

电竞行业专题报告

电竞产业，岂止于大

投资要点

- **产业规模持续扩张，未来想象空间巨大。**目前电竞行业规模已超过 200 亿元，超过美国成为全球第一大电子竞技市场。我国的电竞用户预计在 2016 年将超过 1 亿，2014-2018 年复合增长率约为 27%。对标韩国，电竞产业已经成为韩国的三大支柱产业之一；而我国由于过去政策反复在一定程度上阻碍了产业的发展，但目前宏观利好因素增多，共同助推行业发展，未来中国的电竞产业进程向韩国看齐的可能性很高。
- **手游电竞市场广阔，移动电竞抱团趋势明显。**端游的黄金发展期已过，移动端游戏从 2013 年起进入爆发区间，始终保持着高位增长。移动电竞收入规模约为 50 亿元，只占手游市场的 1/9，但是移动电竞的增速超过手游增速，这种高速增长促使游戏厂商纷纷将布局中心转至手游，深挖移动电竞的蓝海。但是目前手游电竞对渠道商的依赖较为严重，为了打破流量壁垒，多家电竞相关企业形成联盟，共筑移动电竞闭环生态链。
- **赛事种类日渐丰富，转播权蕴含大价值。**由于主办方的利益驱动不同，电竞赛事分为：由赞助商、赛事组织者、媒体和发行商主导四类。我们认为，由赞助商和发行商主导赛事分别易受厂商定位和游戏生命周期影响大，因此，组织者和媒体模式渐成主流。从盈利模式来看，目前主要靠赞助和少许门票收入支撑，而对于有观众基础的电竞赛事而言，转播权一旦放开，将给赛事主办方带来非常可观的收入。
- **变现渠道丰富，直播平台有望实现品牌突破。**目前国内电竞直播平台尚未成熟，随着赛事增加和游戏种类丰富，未来游戏直播用户规模有望超过一亿人次。直播平台聚集众多流量，变现渠道丰富，但目前主要集中在增值服务上，一旦各家将商业模式拓宽到游戏联运、广告及会员订阅，其市场规模将同比增加 300% 以上。个人直播带来的粉丝群体转化将会带来百亿级电商销售额，明星主播可通过开设电商利用粉丝经济将流量变现。而赛事直播带来的潜在赛事竞猜市场可能达到千亿级规模，游戏直播平台作为流量入口将会瓜分其中大部分的流水。未来直播平台将减少对明星主播的依赖，最大化地凸显平台价值，创造品牌价值，开展多种流量变现手段。
- **电竞将走进客厅。**2014-2016 年电视游戏在全球游戏市场份额维持在 30% 以上，规模将分别为 262、270 和 279 亿美元。电视游戏的广阔市场和广泛的群众基础给 TV 电竞游戏带来巨大想象空间。操控设备提升，极大增加电视游戏竞技化的可能性，同时，支付方式的完善进一步推动 TV 游戏的发展。
- **“VR+电竞”概念不断升温。**2016 年被认为是 VR 爆发元年。在 VR 内容的探索上，游戏成为所有厂商的首选切入口。北京竞技时代通过把 VR 竞技游戏内容和硬件设备整合成完整的 VR 电竞解决方案，免费下沉到渠道终端给用户付费体验的方式实现营收，是一种极好的“VR+电竞”的解决方案，未来该模式或将被游戏厂商主导并大量复制。

西南证券研究发展中心

分析师：刘言

执业证号：S1250515070002

电话：023-67791663

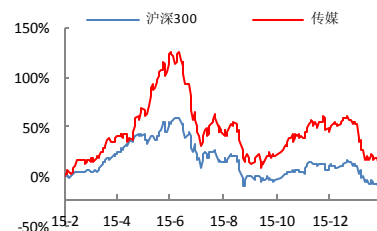
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：蔡欣

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

股票家数	73
行业总市值（亿元）	15236.84
流通市值（亿元）	9242.61
行业市盈率 TTM	51.92
沪深 300 市盈率 TTM	10.43

相关研究

目 录

1. 电竞产业大有可为	1
1.1 “类体育”游戏	1
1.2 产业规模持续扩张，用户付费提升空间大	2
2. 宏观环境向好，端游产业链成熟	4
2.1 多方共促产业成熟	4
2.2 端游产业链完备，手游渠道依赖有望减少	7
3. 移动电竞：PC电竞市场格局已定，移动电竞市场广阔	8
3.1 厂商入局手游电竞	8
3.2 打破流量壁垒，移动电竞抱团趋势明显	10
4. 赛事运营：赛事种类日渐丰富，转播权蕴含大价值	11
4.1 多种赛事运行模式，组织者和媒体模式渐成主流	11
4.2 赛事版权蕴含大价值	14
5. 直播平台：创造平台生态，开展多渠道变现	15
5.1 电竞直播积极争抢流量	15
5.2 流量变现期待更新模式	16
5.3 减少对主播依赖，创造品牌效应	20
5.4 电竞经纪可期	21
6. 电竞未来新方向	22
6.1 电竞走进客厅	22
6.2 “电竞+VR”，火爆概念初尝试	23
7. 推荐标的	24
7.1 顺网科技（300113）	24
7.2 浙报传媒（600633）	25
7.3 华谊兄弟（300027）	25

图 目 录

图 1: 2014-2018 年中国电子竞技用户规模.....	2
图 2: 2014-2015 年中国电竞行业各模块收入规模 (亿元)	2
图 3: 2008-2014 年电子竞技奖金总额 (美元)	3
图 4: 2013 年单场赛事参与观众数 (万人)	3
图 5: 2015 年中国电子竞技用户近一年内游戏内付费	3
图 6: 2015 年中国电竞用户近一年内游戏周边付费.....	3
图 7: 端游和手游电竞过去三个月的消费情况.....	4
图 8: 电竞产业发展历程.....	4
图 9: 电子竞技市场大事记 (向上为利好, 向下为利空)	5
图 10: 韩国电竞产业发展历程.....	5
图 11: 电竞产业的宏观环境 (PEST 分析)	6
图 12: 电竞产业链构成.....	7
图 13: 主要的电竞企业.....	7
图 14: 海外研发商占据主导.....	8
图 15: 游戏排行百度指数.....	8
图 16: 2014-2018 年中国手游和端游市场规模.....	9
图 17: 2015-2018 年移动电竞游戏市场规模.....	9
图 18: 中国移动电竞联盟构成.....	11
图 19: WCA2014 和 2015 年赛事对比	12
图 20: 英雄联盟赛事构成.....	14
图 21: 2015 年 WCA 开幕式门票价格	14
图 22: 2013-2017 年中国游戏直播用户规模.....	15
图 23: 2014-2018 年中国游戏直播市场规模.....	15
图 24: 游戏直播内容构成.....	16
图 25: 电竞直播平台盈利模式.....	16
图 26: 美国视频直播流量占比.....	17
图 27: 美国网络流量高峰品牌服务细分图	17
图 28: 2009 淘宝店.....	18
图 29: 2010-2015 年中国体育彩票市场销售规模.....	19
图 30: 2014 年中国游戏直播用户赛事竞猜意愿	19
图 31: 电竞直播平台成本构成.....	20
图 32: 电竞直播平台主播身价排行.....	21
图 33: 全球 TOP10 职业电竞明星收入.....	22
图 34: 2012-2016 全球游戏市场规模预测	22
图 35: 中国游戏收入占比.....	22
图 36: 《虚幻实战》游戏画面	24

表 目 录

表 1: 电竞游戏和网络游戏的区别	1
表 2: 主流电竞项目介绍	1
表 3: 中韩电竞产业发展历史对比	6
表 4: 2015H1 核心移动电竞游戏研发商 Top5	9
表 5: 移动电竞赛事情况（加黑为单独的移动电竞赛事）	10
表 6: 赛事按主办方利益驱动模式分类	11
表 7: 媒体赛事	13
表 8: 发行商和运营商模式赛事情况	14
表 9: 赛事的收入来源	15
表 10: 游戏直播行业情况	17
表 11: 明星主播淘宝电商的分类	18
表 12: TV 游戏分类	23

1. 电竞产业大有可为

1.1 “类体育”游戏

电子竞技游戏，又称电子竞技运动，其本质是以现代电子技术和电子设备作为运动器械，在信息技术营造的虚拟环境中，采用统一的竞赛规则，在有限时间内进行的人与人之间的对抗，既是智力运动，同时也正成为身心合一的运动。

表 1: 电竞游戏和网络游戏的区别

区别	电竞游戏	网络游戏
性质	竞技性为主，兼具娱乐性	以娱乐性为主
载体	互联网和局域网	互联网
规则	统一的规则和裁判	无规则
特征	竞技、需要技巧和团队合作	模拟和角色扮演
代表项目	FIFA、DOTA2、LOL	传奇、魔兽世界、梦幻西游

数据来源：西南证券整理

传统的观念对电竞游戏有一定的误区，并将其与网络游戏混为一谈。就本质而言，电竞游戏重在竞技，在公平的规则下进行对抗；而网络游戏却以娱乐为主，游戏内容受收费角色道具影响较大，人民币玩家拥有一定优势，贫富分级较严重。

电竞游戏按类型分可分为四类，其中像 MOBA 这类将娱乐性和竞技性有机而完美地结合的游戏如雨后春笋般崛起，而 RTS 和 FPS 系列的电竞游戏却由于操作复杂不具有全民化的特点而不断地衰退，TCG 系列作为新兴项目才登上电竞舞台。而根据操作的平台划分，电竞游戏则可分为端游、页游、主机游戏和手游。

表 2: 主流电竞项目介绍

类型	特点	代表游戏
MOBA	多人在线战术竞技游戏	Dota 2/英雄联盟
FPS	第一人称射击类游戏	CSGO/CF
RTS	即时战略游戏	魔兽争霸 3/星际争霸系列
TCG	集换式卡牌游戏	炉石传说/三国杀
FTG	格斗类游戏	街霸
RAC	竞速类游戏	极品飞车
体育模拟类	体育比赛模拟游戏	NBA2K/FIFAOL

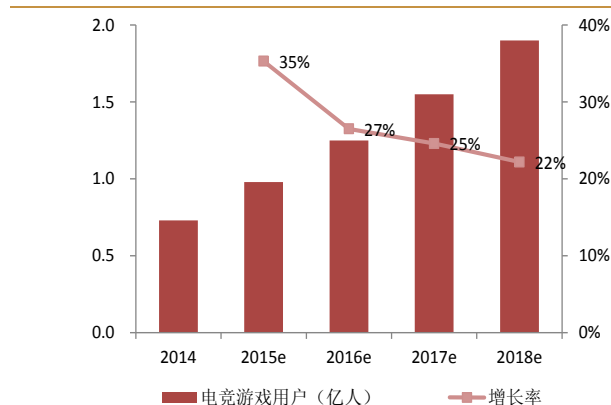
数据来源：西南证券整理

电子竞技运动有两个基本特征：电子和竞技。“电子”是指其方式和手段，任何一项体育运动都需要相应的器材和场地，电子竞技就是借助信息技术为核心的各种软硬件以及由其营造的环境来进行，这类似于传统体育项目中的器材和场地，也是电子竞技与传统体育运动的的不同之处。“竞技”指的是体育的本质特性，即对抗。作为一个体育项目，对抗是最基本的特征。电子竞技运动有多种分类和项目，但共同核心一定是对抗、比赛，具有可定量、可重复、精确比较的特点。

总的来说，电子竞技是真实体育竞技项目的延伸，电子竞技的开展可以鼓励即使没有身体条件天分的人，也可以参加到梦想的体育运动中来。对于扩大体育运动的影响力、熟悉计算机、启发智慧和人际关系交流等方面，可以产生健康、文明而阳光的长期正面影响。而网络游戏只是一种娱乐消费方式。人们通过虚幻的游戏内容，获得短暂的满足感。通过虚拟的网络世界所建立的人际关系基础非常薄弱，很容易沉迷其中，忽略现实世界而产生负面的社会影响。

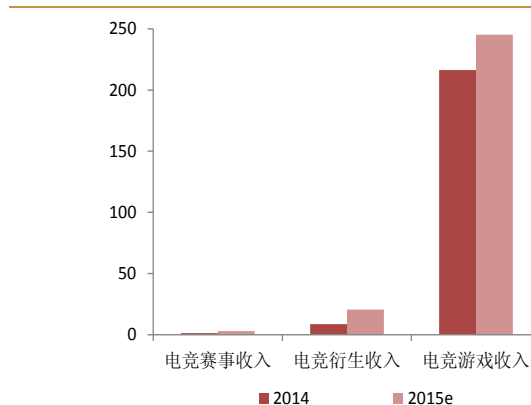
1.2 产业规模持续扩张，用户付费提升空间大

图 1：2014-2018 年中国电子竞技用户规模



数据来源：艾瑞咨询、西南证券整理（注：不包括移动电竞）

图 2：2014-2015 年中国电竞行业各模块收入规模（亿元）

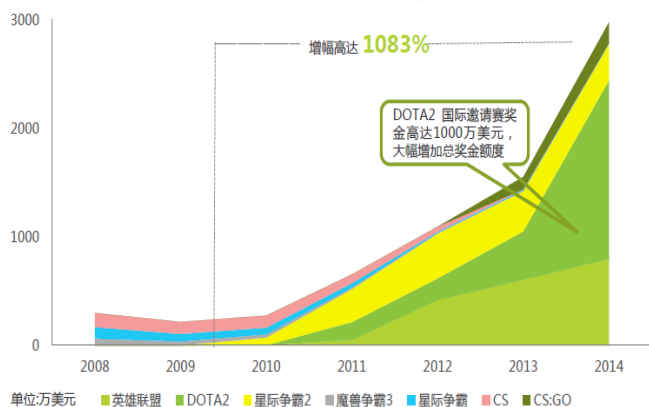


数据来源：艾瑞咨询、西南证券整理（注：不包括移动电竞）

电竞产业现在正呈现指数级增长。根据艾瑞咨询的统计，目前中国电竞行业规模已超过 200 亿元，超过美国成为全球第一大电子竞技市场。收入主要来自于游戏本身，而赛事和衍生品的收入仅为 10 亿元，但是随着整个行业商业化进程加快，赛事和衍生品收入想象空间巨大。而赛事奖金也节节攀升，自从 DOTA2 引入了奖金众筹模式之后，2014 年赛事总奖金飙升 4 倍。赛事奖金的增加也将极大地吸引电竞用户的参与，促进产业的消费。

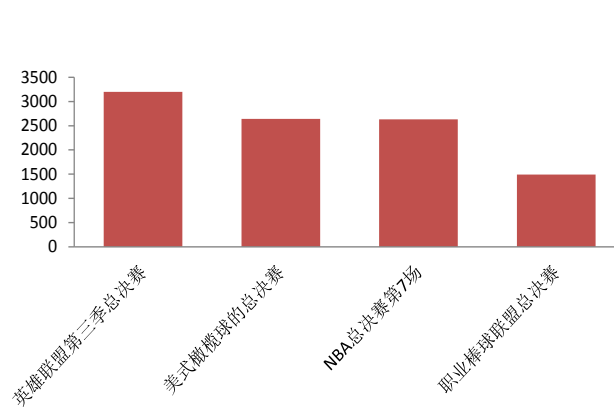
优质的内容才能赢得用户关注和流量。LOL、DOTA2 等重度电竞游戏大幅拉升了整个用户规模，2014 年兴起的移动电竞的低门槛和全民性将拉动更广泛的用户群体。我国的电竞用户预计在 2016 年将超过 1 亿，2014-2018 年复合增长率约为 27%。从单场赛事参与观众数来比较，2013 年英雄联盟第三季总决赛甚至超过了炙手可热的 NBA 总决赛第七场人数，可见电竞产业的火爆以及用户热情之高，中国的电竞用户规模用户基数的扩张也将带来销售的放量。

图 3: 2008-2014 年电子竞技奖金总额 (美元)



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

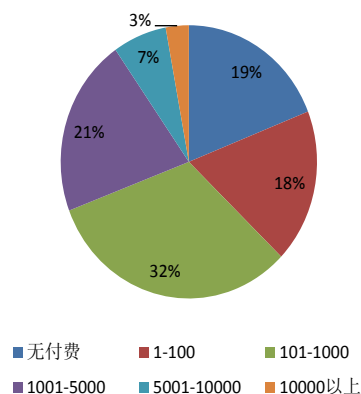
图 4: 2013 年单场赛事参与观众数 (万人)



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

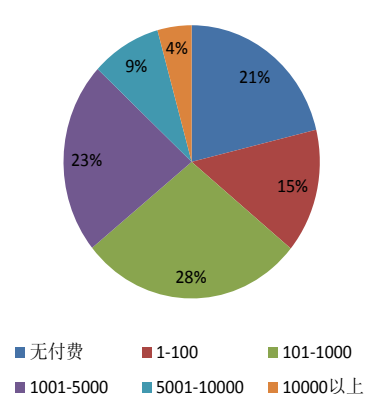
用户付费提升空间大。根据艾瑞咨询的调研, 电竞用户在游戏周边的消费比在游戏内付费高约 400 元, 在游戏周边付费超过 1 万元以上占比约 13%, 而游戏内占比不超过 10%, 这说明电竞用户更愿意在游戏周边, 例如游戏硬件等投入更多。但是总的来说, 电竞单一用户的 ARPU 值约为 1650 元, 电竞受众的付费意愿相较于欧美和东亚发达国家更低, 未来升级的空间巨大。随着优质的电竞游戏内容产生和人均收费水平的提高, 单一用户的 ARPU 值也将得到有力地提升。

图 5: 2015 年中国电子竞技用户近一年内游戏内付费



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 6: 2015 年中国电竞用户近一年内游戏周边付费



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

据短期样本抽样调查, 过去三个月端游用户的消费集中在 51-200 元, 而手游用户消费意愿更低。根据 SEGA Network 旗下的 GS 研究所数据显示, 日本人均手游消费 120 美元 (约合 751 元), 约是南韩、美国、英国的 2 倍。所以, 未来提升移动电竞消费大有可为。

图 7：端游和手游电竞过去三个月的消费情况

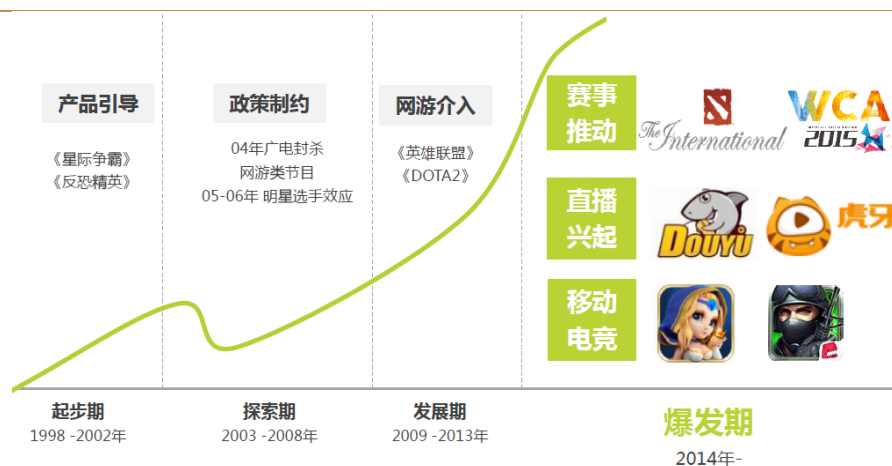


数据来源：艾瑞咨询、西南证券整理

2. 宏观环境向好，端游产业链成熟

2.1 多方共促产业成熟

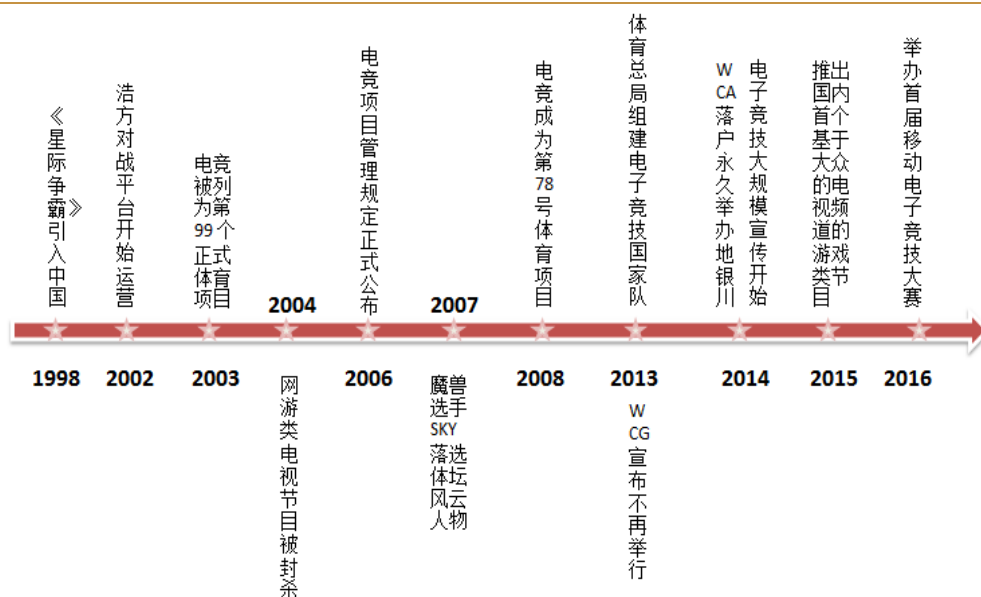
图 8：电竞产业发展历程



数据来源：艾瑞咨询、西南证券整理

电竞产业的发展是由国外引入游戏推动的，广电总局的斩杀导致了国内电竞遇到第一个寒冬，过去政府政策反复不明使产业发展掉队于其他国家的电竞产业。但是随着游戏市场逐渐成为中国互联网产业的支柱，电竞产业自下而上开始回暖。2008年，电竞被列为第78号体育项目，随后体育总局成立电竞国家队，政策进一步松绑，监管环境也逐步向好。

图 9：电子竞技市场大事记（向上为利好，向下为利空）

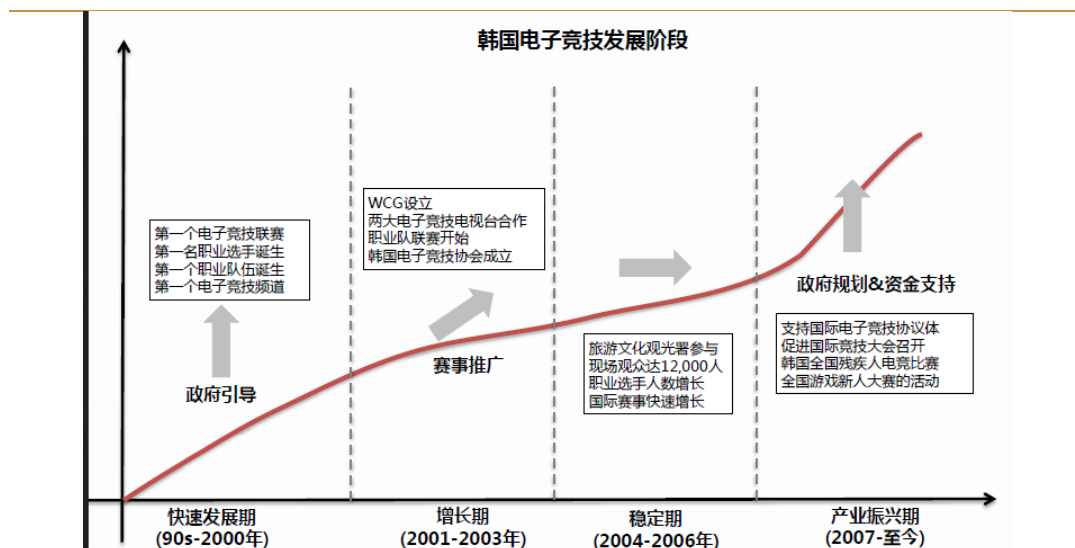


数据来源：易观智库、公开资料、西南证券整理

纵观韩国电竞发展历程，1997 年韩国政府为了转移经济危机民众的负面情绪，提振经济，电竞受到政府政策的大力支持，所以韩国电竞是由上而下发展起来。在政策持续加码和媒体大力推广下，韩国的电竞产业产业链已相当完善，俱乐部职业化、选手高层次、赛事丰富使其已发展成为该国三大支柱产业之一，每年可创出近 100 亿美元的产值。

而 2004 年广电总局禁止网游类节目进入开路电视，这一政策直接改变了中国电竞产业链，使得中国电竞无法复制韩国“游戏-赛事-电视媒体”这一路径，不得不去探索自己的道路。韩国的电竞产业起步早，是电竞产业领头羊，未来中国的电竞产业进程向韩国看齐的可能性很高。

图 10：韩国电竞产业发展历程



数据来源：公开资料、西南证券整理

表 3: 中韩电竞产业发展历史对比

区别	中国	韩国
国家政策	政策反复、不明确	政策支持, 减少干预
国民观念	认可度较低, 易同网游混为一谈	认可度高
培养制度	相对混乱	俱乐部职业化、军事化管理
市场空间	巨大, 消费热情高	有限, 海外扩张
电竞赛事	高水平、高质量赛事少	WCG 等知名赛事多
商业模式	尚未成熟, 盈利模式尚不清晰	成熟, 版权保护得当
媒体推广	以互联网直播为主	以电视转播为主

数据来源: 西南证券整理

宏观利好因素增多, 共同助推行业发展。政策由“堵”转“疏”, 相关规范和扶持政策有望进一步出台。过去政府政策反复不明会极大阻碍电竞产业的发展, 但是广电游戏禁播令逐渐出现了松动的迹象, WCA2015 广告登陆央视, 总决赛的赛事直播落地银川电视台, 种种利好信号都反映出电竞行业正在逐步走向大众娱乐, 越来越多地得到主流文化和主流价值观的认可。但目前市场暂时领先于官方规范发展, 若电竞产业的相关政策出台, 电竞产业将会得到进一步发展。

王思聪等“富二代”们引爆了“电竞热”, 众多资本进入产业; 同时, 明星效应带来了“电竞解说+淘宝”的新模式, 火爆的电竞明星可以利用直播平台的流量以电商的方式变现。游戏的载体愈发丰富, 电脑、手机和互联网越来越大众化也直接扩大了电竞游戏的用户基数。

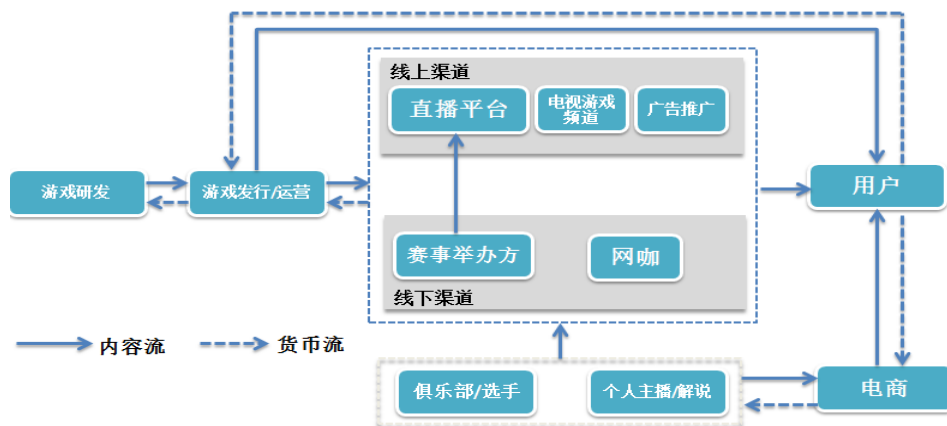
图 11: 电竞产业的宏观环境 (PEST 分析)

P	电竞被重新定义为第78号体育运动项目 国家体育总局组建国家电竞国家队
E	资本市场涌入电竞产业 人均消费水平提升, 电竞ARPU增长空间大
S	用户规模增加 明星效应凸显 社会对电竞的认识误区逐渐消除, 媒体的正面报道增多
T	PC、互联网和手机的普及 直播技术的提升

数据来源: 公开资料、西南证券整理

2.2 端游产业链完备，手游渠道依赖有望减少

图 12：电竞产业链构成



数据来源：公开资料、西南证券整理

传统的电竞产业自上而下主要分为三部分：开发商负责电竞游戏内容的研发；运营/发行商通过自主开发或取得其它游戏开发商的代理权，以游戏道具等增值服务和内置广告获得收入；而渠道商则负责渠道推广、零售变现。在上游的环节中，由于研运一体化能有效的控制成本，缩减了代理环节带来的高额代理费用，所以研运一体被越来越多厂商看好。渠道商包括线上和线下渠道，其中赛事是最能带动产业发展、最易产生商业价值的核心环节，再通过线上线下联动作用，利用直播平台二次变现。

图 13：主要的电竞企业



数据来源：公开资料、西南证券整理

目前，端游电竞的产业链已经较为成熟，上下游的协同效应明显，对产业贡献极大。但是对于手游来说，渠道商却显得至关重要。一是因为国内游戏研发成功率很低，页游的大作成功率 1%，而手游仅为 0.1%；二是由于渠道商更接近用户，拥有丰富的人脉和资源。

我们认为，电竞手游产业内充斥着大量热钱，快速变现是企业的首要目的，所以背靠一个优质的渠道商则是他们最好的出路。但是从长远来看，随着同质产品的增多，渠道日渐丰富，竞争日益激烈会淘汰劣质的山寨产品，市场倒逼游戏研发的升级改造。

3. 移动电竞：PC 电竞市场格局已定，移动电竞市场广阔

3.1 厂商入局手游电竞

图 14：海外研发商占据主导



数据来源：艾瑞咨询、西南证券整理

海外研发商占据端游市场主导地位，端游格局较难突破。目前，英雄联盟、穿越火线等由海外厂商研发的电竞游戏占据游戏市场“琅琊榜”前列，国外的厂商会通过举办顶级的赛事扩大电竞游戏的影响力，扩宽参与人群；国内的大厂例如腾讯、完美等都是充当运营商，同时举办次级赛事、业余赛事的辅助角色。虽然国内大厂也涉足研发领域，但是游戏的认知度低、赛事规模较小。国内电竞厂商通病一直都是创意不足，妄图快速变现。所以目前国内电竞游戏以海外研发商为主导。

图 15：游戏排行百度指数

排名	关键词	相关链接	搜索指数
1	英雄联盟	简介 图片 贴吧	4925835 -
2	穿越火线	简介 图片 贴吧	1816066 -
3	地下城与勇士	简介 图片 贴吧	1248850 -
4	魔兽世界	简介 图片 贴吧	369351 -
5	梦幻西游	简介 图片 贴吧	346370 -
6	qq飞车	简介 图片 贴吧	344764 -
7	传奇	简介 图片 贴吧	309616 -
8	逆战	简介 图片 贴吧	289698 -
9	炉石传说	简介 图片 贴吧	223331 -
10	剑灵	简介 图片 贴吧	187628 -

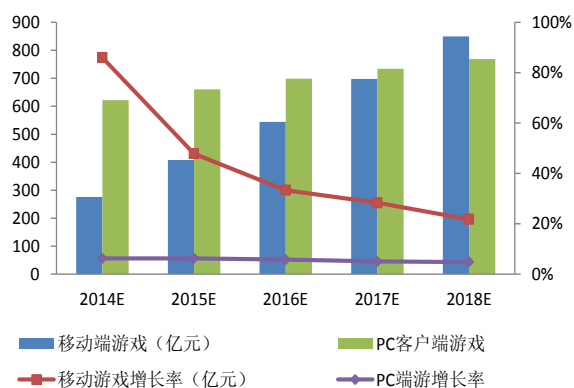
数据来源：公开资料、西南证券整理

国内企业掀起并购热潮，创意不足仍受限。虽然在近几年，为进入美国和欧洲游戏市场，包括中国在内的亚洲公司掀起了一股产业并购的浪潮。完美世界以 3500 万欧元收购美国游戏开发商 Cryptic Studios，盛大以 9500 万美元收 Eyedentity Games，一系列的重大收购行为使得中国游戏企业在全球的影响力日渐增大，并在欧美市场初步站稳脚。

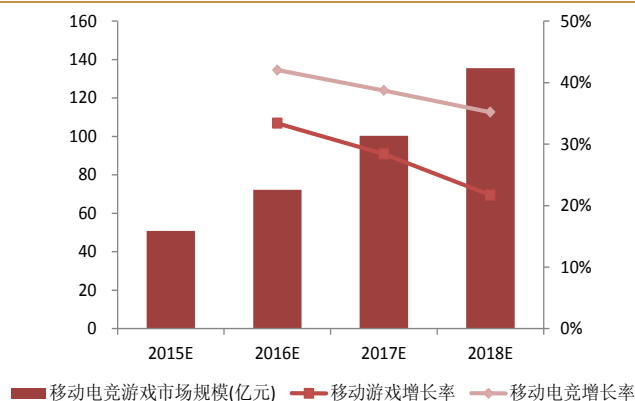
尽管中国游戏企业此前在全球范围内的收购行为十分频繁，但是这些收购大部分都集中在那些已经有相当技术积累甚至已经有完善产品的公司。中国企业希望更多的借此提升自身

的技术实力，并享受由收购所带来的经济效益。而在自主知识产权和创意开发方面，很多中国游戏企业并未从中受益。这对于“创意”已经成为核心竞争力的游戏企业而言，显然是不够的。

总的来说，目前端游市场的格局已经形成，国外公司研发的“现象级”游戏市占率高，国内大厂只有通过代理或者收购的方式来分一杯羹。

图 16：2014-2018 年中国手游和端游市场规模


数据来源：艾瑞咨询、西南证券整理

图 17：2015-2018 年移动电竞游戏市场规模


数据来源：公开资料、西南证券整理

手游电竞市场广阔。根据新闻出版广电总局的数据，2015 年中国游戏产业实际销售收入达到 1407 亿元，2010-2015 年复合增长率约为 33%。具体而言，PC 端游增长速度自 2014 年趋于放缓，眼观端游的黄金发展期已过，产业链已经较为成熟，格局已定，若想再纵深突破不太容易。而移动端游戏却从 2013 年起进入爆发区间，始终保持着高位增长。在此趋势下，2018 年手游市场规模预计将超过端游。据预测，移动电竞收入规模约为 50 亿元，只占手游市场的 1/9，但是移动电竞的增速超过手游增速，这种高速增长促使游戏厂商纷纷将布局中心转至手游，深挖移动电竞的蓝海。

市场的火爆和开发的低门槛催化大量厂商入局。由于端游市场已被海外研发商占据大片江山，加之手游市场前景广阔，各大厂商纷纷入局，希望在手游市场有所作为。目前核心竞技类产品数量非常稀少，原因在于这类游戏对画面、玩法、操作、平衡性优化都有较高要求，加之用户对于游戏的要求亦高，有实力开发精品游戏的厂商有限。研发商 Top5 均为在去年下半年或今年年初率先推出 FPS、MOBA 等核心移动电竞游戏的厂商，在面对接下来更多的研发商入局，核心移动电竞市场竞争逐渐激烈的市场环境下，部分国内厂商已抢得先机，其游戏已经具备一定的人气 and 口碑同时厂商也积累了更多游戏运营及赛事运作经验，形成市场先占优势。

表 4：2015H1 核心移动电竞游戏研发商 Top5

研发公司	代表游戏	2015H1 流水 (亿元)
腾讯	全民突击、天天飞车	7.12
英雄互娱	全民枪战、天天炫舞	7.05
网易	乱斗西游	5.35
暴雪	炉石传说	0.73
上海 DW	自由之战	0.24

数据来源：公开资料，西南证券整理

3.2 打破流量壁垒，移动电竞抱团趋势明显

3.2.1 移动电竞赛事增加，举办主体有望合作共赢

表 5：移动电竞赛事情况（加黑为单独的移动电竞赛事）

类型	特点	代表
开发商赛事	由游戏厂商或者代理运营商举办，旨在带动和聚拢人气	DW（龙渊网络代理）：《自由之战》FPL/黄金联赛 SEM（巨人网络代理）：《虚荣》VCI、VIPL 腾讯：TGA、QGC 英雄互娱：英雄联盟
组织者赛事	主要由政府主导，旨在扩大移动电竞影响范围，推动电竞全民化	国家体育总局信息中心+义乌人民政府：IET 国家体育总局信息中心：NEST 银川市政府+银川圣地国际游戏：WCA 国家体育总局信息中心：CMEG
渠道商赛事	由渠道商主导，旨在激活庞大用户，拉大渠道的分发纵深	360 游戏：KGA
媒体赛事	由媒体主导，旨在扩大平台的影响力，减少赛事版权的影响	VlongTV 等多家直播平台：V 联赛

数据来源：公开资料，西南证券整理

移动电竞赛事规模大小和影响力上有明显的提升。以往移动电竞只是作为表演赛的形式出现在端游的电竞赛事中，但随着移动电竞热潮兴起，赛事开始增多，举办的主体也趋向多元化。据不完全统计，2015 年移动电竞赛事近百场，万人级别赛事超过 10 场。

就举办的主体而言，赛事举办仍集中在游戏厂商，游戏公司可通过将旗下手游进行赛事举办来达到增加游戏用户和留存率。而由国家主导的组织者赛事等第三方赛事仍将重心放在重操作、观赏性更强的端游上。但总体来看，由于移动电竞的低门槛，手游单项和综合赛事会出现常态化，赛事体系也将更加丰富。

我们认为，未来承办赛事的主体有望抱团。开发商举办赛事的利益驱动更加直接，但是由于产品具有周期性，所以未来开发商或将联合渠道商或者媒体合办赛事，以达到双赢的效果。

3.2.2 手游联盟结成，共筑移动电竞闭环生态链

移动电竞的马太效应越发加强，为了在移动电竞还处于蓝海状态的时抢先树立市场优势，同时抵御行业寡头的侵袭，12 家游戏厂商、5 家渠道商或联盟以及 4 家与电竞相关的企业以合作分工的方式抱团，成立了移动电竞联盟。

图 18: 中国移动电竞联盟构成



数据来源：公开资料，西南证券整理

各家企业分工明确，共筑移动电竞闭环生态链。沿着“研发-运营-推广”的产业链，14家游戏厂商生成游戏之后，渠道商可导入种子流量，再通过熊猫TV等直播平台可以吸纳更忠实的电竞粉丝，然后用电竞粉丝反哺游戏，实现内部循环，各方互赢，从而形成强者愈强、弱者愈弱的现象。各家方向垂直明确，通过分摊或者资源共享的方式，减轻推动市场的成本，建立电竞闭环产业链。

打破原先市场竞争壁垒，联盟成员有望获得更大的竞争优势。腾讯通过其流量优势已营造了一定的行业壁垒，以一家之力难以抗衡这类先发企业，而联盟的存在在一定程度上打击了腾讯、网易的移动电竞生态。

对于全国电竞生态来说，这却是一个非常有利的环境，良性竞争、优胜劣汰之后移动电竞产业链将不断补强，不断丰满，最终形成与PC电竞游戏一样繁荣的生态环境。

4. 赛事运营：赛事种类日渐丰富，转播权蕴含大价值

4.1 多种赛事运行模式，组织者和媒体模式渐成主流

电竞赛事是吸引用户的首要也是最核心的环节。目前各类赛事风起云涌，大到奖金池1842万美元的TI5官方职业赛事，小至各类的网咖举办的赛事，都推动电竞产业和用户数上一个新的台阶。

表 6: 赛事按主办方利益驱动模式分类

主办方	特点	代表赛事
赞助商	受厂商战略定位和经济周期影响大	WCG
组织者	受赞助商制约，靠天吃饭	ESWC
媒体	模式完善，但目前国内媒体渠道狭窄	G 联赛
发行商和运营商	盈利模式和运营目的清晰，但易受游戏生命周期影响	TI5

数据来源：公开资料，西南证券整理

“WCG”、“CPL”和“ESWC”被称为世界三大电竞赛事。然而，主办方的利益驱动模式却各不相同。从主办方的利益驱动来看，目前的电竞赛事可分为四类：

（1）赞助商模式

WCG 赛事以硬件厂商为主导，类似模式的还有华硕 WGT、联想 IEST，国际的有英特尔 IEM，这类赛事有相对稳定的模式，但易受厂商的战略决策和盈利周期的影响。

世界电子竞技大赛 WCG 举办已逾 14 年。该赛事的兴起是因为以半导体等高科技产品为核心的三星在全世界范围的扩张和推广其手机和显示器，电子竞技世界的奥运会就成了三星在全球市场推广和公关的重要手段之一。而当 2010 年三星开始执行战略转型，把重点放在了 LED TV 电视和 Galaxy S 系列手机上时，背靠显示器部门的 WCG 已与三星的战略背道而驰。

我们认为，这种赞助商主导电竞赛事的模式缺乏稳定而长久的中坚力量，也没有自身的造血功能。该模式是赞助企业进行商业推广和精准营销的重要手段之一，对于产业初期的发展而言，也是有极大的推动作用。

（2）组织者模式

ESWC 和 CPL 都属于该模式，受当年的赞助商影响极大。如果能够拉到赞助，当年就可以风光，相反则比较凄惨。事实上目前大部分赛事都是以赛事组织主导。

世界电子竞技大赛(WCA)是一项典型的以组织者主导的赛事模式，其创立于 2014 年，是一项全球性的电子竞技赛事，该项赛事由银川市政府、银川圣地国际游戏公司联合运营。对比 2014 年 WCA 赛事，2015 年赛事更全、更高、更风靡。除了观众数超过 1 亿人次之外，还覆盖五大赛区，全球同步直播。

图 19：WCA2014 和 2015 年赛事对比

WCA两届比赛对比：更全、更高、更风靡		
	2014	2015
总奖金	2000万	1亿
时间周期	首届（2014）为2014年10月2日-10月5日	全天候：20个赛段、超过278天比赛、1274小时以上直播的电竞赛盛筵。4-7月全球5大赛区同步开启职业预选赛；同时WCA走进校园、高校公开赛(仅中国赛区)；ChinaJoy期间WCA大师邀请赛；8-10月全球同步WCA全球公开赛，10月底各线下区域总决赛，中国区全国巡回互动活动；11月WCA全球外卡赛；12月WCA2015全球线下总决赛。
代言人	柳岩	Angelababy（杨颖）
直播平台	GTV, PPTV, 爱奇艺	GTV, PPTV, 乐事, 腾讯视频, 爱奇艺, 17173直播, 战旗TV, 新浪看游戏, 斗鱼TV, 淘宝游戏, 火猫TV, 搜狐视频, 国广星空, 播视网
观众	全球超过2000万人次观看比赛直播	预计超过1亿
参赛人数	29个国家和地区, 3300余名选手	-
现场观战	30194人次	-
游戏品种	传统电竞、页游手游、棋牌电竞	传统电竞、页游手游、棋牌游戏
传统电竞	Dota2、炉石传说、穿越火线、坦克世界、War3等5项	Dota2、炉石传说、穿越火线、坦克世界、War3、英雄联盟、风暴英雄等7项
页游手游	苍穹变、刀塔传奇	英魂之刃（后续还将加入其他游戏）
棋牌电竞	无	德州扑克、三国杀、斗地主、国标麻将
附属赛事	无	电竞高校争霸赛
职业选手	300名选手	140支战队、900名选手
赛制规则	杯赛向联赛发展	杯赛-国家团队赛+个人职业赛
直播时间	-	全球五大赛区(美洲、欧洲、日韩、东南亚及中国), 仅端游赛事直播就超过1200小时, 形成的点播视频量近3000小时。

数据来源：公开资料、西南证券整理

（3）媒体模式

属于该模式的有 G 联赛（游戏风云）、NSL（NeoTV）和 I 联赛（IMBATV）等。该模式较为稳定和长远，因为媒体有自己的宣传渠道和人脉资源，但是受时代的制约大，特别是中国当下开路电视不能播出，数字加密频道远未普及，大众付费习惯尚未养成以及媒体的影响力不足以赛事运作。而这种模式在韩国比较成熟，韩国拥有着一个属于电子竞技游戏的直播电视台 OGN，依靠点播费和广告费，电视媒体就活得很滋润。

“G 联赛”是一项典型的以媒体为主导的赛事模式，其由上海文广互动电视有限公司（SiTV）旗下全国数字电视频道游戏风云(Gamefy)于 2007 年创办，拥有自有品牌，是国内首个电子竞技电视联赛，也是中国目前历史最为悠久的电子竞技赛事。

表 7：媒体赛事

	G 联赛	I 联赛
主办方	游戏风云	ImbaTV
竞赛项目	PC 类：DOTA2、英雄联盟、风暴英雄、英魂之刃、星际争霸 II、魔兽争霸 III 主机类：终极街霸 4、FIFA15 移动端：炉石传说	PC 类：CS: GO、Dota 2 MOBA 移动端：炉石传说
赛事总奖金	121 万	250 万
首届比赛	2007	2014
赛事周期	3 个月，一年 2-3 个赛季	3 个月，一年 4 个赛季
赛事地域	中国	全球

数据来源：公开资料，西南证券整理

我们认为，以媒体为主导的赛事模式，较为稳定和长远。其赛事举办非常灵活，赛事项目十分多元化，跟随时代潮流更替，导致其用户覆盖面会比较大。同时由于不依赖于单一赞助商，可以发展多元化的战略伙伴，开拓多种商业合作模式，使其自身造血能力较强。此外，其主导核心为媒体，借助媒体自身的宣传渠道和人脉资源，有助于赛事的多元化宣传，但同时又受制于媒体自身的政策因素影响，如在韩国由于所有电视台都能播放电竞赛事，使得其主要收入依靠转播和广告收入，而非更多的依靠赞助商赞助，而在中国由于只有特定付费频道能播放，观看群体很小。但随着相应政策的逐渐放宽，配合其自身模式的优点，该模式将会成为未来主要赛事模式之一。

（4）发行商和运营商模式

属于该模式的有 Riot 和腾讯等厂商或运营商主导的电竞赛事。这种模式与硬件厂商主导不同，这是厂商为了推广和运营自己的游戏，短期内利益明确，效果直接，赢利点清晰。

目前火爆的电子竞技项目均来自这三家游戏开发商。三家厂商在电竞游戏和赛事模式却上各有千秋。例如，Riot 及其运营商举办的赛事已经形成有层次的体系，不仅发展各类特色联赛同时直接对选手进行扶持。这种兼顾职业和业余的立体化赛事体系也是英雄联盟在全球范围内广受欢迎的原因之一。

表 8: 发行商和运营商模式赛事情况

	Blizzard	Valve	Riot
主打电竞产品	星际争霸 2 RTS 炉石传说 TCG 风暴英雄 MOBA	CS: GO FPS Dota 2 MOBA	英雄联盟 MOBA
单项赛事最高奖金池	200 万美元	1000 万美元	200 万美元
奖金筹集模式	固定奖金	众筹	固定奖金
比赛机制	联赛+总冠军杯赛	杯赛+冠军邀请赛	联赛+总冠军杯赛
选手扶持	无	无	支付选手最低工资

数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 20: 英雄联盟赛事构成



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

开发商和运营商举办赛事首要目的是为了扩大用户群, 增强用户粘性。同时完善的赛事体系会吸引更多的赞助商加大投资, 增强开发商的盈利性。然而一个游戏的生命周期约为五年, 游戏的兴衰确是该模式成功与否的关键。因此, 该模式只是开发商和运营商扩大影响力的手段, 小众化是必然趋势。

4.2 赛事版权蕴含大价值

对于赛事主办方而言, 广告赞助收入是最主要来源, 其次是门票收入, 而版权和衍生品的收入微乎其微。就门票收入而言, 可分为线上虚拟门票和线下门票, 目前 WCA 大赛组委会已推出不同的门票种类以满足观众的不同需求。

图 21: 2015 年 WCA 开幕式门票价格



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

国内版权收入蕴含大价值。目前主要的电竞赛事都是免费观看的，但这和传统的体育电视节目是相悖的，体育赛事转播通常通过卫星或者有线电视，对转播权进行收费而且观众是需要付费订阅观看的。而眼观其他观看人数众多的体育赛事：体奥动力（北京）体育传播有限公司以 5 年 80 亿元的价格拿下了 2016-2020 年中超联赛的版权；NBA 目前每年的运营收入中有 45% 左右来自于电视转播权的贩卖。由于厂商或代理商对转播权未引起重视，直接导致主办方缺少了一笔巨大的收入来源。

实现转播版权盈利，只是电竞赛事未来市场开发的一个重要方面，同时把赛事的品牌做大做强，拿转播版权与直播平台和电视台谈判，将品牌的蛋糕做大，与媒体合作共赢，才是王道。

表 9：赛事的收入来源

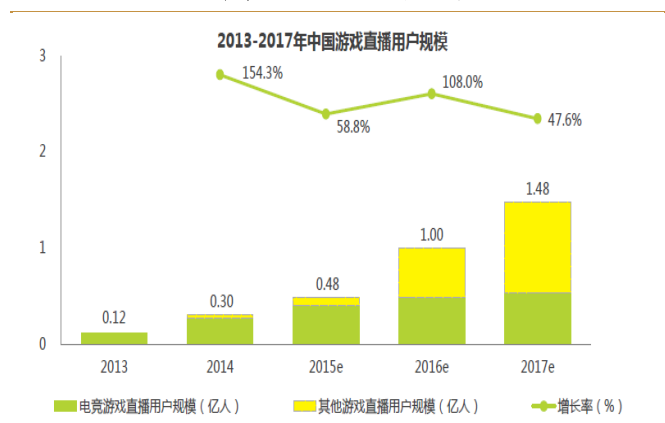
收入类型	具体解析	例子
广告赞助	赞助商为企业宣传，通过租借广告位以及提供赛事相关物品	三星是 WCG 的主赞助商
门票	包括线下门票和虚拟门票	WCA2015 开幕式门票
版权	出售赛事版权	NBA 赛事版权约 1 亿美元
衍生品	电竞饰品	WCA 通过淘宝游戏售卖周边

数据来源：公开资料，西南证券整理

5. 直播平台：创造平台生态，开展多渠道变现

5.1 电竞直播积极争抢流量

图 22：2013-2017 年中国游戏直播用户规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 23：2014-2018 年中国游戏直播市场规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

据统计，2014 年国内游戏用户规模约为 3000 万人，市场规模仅 3 亿元左右，预计 2015 年可实现 332% 的高速增长。目前国内电竞直播平台尚未成熟，随着赛事增加和内容的丰富，未来游戏直播用户规模有望超过一亿人次，市场规模也有望实现质的突破。

图 24：游戏直播内容构成



数据来源：公开资料、西南证券整理

就游戏直播从内容来看，可分成三类：1) 赛事直播：以电竞赛事为核心的直播；2) 游戏节目：个人或专业媒体制作的 UGC 游戏内容；3) 个人直播：日常游戏过程，或包括主播解说等。

目前以个人直播最为火爆，因此造成了“烧钱请知名主播”的现象。连接电竞产业链中的重要一环就是能够展示内容与用户形成直接交流的直播平台，而主播资源又是直播平台的关键。然而，主播对平台的忠诚度并不高，基本处于薪资驱动的状态。

丰富的内容和知名的主播会带来丰富的流量，然而用户沉淀和流量如何变现是平台当前最值得深思的问题。

5.2 流量变现期待更新模式

5.2.1 拓宽商业模式，盈利能力提升

图 25：电竞直播平台盈利模式



数据来源：公开资料、西南证券整理

从电竞直播平台的收入来源来看，主要分为五个部分，其中主要以增值服务（虚拟道具购买）为主，商业模式的多元化将极大地推动市场规模大幅度增长。

增值服务： 主要指购买虚拟道具、打赏主播等。据调查，43%的用户会付费给直播打赏；

游戏联运： 在观看游戏直播的同时可以点击进入联运游戏，移动端更易成为游戏分发渠道；

广告赞助：以游戏广告为主，页游、手游等广告挂靠；

会员订阅：包年/包月付费用户，过滤广告、订阅频道等；

赛事竞猜：电竞行业的博彩，在观看电竞赛事的同时可以进行投注；

电子商务：直播平台直接设立电商平台，或者主播个人通过直播的影响力，在淘宝上开店，出售游戏、电脑和周边、服装和配饰等产品，直播平台参与分成。

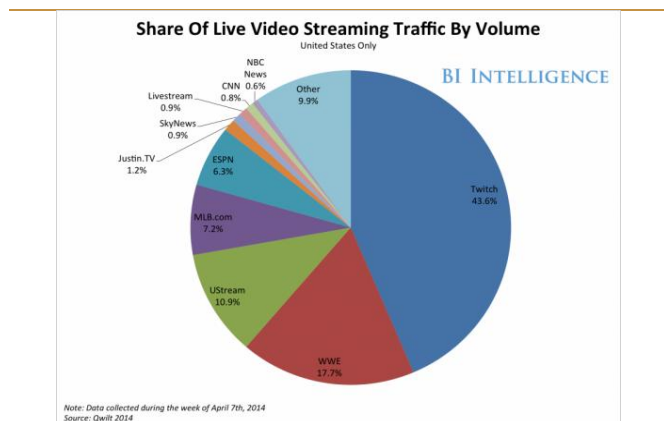
表 10：游戏直播行业情况

名称	虎牙直播	斗鱼 TV	战旗 TV	龙珠直播
投资者	YY 欢聚时代	红杉资本等	边锋网络（浙报传媒）	腾讯互娱
优势	用户数量多，草根+职业主播	人气高、主播资源丰富	高清、不卡顿	腾讯背后支撑，拥有大量赛事直播权
日均 PV [月平均] 万次	287	4536	406	148
盈利模式	增值服务+赛事竞猜+会员	增值服务+广告+游戏联运	增值服务+广告+游戏联运	增值服务+广告+游戏联运
直播范围	游戏直播+美食直播+娱乐直播+秀场直播等	以游戏直播为主，涵盖了体育、综艺、娱乐等多种直播内容	以游戏直播为主体，涵盖综艺、娱乐、体育等多个直播类目	游戏直播
口号	第一游戏直播互动社区平台	全民直播平台	高清流畅的游戏直播平台	第一游戏直播平台
盈利情况	亏损	亏损	亏损	亏损

数据来源：公开资料，西南证券整理

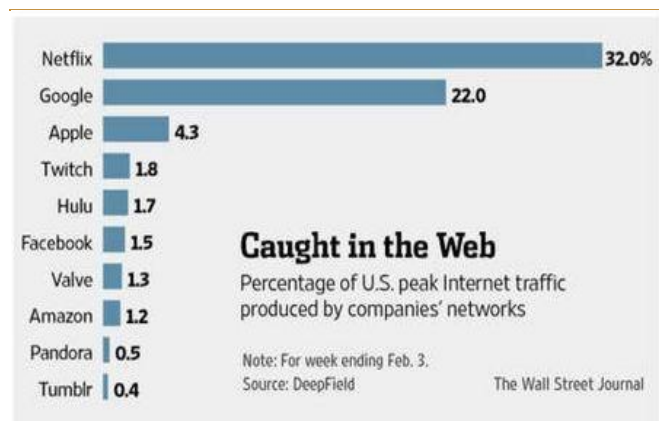
反观被亚马逊以 9.7 亿美元的价格收购的游戏视频直播服务提供商 Twitch，它原本是由通用的在线直播网站 Justin.tv 创始人专门开发的游戏直播业务，但随后成为了公司的主要业务。

图 26：美国视频直播流量占比



数据来源：公开资料，西南证券整理

图 27：美国网络流量高峰品牌服务细分图



数据来源：公开资料，西南证券整理

Twitch 视频直播流量在美国境内全网流量的占比超过 43%。就美国境内的互联网流量峰值而言，Twitch 排名第四，前三名分别为 Netflix、Apple 和 Google。Twitch 在美国境内的互联网流量峰值中占比 1.8%，而 Hulu 紧随其后占到了 1.7%。

Twitch 之所以能成为游戏直播的巨头且有如此高的身价，除了依靠其顶尖的流媒体技术

还有打通用户的商业模式。

Twitch 核心的商业模式是广告和用户付费。其中用户付费包含 Turbo 会员和订阅频道。用户购买每月付费的“Turbo”，类似网站的 VIP 用户，除了免除广告以外，还可以享受一些专属区域的聊天标示、图片魔法棒功能，以及个性化表情等服务。Turbo 用户的费用是每年 89.99 美元，或每月 8.99 美元。而国内的平台，例如战旗 TV，主要是盈利模式则是虚拟服务分成和游戏联运收入。

从各家直播平台的商业模式尝试来看，一旦各家将商业模式拓宽到游戏联运、广告及会员订阅，其市场规模将同比增加 300% 以上。同时，个人直播带来的粉丝群体转化将会带来百亿级电商销售额，而赛事直播带来的潜在赛事竞猜市场可能达到千亿级规模，游戏直播平台作为流量入口将会瓜分其中大部分的流水。因此，游戏直播这块领域已然成为兵家必争之地。

5.2.2 主播副业，电商变现

图 28：2009 淘宝店



数据来源：公开资料、西南证券整理

随着电竞游戏直播的兴起，直播视频流量剧增，许多主播借助电商的方式来将其视频的流量进行变现，主要表现形式则是开设淘宝店，然后在其视频直播中对其淘宝店进行推广。

这一模式最早出现于 2010 年，最早主要以出售电脑外设为主，因为电竞直播观众群体主要以玩家为主，其对电脑外设较高的需求，借助主播个人的粉丝效应以及迎合观众的需求，这种变现方式收益非常可观。随后其他类型的淘宝店兴起，都围绕着以男性为主的核心观众群体，切合了他们对便捷购买日常衣食的需求。

表 11：明星主播淘宝电商的分类

名称	外设店	零食店	服装店	鞋店
主要产品	专业游戏鼠标、键盘等	各类零食、小吃	带有电竞元素的服装和其他服装	带有电竞元素的鞋和其他鞋子
核心需求	对电脑外设较高的需求	游戏时候对零食的需求	对一些带有游戏 logo 或图案的衣服的需求	对一些带有游戏 logo 或图案的鞋的需求

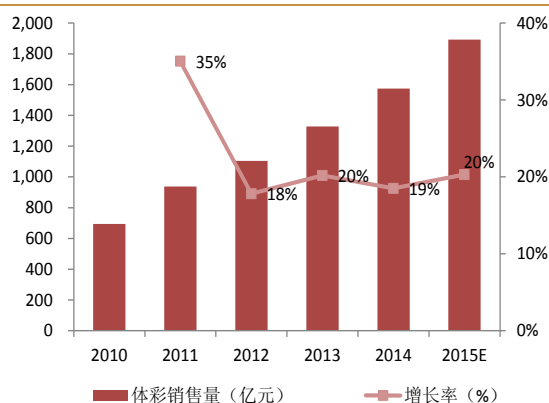
数据来源：公开资料，西南证券整理

但由于开设淘宝店的模仿成本很低，各主播纷纷开设该类淘宝店，同时其核心观众群体的消费能力有限，市场份额被迅速聚集到各明星主播手中。由于该类变现模式的核心竞争力在于电竞主播的人气效应，寡头垄断趋势明显，人气最高的前几位主播会占据主要市场份额。直播平台作为流量的入口，如果与明星主播的签约范围覆盖到电商利润分成，这势必会给直播平台带来一笔巨大收益。

5.2.3 电竞博彩，或将成为电竞盈利新方向

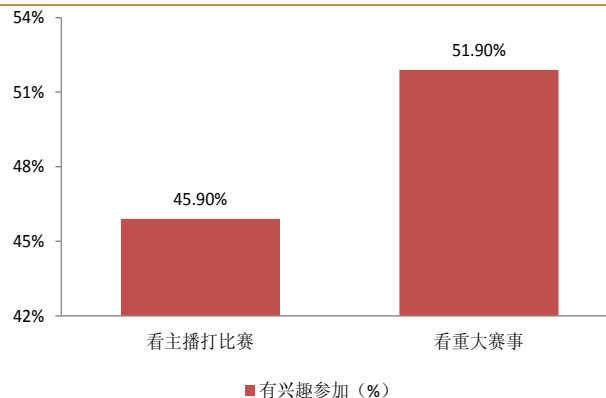
电竞作为体育的一种，粉丝数量迅速扩张至千万级，长期来看市场规模更是有望超越传统体育。同时，据艾瑞咨询对中国游戏直播用户赛事竞猜意愿的调研，有兴趣观看主播打比赛和看重大赛事进行竞猜的意愿可达 50% 左右，较高的竞猜意愿加之电竞庞大的用户群，市场规模值得期待。

图 29：2010-2015 年中国体育彩票市场销售规模



数据来源：公开资料，西南证券整理

图 30：2014 年中国游戏直播用户赛事竞猜意愿



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

根据 iUserTracker 的数据，2014 年中国彩票网站月覆盖人数峰值达 1.3 亿人，全年月均覆盖人数接近 1 亿，预计 2015 年中国体育彩票规模可达约 1900 万亿元。但是受制于政策的限制，电竞博彩并没有完全放开。但是目前用游戏内道具进行押注也是一种变相的电竞博彩，无法否认的是游戏内的道具也是可以在电竞服务平台上进行交易的。

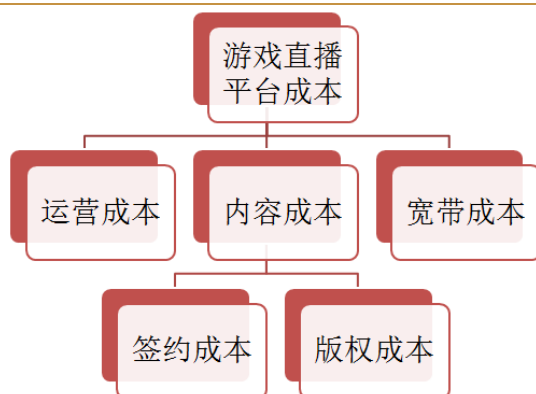
目前国内有平台开展电竞博彩的运营，不过大多以游戏饰品交易为基础。例如，国内的饰品博彩网站 VPGAME 的规则是以游戏仓库中的道具作为赌注押注对比赛结果进行竞猜。

欧美博彩业大佬 Vulcun 是专注于电子竞技俱乐部模拟经营的平台，在这里玩家可以通过经营战队赢取现实奖金。除了 Vulcun 外，AlphaDraft、Pinnacle、Betway、Bet365 等网站提供电竞博彩。但是由于监管日益严格，大多数平台不得不关闭在线支付博彩功能。Vulcun 则是使用游戏内道具来代替真实货币博彩，以此回避规则。

政策的限制直接导致电竞博彩暂时发展力度不够，但是其未来的发展方向值得我们重点关注。未来一旦政策一步放开，以电竞为主题的虚拟游戏彩票必将大放异彩。而游戏直播平台兼顾用户流量和大量电竞比赛，最有可能成为观众游戏彩票购买的主要渠道。参照体育彩票市场的千亿市场，我们认为通过与体彩中心的分成，游戏视频直播平台可以获得巨额收入。

5.3 减少对主播依赖，创造品牌效应

图 31：电竞直播平台成本构成



数据来源：公开资料、西南证券整理

从电竞游戏直播平台的成本方面看，主要包括运营成本、内容成本和宽带成本。然而最大的成本来自签约成本。大多数平台目前的一致预期均认为积累用户才是游戏直播平台首要关注的方面，因此需要将资本投入在主播培养、推广以及内容制作等方向，并不需要进入盈利阶段。因此，现阶段的重点是如何花钱去丰富平台建设而非快速变现。

然而对比 Twitch，它自建了机房和各州间的光纤，接入 AT&T 等电信商是免费的，因为对于有大量内容的视频直播平台，用户会乐意为了视频支付更多的宽带套餐，这对于内容提供商和电信商是互惠互利的。然而在中国，接入的每一 K 带宽，都需要 IDC 或者是 CDN 支付给电信或联通。以游戏直播为例，假设提供给用户 800K 码率的清晰度，如果平台 10 万人在线，就是 80G 带宽，1G 每年 25 万，那么就需要支出 2000 万，而 10 万人在线如果根据游戏媒体来评估，单日的 UV 不会超过 100 万。由于个人直播还无法用 P2P 延时，所以带宽成本非常高。

而相比起宽带费用，国内直播平台“血海”则是在内容成本上。以“斗鱼”平台为例，2014 年 4 月购买高端主播、战队和支付“王者之路”活动费用总计超过 240 万元。单个主播月薪约 1 万，优秀主播则在 3-5 万；战队合同 150 万 / 年起；王者之路的活动要求英雄联盟王者不分好坏一律有钱。同样战旗 TV 为了 EDG 战队，也支付 300 万/年的费用。

图 32：电竞直播平台主播身价排行

游戏直播行业身价TOP主播排行（不包含现役职业选手）				
编号	主播昵称	直播游戏	类别	当前预估价格(万/年)
1	若风	LOL	职业选手	2000
2	Miss	LOL	视频解说	1700
3	white	LOL	职业选手	1500
4	小智	LOL	视频解说	1500
5	董小飒	LOL	草根大神	1500
6	dopa	LOL	草根大神	1500
7	小苍	LOL	职业解说	1200
8	JY	LOL	视频解说	1000
9	草莓	LOL	职业选手	1000
10	微笑	LOL	职业选手	1000
11	PDD	LOL	职业选手	1000
12	Burning	DOTA2	职业选手	1000
13	Pis	DOTA2	职业选手	1000
14	YYF	DOTA2	职业选手	1000
15	zhou	DOTA2	职业选手	900
16	Longdd	DOTA2	职业选手	900
17	西门	LOL	草根大神	800
18	2009	DOTA2	职业选手	800
19	洞庭湖	LOL	草根大神	700
20	Zippo	DOTA2	职业选手	600

数据来源：公开资料、西南证券整理

上述两部分费用 Twitch 成本接近零，即使如此，Twitch 目前仍处于亏损状态的状态。

我们认为，游戏直播平台目前主要以烧钱的方式在运作，行业还处于商业模式探索的初期，而未来盈利模式的更新则是直播平台的突破口。当下电竞直播平台尚且年轻，处于行业发展初期，更多地为了扩大用户量，抢夺市占率。一旦行业整合完毕，规模效应和品牌效应都将体现出来。未来直播平台也将在丰富内容的过程中减少对知名主播的依赖，最大化地凸显平台价值，开展多种流量变现手段。

5.4 电竞经纪可期

电竞游戏从当年的“电子海洛因”到现在的“朝阳产业”，电竞的明星效应是其中的重要因素。但是国内电竞经纪领域却一片空白。

从可能性而言：1) 电竞赛事数量多，产生的电竞明星相应也会增加；2) 俱乐部负责范围有限，难以面面俱到，也难以同等对待每个队员；

对必要性而言：1) 从业人员较为年轻，面对薪酬谈判、职业规划、商业活动、甚至最终职业转型时都需要有专业的职业领路人来“打辅助”；2) 从业人员需要全身心投入训练中才可以提高技能，在社交平台和面临危机公关经验不足；3) 转会行为常见。

美国好莱坞四大演艺经纪公司之一 WME 收购了全球电竞管理公司 (Global eSports Management, 简称 GEM)，它是一间为电竞选手、电竞解说员以及电竞赛事组织者提供经纪服务的国际性经纪公司，专注于为客户洽谈赞助交易和市场交易。这笔经纪公司的收购交易意味着传统商业世界在快速崛起的电子竞技赛事的身上看到了商机所在。

而在国内，虽然离传统体育明星的超高收入尚有差距，但顶尖的电竞明星收入依旧不菲，

有较大的经纪业务空间可以挖掘。据统计,目前国内电竞俱乐部的职业选手的年薪基本在 800 万左右(不包括比赛所得奖金),而优秀电竞解说员的年薪则可以达到 1000 万左右。因此,从行业业内层面来看,电竞从业者的收入是非常可观的,这就带来了很大的经纪业务发展空间。

图 33: 全球 TOP10 职业电竞明星收入

	Player ID	Player Name	Total (Overall)	Highest Paying Game	Total (Game)	% of Total
1.	ppd	Peter Dager	\$2,070,748.96	Dota 2	\$2,056,137.22	99.29%
2.	UNiVeRsE	Saahil Arora	\$2,065,337.64	Dota 2	\$2,065,337.64	100.00%
3.	Aui_2000	Kurtis Ling	\$1,881,720.64	Dota 2	\$1,881,720.64	100.00%
4.	Fear	Clinton Loomis	\$1,837,282.84	Dota 2	\$1,835,926.99	99.93%
5.	SumaiL	Sumail Hassan	\$1,742,076.34	Dota 2	\$1,742,076.34	100.00%
6.	xiao8	Zhang, Ning	\$1,662,202.73	Dota 2	\$1,654,762.10	99.55%
7.	Hao	Chen, Zhihao	\$1,572,017.23	Dota 2	\$1,565,576.14	99.59%
8.	Banana	Jiao, Wang	\$1,217,250.16	Dota 2	\$1,205,212.32	99.01%
9.	SanSheng	Wang, Zhaohui	\$1,205,274.33	Dota 2	\$1,196,438.83	99.27%
10.	Mu	Zhang, Pan	\$1,202,882.11	Dota 2	\$1,198,509.83	99.64%

数据来源: E-sports Earning, 西南证券整理

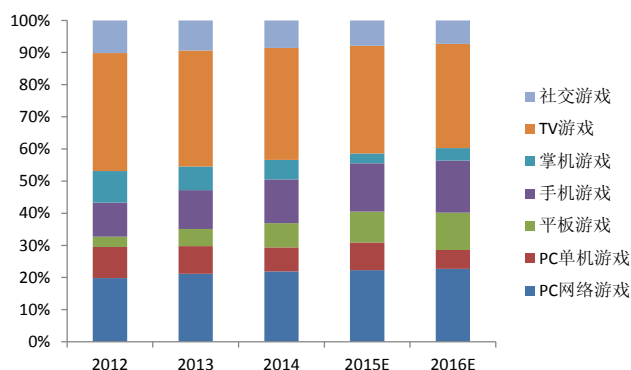
但随着国内电竞行业的不断成熟,电竞从业者收入的不断飙升,以及电竞市场的不断扩张,电竞行业必然会在经纪模式上向传统体育行业以及国际先进管理模式继续靠拢,以创造更加职业化的竞技环境,更专业化的行业分工。因此,国内电竞行业的经纪业务前景依旧看好。

6. 电竞未来新方向

6.1 电竞走进客厅

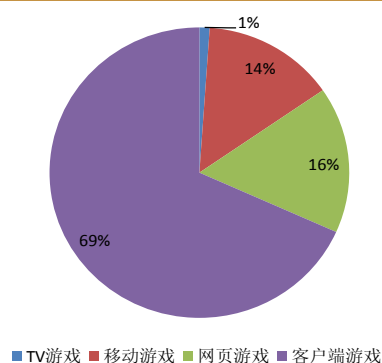
据 Newzoo 预测,2012-2016 年全球游戏市场规模将持续增长,到 2016 年可达到 861 亿美元,电视游戏在其中份额将持续维持在 30%以上,虽然占比略有下降,绝对规模却在增长。2014-2016 年电视游戏市场规模将分别为 262、270 和 279 亿美元。在腾讯数码的调查中,其中 91%的网友表示用电视玩过游戏,说明电视游戏在网友中具有广泛的群众基础。电视游戏的广阔市场和广泛的群众基础给 TV 电竞游戏带来巨大想象空间。

图 34: 2012-2016 全球游戏市场规模预测



数据来源: Newzoo, 西南证券整理

图 35: 中国游戏收入占比



数据来源: GPC, 西南证券整理

表 12: TV 游戏分类

种类	特点	例子
游戏机	以游戏功能为主的盒子	Xbox、OUYA
电视盒子	以视频播放功能为主的盒子，兼备游戏功能	小米盒子
智能电视	兼具游戏和视频播放等功能	三星智能电视

数据来源: 公开资料, 西南证券整理

目前在电视游戏主要来自三种方式, 但是它们各有千秋。智能电视目前尚未完善, 价格较贵; 电视盒子游戏数量少, 可玩性较差; 游戏盒子游戏内容丰富, 对于现在智能电视尚未普及而言, 更换游戏盒子的机会成本低。但是从长远来看, 搭载智能电视的平台玩游戏是势不可挡的趋势。

操控设备提升, 极大增加电视游戏竞技化的可能性。游戏手柄从 2014 年上旬回归, 截止到 2015 年 6 月游戏手柄多达 500 多款。除此之外, 各大硬件产生为 TPS/FPS 类游戏专门定制的激光枪目前多达 10 余种。电视游戏外设越来越丰富, 三大运营商也颁布了安卓手柄健值标准, 为电视游戏的操控性与规范性提升一个维度, 也为 TV 游戏电竞化提供了巨大可能。

支付方式的完善进一步推动 TV 游戏的发展。2014 年电视游戏支付方式只有支付宝与微信两种, 2015 年年初中国移动为电视游戏专门推出了短信支付, 满足了单机游戏开发商的支付需求。总的来说, 虽然电视游戏支付便捷性稍弱于手游, 支付需要依靠手机来完成, 未来随着资本不断入局抢占电视游戏蓝海, 支付方式一定会更加完善。而且即使在这样尚未完善的支付方式情况下, 电视版《刀塔传奇》的也出现过充值 10W 的案例。

我们认为, TV 电竞游戏是一片尚待开发的细分领域。现在的电视游戏就如早期的手游, 潜在用户居多, 而对电视游戏行业而言, 缺的只是“现象级”有力量的产品。

6.2 “电竞+VR”, 火爆概念初尝试

VR 概念不断升温, Facebook、三星 C 等互联网巨头纷纷杀入这片蓝海, 2016 年被认为是 VR 爆发元年。Oculus VR、三星 Gear VR、HTC Vive 等虚拟现实产品带来了不一样的虚拟现实技术呈现, 但是设备只有搭载优质的内容才能得以长足发展。在 VR 内容的探索上, 游戏成为所有厂商的首选切入口。除此之外, 也有大量游戏 VR 化, 比如 PS VR 就是为 PS4 游戏的 VR 化而来的。VR 游戏可以实现真实的动作交互、身临其境般体验游戏场景的虚拟感受, 强大的沉浸感与交互体验相较于传统游戏更适合于开展电子竞技运动。

得益于 PS4 的良好口碑以及主机游戏党的购买力, 根据 IHS 研究报告预测, PS VR 将在 2015 年卖出 150 万台, 而 Oculus Rift 和 HTC Vive 预计仅分别卖出 56 万台和 44 万台。

图 36:《虚幻实战》游戏画面



数据来源：公开资料、西南证券整理

VR 作为一个新兴产业，目前面临着市场认知不足，用户体验途径有限，产品购买成本过高等诸多问题；而搭载的 VR 电竞游戏面临可玩性不强和缺乏优质的内容背景。因此，VR 技术还有很大上升空间，VR 内容短板仍需大力攻克。

北京竞技时代，VR 游戏产业中的平台运营商，率先推出了全球首届虚拟现实电子竞技大赛 WVA（World Virtual reality Arena）。竞技时代已经签约了《叶问 3》、《功夫熊猫》、《蜀山》等影视和小说作品的 VR 游戏 IP 改编授权，并与国内 10 余家最优秀的 VR 游戏内容提供商签署了游戏代理协议，通过把 VR 竞技游戏内容和硬件设备整合成完整的 VR 电竞解决方案，免费下沉到渠道终端给用户付费体验的方式实现营收，通过与游戏开发商和渠道商营收分成建立起紧密的合作关系从而打造一个完整的 B2B2C 的闭合商业链条。

我们认为，像北京竞技时代这种模式是一种极好的“VR+电竞”的解决方案，该模式可实现硬件设备公司和游戏厂商等多方共赢的局面。未来该模式或将被游戏厂商主导并大量复制。

7. 推荐标的

7.1 顺网科技（300113）

公司是网吧管理龙头。公司是国内最大的网吧管理平台服务商，其核心产品网维大师覆盖约 10 万家网吧，电脑终端数近 1000 万家，其软件平台应用总数 4000 余个，成为该行业寡头，覆盖 70% 以上的网吧软件市场份额。网吧是电竞粉丝天然的入口，电竞业务与原有的网吧业务和游戏业务有极强的联动作用。

游戏全产业链布局。纵观公司的产业链布局，公司的上游布局包括与 IP 提供方慈文传媒（4.5% 股权）、游戏研发商三七互娱的战略合作，新并入的研发商兼运营商浮云网络（80% 股权）旗下“91y 平台”的和原有的“顺网游戏”页游平台；公司的下游终端布局主要是通过网维大师、云海和顺网无线来分别对接网吧 PC、个人 PC 和移动端，实现用户的全面覆盖。顺网游戏平台 2014 年独代、自研游戏增加至近 20 款，又与慈文传媒、三七互娱建立了战略合作关系，产业链上游控制力增强。目前，顺网游戏初具规模，开服数提升至国内第

四，联运及独代约 200 款游戏，但付费用户数占比不足 5%，有较大提升空间。2014 年并入的浮云网络在公司流量孵化作用下快速成长，积累百万付费用户，2015 上半年营收 1.1 亿元。另外，公司在网吧的渠道除了推广游戏之外，还从 2013 年起举办推出国内最大的草根电竞品牌中国网吧超级赛(ISS)，2014 年全国共举办了 1650 场线下比赛，在 25 个城市举办了 Dota 比赛，通过赛事的举办可以进一步扩大用户群，反哺公司的游戏生态布局。

7.2 浙报传媒（600633）

互联网枢纽型传媒集团。在互联网积极发展深化的大背景下，公司加快业务结构优化，通过一系列外延式扩张与内生转型建立“新闻传媒平台+数字娱乐平台+智慧服务平台”三大产业平台以及文化产业投资平台，全力打造互联网枢纽型传媒集团。目前公司的游戏运营收入已成为主营业务构成的中樞力量。

产业生态闭环形成。公司旗下拥有国内最早的电竞平台之一——浩方对战平台，其累计注册用户数就已经超过 2 亿，月均活跃用户近 1200 万，运营电子产品总数近 40 款，占据全国电竞产品总量的 70%左右。在赛事方面，公司举办了浩方黄金联赛（HFGL）、全国电子竞技大赛（NEST）。NEST 背靠国家体育总局信息中心，到 2014 年奖金规模已接近 100 万，成为国内最为重要电子竞技赛事。在直播平台方面，公司旗下的战旗 TV 已是 WCA、NEST 等重大赛事的直播方，同时赞助了包括 WE、IG 等一流电子竞技战队，在行业中地位显赫。公司几乎参与电竞产业链的所有环节，各平台之间有强大的协同效应。

7.3 华谊兄弟（300027）

影游联动，深挖 IP 价值。公司是以影视为主的原创 IP 驱动的娱乐公司，目前已有影视娱乐、品牌授权及实景娱乐、互联网娱乐三大板块。其中，互联网娱乐传统 PC 端游戏，也包括移动端的休闲游戏和电子竞技类游戏。公司积极布局电子竞技游戏领域，进一步增强在游戏产业链的控制力，完善互联网娱乐业务板块的布局，加快落实大娱乐战略。未来公司电影和游戏业务相得益彰，有望通过影游联动，充分挖掘每部 IP/作品的价值。

细挖手游领域，入主移动电竞。公司于 2010 年参股掌趣科技，而后收购银汉科技。公司投资入股英雄互娱 20% 股份，是向“竞技游戏”这一潜力巨大的细分领域加速布局。英雄互娱是游戏产业第一阵营的成员，多年深耕移动电竞游戏领域，研发和发行了多款深受广大用户欢迎的移动游戏，比如《全名枪战》《天天炫舞》等，业务遍布中国大陆、港澳台和东南亚，其组织的“英雄联盟”是中国最受欢迎的移动电竞联赛之一，其牵头发起的“中国移动电竞联盟”是中国最大移动电竞联盟之一。

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
增持：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 指数涨幅在-10%以下

行业评级

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn