

推荐 (维持)

游戏产业全景解析，关注行业长期趋势

2023 年 09 月 06 日

相关报告

《【兴证传媒】《游戏行业：冰雪消融暖风正劲，游戏复苏大年可期》2023-03-14

分析师：

李阳

liyangjys@xyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

S0190521030003

投资要点

- **“一核心+多端互通”或将成为手机游戏发展趋势。**从玩家角度来说，对于游戏的选择，很大程度上取决于游戏设备与玩家自身游戏习惯的匹配度。而多端互通就是直击痛点的对症下药，无论是 PC、主机、手机玩家，都能在自己最熟悉的平台上玩到同一款游戏，这种方式较为契合手游这一简化的游戏赛道，在降低游戏门槛的同时，亦能形成游戏圈层，横向丰富游戏玩法，形成大 DAU 游戏单品，创造更高收益。
- **中轻度休闲游戏或将在未来一段时间内成为主流游戏品类之一。**中轻度休闲游戏以棋牌、割草、挂机、合成、养成、休闲竞赛等玩法，与市场客群心态高度契合。相对于重度游戏，中轻度休闲游戏制作周期更短，更侧重于玩法侧和内容侧的挖掘和创新，对于美工、文案设计等方面的要求较少，更有利于 AIGC 进行全方位的赋能，进一步提升游戏迭代速率和版本更新速率，未来或将形成爆款游戏轮动趋势。
- **关注端游侧发展带来的手游机遇。**爆款游戏的出现主要源于抓住了不同时期的用户行为和心理特征，在端游小样本延伸到游戏的大样本中，这一特征仍然适用。一方面，诸多端游开启“端转手”进程，另一方面，我们也可以在众多手游爆款上看到爆款端游缩影，即“端改手”。未来，在注重创新的游戏领域，端游侧热门独立游戏的出现，将持续引领手游演进方向，为手游产品提供一定的盈利确定性。
- **重视 IP 带来的内容价值。**一方面，如“传奇”、“奇迹”、“石器时代”等 2000 年代的 IP，受众多为当前 30-39 岁的青壮年群体，在实现从“有时间无消费能力”到“有消费能力缺时间”的转变后，更乐意为情怀消费，这种 IP 消费趋势将会在未来持续轮动。另一方面，如“斗罗大陆”、“凡人修仙传”、“盗墓笔记”等网文、动漫、影视热门 IP，除情怀付费外的偶像付费、兴趣付费，同样具有相当的市场潜力。
- **掌握宣发入口，秉持玩法核心。**在庞大的游戏产品库中，如何实现首轮用户触达，IP 的加持固然有效，游戏的宣发也是一大重点，只有游戏“被看见”，才能实现用户转化可能。在首轮游戏引流后，要实现用户的长期增长、留存和消费，主要由游戏性质、质量和运营能力所决定。
- **AIGC 为 A 股游戏公司带来的降本增效效益或将在未来缓慢释放。**AIGC 对 A 股游戏公司成本端的改善不是一蹴而就的，而是一个长期的过程，人员的培训、技术的优化和应用、模型的训练等均需要在较长的周期内陆续实现。
- **投资建议：**我们认为，2023 年下半年将是大部分游戏公司的业绩集中释放期，得益于 AI 技术的高效赋能和充足的版号供应，展望未来前景乐观。当前游戏板块整体估值已回归到 22 倍左右，部分游戏公司估值甚至更低，行业向上空间值得重视。我们坚定看好贯穿全年、持续数年的游戏行情。推荐 A 股传媒板块的恺英网络、三七互娱、吉比特、姚记科技、完美世界、盛天网络、电魂网络、宝通科技等，建议关注游族网络。
- **风险提示：**游戏行业政策变动风险、新游戏开发和运营失败风险、游戏出海风险

目 录

1、中国游戏行业发展概述	- 6 -
1.1、从游戏机到游戏厅	- 6 -
1.2 中国网游从低迷走向辉煌	- 8 -
1.3、页游成为轻量化游戏的排头兵	- 11 -
1.4、智能手机带来游戏新格局	- 12 -
1.5、小程序游戏打开新市场	- 15 -
1.6 历史上的现象级游戏	- 17 -
2. 头部游戏类型介绍	- 17 -
2.1 RPG 角色扮演类	- 18 -
2.2 FPS 射击类	- 19 -
2.3 MOBA 类	- 20 -
2.4 SLG 类与 RTS 类	- 21 -
2.5 棋牌、卡牌和放置类	- 22 -
2.6 捕鱼类游戏	- 23 -
2.7 轻休闲类游戏	- 24 -
3. 游戏市场规模分析	- 24 -
3.1 移动游戏市场步入存量期	- 25 -
3.2 端游回暖势头强劲	- 26 -
4、游戏盈利模式	- 27 -
4.1、买断制	- 27 -
4.2、额外内容付费制	- 28 -
4.3、时长（包月）收费制	- 29 -
4.4、增值道具付费制	- 30 -
4.5、会员制	- 31 -
4.6、抽奖制	- 33 -
4.7、通行证制	- 33 -
4.8、广告植入制	- 36 -
5、游戏产业链及渠道抽成情况	- 37 -
6、新技术在游戏中的应用	- 40 -
6.1 AI 赋能游戏，降本增效效果明显	- 40 -
6.2、VR	- 43 -
6.3、声音识别	- 47 -
7、IP 蓄势待发，推动文化发展	- 48 -
7.1、依托内容流转，实现长期变现	- 49 -
7.2、IP 衍生品破圈，发展势态良好	- 50 -
7.3、注重文化推广，IP 和中国文化相互促进	- 51 -
8、行业观点与投资标的	- 52 -
8.1、行业观点	- 52 -
8.2、投资建议	- 59 -
9、风险提示	- 63 -

图 目 录

图 1、国内游戏发展历程	- 6 -
图 2、日本任天堂推出的“红白机”	- 7 -
图 3、红白机“超级马里奥兄弟”游戏	- 7 -

图 4、国产“小霸王”游戏机.....	- 7 -
图 5、魂斗罗	- 7 -
图 6、街机游戏《拳皇》	- 8 -
图 7、游戏厅	- 8 -
图 8、《侠客行》进入界面	- 8 -
图 9、Windows98 系统界面	- 8 -
图 10、《传奇世界》游戏内容	- 9 -
图 11、《泡泡堂》游戏界面	- 9 -
图 12、《地下城与勇士》游戏内容	- 10 -
图 13、《穿越火线》游戏界面	- 10 -
图 14、《魔兽世界》	- 10 -
图 15、《英雄联盟》	- 10 -
图 16、4399 网站	- 11 -
图 17、4399 最早的游戏之一《星际小蜜蜂》	- 11 -
图 18、“老板键”图示	- 12 -
图 19、热血江湖	- 12 -
图 20、腾讯 QQ 空间内置游戏《QQ 农场》	- 12 -
图 21、腾讯 QQ 空间内置游戏《抢车位》	- 12 -
图 22、移动游戏发展阶段	- 13 -
图 23、移动游戏发展历程	- 13 -
图 24、《水果忍者》游戏界面	- 13 -
图 25、《节奏大师》游戏界面	- 13 -
图 26、《王者荣耀》游戏截图	- 14 -
图 27、《QQ 飞车手游》游戏截图	- 14 -
图 28、《巅峰极速》游戏截图	- 14 -
图 29、《逆水寒手游》	- 14 -
图 30、米哈游《原神》	- 15 -
图 31、米哈游《崩坏 3》	- 15 -
图 32、小程序游戏定义	- 15 -
图 33、手游和小游戏的差异	- 15 -
图 34、《跳一跳》	- 16 -
图 35、《我叫大东家》	- 16 -
图 36、现象级游戏时间轴图（1995-2008 年）	- 17 -
图 37、现象级游戏时间轴图（2008-2022 年）（上为端游/下为手游或小程序游戏）	- 17 -
图 38、2022、2023 年上半年移动游戏收入前 100 游戏类型分布	- 18 -
图 39、穿越火线手游	- 20 -
图 40、和平精英	- 20 -
图 41、王者荣耀	- 20 -
图 42、决战！平安京	- 20 -
图 43、《旭日之城》	- 21 -
图 44、文明 6	- 21 -
图 45、《红色警戒》	- 21 -
图 46、《星际争霸》	- 21 -
图 47、《欢乐斗地主》	- 22 -
图 48、《腾讯欢乐麻将》	- 22 -
图 49、万智牌	- 22 -
图 50、炉石传说	- 22 -
图 51、《杀戮尖塔》	- 23 -
图 52、《王牌与冒险》	- 23 -

图 53、王者荣耀自走棋	23 -
图 54、《英雄联盟》云顶之奕	23 -
图 55、《姚记捕鱼》	24 -
图 56、《途游捕鱼》	24 -
图 57、《开心消消乐》	24 -
图 58、《愤怒的小鸟》	24 -
图 59、2014-2023 年 H1 游戏市场规模及手游占比	25 -
图 60、2019-2022 年全球移动游戏市场规模	26 -
图 61、2017-2023 年 H1 我国移动游戏行业收入规模	26 -
图 62、2014-2022 年移动游戏用户规模	26 -
图 63、2020 年-2023 上半年端游收入及增速	27 -
图 64、《霍格沃茨之遗》Steam 购买页面	28 -
图 65、《纪念碑谷》Apple Store 购买页面	28 -
图 66、《Dark Soul 3》的《The Ringed City》	29 -
图 67、《月圆之夜》的 DLC 礼包内容	29 -
图 68、Steam 付费 Mod	29 -
图 69、《纪念碑谷》Apple Store 购买页面	29 -
图 70、《魔兽世界》包月购买界面	30 -
图 71、《梦幻西游》点卡充值页面	30 -
图 72、国内首个免费网游《巨商》	30 -
图 73、《魔域》游戏界面	30 -
图 74、《穿越火线》游戏内商城	31 -
图 75、《王者荣耀》游戏内商城	31 -
图 76、腾讯粉钻特权（现已停运）	31 -
图 77、《DNF》黑钻特权	31 -
图 78、网易超级会员特权	32 -
图 79、网易超级会员支持游戏一览	32 -
图 80、巨人网络《球球大作战》会员特权	32 -
图 81、恺英网络《全民江湖》会员加成	32 -
图 82、《CS:GO》开箱	33 -
图 83、《阴阳师》式神抽卡	33 -
图 84、《CS:GO》“回馈大行动”	34 -
图 85、《DOTA2》2022 年“勇士令状”	34 -
图 86、《堡垒之夜》通行证	34 -
图 87、《永劫无间》“浪潮”通行证	35 -
图 88、《使命召唤 19》“黑影部队”通行证	35 -
图 89、《PUBG》“阿斯顿马丁”通行证	36 -
图 90、《PUBG》“阿斯顿马丁”通行证对比	36 -
图 91、《死亡搁浅》剧情动画中“魔爪”饮料植入	36 -
图 92、《NBA2K18》“佳得乐”植入	36 -
图 93、《英雄联盟》“Aape”植入	36 -
图 94、《元气骑士》广告复活	37 -
图 95、《羊了个羊》广告复活	37 -
图 96、《PUBG》界面广告	37 -
图 97、《荒野行动》内嵌广告	37 -
图 98、游戏产业链情况	38 -
图 99、移动游戏利润分成模式	38 -
图 100、AI 在游戏中的应用	40 -
图 101、内容创作发展历程	41 -
图 102、《AI Dungeon》主界面	41 -

图 103、游戏开发成本变迁情况	- 41 -
图 104、肯德基 KI 上校英雄联盟 KPL 实时胜率预测	- 42 -
图 105、《逆水寒 AI 对话》	- 42 -
图 106、VR 发展历程	- 43 -
图 107、语音识别原理架构图	- 47 -
图 108、《言出法随》游戏截图	- 48 -
图 109、《Origins》游戏截图	- 48 -
图 110、中国原创移动游戏 IP 产品市场收入（亿元）	- 49 -
图 111、中国 IP 改编移动游戏市场实际收入（亿元）	- 49 -
图 112、IP 衍生产业链	- 50 -
图 113、LV 与英雄联盟联名款游戏人物皮肤	- 51 -
图 114、《百事可乐》联名《英雄联盟》	- 51 -
图 115、TOP50 自研游戏 IP 文化联动对象分布(按 IP 数量)	- 52 -
图 116、《幻塔》移动端游戏画面	- 53 -
图 117、《幻塔》PC 端游戏画面	- 53 -
图 118、2022 年 1 月-2023 年 7 月我国企业就业人员周平均工作时间(单位: 小时)	- 54 -
图 119、2018 年 12 月-2022 年 12 月我国短视频用户规模及使用率情况	- 54 -
图 120、2022 年 H1-2023 年 H1 海外手游内购收入及变化趋势	- 54 -
图 121、Scopely 发行的《Monopoly Go!》月流水超 4 亿元	- 54 -
图 122、2023 年上半年海外手游移动广告投放大盘分布	- 55 -
图 123、《火影忍者》手游游戏画面	- 56 -
图 124、《镇魂街: 天生为王》游戏画面	- 56 -
图 125、Appstore 每年在售游戏总数及增长率	- 57 -
图 126、Appstore 每年游戏营业额及增长率	- 57 -
图 127、Google Play 每年在售游戏总数及增长率	- 57 -
图 128、Google Play 每年游戏营收及增长率	- 57 -
图 129、《梦幻西游》	- 58 -
图 130、《问道》	- 58 -
图 131、申万游戏板块 2016 年 1 月 1 日-2023 年 8 月 31 日 PE 估值	- 59 -

表目录

表 1、小程序游戏和手游对比	- 16 -
表 2、RPG 游戏分类	- 18 -
表 3、游戏盈利模式	- 27 -
表 4、各平台渠道抽成比例	- 39 -
表 5、steam2021-2022 年度部分铂金级 VR 游戏	- 44 -
表 6、近年来中国 VR 发展相关政策	- 45 -
表 7、我国部分企业 VR 游戏布局	- 46 -
表 8、游戏 IP 前端经济	- 49 -
表 9、中国影响力 TOP50 自研游戏 IP 产品名单（部分）	- 51 -
表 10、部分头部手游对标端游/主机游戏	- 55 -
表 11、2022-2023H1 部分头部公司游戏业务毛利率变动情况	- 58 -
表 12、主要游戏公司盈利预测及估值（股价及估值截至 2023.8.31）	- 62 -

报告正文

1、中国游戏行业发展概述

我国游戏行业起步晚，发展快，自上世纪 80 年代起，历经二十多年学习成长，我国游戏代理业务已形成了成熟的商业模式，自研游戏也取得了长足的进步。2010 年，游戏迈入手游时代后，我国游戏产业锚定手游赛道持续发力，发布了《节奏大师》、《王者荣耀》等一系列优秀的游戏作品，打造了“崩坏”、“王者荣耀”等知名国产 IP，2020 年，现象级手游《原神》的问世，更是标志着国产手游迈入新台阶。2023 年，随着 ChatGPT 的兴起，我国游戏厂商也相继在“AI+游戏”赛道开启多元化尝试，赋能降本增效。网易的《逆水寒手游》现已率先实现 NPC GPT 直装，丰富游戏内容，推动拉新促活，开启了我国 AI 游戏应用的新模式。

图 1、国内游戏发展历程



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

1.1、从游戏机到游戏厅

1983 年，正值美国“雅达利大崩溃”之际，任天堂于 7 月 15 日发布 FC 红白机 Family Computer（简称 Famicom），奠基近代电玩产业，成为了现代游戏产业的开创者，并在很多方面确立了现代电子游戏的标准。但是当时中国正百业待兴，基本温饱问题才是大众更关心的重点，售价高达 200 元人民币，接近 1987 年中国人均 GDP（1112 元人民币）1/5 的红白机没能成功进入中国市场，但其对中国游戏产业的影响不容小觑。

图 2、日本任天堂推出的“红白机”



资料来源：ZCOOL，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、红白机“超级马里奥兄弟”游戏



资料来源：3DMgame，兴业证券经济与金融研究院整理

上世纪 80 年代末，中国经济开始迅速发展，在文教娱乐等精神消费需求提振下，中国游戏市场开始萌芽。1991 年，江西创业家段永平接手小霸王电子工业公司，同年 6 月，模仿红白机构造的“小霸王”游戏机横空出世，段永平斥资 40 万元在中国中央电视台黄金时段播出第一则广告，以“拥有一台小霸王，打出一个万元户”为营销特色的有奖销售活动，助力公司游戏机迅速国内走红；在取得初步成功后，公司于 1993 年和 1994 年分别推出两代带有学习和编程功能的电脑学习机，并在代言人成龙的影响力和产品的新颖性等多重催化下，占领国内游戏机市场近 80% 的市场份额；1995 年，小霸王游戏机销量迅速增长，助推小霸王公司市值突破 10 亿元。小霸王系列游戏机和学习机对中国游戏产业发展具有里程碑意义。

图 4、国产“小霸王”游戏机



资料来源：凤凰科技，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、魂斗罗



资料来源：3DMgame，兴业证券经济与金融研究院整理

游戏厅从 80 年代末期开始在国内逐渐普及，带着《街头霸王》《恐龙快打》《侍魂》《三国志》《海盗船长》《名将》《雷电》等一系列经典游戏迅速席卷中国游戏市场，1994 年后“拳皇”系列、“合金弹头”系列以及《三国战纪》等街机游戏助力游戏厅达到人气巅峰。但由于街机游戏盈利模式单一，整体毛利较低，加之互联网迅速普及带来的电脑游戏和网吧的迅速发展，20 世纪初游戏厅开始快速衰落。此外，由于游戏厅带有赌博色彩，成为彼时国家严令整治的产业——国务院 2000 年发布 44 号通知《关于开展电子游戏经营场所专项治理的意见》禁止销售游戏机和提供街机游戏场所，基本终结了游戏厅和游戏机时代。直到 2013 年禁令放开，XBOX、

Switch、NS 等多种游戏机才得以进入国内市场。时至今日，游戏厅已转型为以赛车、跳舞、投篮、夹娃娃、射击打怪、体感游戏为主要玩法，面向未成年人开放的轻娱乐休闲场所。

图 6、街机游戏《拳皇》



资料来源：3DMgame，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、游戏厅



资料来源：千库网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 中国网游从低迷走向辉煌

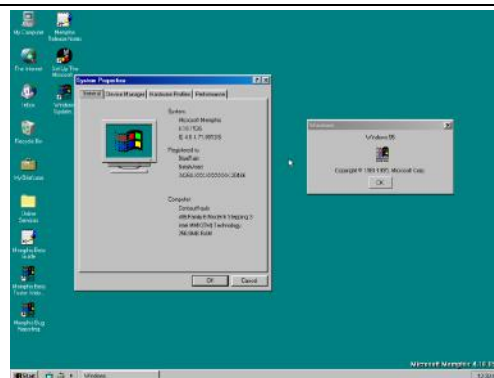
1995 年，武侠题材的 Mud 游戏《侠客行》作为我国首款自研端游，开创了国产网游的先河。1996 年，河洛工作室根据金庸武侠小说改编推出中国武侠 RPG 游戏《金庸群侠传》，以内容高度忠于原著、游戏自由度为核心，推动中国网游向开放式发展。同年，中国第一家网吧于北京诞生，尽管价格昂贵（40 元/小时），网速慢，但是依旧成为国内民众的关注焦点，并引领网吧风潮快速风靡全国。

图 8、《侠客行》进入界面



资料来源：搜狐新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、Windows98 系统界面



资料来源：Windows98，兴业证券经济与金融研究院整理

1998 年是游戏史上颇有分量的一年。

1998 年，windows 98 发布，简化系统后台进程，使用户可专注于工作或游戏；彼时，国内网吧也如雨后春笋般在全国蓬勃发展，平均价格也降到 2-4 元/小时，公众上网热情不断高涨。Windows 系统的发展和网吧的扩张为玩家提供了玩游戏所必须的软、硬件基础支持和技术保障，进一步推动了中国游戏行业的发展。

1998 年，同样也是大作井喷的一年。蕴含深度竞技体验的 RTS 游戏《星际争霸》打开了世界电子竞技的大门、ARPG 游戏《潜龙谍影》（《合金装备》）开创了革命性的叙事手法、年终发布的《半条命》更是被誉为 FPS 界的鼻祖，众多大作的出现让电子游戏产业看到了更大的可能性为游戏产业赋予了更深刻和丰富的内涵，此外 ACT 游戏《星球大战》、RPG 游戏《生化危机 2》《永远的伊苏》、FPS 游戏《彩虹六号》、FTG 游戏“拳皇”系列最经典版本《拳皇 98》、RAC 游戏《极品飞车 3：热力追踪》等经典游戏均在这一年诞生。

中国的电脑游戏此时的发展依然低迷，直到 2001 年 7 月，刚成立不到 3 年的盛大公司成为了游戏市场的东方明珠：彼时，公司引进了韩国 Actoz 开发的 MMORPG 游戏《传奇》，成功打开中国网络游戏市场，中国版传奇——《热血传奇》于 2002 年 9 月开启公测，仅一个月之后，《热血传奇》最高同时在线人数便高达 60 万人；2003 年，《热血传奇》已占领了中国网游近 7 成的市场份额。同年，公司乘胜追击引入韩国 NC soft 公司开发的休闲游戏《泡泡堂》，以简单、休闲的竞技玩法，于 2004 年 2 月，游戏实现最高同时在线用户超 70 万人成就，成为当时最成功的休闲类网络游戏。凭借着代理游戏的成功，盛大开始逐步由产品引进代理向自主研发转型。2003 年盛大开启自研游戏的率先尝试，推出《传奇世界》，当年同时在线人数最高超过 30 万人。2005 年 9 月 13 日，盛大在北京中华世纪坛发布游戏《中华英雄谱》，该游戏以中国历史上一百位杰出人物为原型，揭开了主旋律内容网络游戏的新篇章。自此，中国网游开始逐步走向辉煌。

图 10、《传奇世界》游戏内容



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、《泡泡堂》游戏界面



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

2003 年，腾讯推出 QQ 游戏平台，拿下韩国网游《凯旋》的代理权，内测前最高单日报名人数超 18 万人，然而由于腾讯经验不足，该游戏正式上线不久即陷入运营困境，最终停服。《凯旋》的失败成为了中国游戏发展的一个重要节点，2004 年，在《凯旋》失败经验的指导下，腾讯推出聚合式棋牌休闲游戏平台《QQ 游戏大厅》，2005 年底，其同时在线人数超 180 万人，注册用户达 1.4 亿人，日活用户超千万人。在平台游戏成功的基础上，腾讯依靠 QQ 账号体系，陆续推出《QQ 堂》、《QQ 幻想》、《QQ 音速》、《QQ 三国》等一系列“腾讯系”网游，凭借“社交+游戏”

打法在休闲网游领域大获成功。此后，腾讯不断通过现有游戏，积累市场反馈、渠道资源，提升品牌效应，优化研发及发行模式，为后续游戏的研发和运营积累了丰富的经验、技术能力和产业资源。2008 年，腾讯成功获得韩国 NEOPLE 公司的《地下城与勇士》和 Smile Gate 公司的《穿越火线》的代理权，次年，腾讯游戏收入突破 50 亿元，占据当年国内端游 23% 的市场份额，跃居国内第一大网游公司。

图 12、《地下城与勇士》游戏内容



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、《穿越火线》游戏界面



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

在中国游戏发展中，最具里程碑意义的当属《魔兽世界》和《英雄联盟》。2005 年，第九城市游戏拿下暴雪 MMORPG 神作《魔兽世界》的代理权，同年《魔兽世界》正式登陆中国，游戏以开创性的组队副本玩法，打造了近乎压倒性的竞争优势，占据了国内最大的游戏市场份额，推动中国游戏市场进一步发展。2011 年，腾讯获得美国拳头工作室制作的 MOBA 游戏《英雄联盟》的代理权，游戏上线后迅速风靡全国，成为国内客户端游戏的绝对龙头，助力 2013 年腾讯国内客户端游戏市占率提升至 59%，至此，国内端游市场迈入了新的阶段。

图 14、《魔兽世界》



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、《英雄联盟》



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、页游成为轻量化游戏的排头兵

页游凭借轻量化、便捷性的特征，在国内游戏史上留下了浓墨重彩的一笔。2000年前后，互联网进入快速发展期，电脑逐渐家用化，门户网站顺应时代发展出现，持续领跑网址导航市场。门户网站是分类搜索的集合体、流量的主要入口，2003年，国内第一门户网站“hao123”凭借优异的流量表现，月流水一度曾高达80万元。2004年，国内最大搜索引擎百度看重了“hao123”这一块流量高地，以1190万人民币和4万股股票将网站收入囊中，助力“hao123”流量价值持续扩大。借助“hao123”打出的影响力，网站创始人李兴平于2004年再度推出小游戏聚合网站“4399”，凭借界面简洁、类型丰富和无需下载、免费在线等优势，迅速跻身国内页游行业“头号玩家”。随着Flash游戏技术的逐步成熟，4399陆续推出《魔塔》、《森林冰火人》、《狂扁小朋友》、《二战前线》以及《赛尔号》、《摩尔庄园》等一系列经典游戏，成为许多人的童年记忆。

图 16、4399 网站



资料来源：4399，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、4399 最早的游戏之一《星际小蜜蜂》



资料来源：4399，兴业证券经济与金融研究院整理

2007年，德国游戏《travian》正式登陆中国，开启中国当代页游时代，奠定了国内策略型页游的模型。2008年6月，乐堂科技策略游戏《热血三国》以创造性的“联合运营”模式，寻求和91wan、4399等业内头部公司合作，在各公司网站和平台上搭建游戏服务器，通过协商利益分配，达成宣发入口最大化的同时，实现了成本最小化。在“联合运营”模式下，2008年11月《热血三国》注册人数高达400万，在线人数30万，创造了中国网页游戏的一个新高峰，引发国内游戏圈大地震，让“联合运营”成为了页游的行业范式。此后，策略类页游无需持续操作的特点，加之广告词“上班也可以玩游戏”的心理引导，加速了页游市场份额的扩张，而部分游戏“老板键”，即可通过按键一键收起游戏，的推出，更是让策略类页游持续获得众多上班族的热爱，助力该类游戏长期占据页游市场半壁江山。

图 18、“老板键”图示



资料来源：BB 姬，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、热血江湖



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

2009 年，是中国页游的分水岭，页游开始从策略类向其他品类横向扩展，诞生了 MMORPG《天书奇谈》《魔力学堂》《仙域》等热门游戏。也正是当年，腾讯借鉴学习现象级模拟经营游戏《开心农场》，将其引入风头正盛的 QQ 空间社交体系，打造了《QQ 农场》，一时之间，“偷菜”和“收菜”成为人们津津乐道的话题，此后，腾讯相继打造了《QQ 牧场》《QQ 餐厅》《抢车位》等经典，形成了庞大的社交页游矩阵。

图 20、腾讯 QQ 空间内置游戏《QQ 农场》



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、腾讯 QQ 空间内置游戏《抢车位》



资料来源：游戏截图，白鹿电竞，兴业证券经济与金融研究院整理

页游作为轻量化游戏的率先尝试，在初代手游推出后，页游市场规模开始逐步下行。2020 年底，Flash 官方宣布停止运营，高度依赖 flash 的页游“闪客”时代落下帷幕。

1.4、智能手机带来游戏新格局

移动游戏是移动互联网时代的主流，也是未来智能终端体系的重要组成部分。我国移动游戏行业经过二十多年更新迭代，历经产业培育期、产业进步期和快速发展期，现已步入成熟稳定期。在全民娱乐的背景下，中国手游产业有望持续迎来

发展良机，市场格局日趋稳定。

图 22、移动游戏发展阶段



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、移动游戏发展历程



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

随着手机更新换代，手游高速迭代。在1998年前后，我国进入翻盖机和小灵通时代，厂商为手机增加卖点，将《贪吃蛇》、《21点》、《黑白棋》等简单休闲游戏植入手机，手游的产品结合期正式开启；半智能全面屏手机推出后，消除类游戏登上历史舞台，游戏逐渐成为手机不可或缺的要素。2010年，iPhone4发布，初代网红手游《水果忍者》《会说话的汤姆猫》《神庙逃亡》《愤怒的小鸟》等经典游戏助力产业新格局形成，手机游戏开始起步发展，2012年后推出的《我的世界》《节奏大师》《天天酷跑》等热门手游陆续亮相，持续引爆游戏市场。

图 24、《水果忍者》游戏界面



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、《节奏大师》游戏界面



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

2015年，4G进入高速发展时代，网络提速推动手游进入爆发期，开始撼动端游的龙头地位。2015年11月，腾讯MOBA手游《王者荣耀》公测，通过对DOTA、LOL等头部MOBA端游的简易化改良，加之优秀的历史角色设定，游戏一经发布便在手游界攻城拔寨，热度持续上升，2016年，《王者荣耀》日活跃账户已超5000万人，为腾讯带来收入68亿元，占当年全中国手游总收入的17.7%。2017年Q1，《王者荣耀》单季度资金流水已高达30亿元人民币，正式登顶Sensor tower全球IOS手游下载榜榜首，同年Q2，腾讯正式宣告其手游收入超越端游收入。在

手游初战告捷后，腾讯趁胜追击，陆续推出《穿越火线手游》、《刺激战场》（现更名为《和平精英》）、《qq飞车手游》，稳坐手游龙头地位。

图 26、《王者荣耀》游戏截图



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、《QQ 飞车手游》游戏截图



资料来源：QQ 飞车手游，兴业证券经济与金融研究院整理

网易游戏也不甘示弱，自研、IP 持续发力。2015 年，网易推出《梦幻西游》手游，领跑 IP 端改手市场，次年其注册总人数突破 1 亿；2015 年 10 月网易研发推出《率土之滨》，首创了全自由沙盘战略全新品类——“率土 like”；2016 年推出《倩女幽魂》，上线 48 小时即登顶 iOS 游戏免费榜第 1；2017 年，《阴阳师》手游上线首月日活突破 1000 万，六个月后全球下载量突破 2 亿次；2018 年 1 月，上线仅两月的《荒野行动》日活突破 2500 万，注册用户超过 2 亿；同年《决战！平安京》和《第五人格》陆续推出，助力网易持续瓜分手游市场份额，和腾讯分庭抗礼。2021 年，网易继续锚定 IP 市场发力，推出《哈利波特：魔法觉醒》，上线首日登顶 IOS 免费、畅销双榜第一；2023 年，网易再次紧追市场风口，先后公测《巅峰极速》和《逆水寒手游》，再次霸榜休闲竞速、MMORPG 手游赛道。

图 28、《巅峰极速》游戏截图



资料来源：游戏官方，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、《逆水寒手游》



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

米哈游紧抓二次元赛道机遇，自《婆婆物语》起家，相继推出《fly me 2 the moon》和“崩坏”系列手游，填补了国内二次元游戏的空白。起始于 2017 年 1 月，公测于 2020 年 9 月的史诗级大作《原神》的推出更是持续引爆海内外市场，截至 2022 年末，总收入超过 40 亿美元。

图 30、米哈游《原神》



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、米哈游《崩坏 3》



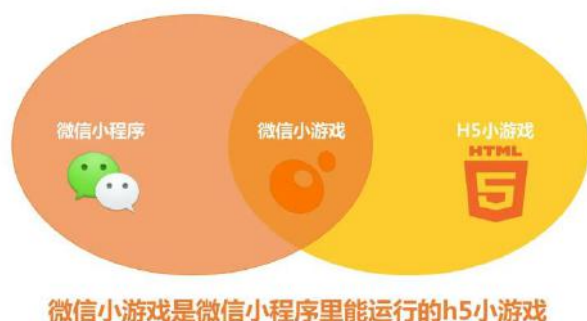
资料来源：360 游戏大厅，兴业证券经济与金融研究院整理

手游在手机普及化、地点不设限、强的社交属性、属性轻量化等因素的综合作用下，用户规模急剧增长，2016 年，手游的市场份额实现对端游的超越，建立了游戏市场新格局。

1.5、小程序游戏打开新市场

H5 小游戏可作为移动端的网页游戏，通过 2014 年《围住神经猫》进入大众视线，开启了 H5 小游戏元年。经由在微信朋友圈病毒式的传播，《围住神经猫》实现了过亿的年用户参与量，此后，小游戏市场规模和流水迅速增长，展现出巨大市场潜力；2015 年，小程序游戏月流水已超百万元，市场规模达 1.54 亿人，数量已达 3191 款，诞生了《框挂传奇》、《奇迹西游》等优质游戏；2016 年，《愚公移山》的推出，为小程序游戏引入了内购道具功能，同年《传奇世界 H5》借助“传奇 IP”，成为首款实现月流水突破 3000 万元的 H5 小游戏；2017 年，H5 游戏数量达到 8851 款，小程序游戏逐渐形成盈利效应，其中《大天使之剑 H5》公测 24 天流水破亿元。

图 32、小程序游戏定义



资料来源：TAPD 小助手，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、手游和小游戏的差异



资料来源：TAPD 小助手，兴业证券经济与金融研究院整理

为丰富微信生态、提供更多娱乐和社交功能，2016 年 11 月 3 日晚间，微信团队

宣布：微信小程序正式开放公测。2017 年底，微信更新版本 6.6.1，将 H5 小游戏融合进微信生态，推出小程序游戏，结合微信社交属性和 H5 小游戏强裂变性创新游戏模式，持续引爆小游戏市场。2018 年 1 月，以《跳一跳》为代表的首批小游戏在大量微信用户中开始传播，而微信的下拉入口的便捷性让微信小程序的访问量大增，小程序游戏进入爆发期，截至 2021 年底，小程序日活用户大幅增长至 4.5 亿人。自此，微信小游戏以社交软件的普及化，程序入口的便捷化，无需加载的轻量化，加之社交竞技排名形成用户心理比较的独特优势，持续刺激微信用户融入小程序游戏生态，助力小程序游戏用户的活跃度、留存率持续攀升。

表 1、小程序游戏和手游对比

项目	手游	小程序游戏
入口	APP 平台	微信、抖音
获取难易程度	下载	无需下载
内存占用	较高	较低
社交属性	较强	强
研发周期	较长	普遍较短
开发成本	普遍较高	普遍较低

资料来源：TAPD 小助手，NBE 游戏工作室，研究员个人观点，兴业证券经济与金融研究院整理

自《跳一跳》之后，随着知识经济进入大众视野，问答闯关类游戏迅速占领市场，增强互动性，日活进一步增强。2018 年 4 月中旬，小游戏正式向普通开发者开放，许多拥有裂变经验的新媒体运营人涌入市场，《最强飞刀手》《最强弹一弹》等带有裂变性质的闯关小游戏持续涌现，以“转发复活”的特殊机制推动小游戏不断开展社交裂变，助力用户规模高速扩张的同时，广告变现空间也进一步打开。此后，小程序游戏开始轻量化迭代，《咸鱼之王》、《我叫大东家》、《寻道大千》、《勇者与装备》等游戏逐渐融入市场，小程序游戏的轻休闲时代正式开启。

图 34、《跳一跳》



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、《我叫大东家》



资料来源：游戏官方，兴业证券经济与金融研究院整理

1.6 历史上的现象级游戏

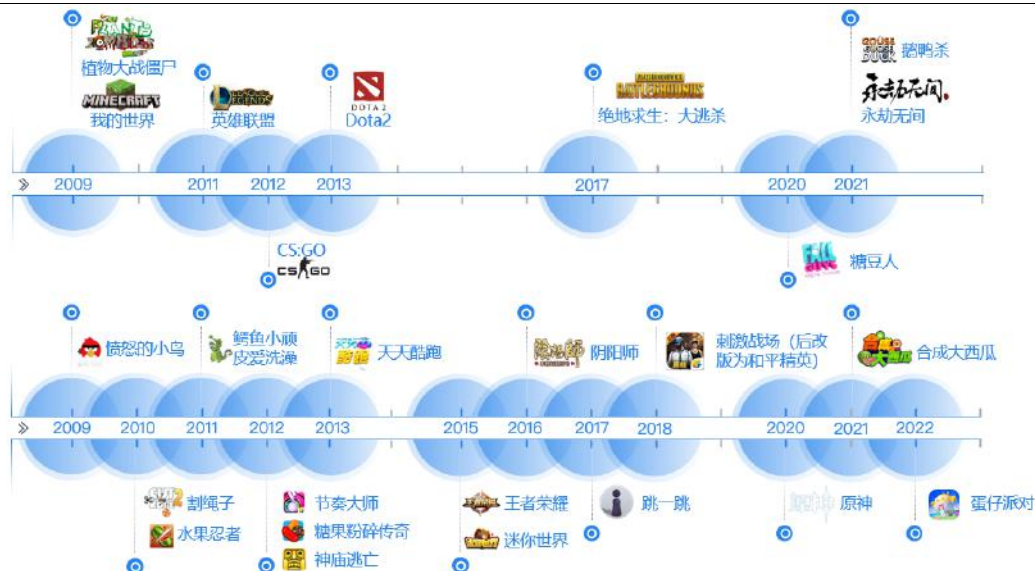
在世界游戏发展历程中，多款游戏曾在玩家市场中形成极大反响，并不断促进游戏发展，推动技术产业变革，具有里程碑式意义。这些游戏往往烙印着时代的记号，是玩家心目中的经典之作。

图 36、现象级游戏时间轴图（1995-2008 年）



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、现象级游戏时间轴图（2009-2022 年）（上为端游/下为手游或小程序游戏）



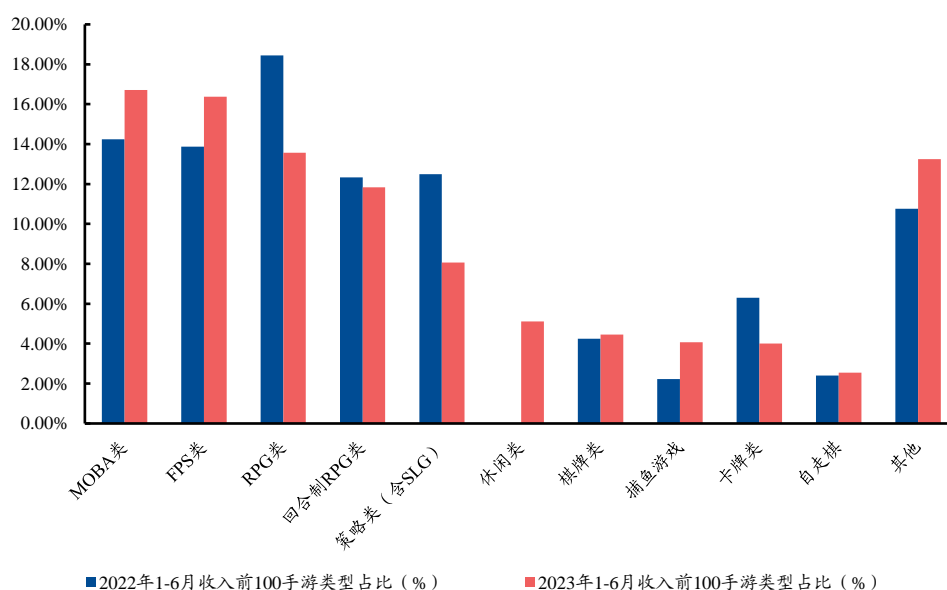
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2. 头部游戏类型介绍

2023 年上半年，中国自研移动游戏海外市场收入前 100 的游戏中，策略类（含

SLG) 占比 33.53%，同比下滑 2.28pcts；RPG 类占比 17.54%，同比上升 1.16pcts；FPS 类占比 8.79%，同比下滑 2.54pcts；MOBA 类占比 3.83%，同比上升 0.83pcts。国内收入前 100 位移动游戏中，MOBA 占比 16.72%，同比上升 2.47pcts；FPS 类占比 16.37%，同比上升 2.5pcts；RPG 类占比 13.57%，同比下滑 4.88pcts。以上三者合计 46.66%，同比微幅上升 0.09pcts，前三类型基本不变。休闲类份额增大，单列分类，主要由《蛋仔派对》和《弹壳特攻队》两款产品贡献，RPG 类产品流水市场份额下滑较大。

图 38、2022、2023 年上半年移动游戏收入前 100 游戏类型分布



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

综合来看，海外策略类（含 SLG）收入最高，国内 MOBA 类收入最高，而 RPG 类和 FPS 类在国内外收入均位于前三名。2023 年 1-6 月海外前三类型共占比 59.86%，2023 年 1-6 月国内前三类型合计占比 46.66%。其次是回合制 RPG 类、SLG 类、休闲类、棋牌类、捕鱼类、卡牌类和放置类（自走棋）游戏；此外，还有 SIM 类、ACT 类等。

2.1 RPG 角色扮演类

RPG (Role-Playing Game) 角色扮演游戏，即指玩家扮演某一特定角色或是扮演某一群指定角色进行游戏，可细分为 TRPG (桌面角色扮演)、RPSG (角色扮演模拟)、SRPG (策略角色扮演)、ARPG (动作角色扮演) 以及 MMORPG (大型多人在线角色扮演) 等多种类型。

表 2、RPG 游戏分类

RPG 类型	全称	释义	代表游戏
TRPG	Table-top Role-Playing	由一名玩家扮演游戏管理	《狼人杀》

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	Game 桌面角色扮演	员，掌握游戏规则并管理游戏的进程	《大富翁》
RPSG	Role-playing Simulation Game 角色扮演模拟	玩家扮演角色进行共工作，不冒风险地体验不同工作	《NBA2k》 《FIFA》
SRPG	Strategy Role-Playing Game 策略角色扮演	策略和战术往往显得尤为重要，同时一个玩家往往扮演的是多个角色，而多个角色间的团队配合则是游戏的精髓。	《精灵宝可梦》
ARPG	Action Role Playing Game 动作角色扮演	融入了动作元素的 RPG，通过操作鼠标和键盘来控制角色的动作，本质依旧是剧情和角色扮演，动作弥补剧情中枯燥的部分，增强游戏的可玩性。	《古墓丽影》 《巫师》 《黑暗之魂》
MMORPG	Massive Multiplayer Online Role-Playing Game 大型多人在线角色扮演游戏	具有一个持续的虚拟世界，玩家离开游戏之后，这个虚拟世界在网络游戏运营商提供的主机式服务器里继续存在，并且不断演进。	《魔兽世界》 《天堂 M》

资料来源：code1-游戏类型指南录，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 FPS 射击类

广义的 FPS 统称射击类游戏，分为两大类：FPS 类和 TPS 类。

FPS（First-person shooting game）类，也就是第一人称射击游戏，玩家只能看到自己所操控角色的手臂、手腕、和枪械部分，无法看到角色的脸部、腹部、以及全部身体。在第一人称模式下，玩家身临其境，以主观视角进行射击，通过体、视觉双重冲击来体验游戏，增强游戏的主动性和真实感，如《彩虹六号》《使命召唤》《CS: GO》等。

TPS（Third-person shooting game）类，即第三人称射击游戏，正常战斗的情况下，玩家可以看到所操控人物的后背，头部，以及整个身体，同时也能看见整个枪械的结构，并且通常还有战术动作元素，比如靠近掩体、战术翻滚、滑行等，更强调动作感，可 360 度全方位观察角色、周围环境及弹道，实现动作和枪战完美结合，消除第一人称盲区。如《幽灵行动》《遗迹 2》等。

早期 FPS 更关注屏幕光线的刺激和简单快捷的游戏节奏，随着游戏硬件的逐步完善和结合，游戏在剧情内容上变得更加丰富、画面制作上更加精美、音效设计上更加立体、操作体感上也更加逼真。

目前热度较高的射击类游戏均可根据需要调整视角，例如《和平精英》、《PUBG》等，因此玩家习惯将射击类游戏统称为 FPS 游戏。

图 39、穿越火线手游



资料来源：游戏官方，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、和平精英



资料来源：花瓣网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 MOBA 类

MOBA（Multiplayer Online Battle Arena）游戏，即多人在线战术竞技游戏，又称 ARTS（Action Real-Time Strategy）动作即时战略游戏。双方玩家采取不同战略在特定地图中通过团队协作取得胜利，相比传统 RTS 游戏，MOBA 游戏更偏向休闲娱乐，对玩家的操作要求远低于 RTS 游戏，吸引大量难以适应 RTS 游戏大规模高操作要求的玩家。

端游侧，《DOTA》《风暴英雄》《LOL》《英魂之刃》《梦三国》《三百英雄》《Battle rite》等，均属于 MOBA 类别。

手游侧，《王者荣耀》是最成功的一款 MOBA 类推塔游戏，稳居 2022 年全球移动游戏收入、2023 年 1-7 月份全球移动游戏收入排行榜榜首。此外，MOBA 手游还有《决战！平安京》《英雄联盟手游》《梦三国手游》《野蛮人大作战》等。

图 41、王者荣耀



资料来源：花瓣网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、决战！平安京



资料来源：花瓣网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4 SLG 类与 RTS 类

SLG（Simulation Game）游戏，即策略游戏，玩家需要应用策略与电脑 AI 或者其他玩家进行对战，玩家可以自由的对抗敌人，达到游戏所要求的目标。策略游戏在发展过程中，慢慢的演变成为一种玩法相对固定的模拟类游戏。

策略游戏拥有非常重要的共同准则，即 4X 准则——探索、扩张、开发、消灭（Explore、Expand、Exploit、Exterminate），类型可分为即时制与回合制两种。

当前 SLG 游戏更多偏向于回合制或类回合制类型，如端游的《英雄无敌》《火焰纹章》《三国群英传》《三国志》《文明》等，手游的《列王的纷争》《万国觉醒》《率土之滨》《旭日之城》等。

图 43、《旭日之城》



资料来源：豌豆荚，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、文明 6



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

而即时制策略游戏，市场上更多将其命名为 RTS (Real-Time Strategy Game) 游戏，游戏是即时进行的，而不是策略游戏多见的回合制类型，玩家在游戏中经常会扮演将军，以上帝视角进行调兵遣将的宏观操作，并通过策略和高 apm 操作达成游戏胜利。RTS 游戏包括《星际争霸》《红色警戒》《帝国时代》《命令与征服》《魔兽争霸》、《沙丘》、《战锤 40K》等。

图 45、《红色警戒》



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、《星际争霸》



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

2.5 棋牌、卡牌和放置类

棋盘游戏和牌类统称棋牌游戏。常见的棋盘游戏包括围棋、象棋、国际象棋、军旗、黑白棋、五子棋、飞行棋、麻将等。常见的牌类游戏种类有德州扑克、21点、攒蛋、空当接龙、斗地主、拱猪、桥牌等。

图 47、《欢乐斗地主》



资料来源：欢乐斗地主，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、《腾讯欢乐麻将》



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

卡牌游戏又称纸牌游戏。狭义上的卡牌游戏指以集换式（可自由交换买卖）为核心玩法的卡牌游戏；广义上指有大量卡牌和抽包等设计的游戏，此处仅以狭义的卡牌方式说明。TCG（Trading card game），即集换式卡牌游戏，以收集卡牌为基础，游戏者需要通过游戏内自带，或购买随机包装的补充包收集卡牌，然后根据自己的策略，灵活使用不同的卡牌去构组符合规则的套牌，同其他玩家进行策略对战，如《万智牌》《游戏王》《炉石传说》《宝可梦卡牌》等。

图 49、万智牌



资料来源：3dmgame，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、炉石传说



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，卡牌游戏在单机领域也形成了诸多 PVE 模式分支。如《杀戮尖塔》《怪物列车》《王牌与冒险》《月圆之夜》等。

图 51、《杀戮尖塔》



资料来源：3DMgame，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、《王牌与冒险》



资料来源：3DMgame，兴业证券经济与金融研究院整理

放置类游戏是一种只需要将卡牌或棋子放置在棋盘上，游戏就会根据系统的一系列运算规则自动运行并得到游戏结果的游戏类型，如《傲天三国》、《懒人石器》、《无尽大冒险》等。此外，《王者荣耀》和《英雄联盟》也在游戏内推出自走棋模式，该模式属于放置类游戏。

图 53、王者荣耀自走棋



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、《英雄联盟》云顶之奕



资料来源：3DMgame，兴业证券经济与金融研究院整理

2.6 捕鱼类游戏

捕鱼游戏以捕鱼为目的，发射炮弹以一定概率捕获不同等级的鱼，并获得相应金币奖励。鱼种越稀有，捕获概率越小，金币奖励越丰厚。游戏操作简单，以其浮夸的美术设计和玩家的赌徒心理吸引玩家。由于捕鱼游戏有赌博性质，2019 年国家新闻出版署宣布停发捕鱼类游戏版号，并且加强对已有的捕鱼产品管理。当前国内头部捕鱼游戏包括途游的《途游休闲捕鱼》《捕鱼大作战 3D 版》，以及姚记科技的《指尖捕鱼》《捕鱼炸翻天》《姚记捕鱼》等。

图 55、《姚记捕鱼》



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、《途游捕鱼》



资料来源：游戏截图，兴业证券经济与金融研究院整理

2.7 轻休闲类游戏

轻休闲游戏是相对于中重度游戏而言的游戏种类，一般指操作简单、容易上手且不涉及复杂规则和大量脑力投入的游戏。其核心玩法简单、画面风格简洁、游戏时间碎片化。在轻休闲游戏中，用户可以更容易地获得游戏带来的放松和愉悦体验，因而休闲游戏的受众更为广泛，是一种老少咸宜的休闲娱乐工具。

休闲类游戏可细分为休闲竞技、休闲模拟和益智解谜三大类型，休闲竞技指轻量级的竞技游戏，如《球球大作战》、《蛋仔派对》等；休闲模拟指轻量级模拟游戏，如《全城跑酷》、《小小首富》等；益智解谜类包括答题、绘画、消除、解谜等小游戏，如《2048》、《开心消消乐》等。

图 57、《开心消消乐》



资料来源：花瓣网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、《愤怒的小鸟》



资料来源：花瓣网，兴业证券经济与金融研究院整理

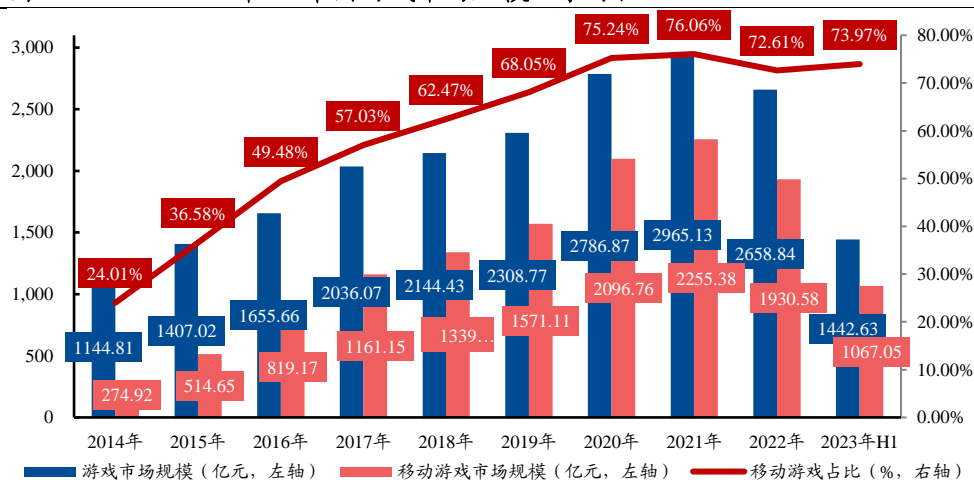
3. 游戏市场规模分析

2022 年全球游戏市场份额约为 1829 亿美元，同比下降约 5.1%。全球最大游戏市场亚太地区营收为 848 亿美元，同比下降约 8.9%。北美地区相对平稳，营收 497 亿美元，同比下降 2.5%。中国和美国仍然是最大的游戏市场，2022 年，营收分别

为 464 亿美元和 440 亿美元，合计占 2022 年全球游戏市场的 49%。

中国游戏市场规模近 2700 亿元，移动游戏占比 7 成。2014-2021 年中国游戏市场规模持续扩大，至 2021 年市场规模近 3000 亿元。然而，2022 年受疫情影响回落，游戏市场规模回归至 2658.84 亿元。2023 年上半年中国游戏市场实际销售收入 1442.63 亿元，同比下降 2.39%，环比增长 22.16%，其中移动游戏实际销售收入占比为 73.97%；客户端游戏实际销售收入占比为 22.84%；网页游戏实际销售收入占比为 1.64%。值得注意的是，自 2020 年起，近 3 年移动游戏占中国整体游戏市场比例稳定在 75% 左右，是国内游戏市场收入的绝对核心。

图 59、2014-2023 年 H1 中国游戏市场规模及手游占比



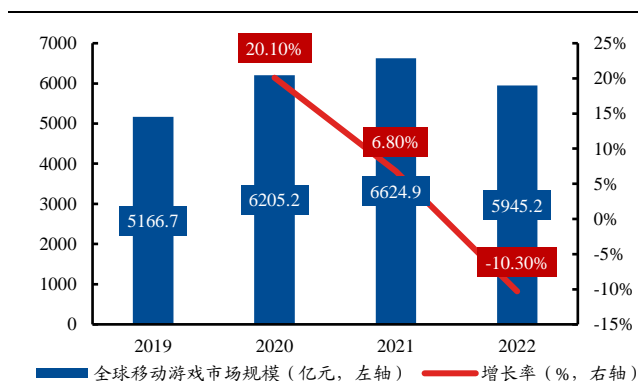
资料来源：中国音数协游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1 移动游戏市场步入存量期

2022 年全球移动游戏市场规模出现首次负增长，市场规模 5945.2 亿元，同比下降 10.3%。一方面，受新冠肺炎疫情与通货膨胀率上升等宏观因素影响，全球头部移动游戏市场均出现不同程度的缩减；另一方面，2022 年全球移动游戏新品表现乏力，各重要市场流水 TOP100 榜单中新品数量及年度流水普遍较往年出现明显下降。

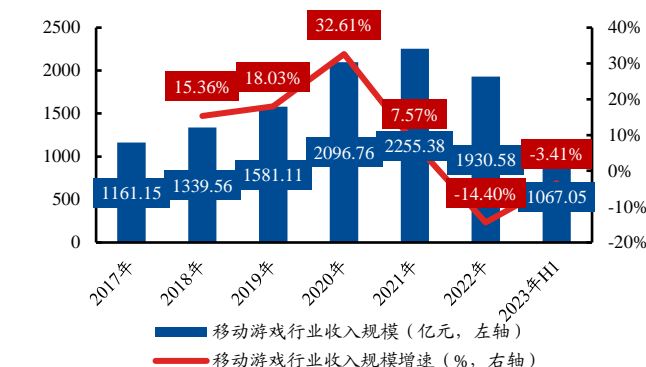
我国移动游戏行业增速放缓，“量”增变为“质”增。2017-2022 年，我国移动游戏收入整体稳步提升，但增速在经历 2020 年的高峰后，整体有所放缓。2022 年，我国游戏行业受到新冠疫情冲击，多项市场指标出现不同程度的下滑：企业自主研发受限、项目进度严重滞后、招聘需求紧缩、岗位优化频繁、资本信心不足、用户削减个人开支，加之国内娱乐消费指数显著降低，海外市场竞争加剧，全年我国移动游戏市场收入 1930.58 亿元，同比减少 324.8 亿元，同比下降 14.4%。2023 年随着宏观趋势转暖，国内游戏市场开始逐步复苏，上半年中国移动游戏市场实际销售收入 1067.05 亿元，同比虽然仍然减少了 3.41%，但环比实现了 29.21% 的大幅提升，市场展现出了强大的修复趋势。

图 60、2019-2022 年全球移动游戏市场规模



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

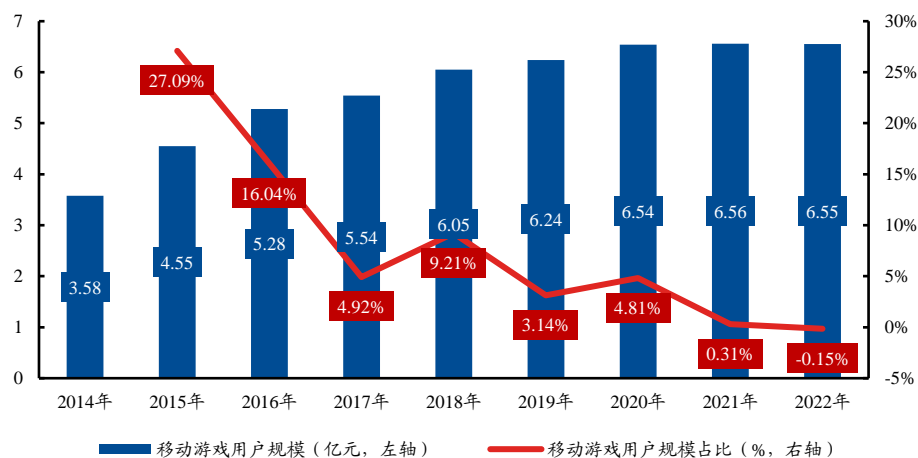
图 61、2017-2023 年 H1 中国移动游戏行业收入规模



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

中国移动游戏用户规模进入阶段性稳定状态。新冠疫情为移动游戏行业带来了用户红利，2020 年我国移动游戏用户规模突破 6.5 亿人；2021 年后，我国移动游戏行业用户规模增速逐渐放缓，2023 年 6 月末，我国游戏用户规模稳定在 6.55 亿人。

图 62、2014-2022 年中国移动游戏用户规模



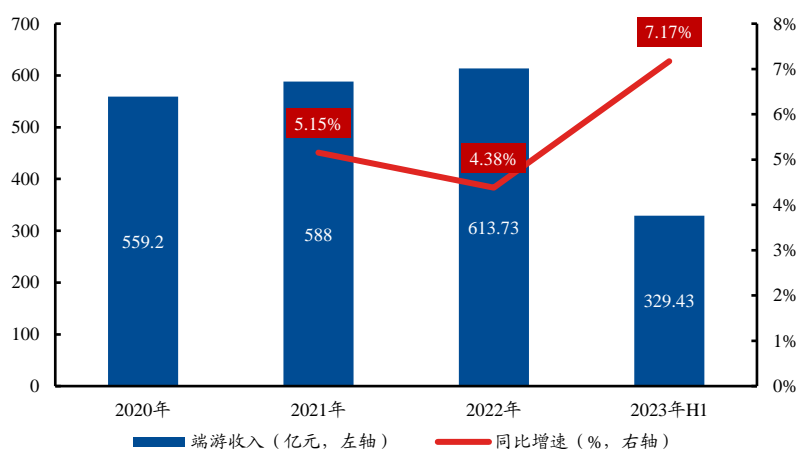
资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 端游回暖势头强劲

国内端游市场回暖势头强劲，2021 年中国客户端游戏市场销售收入 588 亿元，占游戏总收入 19.83%，同比增长 5.15%，实现触底反弹。主要系 2021 年新产品表现出色，如网易《永劫无间》，公测仅三月后全球销量突破 600 万元，创国产买断制游戏销量新纪录；2022 年，疫情居家给予用户端游游玩机会增长，国内客户端游戏市场实际销售收入 613.73 亿元，同比增长 4.38%；2023 年 1-6 月，中国客户端游戏市场实际销售收入为 329.43 亿元，占游戏总收入 22.84%，同比增长 7.17%。

端游回暖势头强劲。

图 63、2020 年-2023 上半年端游收入及增速



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

4、游戏盈利模式

当前，游戏产业已经形成了多元化的盈利模式，为玩家创造快乐的同时，也在不同方向上拓宽自身的盈利渠道。

表 3、游戏盈利模式

盈利模式	代表游戏
买断制	只狼、月圆之夜
额外内容收费制	指环王 OL，猎人：荒野的呼唤
章节收费	隐形守护者、最终幻想 7 重置版
DLC 收费	GTA V，三国：全面战争
时长（包月）收费制	梦幻西游、大话西游
包月制	魔兽世界，EVE
增值道具付费制	征途、传奇世界
增值道具付费	黑金 OL
时间存档付费	
会员制	DNF、热血江湖
抽奖制	王者荣耀、原神、奇迹暖暖
通行证制	PUBG、堡垒之夜、DOTA2
广告制	和平精英、FIFA 足球

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：本表内游戏盈利模式多元化，归类仅展示主要盈利模式归属

4.1、买断制

买断制指用户只需在购买游戏时支付一次费用，便可永久使用游戏后续所有更新

的软件服务和游戏内容，无后续强制消费。买断制多见于单机游戏中，常见的 PC 端游戏《Cyberpunk 2077》《霍格沃茨之遗》《双人成行》，手机游戏《纪念碑谷》《地下城堡 2：黑暗觉醒》等均采用买断制付费模式。

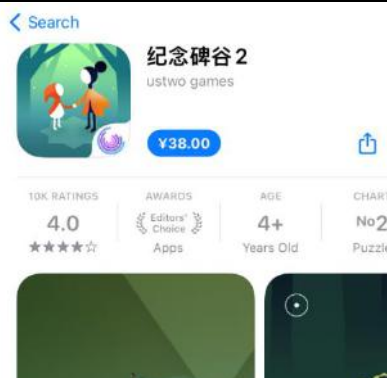
在买断制下，由于**游戏厂商的收入和游戏销量强挂钩，游戏宣发、质量和口碑便成为了吸引玩家消费的重要因素**。买断制游戏通常具有强口碑效应，在一款游戏获得成功后，其 IP、制作人或制作厂商均会收获市场较高的评价与期望，并为其续作带来更大的商业价值，如宫崎英高和 FromSoftware 的“魂”系列，小岛秀夫和 Konami 的“合金装备”系列以及动视的“Call of Duty”系列。

图 64、《霍格沃茨之遗》Steam 购买页面



资料来源：游戏界面，兴业证券经济与金融研究院整理

图 65、《纪念碑谷》Apple Store 购买页面



资料来源：游戏界面，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、额外内容付费制

额外付费内容分为 DLC (Downloadable Content) 和 MOD (Modification)，多见于单机游戏中。DLC 一般指官方在游戏发售后陆续推出的追加付费下载内容，而 MOD 多为民间玩家为了提高游戏的可玩性而对游戏做出的免费/付费修改，两者均包括但不限于皮肤、武器、虚拟资产、剧情和地图等。

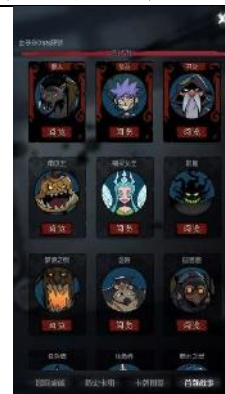
官方 DLC 的推出大多是新增关卡/玩法、补全剧情、提供游戏内皮肤等形式，端游侧，如卡普空《Monster Hunter: World》的 DLC《IceBorne》，新增了勾爪软化玩法并与怪物猎人前作形成怪物联动；FromSoftware《Dark Soul 3》的 DLC《Ashes Of Ariandel》及《The Ringed City》补全了游戏整体世界观剧情；Expansive Worlds《TheHunter: Call of the Wild》的 DLC《Greenhorn Bundle》为玩家提供了以现金购买游戏内道具的渠道。手游侧，ZeptoLab《割绳子》的 DLC《魔术盒》《玩具盒》塑造了多样化的游戏玩法，巨人网络《月圆之夜》的 DLC《木匠的抉择》《愿望之夜》等为玩家提供了更多的游玩模式及角色的选择。

图 66、《Dark Soul 3》的《The Ringed City》



资料来源：游戏界面，兴业证券经济与金融研究院整理

图 67、《月圆之夜》的 DLC 礼包内容



资料来源：游戏界面，兴业证券经济与金融研究院整理

民间 MOD 的推出则偏向于对剧情内容的修改、对游戏角色、皮肤、NPC 的替换/魔改以及对游戏玩法的调整等。通常游戏 MOD 会通过 NEXUSMODS、GameBananas、Steam 创意工坊等头部平台，分为免费 MOD 和付费 MOD 两种模式发布，其中免费 MOD 为大多数 MOD 的采用形式，付费 MOD 则是因为内容特性问题饱受争议。2015 年 4 月，Valve 曾联合 Bethesda，试图借助《上古卷轴 V：天际》（The Elder Scrolls V: Skyrim）的 Steam 创意工坊功能“推广”付费 Mod，最终因玩家的大量负反馈而宣告终止。2017 年，Bethesda 抛开 Valve 卷土重来，于《辐射 4》（Fallout 4）中再次推动付费 MOD 的下载和使用，得到了部分主机平台玩家的认可。

图 68、Steam 付费 Mod



资料来源：触乐，Steam，兴业证券经济与金融研究院整理

图 69、《纪念碑谷》Apple Store 购买页面



资料来源：AppStore 截图，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、时长（包月）收费制

时长收费制即根据玩家的游戏时间进行收费，通常以点卡为媒介。2001 年《万王之王》国内问世，代理商华彩软件采用了两种收费模式，18 元的月卡和 18 元的人物卡，为国内后续推出点卡收费奠基。此后，由华义代理的日本回合制网游《石器时代》推出的 WGS（计点收费）系统，以按分钟计费的模式，正式开启了国内玩家的点卡收费新时代，后续相继推出的《热血传奇》《大话西游》《天堂》《魔兽

世界》及运营至今依旧火爆的《星战前夜：晨曦》《梦幻西游》《剑侠情缘网络版3》均采用点卡收费制度。

点卡收费游戏大多不含有影响游戏平衡性的商城内购，游戏资源基本源于玩家在游戏中花费时间后的产出，游戏相对公平。点卡游戏缺点也较为明显，先付费再游玩的高门槛模式先行对玩家进行了一轮筛选，部分游戏为消耗点卡时长，而设计的强行拉长游玩时间的流程也会造成玩家流失，故而点卡制收费的游戏非常考验厂商的长线运营能力。

图 70、《魔兽世界》包月购买界面



资料来源：游戏界面，兴业证券经济与金融研究院整理

图 71、《梦幻西游》点卡充值页面



资料来源：游戏界面，兴业证券经济与金融研究院整理

4.4、增值道具付费制

增值道具付费制是目前国内主流游戏的付费模式，游戏免费下载登录，主要以游戏中的道具、商城、内购等方式进行盈利。

图 72、国内首个免费网游《巨商》



资料来源：newgame，兴业证券经济与金融研究院整理

图 73、《魔域》游戏界面



资料来源：大山谷图库，兴业证券经济与金融研究院整理

2004 年，在国内游戏市场热门游戏均为点卡制收费的时代，游戏橘子将韩国道具付费网游《巨商》引入国内，成为我国免费游戏的前驱，随后《热血江湖》《征途》《魔域》等免费游戏陆续推出，开启了免费游戏时代。

当前国内市场多数游戏均为免费游戏，以腾讯系为例，《地下城与勇士》的时装及增幅券购买、《穿越火线》的英雄角色和英雄武器、《天涯明月刀》的上班族减负令和坐骑、《王者荣耀》的皮肤等均为游戏商城内购道具。

图 74、《穿越火线》游戏内商城



资料来源：游戏界面，兴业证券经济与金融研究院整理

图 75、《王者荣耀》游戏内商城



资料来源：游戏界面，兴业证券经济与金融研究院整理

增值道具付费模式下，由于游戏本体免费，降低了玩家的进入门槛，带来极高的初期用户增长潜力，并且给予了玩家充分的自主决定权，玩家可以不限时间地体验游戏，再决定何时付费。道具付费缺陷也较为明显：首先，在 PVP 玩法为主的游戏中，付费道具如有着高额游戏玩法、数值加成会极大影响游戏平衡性，对游戏竞技生态造成破坏；其次，免费游戏长线运营需要较高的运营成本，道具付费作为游戏长线运营的主要收入来源，一旦道具设计出现偏差，极易带来玩家的大量流失，ROI 不匹配导致游戏停运的风险。

4.5、会员制

会员制主要玩家为购买会员或订阅服务后，会带来相应的游戏内特权、每日免费道具、商城内购优惠等多方面的增值服务。

图 76、腾讯粉钻特权（现已停运）



资料来源：腾讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图 77、《DNF》黑钻特权



资料来源：腾讯充值中心，兴业证券经济与金融研究院整理

2000 年 11 月，被腾讯自称为“中国互联网历史上第一个增值服务”的 QQ 会员制

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

诞生，QQ 会员具备网络收藏夹和好友列表保存等功能，为 QQ 的“钻石”会员增值服务体系揭开帷幕，如后续腾讯推出的 QQ 宠物粉钻，能为 QQ 宠物提供每天一次的免费用餐和清洁服务、并拥有游戏内商城购物优惠等特权；QQ 游戏 VIP 蓝钻，拥有游戏中踢人、优先进入人满房间功能；DNF 黑钻，能增加玩家单日游戏内疲劳值及游戏内每日礼包等。

网易于 2017 年 11 月也推出了超级会员服务，玩家可以通过 328 元/年的价格获得超级会员资格。当玩家成为超级会员后，不仅可以获得会员专属头像框标识等会员外观，还具有客服专线、相对于普通会员的积分折扣、游戏特权（如组队奖励提升等）、新游充值返利、见面礼等专属礼包、会员折扣商城等多重游戏内福利。网易超级会员发布半年内，注册用户突破 1000 万，构建了庞大的玩家生态圈。

图 78、网易超级会员特权



资料来源：网易超级会员中心，兴业证券经济与金融研究院整理

图 79、网易超级会员支持游戏一览



资料来源：网易超级会员中心，兴业证券经济与金融研究院整理

国内手游头部厂商也针对不同的游戏类型，推出了多元化的会员付费服务。如巨人网络的《球球大作战》纪念版会员，拥有专属炫彩昵称、聊天气泡等特权；恺英网络《全民江湖》星耀勋章会员，能提升角色四维属性，并提高打怪经验和装备爆率，三七互娱《凡人修仙传：人界篇》、吉比特《一念逍遥》等游戏也上线了相应的会员等级制度。

图 80、巨人网络《球球大作战》会员特权



资料来源：《球球大作战》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 81、恺英网络《全民江湖》会员加成



资料来源：《全民江湖》，兴业证券经济与金融研究院整理

会员收费模式，很好地利用了玩家沉浸成本及“损失厌恶”心理，通过周卡、月卡、

年卡的方式，让玩家与游戏形成强绑定，达成促活促留。

4.6、抽奖制

日本游戏发明了 Gacha（抽奖）制，类似于开盲盒，玩家希望得到游戏内的特别稀有的道具/装备/皮肤，这类型的物品没有其它渠道可以获得，需要不断充值进行类似開箱子、转轮盘、扭蛋、抽奖、开奖、抽卡等开盲盒的操作获取。

抽奖制现已广泛运用于各类型游戏中：端游侧，如 Valve《CS: GO》“宝箱+钥匙”開箱机制、腾讯《英雄联盟》福袋抽取限定皮肤活动、蓝洞《PUBG》“黑货箱+武器升级”系统；手游侧，网易《阴阳师》画符抽取 SSR 式神；米哈游《原神》《崩坏：星穹铁道》卡池英雄抽取、中手游《奥特曼：集结》抽取奥特曼角色/形态等。部分抽卡机制已在斗鱼、抖音等直播平台形成了“代抽”直播生态。

图 82、《CS:GO》開箱



资料来源：游戏界面，兴业证券经济与金融研究院整理

图 83、《阴阳师》式神抽卡



资料来源：游戏界面，兴业证券经济与金融研究院整理

抽卡模式高度迎合了玩家的投机心理，因为道具掉落的几率是随机的，这就导致玩家获得优质道具的几率可能是无限小的，但是凭借玩家难以抵挡“抽签”这种结果随机的传统娱乐的魅力，玩家仍有极大的意愿进行充值付费。当前，抽卡模式已经成为网游营收的重要来源。

4.7、通行证制

通行证全称 Battle Pass（有的为 Season Pass），是游戏内推出一个通行计划，玩家可以在购买计划后通过进行游戏活动来获得丰厚的计划奖励，部分通行证不需要购买通过长时间游玩游戏也可以获得少许的免费奖励，是近几年间从端游风靡到手游的万金油变现模式。

通行证模式起源于 2013 年，Valve《CSGO》第一个大行动“回馈大行动”，以及《DOTA2》的 Ti3 国际邀请赛互动指南（现“勇士令状”）。

“回馈大行动”中，《CSGO》玩家可以花费 5.99 美元购买一张通行证获得一个大行

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

动币，并通过游玩大行动地图来升级自己的大行动币，最高可提升为金币，活动一推出便收获玩家广泛好评，并在玩家的请求下，“回馈大行动”结束时间延长了一个月，同时大行动模式也延续并发展了下去，成为了《CSGO》中重要的盛宴活动。

图 84、《CS:GO》“回馈大行动”



资料来源：界面新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

图 85、《DOTA2》2022 年“勇士令状”



资料来源：DOTA2 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

《DOTA2》Ti3 开启的国际邀请赛互动指南，是“让电竞玩家参与赛事奖金的众筹”。每个玩家花费 9.99 美元购买互动指南后，ti3 的总奖金都会增加 2.5 美元，而当总奖金达到一定数额时，所有购买互动指南的玩家都将获得相应奖励，这些奖励包括了限量战斗加成、游戏界面皮肤、动作、全新的不朽以及选择《DOTA2》下一个更新英雄的权利等。在 Ti6 时，互动指南升级为了“勇士令状”（Battle Pass），玩家可以通过完成任务或是氪金提升勇士令状等级，获取该等级阶段的道具奖励。

图 86、《堡垒之夜》通行证



资料来源：《堡垒之夜》，兴业证券经济与金融研究院整理

当前玩家们所熟悉的通行证模式，主要来自 Epic Games《堡垒之夜》(Fortnite)2018 年推出的 Season Pass 系统。《堡垒之夜》将通行证计划进行了细分的升级，提供了远超购买价格的丰富奖励，并将升级通行证的方式确定为了达成游戏游玩的各种条件，同时让不购买通行证的玩家也能获得微量的奖励，同时，没有购买通行

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

证的玩家还可以“先上车后补票”，在通行证等级升满后再购买同样能直接获得所有等级奖励。通行证模式助力《堡垒之夜》2018年4月/5月分别达成收入2.69/3.18亿美元，覆盖了近7成的游戏玩家，且游戏玩家活跃度也获得了极大的提升，为众多缺少氪金变现手段的竞技游戏提供了新的思路。

此外，不同类型的游戏对于通行证的设计也不尽相同，越依靠通行证创收的游戏，奖励物品越丰厚，而通过道具内购或 Gacha 抽卡来增加收入的游戏，通行证奖励往往在及格线上。如《永劫无间》《APEX》《使命召唤 19》，通行证奖励丰厚且会返还大量的游戏货币，在理想化的情况下，几乎购买了一个通行证以后，依靠通行证返还的奖励，通过长时间游玩游戏，便可以原价 10% 的价格或免费的方式，购买下一赛季通行证。

图 87、《永劫无间》“浪潮”通行证



资料来源：界面新闻，永劫无间，兴业证券经济与金融研究院整理

图 88、《使命召唤 19》“黑影部队”通行证



资料来源：游侠网，使命召唤 19，兴业证券经济与金融研究院整理

通行证模式能在提高用户留存率和日均游戏时间，让愿意花费时间的用户在这条游戏船上绑的更牢，让普通用户在游戏上花费的时间精力更多，从而提高用户的生命周期价值，增加用户游戏忠诚度。并且，一代代通行证不断迭代也为游戏带来了周期性的收益。而通行证逐渐演变出的分级方式，也分层次满足了不同消费的玩家群体需求反馈。免费玩家领取微量的免费奖励，普通通行证玩家领取大量丰厚奖励，而高级通行证玩家则在丰厚奖励之外附加了少许的其他两个玩家群体所不能拥有的特殊奖励，且往往还伴随着一定的通行证等级提升，如《PUBGP》第 25 赛季“阿斯顿马丁通行证”豪华版（附带 20 级等级+5 个额外宝箱和 500 代币）。不过通行证分级的标准需要十分的谨慎，如果相差过大或过小，对游戏也有可能产生一定的负面影响。

图 89、《PUBG》“阿斯顿马丁”通行证



资料来源：PUBG，兴业证券经济与金融研究院整理

图 90、《PUBG》“阿斯顿马丁”通行证对比



资料来源：PUBG，兴业证券经济与金融研究院整理

4.8、广告植入制

广告植入制作是游戏 To B 的盈利机制，通过在游戏内某些环节内置广告，或推出广告相关的道具，以实现品牌推广作用。广告植入分为多种形式，常见形式如下：

1) 剧情植入：在剧情动画的各个环节植入品牌广告，如小岛秀夫《死亡搁浅》的过场动画中植入的“魔爪（Monster）”能量饮料等。

图 91、《死亡搁浅》剧情动画中“魔爪”饮料植入



资料来源：死亡搁浅，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 道具植入：在游戏内购道具、角色等发起联名，嵌入品牌广告。如 2K Games“NBA2K”系列中植入的能量恢复道具“佳得乐”，腾讯《英雄联盟》中亚索皮肤植入潮牌“Aape”等。

图 92、《NBA2K18》“佳得乐”植入



资料来源：NBA2K18，兴业证券经济与金融研究院整理

图 93、《英雄联盟》“Aape”植入



资料来源：英雄联盟，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 机制植入：在闯关类游戏中，失败后观看植入广告获得复活/增加次数机会，例如 4399《元气骑士》和北京简游《羊了个羊》等游戏均采用该种广告植入形式。

图 94、《元气骑士》广告复活



资料来源：元气骑士，兴业证券经济与金融研究院整理

图 95、《羊了个羊》广告复活



资料来源：羊了个羊，兴业证券经济与金融研究院整理

4) 游戏界面广告位模式：在游戏固定界面布置滚动广告位，或在游戏内设置广告，如《PUBG》准备界面的滚动广告及网易《荒野行动》的游戏内嵌广告。

图 96、《PUBG》界面广告



资料来源：PUBG，兴业证券经济与金融研究院整理

图 97、《荒野行动》内嵌广告

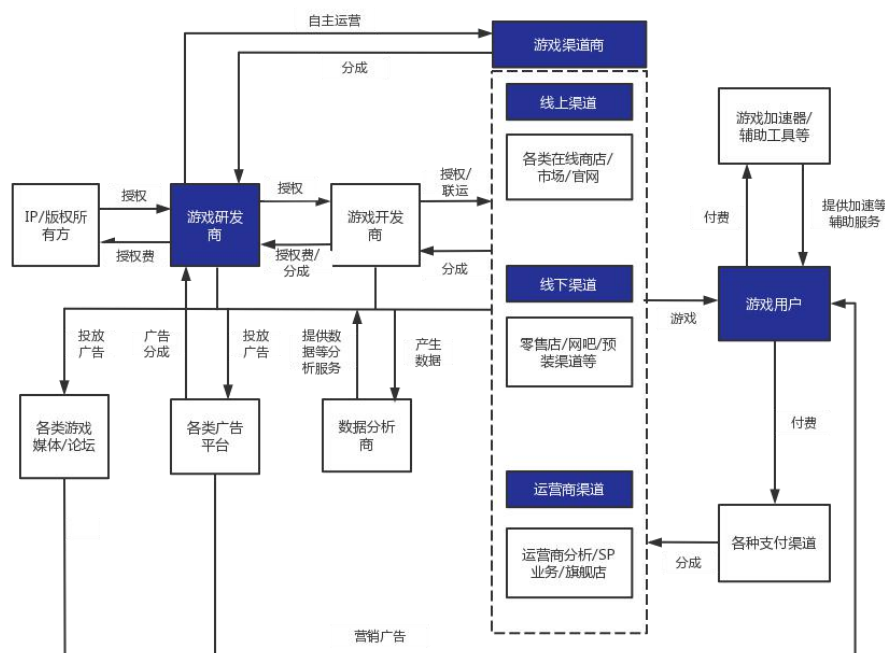


资料来源：荒野行动，兴业证券经济与金融研究院整理

5、游戏产业链及渠道抽成情况

产业链侧，游戏产业链可划分为 IP/版权所有方、游戏开发商、游戏发行商和游戏渠道商，在运作模式方面，多者相互协调，形成了完善的产业链路。

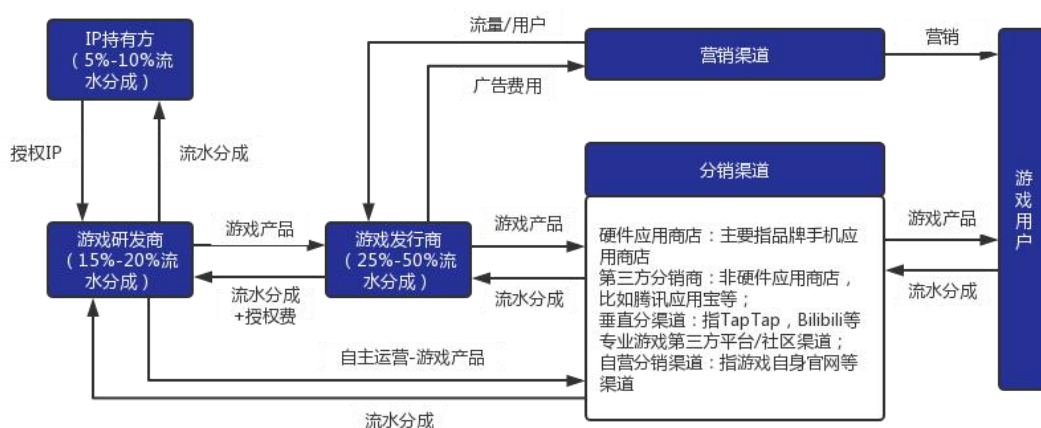
图 98、游戏产业链情况



资料来源：慧博智能投研，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利侧，当前游戏行业也形成了相对固定的利润分成模式。

图 99、移动游戏利润分成模式



资料来源：青瓷游戏招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

渠道侧，不同设备的渠道商抽成比例有所不同，大多数平台采取 30% 的基础抽成比例。

表 4、各平台渠道抽成比例

设备端	平台/渠道	基础抽成比例	特殊条款/附注
手机平台	App Store	30%	1) 订阅项目第一年平台抽成 30%，第二年降低至 15%。 2) 对于年收入 100 万以下的中小开发者的应用/订阅销售抽成均为 15%。
	Google Play	30%	1) 订阅项目平台抽成 15%。 2) App 销售额的前 100 万平台抽成 15%，超过 100 万的部分抽成为 30%。
	硬核联盟等安卓渠道（国内）	50%	1) 硬核联盟包括：OPPO、vivo、酷派、金立、联想、华为、魅族、努比亚。
PC 平台	Steam	30%	1) 销售额超过 1000 万美元，抽成比例降至 25%。 2) 销售额超过 5000 万美元，抽成比例降至 20%。
	GOG	30%	
	Microsoft Store	12%	
	WeGame（腾讯）	30%	
	Humble Store	25%	1) Humble 只拿走 25% 中的 15%，剩余的 10% 可由玩家选择捐给慈善机构或返还钱包余额。
	Epic	12%	1) EPIC 首发独占游戏，6 个月的独占期内 0 抽成。
	Discord	10%	
主机平台	PlayStation	30%	
	Xbox	30%	
	Nintendo eShop	30%	
实体	Amazon	30%	
	BestBuy	30%	
	GameStop	30%	
	WalMart	30%	
小程序	微信普通小游戏	40%	
	微信创意小游戏	30%	
	字节广告接入款普通小游戏	40%	广告日流水≤100 万的部分
		50%	广告日流水>100 万的部分
	字节广告接入款首发小游戏	30%	广告日流水≤100 万的部分
		40%	广告日流水>100 万的部分
	字节内购接入款普通小游戏	40%	内购月流水≤50 万的部分
		30%	内购月流水>50 万的部分
	字节内购接入款首发小游戏	30%	全部流水

资料来源：凤凰网科技，游戏陀螺，IT 之家，环球网，IGN，硬核联盟，Steam 每日资讯，快科技，蓝鲸财经，知晓程序，微信开放社区，兴业证券经济与金融研究院整理
注*：

- 1) 微信小游戏界定创意和普通小游戏：从核心玩法、美术表现、剧情设定、音乐音效和整体完成度五个方面进行打分和评判界定区分普通和创意小游戏。
- 2) 抖音小游戏界定首发：①之前未在任何小游戏平台上线过的产品，包括但不限于：微信小游戏平台、QQ 轻游戏平台（玩一玩、玩吧等）、百度小游戏平台、快手电九、快手小游戏平台、OPPO 小游戏平台、vivo 小游戏平台、华为小游戏平台等；②玩法、美术等方面有亮点的产品。字节小游戏平台将有委员会对其测评。
- 3) 字节小游戏具有 5% 的渠道费，抽成比例为剔除渠道费后的抽成比例。

6、新技术在游戏中的应用

近年来，AI、VR、视觉识别、声音识别等新技术不断迭代，降低游戏开发成本、提升游戏可玩性、创新游戏玩法，游戏愈加智能化、玩家体验更真实。

6.1 AI 赋能游戏，降本增效效果明显

AI 已在代码编写、美术设计、内容创作、虚拟玩家、智能 NPC 和数据分析方面应用。GPT 系列的诞生进一步推动了 AI 在游戏中的应用。随着自然语言大模型逐渐成熟，其在游戏领域的商业化落地进度进一步提升。例如，Stable Diffusion 可快速创建成场景、道具、武器等游戏资产；Ghostwriter 可帮助研发人员设计游戏剧情和对话内容。

图 100、AI 在游戏中的应用



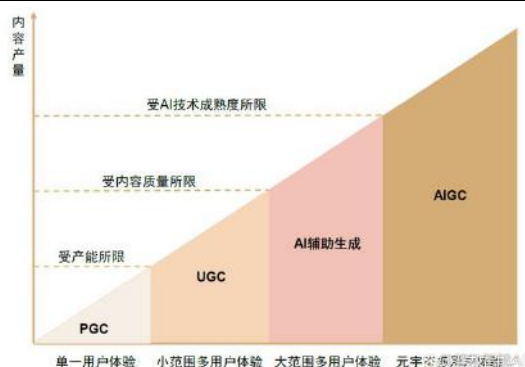
资料来源：36 氪，兴业证券经济与金融研究院整理

6.1.1 生成式 AI 应用

AIGC（Artificial Intelligence Generated Content）狭义上定义为利用 AI 自动生成内容的生产方式；广义上代表像人类一样具备生成创造能力的 AI 技术，即生成式 AI，它可以基于训练数据和生成算法模型，自主生成创造新的文本、图像、音乐、视频、3D 交互内容等各种形式的内容和数据，以及包括开启科学新发现、创造新的价值和意义等。在国际上与人工智能合成媒体对应，即通过人工智能算法对数据或媒体进行生产、操控和修改的统称。

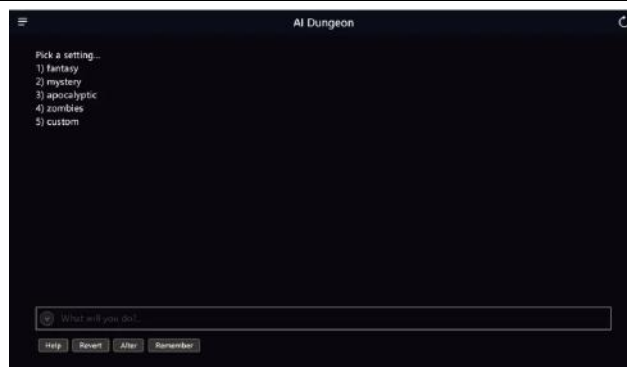
内容创作经历了四个发展阶段：专业生成内容（PGC）、用户生成内容（UGC）、AI辅助生产内容、AI生成内容（AIGC）。当 PGC、UGC 受产能和质量所限、人脑的信息处理能力达到极限时，新的生产方式将带来内容变革。

图 101、内容创作发展历程



资料来源：A16Z，兴业证券经济与金融研究院整理

图 102、《AI Dungeon》主界面



资料来源：游戏主界面，兴业证券经济与金融研究院整理

AIGC 辅助生产，难以生成原创内容。AIGC 游戏应用端主要为辅助生产，应用于代码编写、剧情设计和美术设计。提高内容生产效率，打破人工制作产能天花板，缩短游戏制作周期，降低创意实现难度，推动游戏更加精美。仿真游戏《微软模拟飞行 2020》与 Blackshark.ai 合作，借助 AI 和云计算，通过 2D 卫星图像生成世界各地约 15 亿座 3D 建筑物，并保证数据实时交互，突破了人工制作的桎梏。从发展趋势看，AI+内容生产将弥补数字世界内容消耗与供给的缺口。AI 技术不仅有助于提高生产效率，而且有助于进一步提升互动性。例如，在游戏《AI 地下城》（AI Dungeon）中，当用户输入文字后，系统便会使用 GPT-3（Generative Pre-Training Transformer）自然语言模型来理解脚本并生成接下去的几段文字，并且基本能够实现前后世界观一致。

图 103、游戏开发成本变迁情况



资料来源：36 氪，兴业证券经济与金融研究院整理

AI 助力游戏开发降本增效。游戏行业存在“不可能三角”情况，即成本、质量、效率难以同时满足。因此，为保证质量，公司需投入大量人员或延长制作周期，开发成本和效率难以控制。而大模型的出现有效推动游戏公司进行降本增效：具体

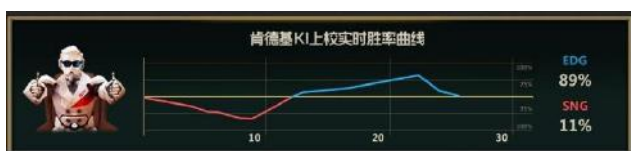
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

来讲，游戏开发包含 3D 建模、动画、特效、音频音乐、美术设计、文本、剧情以及游戏代码设计等极为丰富的细分内容，开发过程耗时较长，流程极其复杂，对工业化程度、实时性、交互性要求较高。游戏上线后，还需进行版本更新、游戏维护等，游戏发行单位需投入大量人力、物力、财力。在 AI 的帮助下，上述成本均可一定程度上降低。

6.1.2 决策式 AI 应用

决策式 AI 学习数据中的条件概率分布，根据已有数据进行分析、判断和预测，在游戏中代替人脑进行决策。其主要应用于虚拟玩家、NPC 动态互动、单机游戏 NPC 的设计和开发、在线游戏中的对局匹配、策略游戏中的 AI 玩家开发和训练、人工智能教练以及游戏数据分析。

图 104、肯德基 KI 上校英雄联盟 KPL 实时胜率预测



资料来源：英雄联盟，兴业证券经济与金融研究院整理

图 105、《逆水寒》AI 对话



资料来源：逆水寒，兴业证券经济与金融研究院整理

2017 年，王者荣耀推出 AI“绝悟”，次年战胜职业选手，更是于 2019 年 KPL 世冠杯半决赛上仅耗时 16 分钟又一次击败了 5 名现役选手组成的职业联队，绝悟已经达到了顶级职业战队的水平。谷歌星际争霸 AlphaStar 以长序列建模为核心，将游戏中的单位列表及其属性作为输入，经过网络计算后输出需要在游戏中执行的指令，采用监督学习方式模仿职业级人类选手的操作和策略，从而快速提高水平，避免过多无意义的操作探索。肯德基 KI 上校会在每场比赛开始时给出双方的阵容强度和胜率曲线，并且根据比赛的实时进度更新结果预测并展示给观众。其提供的实时胜率曲线可以呈现出更多比赛中对胜率产生影响的事件和信息，帮助观众更精准地判断当前局势。在 2018 年英雄联盟 S8 全球总决赛中，KI 上校在小组赛的预测正确率高达 98%。2023 年，网易将 AI 与《逆水寒》手游深度融合，涉及 AI 捏脸、AI 角色立绘、AI 作诗等 30 余项 AI 黑科技，将人工智能覆盖游戏的方方面面，为玩家创造出颠覆性的游戏体验。

6.1.3 国家政策规范

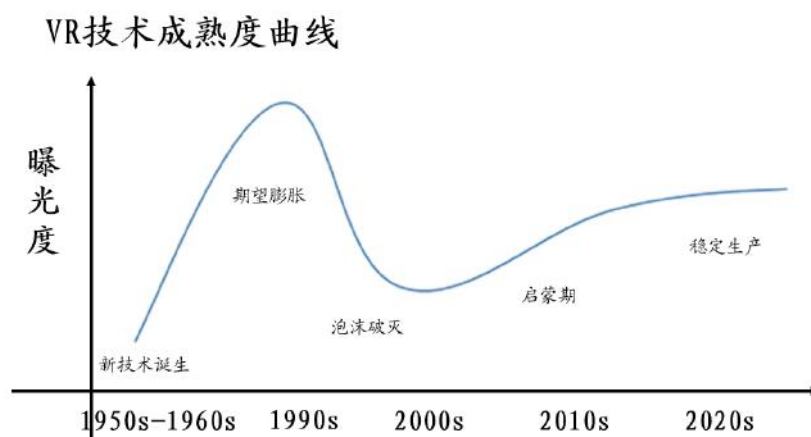
国家颁发政策进一步规范 AI 应用。2023 年 4 月 11 日，国家互联网信息办公室发布《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》（简称“征求意见稿”），向社会

公开征求意见，促进生成式人工智能健康、规范发展。征求意见稿从内容生成、算法设计、知识产权等方面提出要确保训练数据的合法性、采取适当措施防范用户过分依赖或沉迷生成内容、保护用户信息等管理办法。在 AI 技术应用初期，数据安全等问题开始暴露，政策的及时完善可尽早帮助行业完成合规工作，为 AI 在游戏行业的进一步应用保驾护航。2023 年 9 月 2 日，据腾讯网报道，来自国内百度（文心一言）、抖音（云雀大模型）、智谱 AI（GLM 大模型）、中科院（紫东太初大模型）、百川智能（百川大模型）、商汤（日日新大模型）、MiniMax（ABAB 大模型）、上海人工智能实验室（书生通用大模型）八家不同公司的 AI 大模型将正式上线，这是国内第一批通过审核的 AI 大模型。这些模型的成功上市，预示着未来更多的扶持政策或将出台，我国 AI 大模型产业将迎来健康合规发展新阶段。

6.2、VR

VR 即虚拟现实技术，利用计算机仿真系统模拟外界环境，为用户提供多信息、三维动态和交互式的仿真体验。VR 具有沉浸感、交互感和想象性特点，致使用户可完全投入三维虚拟环境，对虚拟世界物体进行操作并得到反馈，极大拓宽了用户在现实中的想象力。历经 20 世纪 50 年代前的科学幻想时期，VR 不断迭代，技术革新，于 20 世纪 90 年代迎来首次发展高峰，为游戏业提供变革机会。然而，由于显示器、3D 渲染和动作检测技术不成熟，该时期的 VR 产品在中销声匿迹，VR 发展泡沫破灭。

图 106、VR 发展历程



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2012 年 Oculus Rift 问世，重燃公众对 VR 的兴趣，VR 发展进入第二次热潮。2014 年，Google 发布了其 VR 体验版解决方案：CardBoard；2015 年，HTC vive 在 MWC2015 上正式发布；2016 年，索尼公布 PSVR；2020 年 PICO 旗舰产品 Pico Neo 2 横空出世，加之疫情催化，再次助推 VR/AR 市场增长，根据 IDC 报告数据显示，2021 年全年全球 AR/VR 头显出货量达 1123 万台，同比增长 92.1%，

其中 VR 头显出货量达 1095 万台，突破年出货量一千万台的行业重要拐点；2022 年，VR 硬件开启井喷，PICO 的 PICO 4、Meta 的 Meta Quest Pro、华为的 Vision Glass、大朋 VR 的大朋 E4 陆续亮相；2023 年，索尼的 PSVR 2 于 2 月发售，苹果 MR 头显 Reality Pro 在 2023 年 6 月 6 日年度开发者大会发布，以空间环境感知、虹膜识别、空间音频射线追踪等先进技术，开启空间计算新时代；此外，Meta Quest3 也将于 2023 年秋季发售。随着 VR 硬件产品的持续迭代，或将带来 VR 硬件的新一轮普及热潮。

表 5、steam2021-2022 年度部分铂金级 VR 游戏

游戏名称	类型	上线时间	价格(元)	开发商	地区	团队规模
The Elder Scrolls V: Skyrim VR	角色扮演	2022.1	199	Bethesda Game Studios	美国	20+
After the Fall	FPS	2021.12	116	Vertigo Games, Jaywalker Interactive	荷兰	50
Beat Saber	节奏/音乐	2019.5	90	Beat Games	捷克	10-
VTOL VR	动作	2017.8	88	Boundless Dynamics, LLC	美国	20+
Pavlov VR	FPS	2017.2	80	Vankrupt Games	加拿大	10-
Half-Life: Alyx	FPS/冒险	2020.3	163	valve	美国	80+
BONEWORKS	动作/FPS	2019.12	90	Stress Level Zero	美国	10-
Blade and Sorcery	动作	2018.12	70	WarpFrog	美国	1
BONELAB	动作/FPS	2022.9	116	Stress Level Zero	美国	10-
Into the Radius VR	FPS	2020.7	90	CM Games	爱沙尼亚	100+
SUPERHOT VR	FPS/冒险	2016.12	90	Vertigo Games, Jaywalker Interactive	荷兰	50

资料来源：36 氪，steam，兴业证券经济与金融研究院整理

VR 硬件的重磅发布将加速 VR 游戏内容的开发与亮相，休闲模拟类游戏《心境·露营》、谷歌模拟游戏《打工体验记》（《Job Simulator》）和《模拟度假》（《Vacation Simulator》）已陆续登陆 PICO Store，《Synapse》《野狼行动》也于 PlayStation VR2 发行，未来 VR 内容有望迎来持续爆发。

国家政策利好，游戏、VR 双向奔赴。自 2016 年起，国家陆续出台多项政策，以支持和引导 VR 技术攻关，推动 VR 和游戏场景双向融合。2022 年 11 月 1 日五部委《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026 年）》提出，在新闻报道、体育赛事、影视动画、游戏社交等融合媒体内容制作领域，推动广播级高品质、大众化低门槛虚拟现实数字内容同步发展，更是为 VR 产业标明了前行的方向。

表 6、近年来中国 VR 发展相关政策

时间	颁布主体	政策文件名称	主要内容
2023.5	文化和旅游部	《关于开展 2023 年度国家文化和旅游科技创新研发项目推荐工作的通知》	重点支持以下领域:文化资源数字化、线上线下融合演出演播、舞台安全检验监测、智慧图书馆、公共文化云服务、沉浸式文化和旅游体验、智慧旅游、旅游服务质量智能评价、高技术游戏游艺设备、文化和旅游市场网络监测和主动执法等。
2022.10	工信部、教育部等	《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划(2022—2026 年)》	“虚拟现实+融合媒体”领域,聚焦新闻报道、体育赛事、影视动画、游戏社交、短视频等融合媒体内容制作领域,探索基于虚拟化身等新形势的互动社交新业态
2021.12	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	创新发展”云生活”服务,深化人工智能、虚拟现实、8K 高清视频等技术的融合,拓展社交、购物、娱乐、展览等领域的应用,促进生活消费品质升级。加强超高清电视普及应用,发展互动视频、沉浸式视频、云游戏等新业态。
2021.7	工信部、网信办、发改委等	《5G 应用“扬帆”行动计划(2021-2023 年)》(工信部联通信[2021]77 号)	加速 5G 与虚拟现实技术的融合,实现以虚拟现实为代表的沉浸式设备工程化攻关,从而丰富基于 5G 的智能终端产品的高质量供给和普及,加快云 AR/VR 头显、5G+4K 摄像机、5G 全景 VR 相机等智能产品推广,拉动新型产品和新型内容消费,促进新型体验类消费发展
2020.3	工信部	《关于推动工业互联网加快发展的通知》(工信厅信管[2020]8 号)	增强 5G、人工智能、区块链、增强现实/虚拟现实等新技术支撑能力,强化设计、生产、运维、管理等全流程数字化功能集成,进而提升工业互联网平台核心能力
2018.12	工信部	《关于加快推进虚拟现实产业发展的指导意见》(工信部电子[2018]276 号)	制定我国虚拟现实产业发展近中期目标,加强产学研用协同合作,推动虚拟现实相关基础理论、共性技术及应用技术研究,重点攻关近眼显示、感知交互、渲染处理及内容

表 6、近年来中国 VR 发展相关政策

时间	颁布主体	政策文件名称	主要内容
			制作等关键技术，引导虚拟现实向各场景渗透、提升相关产品供给的丰富度，并通过行业标准体系建设及公共服务平台的建设，引导虚拟现实产业实现良性发展
2016.10	工信部	《信息化和工业化融合发展规划(2016-2020)》(工信部规[2016]333号)	支持虚拟现实、人工智能核心技术突破以及产品与应用创新，发展智能装备及产品
2016.05	中共中央、国务院	《国家创新驱动发展战略纲要》	加强类人智能、自然交互与虚拟现实、微电子与光电子等技术研究推动宽带移动互联网、云计算物联网、大数据、高性能计算、移动智能终端等技术研发和综合应用
2016.04	工信部	《虚拟现实产业发展白皮书 5.0》	虚拟现实的行业应用有望全面展开，文化内容将日趋繁荣，虚拟现实游戏(VR 游戏)，是 VR 技术重要的方向之一，将游戏和动漫内容制作、可穿戴设备作为 VR 应用推广的突破口，推动 VR 在游戏开发等各方面的应用

资料来源：文化旅游部，工信部，国务院，兴业证券经济与金融研究院整理

游戏厂商加速布局，为 VR 发展注入动力。2021 年，元宇宙概念东风，叠加年轻一代对 VR 游戏的接受度及需求上升，直接加速互联网大厂和传统游戏厂商在设备端和内容生态端的双向布局节奏，以时间换发展，进一步争夺用户停留时长，抢滩 VR 游戏市场份额，为我国 VR 游戏的快速发展注入动力。

表 7、我国部分企业 VR 游戏布局

公司	内容
腾讯	全方位构建 VR 生态:腾讯拟通过收购黑鲨等硬件公司打造 VR 设备:在内容端腾讯旗下多个工作室拥有《王者荣耀》《英雄联盟》《绝地求生》等多个优质 IP，精品自研游戏 NEXT 工作室 2017 年曾在 Steam 上线 VR 德州扑克游戏《幸运之夜》，伴随硬件生态的成型腾讯有望依靠其强大的游戏 IP 矩阵和研发实力打造现象级 VR 应用
网易	重点聚焦 VR 游戏代理和发行:网易与美国顶尖虚拟现实游戏工作室 Survios 共同创立 VR 发行公司影核是国内顶尖 VR 游戏内容提供方拥有包括《Beat Saber》在内的优质 VR 游戏内容矩阵，已与世界的顶尖 V 游戏公司建立合作关系，并在上海推出 VR 线下娱乐综合体。游戏方面网易也曾开发较为成熟

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

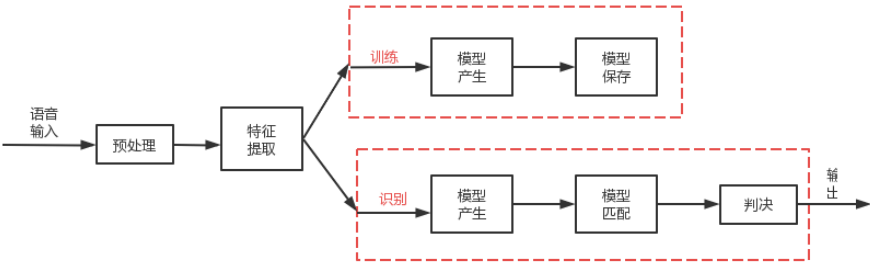
	的多人 VR 游戏《故土》
字节跳动	硬件与内容兼顾: 2021 年 8 月字节跳动以 50 亿元收购 Pico 入局 VR, 11 月投资 VR 游戏开发商梦途科技, 收购沐瞳科技, 投资麦博游戏 MYBO
完美世界	持续探索 VR 技术: 2016 年代理 VR 游戏《深海迷航》, 公司持续探索 VR、AR 等前沿技术应用在旗下《完美世界》《诛仙》等系列 IP 游戏
中手游	推出仙剑 IP 相关 VR 游戏规划: 中手游利用仙剑系列 IP 开发的自研仙剑元宇宙游戏《仙剑奇侠传: 世界》将支持 VR 设备, 预计将在 2023 年上线
米哈游	米哈游推出前瞻品牌 HoYoverse 布局沉浸式体验内容: 通过全新品牌 HoYoverse 继续研究和开发沉浸式虚拟世界相关的尖端技术重点提升和优化玩家在虚拟世界中的体验, 此外内容端其拥有《原神》《崩坏》等全球知名手游
恺英网络	恺英网络在 VR 领域做了两方面的布局。在硬件端, 恺英网络战略投资了乐相科技旗下的 VR 品牌大朋 VR, 成为其第三大股东; 在内容上, 2022 年初, 恺英网络成立专门的团队做 VR 游戏研发, 2023 年公司自研“机甲战士敢达”IP 的 VR 机甲战斗类产品, 预计将在 2023 年上线
电魂网络	公司产品已覆盖移动端、PC 端、主机端、VR 等不同硬件平台, 先后打造了“闪电玩”游戏平台;《瞳》、《瞳: 祈愿》VR 游戏等
宝通科技	宝通科技旗下哈视奇一直专注于 AR/VR 游戏的研发,《奇幻滑雪》系列游戏已多版本迭代, 成为了具有市场影响力的系列产品; 目前《奇幻滑雪》系列游戏已经上线 PICO、华为 VR、爱奇艺奇遇 VR 等国内平台

资料来源: 36 氪, 兴业证券经济与金融研究院整理

6.3、声音识别

随着科技发展, 声音识别带来新玩法。语音识别的本质是一种基于语音特征参数的模式识别, 即通过学习, 系统能够把输入的语音按一定模式进行分类, 进而依据判定准则找出最佳匹配结果。目前, 模式匹配原理已经被应用于大多数语音识别系统中。基于此, 语音识别逐渐被应用于游戏, 创新游戏玩法——通过语音操控游戏。目前已有此类游戏发布试玩, 例如《言出法随》和《Origins》。

图 107、语音识别原理架构图



资料来源: 灵生讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

《言出法随》是一款 RPG 游戏, 其语音识别的基本玩法为: ①通过语音操控释放

法术来击败怪物；②积累一定技能书后获得新法术学习机会，而解锁新法术需正确朗读技能书内容；③自定义语音法术，法术越长，技能效果越强。这种语音融入游戏玩法的模式，为游戏提供了新的尝试方向。

图 108、《言出法随》游戏截图



资料来源：言出法随，游氏星空，兴业证券经济与金融研究院整理

图 109、《Origins》游戏截图



资料来源：Origins，兴业证券经济与金融研究院整理

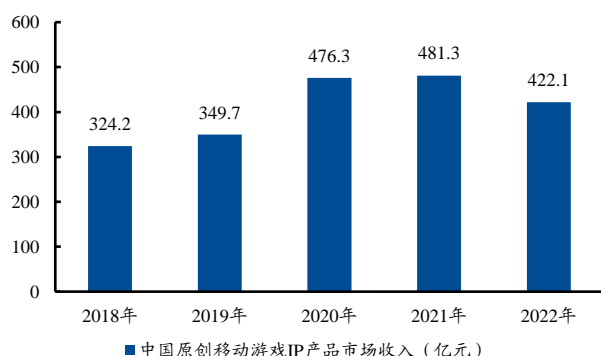
《Origins》则是 Steam 上一款即将发售的“AIGC+语音”的解谜游戏，在游戏中，玩家需要扮演一位侦探，通过与游戏中 NPC 的语音对话搜集线索，并通过游戏内场景考察实现案件侦破。

未来，图像识别、语音识别、虹膜识别、VR/AR/MR、AIGC 等多元化技术，或将持续赋能游戏内容，为玩家提供更加优质的游戏体验。

7、IP 蓄势待发，推动文化发展

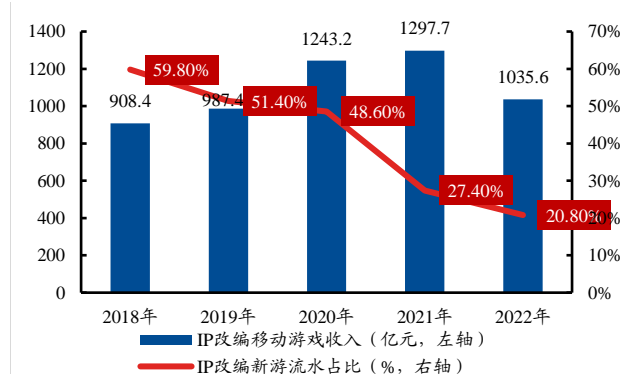
游戏 IP 和游戏产业共同发展，历经游戏 IP 概念形成期、成熟期、爆发期，现已步入游戏 IP 价值拓展期，游戏企业持续创新 IP 玩法、多领域拓展 IP 衍生价值、寻求更多变现机会，对文化产业创新发展产生一定影响。自 IP 发展以来，我国已成功将“仙剑奇侠传”、“西游”等 IP 改编打造出《仙剑奇侠传》、《梦幻西游》等爆款游戏，同时自研端“QQ 飞车”、“王者荣耀”、“原神”等自研 IP 也大获成功。原创移动游戏 IP 锚定国内市场持续发力，2022 年中国原创 IP 产品市场收入持续突破 400 亿元大关，受生命周期和头部产品储备不足影响，自研 IP 收入出现小幅度自然下滑。在改编移动游戏 IP 方面，2022 年中国 IP 改编移动游戏市场实际收入 1035.6 亿元，部分 IP 改编新游表现不佳，未来，随着游戏厂商更注重内容质量，改编 IP 流水有望恢复。

图 110、中国原创移动游戏 IP 产品市场收入（亿元）



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 111、中国 IP 改编移动游戏市场实际收入（亿元）



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

7.1、依托内容流转，实现长期变现

游戏、漫画、动画 IP 潜在变现价值巨大。游戏 IP 锚定电子游戏、衍生品、票房、家庭娱乐等四大核心变现收益，通过与动漫、文学、电影、音乐、剧集、综艺、话剧等文化内容间的流转，结合授权业务拓展传播渠道、扩大影响力，打造商品开发、内容拓展、主题空间三位一体的商业模式，有望推动更多文娱领域创新发展，进一步获取商业化机会。

表 8、游戏 IP 前端经济

衍生方向	具体内容	备注
不同游戏联名	荒野乱斗把 Line Friends 的形象植入到游戏里	双方合作还延伸到了线下展览
	王者荣耀中的橘右京、不知火舞、娜可露露等英雄	
游戏 IP+文学作品	王者荣耀与蝴蝶兰的小说《王者时刻》	
游戏 IP+影视作品	《王者荣耀》《穿越火线》等都有授权的电视剧	
	电影《魔兽》改编自暴雪的一款经典游戏	
游戏 IP+动画	英雄联盟推出动画剧集《Arcane》	英雄联盟和王者荣耀每个赛季，会有不同的故事，宣传着不同的英雄。拳头公司计划还包括电视剧和真人电影的打造。
游戏 IP+音乐	邓紫棋《穿越火线》	游戏主题曲
	张杰《为你而战》	
	邓紫棋《无双的王者》	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	万妮达《好戏》	英雄主题曲
--	---------	-------

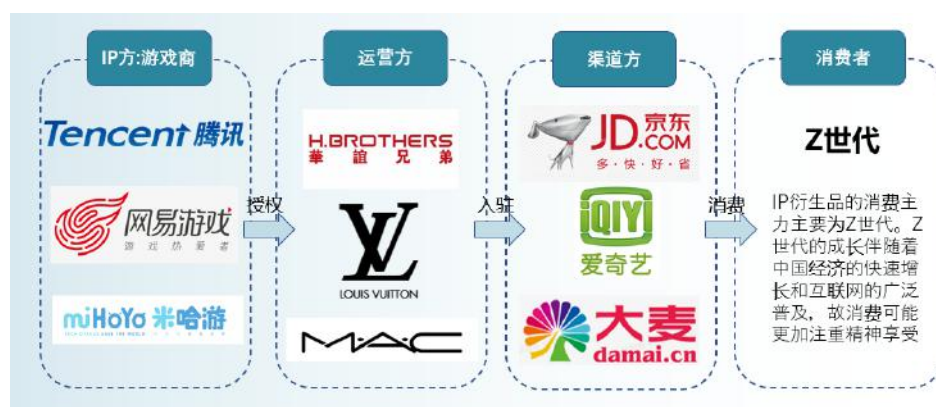
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

游戏用户大多关注游戏 IP 在游戏和其他领域的内容衍生，商家洞察到用户的这一偏好，持续助力相关 IP 的多元领域拓展满足用户需求，从而实现用户对 IP 的高黏性与高忠诚度，以实现 IP 产品的长期价值变现。

7.2、IP 衍生品破圈，发展势态良好

IP 衍生产业由后端经济发展而来，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。其上游是游戏 IP 版权方，中游是运营方和渠道方，下游是游戏衍生品消费者，以 Z 世代人群为目标用户，助力内容、衍生品破圈。

图 112、IP 衍生产业链



资料来源：未来智库，兴业证券经济与金融研究院整理

IP 衍生业务发展势态良好，2022 年我国移动游戏 IP 衍生品市场规模达 35 亿元，随着游戏企业对 IP 培养的关注，游戏 IP 衍生得到长足发展。2017 年故宫博物院与腾讯人气手游《奇迹暖暖》达成长期合作，以更开放的姿态展示国潮；2019 年，美妆品牌 MAC 与《王者荣耀》联名推出系列定制口红，将游戏中最受欢迎的五位女英雄和不同口红色号一一对应。同年，LV 与《英雄联盟》联名款虚拟人物皮肤上线，开创奢侈品品牌与游戏 IP 合作的先例；2020 年，百事可乐无糖“超敢”携手知名游戏 IP《英雄联盟》女团 KDA 推出合作系列限量罐及联名礼盒；2021 年，经典 IP《摩尔庄园》手游上线初期，与“草莓音乐节”跨界合作，并联动“新裤子乐队”推出“摩尔庄园×新裤子乐队全息演唱会”，同年，《欢乐斗地主》与汉堡王定制王炸套餐上线汉堡王“5·18 王炸节”，联合中国邮政推出《欢乐斗地主牛年生肖邮票》；2019 年至 2022 年 6 月，《王者荣耀》与“十三余”共同推出 29 款汉服，输出具有王者特色的爆款服饰，跨界营销打开小圈市场，寻找新增量；2023 年 8 月，知名厂商 AMD 为消费者带来《星空》限量版硬件「Radeon RX 7900

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

XTX Starfield Limited Edition」和「Ryzen 7 7800X3D Starfield Limited Edition」, 采用了《星空》同款 NASA PUNK 风格, 白色主体加彩色元素点缀, 充满科技感。

图 113、LV 与英雄联盟联名款游戏人物皮肤



资料来源：英雄联盟官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 114、《百事可乐》联名《英雄联盟》



资料来源：百事可乐，兴业证券经济与金融研究院整理

游戏 IP 本身具备强大的文化属性及用户影响力, 与知名品牌的强强联手, 将助推 IP 流量价值的进一步扩大, 实现玩家增长、活跃提升和生态扩展, 并有望在未来带来更大的经济效益。

7.3、注重文化推广，IP 和中国文化相互促进

游戏推动文化交流，增强国民文化自信。据伽马数据《2021 中国自研游戏 IP 报告》显示, 在我国 TOP50 自研游戏 IP 中, 有 56% 的 IP 题材包含中国文化。

表 9、中国影响力 TOP50 自研游戏 IP 产品名单（部分）

IP 名称	IP 初代产品 上线时间	IP 初代产品所属终端	IP 题材类型
轩辕剑	1990 年	主机/单机游戏	东方玄幻/仙侠题材
仙剑奇侠传	1995 年	主机/单机游戏	东方玄幻/仙侠题材
剑侠情缘	1997 年	主机/单机游戏	武侠题材
天下	2000 年	客户端游戏	东方玄幻/仙侠题材
大话西游	2001 年	客户端游戏	神话/传说题材
梦幻西游	2003 年	客户端游戏	神话/传说题材
完美世界	2005 年	客户端游戏	西方玄幻/魔幻题材
征途	2005 年	客户端游戏	历史题材
魔域	2006 年	客户端游戏	西方玄幻/魔幻题材
问道	2006 年	客户端游戏	神话/传说题材
QQ 飞车	2008 年	客户端游戏	体育运动题材
QQ 炫舞	2008 年	客户端游戏	弱题材
梦三国	2009 年	客户端游戏	历史题材
古剑奇谭	2010 年	主机/单机游戏	东方玄幻/仙侠题材

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

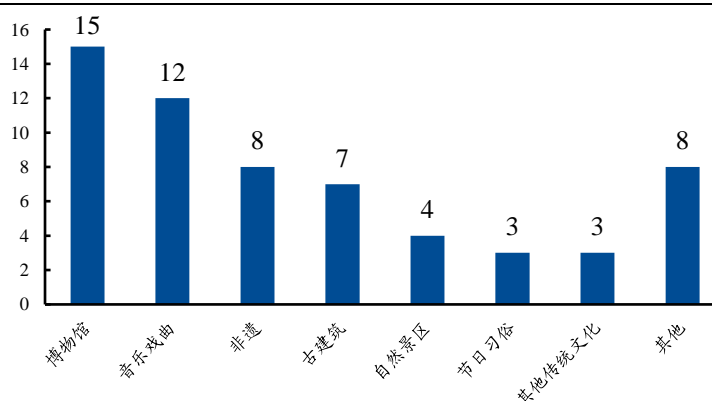
表 9、中国影响力 TOP50 自研游戏 IP 产品名单（部分）

IP 名称	IP 初代产品 上线时间	IP 初代产品所属终端	IP 题材类型
神武	2010 年	客户端游戏	神话/传说题材
崩坏	2012 年	移动游戏	科幻题材
率土之滨	2015 年	移动游戏	历史题材
王者荣耀	2015 年	移动游戏	文化融合
阴阳师	2016 年	移动游戏	神话/传说题材
原神	2020 年	移动游戏	西方玄幻/魔幻题材

资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

游戏产品推动中华优秀传统文化发展，文化联动赋予游戏 IP 更多内涵。游戏 IP 的文化联动布局广泛：线下侧，实体化联动场景涉及博物馆、音乐戏曲、非物质文化遗产等多个领域；线上侧，游戏公司将文化内容和游戏内容深度融合，推出专项道具、皮肤、角色等游戏内容，并给予短视频、KOL 等大量资源推广。

图 115、TOP50 自研游戏 IP 文化联动对象分布(按 IP 数量)



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

线下线上的 IP 联动，有利于提高用户对中国文化的认知，也有助于提升游戏内容框架的丰富度。当前，部分不含中国文化背景的游戏产品也在尝试通过自身的影响力参与到文化联动相关的活动中，以求在国产文化的加持下，形成更加深厚的游戏内容底蕴。

8、行业观点与投资标的

8.1、行业观点

1.“一核心+多端互通”或将成为手机游戏发展趋势。2018 年 EPIC 凭借自身虚幻引擎优势，助力《堡垒之夜》登录 IOS、安卓和 NS 平台，实现了主机、PC、手机三端互通，米哈游《原神》在开发期间就确定了多端互通的开发策略，《崩坏 3》也推出了 PC 客户端版本，此外，完美世界《幻塔》《天龙八部 2：飞龙在天》，动视暴雪《暗黑破坏神：不朽》，心动网络《火炬之光：无限》均采用手机端为核心

的多端互通的游戏模式。

图 116、《幻塔》移动端游戏画面



资料来源：《幻塔》官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 117、《幻塔》PC 端游戏画面



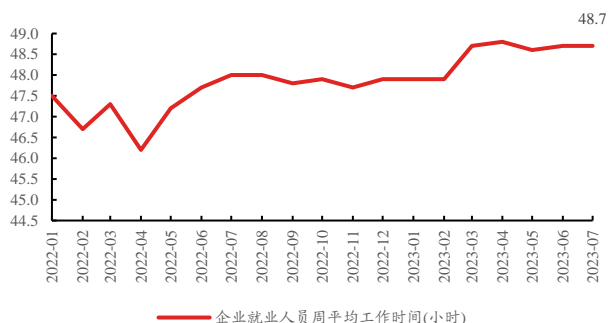
资料来源：《幻塔》，兴业证券经济与金融研究院整理

从玩家角度来说，对于游戏的选择，很大程度上取决于游戏设备与玩家自身游戏习惯的匹配度：有的玩家习惯鼠标键盘进行流畅操作，增强游戏代入感；有些玩家喜欢用手柄操作，以舒适的角度玩游戏；有的玩家因工作节奏较快，正经坐下来玩游戏的时间不多，习惯利用通勤时间打开手游。即便一款游戏的名气再大，也鲜有玩家会改变自己熟悉的游戏方式。而多端互通就是直击痛点的对症下药，无论是 PC、主机、手机玩家，都能在自己最熟悉的平台上玩到同一款游戏。我们认为，这种方式较为契合手游这一简化的游戏赛道，以小程序玩法处理日常内容，以 APP 为核心进行充值、社交及体验快节奏内容，以主机/PC 游玩深度内容获得沉浸式挑战体验。多端互通在降低游戏门槛的同时，亦能形成游戏圈层，横向丰富游戏玩法，形成大 DAU 游戏单品，创造更高收益。

2. 中轻度休闲游戏或将在未来一段时间内成为主流游戏品类之一。根据国家统计局数据，2023 年 1-7 月我国企业就业人员平均周工作时间为 48.5 小时，相较于 2022 年全年提升了 1 小时，根据 CNNIC 数据，截至 2022 年 12 月我国短视频用户规模已达 10.12 亿人，短视频用户使用率已达 94.8%。

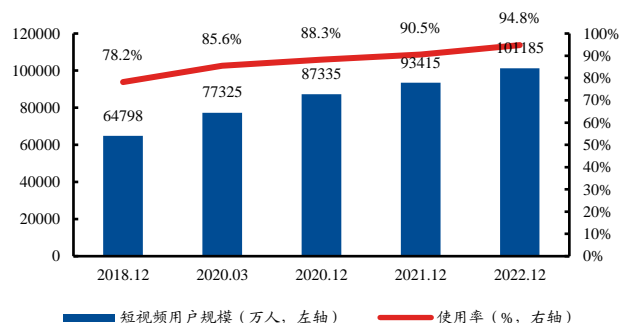
我们认为，两项数据不断提升，说明我国居民正在进入轻休闲，快节奏的生活状态，而中轻度休闲游戏以棋牌、割草、挂机、合成、养成、休闲竞赛等玩法，与市场客群心态高度契合。根据 Gamelook 援引热云数据显示，微信小游戏在 2023 年上半年迎来大爆发，买量微信小游戏数约为 9300 个，同比增长 310%；同时新游投放占比超过 6 成，成为微信小游戏买量的主力军，这之中催生了《疯狂骑士团》等高流量休闲新品。

图 118、2022 年 1 月-2023 年 7 月我国企业就业人员周平均工作时间(单位: 小时)



资料来源: 国家统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 119、2018 年 12 月-2022 年 12 月我国短视频用户规模及使用率情况



资料来源: CNNIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

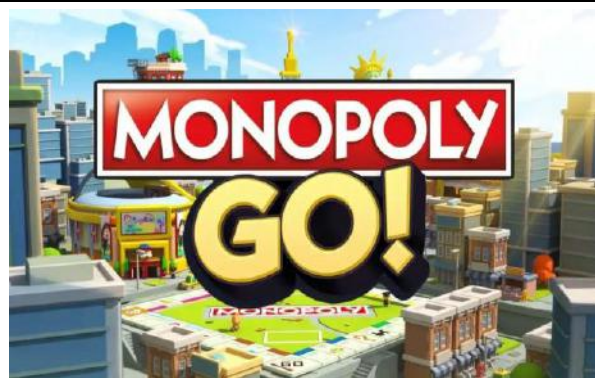
海外侧, 中轻度休闲游戏同样表现亮眼。根据 SensorTower 报告显示, 2022 年 H2-2023 年 H1, 海外手游市场环比内购收入增幅最大的均为休闲品类, 如桌游 (环比增幅 23%)、体育 (环比增幅 18%)、解谜 (环比增幅 10%)、模拟 (环比增幅 7%) 以及棋牌 (环比增幅 3%)。根据 App Growing 数据, 从广告量来看, 休闲/益智解谜类手游分别以 17.0%/13.7% 的广告量占比位居前列; 从手游数量来看, 休闲/益智解谜占比分别为 20.4%/13.0%, 大幅领先其他类型, 诸如《Monopoly Go!》等爆款游戏脱颖而出。

图 120、2022 年 H1-2023 年 H1 海外手游内购收入及变化趋势



资料来源: Gamelook, SensorTower, 兴业证券经济与金融研究院整理

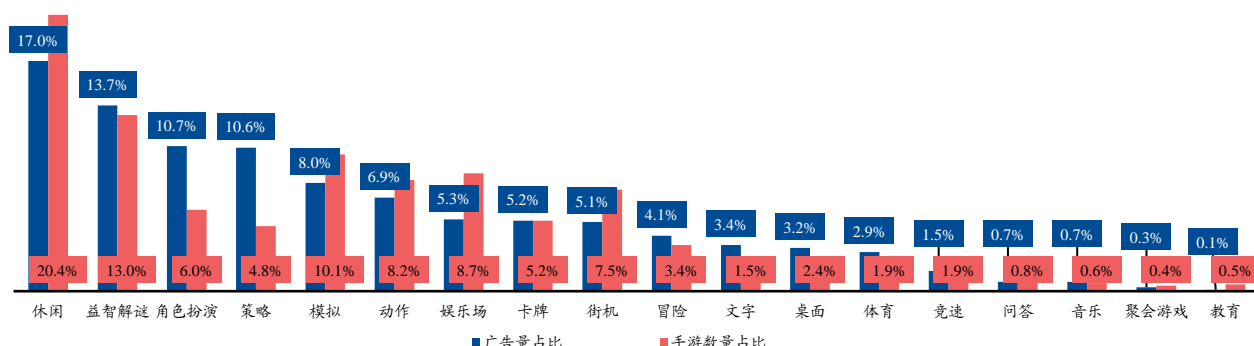
图 121、Scopely 发行的《Monopoly Go!》月流水超 4 亿元



资料来源: Gamelook, 兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为, 中轻度休闲游戏相对于重度游戏, 制作周期更短, 更侧重于玩法侧和内容侧的挖掘和创新, 对于美工、文案设计等方面的要求较少, 更有利于 AIGC 进行全方位的赋能, 进一步提升游戏迭代速率和版本更新速率, 或将形成爆款游戏轮动趋势。

图 122、2023 年上半年海外手游移动广告投放大盘分布



资料来源：App Growing，兴业证券经济与金融研究院整理

3.关注端游侧发展带来的手游机遇。我们认为，爆款游戏的出现主要源于抓住了不同时期的用户行为和心理特征，如同孙正义的“时间机器”理论所述，在端游小样本延伸到游戏的大样本中，这一特征仍然适用。一方面，诸多端游开启“端转手”进程，另一方面，我们也可以众多手游爆款上看到爆款端游缩影，即“端改手”。未来，在注重创新的游戏领域，端游侧热门独立游戏的出现，将持续引领手游演进方向，为手游产品提供一定的盈利确定性。

表 10、部分头部手游对标端游/主机游戏

端游/主机游戏	推出时间	手游	推出时间
DOTA	2002 年	王者荣耀	2015 年
LOL	2009 年		
DOTA2	2013 年		
PUBG	2017 年	和平精英	2019 年
宝石迷阵	2000 年	糖果粉碎传奇	2012 年
		开心消消乐	2013 年
塞尔达传说：荒野之息	2017 年	原神	2020 年
吸血鬼幸存者	2021 年	弹壳特攻队	2022 年
炉石传说	2014 年	月圆之夜	2017 年
Dream Quest	2015 年		
杀戮尖塔	2019 年		
怪物列车	2020 年		
糖豆人	2020 年	蛋仔派对	2022 年
Among Us	2018 年	太空行动	2023 年
鹅鸭杀	2021 年		
冰汽时代	2018 年	Frozen City	2022 年
极限竞速：地平线 5	2021 年	巅峰极速	2023 年

资料来源：Steam，游戏论，好游快爆，Donews，先锋百科，编程日记，半城电竞资讯，3033 游戏，和平精英官网，52PK，篝火新闻，竞核，36 氪，云网游戏，游戏日报，青瞳视角，手游那点事儿，兴业证券经济与金融研究院整理

4.重视IP带来的内容价值。除热门端游IP的“端改手”之外，文学作品的“文改手”，漫画作品的“漫改手”等，均具有非常高的内容价值和情怀价值。“**端改手**”方面：据传奇IP开发商及共有著作人娱美德方面统计，2019年仅热血传奇正版IP年产值便达到300亿元；而根据端游《石器时代》重制的上海鹿游《新石器时代》，据SensorTower和DataEye数据，自6月28日上线以来，一段时间都保持在畅销榜前20名的成绩，7月iOS预估流水过亿。“**文改手**”方面：三七互娱《凡人修仙传：人界篇》借力2013年“忘语”创作的顶级修仙网文《凡人修仙传》IP，于2023年5月24日公测首日登顶IOS免费榜并持续霸榜6天，据点点数据估算，上线首月全渠道总流水达5-7亿元；“**漫改手**”方面：腾讯运营的《火影忍者》自2016年以来持续保持高额流水，2023年5月国服预估流水超3亿元；名臣健康《镇魂街：天生为王》，借力2012年许晨创作的《镇魂街》爆款IP，2022年12月22日上线首日新增用户超200万人，首周流水破亿元，首周内排名稳定在畅销榜前6。

图 123、《火影忍者》手游游戏画面



资料来源：《火影忍者》手游，兴业证券经济与金融研究院整理

图 124、《镇魂街：天生为王》游戏画面

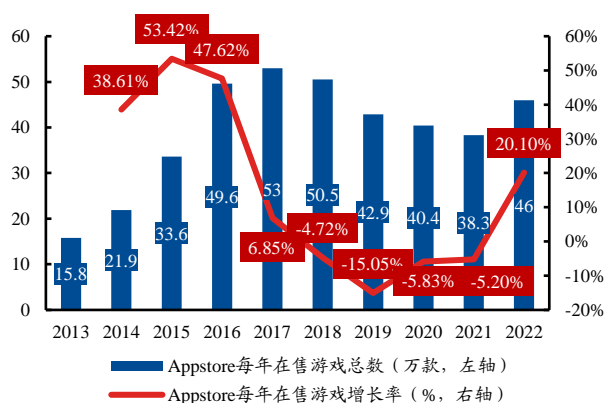


资料来源：《镇魂街：天生为王》，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，一方面，如“传奇”、“奇迹”、“石器时代”、“魔域”、“千年”、“征途”、“红月”、“龙族”等2000年代的IP，受众多为当前30-39岁的青壮年群体，在实现从“有时间无消费能力”到“有消费能力缺时间”的转变后，更乐意为情怀消费，这种IP消费趋势将会在未来持续轮动。另一方面，如“斗罗大陆”、“凡人修仙传”、“火影忍者”、“死神”、“航海王”、“一拳超人”、“盗墓笔记”等网文、动漫、影视热门IP，除情怀付费外的偶像付费、兴趣付费，同样具有相当的市场潜力。

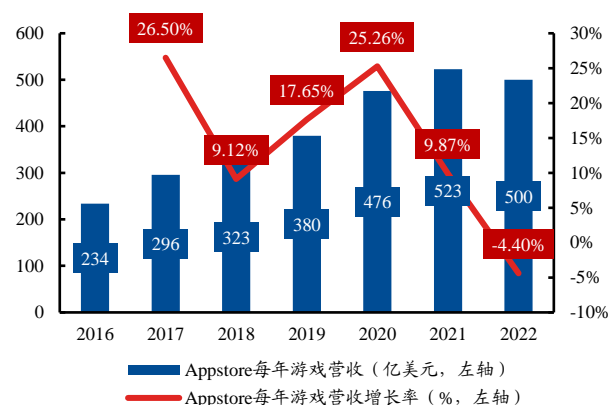
5.牢握宣发入口，秉持玩法核心。据42matters, PocketGamer数据，2022年APP Store/Google Play每年在售游戏总数分别达46.0/39.0万款，据SteamDB、EPIC商城数据，2022年Steam/Epic每年新增游戏数量1.15/0.06万款，在庞大的游戏产品库中，如何实现首轮用户触达，我们认为，IP的加持固然有效，游戏的宣发也是一大重点，只有游戏“被看见”，才能实现用户转化可能。如疯狂游戏的《咸鱼之王》，以大量特色广告素材迅速占领流量宣发阵地，据Gamelook预估数据，《咸鱼之王》2023年年初已实现8000万MAU，超4亿元月流水。

图 125、Appstore 每年在售游戏总数及增长率



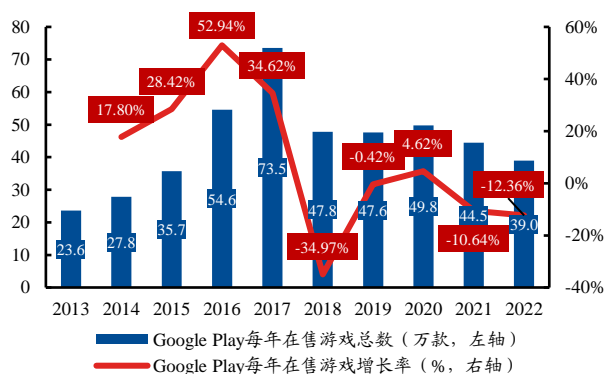
资料来源：42matters, PocketGamer, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 126、Appstore 每年游戏营业额及增长率



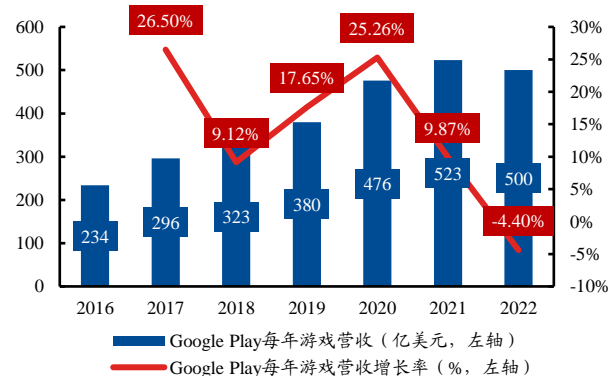
资料来源：data.ai, Sensor Tower, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 127、Google Play 每年在售游戏总数及增长率



资料来源：AppBrain, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 128、Google Play 每年游戏营收及增长率



资料来源：data.ai, Sensor Tower, 兴业证券经济与金融研究院整理

此外，如第三章所述，全球游戏行业收入增速放缓，行业高质量发展成为必由之路。我们认为，在首轮游戏引流后，要实现用户的长期增长、留存和消费，主要由游戏性质、质量和运营能力所决定。如 MOBA 类游戏《CS: GO》《DOTA2》《LOL》《PUBG》普遍具有较长的生命周期；网易 2003 年推出的《梦幻西游》，依托教科书级别的游戏内经济系统，时至今日仍旧风靡不衰；吉比特 2006 年推出的《问道》、2016 年推出的《问道》手游，定期与玩家开展交流沟通，采纳玩家意见进行版本迭代，经营流水持续稳健。

图 129、《梦幻西游》



资料来源：梦幻西游，兴业证券经济与金融研究院整理

图 130、《问道》



资料来源：问道，兴业证券经济与金融研究院整理

6.AIGC 为 A 股游戏公司带来的降本增效效益或将在未来缓慢释放。我们选择 2023H1 游戏业务营业收入过亿元，且游戏营收占公司总营收比例超过 50% 的 A 股上市公司进行毛利率分析发现，除恺英网络、世纪华通因对外分成减少，毛利率率同环比均有超 5% 提升外，其余公司的毛利率同比或环比改善并不显著。我们认为，AIGC 对 A 股游戏公司成本端的改善不是一蹴而就的，而是一个长期的过程，人员的培训、技术的优化和应用、模型的训练等均需要在较长的周期内陆续实现。

表 11、2022-2023H1 部分头部公司游戏业务毛利率变动情况

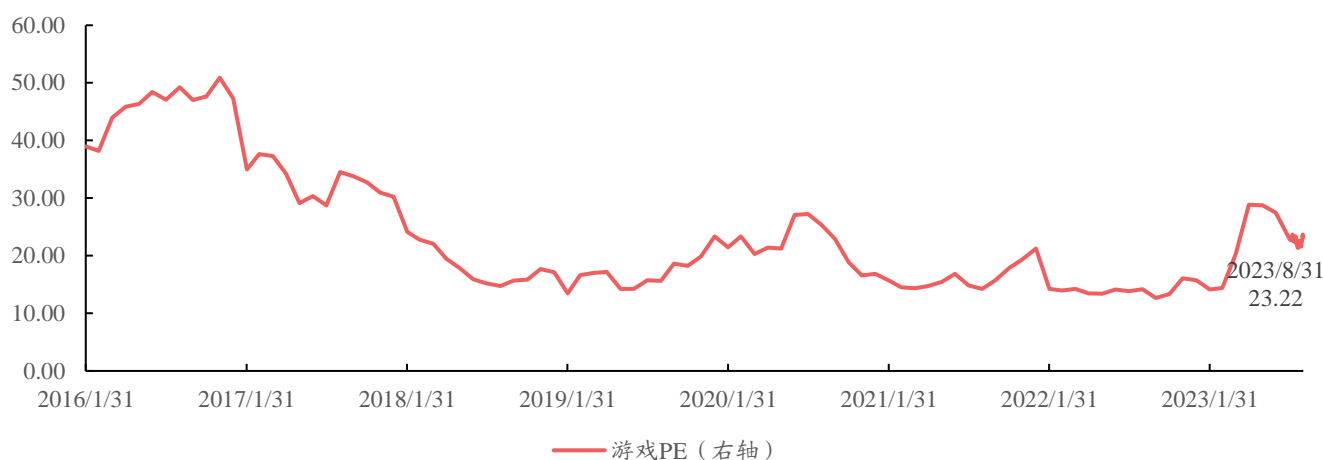
公司名称	游戏业务毛利率				
	2022H1	2022	2023H1	2023H1 同比	2023H1 相较 2022 年
名臣健康	60.13%	73.57%	72.99%	12.86%	-0.58%
恺英网络	72.56%	75.32%	83.92%	11.36%	8.60%
世纪华通	64.53%	63.97%	69.57%	5.04%	5.60%
神州泰岳	66.93%	67.53%	70.21%	3.28%	2.68%
巨人网络	87.79%	84.27%	89.70%	1.91%	5.43%
冰川网络	95.31%	94.07%	94.90%	-0.41%	0.83%
掌趣科技	79.95%	78.90%	79.37%	-0.58%	0.47%
吉比特	90.22%	89.19%	88.82%	-1.40%	-0.37%
完美世界	69.69%	70.75%	67.43%	-2.26%	-3.32%
大晟文化	94.61%	92.99%	91.79%	-2.82%	-1.20%
电魂网络	86.09%	82.81%	81.88%	-4.21%	-0.93%
三七互娱	84.43%	81.42%	78.55%	-5.88%	-2.87%
凯撒文化	31.50%	18.04%	25.57%	-5.93%	7.53%
游族网络	47.72%	40.07%	41.43%	-6.29%	1.36%
富春股份	73.88%	73.00%	59.93%	-13.95%	-13.07%

资料来源：IFind，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，2023 年下半年将是大部分游戏公司的业绩集中释放期，得益于 AI 技术的高效赋能和充足的版号供应，展望未来前景乐观。当前游戏板块整体估值已回归到 22 倍左右，部分游戏公司估值甚至更低，行业向上空间值得重视。**我们坚定看好贯穿全年、持续数年的游戏行情。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 131、申万游戏板块 2016 年 1 月 1 日-2023 年 8 月 31 日 PE 估值



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

8.2、投资建议

总体而言，我们认为 2023 年游戏板块将迎来估值和业绩提升的戴维斯双击。优质游戏上市公司胜率和回报较高，叠加 AIGC 等技术将持续打开估值空间，推荐 A 股传媒板块的**恺英网络**、**三七互娱**、**吉比特**、**姚记科技**、**完美世界**、**盛天网络**、**电魂网络**、**宝通科技**等，建议关注**游族网络**及非 A 股板块的**网易**、**腾讯控股**、**哔哩哔哩**、**心动公司**等。

恺英网络：1) **公司治理不断完善，收购盛和业绩增厚：**7 月，公司完成董监高换届工作并组建首席责任官团队；8 月，公司完成收购控股子公司浙江盛和 29%股权并完成工商登记。2) **传奇奇迹产品积淀深厚：**公司已成功运营长周期传奇精品游戏包括《蓝月传奇》《原始传奇》《王者传奇》等；《传奇》IP 已实现大陆完整独占权，且公司与贪玩游戏、世纪华通升级至股权合作阶段，进一步实现健康发展。3) **创新品类持续发力，游戏储备维持丰厚：**公司积极布局卡牌、二次元、SLG 等多元品类，在手版号丰富，《全民江湖》《石器时代：觉醒》《纳萨力克之王》等多款重要游戏陆续上线/定档；《图兰卡的挽歌》《永恒觉醒》《一念永恒：少年追梦》《妖怪正传 2》《梁山传奇》等自今年 3 月起陆续获得版号。4) **VR 软硬兼备，AIGC 促进研发：**一款动作竞技 VR 新游在研，公司与幻世合资成立上海臣旆布局 VR 游戏；复旦大学与公司子公司恺英软件签署协议，助力恺英网络实现首个搭建 AIGC 及 AINPC 技术的斗罗大陆 IP 手游。5) **把握政策东风，数字经济打开商业化新空间：**公司拟筹建恺英网络数字经济研发中心，提升公司在游戏研发、人工智能、VR/AR、数字化转型等方面的能力。

三七互娱：1) **深耕自研+长线运营：**公司对当下顶尖研发技术不断探索实践，并与外部研发商共同打磨产品，未来储备中的自研产品近十款。公司全球在运营月

均流水破亿产品 7 款，长周期品类产品收入超过 50%。2) **出海加速**：公司海外业务快速增长，截至目前，公司已在全球 200 多个国家与地区开展业务，发行超过 120 款游戏。3) **多元精品全面开花**：公司产品矩阵精品多元，全球发行的移动游戏最高月流水超过 20 亿元。出海现象级产品《Puzzles & Survival》在全球市场多点开花，截至 2023 年上半年，全球累计流水约 80 亿元。4) **新游表现值得期待**：公司 2023 年多款新游海内外取得优异成绩。如《凡人修仙传：人界篇》上线首日即登顶 iOS 免费榜并保持六天之久，点点数据预估其首月流水 5-7 亿元。《寻道大千》则为成公司近期推出的微信小游戏爆款，端午期间，进入微信小游戏畅销榜（安卓）Top2，至今仍位于小游戏人气榜第一位。5) **未来储备丰厚**：公司通过自研、代理、定制等方式面向海内外储备数十款精品游戏，包括自研产品《扶摇一梦》《空之勇者》《龙与爱丽丝》《失落之门：序章》以及代理发行产品《原野传说：史前万年》《曙光计划》《离火之境》等。面对海外市场，公司已有《代号巨兽》《Puzzles & Chaos》《空之勇者》《代号星环》《Yes Your Highness》《代号休闲》等产品储备。6) **科技赋能创造新价值**：公司外延投资算力、光学、显示、XR 终端、XR 内容、云游戏、空间计算、人机交互等新领域。公司积极拥抱 AIGC 技术，构建出一条成熟、完整的游戏工业化管线。

吉比特：1) **聚焦用户体验，重视社区运营**：公司长期以来坚持以玩家为本，打造玩家流量“活水”，形成游戏口碑效应；2) **“小步快跑”提升研发成效**：公司“小步快跑”打磨游戏玩法，严控产出质量，2023 年上半年公司游戏研发人员相较于 2022 年末增加 84 人，高质量研发模式及人员扩充将带来更多优质作品落地；3) **注重研发中台建设，AI 赋能产品开发**：公司注重研发中台搭建，设立美术部、音频部、测试中心和技术中心，并积极探索 AI 在游戏策划、开发、测试等环节应用，为产品开发提供强有力支撑；4) **产品及版号储备丰富**：代理产品侧，公司新游《飞吧龙骑士》已于 2023 年 8 月 11 日上线，《新庄园时代》于 8 月 24 日上线；《皮卡堂之梦想起源》2023 年下半年亮相在即；《超进化物语 2》《神州千食舫》等已分别于 2023 年 1 月/6 月取得版号。在储备已久的自研项目中，《不朽家族》（原代号 M66）及《勇者与装备》（原代号 BUG）分别于 2023 年 4 月/5 月获得国内版号，均计划于 2023 年下半年上线，其中《勇者与装备》正式推出微信小程序版本，App 版本仍在测试之中；《OUTPOST》定档 2024 年 2 月登陆 steam 全球发行；《超喵星计划》、《代号 M88》拟于 2024 年陆续上线；《最强城堡》已于 2023 年 7 月获得版号；代号原点及两大新增项目代号 M72、代号 M11 陆续推进中。

姚记科技：1) **扑克牌新基地建成在即**：公司扑克牌业务毛利率持续攀升，安徽滁州 6 亿副年产能新基地建设高速推进，未来有望持续贡献业绩增量；2) **智能化创新营销**：公司具备丰富的投放经验和广泛的媒体资源，开发了智能化系统后台对接 Marketing API，实现了主流的短视频媒体平台的广域覆盖，未来将利用 AI 大数据分析实现技术驱动人效，全面赋能营销。3) **休闲游戏聚焦精品打造**：公司《指尖捕鱼》《捕鱼炸翻天》等明星产品流水稳健《Bingo Wild》《Bingo Journey》等出海单品位居海外畅销榜前列。此外，公司积极运用 AIGC 技术赋能游戏研发美术、

代码环节，推动版本迭代，集中力量以工作室形式开展游戏研发，目前已推出多个工作室开展研发、投流，未来或将推出更多精品游戏；**4) 多元卡牌布局：**2022年初公司入股国内头部卡牌交易平台卡淘和卡牌发行商 DAKA 文化，2022 年 10 月获得宝可梦卡牌代理，当前销售管线已铺开至全国 28 个省市，随着国内宝可梦生态的进一步完善，有望为公司业绩带来显著提升。未来，公司有望打造出姚记卡世界，涵盖扑克牌、球星卡、电竞卡、文娱卡等多元卡牌类别，为卡牌爱好者创造更具交互感、沉浸感的卡片购买、收藏和交易体验。

完美世界：**1) 深化转型：**公司立足于深厚的研发实力与精良的制作工艺，深入布局 AI、VR、AR、MR 等前沿技术，构建了完善的研发体系和技术储备，涵盖 Lumen 动态全局光照、虚拟多边形 Nanite、TSR 等特性技术，持续助力产品升级，提升游戏品质。**2) 新游潜力：**公司《天龙八部 2》于 2023 年 4 月 14 日开启国内公测，见证了公司从深耕研发到提升发行，进一步增强了公司游戏业务的综合实力；《乖离性百万亚瑟王：环》开启测试，《一拳超人：世界》也于 6 月 9 日开启二测，玩家反馈良好，TapTap 收获 9.1 评分、好游快爆收获 8.7 评分，将立足于全球化发行，未来收入可期。**3) 丰富储备：**公司聚焦“MMO+X”与“卡牌+X”两大核心赛道，储备的殿堂级 JRPG 游戏新作《女神异闻录：夜幕魅影》已于 2023 年 8 月获得进口版号，其他手游产品如《朝与夜之国》《神魔大陆 2》《完美新世界》《诛仙 2》以及端游产品《诛仙世界》《PerfectNewWorld》《HaveaNiceDeath》等多款游戏正在稳步推进中，未来有望持续贡献业绩增量。**4) AI 布局：**2023 年上半年，公司设立 AI 中心，研究和推行 AI 技术的学习与应用，探索 AI 技术与计算机图形、游戏引擎技术、美术等的融合，实现 AI 在游戏多模块工作中的更多场景应用。**5) 电竞入亚：**公司在大陆独家运营的《DOTA2》作为杭州亚运会比赛项目，有望借助赛事持续提升游戏关注度，提振游戏内购，吸引玩家回流。

盛天网络：**1) 内容业务方面：**公司深度绑定优质 IP 资源，《三国志：战略版》2023 年上半年基本稳居 Sensor Tower 中国 APP STORE 移动游戏收入排行前 10，多款重要游戏待上线有望显著增厚业绩。**2) 平台业务方面：**公司不断拓展场景价值，并积极探索链接线上线下、构建 VR 线下体验场景。**3) 服务业务：**公司集合了游戏社交、游戏电商、游戏加速、个人存储、电竞服务等一系列的服务，其中公司游戏社交产品“带带电竞”取得优异的市场表现。**4) AI+游戏&社交：**公司已成立 AI 创新实验室，着手研究“AI+游戏”、“AI+社交”场景，推动从智能 NPC 到 AI 虚拟陪伴的落地应用。**5) 手握多个牌照：**公司拥有盛天云、大数据技术等关键技术，以及 IDC、CDN、VPN、ISP 等多个服务牌照。**6) XR 技术继续深化：**公司云游戏平台随乐游已率先接入 Rokid 生态，未来将与 Rokid 强强联合，为“元宇宙接入点”的打造与完善引入强劲势能。**7) 电竞酒店规模扩张：**公司联手国内最大的连锁电竞酒店“爱电竞”，从内容、技术服务全方位赋能，预计 2024 年将为公司做出较大业绩贡献。

电魂网络：**1) 深耕国风精品，探索“文旅+电竞”跨界：**公司植根于中国优秀历

史文化打造国风类精品游戏，以传统文化为底蕴植根于中国青年市场。持续更新了“太极问道录”、“寻梦之旅”、“梦幻不夜城”、“华山风云录”等大型版本资料片，不断丰富游戏的文化内核；先后与老君山、华山、梵净山、清明上河园、金刀峡、春秋寨、杭州城隍阁等国家级景区进行文旅融合联动，发挥各自优势，共同深度探索“文旅+电竞”的跨界新运作模式。

2) 深化电竞产业布局，助力亚运盛典召开：公司具有成熟的国风电竞赛事运营体系，打造了完备的电竞生态产业链，并成立电子竞技集训运营中心，以版权方身份全力协助亚运会赛事期间《梦三国2》项目相关工作，未来有望持续扩充潜在新用户，带动营收再增长。

3) 广泛布局游戏端口，游戏储备丰富：公司上线运营的产品覆盖端游、手游、H5 游戏、VR 游戏、主机、单机游戏、APP 平台、漫画和电竞赛事等多个领域。此外，公司产品储备丰富，包括《野蛮人大作战2》《螺旋勇士》《卡噗拉契约》《卢希达：起源》《工匠与旅人》等重点产品，将陆续上线推出，有望贡献业绩增量。

4) AI 前沿持续探索：2023 年 3 月在美国旧金山举办的游戏开发者大会（GDC）中，公司与网易智企携手亮相，共同分享了 AI 解决方案在公司在研游戏《野蛮人大作战2》的落地实践，并于 7 月签订战略合作协议，共同成立“游戏人工智能联合实验室，未围绕游戏 AI 技术研发、商业应用与实践等方面展开深度合作，推进游戏 AI 相关技术与产品在游戏场景中的应用。

宝通科技：

1) 智能输送持续渗透：公司是行业内首家提出工业散货物料输送全栈式服务的企业，投资 6 亿元人民币建设现代工业散货物料智能产业集群生产基地，将进一步推进工业互联网全方位、全流程渗透；

2) 放眼全球口碑优良：公司在全球具备较高的品牌认知度，立志成为“全球领先的智能输送服务商”；

3) 出海领军优势凸显：公司已在韩国、东南亚、港澳台等市场建立起自己的核心竞争力和领先优势，当前储备近 10 款待发行游戏及 4 款自研定制产品；

4) AI 探索：公司计划搭建企业内部的 AI 中台，利用大语言模型助力业务和内部工作。

表 12、主要游戏公司盈利预测及估值（股价及估值截至 2023.8.31）

代码	公司	评级	市值 (亿元)	归母净利润（百万元）			PE			股价 (元)
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
002517.SZ	恺英网络	增持	326	1494	1846	2234	21.8	17.7	14.6	15.14
002555.SZ	三七互娱	增持	547	3302	3889	4474	16.6	14.1	12.2	24.68
603444.SH	吉比特	增持	301	1556	1811	2069	19.3	16.6	14.5	417.70
002605.SZ	姚记科技	增持	127	840	1009	1171	15.1	12.6	10.8	30.82
300494.SZ	盛天网络	增持	76	274	425	514	27.8	17.9	14.8	15.57
002624.SZ	完美世界	增持	268	1542	1876	2134	17.4	14.3	12.6	13.83
603258.SH	电魂网络	增持	81	353	423	476	23.0	19.2	17.1	33.19
300031.SZ	宝通科技	增持	83	431	575	759	19.4	14.5	11.0	20.22

资料来源：IFind，兴业证券经济与金融研究院整理

9、风险提示

（1）游戏行业政策变动风险

存在未来行业政策变动对行业产品上线进展产生影响的风险，包括影响国内市场的游戏业务推进、整体产品储备等方面。

（2）新游戏开发和运营失败风险

游戏公司在新游戏开发与运营过程中，若不能及时洞察市场变化，回应游戏市场的潜在要求，存在导致新游戏与新技术不符合市场需求而不能达到预期行业增速的风险。

（3）游戏出海风险

全球经济局势与地缘政治日益复杂，国际竞争日趋激烈，中国自研游戏出海可能面临严格监管或不符合当地玩家偏好的风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn