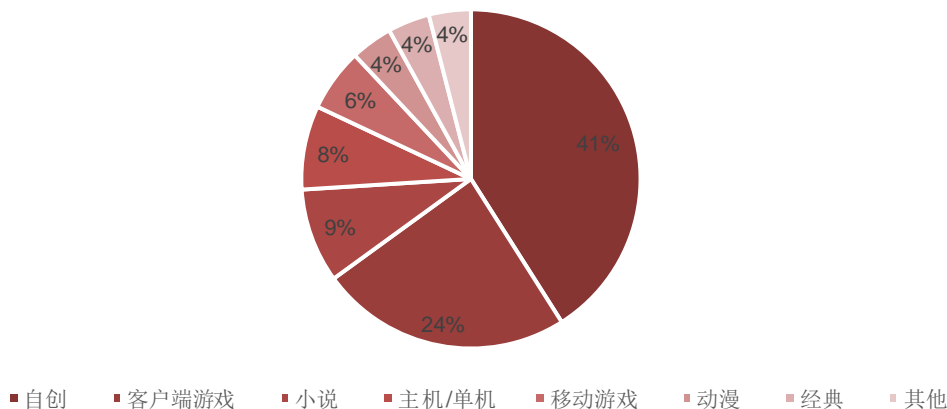


数据来源：京东，西南证券整理

4.3 游戏 IP 衍生市场产业链

游戏 IP 产业链的上游是游戏 IP 版权方。近年来，我国游戏市场发展迅速，产生许多优质的爆款游戏，其中自研 IP 游戏发展迅猛，为游戏 IP 衍生市场提供坚实的内容基础。根据伽马数据显示，2021 年收入排名 Top 100 的移动游戏 IP 来源占比中，占比最大的为自研 IP，占比高达 41%，一定程度上表明各游戏厂商对游戏 IP 的打造和运营的重视，优质的自研 IP 有望延长游戏生命周期，同时获得用户和市场的广泛认可。

图 71：2021 年收入排名前 100 移动游戏 IP 来源占比

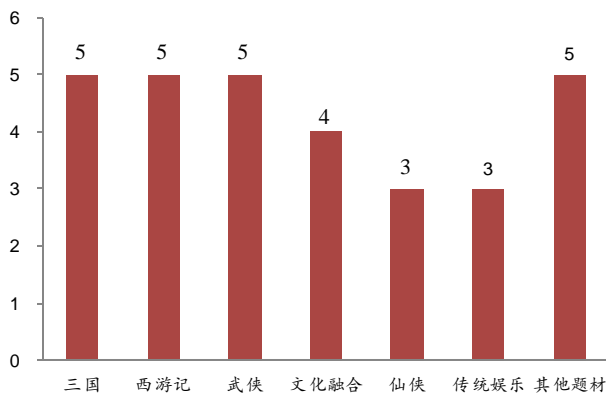


数据来源：伽马数据，西南证券整理

游戏产品已成为中国文化内容的重要载体，基于中国文化进行游戏 IP 自研，或将更好的促进中国文化传播与传承。我国的自研游戏 IP 中不乏中华传统文化元素，例如《仙剑奇侠传》蕴含了传统的仙侠元素；“剑侠情缘”蕴含着武侠元素；《梦幻西游》、《问道》等产品涉及了西游、道教等中国特色文化。

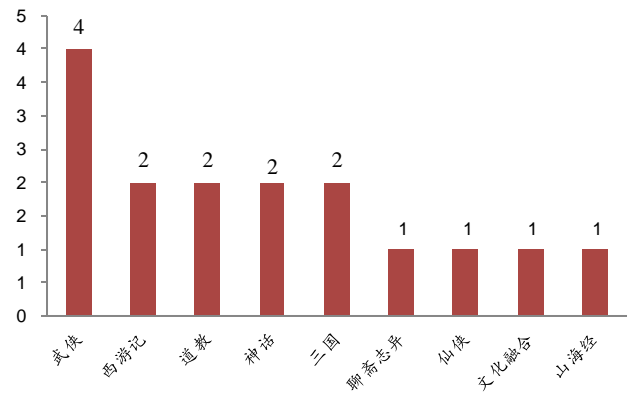
从具体的文化背景来看，中国游戏 IP 涉及到多个层面，2020 年流水 TOP50 移动游戏中，三国、西游记、武侠等元素出现频次较多。2020 年热门端游 TOP50 中，武侠元素涉及最多。在多方面鼓励文化产品自研的大背景下，对传统文化进行沉淀的游戏自研 IP 更具备发展必要性。

图 72：2020 年流水 TOP50 移动游戏中国文化背景分布（个）



数据来源：伽马数据，西南证券整理

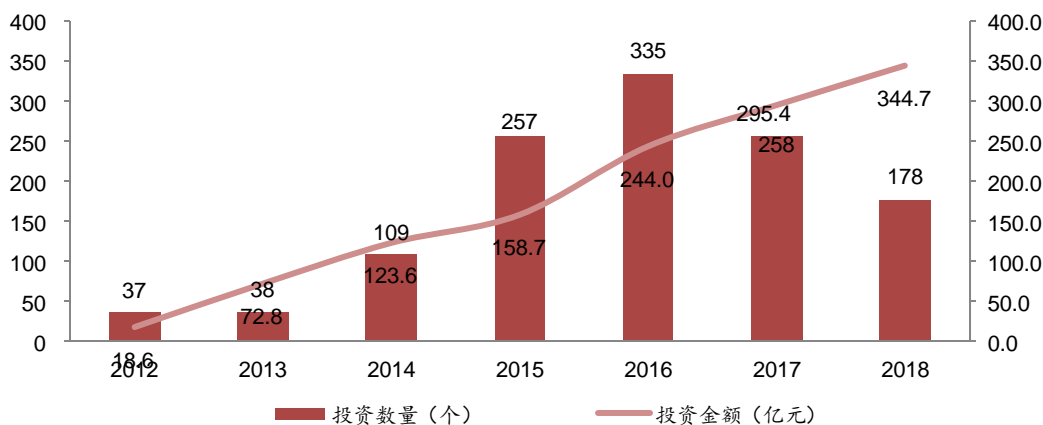
图 73：2020 年热门端游 TOP50 中国文化背景分布（个）



数据来源：伽马数据，西南证券整理

游戏 IP 产业链的中游是游戏衍生品生产商。近年来一级市场整体募资速度趋缓，但 IP 衍生品产业的投资金额不断上涨，单标的估值逐渐提升。

图 74：中国 IP 衍生品产业投资数量及金额及金额



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

在游戏 IP 衍生领域，网易为国内做游戏衍生品最早的游戏厂商。从 2006 年起，游戏市场销售部门负责衍生品方向，配合游戏品宣给玩家送相关衍生品；2011 年，网易成立专门的游戏衍生品中心，产品线涉及服装、鞋帽、饰品、箱包等众多品类；其自研 IP《阴阳师》，形成强大的 IP 影响力，除推出核心粉丝向的手办、挂画、立牌等硬周边，还推出同人漫改动画《百鬼幼儿园》和同人授权改编泡面番《没出息的阴阳师一家》等影视周边。

图 75: 《阴阳师》手办



数据来源: 百度, 西南证券整理

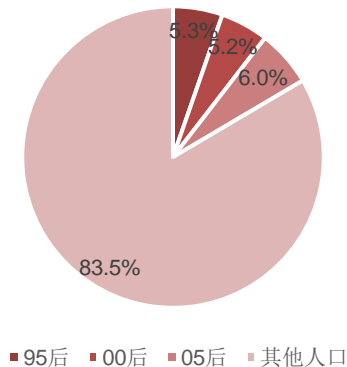
图 76: 《百鬼幼儿园》



数据来源: 百度, 西南证券整理

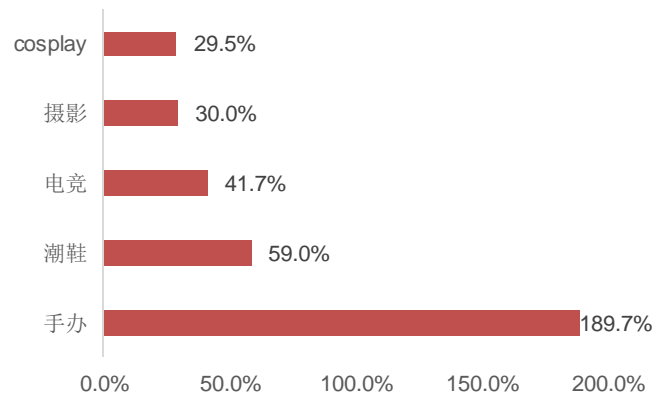
游戏 IP 衍生产链的下游是游戏衍生品消费者。游戏 IP 衍生品的消费者主要是 Z 世代人群, 2020 年中国 Z 世代 (1995-2009 年出生) 人口数达到 16.5%, 其中 05 后人口占比为 6.0%, 00 后人口占比为 5.2%, 95 后人口占比为 5.3%。Z 世代的成长伴随着中国经济的快速增长和互联网的广泛普及, 故消费可能更加注重精神享受。2019 年 Z 世代消费者同比增长最快的五大爱好中, 手办、cosplay、电竞等与游戏 IP 衍生品直接相关, 其中, 手办以 190% 的同比增速位居首位。

图 77: 2020 年中国 Z 世代人口占比



数据来源: 聚汇数据, 西南证券整理

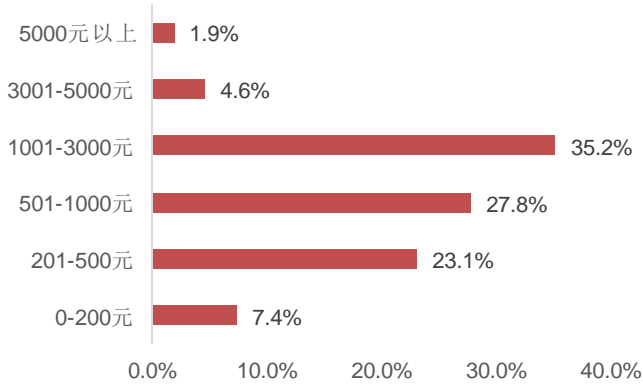
图 78: 2019 年 Z 世代同比增长最快的五大爱好



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

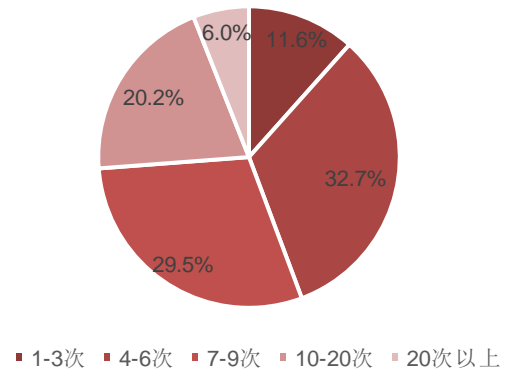
2021 年, 超过 40% 的 Z 世代平均每年在手办消费上花费 1000 元以上, 超过 50% 的 Z 世代平均每年购买盲盒次数在 7 次以上, 兼具消费实力与消费动机的 Z 世代群体将成为游戏 IP 衍生产业的有力的推动者, 未来前景可期。

图 79：2021 年 Z 世代平均每年手办消费金额分布



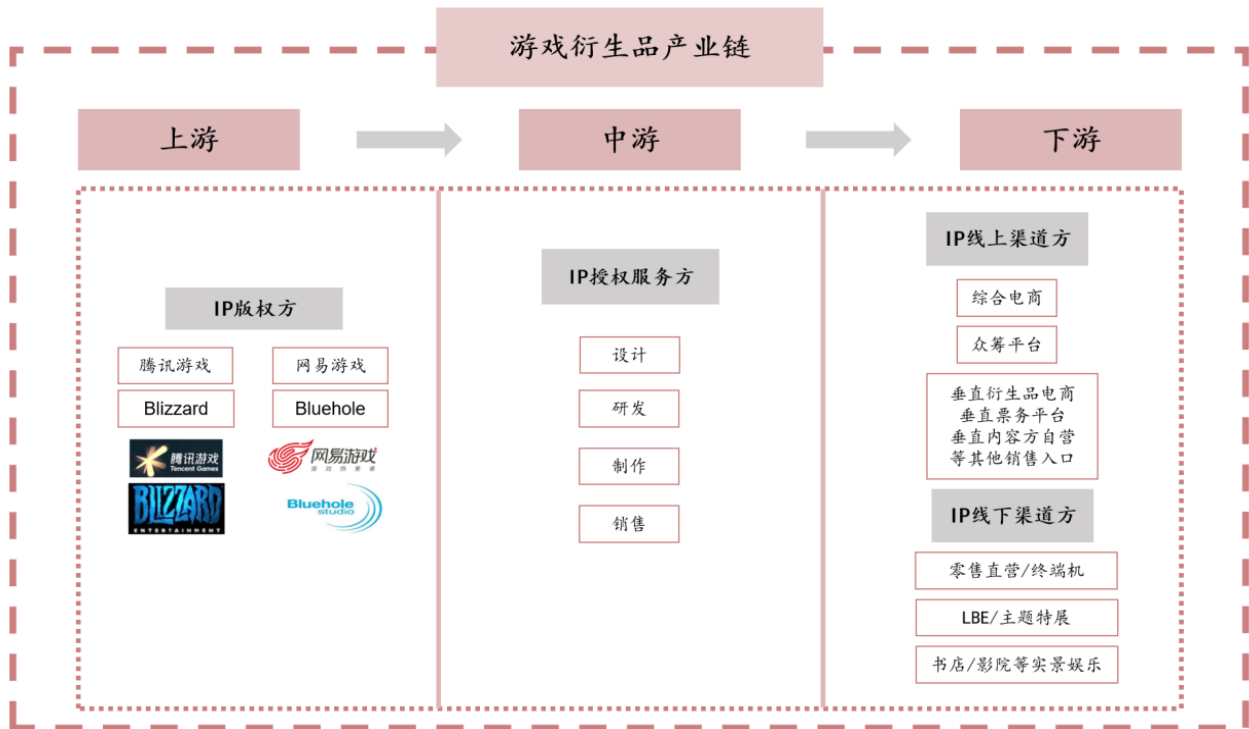
数据来源：聚汇数据，西南证券整理

图 80：2021 年 Z 世代平均每年购买盲盒次数



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 81：游戏 IP 衍生产业链

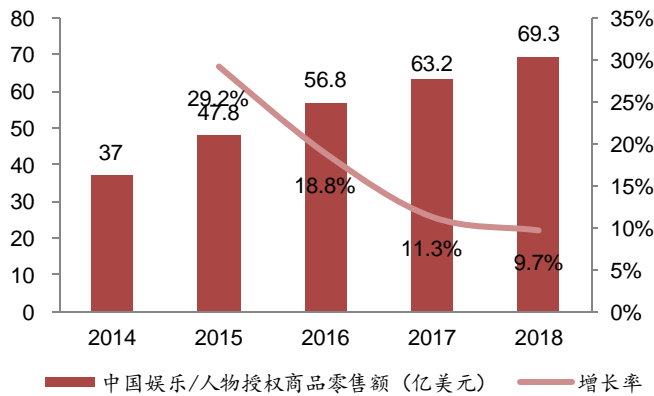


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

4.4 游戏 IP 衍生市场现状：品类丰富，市场规模增速趋缓

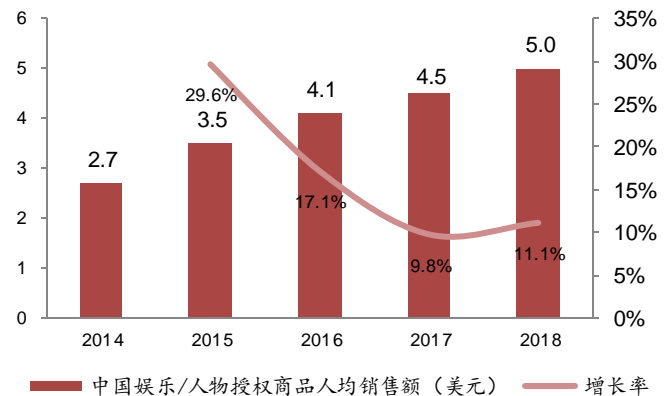
中国娱乐/人物授权商品市场规模增速趋缓。2015 年我国娱乐/人物授权商品零售额达到 47.8 亿美元,增速为 29.3%。2018 年中国娱乐/授权商品零售额达 69.3 亿美元,增速为 9.7%,增速放缓,行业保持稳定增长。中国娱乐/人物授权商品人均销售额增长速度与市场规模增速基本持平,2018 年人均销售额为 5 美元,同比增长 11.1%,保持稳定增长。

图 82：中国娱乐/人物授权商品零售额



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

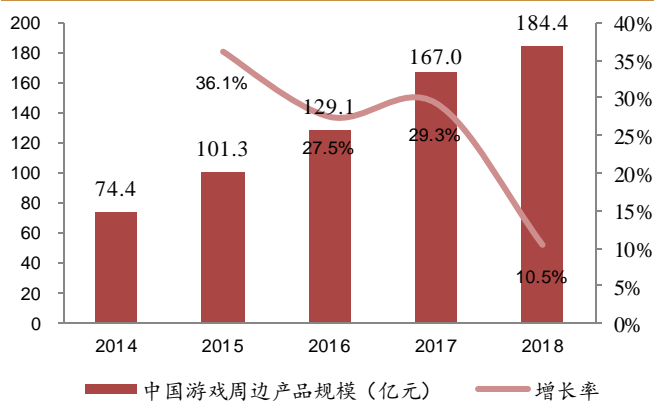
图 83：中国娱乐/人物授权商品人均销售额



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

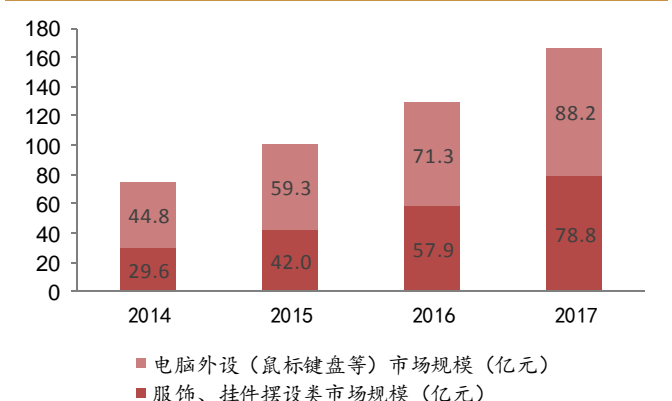
中国游戏周边市场增速趋缓。2015 年中国游戏周边市场规模达到 101.3 亿元,同比增长 36.1%；2018 年中国游戏周边市场规模达到 184.4 亿元,同比增长仅 10.5%,增速趋缓,行业进入稳定发展阶段。从游戏周边细分市场来看,游戏 IP 衍生商品以电脑外设为主。近年来,服饰、挂件摆设类商品市场占比逐渐增大,与电脑外设类商品市场规模差距逐渐缩小。

图 84：中国游戏周边产品规模



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 85：中国游戏周边细分市场



数据来源：智研咨询，西南证券整理

综上,我们认为,游戏 IP 衍生行业规模较大,用户付费意愿相对较高,行业有望在优质游戏 IP 化带动下扩大受众群体,游戏 IP 与后端运营为关键所在,建议关注产业链相关布局公司如腾讯、网易、中手游等。

5 电子竞技赛事行业：市场高速增长，破圈效应显著

电竞成为杭州亚运会正式项目、国际奥委会首次举办奥林匹克虚拟系列赛、多地持续加码电竞政策、新款电竞游戏持续上线，近年来电竞破圈事件频发，电子竞技赛事逐渐成长为一项大众化的体育赛事。作为数字体育的新模式，未来随着政策的进一步落地，电竞将与5G、AI、VR等新技术结合，在赛事内容、商业模式、用户体验等方面完成全面的升级。

5.1 电子竞技赛事定义

电子竞技，即借助电子设备作为运动器械进行人与人之间智力对抗的运动。运动媒介为电子游戏，种类多以MOBA、FPS、SLG类游戏为主，该类游戏实时对战性较强，游戏资源较为平衡，玩家需要更多依赖自身操作技术或策略获得比赛优势及胜利。

电子竞技赛事，即依托于电子竞技模式举办的线下、线上赛事。需要满足三大前提：（1）具备完整的赛事制度、规则、流程等；（2）有正式的赛事俱乐部或战队参加；（3）赛事受到游戏官方或地方运营商认可，且会定期、长期举办。

根据赛事包含的游戏数量以及整体时长等特点，电竞赛事可分为官方赛事和第三方赛事两类；根据参与主体等特点进行区分，赛事可分为全球级、地方级、线上级三类。

表 13：电子竞技赛事分类

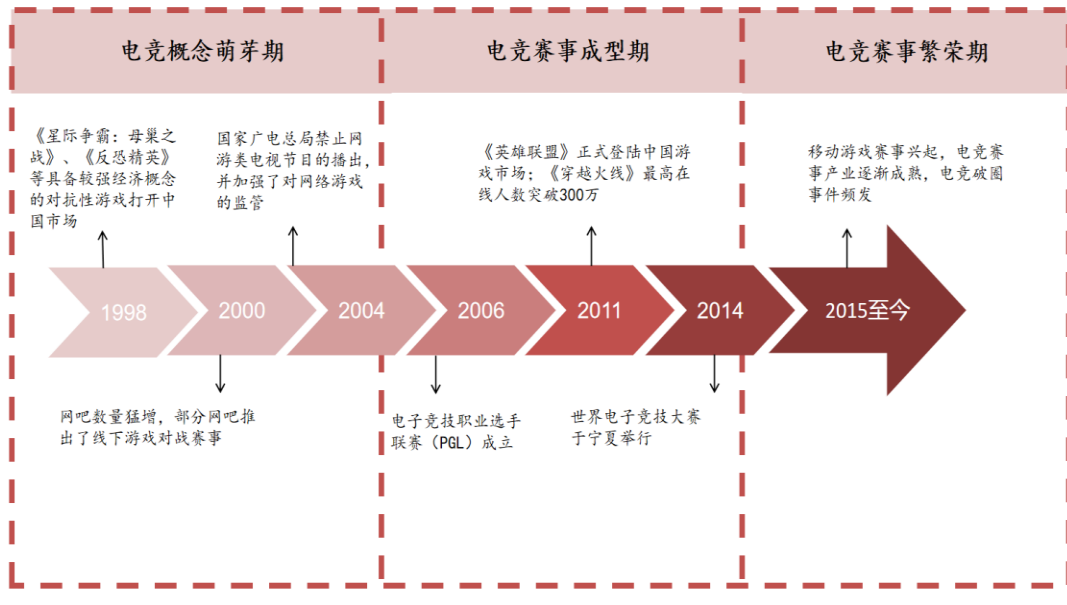
赛事级别	特点	以英雄联盟为例
全球职业赛事及其选拔赛	<ul style="list-style-type: none"> 赛事多为游戏官方直接举办，以全球性赛事为主 参赛选手多来自专业的电子竞技俱乐部 奖励丰厚、赛事选手多代表该游戏世界范围内的最高水平 	英雄联盟全球总决赛——入围、小组、八强、半决赛、总决赛 LPL 春季、夏季赛——季前赛、排名前八可进入季后赛 全年积分最高的种子队伍即保送全球总决赛
国家、地方级线下赛事	<ul style="list-style-type: none"> 线下赛事以国家、地区为单位，各地方政府或第三方组织承办 	德玛西亚杯——淘汰赛、小组赛、积分判定排名 腾讯举办的中国英雄联盟头部赛事
其他线下赛事	<ul style="list-style-type: none"> 参赛选手不限，多为普通玩家，赛事海选人数较多 奖项为现金奖励，金额适中，赛事为成为职业选手的重要途径 	高校联赛——网吧预选赛、校园决赛、地区决赛、全国决赛
普通玩家参与的线上赛事 (仅在线上举办的电竞赛事)	线上赛事，不限区域地点，参与人数较多，奖励不定，娱乐性较强	英雄联盟线上冠军锦标赛——线上自行约定比赛时间

数据来源：头豹研究院，西南证券整理

5.2 电子竞技赛事发展历程

电竞赛事的发展历程可以分为三个阶段，分别是电竞概念萌芽期、电竞赛事成型期、电竞赛事繁荣期。

图 86：电竞赛事发展历程

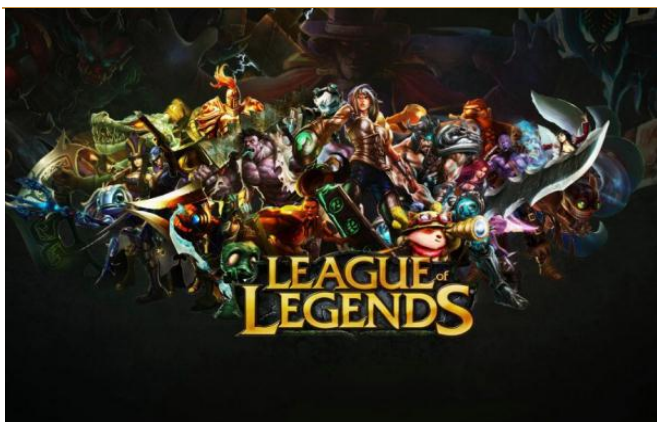


数据来源：头豹研究院，西南证券整理

1998年-2005年电竞概念萌芽期：电竞类游戏引入，网吧数量激增。1998年《星际争霸：母巢之战》、《反恐精英》等游戏纷纷进入中国——具备较强经济概念的对抗性游戏打开中国市场。2000年中国网吧数量猛增，网吧功能不仅限于聊天、信息查询，部分网吧推出了线下游戏对战赛事——线下电竞赛事模式开始萌芽。2004年国家广电总局禁止网游类电视节目的播出，并加强了对网络游戏的监管——行业进入政策引导阶段。

2006年-2014年电竞赛事成型期：职业电竞赛事成型，PC端竞技类游戏数量增多。2006年中国最早的电子竞技赛事之一电子竞技职业选手联赛（PGL）成立——正规电竞赛事出现。2011年《英雄联盟》正式登陆中国游戏市场，同期《穿越火线》最高在线人数突破300万——PC端竞技类游戏数量增多。2014年世界电子竞技大赛于宁夏举行，共有29个国家和地区的3300余名选手参赛——中国主办的世界级电竞赛事出现。

图 87：《英雄联盟》海报



数据来源：百度，西南证券整理

图 88：穿越火线首页



数据来源：穿越火线，西南证券整理

2015年-未来电竞赛事繁荣期：移动游戏赛事兴起，电竞赛事产业逐渐成熟，电竞破圈事件频发。2015年电竞类移动游戏总收入达59.7亿元，同比增长48.5%，《王者荣耀》、《全民突击》等竞技类移动游戏正式登上舞台。2018年中国代表队IG获《英雄联盟》S8赛季冠军，总决赛观看人数超1亿人次—头部赛事破电竞赛事在线观看人数记录。2020年北京市以“电竞北京2020”为主题，打造了围绕电竞主题的四大大活动，其中将包含20余场知名电竞赛事—电竞赛事产业逐渐成熟。

表 14：电子竞技赛事破圈事件汇总

时间	事件
2016.09	《人民日报》刊发文章《用键盘鼠标进行的体育运动》
2016.09	教育部增设“电子竞技运动与管理”专业
2017.10	电子竞技被IOC认可为一项运动，引发广泛讨论
2018.05	中国俱乐部RNG获得英雄联盟季中冠军赛冠军，引起社交网络的狂欢
2018.08	电子竞技以表演项目的方式首次进入亚运会，中国代表队夺得金牌
2018.11	中国俱乐部IG获得英雄联盟全球总决赛冠军，再次引起社交网络的狂欢
2019.01	中国首家独立的电竞赛事公司-腾竞体育成立
2019.04	人社部发布13个新职业，其中包括电子竞技运营师和电子竞技员两个职业
2019.12	奥林匹克峰会同意对电子竞技采用两路并进的合作方式，引发关于电竞入奥的讨论
2019.12	国际电子竞技联合会（GEF）成立
2020.01	电竞选手Uzi登顶微博之夜受到关注
2020.03	《电子竞技在中国》纪录片在央视播出
2020.06	《穿越火线》网剧造成广泛社会影响
2020.08	“电竞北京2020”系列活动开启，新政策、新项目助推电竞发展
2020.12	亚奥理事会宣布电子竞技成为杭州亚运会正式项目

数据来源：企鹅智库，西南证券整理

图 89：《穿越火线》网剧



数据来源：腾讯游戏，西南证券整理

图 90：杭州亚运会电竞小项



数据来源：杭州亚运会官网，西南证券整理

我国电子竞技行业相关政策也经历了5个发展阶段，即萌芽阶段、遭受打击、重新开始、缓慢发展和蓬勃发展，目前我国电竞行业相关政策正处于蓬勃发展阶段。

表 15：电子竞技行业相关政策梳理

时间	事件
萌芽阶段	2003 年，国家体育总局正式批准电子竞技为我国正式开展的第 99 个体育项目。
遭受打击	2004 年，广电总局发布了一条名为《禁止播出电脑网络游戏类节目通知》，中国电子竞技在公众视野中销声匿迹。
重新开始	2008 年，国家体育总局重新将电子竞技定义为国家的第 78 个体育项目。
缓慢发展	2016 年，发改委出台《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》，其中提出在做好知识产权保护和对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。
蓬勃发展	2018 年，在《体育总局办公厅关于公布第一批运动休闲特色小镇试点项目名单的通知》中，太仓市天镜湖电子竞技小镇位列其中。 2019 年，国家统计局《体育产业统计分类（2019）》中电子竞技被列入进入 02 大类体育竞技表演活动。 2021 年，《“十四五”文化产业发展规划》中提出进电子竞技与游戏游艺行业融合发展。

数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

5.3 电竞赛事行业产业链

电竞赛事行业的上游是游戏研发及游戏运营等赛事 IP 方和电竞俱乐部。赛事 IP 方为电竞赛事提供赛事 IP 和比赛内容，形成赛事构想或成品赛事，将版权授权给赛事主办方，交由赛事运营主体承办或推广，赛事 IP 方通过版权费盈利。电竞俱乐部提供赛事的参与主体——职业选手，赛事中俱乐部的数量及质量能够间接反应赛事的等级和水准。

电竞赛事行业的中游是赛事主办方和赛事运营服务方。赛事主办方需要购买赛事 IP 方的版权，通过收取选手报名费、观众门票费、以及广告推广费盈利。赛事运营服务方可主办、承办比赛，并为赛事提供相关的运营、宣传、对接服务，主要通过收取服务资金或获取赛事发起方提供的分成盈利。

电竞赛事行业的下游是赛事转播媒体，包括直播媒体和其他媒体。如斗鱼、虎牙等电竞直播平台，爱奇艺、腾讯视频等长视频平台，GTV 等电视播出平台，以及英雄联盟客户端等游戏内嵌直播。除去赛事转播，部分媒体会对俱乐部电竞选手进行专访，以提高平台知名度。

图 91：电竞赛事行业产业链



数据来源：头豹研究院、前瞻产业研究院，西南证券整理

5.4 行业竞争格局

电竞赛事行业中游为赛事主办方和赛事运营服务方，其中，赛事主办方是行业主体，针对赛事进行规划、执行等工作。其主要分为以下三大种类。

1) **游戏行业头部企业，如腾讯、网易等。**其拥有更为充足的资金、IP、人才资源，主要举办各类游戏的地方官方性赛事以及其自身拥有游戏IP的官方赛事；

2) **综合性赛事主办方，多为官方机构，如国家体育总局等。**其举办的赛事涵盖游戏种类较广，不限于热门游戏，参与群体以大学生为主；

3) **其他公司，多为行业上、下游企业，如斗鱼等。**其举办赛事次数较少，赛事多随着合作方的不同而改变。

表 16：电竞赛事行业竞争格局

主体性质	赛事主办方	相关赛事	特点	相关数据
游戏行业头部企业 多举办官方赛事 (主流模式)	腾讯互动娱乐 (IEG)	LPL、KPL 等(部分游戏归属于 TGA 大奖赛)	游戏热度较高，赛事关注度高，影响力强	常规赛观看人数日均 3000 万以上，全年总观看量破百亿
	网易电竞 (NeXT)	网易电竞春、秋、冬季赛	游戏种类多、赛事举办较频繁	赛事涵盖自家 80% 以上游戏 IP，秋季赛报名人数超 10 万
	完美世界电竞频道	DOTA 国际要求赛 (TI9)、高校赛、城市赛	多为协助办理，为游戏官方提供渠道、运营支持	受益于电竞赛事 2019 游戏相关其他收入同比增加 203.36%
综合性(第三方) 赛事主办方 (次要模式)	国家体育总局 体育信息中心	全国电子竞技大赛 (NEST)	国家资助赛事，针对高校在校生	2019 年，19 余座城市、100 余所高校参加
	银川圣地国际游戏 投资有限公司	世界电子竞技大赛 (WCA)	设立于中国，面向国际玩家的电竞赛事	逐渐淡出电子竞技赛事行业
行业上、下游部分公司 (其他模式)	Blizzard	炉石传说黄金锦标赛、守望先锋世界杯	综合性赛事较多，仅举办自家 IP 游戏赛事	仅炉石传说，单场 2000 名额、奖金池 15 万元以上
	斗鱼 TV	CFPL 等	多为独家转播、协办	-

数据来源：头豹研究院，西南证券整理

赛事运营服务方可分为两大类，官方赛事运营管理方和第三方赛事运营管理方。1) 官方赛事运营管理方，部分赛事主办方会选择与游戏 IP 方合作，设立赛事运营管理方，从而协助赛事举行和运营。以腾讯为例，其与 Riot Games 合作创办了腾竞体育，专门针对 LPL 赛事进行服务；2) 第三方赛事运营管理方，可服务于各类赛事，策略灵活，能够提供如赛事场地申请、赛事管理、转播服务、电竞电视转播、电竞商业化等多种类型服务。以 VSPN 为例，其与多款腾讯手游达成合作，进行运营和推广。

图 92：腾竞体育首页



数据来源：腾竞体育，西南证券整理

图 93：VSPN 首页



数据来源：VSPN，西南证券整理

5.5 盈利模式分析

赞助方（广告主）提供的冠名费用、广告费用以及赞助费用为行业主要盈利来源。盈利模式方面，电竞赛事主要收入来源于赞助方（广告主）、电竞俱乐部、赛事观众、下游媒体、周边产品五大部分。其中，赞助方所提供的广告、冠名费用，以及下游媒体提供的版权费为主办方主要收入来源。官方赛事（如守望先锋 OWL、英雄联盟 S 赛）更易获得优质赞助方以及直播媒体的青睐，第三方赛事则主要凭借产品、票务实现盈利。

表 17：电竞赛事主要盈利来源

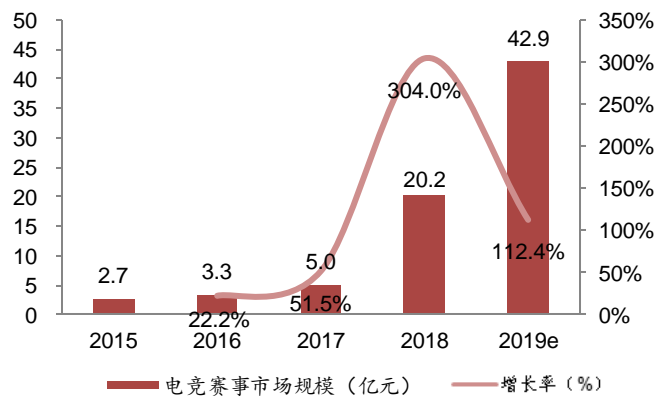
收入来源	盈利模式	案例分析
赞助方 (广告主)	单场电竞赛事通常具备多个元素，如选手使用设备、队服、赛事餐饮等，赞助方可通过冠名、放置广告牌、提供物资等多种方式进行赛事支持和宣传。	英雄联盟 S 系列赛事，随着赛事知名程度提升，其单场冠名费水涨船高，S7 赛事梅赛德斯奔驰、欧莱雅男士、罗技外设等赞助方主体纷纷加入战略合作，梅赛德斯奔驰以 9787 万元的费用获得 S7 赛事的冠名权。
电竞俱乐部	电竞俱乐部多为赛事提供报名费用，通常为省、全国级别赛事会选择收取报名费用，头部赛事团队报名费用较高。第三方赛事多面向特定人群且可以免费报名参加。	WUCG 的世界大学生电子竞技联赛面向大学生，可免费报名参加。
观众	门票费用取决于赛事知名程度，赛事票价多集中在 98-648 元不等，单场赛事座位数约为 1-3 万个。	2021 年 LPL 夏季赛工作日票价按比赛场次和等级在 50-200 元不等，周末票价在 120-240 元不等，冠军战队 VIP Pass 价格为 2400 元。
下游媒体	部分拥有游戏 IP 的赛事主办方可通过签约直播平台实现收入。	虎牙在 2018 年签下 KPL 的独播权，支付金额达千万级。
周边产品	绝大多数赛事拥有可供出售的周边产品，实物如 T 恤、手办等，虚拟物品如游戏账号、英雄皮肤、点券奖励等。	单场赛事周边产品贡献流水金额在 10-50 万元左右。

数据来源：头豹研究院，西南证券整理

5.6 电子竞技赛事市场规模：电竞市场保持高速增长

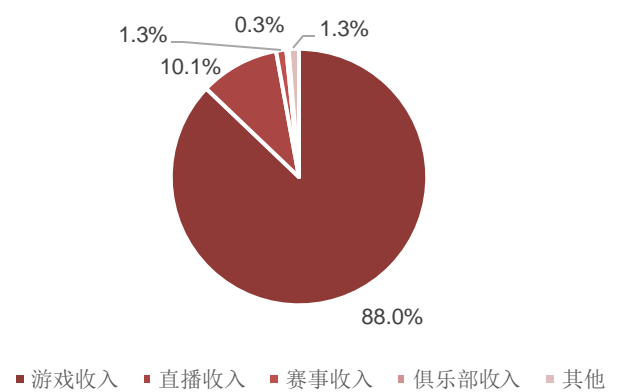
中国电竞市场保持高速增长，2018年我国电子竞技赛事市场规模达到20.2亿元，同比增长304%，增速迅猛；预计2019年市场规模将达到42.9亿元。2019年我国电子竞技行业收入构成中，游戏收入占比最大，高达88%，电子竞技赛事收入仅占1.3%，未来增长空间巨大。

图 94：电子竞技赛事市场规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 95：2019年中国电子竞技行业收入构成



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

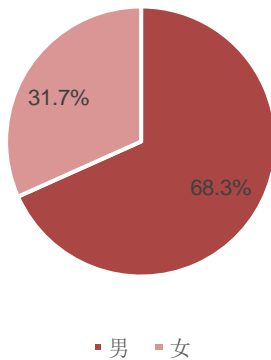
5.7 用户规模：电竞用户数量增长趋缓

电竞用户是指半年内至少观看过或参与过一次狭义电竞赛事（包括职业赛事和非职业赛事）的用户，或每周频繁玩电竞游戏或观看电竞游戏直播的玩家。据《2021年中国游戏产业报告》数据显示，电竞用户经历了前几年的快速增长，在2021年达到4.9亿人，同比增长0.3%，用户增长接近饱和。对比2020年，用户规模为4.9亿人，同比增长9.6%。

一方面是由于疫情以来，互联网用户有了更充裕的在线娱乐时间，电竞游戏成为众多人居家休闲的主要方式之一；另一方面，众多传统体育赛事停摆、电竞赛事开启线上赛并顺利举办世界性赛事，带来电竞观赛用户的进一步扩散。虽然2021年电子竞技游戏用户规模增速放缓，但随着电竞入亚和《英雄联盟》赛事破圈，预计未来将带来新一轮增长。

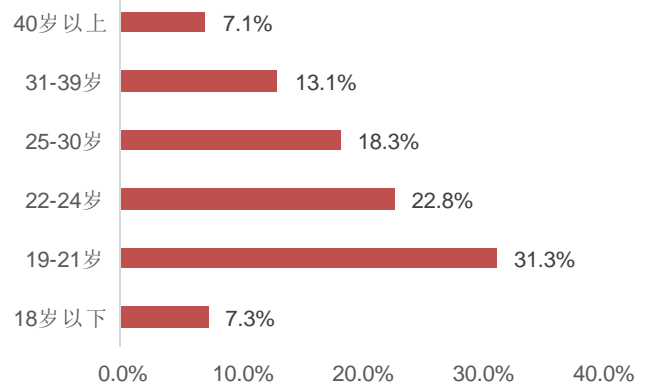
电竞用户以年轻男性为主，用户消费水平处于中游水平。2021年电竞用户中，男性用户占比高达68.3%，整体用户呈现年轻化特征，19-24岁的电竞用户占比达54.1%；个人月收入集中在5000-8000元，占比达到28.6%；个人月消费1001-5000元的占比最高，达到61.6%，整体用户月收入水平和月消费水平都处于中游。

图 96：2021 年电竞用户男女比例



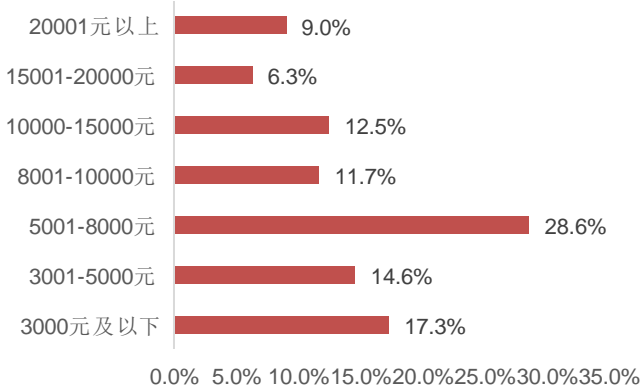
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 97：2021 年中国电子竞技用户年龄分布



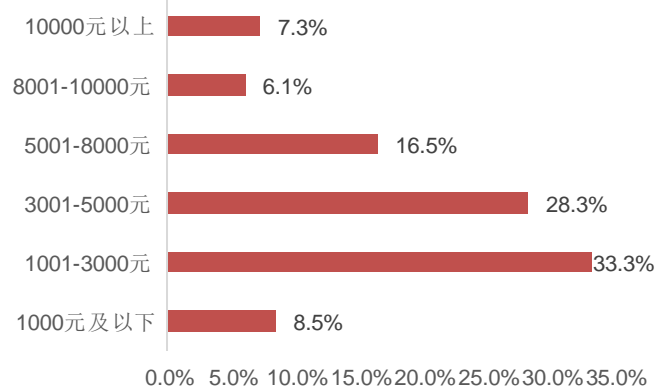
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 98：2021 年中国电子竞技用户月收入水平



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 99：2021 年中国电子竞技用户月消费水平



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

综上，我们认为，电竞赛事市场规模较大，破圈事件频发且热度较高，有望带动周边产业共进，知名度高用户基数大的游戏、赛事与周边的运营为关键，建议关注产业链相关布局公司如腾讯、网易、完美世界、电魂网络、盛天网络等。

6 游戏虚拟交易市场：交易模式多样，竞争格局较为分散

随着游戏产业规模和用户规模的扩大，游戏虚拟交易市场呈现水涨船高趋势。一方面，游戏活跃用户的流失后，退游账号闲置，基于资源二次利用目的以及游戏虚拟商品的可交易性，游戏交易用户和交易平台增多，游戏虚拟交易市场进入发展快车道。

6.1 游戏虚拟交易定义

虚拟商品是在虚拟场景或非实物领域中交换的非实物物品，目前主要的虚拟商品包括电子代金券、游戏内虚拟货币及物品、账号、礼品卡、会员卡及礼券等，可用作交换虚拟商品提供商提供的产品及服务。交易商品主要分为：1) 身份类，包括游戏账号、游戏角色、游戏资格等；2) 道具类，包括游戏装备、游戏道具、游戏货币等。

表 18：游戏虚拟交易商品分类

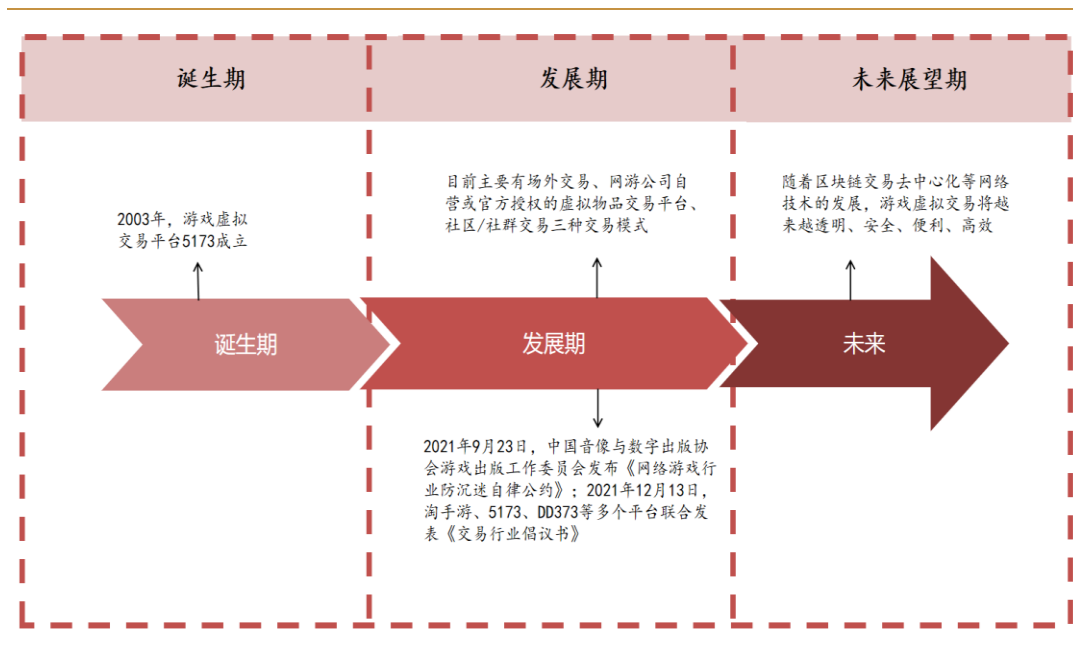
商品类型	交易商品
身份类	游戏账号、游戏角色、游戏资格等
道具类	游戏装备、游戏道具、游戏货币等

数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

6.2 发展历程

游戏虚拟交易的发展主要可以分为三个阶段，分别是**诞生期**、**发展期**、**未来展望期**。

图 100：游戏虚拟交易发展历程



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

诞生期：游戏交易伴随着网络游戏的出现而诞生。在端游时期，就产生了游戏虚拟资产交易。网络游戏用户退游时，账号闲置会让前期的投入浪费，而账号交易能获得一定回报降低投入损失，因此网游账号交易成为很多玩家的强需求。2003年，游戏虚拟交易平台 5173 成立，专业为用户提供虚拟数字产品交易服务。

发展期：三种主要交易模式已现，但交易规范需进一步完善。从端游过渡到手游时代，网游账号交易市场扩容，出现越来越多游戏虚拟交易平台，出现了第三方交易平台、游戏厂商自营平台、游戏内设交易系统、论坛/社群等交易平台。目前网游虚拟资产交易主要有场外交易、网游公司自营/官方授权的虚拟物品交易平台、社区/社群交易三种交易模式。

表 19：游戏虚拟交易模式

交易场所	交易平台举例
场外交易	5173、交易猫、淘手游、魔游游、淘宝、京东等大型第三方游戏虚拟物品交易平台或者综合性电商平台。
网游公司自营或官方授权的虚拟物品交易平台	网易藏宝阁、完美世界寻宝天行、腾讯旗下道聚城、酷游网，腾讯投资的转转，主要从事游戏账号和道具交易。
社区/社群交易	百度贴吧、QQ群、微信群和各游戏公会的游戏玩家群组。通常由小型工作室或公司建立或加入某些聚集大量游戏玩家的相关群组中，群员之间基于信任背书进行私下游戏虚拟资产交易。各游戏公会也可能组织游戏玩家在社区、社群中进行游戏账号、道具等的交易。

数据来源：百度，西南证券整理

图 101：淘手游首页



数据来源：淘手游官网，西南证券整理

图 102：藏宝阁首页



数据来源：藏宝阁官网，西南证券整理

2021年9月23日，中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会发布《网络游戏行业防沉迷自律公约》，强调游戏企业及小游戏平台应坚决落实实名认证，必须全面接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统，并对用户识别的精准度提出更高要求，鼓励游戏企业积极探索运用人脸识别等手段进行身份验证。其中特别指出，游戏电商平台不得以任何形式向未成年人提供账号租赁交易服务。2021年12月13日，淘手游、5173、DD373等多个平台联合发表《交易行业倡议书》，倡导游戏交易企业共同履行诚信守法经营、强化责任担当，落实实名认证、规范交易行为，履行平台责任、提升交易安全等义务。在实名认证规范落实，未成年人保护重视的行业背景下，游戏虚拟交易有望更加安全透明；但当前业内缺少游戏虚拟商品交易的明确规定和立法，关于游戏虚拟物品的法律属性尚存争议，规范性亟待进一步完善。

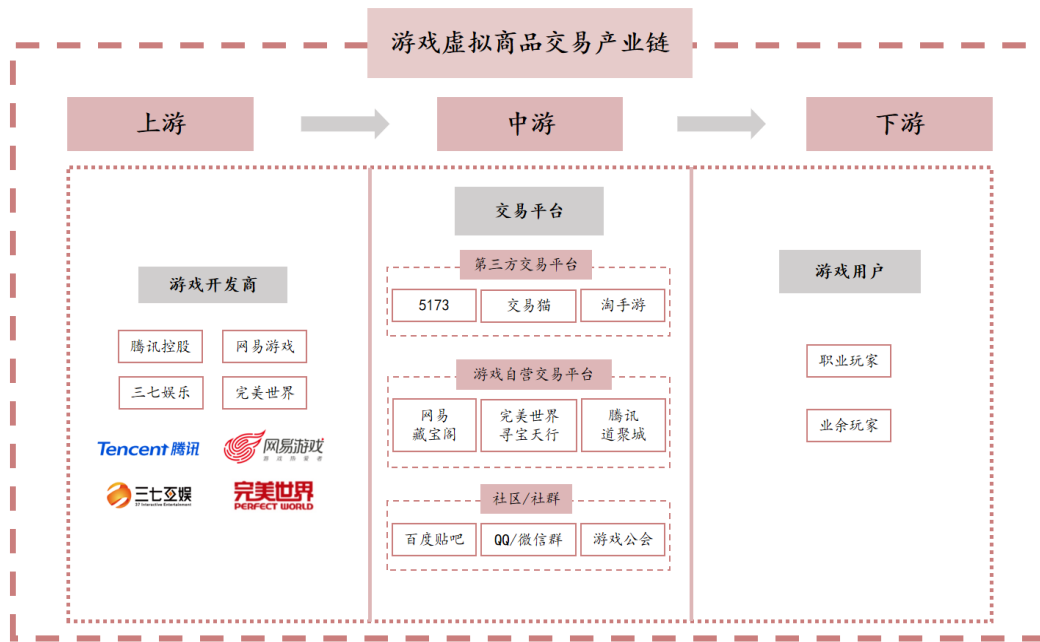
未来展望期：随着区块链交易去中心化等网络技术的发展，游戏虚拟交易将趋于透明、安全、规范，市场和用户规模有望迈上新台阶。

6.3 游戏虚拟交易产业链

游戏虚拟交易的上游是游戏内容供应商、游戏运营商等游戏企业，中游是游戏虚拟交易平台，下游是游戏用户。

其中，游戏用户可分为职业玩家和业余玩家，职业玩家是指以玩游戏为职业，通过网络游戏里的游戏装备、人物等赚取收入；业余玩家是通过游戏来消遣，不以交易虚拟物来盈利为目的。

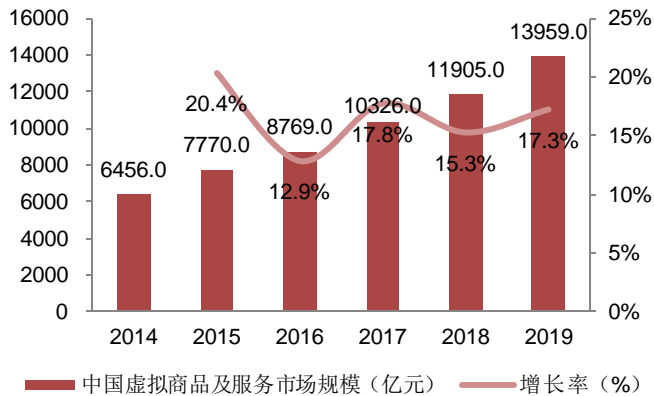
图 103：游戏虚拟交易产业链



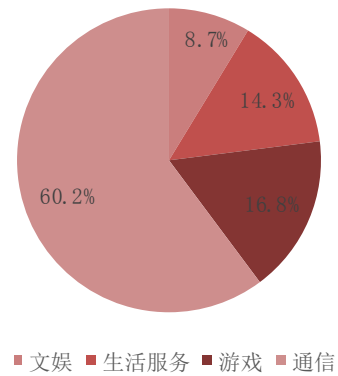
数据来源：智研咨询，西南证券整理

6.4 游戏虚拟交易市场规模

中国虚拟商品及服务市场规模较大且增速维持在 17%左右。2019 年，我国虚拟商品及服务市场规模达到 13959 亿元，同比增长 17.3%。目前中国虚拟商品及服务市场主要分为文娱、游戏、通信及生活服务四大类。游戏虚拟商品交易市场占比约为 16.8%，为该行业第二大细分赛道。

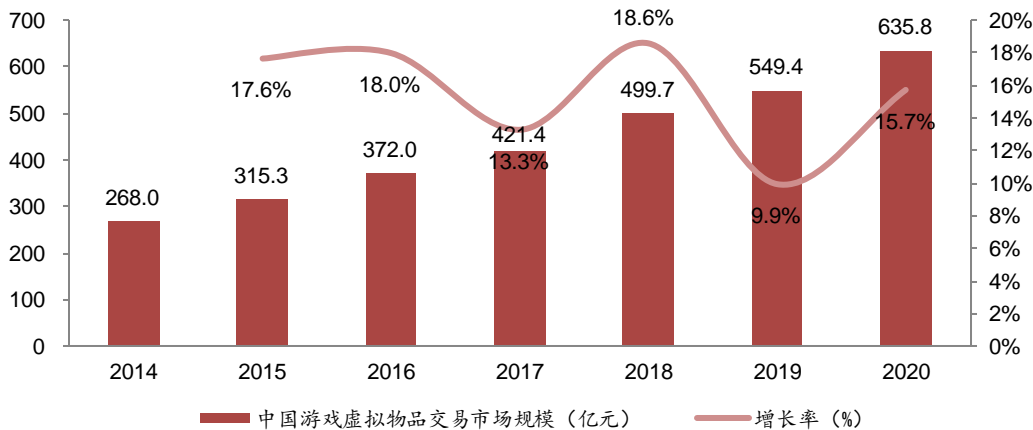
图 104：中国虚拟商品及服务市场规模


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 105：2019 年中国虚拟商品及服务行业细分市场结构


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

中国游戏虚拟物品交易市场规模大且增速快。2020 年中国游戏虚拟物品交易市场规模达到 635.8 亿元，同比增长 15.7%，2014-2020 年 CAGR 为 15.5%，处于平稳上行阶段。随着游戏付费用户人数增加，游戏市场规模进一步扩大，区块链等数字技术的迭代，以及交易规范性政策的落地，游戏虚拟商品交易或将更加安全且高效。

图 106：中国游戏虚拟物品交易市场规模


数据来源：智研咨询，西南证券整理

7 未来展望

1) **游戏市场稳定扩容，内容供给爆款频出。**2021年中国游戏市场规模为2965.1亿元，同增6.4%，伴随着5G传输与互联网设备的普及与升级，游戏行业市场规模仍有较大上行空间。游戏内容供给也呈现精品化发展态势，自研及IP游戏稳定产出，供给端仍较为丰富，为后游戏市场源头活水。

2) **潜在可转换用户基数巨大，用户渗透率有望提升。**游戏用户规模的稳定上升，为游戏衍生产业提供潜在可转化用户基础。2021年我国游戏用户规模达到6.7亿人，同比增长0.2%；2020年我国电竞用户数量达到4.9亿人，同比增长9.6%。在游戏破圈效应渐显、电竞大众化发展、Z世代成为消费主力的背景下，注重精神享受与网络社交的消费习惯值得关注，利用游戏社交、观看游戏直播等消费行为日益成为游戏消费者刚需。

3) **行业规范化健康发展无虞。**国家持续出台规范性文件，关注平台内容绿色健康发展，对违规平台加大清理惩治力度，对未成年人保护作出明确规定，部署推动数字文化产业转型升级；形成行业规范，制定共同认知与标准，发出行业联合倡议；企业积极承担社会责任，参与网络保护领域难点问题的治理，关注未成年人保护与弘扬中华文化等重点问题，维持可持续发展。

4) **后游戏市场频频“破圈”，业态多元化值得期待。**游戏衍生市场涵盖游戏产业上中下游各个领域，从上游的游戏内容输出方，到中游的游戏社交平台、直播平台、IP服务方、电竞赛事主办方、虚拟商品交易方，到下游销售方、媒体、游戏玩家等，生态体系丰富多元，变现渠道众多。在电竞入亚等破圈事件的带动下，游戏产业能够与更多产业积极融合，探索未来“游戏+”行业发展新模式。

8 潜在投资机会

我们认为，后游戏市场将伴随游戏主体市场的平稳增长以及多品类游戏作品亮眼表现而得到充分认识与发展；市场业态丰富且各细分行业均有不同程度的增长潜力，建议关注：

- 1) 游戏直播平台方，如斗鱼、虎牙、哔哩哔哩等；
- 2) 游戏社交业务布局方：虎牙（小鹿电竞）、盛天网络（带带电竞）等；
- 3) 游戏IP衍生市场布局方：网易、腾讯、中手游等；
- 4) 电子竞技赛事相关公司：电魂网络、完美世界、盛天网络、腾讯、网易等。

9 风险提示

用户数量增速放缓、用户规模触顶的风险、头部平台马太效应加剧的风险、行业监管的风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn