

本报告的主要看点:

1. 从发展历史、产品、运营、用户角度全面深入分析《剑侠情缘》系列的成就、地位与独到之处。
2. 剖析《剑网3》能成为第一国产武侠MMO并长盛不衰的原因。
3. 介绍《剑网3:指尖江湖》的画面、玩法、创新点以及内测状况,针对市面上的一些争论进行理性探讨。

仗剑为侠情难已,江湖夜雨十年灯 《剑侠情缘》的前世今生

基本结论

- 《剑侠情缘》是国产游戏史上的一座丰碑,横跨单机、网游、页游和手游,与《仙剑奇侠传》《轩辕剑》合称“国产三剑”,并以即时制和ARPG玩法区别于后两者。自1997年至今《剑侠情缘》系列已诞生近20款游戏,其中不乏爆款,《剑网3》更是取得了国产第一武侠MMO的成就。理解了《剑侠情缘》,就理解了国产ARPG与金山软件的游戏业务。
- 单机游戏时代,《剑侠情缘》在国产三剑中最为弱势,但在对《暗黑破坏神》《魔兽世界》的借鉴和持续创新中,《剑侠情缘》后来居上,成为国产ARPG标杆,并在网游时代将《仙剑奇侠传》和《轩辕剑》远远甩在身后,同时,一批经典游戏歌曲伴随着《剑侠情缘》的风靡被广为传唱。
- 《剑网3》画面精美,玩法丰富,是女性玩家占比最高的MMO游戏,以独树一帜的“基”“腐”文化著称,与竞品相比有着非常明显的差异化特征。在多年的精细化运营和泛娱乐战略下,《剑网3》已从热门游戏升华为一种文化,音乐专辑大卖,舞台剧一票难求,玩家群体凝聚力极强,同人文化异常发达,令竞品游戏望尘莫及,完全无法模仿复制。
- 《剑网3:指尖江湖》并未完美还原端游,画面为横版2.5D锁定视角,画风淡雅脱俗,剧情一如既往非常用心,玩法融合了ARPG、卡牌、探索等诸多元素,继承了端游的角色切换系统,保证了玩法深度。尽管内测阶段还存在优化不佳、混战中角色容易混淆、技能瞄准困难、空气墙等问题,但其数据已与《完美世界》公测前持平。我们认为,大IP加持、品质出众以及腾讯独代共同决定了《剑网3:指尖江湖》必将成为爆款。

投资建议

- 目前《剑网3》端游的收入在自然下滑,但下滑幅度平缓,新资料片推出后将会吸引用户回流,《剑侠情缘》手游表现稳定,仍能贡献收入。《剑网3:指尖江湖》必将成为爆款,加上《剑网2:剑歌行》的助攻,金山软件2019年的游戏收入将迎来大幅增长。金山软件还代理了《最终幻想:勇气启示录》,自研《少女咖啡枪2》《加勒比海盗》《黎明决战》,后劲十足。
- 2019年《王者荣耀》依旧坚挺,《和平精英》实现了吃鸡品类变现。腾讯2019年游戏产品线群星闪耀,除了《剑网3:指尖江湖》,还MMO《龙族幻想》、沙盒游戏《我的起源》、顶级SLG《权力的游戏》、重量级端转手《DNF》等。不论是短期还是长期,腾讯仍然是最值得看好的游戏公司。
- 如果有产品能挑战《剑网3》的“第一武侠MMO”宝座,那无疑是网易的《逆水寒》。虽然该游戏发布只有一年,但是玩家基数和收入均已达到一线端游水平,首款衍生手游即将上线,可能为网易带来长期惊喜。

风险因素

- 政策监管收紧,新产品不达预期,生命周期耗尽,估值偏高。

裴培 分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

内容目录

《剑侠情缘》系列简史：游海作舟二十年	4
单机时代：初生牛犊不怕虎	4
网游时代：沧海横流显本色	8
手游时代：重装上阵续辉煌	13
任督二脉在哪里：《剑侠情缘》独家秘笈	16
站在巨人的肩膀上：论借鉴与创新	16
英雄与时势：紧随网游化浪潮	20
天籁之音：先知先觉泛娱乐	21
这就是江湖：独一无二的《剑网3》	23
巾帼不让须眉：得女性者得天下	23
外卖警告与《曲云传》：什么叫精细化运营？	26
这群玩家惹不起：神级社交与同人创作	30
小结：关于《剑网3：指尖江湖》和《剑侠情缘2：剑歌行》	35
投资建议	38
金山软件	38
腾讯控股	38
网易	38
风险因素	38

图表目录

图表 1：初代《剑侠情缘》封面	4
图表 2：《剑侠情缘》系列已公测游戏	5
图表 3：《剑侠情缘2》界面	6
图表 4：《剑侠情缘外传：月影传说》	6
图表 5：Falcom 官网《月影の DESTINY》页面	7
图表 6：《新剑侠情缘》游戏截图	7
图表 7：1999 年-2002 年国内主要 PC 网游	8
图表 8：部分《仙剑奇侠传》作品正版和盗版销量情况	8
图表 9：《剑侠情缘网络版》	9
图表 10：《剑侠情缘网络版2》宣传页面	10
图表 11：《剑侠世界》宣传页面	10
图表 12：《剑侠情缘网络版3》宣传页面	11
图表 13：《月影传说 online》	12
图表 14：《新剑侠传奇》	12
图表 15：《剑侠情缘》手游 App Store 畅销排名	13
图表 16：《剑侠世界》手游“一家三口”	13
图表 17：《云裳羽衣》App Store 畅销排名	14

图表 18: 《剑侠世界 2》手游 App Store 畅销排名.....	14
图表 19: 《剑网 3: 指尖江湖》海报.....	15
图表 20: 《DOTA2》刀塔自走棋.....	16
图表 21: 《金庸群侠传》战斗场景.....	17
图表 22: 《剑侠情缘 2》战斗场景.....	17
图表 23: 《月影传说》中需要轻功才能获取的宝箱.....	18
图表 24: 圆月弯刀百度贴吧截图.....	19
图表 25: 《魔兽世界》UI 界面.....	19
图表 26: 《剑网 3》UI 界面.....	19
图表 27: 《天下贰》UI 界面.....	20
图表 28: 《诛仙》UI 界面.....	20
图表 29: “国产三剑”网游.....	20
图表 30: 《剑侠情缘》系列歌曲.....	21
图表 31: 中国游戏市场女性玩家规模 (亿).....	23
图表 32: 2014 年《剑网 3》玩家性别比例.....	24
图表 33: 《剑网 3》烹饪.....	25
图表 34: 《剑网 3》NPC 慕容追风.....	25
图表 35: 《剑网 3》布料 2.0 系统.....	26
图表 36: 《剑网 3》资料片清单.....	27
图表 37: 《剑网 3》百度搜索指数.....	28
图表 38: 《剑网 3》神秘外卖事件.....	29
图表 39: 《剑网 3》泛娱乐产品.....	29
图表 40: 郭炜炜闪耀值远超蔡徐坤.....	30
图表 41: 郭炜炜滚出娱乐圈.....	31
图表 42: 《剑网 3》当中的男主人公组 CP.....	32
图表 43: 伊吹五月《剑网 3》同人漫画.....	32
图表 44: 《剑网 3》爆衣 COS.....	33
图表 45: 《剑网 3》道歉信.....	33
图表 46: 剑网 3 有爱同人秀新浪微博.....	34
图表 47: 《剑网 3: 指尖江湖》画面.....	35
图表 48: 《剑网 3: 指尖江湖》官网预约界面.....	36

《剑侠情缘》系列简史：游海作舟二十年

- 自 1997 年 4 月 30 日《剑侠情缘 1》发布至今，《剑侠情缘》系列 IP 共诞生了十数款游戏，涵盖端游、页游与手游，其中既有令人耳熟能详的《剑网 3》，也有相对冷门的《剑侠世界》。二十年来，《剑侠情缘》系列游戏陪伴了一代中国玩家的成长，早已成为国产游戏的标杆之作。不久后，《剑网 3：指尖江湖》《剑侠情缘 2：剑歌行》两部重磅手游就将正式公测，在端改手的尾声阶段，这两部千呼万唤始出来的作品，令人无限期待。

单机时代：初生牛犊不怕虎

- 所有的波澜壮阔，背后都有着鲜为人知的故事。1994 年，一名痴迷于游戏的年轻人和朋友一起组建了一个名为 Power Magic 的游戏开发小组，制作一款叫作《独孤九剑》的单机游戏。彼时，国内 PC 游戏行业还处于蛮荒时代，硬件普及度低，产品和玩家数量稀少，以《侠客行》为代表的文字 MUD 刚刚开始流行。在这样的时代背景下，Power Magic 的工作无异于开荒，和所有靠着兴趣支撑的中小研发团队一样，他们最终遇到了资金问题，眼看就将无以为继，但很快，命运之神便眷顾了他们。
- 1995 年 5 月，金山软件在珠海成立西山居工作室，1996 年 1 月，这家国内最早的游戏开发工作室推出了大陆第一款商业游戏《中关村启示录》，1996 年 3 月，因为《独孤九剑》资金问题而走投无路的年轻人找到时任金山软件董事长的求伯君，并依靠这款单机游戏将其打动，两周之后，年轻人入职西山居，他的名字叫裘新，与 1995 年 7 月入职的罗晓音、1996 年 7 月入职的李兰云并称为“西山居三剑客”。此后，他们以《独孤九剑》为基础，打造出了于 1997 年 4 月 30 日发售的一代经典《剑侠情缘》。

图表 1：初代《剑侠情缘》封面



来源：游戏光盘封面，国金证券研究所

- 初代《剑侠情缘》定价为 128 元，在那个 PC 游戏刚刚起步的年代，西山居的原定目标是卖出 1 万套。出人意料的是，游戏发售之后大受欢迎，最终销量被锁定在 2.5 万套。求伯君曾透露，如果不是初始预期太低导致断货，《剑侠情缘》能卖出超过 3 万套。总之，初代《剑侠情缘》大获成功，斩获《大众软件》1997 年度“最佳国产 RPG 游戏”和“最佳音乐”两项大奖，在年度游戏榜单中排名第 33 位，大陆游戏榜单中排名第 1 位。经读者投票，《剑侠情缘》被《多媒体世界》评选为“最受欢迎的电脑光盘”。同年，求伯君在《大众软件》撰文，将《轩辕剑》《仙剑奇侠传》和《剑侠情缘》称为“国产三剑”。如果说这个提法在当年还有些“自卖自夸”，那《剑侠情缘》时至今日取得的成就，足以证明这一称号实至名归。

图表 2：《剑侠情缘》系列已公测游戏

时间	产品	类型
1997 年 4 月 30 日	剑侠情缘	即时制 RPG
2000 年 6 月 30 日	剑侠情缘 2	ARPG
2000 年 10 月 31 日	剑侠情缘 2 白金版	ARPG
2001 年 7 月 13 日	剑侠情缘外传：月影传说	ARPG
2001 年 12 月 15 日	新剑侠情缘	ARPG
2003 年 9 月 20 日	剑侠情缘网络版	MMORPG
2005 年 9 月 28 日	剑侠情缘网络版 2	MMORPG
2008 年 10 月 16 日	剑侠世界	MMORPG
2008 年 11 月 18 日	剑侠情缘 Web	MMORPG
2009 年 8 月 28 日	剑侠情缘网络版 3	MMORPG
2012 年 9 月 19 日	月影传说 online	ARPG
2014 年 7 月 18 日	新剑侠传奇	ARPG
2016 年 9 月 7 日	剑侠情缘手游	MMORPG
2016 年 9 月 20 日	剑侠世界手游	MMORPG
2016 年 11 月 2 日	剑侠世界 2Web	MMORPG
2018 年 7 月 4 日	剑侠世界 2 手游	MMORPG
2018 年 9 月 27 日	云裳羽衣	换装

来源：公司公告，公司新闻，国金证券研究所

- 2000 年 6 月 30 日，制作了 3 年之久的《剑侠情缘 2》正式发售，同年，内容和玩法与之大同小异的《剑侠情缘 2 白金版》问世。作为初代作品的正统续作，《剑侠情缘 2》大幅提高了游戏分辨率，采用更大的游戏地图，并首次引入 ARPG 玩法。在前作成功的基础之上，研发费用达 300 万，推广费用达 100 万，品质更为精良的《剑侠情缘 2》顺利成为市场焦点，销量超过 20 万套，创造了 2000 年国产游戏销售记录。

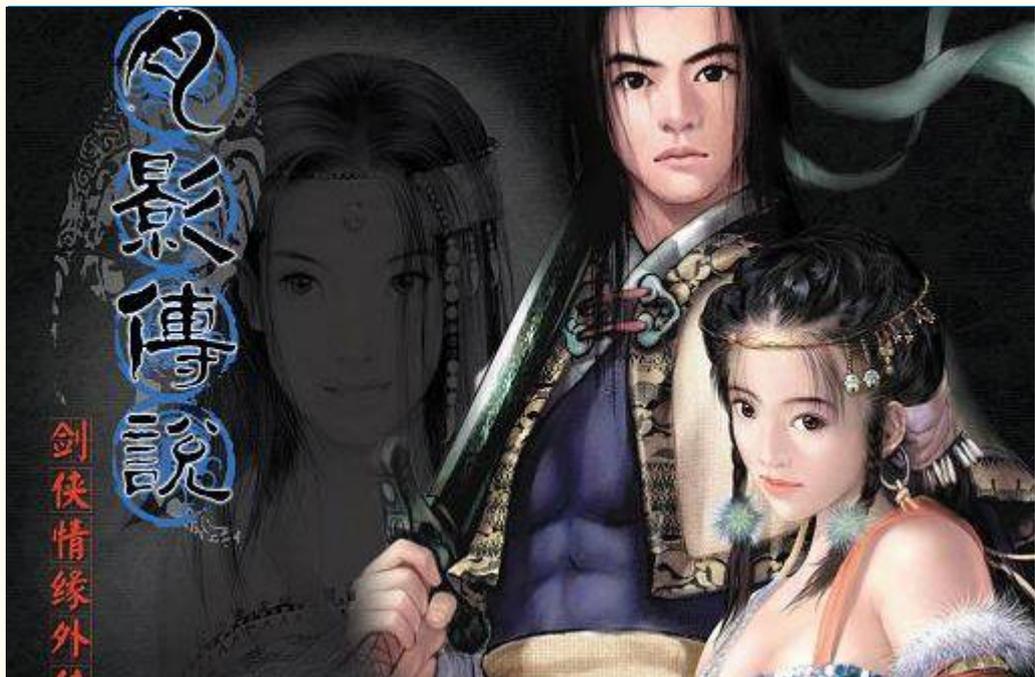
图表 3:《剑侠情缘2》界面



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 两代产品的连续成功，在给西山居带来财富、口碑的同时，也使得西山居的研发和运营实力与日俱增。2001年7月13日，距离《剑侠情缘2》的发售尚不足一年时间，《剑侠情缘外传：月影传说》正式与玩家见面，这部作品讲述了以游戏人物杨影枫为第一男主角的独立故事，剧情上设定多重结局，经统计共有7种，美术和音乐相较于前作也有长足进步；在玩法上与当时红透全球的《暗黑破坏神》有些类似。《月影传说》最终销量为15万套，虽然未能打破《剑侠情缘2》的记录，但却使得西山居对ARPG的理解进一步加深，奠定了《剑侠情缘网络版》系列成功的基础。

图表 4:《剑侠情缘外传：月影传说》



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 值得一提的是，《剑侠情缘外传：月影传说》不仅在国内受到追捧，还远渡重洋，出口到了日本。2003年3月，日本老牌游戏厂商Falcom宣布代理

《剑侠情缘外传：月影传说》，日版名为《月影の DESTINY》，16 年过去了，整整一代游戏玩家完成了更迭，Falcom 的官网上仍保留着这款游戏的页面，并一本正经地向日本玩家们介绍什么是武林、中原、江湖和内功。在那个年代，能够输出到日本的华语游戏，只有《仙剑奇侠传》《月影传说》等寥寥数款，其中只有《月影传说》是大陆研发的。

图表 5: Falcom 官网《月影の DESTINY》页面



来源: Falcom 官网, 国金证券研究所

- 2001 年 12 月 15 日，经由新引擎重制的《新剑侠情缘》发售，与初代作品相比，该作剧情方面变化不大，对游戏画面和战斗系统进行了大幅优化，并加入了 NPC 赌博之类的小游戏。据不完全统计，《新剑侠情缘》发售后，算上盗版，整个《剑侠情缘》系列游戏玩家数高达 700 万，这一成绩，在世纪之交网络游戏刚刚起步的时代，有着里程碑式的重大意义。

图表 6: 《新剑侠情缘》游戏截图



来源: 游戏截图, 国金证券研究所

网游时代：沧海横流显本色

- 新千年的西山居凭借着《剑侠情缘》系列单机游戏一路高歌猛进，几乎所有人都认为，不出意外的话，《剑侠情缘 3》很快便能问世并掀起抢购热潮。这猜测原本是不错的，但意外却不请自来。2003 年罗晓音曾透露，西山居在 2001 年就已经开始制作《剑侠情缘 3》，但到了 2002 年，《剑侠情缘 3》项目被砍掉，整个制作团队开始全身心投入到《剑侠情缘》网游的开发工作当中。到底是什么原因导致了西山居进行如此彻底的战略转向？
- 1999 年 7 月，图形网络游戏开天辟地之作《网络创世纪》(UO) 进入中国，正如它的名字一样，这款游戏点燃了中国 PC 网游市场的星星之火，2000 年 7 月，第一款国产图形网络游戏《万王之王》公测，2001 年，盛大游戏代理《热血传奇》，中国的 PC 网游时代被全面引爆，同年，《千年》《龙族》《红月》“远古三神兽”以及《金庸群侠传 online》(俗称网金) 发布，2002 年，大名鼎鼎的《魔力宝贝》《大话西游》和《奇迹 MU》问世。

图表 7：1999 年-2002 年国内主要 PC 网游

时间	游戏	厂商
1999 年 7 月	网络创世纪	Origin Systems
2000 年 7 月	万王之王	雷爵
2000 年 9 月	网络三国	智冠科技
2000 年 12 月	石器时代	华义国际
2001 年 3 月	千年	亚联
2001 年 7 月	龙族	第三波
2001 年 7 月	金庸群侠传 online	游龙在线
2001 年 9 月	红月	亚联
2001 年 9 月	热血传奇	盛大游戏
2002 年 1 月	大话西游 online	网易
2002 年 1 月	魔力宝贝	易玩通
2002 年 6 月	大话西游 2	网易
2002 年 9 月	奇迹 MU	九城

来源：公司公告，《大众软件》，《家用电脑与游戏》，国金证券研究所

- 网游市场的爆发带给单机游戏产业的冲击是致命的，相较于买断制的单机游戏，网络游戏有着无与伦比的优势：首先，从游戏深度和可玩性上看，网游世界观更为庞大，成长线更为丰富，内容复用度更高；其次，网游是一种社交方式，不论是与斗还是众乐乐，趣味性都胜过一人独玩，其受众体量远超单机游戏；最后，当时的单机游戏变现方式单一，即出售正版光碟，其商业潜力显然无法与点卡收费的网游媲美，更不用说自 2005 年底《传奇世界》和《热血传奇》开创 CSP (come-stay-pay) 免费模式后那印钞机一般的变现效率了。
- 除了网游崛起这一根本原因外，国内玩家版权意识薄弱，盗版横行是促使西山居等厂商全面转向网游的另一个核心因素。即便是今天，“玩游戏还要花钱？”仍是一句让人见怪不怪却又痛心疾首的反问，借此我们便可以想象世纪之交那批筚路蓝缕的单机游戏厂商面临的是怎样恶劣的市场环境。
- 上文已经提到，《新剑侠情缘》发售后，整个《剑侠情缘》系列游戏共有用户 700 万，但根据官方资料和公开数据，四部《剑侠情缘》单机正版销量不超过 100 万套，那么剩下的 600 多万套显然全都是盗版。再看“国产三剑”中的《仙剑奇侠传》，数据更为夸张，正版/盗版销量比例不超过 5%。

图表 8：部分《仙剑奇侠传》作品正版和盗版销量情况

游戏	正版销量	盗版销量	正版/盗版
仙剑奇侠传	80 万	2000 万	4.00%
新仙剑奇侠传	25 万	500 万	5.00%
仙剑客栈	10 万	300 万	3.33%

游戏	正版销量	盗版销量	正版/盗版
仙剑奇侠传 2	30 万	1000 万	3.00%

来源：公司公告，《大众软件》，《家用电脑与游戏》，国金证券研究所

- 在网游崛起和盗版猖獗的双重冲击之下，西山居搁置了单机续作开发计划。后来，网游市场的全面爆发以及《剑侠情缘》系列网游的亮眼表现，证明了西山居当年的选择是明智的。不过，《剑网 1》的开发过程并非一帆风顺，2002 年，项目负责人和主程离职，2003 年初，继任项目负责人再度离职，频繁的人事变动导致《剑网 1》项目延期非常严重，时任西山居 CEO 的雷军任命赵青为新的项目负责人和西山居技术总监，加班加点推进《剑网 1》的开发工作。这款游戏研发成本为 1500 万，在当时已属不小的数额。
- 2003 年 9 月 20 日，初代《剑侠情缘》网游《剑侠情缘网络版》（简称《剑网 1》）正式公测，2003 年底，该游戏同时在线人数突破 8 万，2004 年，《剑网 1》台服同时在线人数突破 4 万，随后，《剑网 1》登陆东南亚国家，在越南获得同时在线人数 20 万的成绩，官方数据显示，《剑网 1》注册用户数超过 1000 万。平心而论，最高 20 万的同时在线人数放在 2003 年并不特别出众，2002 年 10 月，《热血传奇》就已创造了同时在线人数 67 万人的记录。但是对西山居而言，《剑网 1》的意义非同一般，它代表着单机转网游的全新开端，能有这样的市场表现，足慰初心。

图表 9：《剑侠情缘网络版》



来源：西山居官网，国金证券研究所

- 2005 年 9 月 28 日，由甄子丹代言的《剑侠情缘网络版 2》公测。那段时期，由《传奇》引领的开放式即时 PK 风潮已成为主流，受此影响，与《剑侠情缘网络版 1》相比，《剑侠情缘网络版 2》将 PK 系统作为特色玩法，给玩家创造区别于前作的自由 PK 体验。公开资料显示，公测后 9 小时在线人数达到 6 万，5 天超过 10 万，11 天超过 15 万，半个月超过 20 万，最高在线人数一度突破 30 万，一举打破《剑网 1》的记录。后来，《剑网 2》还由智冠科技代理到台湾和东南亚，均取得不错的市场反馈。

图表 10:《剑侠情缘网络版2》宣传页面



来源: 游戏官网, 国金证券研究所

- 沉寂三年之后, 西山居于 2008 年 10 月 16 日推出新游戏《剑侠世界》, 这款产品采用 2D 画面, 提供 14 种职业和 28 条职业发展路径。2012 年 10 月 16 日,《剑侠世界》全面升级为《新剑侠世界》, 后者经由新引擎加持, 在画面方面有长足的进步, 剧情和玩法也更为丰富。2014 年 2 月 14 日, 小米以 2000 万美元战略入股西山居, 同年 11 月 13 日,《新剑侠世界》升级为《剑侠世界 2》, 这是西山居首款“小米化”端游, 主打零任务、一键托管、帮会管家, 以忙碌的上班族为核心受众, 相较于玩法复杂的主流 MMO,《剑侠世界 2》有着鲜明的差异化特征, 同时, 这款产品也是西山居 2D 游戏的收官之作。遗憾的是, 与《剑网 1》和《剑网 2》相比, 剑走偏锋的《剑侠世界》知名度不高, 市场表现也略显惨淡。

图表 11:《剑侠世界》宣传页面



来源: 游戏官网, 国金证券研究所

- 2009 年 8 月 28 日, 万众瞩目的《剑侠情缘网络版 3》公测, 尽管这款游戏在 2008 年就稳居各大媒体“玩家期待榜”TOP3, 但它在后来所取得的成就, 还是超出了很多人的预期。《剑网 3》上线之后, 很快确立了国产武侠 MMO 标杆产品的地位, 其市场热度、话题性、用户量级、营收规模一直居于国内 PC 网游市场前列。在国内市场的巨大成功推动《剑网 3》迈出了出海步伐, 2009 年 11 月,《剑网 3 海外版》在马来西亚开测, 2011 年 9 月 23 日,《剑网 3》进军韩国。在 2017 年的《剑侠情缘》二十周年盛典上,

郭炜炜透露《剑网3》累计用户数已达1.07亿。要知道，风靡全球的《魔兽世界》达成注册用户数1亿的成就也花费了十年时间。此外，金山软件财报显示，《剑网3》连续八年保持快速增长，2017年收入同比增长32%。这样的成绩，即便放眼全球游戏行业也足以自傲。

图表 12:《剑侠情缘网络版3》宣传页面



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 其实，早在2004年4月，《剑网3》便已经在西山居内部立项，为此求伯君还亲自提诗一首以激励开发团队。不过，与《剑网1》一样，《剑网3》在开发过程中也命途多舛。2004年，正当研发工作在如火如荼进行的时候，项目负责人赵青带着一批核心技术员工转投网易，同时还带走了正在研发中的《剑网3》，这个被赵青带走的版本，就是网易于2006年5月31日公测的《大唐豪侠》。
- 2005年4月，刚刚经历大地震的《剑网3》项目再度迎来变革，雷军对2.5D画面的《剑网3》产生了质疑，认为在2.5D画面、锁定视角的MMO泛滥的市场环境下，《剑网3》毫无特色可言。为此，西山居斥巨资自主研发3D引擎，并获得了国家863计划支持。在全新3D引擎的加持下，《剑网3》开启了从2.5D到3D，从锁定视角到自由视角，从600M客户端到4G客户端的进化。2006年，“西山居三剑客”之一、金牌游戏音乐制作人罗晓音告别金山，《剑网3》的音乐部分只能交由月之门游戏音乐制作工作室来完成。
- 从立项到公测，《剑网3》花费了五年多时间，可谓旷日持久；投入研发成本1000万美元，可谓耗资巨大。但游戏公测至今所取得的成就，证明一切投入都是值得的。
- 2012年9月19日，以《剑侠情缘外传：月影传说》为蓝本改编的网游《月影传说online》公测，这款产品的故事背景是单机版故事的中后段，以杨影枫的生死和武道德经的下落为主线，有多达10种门派供玩家选择。但由于《剑网3》实在太过火爆，加上2.5D画面以及缺乏创新的玩法对玩家缺乏足够的吸引力，《月影传说online》于2017年12月29日停服。

图表 13: 《月影传说 online》



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 2014年7月18日，一款由珠海云游制作，广州艾游发行的 ARPG 单机游戏《新剑侠传奇》正式发售，尽管这款游戏并非出自西山居之手，但却是实打实的《剑侠情缘》系列作品，得到西山居的鼎力支持。更重要的是，《新剑侠传奇》的核心制作团队，正是“西山居三剑客”——李兰云、裘新和罗晓音，所以将其称为“三剑客回归之作”实至名归。该作发售之后不到一周时间销量便达到 20 万套，堪称势如破竹。但遗憾的是，由于游戏完成度较低，且存在诸多 BUG，《新剑侠传奇》很快便回炉停售。时至今日，玩家对这款 3D 单机游戏的评价普遍较低，甚至有人将之斥为“打着《剑侠情缘》旗号的山寨货”，可见对于经典 IP 衍生的新作品，玩家们有着极高的要求。

图表 14: 《新剑侠传奇》



来源：游戏官网，国金证券研究所

手游时代：重装上阵续辉煌

- 《月影传说 online》公测的时候，正值国内手游市场爆发前夜。2013 年，国内手游市场营收同比增长 246.9%，一个全新的细分市场宣告开启。2014 年，西山居当机立断，做出了将未来研发工作战略重心转向手游的决定。2015 年，《剑侠情缘》手游三部曲曝光，时任西山居 CEO 的邹涛在接受采访时表示，在每个时代西山居都有剑侠三部曲，手游时代也不例外。
- 2016 年 6 月，由西山居研发，腾讯代理发行的《剑侠情缘手游》开启双平台不限号测试，当月流水便突破 5 亿，助西山居手游业务旗开得胜。2018 年 9 月 7 日，《剑侠情缘》全平台公测，三年时间过去了，这款《剑侠情缘》系列初代手游作品，依然在榜单上保持着极为稳定的排名。

图表 15: 《剑侠情缘》手游 App Store 畅销排名



来源：App Annie，国金证券研究所

- 2016 年 9 月 20 日，西山居又推出了一款剑侠 IP 手游——《剑侠世界》，由小米代理发行。这款游戏别出心裁地设定了“一家三口”系统，玩家可以同时操控主角、初恋和孩子三个角色，在一众单角色 MMO 竞品中颇具话题性，更加难能可贵的是，玩家们普遍表示这款游戏不氪不肝。然而，这款游戏并没有成为爆款，因为它的缺点也非常明显：玩法过于单调，每天要么是挂机打怪，要么是定时上线打龙。加上西山居对这款游戏的玩法和内容频率过慢，导致大量玩家弃坑。

图表 16: 《剑侠世界》手游“一家三口”



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 2018年6月27日，由西山居研发，腾讯代理发行的《云裳羽衣》公测，尽管这款游戏没有包含任何“剑侠情缘”字样，但其内容却是基于《剑网3》IP，所以同样属于《剑侠情缘》系列作品。与前作要么是ARPG要么是MMO不同的是，《云裳羽衣》是一款古风恋爱换装手游，主打的受众群体是女性玩家。女性向和恋爱换装都是近年手游市场的热点，《奇迹暖暖》《恋与制作人》凭借二次元题材走红，《云裳羽衣》则借力国风和《剑侠情缘》IP录得开门红，开测后曾冲到App Store免费榜首位。
- 但是，女性向恋爱换装手游大多存在唯美有余而内容不足的硬伤，这就导致此类游戏不仅难以长期维持热度，还变现能力薄弱，即便是《奇迹暖暖》和《恋与制作人》这样的爆款也难逃高开低走的结局。不幸的是，这样的结局同样在《云裳羽衣》上演，目前，《云裳羽衣》在App Store的下载排名已滑落到700名左右，畅销排名也在200名开外，基本凉凉。

图表 17: 《云裳羽衣》App Store 畅销排名



来源：App Annie，国金证券研究所

- 2018年7月14日，由西山居自研自发的《剑侠世界2》手游公测。官方资料显示，《剑侠世界2》iOS公测当日登上免费榜第二名，获得苹果首页主打推荐，全平台公测当日新增用户破百万，公测后11天流水破亿。客观地说，这样的成绩在S级端转手产品中非常一般；更加令人扼腕的是，《剑侠世界2》手游的后续市场表现也欠佳，目前在App Store畅销榜已经跌到了200名开外，且TAPTAP评分仅6.0，远不及《剑侠世界》手游的7.8分。为什么呢？从玩家反馈来看，这款手游的优点是继承了剑侠系列一贯的唯美画风和精细画面，但氪金点太多，土豪横行导致游戏内生态系统被严重破坏，加上客服工作做得较差，使得后续运营举步维艰。

图表 18: 《剑侠世界2》手游 App Store 畅销排名



来源：App Annie，国金证券研究所

- 截止目前，算上《云裳羽衣》，西山居共推出了 4 款《剑侠情缘》手游。而最受瞩目的端转手正代产品《剑侠情缘 2：剑歌行》和《剑网 3：指尖江湖》自 2015 年首次曝光后，经历了数次跳票，目前还在内测阶段，后者即将于 6 月正式上线公测。另外，在全面转型网游十多年后，西山居再度回归单机市场，于 2015 年曝光了一款 3D ARPG 单机游戏《剑侠情缘之谢云流传》，这款游戏具体上线时间暂未确定。对《剑侠情缘》的拥趸来说，不论是手游还是 PC 单机，都是接下来最值得期待的饕餮盛宴。

图表 19:《剑网 3：指尖江湖》海报



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 很多人不知道的是，《剑侠情缘》除了有 PC 单机、PC 网游和手游外，还有两款页游。2008 年 7 月 9 日，51WAN 宣布获得西山居授权，研发和运营《剑侠情缘 Web》，这款游戏于 2008 年 11 月 18 日正式公测。2016 年 11 月 2 日，西山居授权，腾鼎科技研发，51WAN 独家代理的《剑侠情缘 2Web》上线。
- 从 1997 年的初代《剑侠情缘》到 2019 年的《剑网 3：指尖江湖》，《剑侠情缘》系列 IP 横跨单机、网游、页游和手游时代，见证了中国游戏行业的风云变幻。兴荣更替之间，《剑侠情缘》能够经久不衰，并成为玩家心目中公认的“国产三剑”之一，绝非浪得虚名。

任督二脉在哪里：《剑侠情缘》独家秘笈

- 不知不觉，《剑侠情缘》系列已经火过了二十年。从当年的“国产三剑”末座，到今天的武侠网游第一 IP，这个系列保持基业长青的秘笈无非是：首先，对国内外类似作品进行充分借鉴，吸收其长处之后实现创新；其次，抓住互联网大潮，较早实现网游转型，然后又较早实现“端转手”；最后，提前布局“泛娱乐 IP 产业链”，让《剑侠情缘》的知名度跨界提升。

站在巨人的肩膀上：论借鉴与创新

- 2019 年初，由巨鸟多多工作室制作的《DOTA2》MOD 地图《刀塔自走棋》火了，最高同时在线人数破 30 万、订阅数破 800 万，帮助《DOTA2》超越《绝地求生》重回 Steam 第一宝座。不过人红是非多，名气也意味着麻烦。不久前，前 DOTA 世界冠军、中国电竞知名人物 09 在自家的 09 平台上直播《09 自走棋》，引来巨鸟多多工作室强势交涉。正当双方口水仗打地不亦乐乎的时候，WAR3 地图《战三国》制作人站了出来，表示《刀塔自走棋》也不过是借鉴了《战三国》的玩法，引发行业和玩家群体热议。

图表 20：《DOTA2》刀塔自走棋



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 围绕《刀塔自走棋》产生的纠葛不是第一例，更不会是一例。实际上，电子游戏的发展史本身就是一部有关原创、抄袭与借鉴的编年史，无数优秀的明星产品，都是站在巨人的肩膀之上：正如《LOL》之于《DOTA》，《QQ 飞车》之于《跑跑卡丁车》，《CF》之于《CS》，《第五人格》之于《黎明杀机》，《阴阳师》之于《魔灵召唤》，《月圆之夜》之于《Dream Quest》。如今，玩法的借鉴不算抄袭，已成为业内共识。
- 几乎没有游戏能做到 100% 原创。《剑侠情缘》系列能取得今天的成就，不是一蹴而就、更不是一己之力，它同样有过借鉴与模仿，经历过非议与质疑，但它在此基础之上，建立并发扬了自己的风格，最终成为一代经典。
- 1997 年发布的初代《剑侠情缘》，在剧情、画面、操作、UI 等方面有着非常明显的模仿《仙剑奇侠传》的痕迹。不过，初代《仙剑奇侠传》只有一个结局，而初代《剑侠情缘》借鉴了 1996 年发布的《金庸群侠传》，采用多结局设定，这极大地丰富了线性玩法的趣味性与内容深度。此后，《剑侠情缘》全系列都延续了多结局玩法。
- 初代《剑侠情缘》最大的创新是采用了即时制玩法，不管是 1990 年的初代《轩辕剑》、1995 年的初代《仙剑奇侠传》，还是 1996 年的《金庸群侠传》，全都是回合制 RPG。回合制玩法不仅研发成本低、风险小，还被中国玩家广泛接受，正因为如此，回合制在相当长的时期里，几乎是国产武侠 RPG 的代名词，直到今天还有人对此津津乐道。初代《剑侠情缘》却反

其道而行之，采用即时制玩法，使游戏的战斗场景更符合现实，这也为其续作向 ARPG 转型奠定了主基调。

图表 21:《金庸群侠传》战斗场景



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 发布于 2000 年的《剑侠情缘 2》在初代《剑侠情缘》即时制玩法的基础上更进一步，开创了国产武侠 ARPG 先河。看看下图的悬浮地图、快捷物品栏、左红右蓝的 UI 布局，你是否想到了什么？没错！正是美式 ARPG 的集大成者《暗黑破坏神》。发布于 1996 年《暗黑 1》，直接开创了在全球游戏市场影响深远的“Diablo-like”品类，诞生于世纪之交的《网络创世纪》《传奇》《奇迹》等 MMO 经典之作，基本都受其影响，《剑侠情缘 2》这款国产单机也对之多有借鉴。在红蓝概念之外，《剑侠情缘 2》充分发挥了东方武侠的文化特色，首次引入“气力”概念，和其他本地化改动一起，共同诠释了“Diablo-like”和武侠文化的结合。

图表 22:《剑侠情缘 2》战斗场景



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 2001 年,《月影传说》发售,如果说《剑侠情缘 2》借鉴《暗黑破坏神》开创了国产武侠 ARPG 先河,那么《月影传说》则标志着西山居在 ARPG 领域的成熟。相较于《剑侠情缘 2》,作为外传的《月影传说》地图并不大,但却做了一些有趣的微创新。
- 比如,富有特色的轻功系统与令人意想不到的隐藏物品,在《月影传说》中,很多肉眼难以发现的草药或者宝箱需要玩家将鼠标悬停在上面才能发现,这往往能给予玩家很多惊喜,不少人甚至以寻找隐藏物品为乐。还有一些道具被设置在玩家正常行走所不能到达的地方,这时候,轻功系统便派上了用场。值得一提的是,轻功系统在《剑网 3》中是一个标志性元素,但实际上在《月影传说》中它就已经出现。

图表 23:《月影传说》中需要轻功才能获取的宝箱



来源: 游戏截图, 国金证券研究所

- 玩过《月影传说》的朋友们也许还记得一个令人啼笑皆非的游戏结局,如果你通过作弊的方式打败了强大的武当大弟子张惟宜,那么张惟宜会说:“不可能的,你出老千!”,杨影枫回答:“咳……我这么年轻就达到武学最高境界,活着还有什么意思……”,而后便跳崖自杀。如此无厘头的剧情,即便放在流行恶搞的今天,也能打上五颗星。当然,制作团队在游戏中作出这样的设定,可不仅仅是为了博玩家一笑,要知道,在单机游戏时代,作弊对玩家们来说是家常便饭,也损害了游戏的可玩性和趣味性。《月影传说》的这个设定,无疑是规劝玩家不要作弊的一种另类尝试。
- 当然,与前作一样,《月影传说》身上也有借鉴痕迹。不过这一次,争议最大的借鉴并不指向玩法、UI 和游戏画面,而是指向剧情。《月影传说》前半部的剧情实在太像古龙小说《圆月弯刀》,此事直到 2005 年才在网上被人指出,当时还引起了小范围热议。好在《月影传说》并没有“一弯到底”,其后期剧情迥异于《圆月弯刀》,也算是借鉴基础上的创新。

图表 24：圆月弯刀百度贴吧截图



来源：百度贴吧，国金证券研究所

- 进入网游时代后，《剑网 3》成为《剑侠情缘》系列的当家头牌，很多人只看到《剑网 3》成名后的意气风发，却不知道 2009 年公测初期，《剑网 3》受到过怎样的非议。2004 年，暴雪向全球网游市场投下了一颗重磅炸弹《魔兽世界》，2005 年，《魔兽世界》在中国公测，刷新了国内玩家对大型 3D MMO 游戏的认知。同为 3D MMO 的《剑网 3》问世后，立即陷入抄袭《魔兽世界》的质疑声中。平心而论，《剑网 3》在 UI 界面、操控、地图场景甚至某些物品属性方面，确实与《魔兽世界》多有雷同。不过，这种雷同，更多体现在《魔兽世界》的 70-80 年代，随着时间的推移，《剑网 3》加入了奇遇、挖宝、攻防、大轻功等玩法，逐渐走出一条独一无二的道路。

图表 25：《魔兽世界》UI 界面



来源：游戏截图，国金证券研究所

图表 26：《剑网 3》UI 界面



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 其实，从严格意义上说，2005 年《魔兽世界》公测之后发布的 3D MMO 游戏，或多或少都有《魔兽世界》的影子，比如 2007 年公测的完美世界的《诛仙》和网易游戏的《天下贰》。所以，说《剑网 3》抄袭《魔兽世界》有些言过其实，因为基础玩法和 UI 界面，本就是放之天下都大同小异的东西。更何況，西山居甚至郭炜炜本人，都从未否认《剑网 3》有借鉴过《魔兽世界》的元素。

图表 27:《天下贰》UI 界面



来源：游戏截图，国金证券研究所

图表 28:《诛仙》UI 界面



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 前人栽树，后人乘凉，《剑侠情缘》系列游戏的成功，离不开对《暗黑破坏神》《魔兽世界》等前辈作品中经典元素的借鉴。但更为关键的是，《剑侠情缘》的每一代作品，都没有止步于此，而是更进一步，结合题材、玩法、剧情和玩家喜好做足了创新，最终将自身打造为值得后来者去借鉴的经典。

英雄与时势：紧随网游化浪潮

- 在相当长的一段时期内，求伯君提出的“国产三剑”概念曾被一些资深玩家和评论家质疑，他们认为《剑侠情缘》的产品质量以及所取得的成就并不足以与《轩辕剑》和《仙剑奇侠传》相提并论。因此，21 世纪初，部分专业媒体媒体将《剑侠情缘》踢出“国产三剑”行列，代之以汉堂国际于 1999 年-2002 年推出的《天地劫》系列。
- 不过，时间才是最好的裁判。二十年过去了，如今盖棺定论之时，《天地劫》系列早已被尘封于玩家们遥远的记忆之中，《剑侠情缘》却依然长盛不衰，陪伴了一批又一批新的玩家，见证国内游戏市场的风云变幻。《剑侠情缘》的整体水平当然不逊于《天地劫》，有资格位列“国产三剑”之一；最难能可贵的是，《剑侠情缘》是“国产三剑”当中唯一真正成功转型网游的。

图表 29:“国产三剑”网游

时间	剑侠情缘	仙剑奇侠传	轩辕剑
2002 年			轩辕剑网络版
2003 年	剑侠情缘网络版		
2005 年	剑侠情缘网络版 2		轩辕剑网络版 2: 飞天历险
2008 年	剑侠世界		
2009 年	剑侠情缘网络版 3	仙剑奇侠传 online	
2010 年			轩辕剑网络版 3: 天之痕
2012 年	月影传说 online		轩辕剑外传 Online
2013 年		仙剑客栈 SNS 新仙剑奇侠传 online	

来源：公司公告，公司新闻，国金证券研究所

- 2002 年，《轩辕剑》推出首款网游《轩辕剑网络版》，标志着“国产三剑”正式 online 化，到 2013 年，三大系列共有 12 款网游问世，可谓阵容庞大。然而，这些产品却有着截然不同的际遇，今天，《仙剑奇侠传》和《轩辕剑》系列所有网游都已成为历史，《剑侠情缘》网游却一枝独秀，《剑网 1》《剑网 2》《剑侠世界》和《剑网 3》仍屹立不倒，仅《月影传说 online》停止运营。如果说单机游戏时代《剑侠情缘》仅是跻身于“国产三剑”行列，

那到了网游时代,《剑侠情缘》的巨大成功则使得这一称号无可争议。同为单机时代的标杆产品,为什么《剑侠情缘》转型网游大获成功,《轩辕剑》和《仙剑奇侠传》却屡屡遭遇滑铁卢?原因是多方面的。

- 首先,西山居作为土生土长的大陆游戏厂商,占地利之便,能更广泛地接触用户,更深入地了解用户,大字远在台湾,不仅游戏人才储备不如大陆,而且和大陆玩家有海峡之隔,虽然2000年和2001年大字分别设立和北京软星和上海软星两家子公司,但这两家公司并未参与《仙剑奇侠传》和《轩辕剑》网游的开发。
- 其次,西山居一开始就将《剑侠情缘》打造为即时制RPG,而《轩辕剑》和《仙剑奇侠传》单机版以回合制或半回合制著称。到了网游时代,“国产三剑”全都采用即时制玩法,《剑侠情缘》可以实现无缝对接,但《仙剑奇侠传》和《轩辕剑》不仅要面临数值设计、操控方式的更改,还需要处理回合制粉丝们排斥即时制玩法的问题。实际上,确实有不少玩家因为不认同即时制,在尝试《仙剑奇侠传》和《轩辕剑》网游之后迅速流失。
- 再次,大字长期浸淫单机游戏,新千年网游时代开启之时,大字的转型之作有着浓厚的单机游戏思路,比如复杂冗长的剧情,远远落后于竞品的游戏节奏等。这使得《仙剑奇侠传》和《轩辕剑》在面对《传奇》《奇迹》等韩式泡菜网游的时候毫无优势可言,即便有少数几款开局不错,后来也很快走向没落。
- 最后,大字在大陆选择的代理运营商并非头部厂商,导致产品运营工作欠佳,影响了游戏的生命周期。不管是代理《仙剑奇侠传online》的久游还是代理《轩辕剑》网游的网星,都曾广受诟病,毕竟,解决游戏运行过程中的BUG以及打击猖獗的外挂,是运营商的核心工作之一,遗憾的是,久游和网星完成得并不出色。

天籁之音:先知先觉泛娱乐

- “如果说心中的雨,是来自一处残破的屋宇,我不知道呵护的记忆,是否会成为埋藏爱的废墟。”我相信,有人在读到这段文字的时候,会忍不住轻轻哼出来,它出自《剑侠情缘外传:月影传说》的主题曲《爱的废墟》,由罗晓音谱曲,翟廷雅作词,俞静演唱。当年,《爱的废墟》伴随着《月影传说》的火爆被广为传唱,甚至很多没有玩过《月影传说》的人都耳熟能详。
- 《爱的废墟》绝不是《剑侠情缘》系列中唯一的知名歌曲,十多年来,《剑侠情缘》游戏家族不断扩大,歌曲名单同样硕果累累,其中以《天仙子》《爱的废墟》《这一生只为你》最为知名。这些歌曲大多由“西山居三剑客”之一的罗晓音谱曲,2001年-2005年主要由翟廷雅作词,演唱者中不乏俞静、羽泉、王蓉、韩红等知名歌手。2013年,长期与罗晓音搭档的翟廷雅因病去世,但由他作词的《剑侠情缘》歌曲早已深入人心。

图表 30:《剑侠情缘》系列歌曲

时间	游戏	音乐	作词	作曲	演唱
1997年4月 30日	剑侠情缘	满江红	岳飞	林声俞	群星
		笑问情缘	卫易	罗晓音	白梦
2000年6月 30日	剑侠情缘2	天仙子	李兰云	罗晓音	谢雨欣
		纵横江湖	翟廷雅	罗晓音	彝人制造
2001年7月 13日	剑侠情缘外 传:月影传 说	爱的废墟	翟廷雅	罗晓音	俞静
2003年9月 20日	剑侠情缘网 络版1	这一生只 为你	翟廷雅	罗晓音	羽泉
		剑侠情	翟廷雅	罗晓音	陈妃平
		大英雄	翟廷雅	罗晓音	阿木

时间	游戏	音乐	作词	作曲	演唱
2005年9月 28日	剑侠情缘网 络版2	三生三世	翟廷雅	罗晓音	王蓉、萧正 楠
		剑侠情缘 专辑《剑网 3：剑歌江 湖》	郭敬明	罗晓音	韩红
2009年8月 28日	剑侠情缘网 络版3	3：剑歌江 湖》	-	-	群星

来源：公司公告，公司新闻，国金证券研究所

- 在 21 世纪初期，请明星代言或演唱游戏主题曲几乎是一种通行做法。如孙燕姿之于《RO 仙境传说》，周星驰之于《大话西游》，蔡依林之于《QQ 音速》，潘玮柏之于《街头篮球》。但是，要说被广为传唱的游戏主题曲，数量则要比代言案例稀少得多，除了上文提到的《天仙子》《爱的废墟》外，就只有周杰伦的《半兽人》、林俊杰的《第二天堂》和《醉赤壁》、水木年华的《完美世界》、张杰的《逆战》等寥寥数首。无怪乎今天很多老玩家在提到《剑侠情缘》游戏的时候，都会不由自主地想起游戏主题曲。

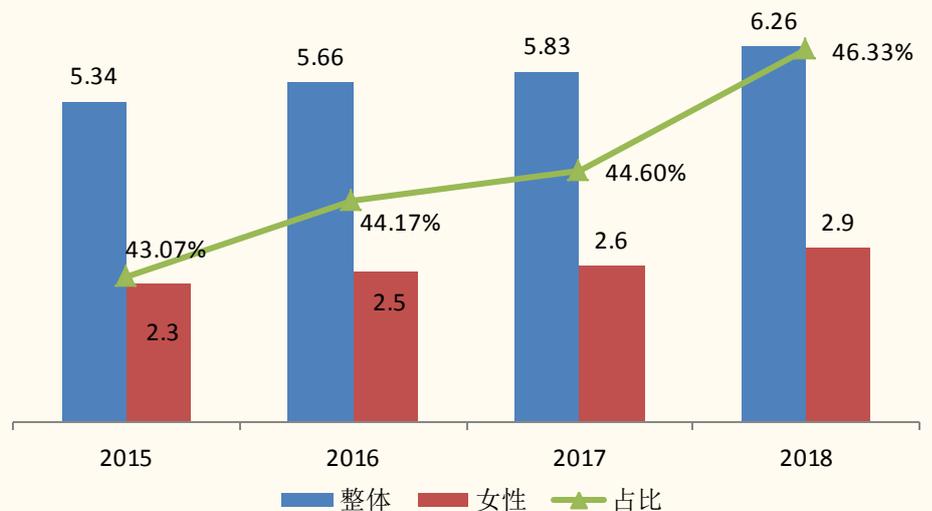
这就是江湖：独一无二的《剑网3》

- 《剑网3》在国内游戏市场上取得的巨大成功已无需赘述，我们感兴趣的是：这款改编自单机游戏的MMO产品到底拥有怎样的魔力，能一步一步从同类顶尖游戏的围追堵截中脱颖而出，最终确立国产第一武侠MMO的地位。此外，在生命周期超过10年之后，这款游戏还能火多久？有多少粉丝能带给《指尖江湖》等衍生手游？

巾帼不让须眉：得女性者得天下

- 一直以来，游戏几乎被默认为专属于男性的娱乐方式。近年来，随着手游的兴起，女性玩家群体快速扩大，2018年，中国整体游戏用户规模为6.26亿人，其中女性玩家2.9亿人，占比46.33%，已接近持平。

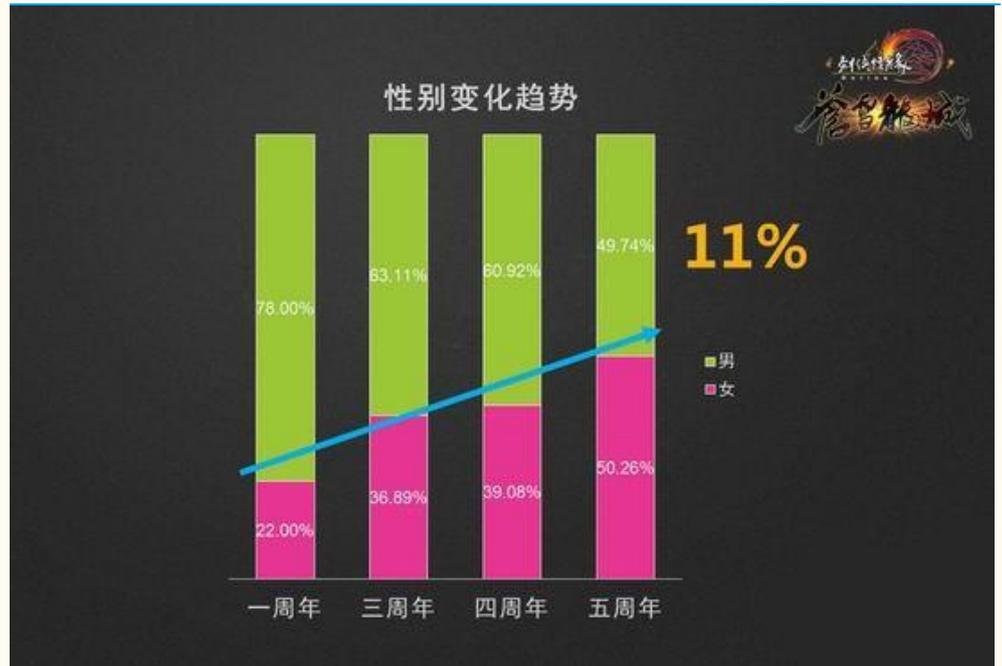
图表 31：中国游戏市场女性玩家规模（亿）



来源：伽马数据，国金证券研究所

- 不过，上述性别比例在端游、页游和手游三大细分市场并不相同，玩法越是重度，男性玩家比例则越高，因此端游市场仍以男性玩家为主。如果有一款端游能吸引足够多的女性玩家，那它将拥有显著的差异化优势，而《剑网3》正是这样一款产品。毫不夸张地说，在国内所有MMO端游中，《剑网3》女性用户占比在最高之列。2014年底，西山居对《剑网3》用户进行了大规模调研，回收了21万份有效问卷，调查结果显示，《剑网3》女性用户占比高达50.26%。2015年底，西山居再度进行调研，回收了40万份有效问卷，数据显示《剑网3》女性用户占比为54%。如今，《剑网3》男女玩家比例约为1:1，已是从业者和玩家们的共识。

图表 32：2014 年《剑网 3》玩家性别比例



来源：剑网 3 官方调研数据，国金证券研究所

- 在手游行业进入瓶颈期，增速显著放缓的今天，女性向游戏作为新赛道之一成为市场焦点。但早在几年前，《剑网 3》就已将女性玩家安排得妥妥帖帖。问题是：《剑网 3》是如何做到的？
- 在中国的 PC 网游市场上，武侠题材 MMO 长期处于先天不足，后天式微的状态，这与国内网游市场的发展历史有着紧密联系。2001 年，第一部 online 化的国产武侠网游《金庸群侠传 online》公测，吸引了不少玩家。但几个月后，《热血传奇》横空出世，很快火遍大江南北，完全掩盖了《金庸群侠传 online》的光芒，并开启了中国真正意义上的网游时代。以此为开端，海外 MMO 尤其是韩式泡菜网游长期制霸国内 PC 网游市场。时至今日，国产网游中纯武侠题材的产品寥寥无几，成功者更是凤毛麟角，除《剑网 3》外，不过《九阴真经》《天涯明月刀》《逆水寒》等数款，《诛仙》《完美世界》《倩女幽魂》等都是玄幻和仙侠题材。
- 难道国内玩家们对武侠题材 MMO 没有需求？当然不是！武侠文化根植于国人心中，群众基础稳固，也是各游戏题材中女性玩家接受度最高的种类之一。国产武侠 MMO 长期式微，一方面是因为海外 MMO 的先发优势，另一方面是因为国内厂商的大型网游研发水准长期落后于海外厂商。《剑网 3》是正宗的国风武侠题材 MMO，同时大量借鉴了当红网游《魔兽世界》的玩法，使得它在题材和玩法上都有很高的玩家接受度。此外，《剑网 3》公测之时，国内市场根本没有同类爆款产品，《九阴真经》《天涯明月刀》《逆水寒》等游戏都是后来者，因此，作为先行者，凭借着优良的制作水准，《剑网 3》能逐步脱颖而出并非偶然。
- 在所有游戏类型中，MMO 是最为大众化的品类之一，因此，判断一款 MMO 游戏是否成功，用户规模是一个重要指标。但用户规模越大，意味着玩家的细分需求越多，一款好的 MMO 游戏，必须要处理好多样化的用户需求，这一点，我们曾多次提到。与其他成功的 MMO 游戏一样，《剑网 3》不仅有着丰满的核心玩法，还有着多样的外围玩法，多达 14 个门派各具特色，纯阳有气场，七秀有剑舞，藏剑有剑气和重轻剑的切换……技术党可以组队刷副本，仗剑 PK 走江湖，手残党可以徜徉阅读系统，或是采药、挖矿、铸造、烹饪。不论你是谁，只要你是武侠游戏的拥趸，那便能在《剑网 3》中找到适合自己的位置。对于节奏偏慢的女性玩家来说，这样包罗万象的玩法再适合不过。

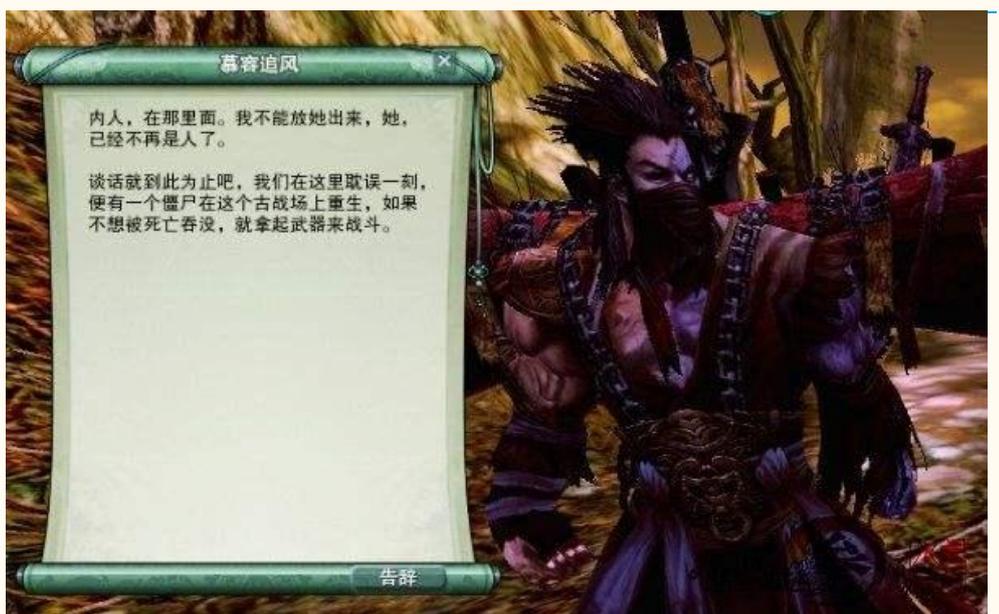
图表 33:《剑网3》烹饪



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 在很多人看来，MMORPG 的剧情非常次要，只是核心玩法的附庸，很多玩家都是走马观花将之略过。确实，RPG 发展至今已衍生出不同的细分类型，如以《暗黑破坏神》为代表的美式 ARPG 就更注重人物属性成长而非剧情，偏好快节奏的玩家对剧情也不甚关心。但是，RPG (Role-playing game) 若要名副其实，剧情仍是不可或缺的核心元素，毕竟没有剧情，何来“角色扮演”？完善的任务系统，一直是《剑网 3》为人所称道的标签之一，很多玩家尤其是女性玩家对《剑网 3》的情感认同，大多来自于一个个 NPC 背后令人潸然泪下的感人故事，比如下图这位孑然一身，痛失妻子和孩子，背着棺材，以消灭僵尸为终生执念的大侠慕容追风。

图表 34:《剑网3》NPC 慕容追风



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 如上文所述，男性玩家与女性玩家的游戏偏好有着显著差别，前者喜欢快节奏、竞技对抗，注重装备、技能、数值的丰富性、平衡性以及打击感、光影效果，后者游戏节奏明显更慢，注重美术风格、角色和物品外观、世界观设定等。《剑网3》的唯美古风，全程贯穿于游戏角色、服装、饰品、地图场景、建筑、技能、剧情之中，其水准之高，国产武侠 MMO 无出其右者，这使得大量女性玩家对之爱不释手，沉迷于搜集和欣赏各种外观道具，甚至将《剑网3》戏称为“暖暖环游大唐”。
- 2017年12月29日，《剑网3》重制版正式公测，本就出众的游戏画面得以升级，令“外观党”们欢呼雀跃。2018年12月，“布料2.0”系统随新资料片“世外蓬莱”共同上线，该系统采用 Flex 独家定制技术，以粒子模拟布料，不仅能使游戏中的服装更具现实感，还能解决几乎存在于所有游戏当中的服装穿模卡模问题，坊间调侃《剑网3》“一件衣服做一年”，说的就是西山居在外观设计方面满满的匠心和诚意。

图表 35:《剑网3》布料2.0系统



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 《剑网3》的角色着装风格，也符合女性玩家的胃口：当其他游戏在炫耀“美女”的时候，《剑网3》在炫耀“帅哥”的颜值，许多男性角色的着装都明显少于女性。离不开西山居别出心裁的角色设计立了一大功，少林、万花、五毒等成年男性角色一直都深受女性玩家喜爱，而女性角色的“萝莉”体型更引爆了女性玩家萌点，此所谓“成年大叔与娇小萝莉的审美搭配，简直无情”。当然，《剑网3》诞生之初并未对女性玩家有刻意关照，今天的一切，都是在不断的运营迭代中逐步完成的。

外卖警告与《曲云传》：什么叫精细化运营？

- 绝佳的创意或精良的制作是一款好游戏必不可少的组成元素，但并不能保证一款游戏能成为爆款，好游戏是迭代出来的。现在很少有人能回忆起，被奉为神作的《暗黑2》在发售之初同样饱受过玩家的攻击与质疑，是暴雪的一次次更新，终助其封神。《DNF》早年 BUG 频发，掉线更是家常便饭，被称为“掉线城与虚弱勇士”，“阿拉德计划”使其长盛不衰。《无人深空》曾受万众瞩目，发售后口碑遭遇断崖式崩塌，彻底沦为“无人深坑”，开发团队痛定思痛，不断修改迭代最终扭转败局。
- 对于 MMO 这种强内容消耗型的游戏来说，版本迭代和内容更新尤显意义重大，一方面，游戏玩法本身能在迭代中不断完善，BUG 能被即时修复，进而提高游戏深度和可玩性，契合用户需求，另一方面，更新能不断补充新的游戏内容，拓宽游戏边界，有效延长游戏生命周期。2009年公测之后，《剑网3》很快开启了持续的大规模更新，自2010年至2018年，《剑网3》

几乎每年都会推出两部以上新资料片，只有 2017 年例外，但 2017 年底《剑网 3》重制版公测，其意义丝毫不输一部全新资料片。

图表 36:《剑网 3》资料片清单

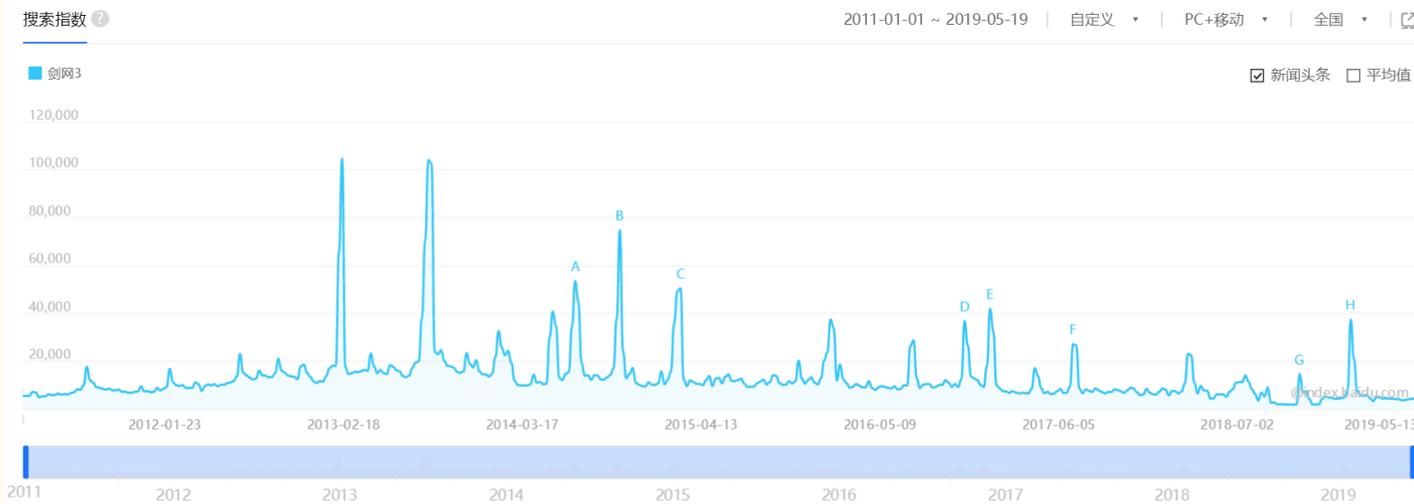
时间	资料片	更新内容
2010 年 6 月 3 日	藏剑山庄	新门派“藏剑”、萝莉体型、橙武
2010 年 10 月 28 日	战魂劫	武林战阶、据点争夺战、每日攻防战
2011 年 1 月 20 日	龙争虎斗	新秘境荻花圣殿·后山
2011 年 4 月 28 日	血龙出渊	新剧情、新装备
2011 年 5 月 19 日	巴蜀风云	新门派“五毒”、80 级、新秘境、五行石
2011 年 11 月 17 日	一代宗师	新门派“唐门”、最新轻功、名剑大会
2012 年 4 月 19 日	烛火燎天	“飞檐走壁”轻功模式、史诗级剧情
2012 年 7 月 12 日	洱海惊龙	马术轻功、坐骑驯养、百层试炼之地、机关秘境
2012 年 11 月 22 日	日月明尊	新门派“明教”、南诏皇宫秘境
2013 年 6 月 8 日	安史之乱	90 等级上限、新门派“丐帮”、丐帮秘境
2013 年 9 月 5 日	乱世长安	惊艳长安城、新野外 BOSS
2013 年 11 月 21 日	血战天策	少侠体型、新秘境模式、生活技艺进化、世界首领争夺战
2014 年 4 月 23 日	逐鹿中原	易容、秦皇陵秘境、风雪稻香村
2014 年 11 月 24 日	苍雪龙城	新门派“苍云”、新外观
2015 年 4 月 20 日	侠义乾坤	全新跟宠，优化捕捉体系，虚拟摄影系统幻境云图
2015 年 10 月 26 日	剑胆琴心	新门派“长歌门”、95 等级上限、五毒少侠体型、新秘境
2016 年 4 月 28 日	壮志凌云	新轻功、全门派跟宠、白帝水宫秘境
2016 年 7 月 14 日	百家争鸣	唐门少侠体型、水上轻功、“江湖百态”系统
2016 年 10 月 17 日	风骨霸刀	新门派“霸刀”、新身份“方士”、新秘境
2017 年 4 月 20 日	日月凌空	明教少侠体型、全门派双人轻功
2018 年 6 月 21 日	长风破晓	直升 95 级、奇遇系统、新秘境
2018 年 12 月 21 日	世外蓬莱	新门派“蓬莱”、100 等级上限、新地图

来源：公开资料，国金证券研究所

- 《剑网 3》的每一部资料片都包含丰富的内容，新的地图、职业、装备、技能、外观总能一次次激发玩家的游玩热情，从 2011 年至今的百度搜索指数可见，《剑网 3》每一年都会稳定出现两三个高点，时间正好与当年的新资料片相对应。在更新的诸多游戏内容当中，总有那么一些令玩家印象尤为深刻，比如 2010 年的萝莉体型，话题性远超同期的新门派“藏剑”，在很长一段时间里都是《剑网 3》的标志性元素，再比如 2012 年的新门派“明教”，被很多人视作《剑网 3》真正成为爆款 MMO 的开端。
- 如何把握大型网游的更新节奏是一门艺术，过快会损害游戏生态，缩短游戏生命周期，过慢会导致游戏索然无味，玩家大规模流失。绝大部分

MMO 游戏在发布数年之后很快就进入了生命周期后半段，导致其内容更新节奏越来越慢，当然，此两者互为因果，到了这一阶段，更新要么是为了拉回流，要么是为了压榨留存用户的剩余价值。但《剑网 3》大不相同，在近十年的时间里，《剑网 3》不骄不躁，始终保持着稳定的更新节奏并实现游戏热度的持续增长，这便是其难能可贵之处。

图表 37: 《剑网 3》百度搜索指数



来源：百度搜索指数，国金证券研究所

- 不过，运营便只是与游戏本身打交道吗？在回答这个问题之前，让我们想想为什么 Steam 能成为全球最大的 PC 游戏分发平台？为什么越来越多的厂商在进行玩家社区建设？为什么鼓励 UGC 创作的游戏日渐增多？为什么在立项之前要听取玩家意见？没错，因为玩家需求才是内容设计和更新的风向标，实现和玩家的无缝对接并采纳了玩家合理建议的厂商，毫无疑问比对手有更高的成功可能性。发放调查问卷、小范围玩家访谈、留言通道、玩家见面会、线下沙龙等方式早已成为游戏厂商标配，不足为奇，《剑网 3》在处理 and 玩家的关系方面，走得比很多对手更远。
- 遍布游戏的 NPC 大家早就习以为常，但是将玩家做成 NPC 的案例还真不太多。细数下来，最出名的莫过于《DNF》中的旭旭宝宝、Eiji、小八、爱莎等 NPC，即将在《上古卷轴 6》中登场的奶奶玩家，以及《剑网 3》中天子峰的柳随风、尉迟九俊、玄悲，对了，还有游戏制作人郭炜炜本人的 ID 沈剑心。当然，《剑网 3》如果仅止于此，并不足以令人称道，它真正的厉害之处在于：当别的游戏开发运营团队还停留在和玩家例行沟通以搜集意见建议的时候，《剑网 3》团队已经和粉丝们打成一片。
- 知道什么叫外卖警告吗？游戏向来都是众口难调，再好的产品，只要一更新必然导致有人欢乐有人愁，不满意的人多了，便能汇成一股喷策划的潮流，很不幸，即便是《剑网 3》的团队也未能幸免于难，某次更新之后，大量玩家对部分改动极为不满怨声载道，在线将运营团队喷得抱头鼠窜进而低头认怂，可是一转眼，西山居前台就收到了大量神秘外卖，一看原来是玩家们的慷慨赠与，以犒劳还在加班加点的游戏团队，外卖单子上出现频率最高的留言是“好好改”，这是一件需要加餐的事情吗？当然！自家团队自家疼，吃好了赶紧做事，改满意了我们还是朋友，要是改不满意，我们……还是朋友，不过继续喷策划是免不了的。

图表 38: 《剑网3》神秘外卖事件



来源：新浪微博，国金证券研究所

- 说到运营，又怎能少了泛娱乐，《剑侠情缘》系列中曾诞生过不少脍炙人口的歌曲，《剑网3》却又不止于此。2011年7月21日，由谢霆锋、蔡卓妍主演的武侠剧《剑侠情缘之藏剑山庄》上映，彼时《剑网3》问世不久，尚显稚嫩，这部联动的电视剧知名度也并不高。不过，随着泛娱乐浪潮的兴起以及《剑网3》本身热度的扶摇直上，西山居对《剑网3》的IP运营倾注了大量心血，先后推出小说、粤剧、网络大电影、音乐专辑、动漫、舞台剧等多种形式的文化产品，在去年的UP2018大会上，腾讯影业宣布会将《剑网3》做成真人影视，在《剑网3》粉丝圈引发了热烈讨论。

图表 39: 《剑网3》泛娱乐产品

时间	名称	类型	备注
2011年7月21日	剑侠情缘之藏剑山庄	电视剧	谢霆锋、蔡卓妍
2014年6月1日	风起稻香	书籍	
2015年1月24日	决战天策府	粤剧	拥有500万网络粉丝
2015年12月1日	风啸长宁	书籍	
2015年12月1日	四海流云	书籍	
2016年5月1日	洗心问剑	书籍	燕垒生作
2017年9月22日	剑网3之四海流云	网络大电影	
2017年11月24日	剑网3: 剑歌江湖	音乐专辑	预告PV全网播放量突破300万，数字版销量超过190万。
2018年6月1日	梦塔·雪谜城	动漫	
2018年9月21日	剑网3: 侠肝义胆沈剑心	动漫	
2018年10月11日	剑网3·曲云传	舞台剧	一票难求

来源：公开资料，国金证券研究所

- 泛娱乐的 IP 运作方式有着不同的模式，但一般而言，游戏逆向改编多以失败告终，成功者凤毛麟角，动漫有《精灵宝可梦》，电影有《魔兽》《寂静岭》《生化危机》，其余基本无人问津。在游戏 IP 逆向改编这一领域，《剑网 3》无疑是成功的，音乐专辑大卖，《剑网 3·曲云传》各地巡演一票难求，收获好评如潮。这些形形色色的文化产品，能一次次激发《剑网 3》的话题性，提高游戏用户活跃度，但它们并不是游戏的附庸，它们携带自身的独立价值，与游戏一起，构成了《剑网 3》文化。

这群玩家惹不起：神级社交与同人创作

- 2018 年 4 月，西山居邀请邀请五音 JW、Aki 阿杰以及 VK 合唱《剑网 3》竞技大师赛主题曲《何曾惧》，可是 VK 的粉丝在评论区疯狂为自家爱豆应援刷屏，使得真正的主角《剑网 3》毫无存在感。《剑网 3》的粉丝深感不满，对 VK 发动了舆论攻势。VK 粉丝不甘示弱，嘲讽《剑网 3》玩家都是沉迷网游的 loser。坏就坏在 VK 在直播的时候骂《剑网 3》玩家脑子有问题，这下彻底摊上大事了。是可忍孰不可忍！论搞事，《剑网 3》的暴躁侠士怕过谁？但是，谁来代表《剑网 3》与对手决战呢？当然是制作人郭炜炜了！就这样，《剑网 3》制作人郭炜炜被迫出道，玩家们化身“炜生素”，为他创作了《炜炜一笑很倾城》《炜你而战》《炜炜放心飞》等歌曲，拉横幅，做视频，设计灯牌，有组织有纪律地打榜，一不小心，郭炜炜闪耀值超过了蔡徐坤顺利登顶。到这份上，VK 粉丝连和解的资格都没有了。

图表 40：郭炜炜闪耀值远超蔡徐坤



来源：超级星饭团，国金证券研究所

- 不过，这件事情可不会以 VK 的出局告终。郭炜炜被迫出道没几天，《剑网 3》更新了一批门派服装，玩家们纷纷表示实在太丑难以接受，水能载舟亦能覆舟，炜生素们撕下面具，变身敌敌炜，火速将“郭炜炜滚出娱乐圈”送上了微博热门话题。从被迫出道到滚出娱乐圈，郭炜炜坐了一回过山车，要不怎么说人生如梦呢？天堂地狱不仅在一线之间，更在一夜之间。经过这事儿，吃瓜群众算是彻底看明白了，《剑网 3》玩家是惹不起的。

图表 41：郭炜炜滚出娱乐圈



来源：新浪微博，国金证券研究所

- 什么叫游戏社交？这便是游戏社交！但凡长生命周期的爆款 MMO 游戏，无一不是社交的集大成者，《魔兽世界》有良好的玩家生态以及数不胜数的玩家感人故事，《DNF》800 万勇士振臂一呼，不管是撕 X 对象还是游戏官方团队（开发票事件）都只能望风披靡。这种令人惊叹与艳羡的游戏社交格局，首先始于游戏内的社交系统，接着延伸到游戏外，以游戏文化为纽带，将玩家拧成一股绳。
- 与很多 MMO 游戏一样，《剑网 3》有着非常完备的社交系统，玩家可自由交友、组队、下副本、加入阵营、PK、做任务……久而久之，《剑网 3》便成了一个充满人情味和代入感的微型社会，成了一个有欢笑有泪水的大美江湖。在唯满侠服务器，有个 ID 叫“天地无名”的玩家，常年站在三生树下一动不动，很多人甚至以为他是一个 NPC。后来大家才知道，他是为了等待在游戏中喜欢上的女孩，遗憾的是，女孩某一天下线后再也没有上线，这场单恋恐怕注定不会有结局。剑侠为名，情缘相牵，这样感人至深的故事不断地在游戏中上演，令无数玩家在这充满烟火气的江湖中流连忘返。
- 不过，尽管有人将《剑网 3》戏称为“大型婚恋交友软件”，但它却没有结婚系统。感到很意外是吗？意外就对了，当结婚系统成为几乎所有 MMO 游戏标配的时候，《剑网 3》却剑走偏锋，从里到外“基情”四射，从第一对公民 CP 李忘生与谢云流开始，《剑网 3》更重视男性角色之间的兄弟情谊；游戏中的异性 CP，除了叶凡和唐小婉，没有一对有好下场，“基 3”最终成了《剑网 3》的绰号之一，这也算是一大差异化特征了。

图表 42:《剑网3》当中的男主人公组 CP



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 与游戏内的社交系统相比，《剑网3》游戏外的同人创作更值得大书特书。站在现在这个时间点上，我们完全可以断定《剑网3》是同人创作数量最多且质量最高的 MMO 游戏，没有之一。同人创作既是连接游戏玩家的文化纽带，更是游戏保持长久生命力的强大臂助。
- 从某种程度上说，是《剑网3》同人创作成就了《剑网3》，2009年8月28日，《剑网3》公测，角色最高等级50级，整个50年代，《剑网3》还以异性CP为主，2009年10月22日，《剑网3》开放等级上限至70级，70年代同性CP开始大行其道，官方CG与漫画开始“基”情初现，也正是在70年代，大名鼎鼎的伊吹鸡腿子（伊吹五月）以及霸王兔等人开始进行《剑网3》同人漫画创作，直接带动《剑网3》COS亮相各大漫展，并很快形成燎原之势，将《剑网3》的“基情”同人创作推向第一个高潮，连很多没有玩过《剑网3》的人都对伊吹五月略有耳闻。

图表 43: 伊吹五月《剑网3》同人漫画



来源：新浪微博，国金证券研究所

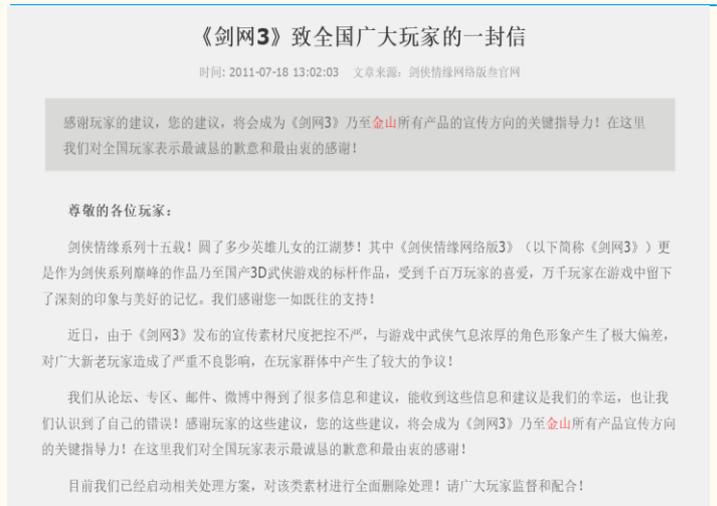
- 如果你以为同人创作只是替《剑网3》增加了一些话题性，那就大错特错了！从各大玩家社区的日常讨论以及媒体报道上看，通过伊吹五月的作品了解《剑网3》进而成为玩家的人不在少数。伊吹五月之后，《剑网3》同人创作的魔盒被彻底打开，成千上万普通玩家纷纷投身同人创作大军，通过视频、漫画、小说等各种形式，诠释那个令他们沉醉不已的大美江湖。
- 2011年7月，《剑网3》放出了一组官方COS照片，COSER均为女性，穿着暴露、挑逗意味浓厚。结果，愤怒的《剑网3》玩家觉得自己的品位受到了严重冒犯，在微博声讨《剑网3》官方团队，这场声势浩大的玩家起义最终以官方道歉收场。经过这件事，官方彻底领略了《剑网3》玩家的洪荒之力，再也不敢造次。虽说游戏以美女为宣传噱头是一种历史悠久的营销做法，但这一铁律到了《剑网3》这儿却彻底失效了。清流也好，清高也罢，总之，《剑网3》的游戏文化，就是这么与众不同。

图表 44: 《剑网3》爆衣COS



来源：新浪微博，国金证券研究所

图表 45: 《剑网3》道歉信



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 时至今日，各类《剑网3》同人作品已浩如烟海，《剑侠情缘》也早已成为一种文化，玩家们陶醉于斯，又亲手助其壮大，西山居在此过程中乐见其成，并推波助澜，不断完善同人创作环境，鼓励玩家进行同人创作。《剑网3》多年来屹立不倒，同人文化毫无疑问当记一功。《剑网3》官方同人微博“有爱同人秀”甚至拥有155万粉丝，评论转发活跃度极高。在“流量明星”这一概念流行的今天，我们可以说，《剑网3》这个IP自己就是国产游戏行业最大的“流量担当”之一。

图表 46: 剑网3有爱同人秀新浪微博



来源：新浪微博，国金证券研究所

小结：关于《剑网3：指尖江湖》和《剑侠情缘2：剑歌行》

- 自2015年《剑网3：指尖江湖》首曝至今已四年，玩家们望眼欲穿，可游戏一直犹抱琵琶半遮面，吊足了所有人的胃口。终于，在腾讯UP2019大会上，腾讯和郭炜炜都明确表态：《剑网3：指尖江湖》一定会于2019年Q2公测。日子将近，话题一点儿也没少。有媒体认为，这游戏推迟这么久，肯定是因为测试数据不好，怕是要凉。有玩家评论，郭炜炜不知道怎么想的，搞这么多差异化的玩法，风险太大。又有人说，《楚留香》《完美世界》等类似产品分流了玩家，势头不妙……众说纷纭，莫衷一是。
- 我们自然是看好《剑网3：指尖江湖》的，为什么？先说虚的。西山居诞生于1995年，几乎仅靠《剑侠情缘》系列横跨单机、网游、手游时代而屹立不倒，在同一批公司中硕果仅存。《剑侠情缘》诞生于1997年，自2000年开始便深耕ARPG类型，至今已近20年时间，《剑网3》更是当之无愧的第一国产武侠MMO。这样一家成名于《剑侠情缘》的老牌游戏公司，开发一款基于《剑侠情缘》IP的自身最擅长的ARPG产品，且交由龙头老大腾讯代理。只要产品质量合格，你觉得它会失败吗？
- 很多人不知道《剑网3》是个多么重磅的端游IP。从IP量级上说，《剑网3》仅次于《魔兽世界》《梦幻西游》《DNF》等。更重要的是，因为没有接触过这款游戏，很多人从未真正领略端游IP的伟力，IP是什么？是情怀、文化认同、身份道义，是对往逝时光的无限复归，是午夜梦回的一声喟叹，是身不能至心向往之的遥远绝响。为什么《亡灵序曲》令人唏嘘不已？为什么IG夺冠直教青春无悔？为什么传奇玩家一次次喋血沙巴克？为什么TED问鼎WCG引UD玩家泪流满面？……这一切，隔岸观火者自难思量。我们相信，只要《指尖江湖》的品质不是一塌糊涂，那光是千万玩家的情怀，就足以将之送上MMO手游王座。接下来，我们再谈实的。
- 《剑网3：指尖江湖》的最大争议源自它没有完美还原端游，画面上变端游3D为横版2.5D锁定视角，画风并不写实，有人说是Q版，但其实与Q版差别很大，略偏卡通风格，玩法上融合了ARPG、卡牌、角色搜集、探索等元素。任何创新都有风险，这点毋庸置疑，但实际上不少质疑者从未去仔细考量这款产品的诸多要件，而是囿于端游完美还原手游的“端转手”模式所催生的刻板印象，武断地认为过多的创新必然意味着失败。

图表 47：《剑网3：指尖江湖》画面



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 2.5D 是什么？它其实是 3D 建模锁定视角的一种俗称。因此，尽管《剑网 3：指尖江湖》因为 2.5D 而省去了一些建模投入，但其光影、景深、色彩、立体感等方方面面都有着极高的水准，如果解除视角锁定，它完全可以称得上一款 3D 游戏，这款游戏的画面继承了端游的精美，清新淡雅的风格在一众 MMO 中别有特色。至于横版画面，与 2.5D 锁定视角搭配，很适合移动端的 ARPG 产品，简化了繁琐的切屏操作，此事见仁见智，确实有部分端游玩家短时间内不适应，不过更多的玩家反馈很快就能习惯。
- 与玩法相比，有关画面的争议只能算小巫见大巫。《剑网 3：指尖江湖》与以往的 MMO 玩法太不一样了，正因为如此，很多人拿既有的评判标准去套的时候，才发现它那么格格不入。我曾在某玩家社区看到有人吐槽《剑网 3：指尖江湖》没有自动寻路，剧情繁琐，玩法复杂，不久就被一群端游玩家群起围攻，斥之为“一看就是没玩过端游的野生玩家”。
- 在整个《剑侠情缘》系列中，感人至深的剧情故事是其最为人称道的要件之一；玩家中有大把的剧情党，对背景故事可倒背如流。到了移动端，优良传统自然要发扬光大，内测阶段，《指尖江湖》每个门派都有长达两个小时的剧情，毫不夸张地说，不体验剧情，游戏乐趣会下降一半。在剧情设定上，《指尖江湖》也是独树一帜，不走寻常路，绝大部分 MMO 游戏的主线剧情都是随着角色等级逐步开放，但这款游戏必须第一天体验所有剧情才能将玩法完全解锁，此后一劳永逸。这样的设定有好也有坏，好处是能保持剧情的连贯性，增强玩家代入感，坏处是会劝退不少非剧情党。
- MMO 游戏主线剧情随角色等级逐步开放的原因是要控制内容消耗的节奏，那《剑网 3：指尖江湖》上来就将主线剧情和盘托出的做法，如何保证游戏中后期的可玩性呢？答案是博大精深的角色与成长系统。众所周知，大部分 MMO 游戏一个 ID 只能对应一个角色，尽管有些游戏有转职设定，但转职后原来的角色将会被替代，要想玩别的职业只能新建角色。《剑网 3：指尖江湖》与之大不相同，从端游继承并简化了多角色系统，尽管玩家一开始需要选定某个门派创建初始角色，但随着游戏的开展，玩家可以解锁所有门派，并实现多角色培养以及游戏内角色自由切换。看到这，你还担心《剑网 3：指尖江湖》后续内容不足吗？RPG 有的是各种各样的成长线让你肝爆，一个职业不够？那就所有角色。

图表 48：《剑网 3：指尖江湖》官网预约界面



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 当然,《剑网 3: 指尖江湖》的诸多创新,不可能让所有人都喜欢,而且从内测阶段的玩家反馈来看,还存在不少问题,比如战斗时候经常找不到自己人在哪,释放技能没有自动瞄准,打不到怪物,优化极差,手机烫到可以煎鸡蛋等。不过,总的来看,《剑网 3: 指尖江湖》还是一款让人满意的佳作,上线前的细节优化与 BUG 排查对西山居来说并非难事。据我们了解,它的最近一轮内测数据与《完美世界》上线前的测试数据在伯仲之间。目前,《剑网 3: 指尖江湖》官网预约量超过 1200 万,微信预约量在 200 万以上,超过《DNF》手游并稳居首位,QQ 预约量接近 300 万,仅略低于《跑跑卡丁车》,可以说万事俱备,只待东风。
- 除了万众瞩目的《剑网 3: 指尖江湖》,今年还有一款《剑侠情缘》系列手游《剑侠情缘 2: 剑歌行》上线,尽管它被前者分去了大部分荣光,但它主打的无等级对战概念,还是吸引了很多玩家的关注,这两款手游双剑合璧,势必在 2019 年掀起《剑侠情缘》热潮。

投资建议

金山软件

- 目前《剑网 3》端游的用户量和收入在自然下滑，但下滑幅度较为平缓，后续新资料片推出后将会吸引用户回流，《剑侠情缘》手游表现稳定，仍能为金山软件贡献收入。《剑网 3：指尖江湖》公测后必将成为爆款，加上《剑侠情缘 2：剑歌行》的助攻，金山软件 2019 年的游戏业务收入将迎来大幅增长。除《剑侠情缘》系列游戏外，金山软件还代理了《最终幻想：勇气启示录》《商店英雄》，并自研《少女咖啡枪 2》《加勒比海盗》《黎明决战》等产品，后劲十足。

腾讯控股

- 腾讯在国内乃至全球游戏行业的龙头地位固若金汤，2019 年《王者荣耀》依旧坚挺，《和平精英》实现了吃鸡品类变现，将带来巨大收入增量。腾讯 2019 年游戏产品线群星闪耀，不仅独代《剑网 3：指尖江湖》，还有开放世界 MMO《龙族幻想》和《我的起源》、顶级 SLG《权力的游戏：凛冬将至》、自研暗黑手游《拉结尔》和超重磅端转手 MMOACT《DNF》。总之，腾讯今年在游戏业务方面游刃有余，甚至可能将部分产品延期公测。不论是从短期还是长远来看，腾讯控股仍然是最值得看好的游戏公司。

网易

- 在《剑网 3》以后，最成功的国产武侠 MMORPG 无疑是网易的《逆水寒》，虽然上线初期就被玩家诟病付费点太多、“连呼吸都要钱”，但是我们估计该游戏月流水稳定在 1 亿左右，已经是一线端游 IP。目前，《逆水寒》的首款衍生手游《遇见逆水寒》已经开始预约。过去五年，无人能在武侠 MMO 这个领域挑战《剑网 3》；或许《逆水寒》能成功？

风险因素

- 国家对游戏行业的监管政策可能进一步收紧。
- 所有新产品上线后都存在市场表现不达预期的可能。
- 已上线游戏生命周期在逐步耗尽。
- 部分游戏公司估值仍然偏高。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH