

2025 年 09 月 19 日

《三角洲行动》看长青游戏的潜质

——理解腾讯系列报告（一）

投资评级：看好（维持）

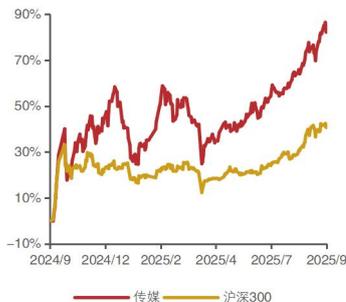
证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com

联系人

魏桢
weizhen@huayuanstock.com

板块表现：



➤ **夺金撤离品类在 FPS 大盘中更具增长潜力，《三角洲行动》有望走出一条新成长路径。**顺网星研究社数据显示，在 2025 年 1-6 月的网吧游戏热力榜中，《三角洲行动》于 2-6 月连续位居第三。据伽马数据，在 2025 年 1-5 月 iOS 渠道下载测算榜 TOP10 中，《三角洲行动》于 4-5 月连续位居第一。在七麦数据 iOS 游戏畅销榜排名中，《三角洲行动》在 2025 年 7 月 3 日更新 S5 “破壁” 赛季后持续位居游戏畅销榜 Top 5。据 Quest Mobile，截至 2025 年 6 月的近一年新上线手游 TOP10 中，《三角洲行动》排名第一，其 6 月的 MAU 已升至 3863 万。

➤ **目前我们判定《三角洲行动》在一定程度上满足长青游戏所需要的前提。**

1) **同类型中更稳固的生态位。**《三角洲行动》与同样火热的纯 PvP 小队竞技游戏《无畏契约》相比，其生存门槛更低。《无畏契约》更偏重技术与竞技性，《三角洲行动》本身定位为爽玩型产品，且开发团队来自拥有《CODM》等成功经验的琳琅天上工作室，在射击游戏领域积累了深厚经验。

2) **经典 IP 的价值发现。**“三角洲特种部队” IP 起源于 1998 年。《三角洲行动》在深入系统梳理整个“三角洲特种部队” IP 资产的基础上，对经典内容进行了丰富和创新，从世界观、角色设计、赛季剧情、环境叙事到局内外内容进行了全方位的推陈出新，最终激活老 IP 内在价值。

3) **玩法的改良与运营的策略。**当下市场上实际并未有真正满足玩家对“高战术性、强资源驱动以及 PvPvE 混合体验”这一细分需求的产品，而《三角洲行动》填补了这一市场空白。《三角洲行动》实现高频迭代节奏，每个赛季都推出具有话题性和创新性的高质量新内容。运营端通过吴彦祖代言和与《明日方舟》联名等实现从玩家造梗到官方接梗再到用户转化的正向闭环。

4) **基于游戏更为宽阔的生态。**FPS 游戏玩家具有更高的社交需求，高频的语音互动进一步强化了玩家在游戏后的社交粘性，形成了更为宽阔的玩家生态。“比心”陪玩平台中，《三角洲行动》陪玩的 2 月交易量环比增长 35%，2025 年 2 月三角洲大神人均收益超全品类均值 53.8%，超过《和平精英》、《王者荣耀》等头部赛道。据抖音 APP，2025 年 7 月 27 日的游戏主播热度榜单前四名中，有三名主播的直播游戏为《三角洲行动》，观看数超过 100 万人次。

➤ **投资分析意见。**我们判定《三角洲行动》进一步强化腾讯在大 FPS 赛道的领先优势，扩充赛道的品类版图。此外，我们预计在《三角洲行动》基于更为长线视角的运营发展下，腾讯游戏业务基本盘有望进一步充实，且进入更具备增长性的趋势空间中。我们建议重视：1) 《三角洲行动》流水的持续突破带动腾讯游戏基本盘的增量趋势；2) 理解腾讯基于 MOBA、FPS 等大 DAU 类型赛道的优势，以及其中体现的基础游戏研发实力和强大的运营能力。建议关注基础游戏业务边际向好趋势性的【腾讯控股】。

➤ **风险提示。**经营风险，行业政策风险，游戏流水不及预期风险

内容目录

1. 游戏赛道中具备玩法和用户成长的方向	6
1.1. 大射击赛道仍是最具成长的游戏方向之一	6
1.1.1. FPS 市场规模整体盘子依然很大	6
1.1.2. 夺金撤离品类更具增长潜力	7
1.2. 夺金撤离类的玩法框架日趋完整	9
1.2.1. 头部产品验证夺金撤离模式的潜力	12
1.2.2. 《三角洲行动》有望走出一条新成长路径	14
2. 如何理解《三角洲行动》	18
2.1. 来自“战斗”与“撤离”的权衡下的玩法核心	18
2.1.1. 仓库体系	19
2.1.2. 角色体系	20
2.1.3. 战场体系	20
2.2. 摸金玩法中的娱乐体验	22
2.3. 游戏资产与市场交易的弹性价值空间	23
2.4. 风偏与应对中的玩家行为模型	25
3. 目前我们判定《三角洲行动》在一定程度上满足长青游戏所需要的前提	26
3.1. 同类型中更稳固的生态位	26
3.2. 经典 IP 的价值发现	26
3.3. 玩法的改良与运营的策略	28
3.4. 基于游戏更为宽阔的生态	29
4. 投资分析意见	34
5. 风险提示	35

图表目录

图表 1: 2024 年 1 月-2025 年 2 月中国射击类移动游戏市场收入规模 (App Store) ...	6
图表 2: 2024 年收入前 100 移动游戏产品类型数量占比	6
图表 3: 2024 年收入前 100 移动游戏产品类型收入分布	6
图表 4: 大战场类 FPS 游戏产品梳理	7
图表 5: 战术竞技类 FPS 游戏产品梳理	7
图表 6: 大逃杀类 FPS 游戏产品梳理	8
图表 7: 生存类 FPS 游戏产品梳理	8
图表 8: 夺金撤离类游戏发展历程梳理	9
图表 9: 《DayZ》游戏截图	10
图表 10: 游戏内可搜刮的食物资源	10
图表 11: 《逃离塔科夫》的跳蚤市场	10
图表 12: 《逃离塔科夫》身体部位状态效果	10
图表 13: 《Hunt: Showdown》中的 boss 战	11
图表 14: 《Hunt: Showdown》游戏中最后撤离	11
图表 15: 夺金撤离类游戏梳理	12
图表 16: 夺金撤离类玩法出现在头部产品中	13
图表 17: 2024 年射击类移动游戏收入 TOP 榜 (App Store)	13
图表 18: 2000-2025 年普通高校高校毕业生规模 (万人)	14
图表 19: 2025 年 4 月 30 岁以下男性用户手机游戏 APP 偏好	14
图表 20: 2025 年 6 月手游行业 APP 月活跃用户规模 TOP10 (万)	14
图表 21: 2025 年 6 月手游行业近一年新上线 APP 月活跃用户规模 TOP10 (万)	14
图表 22: 2025 年 1-6 月网吧游戏热力榜	15
图表 23: 2025 年 1-5 月 iOS 渠道下载测算榜 TOP10	15
图表 24: 《三角洲行动》七麦排名趋势	16
图表 25: 《三角洲行动》流水变化趋势 (百万元, IOS 端)	16
图表 26: 《三角洲行动》流水变化趋势 (百万元, IOS 端)	17
图表 27: 2025 年 5 月伽马数据移动游戏流水测算榜 TOP10	17
图表 28: 《三角洲行动》玩法机制拆解	18
图表 29: 《三角洲行动》的资源循环系统	19

图表 30: 《三角洲行动》中的仓库	19
图表 31: 《三角洲行动》武器扩容箱	19
图表 32: 《三角洲行动》中干员选择	20
图表 33: 《三角洲行动》中战前进行配装选择	20
图表 34: 《三角洲行动》中玩家会面对骨折、出血、疼痛等负面状态	20
图表 35: 《三角洲行动》中相关医疗物资	20
图表 36: 玩家需要在战场中规划路线、搜集物资、与敌人战斗并成功撤离	21
图表 37: 《三角洲行动》中不同的索降点具有不同的地形、资源和任务	21
图表 38: 《三角洲行动》中撤离点的选择与玩家行为差异	22
图表 39: 玩家在《三角洲行动》中的行为模型	23
图表 40: 《三角洲行动》烽火地带模式下风险收益的行为决策	23
图表 41: 《三角洲行动》的货币系统	24
图表 42: 《三角洲行动》物资价值排序	24
图表 43: 《三角洲行动》军需处界面	24
图表 44: 《三角洲行动》部门任务	24
图表 45: 《三角洲行动》特勤处	24
图表 46: 《三角洲行动》改枪台	24
图表 47: 《三角洲行动》交易行出售界面	25
图表 48: 《三角洲行动》上架物品与制定价格	25
图表 49: 《三角洲行动》玩家的行为模型划分	25
图表 50: 热门射击游戏细分品类和特点	26
图表 51: 夺金撤离类游戏产品进化图	26
图表 52: “三角洲特种部队”系列 IP 作品	27
图表 53: 《三角洲行动》黑鹰坠落模式	27
图表 54: 《三角洲行动》黑鹰坠落模式	27
图表 55: 《三角洲行动》在玩法上进行改良创新	28
图表 56: 《三角洲行动》吴彦祖代言	29
图表 57: 《三角洲行动》吴彦祖代言引发玩家自发造梗	29
图表 58: 《三角洲行动》与《明日方舟》联动干员	29
图表 59: 《三角洲行动》与《明日方舟》联动主题道具	29
图表 60: “比心”站内搜索指数趋势图	30
图表 61: “比心”中《三角洲行动》用户数与订单数	30

图表 62: “三角洲行动护航” 微信指数	30
图表 63: “比心” 平台 2 月新注册大神人均收益	31
图表 64: “代练通” 平台《三角洲行动》护航价格情况	31
图表 65: 闲鱼搜索《三角洲行动》的陪玩内容	31
图表 66: 抖音游戏主播热度榜	32
图表 67: 《三角洲行动》抖音话题讨论	32
图表 68: 以“三角洲行动”为关键词搜索的抖音视频	32
图表 69: 《三角洲行动》B 站官方账号	33
图表 70: 头部游戏 B 站账号粉丝数量情况	33

1. 游戏赛道中具备玩法和用户成长的方向

1.1. 大射击赛道仍是最具成长的游戏方向之一

1.1.1. FPS 市场规模整体盘子依然很大

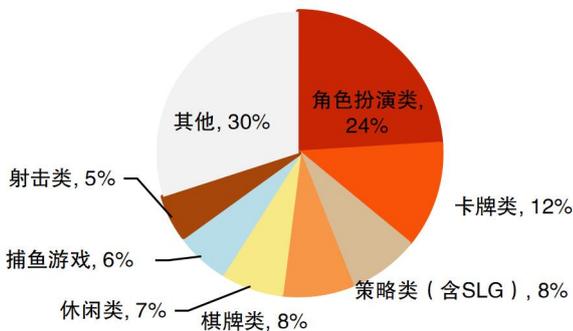
射击类市场规模稳定，新生代玩家为主力军。据点点数据，2024年1月至2025年2月中国射击类移动游戏月度市场规模基本维持在10-15亿左右，全年数据波动的两个波谷（6月与12月）对应着学生群体的学期期末阶段，数据的高峰则对应春节期间。射击类用户粘性稳定，商业变现能力较强。据游戏工委，在2024年收入排名前100移动游戏产品中，射击游戏以5%的产品数量创造了13.89%的收入份额。

图表 1：2024 年 1 月-2025 年 2 月中国射击类移动游戏市场收入规模（App Store）



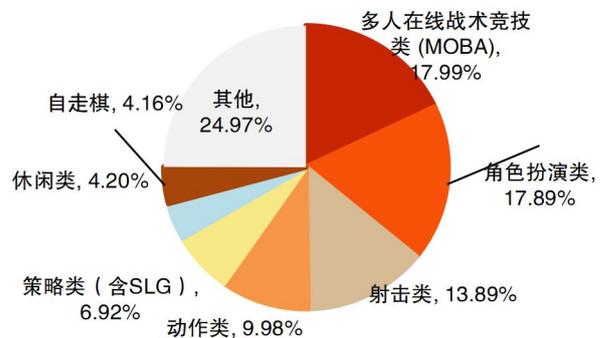
资料来源：点点数据，华源证券研究所

图表 2：2024 年收入前 100 移动游戏产品类型数量占比



资料来源：游戏工委，GameRes 游资网微信公众号，华源证券研究所

图表 3：2024 年收入前 100 移动游戏产品类型收入分布



资料来源：游戏工委，GameRes 游资网微信公众号，华源证券研究所

1.1.2. 夺金撤离品类更具增长潜力

FPS（第一人称射击）游戏是国内游戏市场的核心品类之一，其发展历程可大致分为战术竞技类、大逃杀类、大战场类、生存类、夺金撤离类五大阶段，各类型游戏在玩法、机制、受众上逐步分化，推动了国内 FPS 市场的多元化。

（1）大战场/战争模拟类：沉浸式战争体验，强调团队协作与战场规模

大战场类 FPS 核心玩法为大规模团队作战，如 24v24、50v50，双方在一张大地图上进行大规模的合作与对抗。游戏内的巷战、丛林战等还原了真实战场场景，注重坦克、直升机等载具的配合与队友间的战术分工。对玩家来说，存在着较高的上手门槛。

图表 4：大战场类 FPS 游戏产品梳理

代表性产品	发行年份	研发/代理厂商	游戏特色
《战地》系列	2002 年	EA	经典大战场 FPS，以真实战争为核心，加入载具系统、指挥官模式
《使命召唤》系列	2003 年	动视	以现代战争、未来战争为主题，主打快节奏战斗，国内推出《使命召唤手游》（由腾讯代理）

资料来源：3DM 游戏网微信公众号等，华源证券研究所

（2）战术竞技类 FPS，早期经典，强调团队配合与竞技公平性

战术竞技类 FPS 是国内 FPS 的启蒙品类，以两组小队对抗的形式，在地图上进行多回合战斗，优先完成地图目标的一方取得胜利。这种模式注重枪法、战术配合与地图理解，奠定了国内 FPS 玩家的基础。早期多为传统拟真射击（CS 系列），后来发展出了包含英雄技能等玩法元素更丰富的英雄战术射击品类（守望先锋、无畏契约等）。

图表 5：战术竞技类 FPS 游戏产品梳理

代表性产品	发行年份	研发/代理厂商	游戏特色
《穿越火线》	2008 年	腾讯（代理）	国内首款现象级 FPS 网游，首创爆破模式（C4 拆弹）、生化模式（幽灵 vs 人类），低配置适配，推动 FPS 大众化
《CS:GO》	2012 年	Valve（国际）	经典 CS 系列的续作，强调硬核枪法与战术配合，无自动瞄准系统，国内由完美世界代理，成为电竞 FPS 标杆。
《守望先锋》	2016 年	暴雪	首创“英雄技能+团队配合”模式，6v6 对抗，融合射击与 MOBA 元素，角色差异化明显（如“士兵 76”“猎空”），推动 FPS 玩法创新。
《彩虹六号：围攻》	2015 年	育碧（全球）、腾讯（国内代理）	战术射击游戏，5v5 攻防对抗，角色技能与地图互动机制，强调垂直空间利用与团队协作。国内预计 2026 年首测。
《无畏契约》	2023 年	腾讯（代理）	5v5 战术射击，结合英雄技能与枪法对决，动态地图机制与经济系统，国内由腾讯运营。

资料来源：网易新闻（全民电子竞技），界面新闻（手游矩阵）等，华源证券研究所

(3) 大逃杀类：生存竞技，成为现象级品类

大逃杀的概念源于日本小说《大逃杀》，核心玩法为将一批玩家空投至封闭地图，通过收集物资、对抗其他玩家生存到最后，随着《绝地求生》的火热成为现象级品类，后由《Apex英雄》引入了英雄战术竞技大逃杀品类。

图表 6：大逃杀类 FPS 游戏产品梳理

代表性产品	发行年份	研发/代理厂商	游戏特色
《绝地求生》	2017 年	蓝洞	大逃杀类型开创者，“吃鸡”玩法风靡全球，地图“绝地岛”“艾伦格”成为经典
《和平精英》	2019 年	腾讯 (自研+代理)	《绝地求生》国内正版手游，针对移动端优化（如自动开镜、简化操作），保留“大逃杀”核心玩法，加入“赛季通行证”“皮肤系统”，成为国内最火 FPS 手游之一。
《荒野行动》	2017 年	网易	国内首款自研大逃杀手游，主打“快节奏战斗”，地图“米拉玛”“萨诺”设计紧凑，加入“载具系统”“武器改装”，吸引年轻玩家。

资料来源：游侠攻略（动作游戏 ACT），九游（沃号妖妖）等，华源证券研究所

(4) 生存类 FPS：开放世界生存，强调资源管理与长期发展

生存类 FPS 核心玩法为开放世界探索，融合了 RPG 游戏的部分要素，包括但不限于故事剧情、角色养成、装备升级、家园建造等。游戏体验更偏向于 MMO 网游，“射击”则是用于承载战斗的主要方式。玩家需收集资源、建造基地、对抗敌人，注重长期生存策略。

图表 7：生存类 FPS 游戏产品梳理

代表性产品	发行年份	研发/代理厂商	游戏特色
《方舟：生存进化》	2017 年	Studio Wildcard (研发) 蜗牛数字 (国内代理)	沙盒生存类 FPS，以“史前恐龙”为核心，玩家需从零开始采集资源、制作工具、驯养恐龙（如霸王龙、风神翼龙），应对动态天气（酷热白昼、冰冷夜晚）与生存挑战，支持多人在线合作或对抗
《无人深空》	2016 年	Hello Games (研发)	太空探索沙盒生存类 FPS，采用程序生成技术，拥有众多独特星球，玩家可自由探索、收集资源、建造基地、驾驶飞船，支持多人联机合作
《明日之后》	2018 年	网易	开放世界生存手游，地图“秋日森林”“沙石堡”设计真实，加入“基地建设”“玩家交易”“怪物挑战”，主打“多人合作生存”，成为国内生存类 FPS 头部产品之一
《黎明觉醒》	2023 年	腾讯（自研）	生存类 FPS 续作，地图“莱文市”“红杉林”覆盖更广，加入“载具系统”“武器改装”“职业系统”（如“猎人”“工程师”），强调“自由探索”与“策略生存”

资料来源：游民星空等，华源证券研究所

(5) 夺金撤离类 FPS：搜打撤，强调高风险高回报

2025 年夺金撤离类游戏的兴起，如同 2018 年《绝地求生》引爆“吃鸡”品类的热潮。两者都通过在射击大生态中的玩法创新实现了品类跃迁。正如大逃杀玩法历经玩法迭代与用户扩容，最终成长为“全民吃鸡”的现象级品类。我们认为，随着国内头部厂商的加入，夺金撤离类游戏正逐渐成长为射击游戏生态体系中极具差异化的关键子品类，这一品类的真正的增长才刚刚拉开帷幕。

图表 8：夺金撤离类游戏发展历程梳理


资料来源：游侠网，Steam等，华源证券研究所绘制

1.2. 夺金撤离类的玩法框架日趋完整

夺金撤离类游戏本质上是 FPS 与生存元素的融合游戏，但并非传统大逃杀式的纯生存竞技，而是以战术射击为核心，叠加生存撤离、资源管理等生存元素的复合型战术射击游戏。

(1) 萌芽期（2013年-2016年）：

夺金撤离类游戏最早源于生存射击游戏《DayZ》，其首次引入“资源稀缺”“撤离风险”等概念，但未形成完整的“搜打撤”框架。

《DayZ》是由波希米亚互动工作室开发的硬核开放世界生存游戏，于2013年12月17日发售。其背景设定于病毒肆虐后东欧国家黑俄罗斯的滨海区域。玩家需通过搜刮食物、水源、武器及医疗物资维持生命，同时应对饥饿、口渴、体温等动态生理状态，并警惕其他玩家或野生动物的威胁。其特色在于高度拟真的生存机制结合永久死亡设定和自由探索的开放世界，形成“高风险、高沉浸”的游戏体验。玩家既可选择合作建立基地，也可能因资源争夺陷入PVP混战，而随机的恶劣天气与昼夜循环进一步加剧生存压力。

图表 9: 《DayZ》游戏截图



资料来源: 游侠网, 华源证券研究所

图表 10: 游戏内可搜刮的食物资源



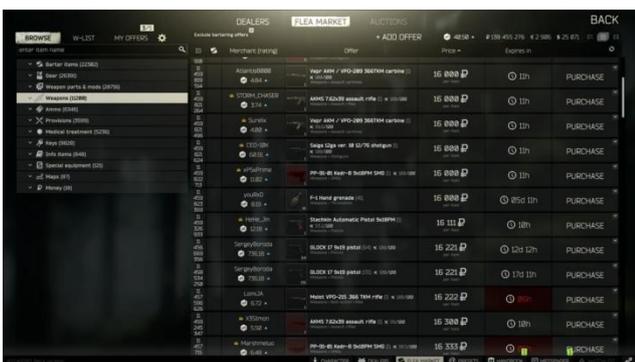
资料来源: GAMEKEE, 华源证券研究所

(2) 成型期 (2017-2020 年) :

《逃离塔科夫》与《Hunt: Showdown》是夺金撤离类游戏的成型期代表, 深刻影响了后续夺金撤离类游戏的设计方向, 成为后续夺金撤离品类的原型。

《逃离塔科夫》奠定了“搜打撤”核心框架。《逃离塔科夫》首次将物资收集(搜)、战斗对抗(打)、风险撤离(撤)整合为核心玩法, 后续游戏如《暗区突围》、《三角洲行动》、《萤火突击》均继承了这一框架。玩法方面, 《逃离塔科夫》的死亡惩罚(角色与装备全损, 仅安全箱物品保留)、局外经济系统(交易市场、商人好感度)、生存压力(饥饿、口渴、状态管理)和武器改装(枪管、握把、瞄准镜的自由组合)等被后续游戏广泛借鉴。

图表 11: 《逃离塔科夫》的跳蚤市场



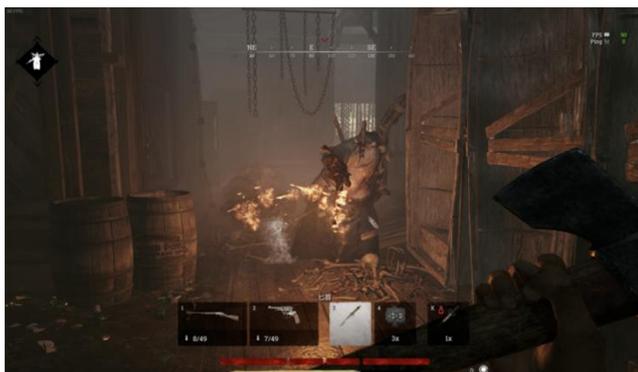
资料来源: fandom, 华源证券研究所

图表 12: 《逃离塔科夫》身体部位状态效果



资料来源: 3DMGAME, 华源证券研究所

《Hunt: Showdown》拓展了“PvPvE”的战斗维度。《Hunt: Showdown》的核心贡献在于将 PvP 与 PvE 深度融合, 为夺金撤离类游戏拓展了战斗维度。具体来看, PvE 是指玩家对抗环境, 如猎杀怪物, PVP 则是玩家对抗玩家, 如争夺赏金。玩家需在探索地图、搜寻线索、对抗怪物的同时, 时刻警惕其他玩家的伏击。这种模式打破了传统 PVP 或 PvE 游戏的单一性, 玩家在搜打撤的过程中, 能够体验到更具策略性与沉浸感的战斗乐趣。

图表 13: 《Hunt: Showdown》中的 boss 战


资料来源：游戏截图，华源证券研究所

图表 14: 《Hunt: Showdown》游戏中最后撤离


资料来源：游戏截图，华源证券研究所

(3) 创新期（2021 年至今）：

随着《逃离塔科夫》的用户积累，国内厂商开始布局夺金撤离类赛道，推出轻量化、本土化的衍生产品。

国内夺金撤离赛道呈现品类分化与融合并存的趋势。腾讯、网易通过轻量化与品类融合实现破局，例如腾讯的《三角洲行动》实现跨端互通，并降低硬核门槛吸引泛用户，网易的《萤火突击》融入 RPG 养成元素、bilibili 的《逃离鸭科夫》尝试动物视角俯视角设计。中小团队则聚焦垂类创新，如二次元题材《湍流》、恐怖题材《超自然行动组》等差异化产品。题材上突破军事框架，科幻机甲的《解限机》、武侠动作的《永劫无间》漠海夺金模式、海战的《boatgame》等多元化方向涌现。

图表 15：夺金撤离类游戏梳理

产品名称	开发团队	上线时间/状态	核心特色玩法
硬核射击类			
《暗区突围》	腾讯魔方工作室	2022 年 7 月上线手游端 2024 年 4 月上线 PC 端	军事拟真搜打撤
《三角洲行动》	腾讯琳琅天上工作室	2024 年 9 月	融合战术竞技与搜打撤
《解限机》	西山居	2025 年 7 月（公测）	科幻机甲题材
轻量化/俯视角类			
《代号：撤离》	沐瞳科技	2024 年 8 月开启首次测试	俯视角射击，快节奏搜打撤
《逃离鸭科夫》	B 站 Team Soda 工作室	2025 年 1 月开启首次测试	萌系鸭子主角，PVE 单机搜打撤
《boatgame》	Supercell	2025 年 2 月开启首次测试	海战搜打撤，驾船夺宝+对抗怪物
动作/融合类			
《永劫无间》	网易雷火工作室	2025 年 4 月推出摸金玩法	武侠“漠海夺金”模式
《雾影猎人》	字节跳动朝夕光年	2025 年 4 月第二次封闭测试	魂类 PvPvE 搜打撤
《湍流》	鹰角网络	2025 年 4 月小规模 PC 端测试	二次元西幻风，地牢探索+冷兵器战斗+撤离
题材创新类			
《超自然行动组》	巨人网络	2025 年 1 月正式上线	多人合作恐怖题材搜打撤
《轮回之沙》	腾讯游戏	2024 年 11 月正式公测	MMO 夺宝冒险，三人组队地宫探索，职业搭配策略性强
《雪中悍刀行》	腾讯光子工作室	2025 年 5 月内测	开放世界武侠 RPG，轻度搜打撤
海外 IP 衍生类			
《PUBG: BlackBudget》	Krafton	2025 年 3 月开启保密测试	《绝地求生》IP 搜打撤，保留缩圈机制，加入资源争夺与撤离点策略
《Exoborne》	腾讯海外工作室 Sharkmob AB	2025 年 2 月 PC 端测试	科幻题材搜打撤

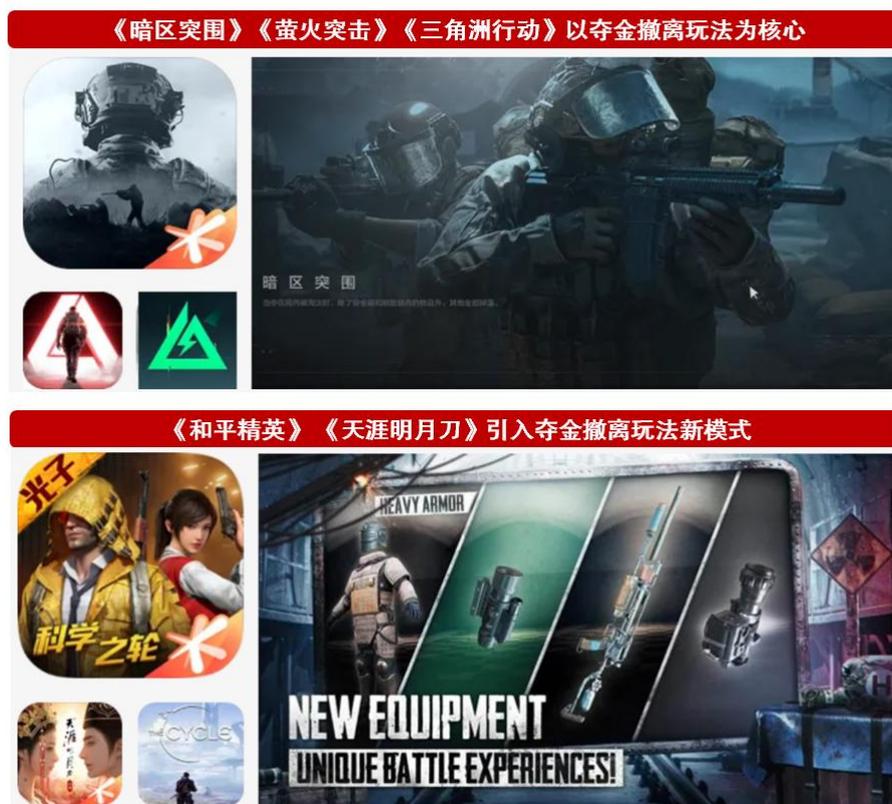
资料来源：暗区突围公众号，腾讯魔方工作室公众号等，华源证券研究所

1.2.1. 头部产品验证夺金撤离模式的潜力

夺金撤离类游戏在 2025 年的国内兴起，是 FPS 游戏同质化困境下的出路。2018 年《绝地求生》开启大逃杀热潮后，FPS 游戏长期陷入战术竞技与开放世界生存的同质化竞争，玩家对重复性玩法产生审美疲劳，而夺金撤离类的“搜打撤”的独特机制填补了市场空白。

近年来，头部厂商开始布局夺金撤离类赛道，加速了大众对这一品类的认知。在此之前《和平精英》地铁逃生模式的成功验证了其玩法潜力。随着玩家对同质化玩法的厌倦，夺金撤离品类有望成为继大逃杀品类之后更具增长潜力的细分赛道。

图表 16: 夺金撤离类玩法出现在头部产品中



资料来源：英雄游戏研究院微信公众号，华源证券研究所

图表 17: 2024 年射击类移动游戏收入 TOP 榜 (App Store)

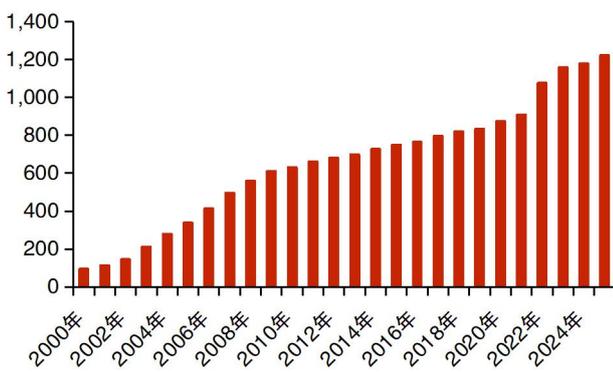
排名	游戏名	厂商	上线时间	是否有官方 PC 端	主要玩法类型	包含玩法类型	流水预估 (亿元)
1	和平精英	腾讯	2018 年	WeGame 模拟器	大逃杀	团队竞技、夺金撤离、大战场	88.86
2	穿越火线	腾讯	2015 年	否	团队竞技	大逃杀、融合 RPG	27.39
3	暗区突围	腾讯	2022 年	否	夺金撤离	—	5.71
4	使命召唤手游	腾讯	2020 年	WeGame 模拟器	团队竞技	大逃杀、大战场、融合 RPG	5.05
5	明日之后	网易	2018 年	原生 PC 端	融合 RPG	—	2.43
6	三角洲行动	腾讯	2024 年	原生 PC 端	大战场	夺金撤离、融合 RPG	1.84
7	机甲战队	创梦天地	2023 年	否	载具射击	—	1.76
8	星球：重启	朝夕光年	2023 年	原生 PC 端	融合 RPG	夺金撤离	1.36
9	尘白禁区	西山居	2023 年	原生 PC 端	融合 RPG	—	0.99
10	萤火突击	网易	2024 年	官方模拟器版本	夺金撤离	团队竞技	0.8

资料来源：点点数据，华源证券研究所

1.2.2. 《三角洲行动》有望走出一条新成长路径

《三角洲行动》在核心 FPS 用户群体，尤其是新生代玩家中占据重要地位。2025 年普通高校毕业生超过 1200 万人，潜在的玩家群体仍在增长。据 Quest Mobile 数据，2025 年 4 月，《三角洲行动》在 30 岁以下男性用户规模占比 47.4%，月活跃用户数达到 1287.1 万且攀升至第四位，日均在线时长仅次于《王者荣耀》。截至 2025 年 6 月的近一年新上线手游 TOP10 中，《三角洲行动》排名第一，其 6 月的 MAU 已升至 3863 万。而在 2025 年 6 月整体手游 TOP10 中，《三角洲行动》排名第四，仅次于《开心消消乐》、《王者荣耀》和《和平精英》。

图表 18：2000-2025 年普通高校毕业生规模（万人）



资料来源：教育部、人社部发布会，华源证券研究所

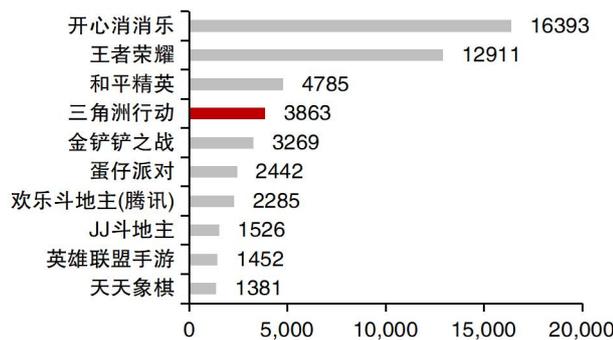
图表 19：2025 年 4 月 30 岁以下男性用户手机游戏 APP 偏好



注：1. 目标群体占比：目标人群中启动某个App媒介的月活跃用户数除以该App媒介总体的月活跃用户数；2. 人均单日使用时长TGI：目标人群中启动某个App媒介的人均单日使用时长除以该App媒介总体的人均单日使用时长*100。
Source: QuestMobile TRUTH 中国移动互联网数据库 2025年4月

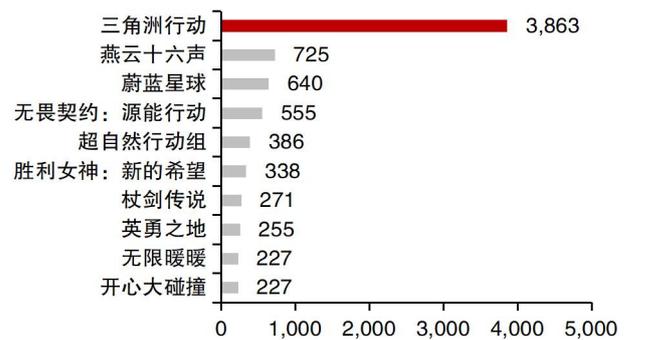
资料来源：QuestMobile，华源证券研究所

图表 20：2025 年 6 月手游行业 APP 月活跃用户规模 TOP10 (万)



资料来源：QuestMobile，华源证券研究所

图表 21：2025 年 6 月手游行业近一年新上线 APP 月活跃用户规模 TOP10 (万)



资料来源：QuestMobile，华源证券研究所

PC、移动端热度持续攀升，充实核心用户基本盘。顺网星研究社数据显示，在 2025 年 1-6 月的网吧游戏热力榜中，《三角洲行动》始终保持前五，并于 2-6 月连续位居第三。据伽马数据，在 2025 年 1-5 月 iOS 渠道下载测算榜 TOP10 中，《三角洲行动》始终保持前六，并于 4-5 月连续位居第一。今年上半年以来《三角洲行动》在 PC 端和移动端皆具有强劲势头，在网吧热力榜持续排名前列，意味着《三角洲行动》在核心 PC 玩家（尤其是偏好

线下社交竞技环境的玩家)中建立了较高的忠诚度并具有持续的活跃度。iOS 端连续两个月登顶下载榜第一，用户增长势能强，未来有望继续实现用户规模的阶段性攀升。

图表 22：2025 年 1-6 月网吧游戏热力榜

排名	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
1	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟
2	无畏契约	无畏契约	无畏契约	无畏契约	无畏契约	无畏契约
3	穿越火线	三角洲行动	三角洲行动	三角洲行动	三角洲行动	三角洲行动
4	永劫无间	穿越火线	穿越火线	穿越火线	穿越火线	穿越火线
5	三角洲行动	永劫无间	永劫无间	永劫无间	地下城与勇士	地下城与勇士
6	地下城与勇士	地下城与勇士	地下城与勇士	地下城与勇士	永劫无间	永劫无间
7	逆战	逆战	守望先锋	逆战	暗区突围：无限	和平精英 PC 模拟器
8	QQ 飞车	QQ 飞车	逆战	守望先锋	逆战	暗区突围：无限
9	燕云十六声	NBA2KOL2	QQ 飞车	QQ 飞车	QQ 飞车	逆战
10	NBA2KOL2	CSGO	NBA2KOL2	CSGO	守望先锋	QQ 飞车

资料来源：游理游据研究院微信公众号，华源证券研究所

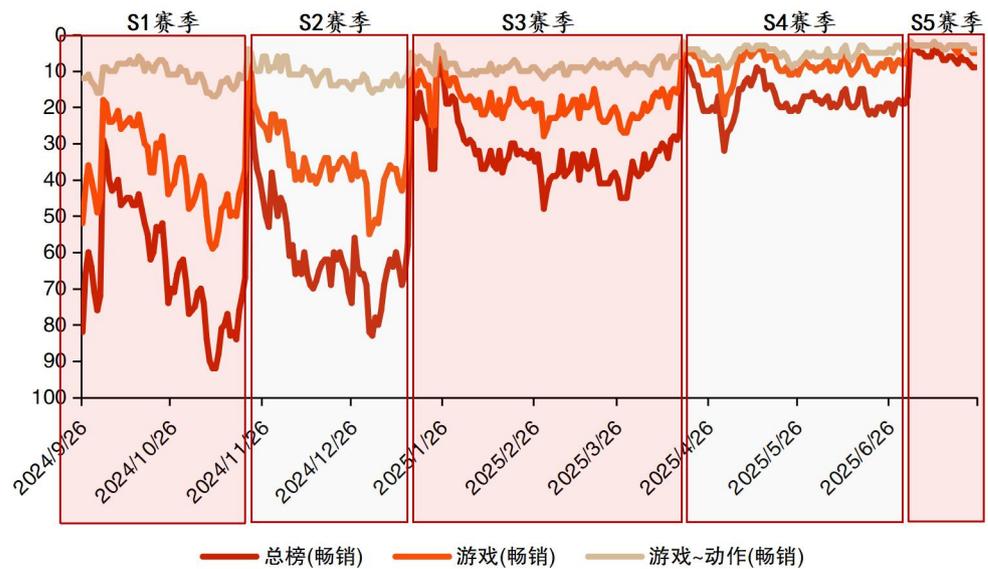
图表 23：2025 年 1-5 月 iOS 渠道下载测算榜 TOP10

排名	1 月	2 月	1-3 月	4 月	5 月
1	燕云十六声	和平精英	王者荣耀	三角洲行动	三角洲行动
2	和平精英	蛋仔派对	燕云十六声	王者荣耀	王者荣耀
3	王者荣耀	王者荣耀	和平精英	和平精英	和平精英
4	蛋仔派对	三角洲行动	蛋仔派对	七日世界	暴吵萌厨
5	决胜巅峰	金铲铲之战	三角洲行动	金铲铲之战	英勇之地
6	三角洲行动	开心消消乐	金铲铲之战	开心消消乐	燕云十六声
7	超级大卧底	腾讯欢乐麻将全集	开心消消乐	蛋仔派对	别抢我的座
8	金铲铲之战	贪吃蛇大作战	我的世界：移动版	我的世界：移动版	蛋仔派对
9	开心消消乐	燕云十六声	贪吃蛇大作战	掌门下山	开心消消乐
10	时光大爆炸	我的世界：移动版	飞机大厨：空中烹饪	燕云十六声	金铲铲之战

资料来源：伽马数据，华源证券研究所

赛季版本持续更新叠加运营优化，跻身头部畅销阵营。据七麦数据，在 iOS 游戏畅销榜排名中，《三角洲行动》从 S1 赛季的 20-40 名到 S3 赛季的 20-30 名。7 月 3 日，《三角洲行动》更新 S5 “破壁” 赛季，之后则持续位居游戏畅销榜 Top 5。S1 赛季初时，作为新游虽有人气但尚在探索调整阶段。随着 S2、S3 赛季的更新迭代与运营优化，至 S3 赛季期间，畅销排名逐步稳定。7 月 3 日更新的 S5 “破壁” 赛季后，持续稳固在游戏畅销榜 Top 5。

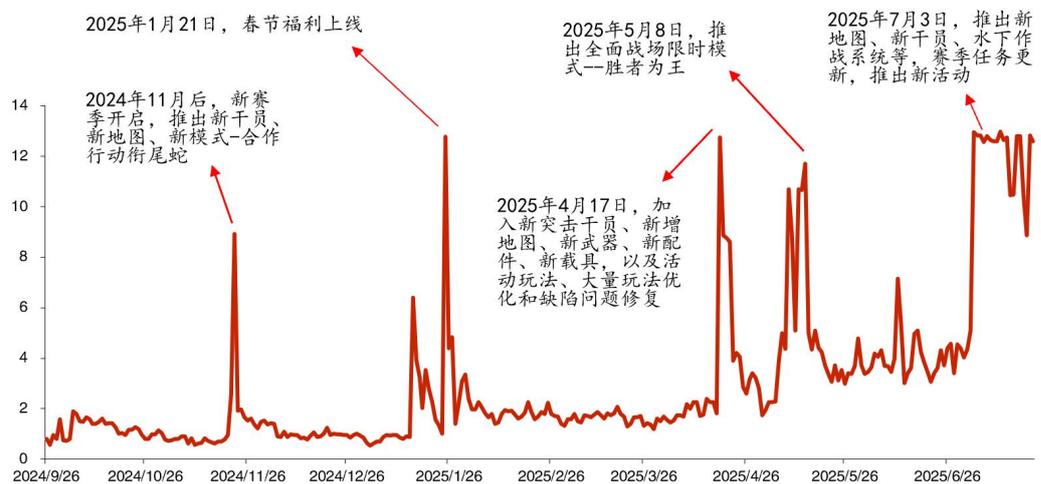
图表 24: 《三角洲行动》七麦排名趋势



资料来源：七麦数据，华源证券研究所

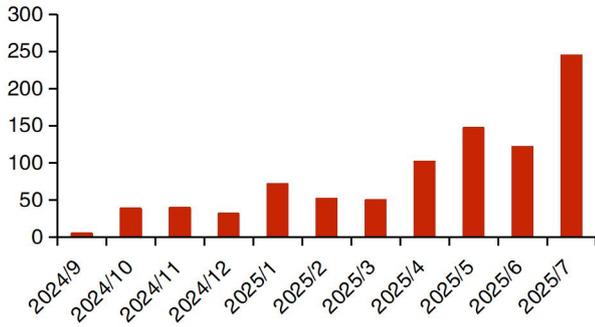
通过定期新赛季和活动，有效维持流水韧性。据七麦数据显示的流水趋势来看，过去一段时间中，随着定期的新赛季开启，以及新干员、新地图、新武器和新模式等的推出，带来流水高峰。逐月来看，《三角洲行动》流水实现缓慢爬升，在 2025 年 7 月 3 日更新 S5 “破壁”赛季后，流水保持在高位。据伽马数据，2025 年 5 月移动游戏流水测算榜 TOP10 中，《三角洲行动》上升四名位列第八。

图表 25: 《三角洲行动》流水变化趋势 (百万元, IOS 端)



资料来源：七麦数据，游侠攻略，华源证券研究所

图表 26: 《三角洲行动》流水变化趋势 (百万元, IOS 端)



资料来源: 七麦数据, 华源证券研究所
注: 2025 年 7 月数据截至 22 日, 美元兑人民币汇率取 1: 7

图表 27: 2025 年 5 月伽马数据移动游戏流水测算榜 TOP10

排名	游戏名称	游戏类型	较4月名次变化	2025年5月全平台流水测算 (亿元)
1	王者荣耀	MOBA类	-	~280
2	和平精英	射击类	-	~180
3	无尽冬日	策略类	+1	~100
4	地下城与勇士: 起源	横版动作	-1	~80
5	金铲铲之战	自走棋	-	~70
6	梦幻西游	回合制RPG类	-	~60
7	火影忍者	ARPG	+1	~50
8	三角洲行动	射击类	+4	~40
9	恋与深空	剧情互动	+1	~30
10	第五人格	非对称竞技类	-1	~25

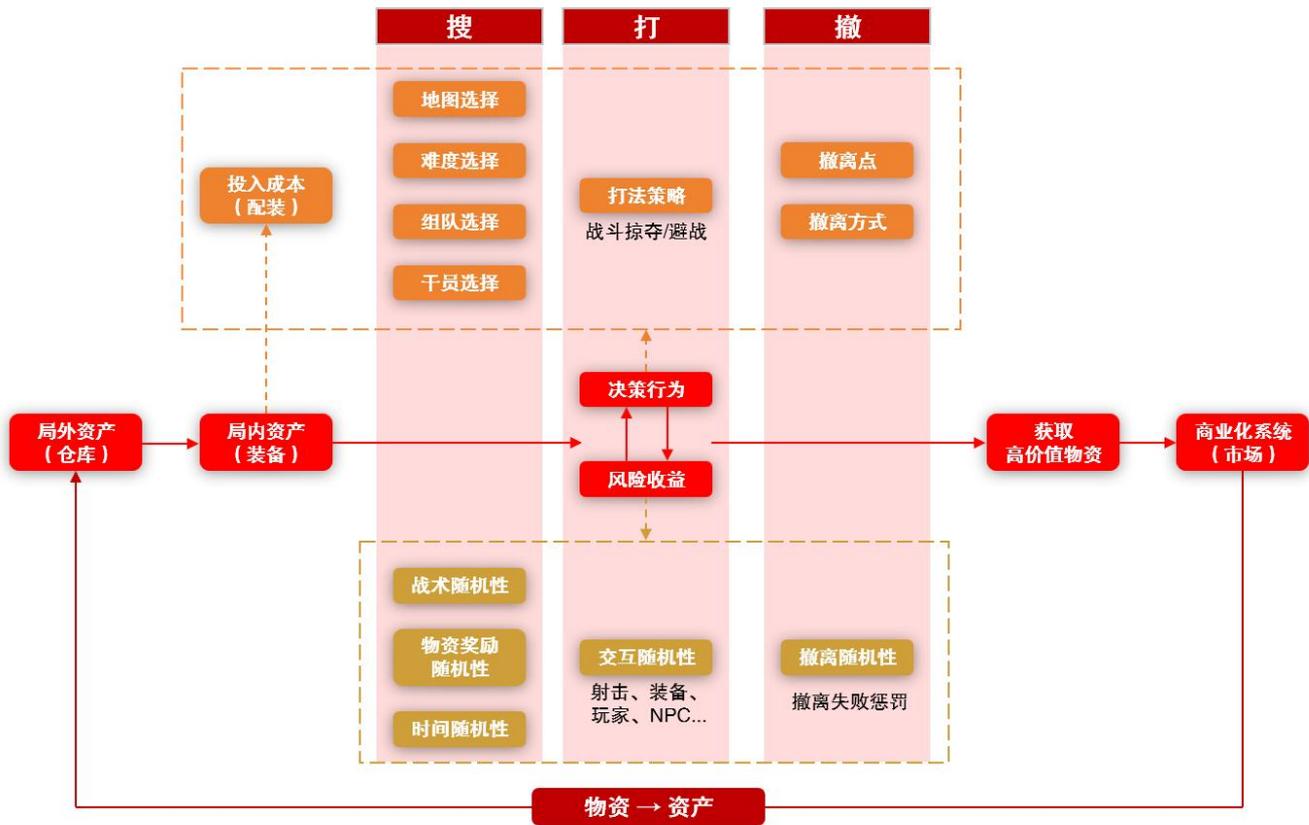
资料来源: 伽马数据, 华源证券研究所

2. 如何理解《三角洲行动》

2.1. 来自“战斗”与“撤离”的权衡下的玩法核心

《三角洲行动》烽火地带模式（俗称“摸金”玩法）是游戏核心模式，玩家需组成3人小队，在多张地图中搜集物资并安全撤离，最终通过出售物资获取货币以强化装备。若角色在对局中被击杀或撤离失败，未放入安全箱的装备与物资将全部丢失，因此需谨慎权衡“战斗”与“撤离”的风险。

图表 28：《三角洲行动》玩法机制拆解



资料来源：华源证券研究所绘制

烽火地带模式中，仓库、角色、战场三者以资源流动为核心构成循环：玩家从仓库选取装备投入战斗，在战场中搜刮曼德尔砖、高价值物资等。战斗结束后，出售低价值物资换币腾出空间，高价值物资留存或交易，角色则通过使用哈夫币提升等级、强化能力，将资源转化为更强战斗力。最终，拥有更强装备和能力的角色再次投入战场。通过形成“战备→战斗→收益→强化→再战斗”的闭环，实现游戏体验的持续迭代。

图表 29: 《三角洲行动》的资源循环系统



资料来源：游戏截图，华源证券研究所绘制

2.1.1. 仓库体系

仓库是玩家管理物资的核心枢纽，承担着存储、分类与交易的功能。玩家可将战场搜刮的曼德尔砖、武器配件、医疗用品等物资存入仓库，通过分类管理优化空间。玩家可以出售低价值物品换取哈夫币，或保留高价值物资用于后续升级。仓库容量有限，玩家需通过扩容箱或通过升级特勤处来扩展存储空间，满足长期资源积累需求。

图表 30: 《三角洲行动》中的仓库



资料来源：游戏截图，华源证券研究所

图表 31: 《三角洲行动》武器扩容箱

扩容箱	兑换材料	兑换金额	容量	单格价值
中级武器箱	笔记本电脑*1 阵列服务器*1 赛伊德的怀表*1	330W	54 (9x6)	6.1W
高级武器箱	中级武器箱*1 云存储阵列*1	534W	72 (9x8)	7.4W
高级武器箱	飞行记录仪*1 军用电台*1 滑膛枪展品*1 黄金貔貅*1	540W	72 (9x8)	7.5W
G.TJ武器箱	复苏呼吸机*1 刀片服务器*1 强力吸尘器*1 万足金条*1	1230W	108 (9x12)	11.4W

资料来源：奇珀网，华源证券研究所

2.1.2. 角色体系

在《三角洲行动》中，干员主要分为突击、支援、侦察、工程四大类，玩家可根据自身偏好与团队需求选择。进入战局前，玩家可以从仓库中选择携带武器、防具、医疗物品等。不同战斗需求、策略的玩家，亦会携带不同的装备进入战场。战局中，玩家会面对干员骨折、出血、疼痛等负面状态，需要通过医疗物资与战术装具的搭配，平衡战斗续航与生存能力。

图表 32: 《三角洲行动》中干员选择



资料来源: 游戏截图, 华源证券研究所

图表 33: 《三角洲行动》中战前进行配装选择



资料来源: 游戏截图, 华源证券研究所

图表 34: 《三角洲行动》中玩家会面对骨折、出血、疼痛等负面状态



资料来源: 游戏截图, 华源证券研究所

图表 35: 《三角洲行动》中相关医疗物资



资料来源: 游戏截图, 华源证券研究所

2.1.3. 战场体系

战场是玩家博弈的地点，玩家需要在战场中规划路线、搜集物资、与敌人战斗并成功撤离。目前，《三角洲行动》烽火地带模式中一共有四张地图，分别是零号大坝、长弓溪谷、

航天基地和攀升。在索降和撤离这两个行动的关键点之间，玩家需要规划合适的路线，路线之间可以串联关键的资源区。

图表 36：玩家需要在战场中规划路线、搜集物资、与敌人战斗并成功撤离



资料来源：游戏截图，华源证券研究所绘制

每幅地图中，不同的索降点具有不同的地形、资源和任务，高价值物资会随机出现在不同的资源区，玩家需要在索降后，占据有利地形，在地图中确认高价值物资点的具体位置，并因地制宜进行更周密的路线规划。

图表 37：《三角洲行动》中不同的索降点具有不同的地形、资源和任务

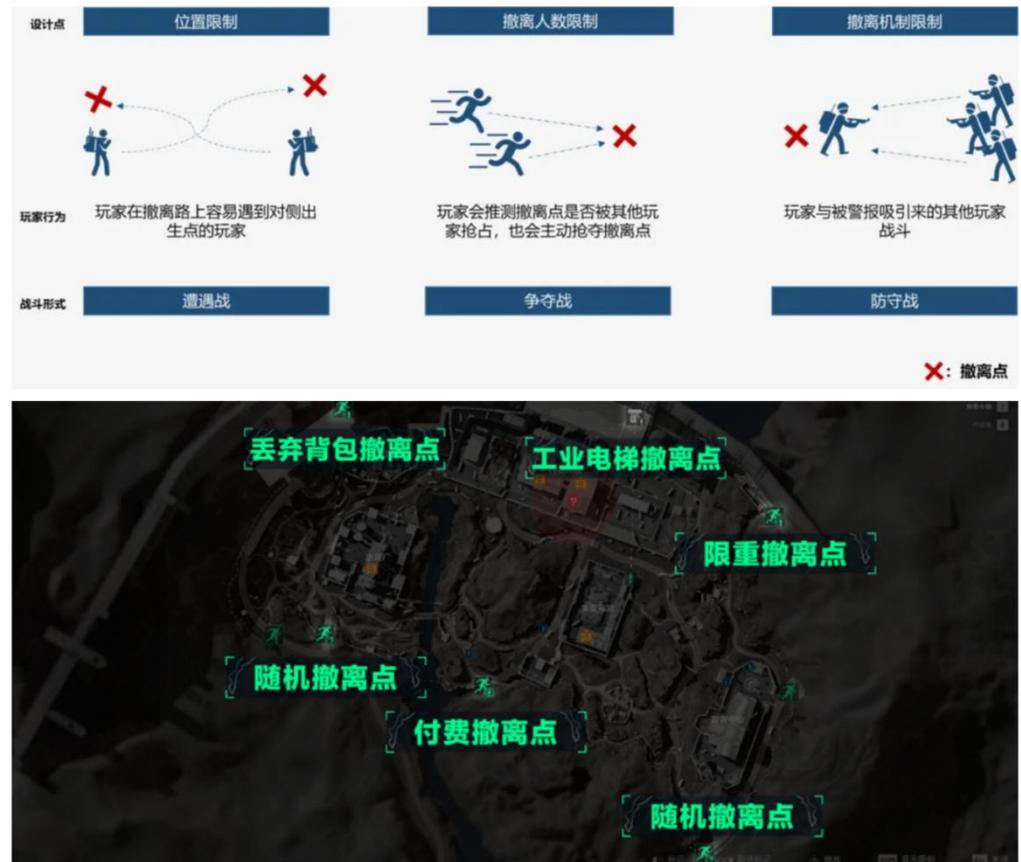


资料来源：三角洲行动微信公众号，华源证券研究所

在最后撤离时，不同的撤离点会导致玩家行为的差异。以零号大坝地图为例，维修隧道撤离点需要干员扔掉背包才可以撤离；随机开放的水泥厂南侧和游客中心南侧的撤离点可以

无条件撤离。中央山体南侧的撤离点，需要支付一定数额的哈夫币才能开启。在地图东北方的山顶高点，撤离点则具有重量限制。

图表 38：《三角洲行动》中撤离点的选择与玩家行为差异

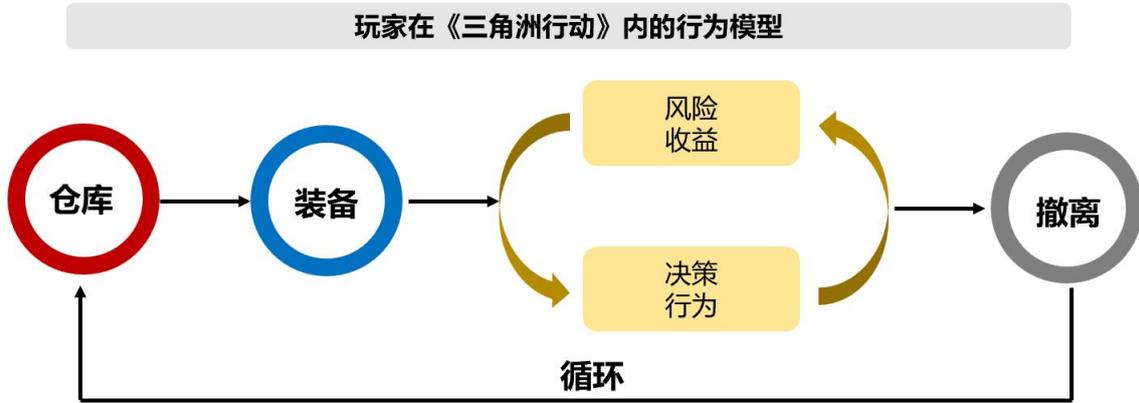


资料来源：三角洲攻略助手微信公众号，英雄游戏研究院微信公众号，华源证券研究所

2.2. 摸金玩法中的娱乐体验

“高风险-高回报”决策机制下，是摸金玩法独特的娱乐体验。我们构建了玩家在《三角洲行动》内的行为模型：首先玩家从仓库携带一定量的装备或道具投入战局，游戏期间面临着平衡风险和收益的行为决策，而这本质上是对有限资源的主动分配与风险押注，而最终能否成功撤离则决定了资源的最终归属。

图表 39：玩家在《三角洲行动》中的行为模型



资料来源：华源证券研究所绘制

具体来看，玩家的投入前成本包括从仓库携带的物品和装备，游戏中设定的随机性如撤离的地点、撤离时机以及和敌人交战的不确定性等。在这个情况下，玩家需要自主选择策略，如撤离路线、主动攻击、埋伏敌人或偷偷撤离。“高风险-高回报”决策机制的核心在于，若未成功撤离，清空战利品和自带装备，失败高惩罚；成功撤离可获得高级装备、金钱、资源等。玩家的体验在于搜打撤过程中的高压、惊险和刺激，即使是胜利或失败，玩家都有再来一局的兴趣。

图表 40：《三角洲行动》烽火地带模式下风险收益的行为决策

机制类型	《三角洲行动》烽火地带模式
投入前成本	从仓库携带物品、装备
随机性	撤离地点、撤离时机、和敌人交战的不确定性
行为决策	玩家自主选择策略，如撤离路线、主动攻击、埋伏敌人或偷偷撤离
风险机制	若未成功撤离，清空战利品和自带装备，失败高惩罚
奖励机制	成功撤离可获得高级装备、金钱、资源等
刺激循环	高压→惊险→刺激→胜利或失败→再来一局

资料来源：华源证券研究所整理

2.3. 游戏资产与市场交易的弹性价值空间

《三角洲行动》包含三种主要货币：1) 哈夫币：基础流通货币，通过任务、战斗、交易行获取，无法直接充值，是游戏内硬通货，可用于购买武器装备、材料等日常物资，也可通过出售高价值道具如曼德尔砖换取大量哈夫币；2) 三角券：免费货币，通过活动、破译曼德尔砖、出售外观等途径获取，可直接购买商城道具、量子密钥或市场内的高价值物品；3) 三角币：充值货币，1:1 兑换三角券，用于购买典藏皮肤或高级钥匙等高价值内容。

图表 41: 《三角洲行动》的货币系统



资料来源：三角洲工坊微信公众号，华源证券研究所

图表 42: 《三角洲行动》物资价值排序



资料来源：三角洲战术局微信公众号，华源证券研究所

在部门军需处中，玩家可以直接购买已解锁的武器、配件和低级弹药等。部门亦提供任务，任务成功后给予基础物资等奖励。

图表 43: 《三角洲行动》军需处界面



资料来源：游戏截图，华源证券研究所

图表 44: 《三角洲行动》部门任务



资料来源：游戏截图，华源证券研究所

特勤处是重要的资源回收系统。玩家通过投入资源建设特勤处，实现设备升级，提高负重、储存能力等。特勤处里，有医疗、战术、后勤、战斗和研发五个部门。解锁和升级部门功能均需要达到指定行动等级，并上交指定的物资。此外，游戏还有武器改装系统，玩家可以通过投入资金实现武器的升级。

图表 45: 《三角洲行动》特勤处



资料来源：游戏截图，华源证券研究所

图表 46: 《三角洲行动》改枪台



资料来源：游戏截图，华源证券研究所

“交易行”除了能够购买物资以外，也能支持玩家出售或购买从烽火地带中搜刮的物资。出售页面分为两栏，左边是寄售物品栏，可以看到已上架物品、上架数量、物品上架状态；右边一栏是背包物品栏，可以直接寄售物品。

图表 47: 《三角洲行动》交易行出售界面



资料来源：游戏截图，华源证券研究所

图表 48: 《三角洲行动》上架物品与制定价格

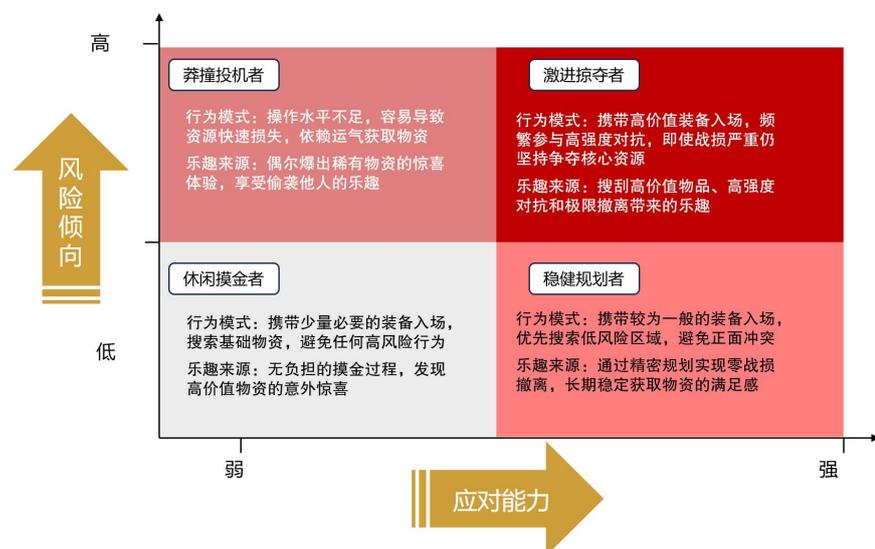


资料来源：游戏截图，华源证券研究所

2.4. 风偏与应对中的玩家行为模型

在《三角洲行动》“搜打撤”玩法中，玩家因风险偏好与应对能力的差异形成鲜明四类：1) 激进掠夺者：携带高价值装备入场，频繁参与高强度对抗，即使战损严重仍坚持争夺核心资源。享受搜刮高价值物品、高强度对抗和极限撤离带来的乐趣。2) 莽撞投机者：操作水平不足，容易导致资源快速损失，依赖运气获取物资。偶尔爆出稀有物资的惊喜体验，享受偷袭他人的乐趣。3) 稳健规划者：携带较为一般的装备入场，优先搜索低风险区域，避免正面冲突。享受通过精密规划实现零战损撤离，长期稳定获取物资的满足感；4) 休闲摸金者：携带少量必要的装备入场，搜索基础物资，避免任何高风险行为。享受无负担的摸金过程，发现高价值物资的意外惊喜。

图表 49: 《三角洲行动》玩家的行为模型划分



资料来源：华源证券研究所绘制

3. 目前我们判定《三角洲行动》在一定程度上满足长青游戏所需要的前提

3.1. 同类型中更稳固的生态位

《三角洲行动》在同类射击产品中具有更大的发展空间。《三角洲行动》与同样火热的纯PvP小队竞技游戏《无畏契约》相比，其生存门槛更低——《无畏契约》采用极短的TTK（较长的ttk意味着玩家需要持续攻击目标更久才能完成击杀），对玩家技术和反应要求高，新手玩家容易受挫。《三角洲行动》的TTK相对更长，玩家不会轻易死亡，挫败感更低，上手难度更小，因此对更广泛的普通玩家尤其是下沉市场用户更加友好。

图表 50：热门射击游戏细分品类和特点

热门射击游戏种类	代表类型	侧重点	上手门槛
大逃杀类	《绝地求生》	单局物资运营	低
大战场类	《战地》系列	战略意识	中
战术竞技类	《CS:GO》、《无畏契约》	团队配合+战术要求	高
夺金撤离类	《三角洲行动》、《暗区突围》	局内外运营	中低

资料来源：华源证券研究所

横向对比来看，《无畏契约》更偏重技术与竞技性，《三角洲行动》更强调爽感与体验。当前国内射击游戏市场持续扩容，大学生群体扩大，射击游戏作为大赛道长期稳定。《三角洲行动》本身定位为爽玩型产品，且开发团队来自拥有《CODM》等成功经验的琳琅天上工作室，在射击游戏领域积累了深厚经验。我们认为，《三角洲行动》具备更为稳固的生态位，未来发展空间广阔。

图表 51：夺金撤离类游戏产品进化图



资料来源：华源证券研究所绘制

3.2. 经典 IP 的价值发现

“三角洲特种部队”IP 起源于 1998 年，是由美国游戏公司 NovaLogic 推出的首款以三角洲特种部队为题材的战术 FPS 游戏。系列随后的续作包括《三角洲特种部队 2》、《三角洲特种部队 3：大地勇士》、《三角洲特种部队 5：黑鹰坠落》等，在 CS 兴起的时代，三角

洲系列作品凭借优秀的画面和上乘的品质，成为了古早 FPS 爱好者的记忆中的重要符号。2009 年发行《三角洲特种部队：极限作战 2》后，由于到产品系列生命周期末期后市场竞争力下降而停止了更新，但仍积累了大量粉丝。

2023 年，腾讯天美工作室群获得“三角洲特种部队”IP 版权及战争电影《黑鹰坠落》的游戏改编版权。2023 年 7 月 24 日，《三角洲行动》通过国产网络审批。2024 年 9 月 26 日，《三角洲行动》正式上线，经典 IP 开始重新焕发活力。

图表 52：“三角洲特种部队”系列 IP 作品

顺序	中文名	英文名	发行年代
第一部	三角洲特种部队	Delta Force	1998
第二部	三角洲特种部队 2	Delta Force 2	1999
第三部	三角洲特种部队：大地勇士	Delta Force: Land Warrior	2000
第四部	三角洲特种部队：刺刀特遣队	Delta Force: Task Force Dagger	2002
第五部	三角洲特种部队：黑鹰坠落	Delta Force: Black Hawk Down	2003
第六部	三角洲特种部队：黑鹰坠落-军刀部队	Delta Force: Black Hawk Down-Team Sabre	2004
第七部	三角洲特种部队：极限作战	Delta Force: Xtreme	2005
第八部	三角洲特种部队：极限作战 2	Delta Force: Xtreme 2	2009
腾讯游戏	三角洲行动	Delta Force: Hawk Ops	2024

资料来源：电玩帮，华源证券研究所

《三角洲行动》作为一个经典但一度沉寂的老牌 IP，重启时瞄准的是唤醒老玩家的情怀，通过推出“黑鹰坠落”原生关卡以重现经典体验，模式中保留了坠毁的黑鹰直升机、经典 RPG 点位、原版配音和角色武器等元素。此外，《三角洲行动》在深入系统梳理整个“三角洲特种部队”IP 资产的基础上，对经典内容进行了丰富和创新，从世界观、角色设计、赛季剧情、环境叙事到局内外内容进行了全方位的推陈出新，最终激活老 IP 内在价值。

图表 53：《三角洲行动》黑鹰坠落模式


资料来源：游戏截图，华源证券研究所

图表 54：《三角洲行动》黑鹰坠落模式

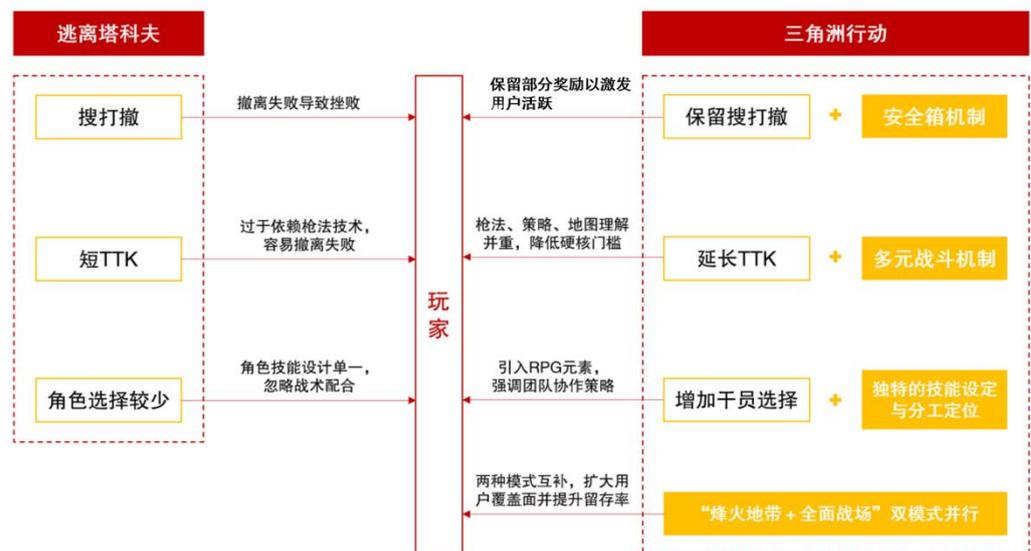

资料来源：游戏截图，华源证券研究所

3.3. 玩法的改良与运营的策略

玩法方面，当下市场上实际并未有真正满足玩家对“高战术性、强资源驱动以及 PvPvE 混合体验”这一细分需求的产品，而《三角洲行动》填补了这一市场空白。1) 在玩法的改良上，《三角洲行动》基于塔科夫原有机制进行优化改良，既保留了搜打撤的经典循环，又通过引入安全箱等机制降低门槛，同时保留随机性奖励来持续激发活跃与留存。2) 在战斗体验上，《三角洲行动》的 TTK 相对更长，玩家不会轻易死亡，并引入多重机制使战斗更加多元，不仅依赖枪法，还强调地图理解与策略运用，从而降低硬核门槛、减少玩家挫败感。3) 角色设计方面，《三角洲行动》通过为不同干员赋予独特技能与分工定位，让游戏成为强调团队协作与战术配合的策略型战场，并基于玩家风格精准匹配干员，提升个体玩家的沉浸与代入感。

此外，游戏采用双模式并行的策略，既有强调资源积累与高风险高收益的烽火地带，也有追求快节奏战斗的全面战场，两种模式互补共存，不仅扩大了用户覆盖面，还通过玩法切换有效提升整体留存率。

图表 55：《三角洲行动》在玩法上进行改良创新



资料来源：华源证券研究所绘制

在运营策略和活动设计方面，《三角洲行动》持续激活并留住广泛玩家群体。在赛季内容更新上，团队保持每三个月一次的高频迭代节奏，每个赛季都推出具有话题性和创新性的高质量新内容，比如 S3 赛季引入经典 IP “黑鹰坠落” 战役、S4 赛季重构 PVP 夜战模式并突破 1200 万日活、S5 赛季加入越狱与风暴眼等新玩法，有效解决了传统夺金撤离类游戏因更新缓慢导致的玩家流失问题。在运营联动方面，通过吴彦祖代言引发玩家自发造梗并形成“我是吴彦祖”社区热潮，实现从玩家造梗到官方接梗再到用户转化的正向闭环，随后与二次元游戏《明日方舟》跨界合作推出“方舟行动”，引发用户 UGC 二创。在电竞生态构建上，《三角洲行动》创新推进职业联赛，包括国内主播巅峰赛及计划于杭州落地的电竞赛事，为游戏注入长期竞技活力。

图表 56: 《三角洲行动》吴彦祖代言



资料来源: 三角洲行动官网, 华源证券研究所

图表 57: 《三角洲行动》吴彦祖代言引发玩家自发造梗



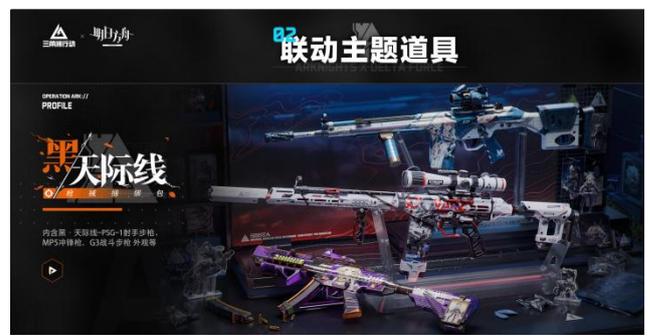
资料来源: 三角洲行动官网, 华源证券研究所

图表 58: 《三角洲行动》与《明日方舟》联动干员



资料来源: 三角洲行动官网, 华源证券研究所

图表 59: 《三角洲行动》与《明日方舟》联动主题道具



资料来源: 三角洲行动官网, 华源证券研究所

3.4. 基于游戏更为宽阔的生态

FPS 游戏玩家具有更高的社交需求。由于射击游戏本身以小队团队协作为核心, 且对战术配合的要求较高, 玩家对语音交流的需求尤为迫切, FPS 游戏玩家往往会组建固定的开黑团体, 而高频的语音互动进一步强化了玩家在游戏后的社交粘性, 形成了更为宽阔的玩家生态。

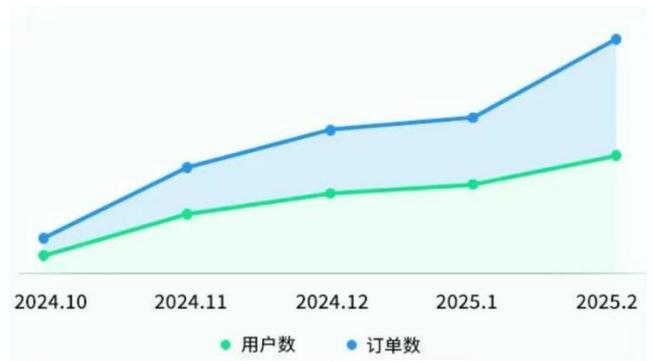
“三角洲行动”陪玩、陪练热度攀升, 用户对游戏深度体验需求开始逐步释放。陪玩平台“比心”数据显示, 截至 2025 年 2 月, 三角洲搜索指数突破 661.5 万; 较 2024 年 10 月游戏上线时, 2025 年 2 月搜索量增加 236%, 超过《和平精英》《英雄联盟》《绝地求生》等头部游戏。交易端来看, 平台内《三角洲行动》陪玩的 2 月交易量环比增长 35%, 增速达到平台平均水平的 8 倍, 对比 2024 年 10 月的订单量增长 3.2 倍、用户数增长 2.4 倍。微信指数中发现, 2025 年 6 月以来“三角洲行动护航”的搜索量呈现高峰。

图表 60：“比心”站内搜索指数趋势图



资料来源：网鱼电竞微信公众号，华源证券研究所

图表 61：“比心”中《三角洲行动》用户数与订单数



资料来源：网鱼电竞微信公众号，华源证券研究所

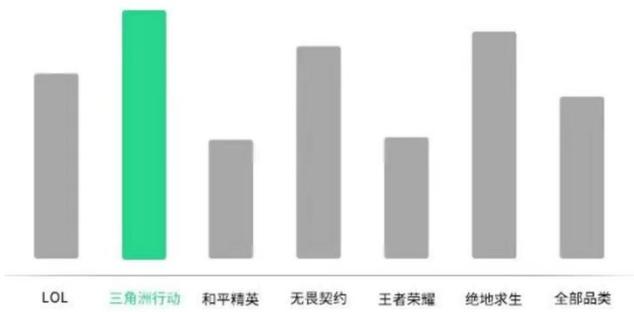
图表 62：“三角洲行动护航”微信指数



资料来源：微信指数，华源证券研究所

收入侧来看，《三角洲行动》陪玩收益大幅超过其他头部游戏。“比心”平台中，2025年2月《三角洲行动》大神收入同比增长24.8%，达全平台均值的1.27倍，单日收益超平台均值的20%，近千位大神周收入破千。2025年2月三角洲新大神人均收益超全品类均值53.8%，超过《和平精英》、《王者荣耀》等头部赛道。“代练通”平台中，《三角洲行动》的护航陪玩每小时达到70-100元。

图表 63：“比心”平台 2 月新注册大神人均收益



资料来源：网鱼电竞微信公众号，华源证券研究所

图表 64：“代练通”平台《三角洲行动》护航价格情况



资料来源：代练通 APP，华源证券研究所

图表 65：闲鱼搜索《三角洲行动》的陪玩内容



资料来源：闲鱼 APP，华源证券研究所

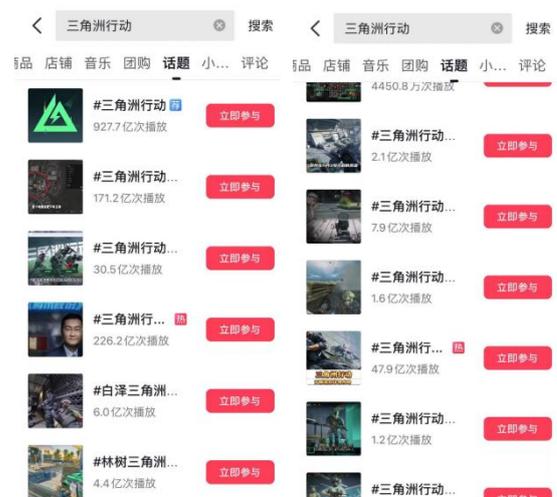
传播力度广泛，高质量二创内容实现持续的用户心智占领。截至 2025 年 7 月 27 日，在抖音 APP 中，“三角洲行动”话题播放量超过 900 亿次。玩家们不仅自发分享游戏中的精彩片段，更积极创作了大量实用内容，从武器搭配指南到单元战术解析，再到地图通关攻略，丰富的创作维度共同勾勒出活跃多元的社区生态。直播生态蓬勃发展。截至 2025 年 7 月 27 日，在抖音 APP 中的抖音游戏主播热度榜单前四名中，有三名主播的直播游戏为《三角洲行动》，且前二名皆为《三角洲行动》，观看数超过 100 万人次。

图表 66: 抖音游戏主播热度榜



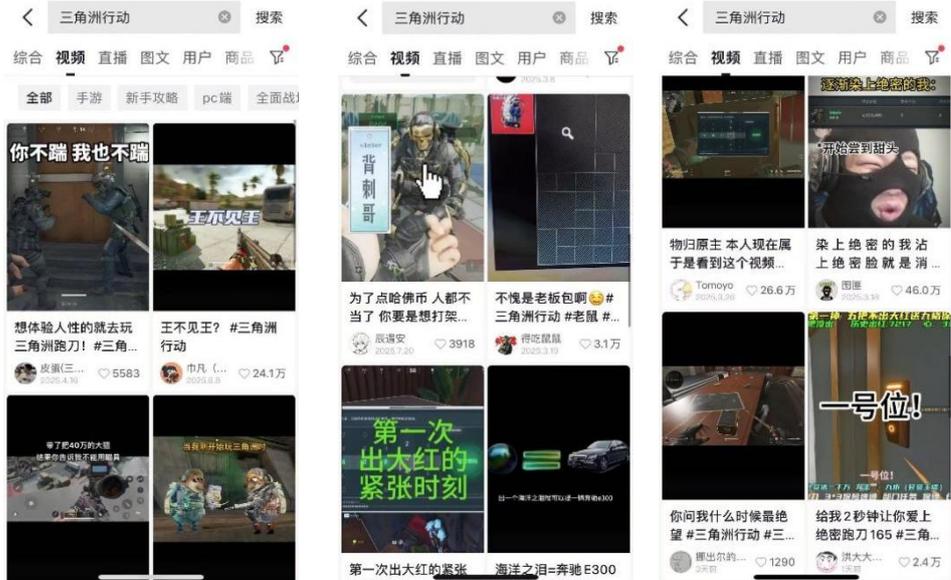
资料来源: 抖音 APP, 华源证券研究所
注: 数据截取时间为 2025 年 7 月 27 日

图表 67: 《三角洲行动》抖音话题讨论



资料来源: 抖音 APP, 华源证券研究所
注: 数据截取时间为 2025 年 7 月 27 日

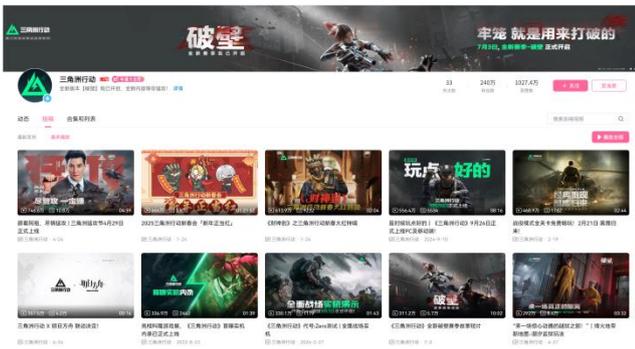
图表 68: 以“三角洲行动”为关键词搜索的抖音视频



资料来源: 抖音 APP, 华源证券研究所

在 B 站中, 截至 2025 年 7 月 27 日, 《三角洲行动》的官方账号粉丝数量达 240 万, 获赞数超 1000 万, 其发布的视频中有 4 个超过 500 万播放量, 有 50 余个超过 100 万播放量。横向对比来看, 《和平精英》的粉丝数量为 164 万, 《无畏契约》的粉丝数量为 91.8 万, 《永劫无间手游》则为 83.6 万。《三角洲行动》在各大平台的传播广度与用户密度走出趋势, 区别于常规通过单一爆款视频或营销带动的短期热度, 《三角洲行动》在抖音中的视频以更具发散性的二创为主, 包括游戏攻略、直播切片等。

图表 69: 《三角洲行动》B 站官方账号



资料来源: bilibili, 华源证券研究所
注: 数据截取时间为 2025 年 7 月 27 日

图表 70: 头部游戏 B 站账号粉丝数量情况



资料来源: bilibili, 华源证券研究所
注: 数据截取时间为 2025 年 7 月 27 日

4. 投资分析意见

我们判定《三角洲行动》进一步强化了腾讯在大 FPS 赛道的领先优势，扩充了赛道的品类版图。并且目前《三角洲行动》在一定程度上满足长青游戏所需要的前提，包括生态位的策略以及可能更为广阔的用户生态。此外，我们预计在《三角洲行动》基于更为长线视角的运营发展下，腾讯的游戏业务基本盘有望进一步充实，且进入更具备增长性的趋势空间中。

我们建议重视：1) 《三角洲行动》流水的持续突破带动腾讯游戏基本盘的增量趋势；2) 理解腾讯基于 MOBA、FPS 等大 DAU 类型赛道的优势，以及其中体现的基础游戏研发实力和强大的运营能力。建议关注基础游戏业务边际向好趋势性的【腾讯控股】。

5. 风险提示

(1) 经营风险

如果公司对新游戏产品的研发、运营和周期管理等规划存在重大失误或由于受外部因素影响而发生偏离，造成新游戏产品的研发和运营效果不能满足不断变化的用户偏好和市场需求，新游戏产生的收益可能无法抵补上述支出，则会削弱公司未来的盈利能力。

(2) 行业政策风险

近年来相关监管部门高度重视游戏行业的健康发展，针对游戏研发、出版、运营等环节实行较为严格的监管措施，对未成年人保护及防沉迷工作提出系列具体要求，存在行业政策环境风险。

(3) 游戏流水不及预期风险

若公司游戏流水不及预期，将会对公司营收端和利润端造成不利影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。