

全民电竞 王者来袭

—— 新三板电竞行业报告

证券分析师：刘靖 A0230512070005

研究支持：谭洁蔓 A0230117050014

2017.9.26



主要内容

1. 电竞风云二十年
2. 为何崛起在现在？
3. 上下游产业链格局
4. 三维立体投资电竞

1.1 什么是电竞?

电子竞技运动是以电竞游戏为基础，以电子软硬件设备为器械，在信息技术营造的虚拟环境中，双方参赛选手在统一的竞赛规则、以及在规则保障下公平进行的对抗性电竞游戏比赛。

电竞 ≠ 网游



即时战略类游戏
(RTS)



第一人生射击类游戏
(FPS)



多人在线战术竞技类
游戏 (MOBA)



体育模拟类游戏
(SPG)



格斗类游戏
(FTG)



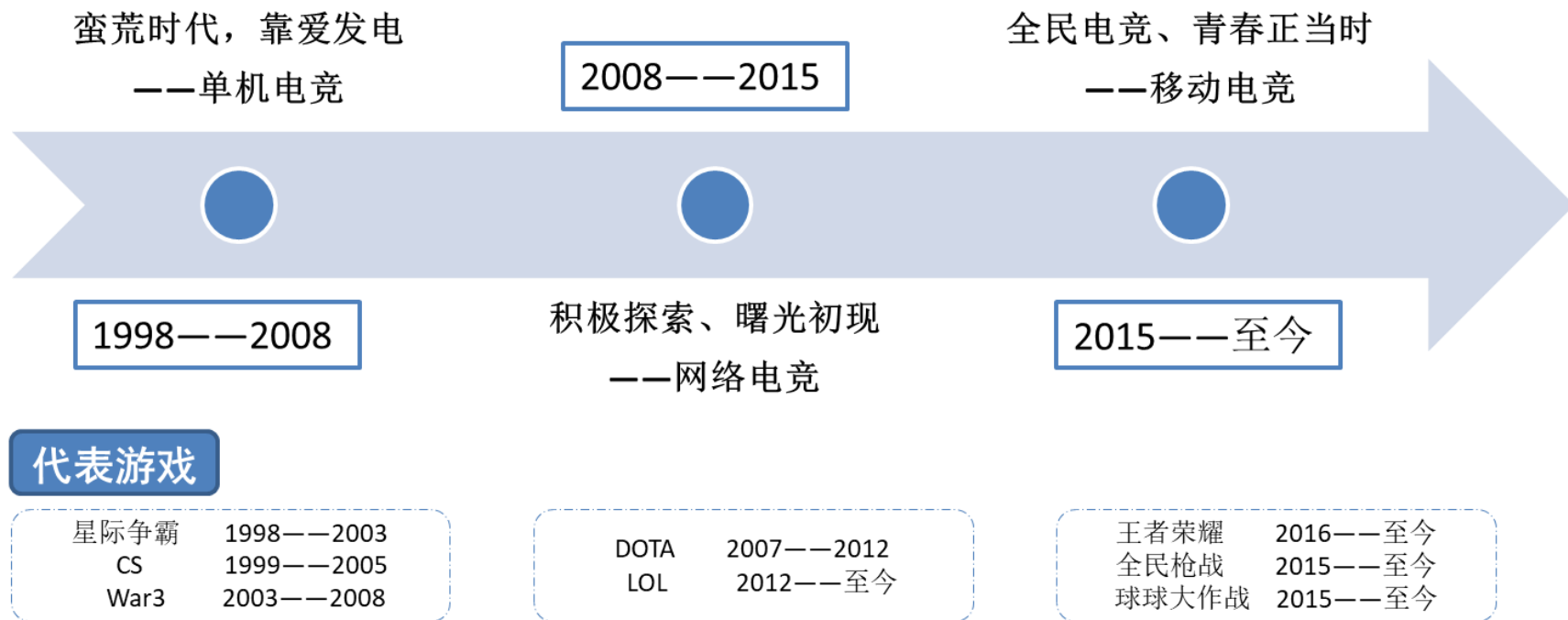
集换式卡牌类游戏
(TGC)



休闲竞技类
(IO)

资料来源：申万宏源研究

1.2 电竞二十年发展历程



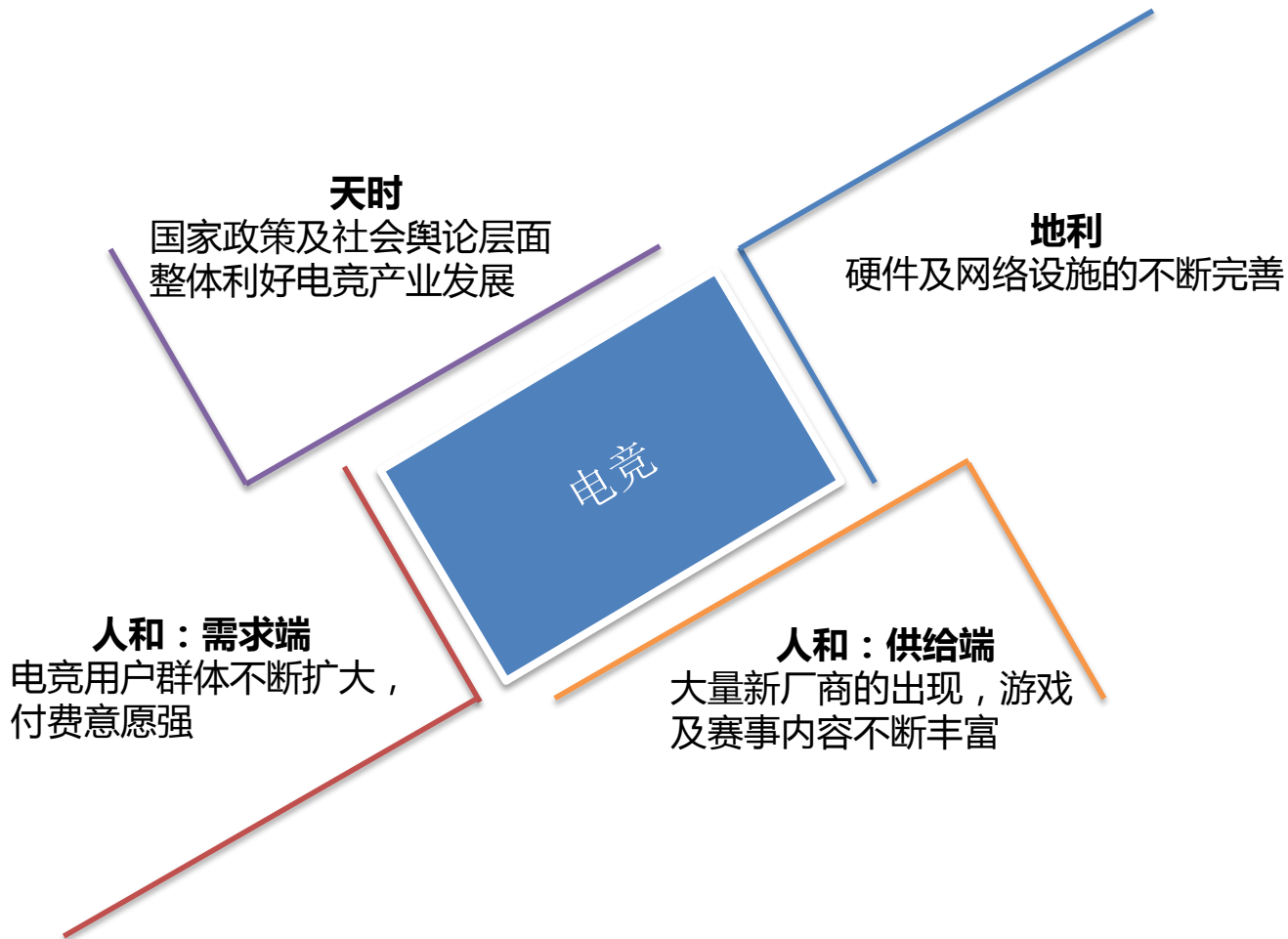
资料来源：企鹅智库、申万宏源研究

主要内容

1. 电竞风云二十年
2. 为何崛起在现在？
3. 上下游产业链格局
4. 三维立体投资电竞

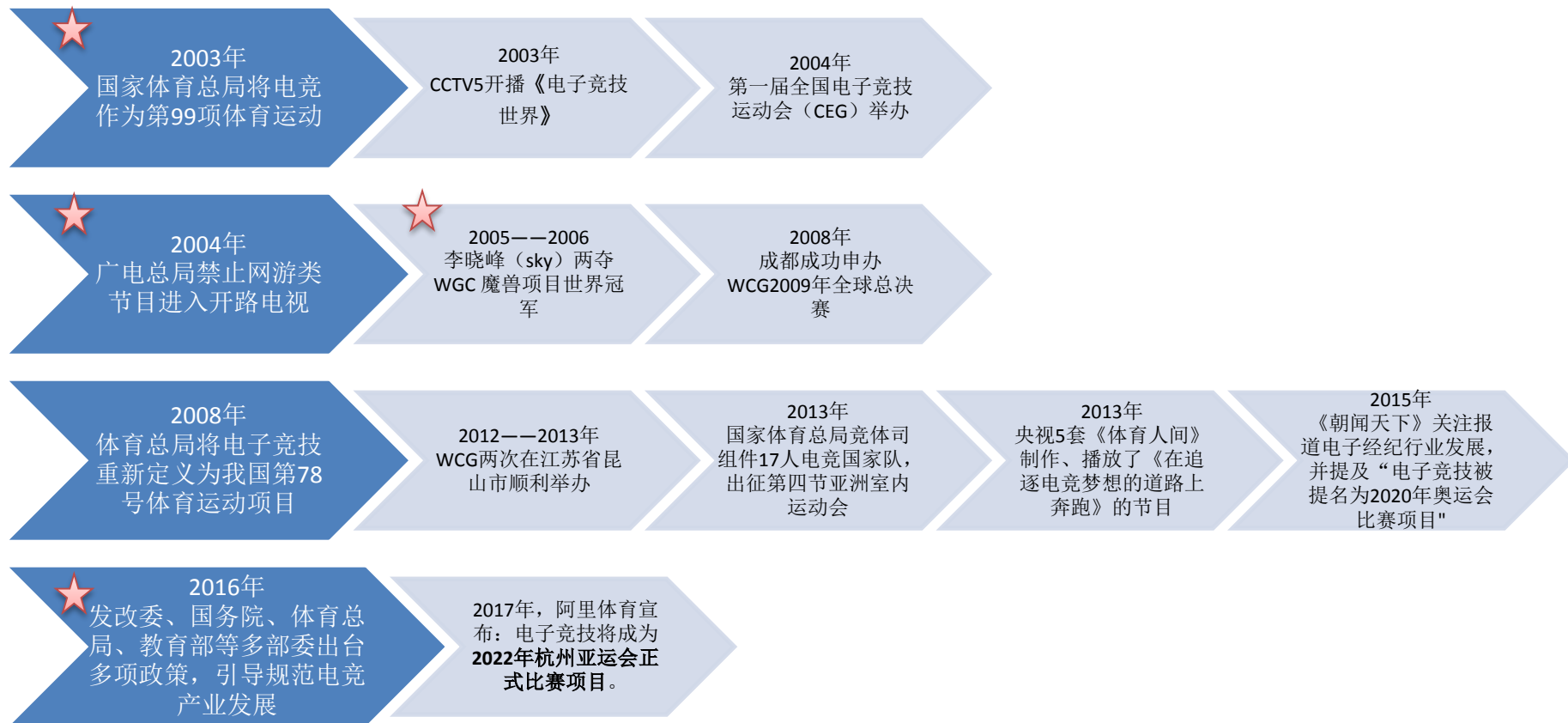
2 为何崛起在现在?

多重因素共振驱动全民电竞成为现实。



资料来源：申万宏源研究

2.1 国家政策及社会舆论层面整体利好电竞产业发展



资料来源：申万宏源研究

社会舆论转变

早期

1. 电竞游戏的对抗性设计容易引发沉迷，特别对于心智发展尚未完全成熟的未成年人而言，从而被视为“电子鸦片”
2. 大量允许未成年人进入的“黑网吧”不合法合规经营，存在大量安全隐患，引发社会众议
3. 60/70后父母没有接触电竞，观念比较传统，严厉禁止孩子玩游戏而没有正确引导，代际矛盾激化

资料来源：申万宏源研究

当前

1. 社会舆论开始认可电子竞技并非单纯的电子游戏，而是一项正式体育运动，真正的职业选手需要电子竞技游戏技巧、超强心理素质、超强天赋及大量训练，其难度不逊于其他职业运动员
2. 电脑、智能手机等硬件设备的普及，黑网吧逐渐消失，安全方面不存在严重漏洞
3. 80后、90后成为社会的主流力量，社会对电竞游戏的接纳度和包容度大幅度上升

资料来源：申万宏源研究

2.1 国家政策及社会舆论层面整体利好电竞产业发展

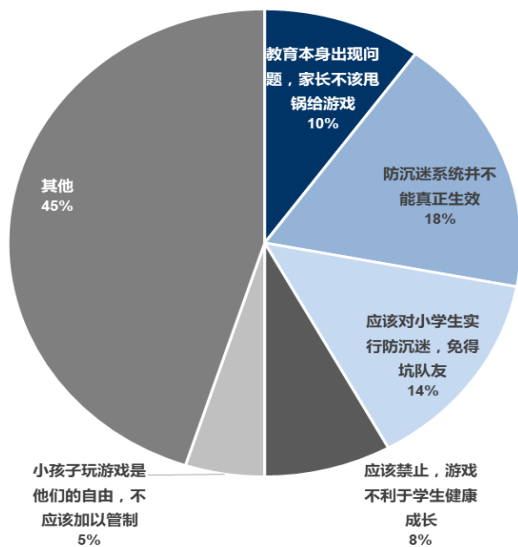
Q:如何看待人民日报及新华网多次评论《王者荣耀》，是否会对电子竞技的行业发展产生巨大阻碍？

人民网一评《王者荣耀》：是娱乐大众还是“陷害”人生

人民网二评《王者荣耀》：加强“社交游戏”监管刻不容缓

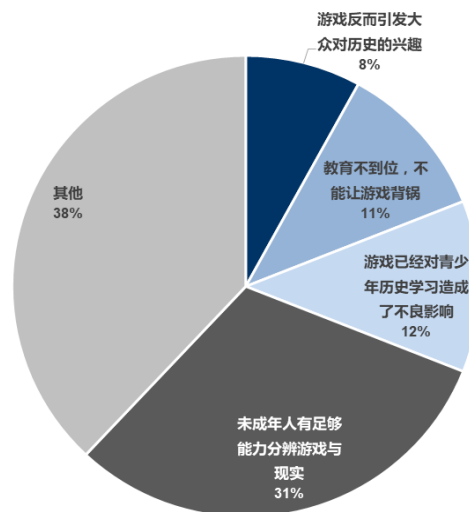
人民网三评《王者荣耀》：过好“移动生活” 倡导健康娱乐

人民日报关于王者荣耀防沉迷系统微博热评分析



资料来源：申万宏源研究

人民日报批判王者荣耀不尊重历史微博热评分析



资料来源：申万宏源研究

2.2.1 硬件及网络设施的不断完善——PC端

电竞的发展史与硬件及网络条件的发展史几乎是同步的，硬件及网络条件的不断完善为电竞行业的发展奠定了坚实的基础

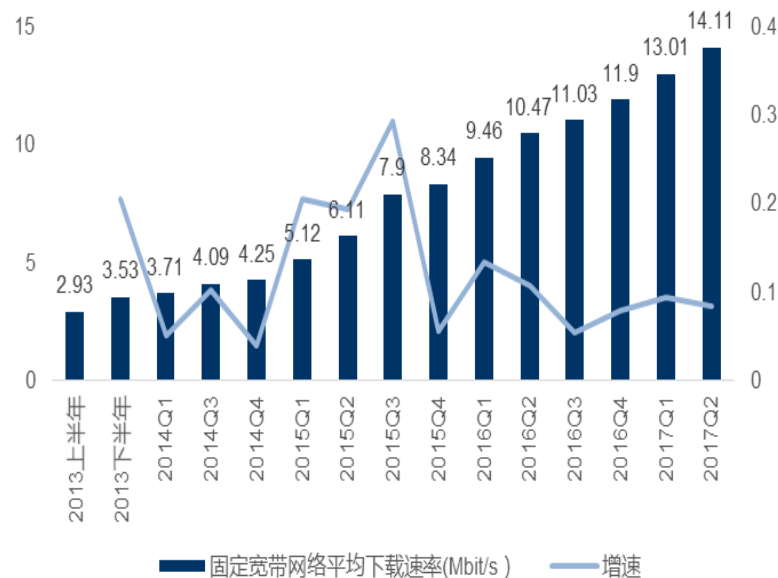
- 电脑硬件设备的不断完善为玩家提供良好游戏体验
- 从ADSL宽带、光纤宽带、百兆宽带到千兆宽带，我国宽带经历了数次大的变迁

AMD不同时代卡皇性能解析



资料来源：申万宏源研究

2013——2017年固定宽带网络平均下载速率(Mbit/s)

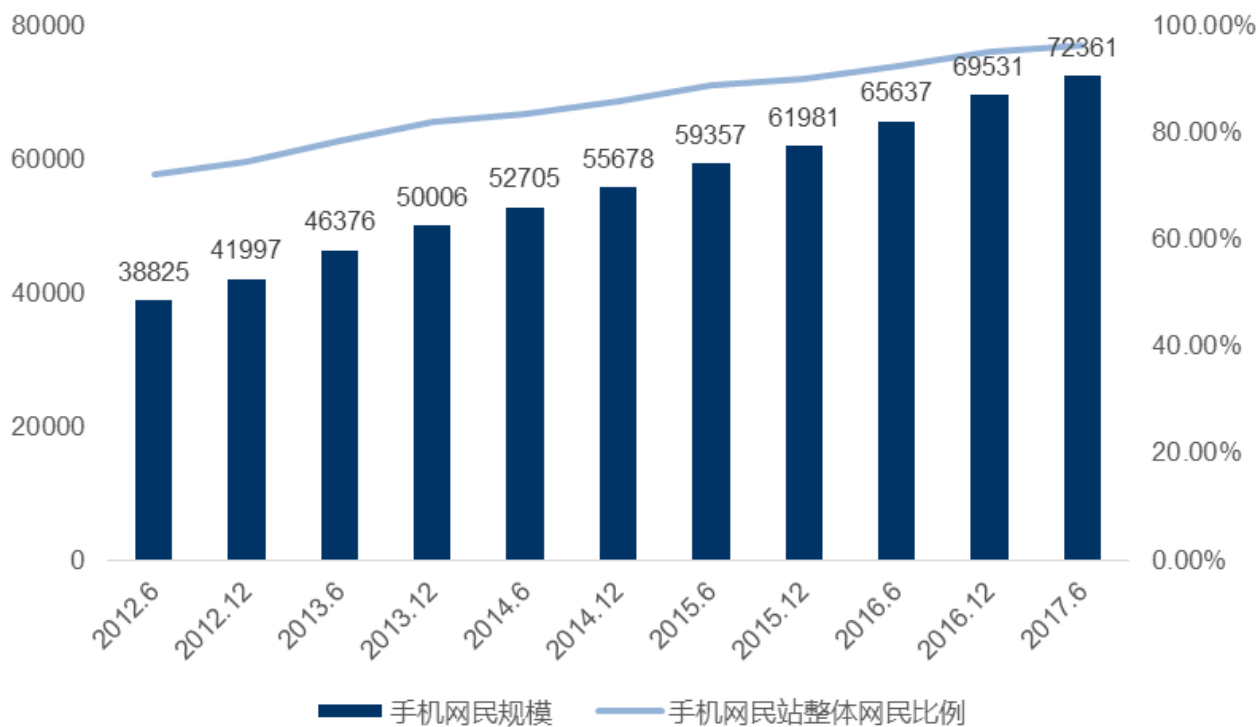


资料来源：中国互联网络信息中心、申万宏源研究

2.2.2 硬件及网络设施的不断完善——移动端

- 智能手机的普及，手机网民数量剧增，使得电竞游戏的应用场景空前扩大
- 2G到3G到4G网络的提速为移动游戏奠定了基础。

中国手机网民规模及其占网民比例

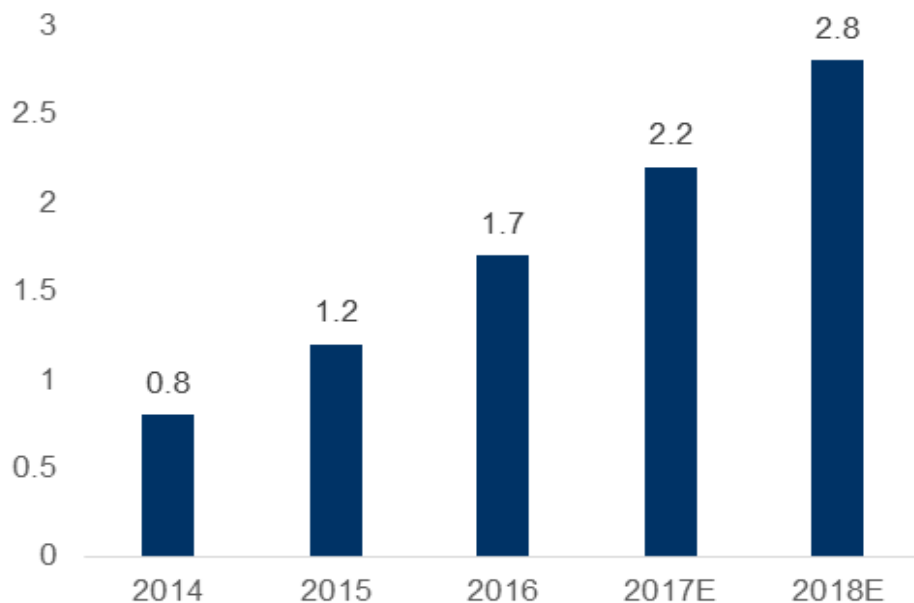


资料来源：申万宏源研究

2.3 需求端：电竞用户群体不断扩大，付费意愿强

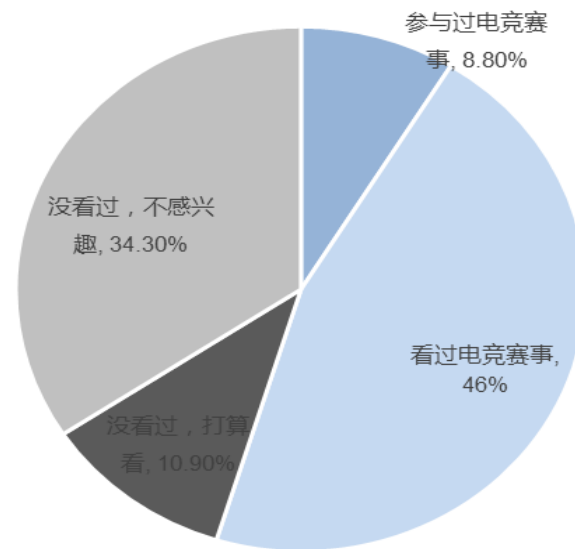
- 我国电竞市场处于高速增长期，随着智能设备的普及和移动游戏的崛起，用户规模的急剧扩大
- 根据艾瑞咨询的数据统计，2016年我国电竞用户规模达到1.9亿人，2017年，我国电竞用户将达到2.2亿规模

中国电竞用户规模(单位：亿)



资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

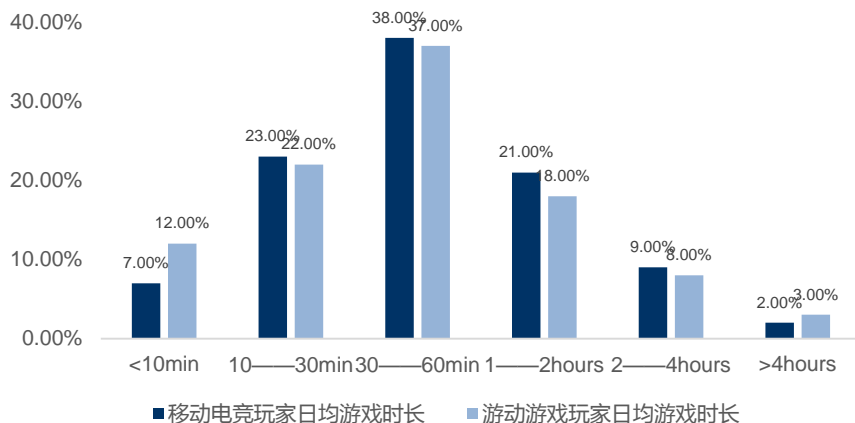
电竞赛事的用户参与度



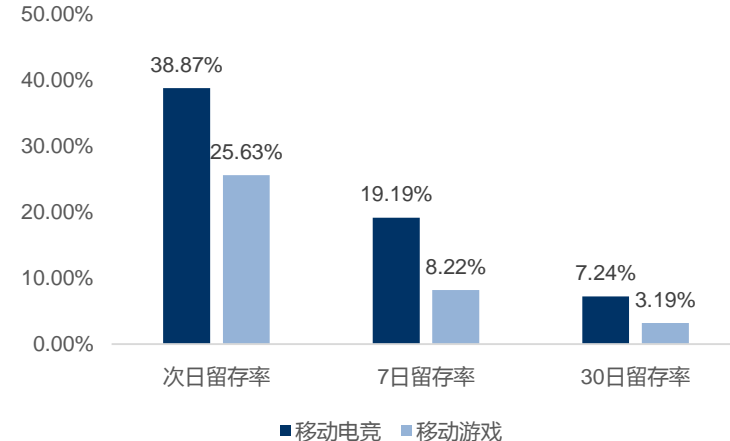
资料来源：企鹅智库、申万宏源研究

2.3 需求端：电竞用户群体不断扩大，付费意愿强

2016年中国移动电竞玩家日均玩家次数分布



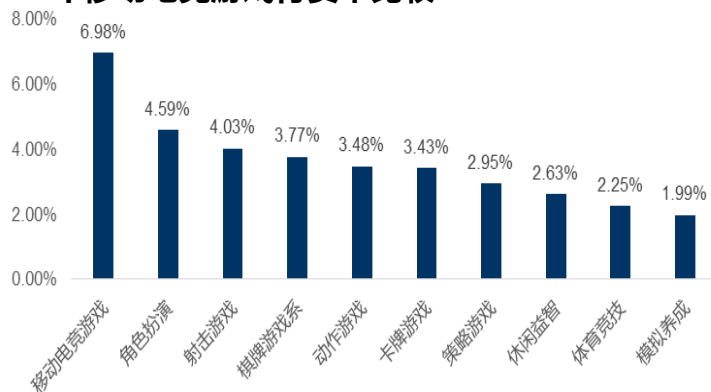
2016年移动电竞游戏留存情况对比



资料来源：DataEye & S+、申万宏源研究

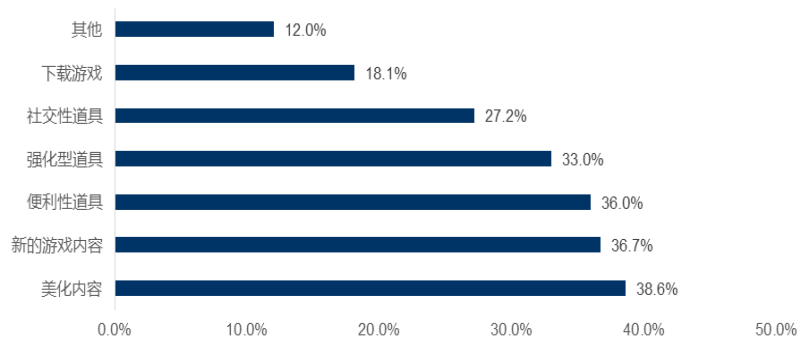
资料来源：DataEye & S+、申万宏源研究

2016年移动电竞游戏付费率比较



资料来源：DataEye & S+、申万宏源研究

2015年中国移动电竞游戏用户手游付费内容



资料来源：企鹅智库、申万宏源研究

2.4 供给端：游戏及赛事内容不断丰富

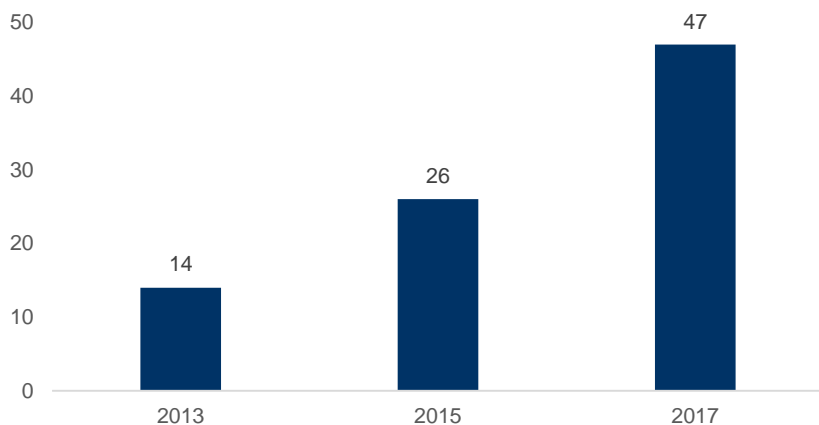
■ 游戏内容不断丰富

- 端游电竞游戏由于开发时间周期长、对引擎要求较高，流行的端游电竞还是以海外研发商为主。
- 我国移动电竞游戏研发能力已然位居世界前列，目前世界最火的移动电竞游戏《王者荣耀》出自于腾讯旗下天美工作室。

■ 赛事内容不断丰富

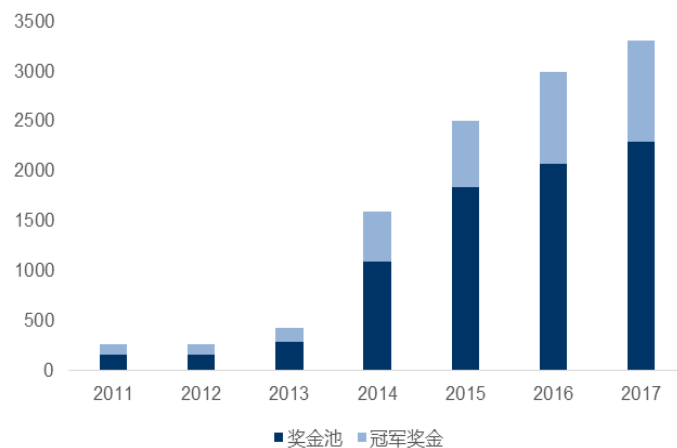
- 据统计，2017年中国规模级电竞赛事（具体赛事列表见附录）数量为47款，与2013年相比增长了235%
- 刚刚落幕的Ti7总奖金池达到了2297.36万美元，约合人民币**1.55亿元!!!**

2013——2017年中国规模级赛事数量增长235%



资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

TI历届赛事奖金（万美元）

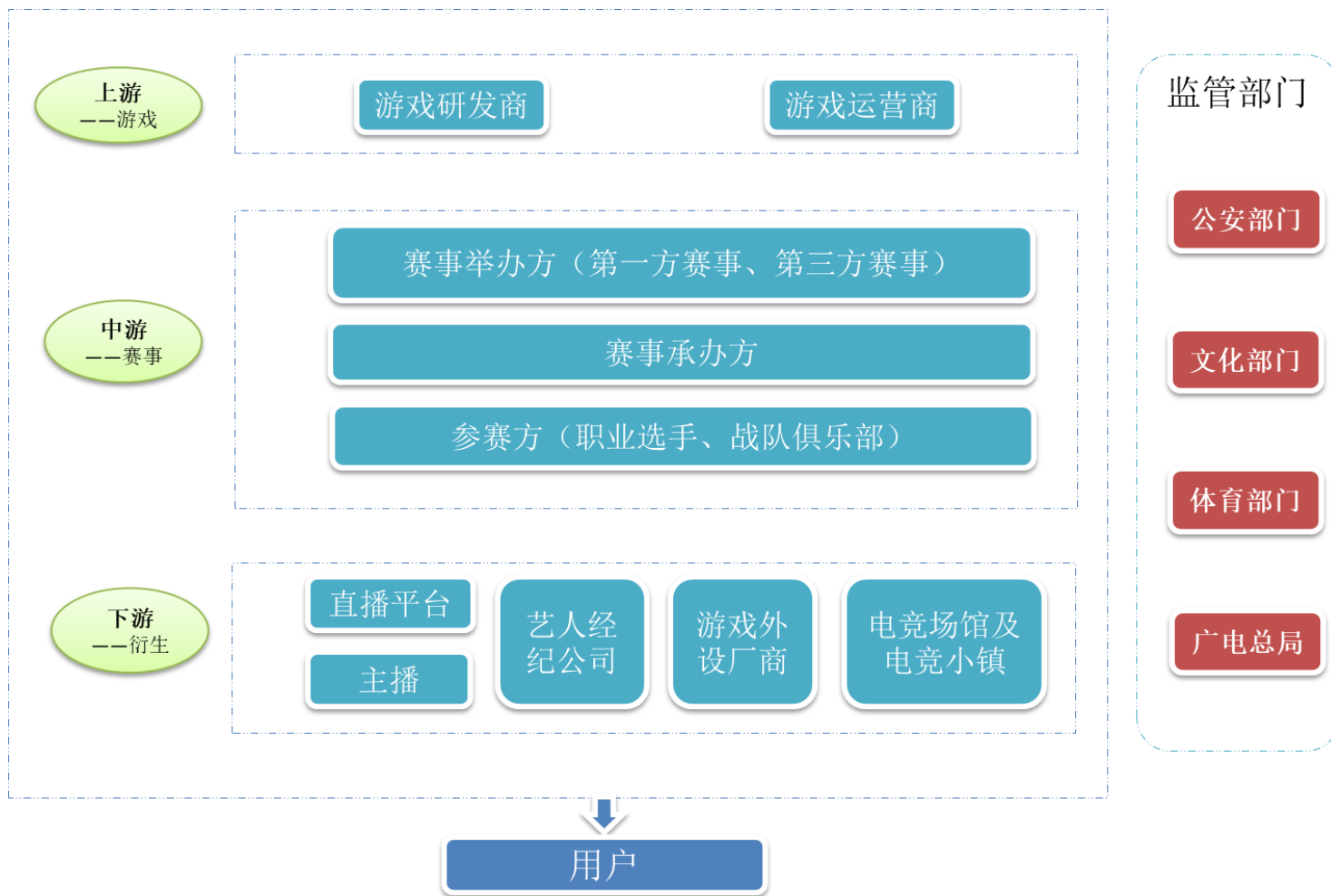


资料来源：申万宏源研究

主要内容

1. 电竞风云二十年
2. 为何崛起在现在？
3. 上下游产业链格局
4. 三维立体投资电竞

3 产业链上下游格局



资料来源：申万宏源研究

3.1 上游：电竞进入移动时代，内容为王、渠道制胜

■ 客户端电竞游戏市场是内容为王的市場

- 端游电竞研发厂商以暴雪、V社、拳头等巨头为主，虽然运营代理商通常和研发厂商保持紧密的联系，但市场主动权仍被牢牢把握在研发厂商手中。
- 中国客户端电竞游戏已进入稳定发展期，近年来增速放缓，LOL、DOTA2等竞技类端游成为维持增长的主要动力。
- 《CS:GO》、《绝地求生:大逃杀》等海外热门竞技游戏的引进有望成为市场继续增长的关键点。

主流PC游电竞游戏



资料来源：互联网，申万宏源研究

3.1 上游：电竞进入移动时代，内容为王、渠道制胜

■ 移动电竞游戏时代，在保持内容为王的基础上，渠道的影响力被放大

- 游戏本身的质量决定游戏的留存率、付费率等盈利的关键因素，但是**渠道决定游戏产品的曝光率，进而直接决定游戏的生死。**
- 随着人口红利逐渐消退，深度挖掘用户的消费能力，拉高产品生命周期是保证整个市场继续增长的关键所在。
- 移动电竞游戏公司考察**发行和研发**两方面。

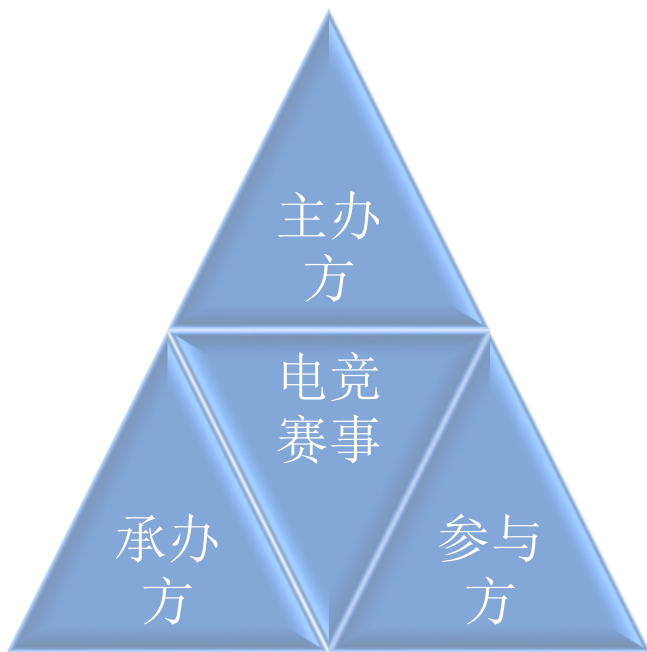


资料来源：互联网，申万宏源研究

3.2 中游：赛事联盟体系逐步完善，电竞生态圈正在形成

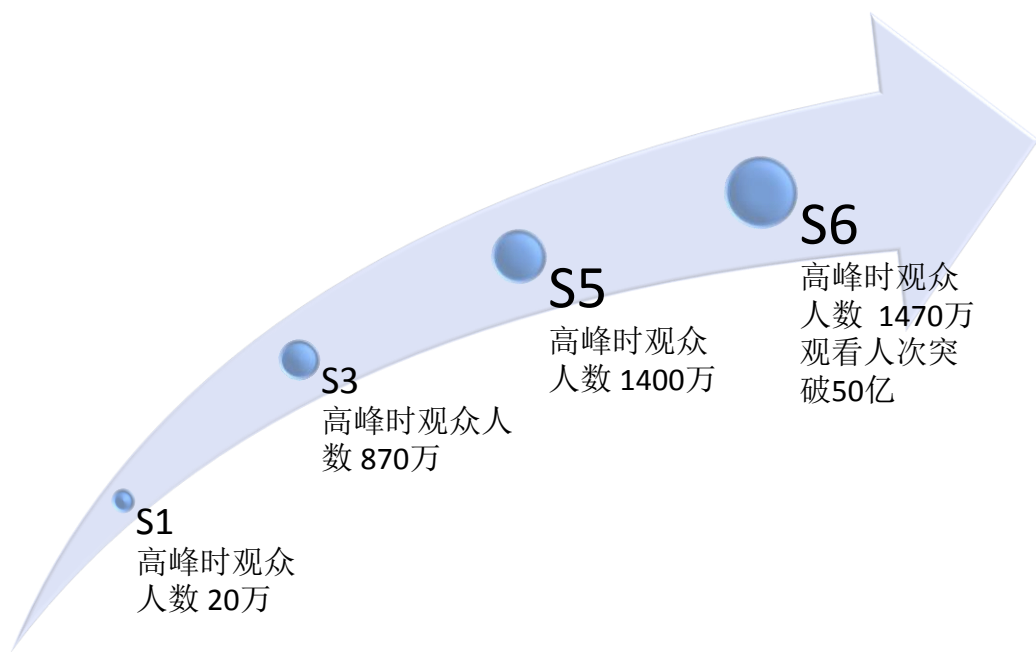
- 电竞赛事是电竞游戏的重要推广运营手段，可以有效增强游戏知名度和影响力、吸引新用户、刺激用户消费
- 赛事的三大参与主体分别为：主办方、承办方及参与方（俱乐部及职业选手）
- 近年来，电竞赛事的关注度不断上升，赛事的播放量呈现爆发式上涨

赛事三大参与主体



资料来源：申万宏源研究

英雄联盟世界总决赛关注度

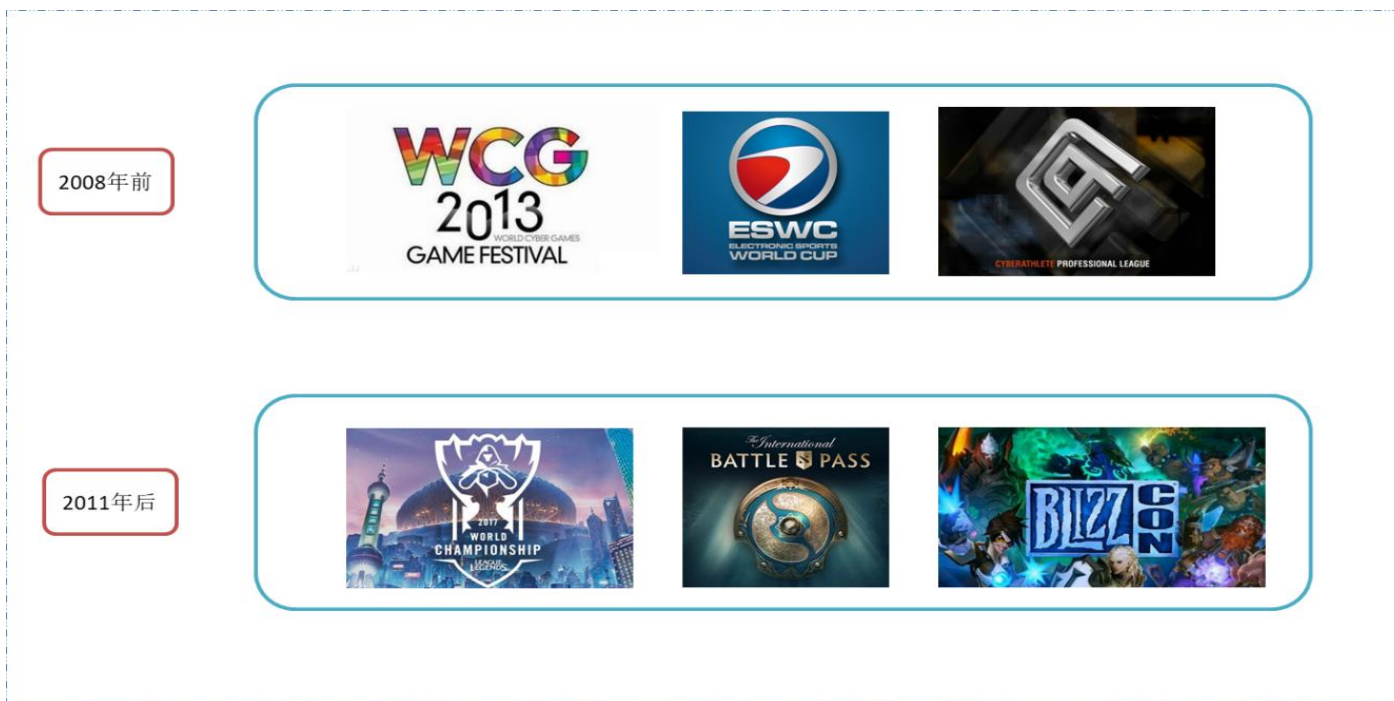


资料来源：Roit、申万宏源研究

3.2.2 主办方

- **第一方赛事**：由赛事游戏项目的游戏研发商或运营商所举办的电子竞技相关赛事
- **第三方赛事**：由赛事游戏项目的游戏研发商或运营商之外的第三方组织举办的电子竞技相关赛事

赛事影响力逐渐向第一方转移



资料来源：申万宏源研究

3.2.2 承办方

- **赛前**：赛事洽谈、赛事竞标、赛事策划、项目组建立（出赛事具体方案、安排场地、灯光、舞美等）、与主办方定期沟通赛事细节
- **赛中**：赛事现场统筹、赛事内容制作及推流
- **赛后**：赛后总结，视频后期制作、上传等电竞游戏的推广运营手段，增强游戏知名度和影响力、吸引新用户
- 赛事执行落地对于**人员素质、设备质量、现场演播厅能力、网络工程质量**要求特别高，这些内容则构成了赛事承办方的壁垒。



3.2.3 参赛方

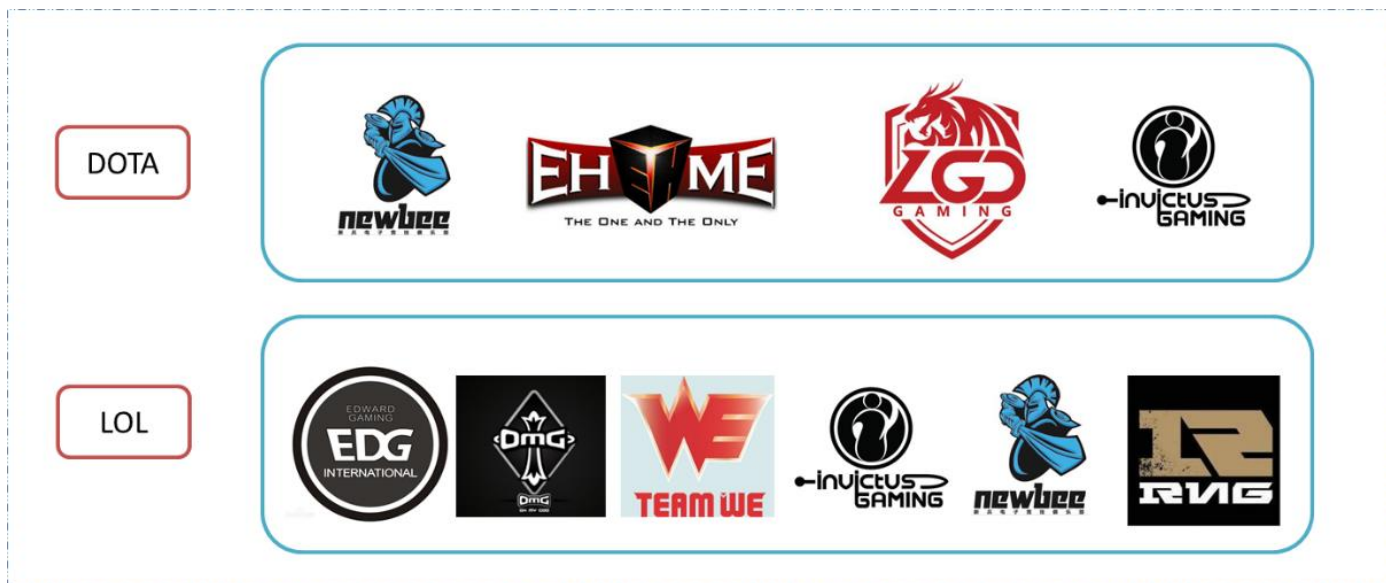
■ 俱乐部的影响力主要受三个方面因素的影响：

- ①俱乐部旗下战队成绩表现
- ②俱乐部旗下战队入驻项目
- ③战队商业活动曝光率

知名电竞俱乐部收支状况

赞助收入	选手薪酬
赛事奖金分成	房屋场地租金
直播平台收入	参与赛事差旅费
周边衍生品收入	宣传活动费
广告及代言费用	新战队项目开发支出

知名电竞俱乐部



资料来源：申万宏源研究

3.2.4 联盟体系的建设促进利益共享，实现多方共赢

电竞赛事的商业价值

品牌运营收入

- 赞助
- 广告
- 媒体转播权

门票收入

- 赛事门票收入

周边收入

- 外设联营收入
- 其他周边应援物品收入

- 以国内一线厂商为主导（如腾讯、完美世界等），以某一款游戏为中心，围绕该游戏的官方赛事建立起来的联盟——**如KPL联盟、LPL联盟等**
- 以其他游戏厂商为主导，包容俱乐部和赛事承办方，实现多方利益共享、资源互联的联盟——**如移动电竞联盟**
- 比照韩国KeSPA体系建立的，以体育总局为主导，包括地方政府、赛事承办方、硬件厂商、渠道商等多种机构的联盟——**如移动电竞产业联盟**
- 比照NBA体系建立，由俱乐部协议组织的俱乐部联盟——**ACE联盟**

3.2.4 联盟体系的建设促进利益共享，实现多方共赢

从NBA到电竞联盟——联盟商业化运营该怎么走？

■ NBA商业价值

- NBA联赛经营体制由**俱乐部 (Club)** 和 “**联盟 (Association)** ” 双重构成。
- **联盟和俱乐部的关系**：各俱乐部是以盈利为目的的独立法人，是公司；而联盟是一个非营利性的商业组织，联赛现在有29个俱乐部参加。联盟负责组织、推广、经营赛事，处理涉及俱乐部之间的公共事务。
- **收入分配**：**联盟经营收入**包括转播费、联盟标志产品销售、联盟衍生产品开发、全球推广活动如日本和中国赛事等。联盟收入的48.04% 用于返还给各俱乐部支付球员工资（2005-2006赛季以后这一标准将调至51%），另有一个固定比例用于联盟费用支出。
- **俱乐部收入**包括球票销售（门票收入：常规赛上缴联盟6%、季后赛税后上缴45%）、场内广告（联盟规定广告位置和数量）、球衣广告（联盟规定位置和大小）、球衣等纪念品销售收入。
- **商业模式成功的原因**：①实力 ②科学的管理制度（工资帽制度、奢侈税、选秀制度、自由球员制度等） ③强大的合作伙伴（赞助商） ④多样化的发展路径（多样化的比赛项目和方式、衍生授权产品等） ⑤造星和炒作



3.2.4 联盟体系的建设促进利益共享，实现多方共赢

从NBA到电竞联盟——联盟商业化运营该怎么走？



■ 2017年，LPL联盟化

■ 主客场机制改革（2018年）

■ LPL联盟扩张，名额增至14只战队

■ LPL参赛席位以招标的方式进行，现有战队需审核

■ 取消降级制度，LPL所有战队获得永久席位

■ 后续需要继续加强：①更完善的联盟体系 ②造星炒作能力 ③优化管理制度（新人选秀等） ④增强招商引资能力，引进赞助商，互利共赢

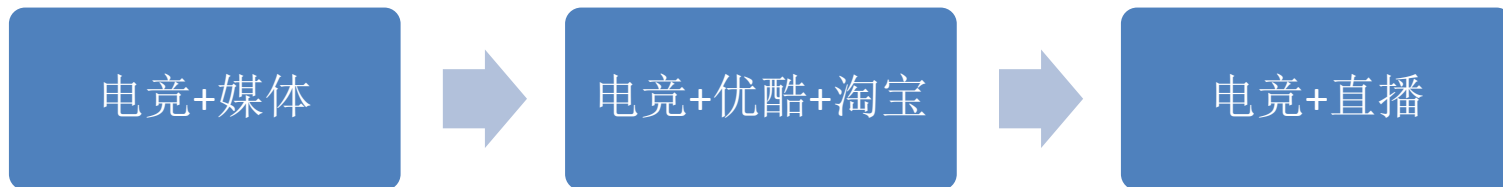
① 取消降级：2017年夏季赛开始LPL取消降级。

② 席位招标：2018年LPL拟扩展至14支战队，未来还有可能进一步扩展。

③ 联盟化生态：2018年起，所有LPL战队获永久席位，构建全新生态系统。

3.3 下游：变现方式多样化，电竞行业发展可持续

电竞衍生产业主流变现模式



■ 电竞+媒体 (2003——2008)

- 电视媒体：旅游卫视的《游戏东西》、上海电视台的《游点疯狂》、CCTV5的《电子竞技世界》等
- 互联网媒体：Neo TV、PLU、游戏风云、GTV等

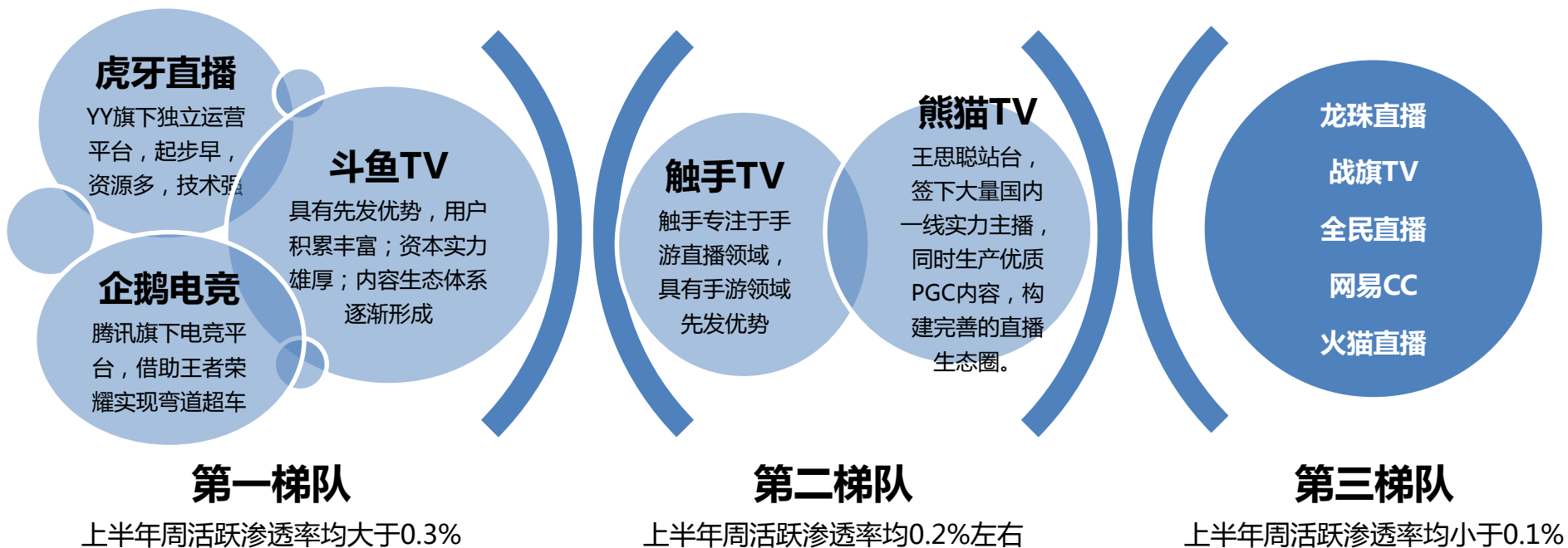
■ 电竞+优酷+淘宝 (2008——2015)

- 大量电竞选手退役之后进入内容制作行业，依托新崛起的优酷游戏频道，众多主播解说在优酷上开设自己的频道，UGC开始崛起，主播在积累粉丝后通过淘宝开设服装/外设/零食店铺实现粉丝变现。

■ 电竞+直播 (2015——至今)

- 随着移动游戏特别是《王者荣耀》的火爆及线上狼人杀游戏的流行，游戏直播依然有广阔的想象空间。

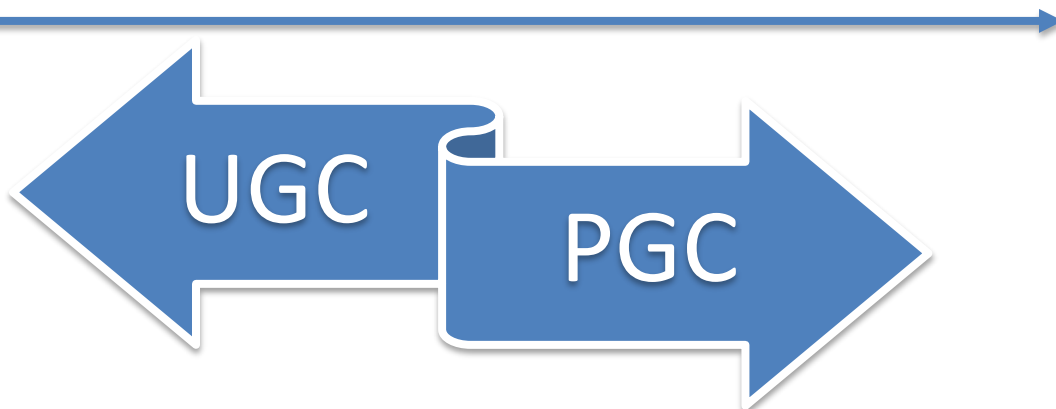
3.3.1 电竞+游戏直播



资料来源：申万宏源研究、IT桔子、猎豹全球智库《2017上半年中国直播app白皮书》

3.3.1 电竞+游戏直播

直播进入下半场



➤ 优点：

- 制作成本低
- 群众基础大
- 能动性较大

➤ 缺点：

- 内容质量层次不齐
- 头部主播影响过大
- 挖角事件屡见不鲜，平台工资成本高

➤ 优点：

- PGC内容经过专业编排，质量高
- 增强平台影响力，减少对当红主播的依赖性
- 造星，扩大主播影响力

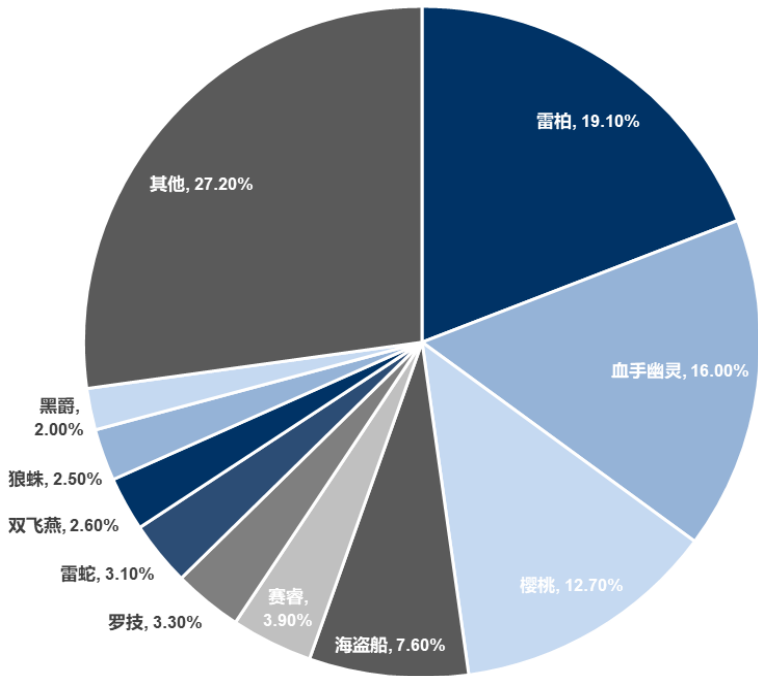
➤ 缺点：

- 对平台节目创作能力要求相对高

3.3.2 电竞+硬件外设

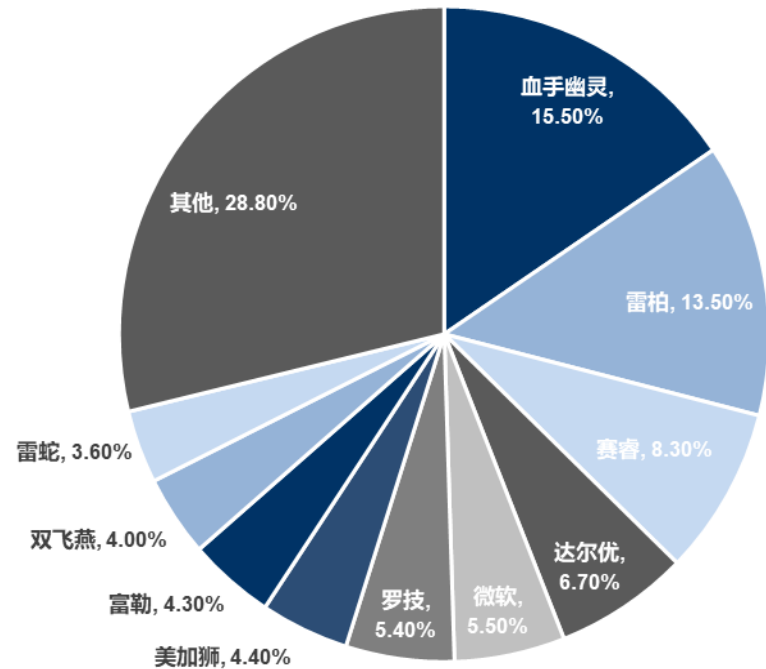
- 外设关注程度排序为：智能手机 > 主机、显卡 > 键盘、鼠标 > 耳机 > 手游专用手柄 > 电竞椅、鼠标垫
- 比照传统体育行业，我们认为游戏外设的市场还很大，**但关键在于消费者习惯的培养和品牌附加值的养成**
- **提高品牌附加值**：①外设厂商需要加强研发能力；②专业电竞设备厂商选择与知名电竞俱乐部、选手、游戏主播合作

2016年中国键盘市场品牌关注比例分布



资料来源：ZDC、申万宏源研究

2016年中国鼠标市场品牌关注比例分布



资料来源：ZDC、申万宏源研究

3.3.3 电竞场馆与电竞小镇

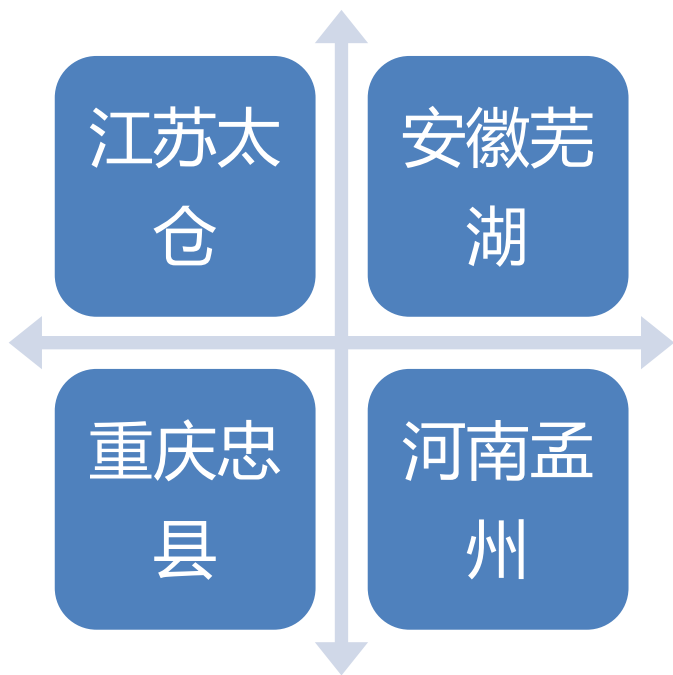
■ 电竞场馆

- 今年6月初，中国电竞产业大会在北京国家会议中心举行，大会发布了《电子竞技场馆建设标准》，这是目前国内首个电子竞技项目比赛场馆等配套设施的建设标准。

■ 电竞小镇

- 电竞小镇可以发挥产业聚居效应，能让电竞资源进行整合，从而增强电竞区域影响力，但是需要量力而为

四大电竞小镇



资料来源：申万宏源研究

上海风云电竞馆

- 地点：上海卢湾区浦西世博园区，鲁班路899号



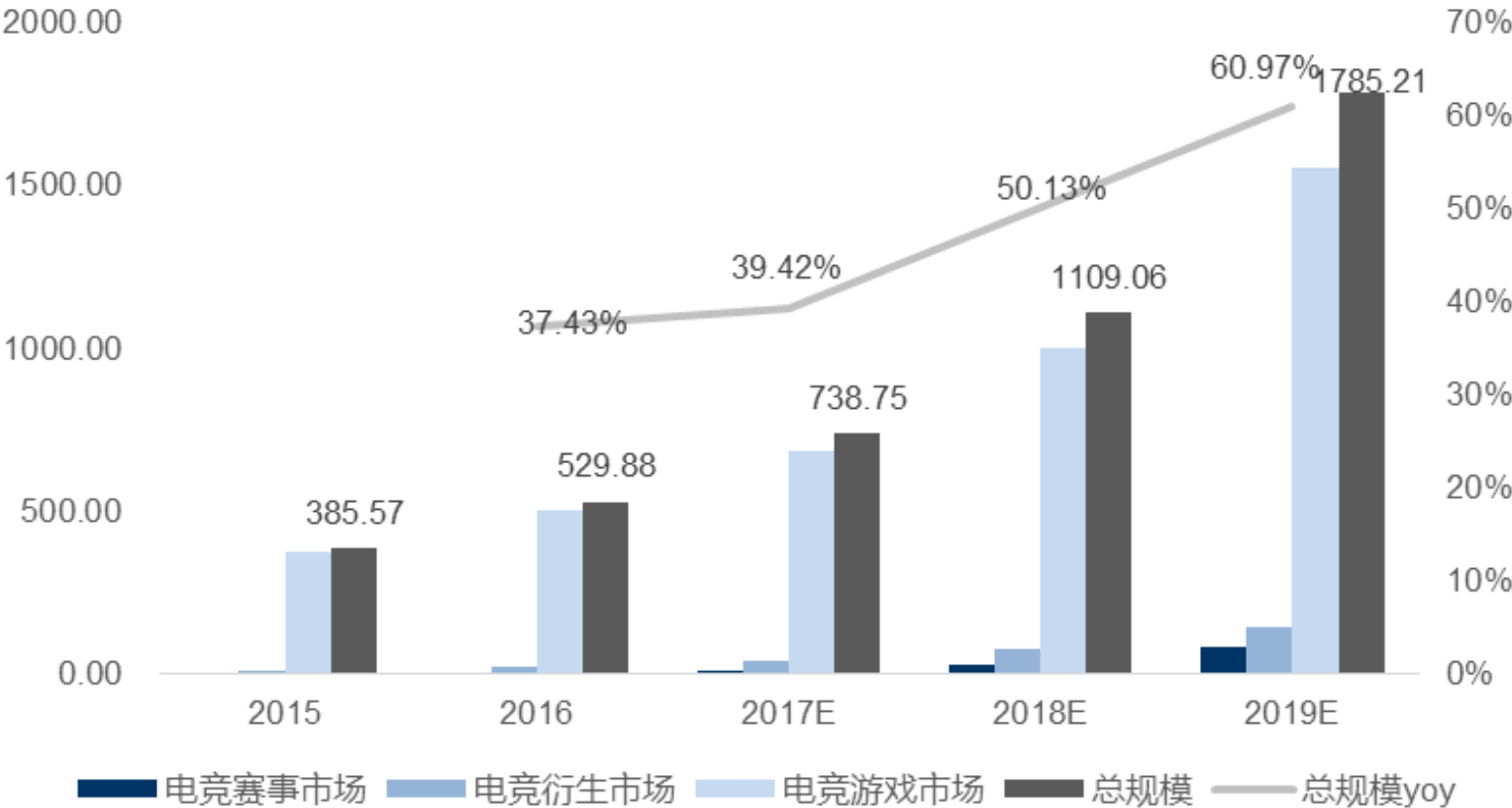
资料来源：互联网、申万宏源研究

主要内容

1. 电竞风云二十年
2. 为何崛起在现在？
3. 上下游产业链格局
4. 三维立体投资电竞

4.1 市场空间

- 我们采取中性预测，预计未来3年CAGR49.91%，3年后电竞市场整体规模将达到1,785.21亿元。
- 其中电竞赛事/衍生/游戏市场规模分别为82.99/143.83/1,558.39亿元，对应3年CAGR分别为163%/91%/46%。



资料来源：申万宏源研究

4.2 投资标的推荐——推荐逻辑

- ①上游游戏产业推荐关注具有较强发行和运营能力的企业,或具有强力研发能力的小而美的游戏工作室。
- ②中游赛事产业推荐关注赛事的主办方和承办方,围绕电竞赛事体系,专业的赛事承办方能充分享受行业规模扩大的福利。
- ③下游衍生产业推荐关注主播平台的商业价值变现、游戏外设及电竞场馆运营。

上游 电竞游戏

- 腾讯控股 (0700.HK)
- 完美世界 (002624.SZ)
- 英雄互娱 (430127.OC)

中游 电竞赛事

- 网映文化 (834902.OC)
- VSPN
- 阿里体育

下游 电竞衍生

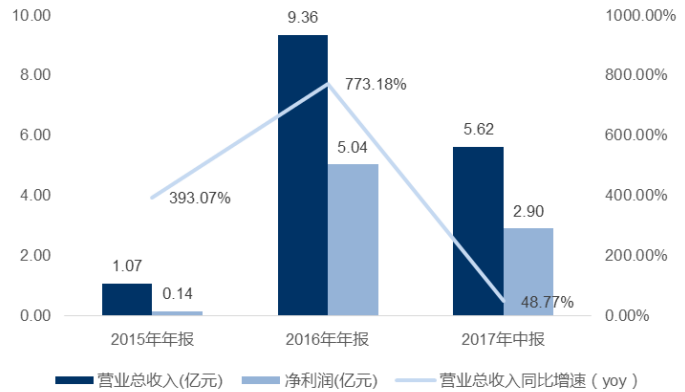
- 虎牙直播
- 斗鱼TV
- 雷蛇 (H00574.HK)
- 爵维科技 (838649.OC)

资料来源：申万宏源研究

4.3.1 英雄互娱：移动电竞领军者

- 英雄互娱2015年成立并挂牌新三板，迅速发展成为移动电竞领域龙头企业。
- 公司在**游戏研发**的基础上，将产业链延伸到**游戏运营、游戏赛事组织、场馆运营**等领域，牵头创立中国移动电竞联盟，加强同行业企业间协作，构建全产业链生态圈，影响力持续扩大。

英雄互娱财务指标分析



资料来源：Choice、申万宏源研究

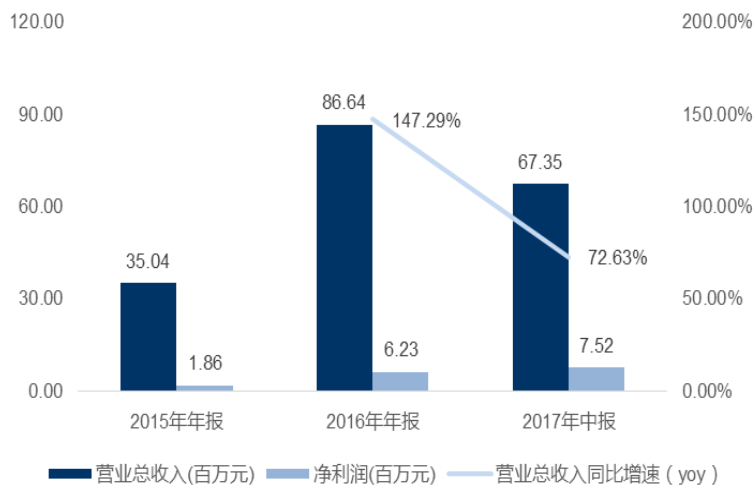


资料来源：申万宏源研究

4.3.2 网映文化：电竞赛事运营龙头，承办国内1/3规模级赛事

- 网映文化是国内最早专业从事电子竞技赛事运营业务的公司之一，2006年公司成立之初就拿下当时全球最具影响力的顶级赛事——WCG中国区独家直播权，并成为2008-2013年的中国区主办方。
- 公司提倡**宣传+运营+直播+视频制作四维一体**的全方位全赛事管理理念，拥有专业的游戏直播团队、领先的专业设备以及经验丰富的电竞赛事解说团队，赛事运营能力强，处于行业领先水平。

网映文化财务指标分析



资料来源：Choice、申万宏源研究

2017年上半年网映文化规模级赛事名录

项目名称	游戏项目
2017 星际2 黄金职业联赛	星际2
2017 风暴英雄黄金联赛	风暴英雄
2017 TGA 大奖赛	综合
2017 NSL	综合
2017 炉石超级黄金联赛	炉石
2017 WCG 微信游戏精英赛	综合
2017 NESO	综合
炉石世锦赛	炉石
英雄联盟国际高校冠军杯 LOL	英雄联盟
2017 CCL 职业联赛	使命召唤

资料来源：申万宏源研究

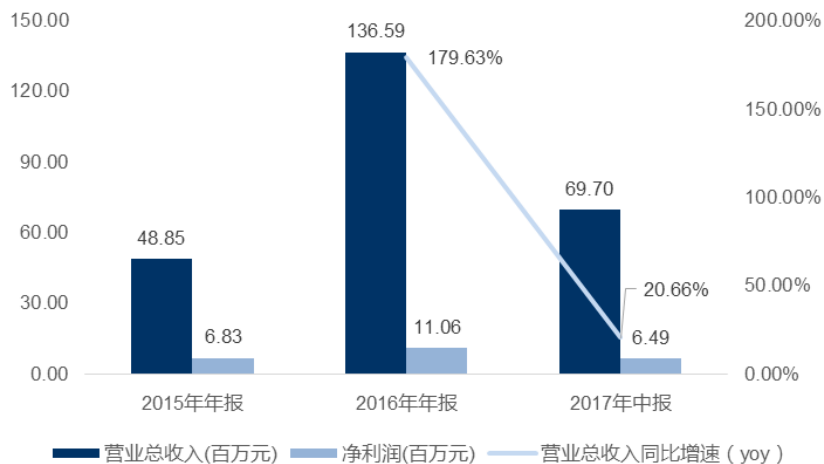
4.3.3 爵维科技：立足代理，发力原创，机械键盘领域玩家信仰

- 爵维科技是**Cherry品牌**在**亚洲**的独家运营商（大陆、台湾、韩国、东南亚等），公司通过赞助电竞赛事、明星选手等营销手段不断扩大Cherry在亚洲区的影响力。
- 公司始终致力于为电竞玩家提供更好的游戏体验，因此公司成立自有品牌**I-Rocks**并自设研发团队，签约明星战队选手作为研发顾问，能迅速将玩家需求转华为产品。
- 公司以**硬件为流量入口**，将软件植入硬件当中，通过软件为客户提供**会员系统、俱乐部系统、轻奢定制**等多种增值服务，增强公司盈利能力。



资料来源：I-Rock官网、申万宏源研究

爵维科技财务指标分析



资料来源：Choice、申万宏源研究

信息披露 证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

谭洁蔓
tanjm@swsresearch.com