



Research and  
Development Center

# 二次元游戏 2.0 时代，精品化释放动能

——游戏细分品类系列报告（一）

2020 年 10 月 27 日

王建会 传媒行业分析师

执业编号：S1500519120001

联系电话：(010) 83326755

邮箱：wangjianhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 二次元游戏 2.0 时代，精品化释放动能

2020 年 10 月 27 日

- **二次元游戏市场潜力仍然具有挖掘价值。**二次元起源于日本，在国内伴随着 90、00 时代的 Z 时代人群成长，包括了 ACGN 等多元表现方式。游戏成为这一类产品中变现最为成熟的标志。我们从用户的画像角度拆解对二次元游戏的市场空间的预测。我们认为二次元游戏用户在当前的市场情况下与二次元用户的重合度较高，主要具有以下特点：1) 性别上，男性占据较大比例，女性用户也在逐渐接受二次元文化；2) 地域上，主要集中在二、线城市，伴随着互联网的发展，下沉市场也将逐渐辐射到，用户高增速仍然扩张中；3) 付费习惯上，二次元核心用户具有较高的付费意愿与付费能力，相较于传统 RPG、卡牌类游戏较高，Z 时代的成长在付费能力上具有进一步提升的空间。人群的下沉期待与付费能力的提升是二次元市场成长的主要驱动力。
- **玩家偏好是二次元，尤其是核心二次元游戏的成功之道。**我们选取长生命周期的三款二次元（核心二次元）游戏（《阴阳师》、《FGO》、《崩坏系列》）进行案例解析，探究其研发与运营当中的成功经验。1) 研发来看，由于二次元游戏以内容消耗为主要内容，在玩法上也是偏向于轻度化。从内容商，对于人物角色的热爱是用户付费的驱动力。人物与剧情的发展紧密结合，二次元的研发逻辑从世界观为基逐渐扩展到表层的角色的表现，在角色的塑造上成为最为直接的因素。美工由于二次元脱胎于日漫或国漫，审美是吸引用户的关键，萌系、Q 版、美型的角色几乎是二次元的必选，因此二次元游戏在美工上要求高。除了外观塑造角色，声优也主要选择知名声优进行塑造，争取将虚拟人物的更方面塑造至完美。在剧情上，主要以热血漫风格为主，满足了当代青少年对于成就的精神需求。在玩法创作上，主要以卡牌为主，对角色的卡牌氪金的需求决定的，在此基础上，加入回合制、roguelike、塔防、放置、简单战斗等玩法进行微创新，给予用户在卡牌玩法基础上的新鲜感；2) 发行来看，腾讯、安卓等渠道虽然聚集大量用户基础，但在用户的精准度上具有一定的却反，因此在发行当中，传统的流量渠道效果并不会太好，而聚集大量硬核玩家与二次元用户的平台成为二次元游戏最容易出圈的平台。二次元玩家的高质量的自来水不仅能够固化已有用户的忠诚度，也能够以有趣的内容吸引非核心玩家，扩大产品影响力，为后续 IP 的扩散化提供基础。在推广上，二次元与三次元具有的天然壁垒也是需要考虑到。
- **二次元游戏的研发门槛逐渐变高，发行时抓住目标用户更容易出圈。**各种体量的厂商君发现二次元市场的潜力，布局二次元游戏行业。根据前文对于行业的拆解，我们认为具有深厚研发功底、具有成功二次元产品研发经验的厂商能够精准的了解二次元用户的喜好，推出爆款产品再次燃起二次元游戏市场的新一轮浪潮。我们可以看到《原神》的成功也是给予了二次元游戏研发商一定的借鉴意义，在此我们认为网易有望在阴阳师 IP 后再次在二次元游戏市场给予惊喜。在发行端，我们认为哔哩哔哩作为国内二次元文化社区的领军者，成功发行 FGO、碧蓝航线等产品，拥有国内最为优质、庞大的二次元人群以及平台品牌效应，有望成为二次元游戏发行新的重要渠道。中小厂商等布局二次元游戏研发也会有弯道

超车的可能，但重要的因素在于了解用户、了解二次元用户的诉求、需要“了解二次元的人来研发二次元”

- **风险提示：**项目研发进度不及预期，政策风险，核心用户可支配收入整体降低、市场竞争加剧等

## 目录

二次元手游全景图：年轻化向主流迁移中 .....	1
(一) 何为二次元? .....	1
1、二次元游戏——角色的热爱 .....	3
2、二次元手游行业简介——始于日本文化输入时代 .....	6
3、二次元手游用户画像角度拆解二次元游戏市场空间 .....	9
深度拆解二次元游戏成功案例 .....	16
(一) 经典案例成长回溯：角色、剧情是玩家基础 .....	16
(二) 拆解二次元游戏研发层面：角色为基，剧情为纲 .....	22
(三) 拆解二次元游戏运营因素：活动；社区；营销 .....	35
重点推荐标的 .....	42
(一) 网易：二次元游戏先驱者，“阴阳师”原创 IP 长线运营持续 .....	43
(二) 哔哩哔哩：二次元社群文化浓厚，拥有天然用户优势 .....	45
风险提示 .....	46

## 表目录

表 1：典型二次元游戏中的二次元要素及特点 .....	4
表 2：二次元手游的划分基准 .....	6
表 3：部分热门手游的种类划分 .....	6
表 4：不同阶段发行的代表性游戏及阶段特点 .....	7
表 5：2019 年总流水过亿的二次元手游及其研发商 .....	8
表 6：二次元手游市场规模测算 .....	16
表 7：游戏美工制作团队 .....	28
表 8：女性声优 .....	28
表 9：男性声优 .....	29
表 10：故事背景与人物设定 .....	30
表 11：三款游戏编剧团队 .....	31
表 12：三款游戏抽卡概率与氪金情况 .....	35
表 13：游戏制作 .....	35
表 14：周年庆活动 .....	37
表 15：游戏社区的粉丝数量 .....	38
表 17：B 站视频播放量 .....	39
表 17 二次元游戏明星代言人 .....	42
表 18 网易现有二次元游戏布局 .....	44
表 19 网易未来二次元游戏储备 .....	45
表 20 哔哩哔哩未来代理二次元游戏储备 .....	46

## 图目录

图 1：最能代表日本二次元内容的游戏形式即 GALGAME（美少女游戏）状况 .....	1
图 2：典型的日系 ACGN 作品 .....	1
图 3：泛二次元内容扩张，不再局限于日系作品 .....	2
图 4：二次元衍生产物如 COSPLAY 等也包含在泛二次元范畴内 .....	2
图 5：同为游戏，非二次元游戏与二次元游戏间存在明显的割裂感 .....	3
图 6：不同时期泛二次元用户数量及同期核心产品 .....	6
图 7：二次元手游用户的年龄分布 .....	10
图 8：二次元手游用户的性别分布 .....	10
图 9：二次元手游玩家居住地分布 .....	11
图 10：2018 年手机游戏每月人均游戏时长 .....	12
图 11：2018 年二次元手游每月人均游戏时长 .....	12
图 12：2019 年二次元用户在二次元产品中的人均消费 .....	13
图 13：2019 年二次元用户每年家庭收入 .....	13
图 14：2017Q3 中国手游各游戏类型付费率 .....	15
图 15：《阴阳师》畅销榜排名 .....	18
图 16：FGO 畅销榜排名 .....	19
图 17：崩坏 3 畅销榜排名 .....	21
图 18：角色、故事剧情与游戏世界观的关系 .....	22
图 19：2019 年二次元 IP 游戏用户关注点 .....	23
图 20：女性角色经典外形 .....	25
图 21：男性角色经典外形 .....	25
图 22：女性角色类型 .....	26
图 23：男性角色类型 .....	27
图 24：《阴阳师》核心玩法系统 .....	32
图 25：《FGO》核心玩法系统 .....	33
图 26：《崩坏 3》核心玩法系统 .....	34
图 27：角色更新时间间隔 .....	36
图 28：剧情更新时间间隔 .....	37
表 16：游戏社区的微博或帖子数量 .....	38
图 29：B 站视频评论 .....	40
图 30 非二次元游戏明星代言人 .....	41
图 31 网易 2018-2020H1 归母净利润 .....	43
图 32 网易研发费用 .....	43
图 33 阴阳师 2017 年用户规模与渗透率 .....	44
图 34 哔哩哔哩游戏业务收入 .....	45

## 二次元手游全景观：年轻化向主流迁移中

### （一）何为二次元？

二次元起源日本，御宅一族的精神寄托。“二次元”一词起源于日本，其本意为“二维”，因日本早期的动画、漫画、游戏等娱乐作品均以二维图像构成，不同于三维的现实世界。后续二次元的含义在日本发生了一定变化，其衍生含义更偏向于日本的“萌文化”、“御宅文化”，其亦代表对虚拟角色的向往。

图 1：最能代表日本二次元内容的游戏形式即 GALGAME（美少女游戏）状况



资料来源：《white album2》、《ashhodelus》游戏官网、信达证券研发中心

二次元在我国被理解为日系 ACGN 产品所代表的宅文化。我国二次元文化萌芽于 80-90 年代，伴随着日本动漫、游戏等文化产品大规模流入我国。80-90 后是伴随着二次元文化成长的一代，日美动漫、电子游戏以及收集相关虚拟人物的周边手办成为这一代人的消费习惯。而后随着二次元内容商业化的进程，二次元一词包含的内容进一步扩大，其被理解为以日系 ACGN（即 Animation（动画）、Comic（漫画）、Game（游戏）、Novel（网络小说、轻小说）的合并缩写）作品及其衍生事物所代表的“宅文化”。可以看出隐藏在二次元文化背后的核心在于 80、90 一代成长下的亚文化，因此进入 00 年后，一直是以小众亚文化的状态在“圈”内获得追捧，随着 Z 世代逐渐成为消费主力时，二次元产业内的消费习惯逐渐向市场主流靠拢。

泛二次元的内容范围超出了日系与 ACGN 的范畴。腾讯于 2015 年提出二次元经济，同年泛二次元概念引起市场关注。泛二次元即与二次元文化相关的周边文化，包括漫画、轻小说、动画、影视、游戏等形式，以及其衍生内容如手办、cos 等。同时，泛二次元内容也不再局限于日系风格。国风、美式、韩系等风格的 ACGN 作品及衍生，也开始逐步加入泛二次元的范畴，而仍日系风格为主的 ACGN 及衍生内容则被划分为核心二次元。

图 2：典型的日系 ACGN 作品



资料来源：信达证券研发中心整理

图3：泛二次元内容扩张，不再局限于日系作品



资料来源：信达证券研发中心整理

图4：二次元衍生产物如COSPLAY等也包含在泛二次元范畴内



资料来源：信达证券研发中心整理

## 1、二次元游戏——角色的热爱

二次元游戏品类独特，与其他游戏存在明显割裂。二次元游戏与其他游戏品类存在较大差异。虽然二次元的涵盖范畴逐步扩大，但在游戏方面，非日系游戏玩家对二次元文化的认同感并不强烈。美系游戏如《DOOM》、《最后的生还者》等的玩家并不认同其游玩的游戏归属于二次元的范畴。同样，没有人会将《王者荣耀》定义为二次元游戏。我们发现，在游戏领域，二次元游戏与其他游戏品类差距较大，割裂较为明显，而这一特点同样适用于二次元手游的范畴。

图 5：同为游戏，非二次元游戏与二次元游戏间存在明显的割裂感



资料来源：游戏官网，信达证券研发中心

核心二次元手游逐渐走向大众化，精品化的趋势蔓延。手游随着泛二次元文化及作品受到越来越多的年轻人的喜爱，泛二次元用户逐年增加，二次元手游也逐渐在国内崭露头角。其从最初仅针对核心二次元用户的小众产品，逐渐发展为面向泛二次元用户的一大手游品类。我们根据不同时期泛二次元用户数量及不同时间发行的重点二次元手游的特点，对国内二次元手游行业的发展进行了阶段划分，并总结出阶段特点。

2013年，二次元手游刚刚起步，主要以核心二次元品类为主；

2014-2015年，动漫IP改编的二次元手游开始试水，《航海王》的成功为后续IP改编的泛二次元手游提供新思路；

2016-2017年，核心二次元游戏与泛二次元游戏迅速成长，动漫IP改编泛二次元类型的游戏获得市场红利，多款核心二次元游戏获得优秀的市场反响。一方面因为二次元游戏对于角色、剧情设计是二次元游戏的核心。通过对多款不同游戏类型的典型二次元游戏进行总结，我们对二次元游戏的特点进行了一定的总结。

表 1：典型二次元游戏中的二次元要素及特点

游戏名称	游戏类型	剧情梗概	剧情复杂程度	世界观	剧情背景设定	恋爱要素	人物外观设定	人设篇幅	主角外观年龄	女性角色占比	配音	画风
Fate/Extella	ACT	对抗外神, 圣杯战争	复杂	完全架空	背景极为复杂, 内容晦涩, 且重要	有	日系帅哥+美少女	特点鲜明, 设定详尽	年轻男女	较多	日本知名声优	2D 手绘日系动画画风+3D 日系动画建模
弹丸论破	VNG 视觉小说	推理解密, 找出真凶	复杂	完全架空	背景较为复杂, 内容繁多, 且重要	有	多样人设, 以美少女为主	特点鲜明, 设定详尽	年轻男女	平衡	日本知名声优	2D 手绘日系动画画风+3D 日系动画建模
白色相簿 2	Galgame	多角恋爱	复杂	现实	无世界背景	有	日系帅哥+美少女	特点鲜明, 设定详尽	年轻男女	绝大多数	日本知名声优	2D 手绘日系动画画风
十三机兵防卫圈	AVG	拯救世界	复杂	完全架空	背景较为复杂, 内容繁多, 且重要	有	日系帅哥+美少女	特点鲜明, 设定详尽	年轻男女	平衡	日本知名声优	2D 手绘日系动画画风
舰队Collection	C-like 页游	对抗虚构生物	复杂	部分架空	背景较为复杂, 内容繁多	无	美少女	特点鲜明, 设定详尽	年轻男女	几乎全部	日本知名声优	2D 手绘日系动画画风
女神异闻录 5	RPG	击败社会黑暗面	复杂	部分架空	背景较为复杂, 内容繁多, 且重要	无	日系帅哥+美少女	特点鲜明, 设定详尽	年轻男女	平衡	日本知名声优	2D 手绘日系动画画风+3D 日系动画建模
异度之刃 2	ARPG	拯救世界	复杂	完全架空	背景较为复杂, 内容繁多, 且重要	有	多样人设, 以美少女为主	特点鲜明, 设定详尽	年轻男女	较多	日本知名声优	2D 手绘日系动画画风+3D 日系动画建模

资料来源: 各游戏官网, 信达证券研发中心

我们总结出二次元游戏具有如下要素:

1、二次元游戏注重角色设计: 1) 主角外观设定多为外貌尚可; 2) 主角年龄多为年轻男女; 3) 对角色详尽刻画, 对人物的性格, 背景及特点等有详细设定及描写; 4) 注重角色作画, 且画风多为日系动画画风, 重要角色需耐看好看; 5) 需要日本知名声优为角色配音; 6) 多数情况下女性角色较多。

2、二次元游戏注重剧情设计: 1) 世界观多为架空或部分架空世界, 且会对世界背景做出详细设定。但部分恋爱游戏为现实世界; 2) 游戏梗概多为年轻主角对抗敌人, 或角色之间的恋爱; 3) 剧情演出及角色表现具备动画漫画小说性质, 情节戏剧化, 多变化; 4) 部分剧情会加入恋爱要素, boy meet girl 的情节

通过对比我们发现, 对二次元游戏而言, 角色设计是游戏的核心, 其次则是剧情设计。当一游戏的人物设计有部分特点符合二次元角色设计要素时, 我们即可定义该游戏为泛二次元游戏。而当其剧情表现同时呈现出二次元剧情特点时, 我们即可定义其为核心二次元游戏。该方法同样适用于二次元手游的划分中。

**表 2: 二次元手游的划分基准**

分类	设计特点
核心二次元手游	充满二次元特点的角色设计，剧情设计呈动漫及小说的表现方式及特点
泛二次元手游	角色设计套用部分二次元形象特点，剧情篇幅小且角色及剧情不为游戏核心，或角色、剧情的表现方式缺少二次元要素
非二次元手游	角色设计本身不符合二次元形象特点，且不以角色为核心设计的游戏

资料来源：信达证券研发中心整理

通过以上划分基准我们对部分热门游戏进行了种类的划分。

**表 3: 部分热门手游的种类划分**

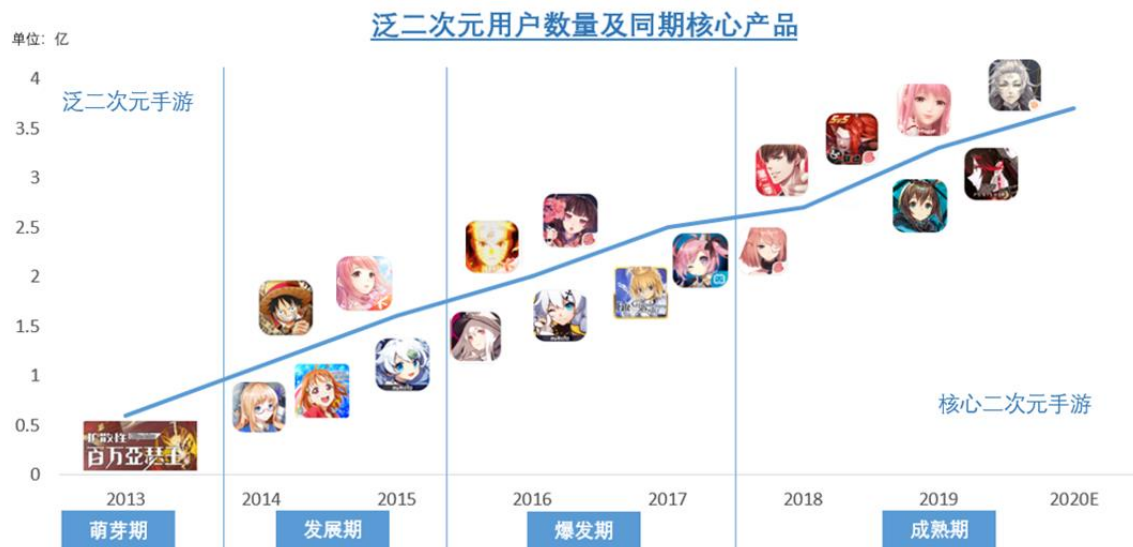
游戏名称	游戏分类	分类原因
王者荣耀	非二次元	虽人物有部分设定，但不符合二次元角色特点，且剧情及人物并非游戏核心
和平精英	非二次元	无人设，无二次元要素
阴阳师	泛二次元	严格来说“阴阳师”的画风和二次元动漫画风存在区别，且其剧情参考日本神话，其风格更偏向日式和风，而非二次元动画画风。
火影忍者	泛二次元	人设和剧情虽引用自火影忍者，但游戏本身并未进行深入设定，且其人物设定及剧情表现并未深入展现
恋与制作人	泛二次元	人物设定剧情设定虽深入，但其画风并非日式动画画风而偏韩式，剧情表现为乙女（少女）向。
命运冠位指定	核心二次元	人物、剧情设定深入，角色设计符合二次元要素，人物剧情表现充满二次元游戏特点
永远的七日之都	核心二次元	人物、剧情设定深入，角色设计符合二次元要素，人物剧情表现充满二次元游戏特点

资料来源：信达证券研发中心整理

## 2、二次元手游行业简介——始于日本文化输入时代

对二次元游戏的准确定义及划分能协助我们判断游戏品类、定位目标用户群体。核心二次元手游的角色及剧情表现呈日系风格，因此其受众多为日系风格的 ACGN 爱好者即核心二次元用户。而泛二次元手游则涵盖范围更广泛，且风格多样，并不局限于日系风格。其动漫化的角色形象能吸引对动漫化形象有一定接受度，但对日系风格没有特殊喜好，且对复杂的设定及剧情安排没有特殊兴趣的用户，即泛二次元用户。

**图 6: 不同时期泛二次元用户数量及同期核心产品**



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC），信达证券研发中心

**表 4：不同阶段发行的代表性游戏及阶段特点**

萌芽期（2013）	发展期（2014-2015）	爆发期（2016-2017）	成熟期（2018-至今）
核心二次元： 扩散性百万亚瑟王	核心二次元： 崩坏学园2 Love Live 战舰少女 泛二次元： 航海王 启航 奇迹暖暖	核心二次元： 少女前线 FGO 崩坏3 碧蓝航线 泛二次元： 火影忍者 阴阳师	核心二次元： 永远的7日之都 明日方舟 战双帕弥什 公主连结 Re:Dive 泛二次元： 恋与制作人 决战平安京 闪耀暖暖 山海镜花
二次元游戏品类起步初期，产品数量少，市场关注度低	爆款二次元自研产品逐步出现，仿照《舰队collection》系统的战舰少女开创了国内首款自研 C-like 手游，此游戏模式成为二	众多知名作品上线，《阴阳师》成为第一款火出核心二次元用户圈，吸引到泛二次元用户圈的作品，也真正的建立了二次元手游的市场地位，成为单独游戏品	二次元游戏玩法、内容多样化，由核心二次元完全过渡至泛二次元，加入了古风二次元、萌系二次元、乙女向二次元等多个细分分类。大厂角逐，众多上市公司及知名游戏厂商加速进入二次元手游行业。如网易发行了大批二次元游戏，英雄互娱将《战双帕弥什》视为重点作品，西山居

次元游戏的一种重要玩法  
 首款正版授权手游《航海王》上线，标志着二次元正版 IP 手游化的展开。  
 二次元手游这一细分品类受到关注

类。  
 同年，B 站代理的《命运-冠位指定》上线，核心二次元用户的消费能力引起市场关注。  
 厂商开始注意泛二次元 IP 日漫、国漫 IP 改编、授权增多  
 在这个阶段，出现了多个具有代表性的知名二次元手游，如《崩坏3》、《少女前线》等，这些游戏的出色表现使得众多大型厂商开始注重并着手布局二次元手游这一细分品类。

将《剑网3-剑指江湖》定义为二次元武侠并加入竞争。  
 群英荟萃，众多爆款精品二次元手游发行，吸引了大批玩家，并产生极高的商业价值。《永远的七日之都》、《恋与制作人》、《明日方舟》均是引起市场的广泛关注及玩家热议的国产精品。  
 同时众多厂商开始着手二次元 IP 拓展化，由知名二次元 IP 衍生出其他游戏和泛娱乐作品。二次元手游市场进一步完善和发展并趋于成熟。

资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

二次元手游市场规模预计今年超过 200 亿。根据 App Annie 和 Sensor tower 数据显示，2019 年年度总流水达百万以上的国产二次元游戏共 55 款，他们的总流水（包含海外市场）为 223.43 亿，我们近似将其视为国产二次元游戏的年度总流水。我们对其中年度流水过亿的游戏进行了统计，总计 23 款，它们占据国产二次元游戏总流水的 96.21%。

随着二次元游戏研发成本的不断抬升，大厂依旧掌握了泛二次元游戏的主要试产份额，中小厂商高品质入局也可获得弯道超越的可能。两者自研的二次元手游合计占据了 2019 年国产二次元手游总流水的 50% 以上。网易多以自研 IP 为主，其旗下《阴阳师》IP 虽最初引自日本，但最终《阴阳师》爆火出圈，源于出色的游戏质量。而腾讯游戏更多依靠知名二次元 IP 带动初始人气。2019 年度流水达 1 亿以上的二次元手游中，泛二次元手游有 13 款，占据了超过 62% 的总流水。其余 10 款核心二次元游戏占据了 34% 以上的总流水。此外，泛二次元手游多由腾讯、网易两大巨头研发。该数据可以说明泛二次元游戏已成为二次元品类手游的主流。即便大厂已经占据较大的市场份额，但尚未形成垄断之势，二次元手游品类仍惊喜连连。如 19 年 5 月发布的《明日方舟》，其 8 个月的运营累计产生了 25 亿以上的流水，并占据国产二次元手游全年总流水的 11% 以上。这足以证明二次元手游这一品类尚未被巨头垄断且有较大增长空间。

表 5：2019 年总流水过亿的二次元手游及其研发商

厂商	游戏	游戏分类	年度流水（万元）	游戏流水占比	厂商流水 合计	厂商流水 占比
网易游戏	阴阳师	泛二次元	574849	0.2573		
网易游戏	永远的 7 日之都	核心二次元	18210	0.0082	607924	27.21%
网易游戏	阴阳师:百闻牌	泛二次元	14865	0.0067		
腾讯游戏	火影忍者	泛二次元	283773	0.127		
腾讯游戏	圣斗士星矢: 觉	泛二次元	95757	0.0429	551894	24.70%

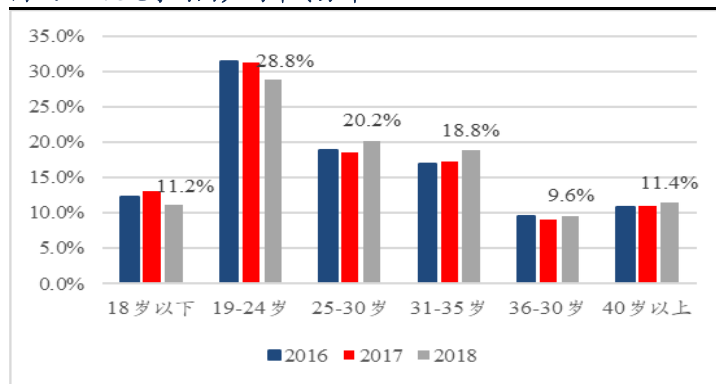
醒					
腾讯游戏	妖精的尾巴魔导少年	泛二次元	70845	0.0317	
腾讯游戏	食物语	泛二次元	37443	0.0168	
腾讯游戏	狐妖小红娘	泛二次元	26441	0.0118	
腾讯游戏	云梦四时歌	泛二次元	23439	0.0105	
腾讯游戏	猎人	泛二次元	14196	0.0064	
鹰角网络	明日方舟	核心二次元	253487	0.1135	253487 11.35%
米哈游	崩坏3	核心二次元	235328	0.1053	249202 11.15%
米哈游	崩坏2	核心二次元	13874	0.0062	
叠纸游戏	闪耀暖暖	泛二次元	90578	0.0405	224162 10.03%
叠纸游戏	奇迹暖暖	泛二次元	74123	0.0332	
叠纸游戏	恋与制作人	泛二次元	59461	0.0266	
上海蛮啾	碧蓝航线	核心二次元	113728	0.0509	113728 5.09%
散爆网络	少女前线	核心二次元	55329	0.0248	55329 2.48%
库洛游戏	战双帕弥什	核心二次元	25653	0.0115	25653 1.15%
游戏帝国	机动战队	核心二次元	21871	0.0098	21871 0.98%
先知者	灌篮高手	泛二次元	21162	0.0095	21162 0.95%
西山居	双生视界	核心二次元	14992	0.0067	14992 0.67%
北客世界	重装战姬	核心二次元	10308	0.0046	10308 0.46%
其它	其它		84583	0.0379	84583 3.79%
合计			2234295	1	2234295 100.00%

资料来源: Appannie、Sensortower, 信达证券研发中心

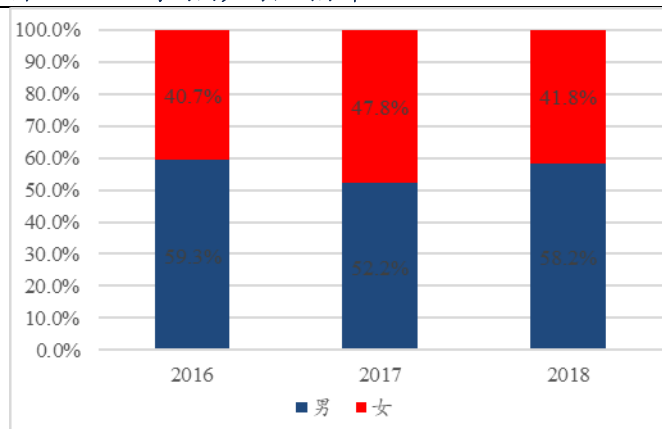
### 3、二次元手游用户画像角度拆解二次元游戏市场空间

从年龄结构来看, 二次元手游是年轻人的文化。二次元手游用户群体多为年轻人, 且男性比例较高。根据 Quest Mobile 数据显示, 2018 年我国二次元手游用户中 60% 以上为 30 岁以下的年轻人, 但随着第一代二次元用户的成长, 二次元手游用户的年龄结构是在不断改变的。这点和二次元游戏的主要角色也相似。伴随着 80、90 的消费能力的提升, 二次元游戏用户的 ARPU 值仍然存在提升空间。

同时, 男性二次元手游玩家较多, 但在 2017 年推出多款女性向二次元作品时女性玩家数量迅速提升。女性二次元手游玩家的占比提升将成为新的市场增量, 女性玩家的消费意愿强, 消费黏性大, 玩法轻度化, 女性向二次元游戏的潜力正在逐步挖掘中。

**图 7：二次元手游用户的年龄分布**


资料来源：Quest Mobile, 信达证券研发中心

**图 8：二次元手游用户的性别分布**


资料来源：Quest Mobile, 信达证券研发中心

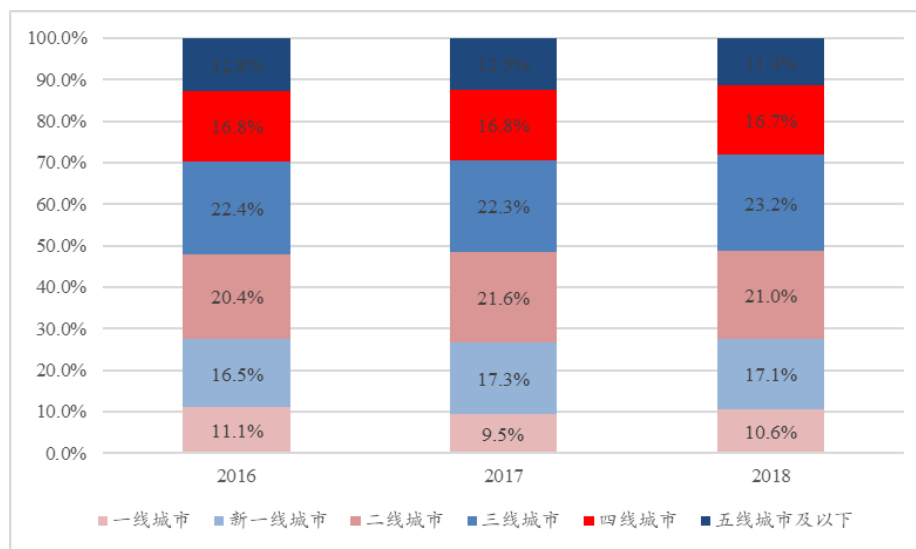
二次元手游用户具有三高特点，高付费意愿、高付费能力、高用户忠诚度。此外，用户的自我内容产出与传播能力强也意味着游戏的流量成本较低。我们从游戏的付费模型拆解， $\text{游戏利润} = \text{游戏玩家数} * (\text{留存付费率} * \text{ARPU} * \text{留存率} - \text{单用户获客成本}) - \text{研发成本}$ 来看，高付费意愿代表着游戏的付费转化率高，高付费能力代表着用户的 ARPU 值较高，高的用户忠诚度代表着用户的留存率较高，圈层内自传播能力强代表着单流量的获客成本较低)

二次元手游用户的付费能力较强。二次元用户消费能力强，且潜力较大。根据艾瑞咨询数据可知，2019年90后的二次元用户在二次元产品上的人均消费为1510元，而95后二次元用户的人均消费为1328元。由此可知二次元用户群体消费意愿强，同时，由于很多年轻人尚未实现财务独立，故二次元用户群体尚有极大的消费潜力尚未释放。

深究二次元用户付费能力较强的原因，主要体现在以下几点：

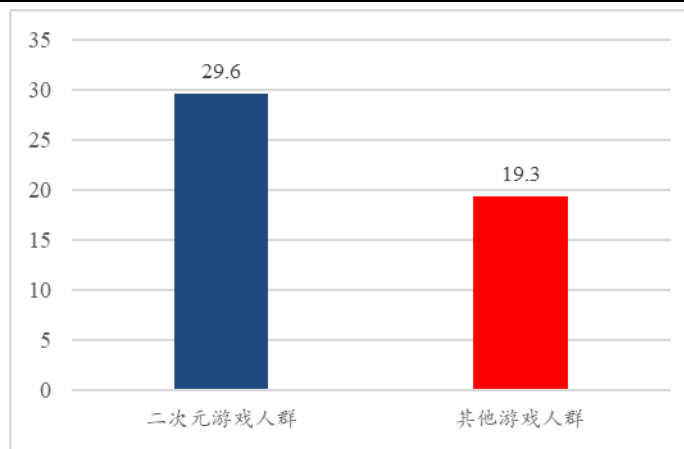
- 1) 从用户集聚地区来看，主要集中在一二线城市，近半二次元手游玩家居住在二线城市以上，大城市二次元手游的渗透率较高。根据 QuestMobile 数据显示，近半二次元手游玩家居住在二线以上的大城市中，且大城市的渗透率较高，2018年12月上海、北京、重庆、天津、广州为二次元手游渗透率前5的城市。
- 2) 二次元手游玩家黏性更强，二次元手游玩家月均手游游玩时长更长，且男性玩家使用程度更重。二次元手游玩家的月人均手机游戏游玩时长近30小时，远超其他品类手游玩家。此外，男性二次元手游玩家月均游玩二次元游戏的时长接近10小时，远超女性玩家。更长的游戏时长将促进更多的付费。
- 3) 二次元用户的受教育程度与家庭生活水平二次元用户受教育程度高，普遍家庭生活水平好。由于二次元用户和二次元手游玩家大幅重合，故部分特征呈现共性。教育水平及家庭环境。根据艾瑞咨询数据显示，2019年近80%的二次元用户拥有本科在读及以上学历，且70%以上二次元用户家庭月收入达12000元以上。较高的生活水平反映出付费潜力可观。

**图 9：二次元手游玩家居住地分布**



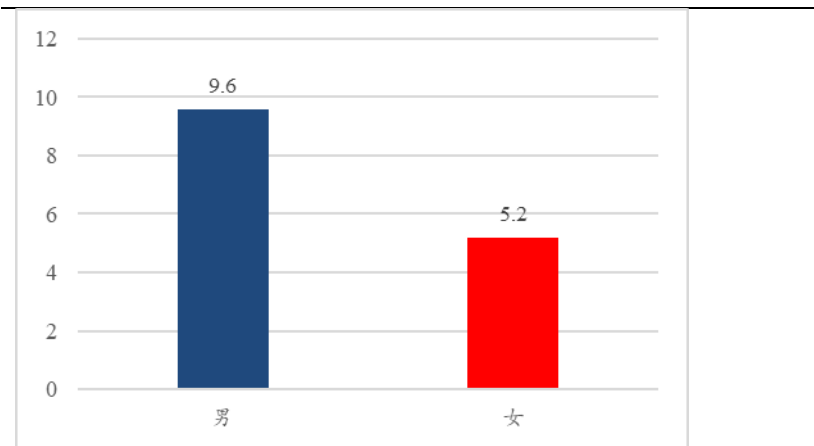
资料来源: Quest Mobile, 信达证券研发中心

图 10: 2018 年手机游戏每月人均游戏时长



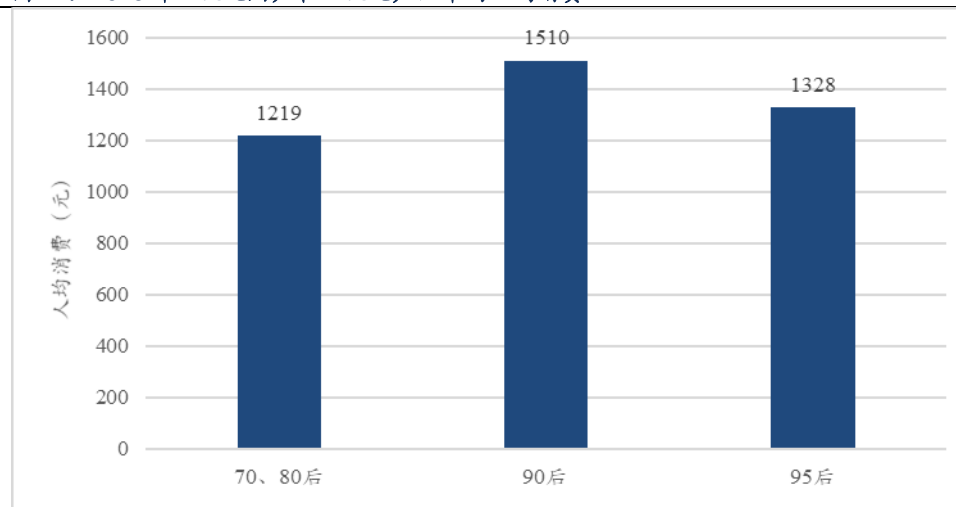
资料来源: Quest Mobile, 信达证券研发中心

图 11: 2018 年二次元手游每月人均游戏时长



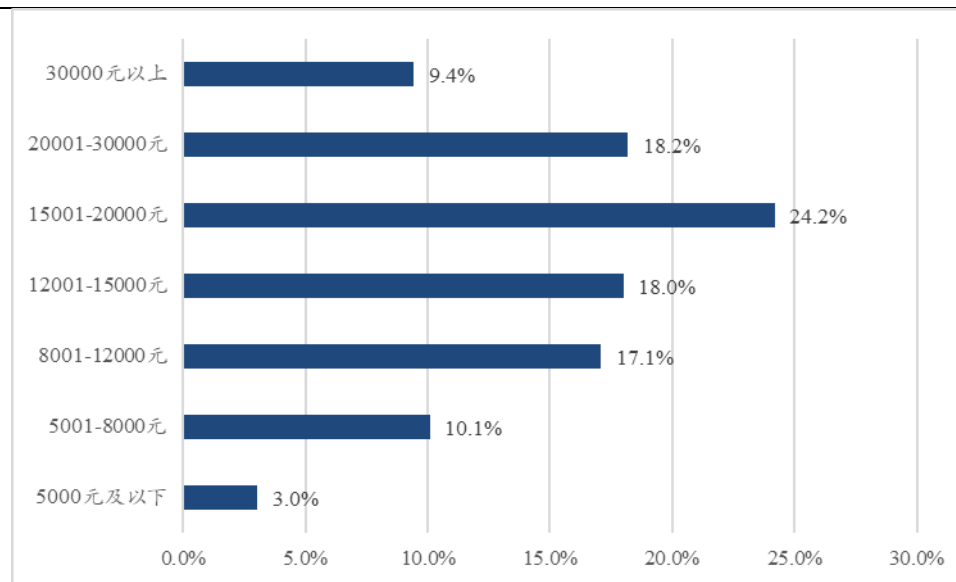
资料来源: Quest Mobile, 信达证券研发中心

图 12: 2019 年二次元用户在二次元产品中的人均消费



资料来源: Quest Mobile, 信达证券研发中心

图 13: 2019 年二次元用户每年家庭收入



资料来源: Quest Mobile, 信达证券研发中心

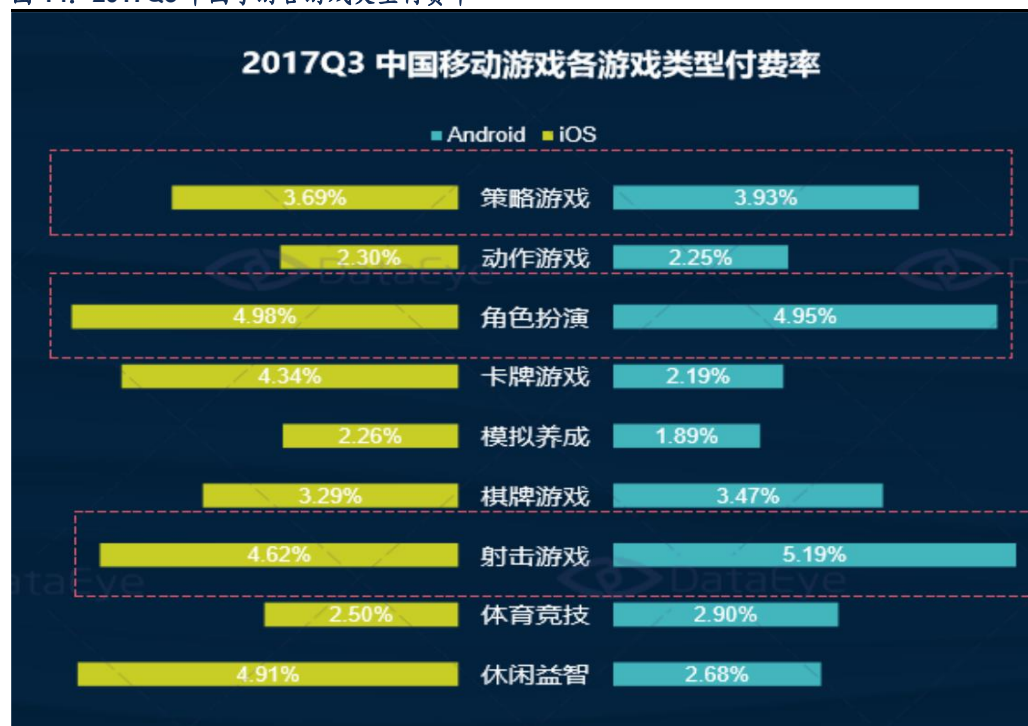
对于二次元游戏市场的规模,我们认为当前仍然二次元游戏发展的黄金时期具有长期持续的价值,主要因素:1)随着二次元文化从小圈层亚文化逐渐被大众主流所接受,破圈的能力在不断的扩展,玩家的范围在逐步的渗透;2)随着核心玩家的成长,80、90甚至是00后,游戏的付费意识与能力不断提升;3)从端游-页游-手游时代耀眼的游戏品类来看,我们认为二次元的单用户付费可能对标传奇类游戏水平,尤其是核心二次元用户。我们预计二次元游戏市场的规模=核心二次元用户数\*核心二次元用户 ARPU+泛二次元用户数)\*泛二次元用户 ARPU值。(注:泛二次元用户数已排除核心二次元用户数)

因素 1: 用户数量: 我们借鉴日本二次元手游的发展。根据 Game Age 调查,不同于国内年轻化的二次元手游,日本的二次元手游的主要用户都是集中在 30-40 岁左右,手游玩家的平均年龄甚至接近 40 岁,甚至出现了用户平均年龄近 50 岁的老人游戏。例如《超级高达》手游中 40 岁用户的高达 68.2%,而 30 岁以下的年轻玩家占比不到 2%;《最终幻想 Record Keeper》中 30-40 岁玩家数量占绝对优势。玩家伴随着 IP 成长,《超级高达》的 IP 出自于 1979 年开始连载的动漫《机动战士高达》;《最终幻想》也是 1987 年由日本 SQUARE 公司推出的 FC 游戏,正好当初的动漫读者与玩家成长至今与手游核心玩家群体相符合。根据伽马数据统计,2018 年二次元手游市场规模达到 190.9 亿元,核心二次元手游用户数 1 亿人,泛二次元手游用户数 2.7 亿人。核心在于判断核心二次元用户与泛二次元用户的新增数量,我国二次元用户主要来自于 80、90 以及 00 后,根据 2018 年全国人口普查结果,18-24 岁人口为 1.54 亿,占总人口占比 11.04%,假设 18-24 岁每个年龄上的人数近似相等,

根据 16-18 年，每年泛二次元新增用户数/每年年龄段人员数量约为 1.3，核心二次元新增用户数/每年年龄段人口约为 0.36，预计 2019-2022 年，核心二次元新增用户数为 1000 万，泛二次元新增用户数为 2500 万人。

因素 2: 付费率。根据 Google 与市场调研机构凯度 TNS 联合发布的《2018 年全球手游玩家深度研究报告》，75% 的核心二次元玩家和 69% 的大型多人线上游戏 (MMO) 玩家都曾付费下载手游或在手游内付费。二次元手游用户的付费率我们预计为 75%，且在长期内保持稳定 (二次元核心用户的付费意识较好)，关于泛二次元用户的付费率，我们认为基本和 RPG 与卡牌手游相似，泛二次元用户对于游戏的付费意愿较低，且 RPG 与卡牌做为泛二次元游戏较为多见的玩法，玩法决定氪金方式考虑。根据 talkingdata 统计 2017 年 Q3 各个品类的付费情况来看，射击游戏和 RPG 的付费率较高，接近在 5% 左右；其次是 SLG，其在 iOS 和 Android 平台付费率为 3.69% 和 3.93%。相比之下，模拟养成类游戏的付费率较低，iOS 和 Android 平台分别为 2.26% 和 1.89%。

图 14: 2017Q3 中国手游各游戏类型付费率



资料来源: talking data, 信达证券研发中心

因素 3: 用户付费 ARPU, 我们根据伽马数据公布的数据来看, 泛二次元用户的 ARPU 值我们预计在 2019-2022 年, 分别增长至 210/250/270/300 元每年, 核心二次元用户的 ARPU 值分别在 260/320/360/400 元, 核心二次元玩家的付费意愿较高, 付费能力提升速度预计较快, 对于泛二次元玩家来说, 其付费意愿以及付费习惯仍然在培养中, 大幅度增加单用户付费的难度较大。

表 6: 二次元手游市场规模测算

	二次元手游市场规模 (亿元)	二次元手游市场规模增速	核心二次元用户 (亿人)		泛二次元用户 (亿人)	普通玩家付费率	核心二次元付费用户数	核心二次元用户 ARPU
2016	110.3	-	0.8	0.75	2	3.0%	0.6	170
2017	159.8	44.88%	0.9	0.75	2.3	3.5%	0.68	220
2018	190.9	19.46%	1	0.75	2.7	3.8%	0.75	230
2019	239.7	25.56%	1.1	0.75	3	4.0%	0.83	260
2020E	322.125	34.39%	1.2	0.75	3.25	4.2%	0.90	320
2021E	392.58	21.87%	1.3	0.75	3.5	4.4%	0.98	360
2022E	471.75	20.17%	1.4	0.75	3.75	4.60%	1.05	400

资料来源: 信达证券研发中心测算

## 深度拆解二次元游戏成功案例

### (一) 经典案例成长回溯: 角色、剧情是玩家基础

我们以《阴阳师》、《FGO》、《崩坏三》三大长周期表现良好的二次元游戏为主要研究对象, 分析二次元游戏研运上的关键点, 给后续游戏表现预测提供一些方法论的指导。

#### 1、《阴阳师》手游: 原创 IP 破圈纪

**《阴阳师》游戏上线后表现十分优异, 长期表现相对稳定。**《阴阳师》是网易自主研发的 3D 日式和风回合制 RPG 手游, 成为网易手游新一代 IP 代表。《阴阳师》经过近 4 年的发展, “阴阳师”从一个游戏已经扩展到平安京的“阴阳师”宇宙, MOBA 手游《决战! 平安京》、萌系云养妖手游《阴阳师: 妖怪屋》、萌版集换式卡牌《阴阳师: 百闻牌》以及在研的重磅大作开放世界手游《代号: 世界》等四款衍生游戏。

**阴阳师上线即引发玩家讨论, 精美美工卡牌与高贴合度的 CV 迅速扩圈。**阴阳师的故事框架以《源氏物语》的古日本平安时代为背景设计的。游戏剧情以日本平安时代为背景, 讲述了阴阳师安倍晴明在人鬼交织的阴阳两界中, 探寻自身记忆的故事。2016 年 9 月 9 日, 《阴阳师》开启全平台公测, 公测当日畅销榜排名 24 名, 一周后上升到第 4 名, 上线半年内畅销榜排名

一直稳定在前 5。从 2017 年 3 月至 2020 年 7 月期间，畅销榜排名基本稳定在 25-30 名以上，当前仍是网易手游业绩贡献的主力军。

为什么阴阳师在近 4 年的过程中能够保持长青？我们先从浅层的运营节奏来看。在玩法上，阴阳师玩法较为轻度，主要围绕卡牌回合战斗展开，那么卡牌的推出以及游戏整体数据的平衡决定了游戏的上下限。从卡牌更新频率来看，《阴阳师》稀有卡牌更新频率稳定，稀有卡牌的更新是主要的收入催化因素。《阴阳师》游戏的卡牌原始分类为 SSR、SR 和 R 三类，其中 SSR 类卡牌为稀有卡牌。《阴阳师》于 2018 年 9 月一周年庆时首次推出 SP 阶式神（SP 阶式神只是原有式神在不同阶段的不同状态）。在《阴阳师》上线至今过程中，SSR 和 SP 类这类稀有卡牌更新频率在 2018 年后十分稳定，约一个月更新一次，每次新增一个新卡牌。在每个周年庆期间，会更新两个稀有卡牌，2017 年周年庆更新 SSR 玉藻前和 SSR 雪童子 2018 年周年庆更新 SP 少羽大天狗和 SSR 白藏主，2019 年周年庆更新 SSR 泷夜叉姬和 SP 烬天玉藻前。每次稀有卡牌更新时，《阴阳师》游戏畅销榜排名都会迅速上升，重回榜单前列，畅销榜排名与稀有卡牌类更新的时间点和频率都十分吻合，说明新卡成为玩家氪金的主要原因。

对于阴阳师来说，剧情更多的是锦上添花的作用，《阴阳师》前期主线剧情更新频率十分固定，后期更新频率十分不稳定。《阴阳师》游戏初始章节为 18 章，每个章节对应不同的解锁等级和经验加成。2017 年 3 月 31 日首次更新主线剧情。在 2017 年 3 月 31 日到 2017 年 6 月 1 日期间，更新主线剧情第 19 章至 23 章，一共 5 章，更新频率十分稳定，为两周更新一次。于半年之后，2018 年 1 月《阴阳师》更新主线剧情第 24 章，在 2018 年内共更新 5 个主线剧情，更新频率十分不稳定。2018 年 12 月连续更新第 27 和 28 两章，此次为《阴阳师》最后一次更新主线剧情，此后不再更新主线剧情。这一点，由于阴阳师作为原创 IP 剧情，剧情的推进需要团队文案组的构想，在难度上要高于已有相关 IP 的二次元游戏。

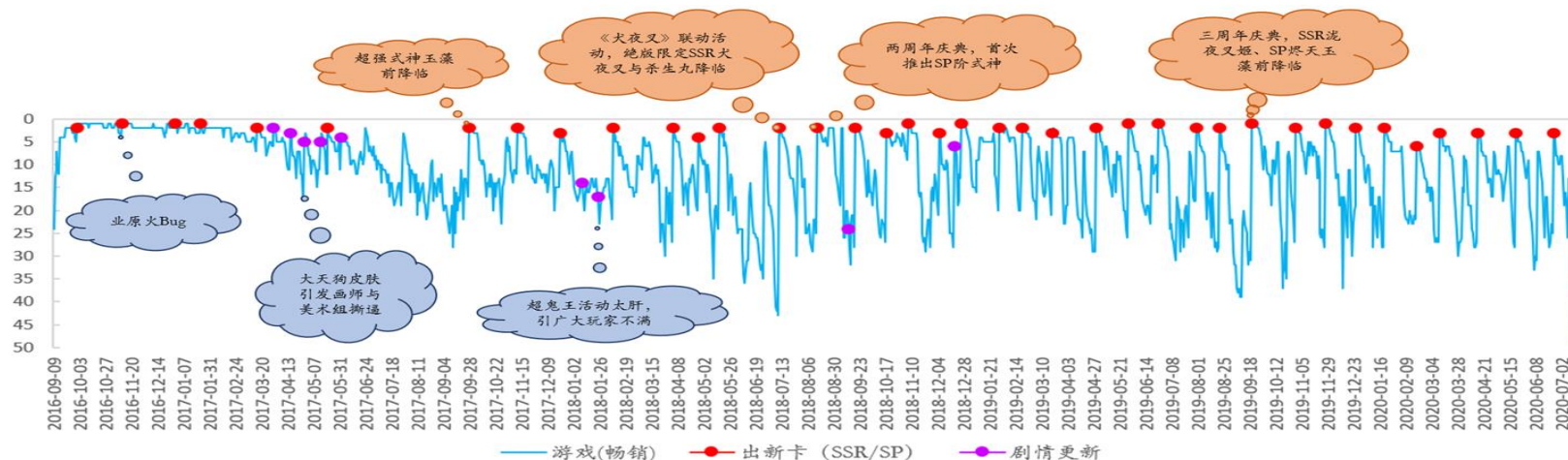
从运营方面来看，《阴阳师》运营初期频发负面事件，后期运营在不断试错中改善成熟。2017 年初《阴阳师》发生“业原火 Bug”事件，在业原火副本活动中存在 Bug，部分玩家可以利用 Bug 刷出大量的 6 星御魂，这严重损害了氪金玩家的利益，随后官方进行了紧急维护和改动，这是《阴阳师》第一次大规模惩罚和回档，引发了一大波退坑潮流。2017 年 5 月发生大天狗新皮肤事件，新皮肤恶评如潮，大量玩家表示不满，引发画师黄嘉伟与美术组开撕，最终以黄嘉伟离开《阴阳师》结束该事件。2018 年 1 月《阴阳师》推出超鬼王新活动，但游戏设定肝度太强，并且与其他服不一致，引起了广大玩家的抵制。在 2018 年之后，《阴阳师》游戏总体运营大幅改善，鲜少发生极端恶性事件。

女性玩家占比高的游戏与女性向游戏并不完全等同。但《阴阳师》、《王者荣耀》等注重社交黏性与美术剧情的游戏确实为国内女性向游戏市场发展起到极强的推动作用，令市场逐步认识到女性玩家的潜力。

2013 年，专注于女性用户的橙光游戏平台上线，用户可在平台产出文字交互类游戏内容并分享。虽然平台产品众多且质量良莠不齐，单款产品用户量、商业化程度及玩法丰富度相对有限，但从题材和用户群体方面，为国内女性向游戏的发展埋下了伏笔。7 月，叠纸网络（原暖暖游戏）研发，猎豹移动（原金山网络）发行的换装游戏《暖暖环游世界》，是国内较早关于女

性向游戏的尝试。作为暖暖系列第二款产品（首代产品《暖暖的换装物语》并未获得市场足够关注度），这款游戏以清新柔和的画风，精致考究的细节，获得一众女玩家的好评，也为续作《奇迹暖暖》奠定了用户口碑和市场期望值。2017年12月，《恋与制作人》上线，真正成为游戏市场现象级爆款，上线当月即登顶 App Store 畅销榜，下载量超 700W，DAU 超 200W。

图 15:《阴阳师》畅销榜排名



资料来源：《阴阳师》游戏官方网站，七脉数据、信达证券研究所

## 2、《FGO》：二次元手游王者，为爱发电

《FGO》上线后表现较好，畅销榜排名变化幅度较大，但总体较稳定。《Fate/Grand Order》是TYPE-MOON发行的角色扮演类手机游戏，国内的发行商是B站。游戏的背景是“圣杯战争”，故事围绕着七个不同的时代和七个圣杯展开。《FGO》于2015年7月30日在日本Android版上线，并于2016年9月29日在中国大陆正式上线IOS版。《FGO》国服上线首日畅销榜排名为第22名，上线后至2020年7月排名波动十分频繁，且波动幅度较大，最低排名达到第189名。但总体排名较靠前，65%的时间排名在前50名，94%的时间排名保持在前100名。

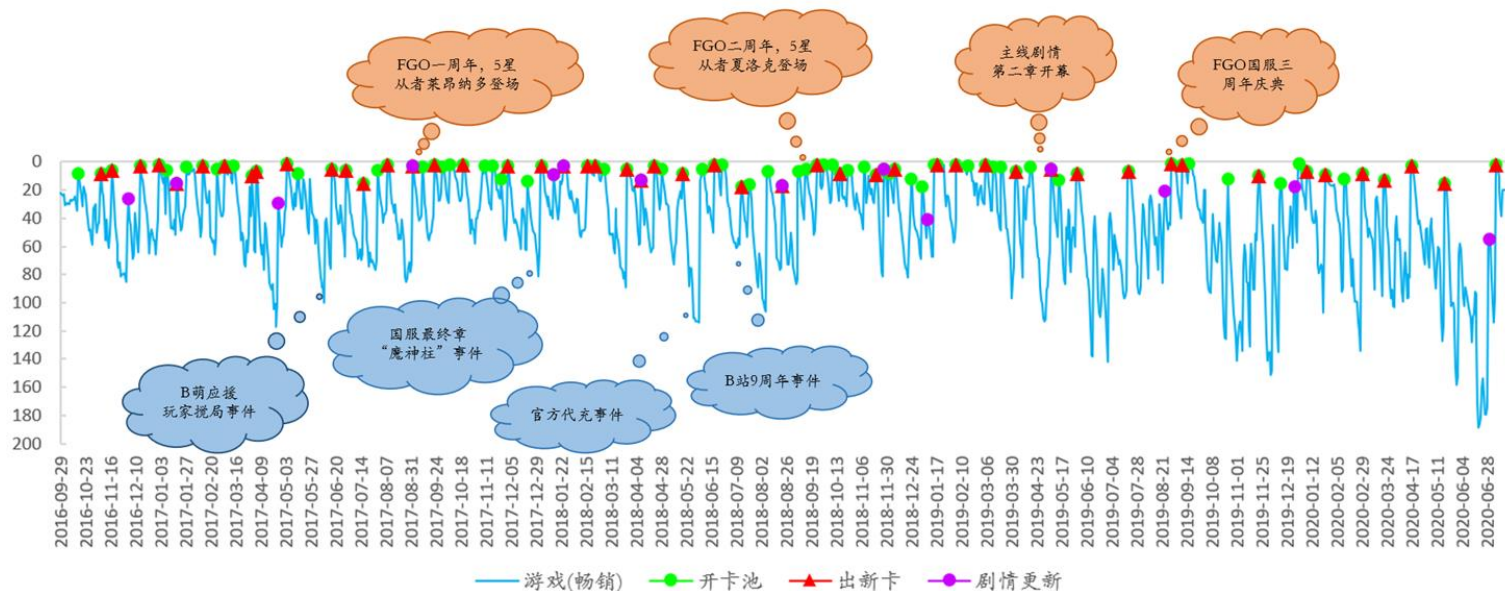
FGO与阴阳师玩法类似，卡牌的更新也是氪金的关键点。不同于阴阳师的点在于，《FGO》卡牌更新频率不固定，但限定卡池开启频率相对固定，限定卡池的开启是游戏的主要收入催化因素。《FGO》的从者按照星级划分，可分为1星到5星五个星级。其中，一星二星从者基本在完成引导新人熟悉游戏性的使命后，就很难再有出场的机会，因此游戏出新卡时主要是3星、4星和5星从者。FGO中从者的战力与星级没有直接关系，星级代表的是稀有度，5星从者的稀有度最高。《FGO》的日常维

护更新以活动为主，大部分活动的开展会伴随限定卡池的开启，限定卡池的开启频率比较固定，约 2 周开启一次。在一些关键的时间节点通常有新卡出场，如一周年庆典时 5 星新从者莱昂纳多登、二周年庆典时 5 星新从者夏洛克登场等等。限定卡池的开启都能使游戏畅销榜排名大幅度上升至顶点，限定卡池的开启时间能在很大程度上与游戏畅销榜排名的顶点相契合。

**《FGO》主线剧情根据 IP 漫画来源开展进度，更新进程稳定。**《FGO》游戏初始剧情章节只有两章，主线剧情根据同 IP 漫画和动漫改编，官方漫画为《从漫画了解 FGO》，官方动漫视频在 B 站发布，大概在动漫视频发布 3-5 天后更新游戏主线剧情。2016 年 12 月《FGO》开始更新主线剧情第三特异点，至 2018 年 1 月更新到第七特异点；从 2018 年 4 月到 2019 年 1 月共更新 4 个亚种特异点；在 2019 年 5 月 6 日，《FGO》开启第二部主线剧情，至 2020 年 7 月第二部更新至第 4 章剧情。主线剧情更新频率约 3 个月更新一次，目前有逐渐变慢的趋势。《FGO》主线剧情的更新通常会伴随限定卡池的开启，因此也会使得游戏畅销榜排名增加。

**《FGO》在运营前期也产生一些摩擦，但玩家忠诚度依然可观。**2017 年 8 月发生的 B 萌应援玩家搅局事件。2018 年 1 月，《FGO》发生“魔神柱”事件，因为服务器问题，玩家一直不能稳定在线。2018 年 5 月，国服运营陆续开展对第三方代充的打击，但在随后的 6 月 1 日推出了官方第三方代充服务。2018 年 7 月发生的“B 站 9 周年”事件，在 B 站的周年活动中，几乎所有 B 站代理或者运营的游戏都会回馈玩家不错的福利，《FGO》却没能参加。上线初期的运营问题也在不断的修正改进当中

图 16: FGO 畅销榜排名



资料来源：《FGO》游戏官方网站，七麦数据，信达证券研究所

### 3、《崩坏3》：国产二次元良心制作

《崩坏3》上线后总体表现稳定，但优异成绩出现次数较少。《崩坏3》是由米哈游制作发行的一款角色扮演类手机游戏，游戏讲述了世界受到神秘灾害“崩坏”侵蚀的故事，玩家可扮演炽翎、白夜执事、第六夜想曲等女武神，去抵抗崩坏的入侵，维护好这个世界的和平。游戏拥有圣痕系统、女武神等战斗培养元素，还引入乱斗竞速、舰团战等 PVP 玩法该作于 2016 年 10 月 14 日全平台公测。公测首日畅销榜排名第 18，上线至 2020 年 7 月排名保持在前 100，呈现有规律的上下波动，波动顶点大多在 10 到 20 名之间，较少达到前 10。

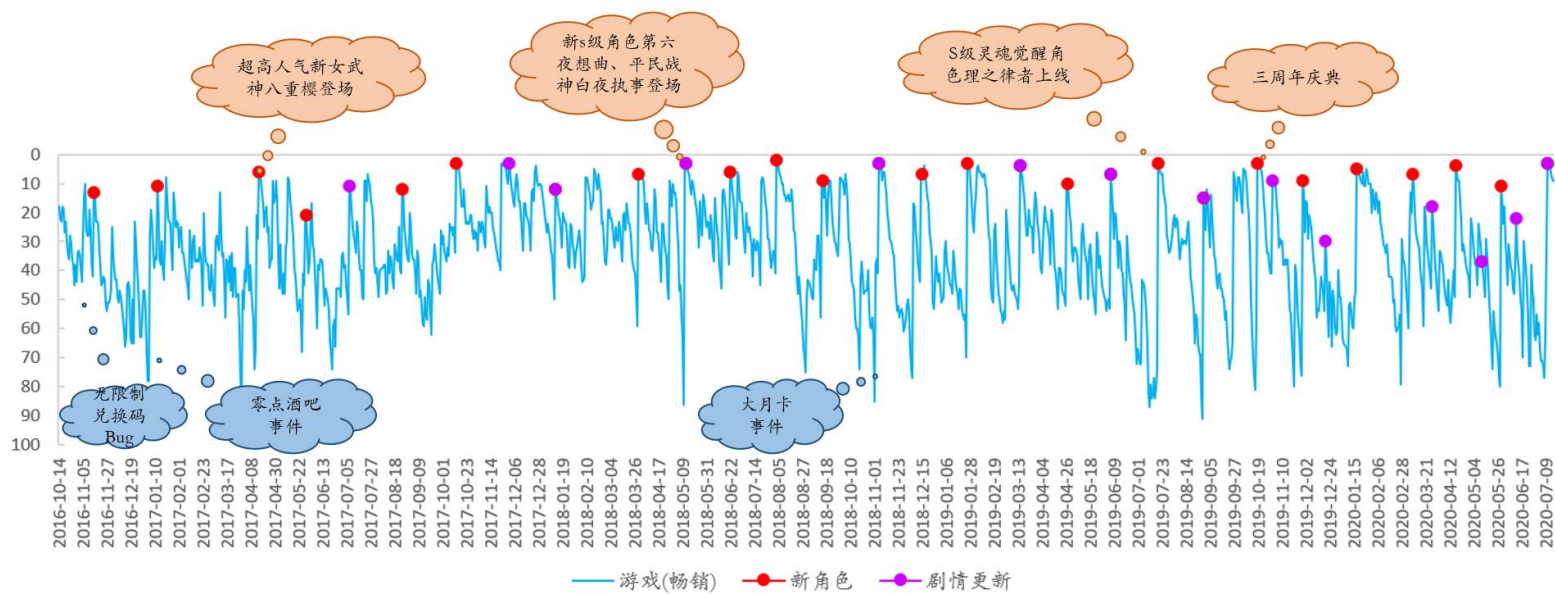
《崩坏3》新角色更新是游戏主要的收入催化因素，新女武神或者 S 级新角色登场能让游戏畅销榜排名迅速上升。《崩坏3》开服初始有琪亚娜、芽衣、布洛尼亚和姬子 4 位女武神，随后陆续有八重樱、德丽莎、符华等多位女武神登场，至 2020 年 7 月一共 13 位女武神。女武神的更新会让游戏畅销榜排名大幅度上升，尤其是高人气的新女武神，如 2017 年 4 月 15 日，超

高人气新角色八重樱登场，让游戏畅销榜迅速上升到第 6，达到历史新高。除了新的女武神的登场，游戏日常更新活动是新角色登场，新角色是指新的女武神装甲，一位女武神可以拥有多个不同的女武神装甲，新角色更新的时间点和频率与游戏畅销榜排名波动的顶点相吻合。女武神装甲按照评价分为 B 级、A 级、S 级、SS 级和 SSS 级 5 个等级，其中 SS 级和 SSS 级只能通过升级得到。通过合成得到的 S 级角色战力往往弱于初始 S 级角色，因而初始 S 角色的登场也会使得游戏畅销榜排名大幅度上升。如 2018 年 5 月 11 日，卡莲 S 级新装甲第六夜想曲出场，当日畅销榜排名较前日上升 82 名，达到第 4。2019 年 7 月 19 日，S 级灵魂觉醒角色理之律者出场，当日畅销榜排名较前日上升 71 名，达到第 3。

《崩坏 3》剧情虽有 IP 来源，但更新频率并不稳定，且游戏剧情质量不佳。《崩坏 3》在 2016 年 10 月开服时的初始剧情为 4 个章节，在 2017 年 7 月开始更新主线剧情第 5 章，至 2020 年 7 月更新到第 18 章，剧情的更新频率在 2018 年之前为不定时更新，从 2018 年末开始，剧情更新频率逐步加快。《崩坏 3》剧情常常伴随着新角色的出场，能够达到游戏畅销榜顶点，但大多数没有新角色出场只有剧情更新的时候，并不能到达畅销榜顶点。《崩坏 3》的剧情分为 3 层，最上层是官方视觉小说《逆熵》，第二层是官方漫画，最后是游戏剧情，游戏中的剧情只有角色间少量的对话，绝大多数的人物塑造、故事背景都在游戏剧情中均没有涉及到，只出现在官方漫画和小说中。

《崩坏 3》运营情况总体不佳，多个恶性事件使得游戏口碑逐渐下滑。《崩坏 3》在游戏初期，经历了兑换码无限制兑换重大 Bug 事件，官方当机立断及时进行修复、道歉并补偿。随后 2017 年 1 月 12 日，发生了零点酒吧事件，首次登场 UP 的卡牌玩家实际抽到的几率远远低于官方公布的几率 0.98%。2018 年 11 月，发生了《崩坏 3》史上最恶劣的事件——大月卡事件，大月卡是一款增加概率的外挂，后续官方处理不当，导致大批玩家的不满。《崩坏 3》的运营落后于《阴阳师》与《FGO》，流失大量玩家，也反映在了游戏整体收入上。

图 17: 崩坏 3 畅销榜排名



资料来源: 《崩坏3》游戏官方网站, 七脉数据, 信达证券研究所

从《阴阳师》、《崩坏3》、《FGO》三款游戏上线至今的排名以及运营情况来看, 我们可以从表层得出以下结论: 1) 游戏的业内一流的美术与音乐制作, 是二次元游戏产品质量的基本保证, 美术画风的稳定性以及剧情推进的稳定性能决定了游戏上线短期内流水表现的下限。2) 在运营阶段, 如何保证新的卡牌进入游戏并且不影响整体数值平衡, 经得起折腾、可持续发展的底层数值框架决定游戏运营的上限。3) IP 的泛娱乐化能够实现游戏从核心玩家成功出圈。

## (二) 拆解二次元游戏研发层面: 角色为基, 剧情为纲

二次元游戏在研发过程中最重要的三个部分分别是角色、故事剧情和游戏世界观。从研发人员构架的角度来看, 世界观-故事剧情-角色逻辑下, 游戏研发者首先需要构建一个整体的游戏世界观, 然后在游戏世界中创造故事剧情, 最后在故事中塑造游戏角色, 做到故事剧情在有游戏世界观中的自洽性和角色在故事剧情中的自洽性。另一方面, 从玩家感受的角度来看, 从表层的角色-剧情-深度的游戏世界观, 与玩家关系最密切是游戏中的角色, 然后玩家通过剧情感受游戏角色之间发生的故事, 最后在整个游戏中体会到游戏世界观。我们沿着“角色-故事剧情-游戏世界观”的线索去剖析二次元游戏研发的关键要素。

图 18: 角色、故事剧情与游戏世界观的关系

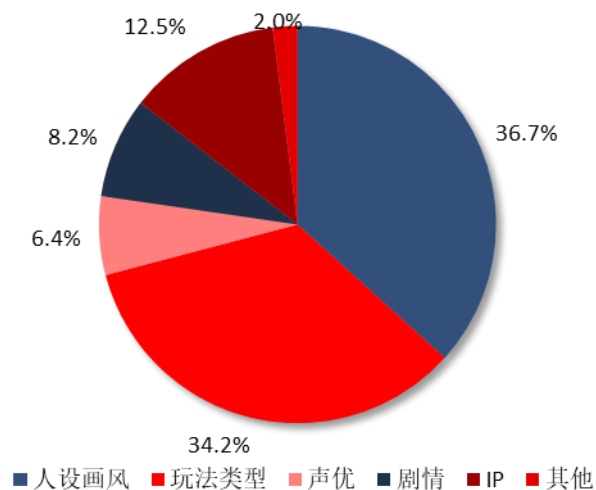


资料来源：信达证券研究中心整理

### 1、角色：虚拟人物热爱催化氪金

对于二次元游戏来说，游戏角色是游戏中玩家最关注的部分。关注角色的原因在于：1) 玩家在游戏中大部分时间是在操控游戏角色；2) 玩家大部分是和游戏角色产生情感连接；3) 从氪金的角度，购买新皮肤与换装等商业化手段基于角色；4) 游戏IP的延续需要角色。根据调研(具体的数据来源)，2019年二次元IP游戏用户最关注的点是游戏的人设画风，占比为36.7%，其次是玩法，并且用户对声优的关注也较高，占比为6.4%，角色的人设画风加声优，占比超过40%，远高于其他内容。

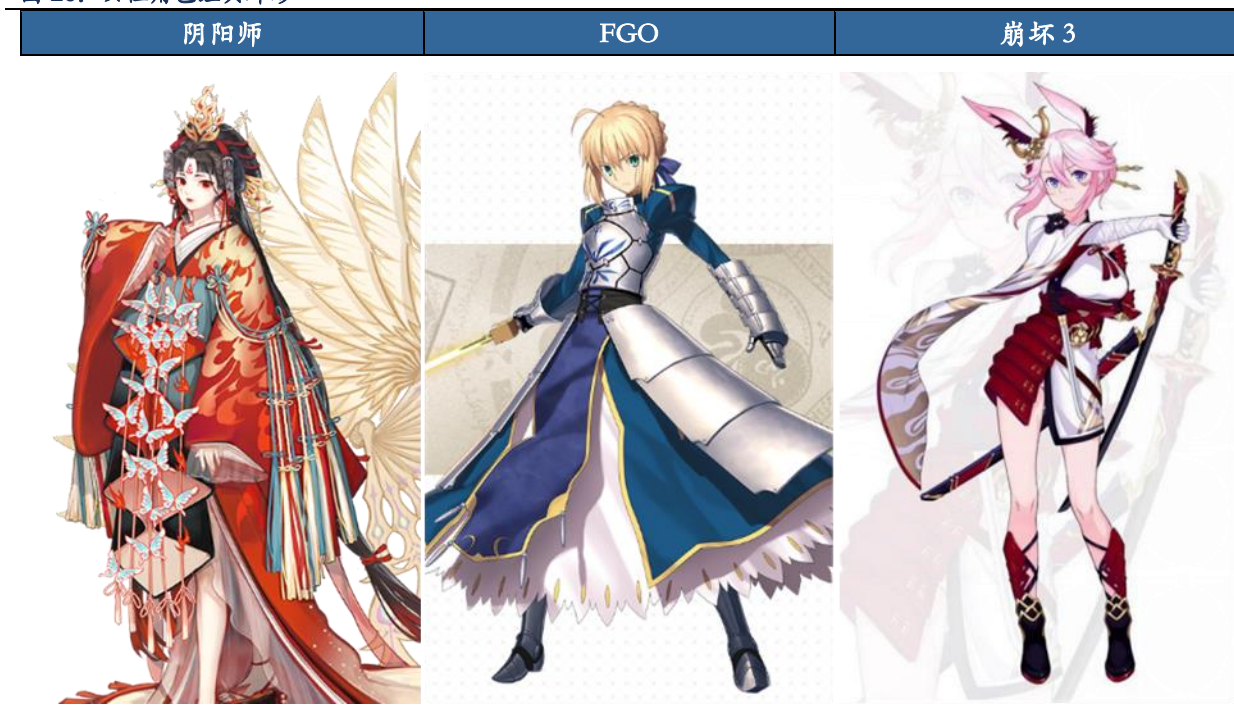
图 19：2019 年二次元 IP 游戏用户关注点



资料来源：2020年游戏峰会黄一峰分享演讲、信达证券研究中心

二次元游戏的角色往往具有十分鲜明的外形特征，是现实人物形象的理想化和美化版本。二次元游戏中的人物角色使得玩家在视觉上能够获得很大程度上的满足感，同时也根据不同的故事背景各具特色，很难给玩家出戏的感觉。《阴阳师》的角色形象有着浓重的古典和风色彩，发型、妆容精致，服装十分华丽；《FGO》、《崩坏3》游戏中的角色形象则具有明显的战斗风格。

二次元游戏中的角色外形特征也针对不同喜好的玩家定制不同的类型，尽可能的网罗多元喜好的玩家。女性角色常见的类型有活泼可爱的类型，如《阴阳师》中的缘结神、小公主辉夜姬和超萌的金鱼姬，以及《FGO》中的伊丽莎白、童谣，和《崩坏3》中的琪亚娜、布洛尼亚等角色；还有女神类型，如《阴阳师》中的绝美的不知火、彼岸花，《FGO》中的贞德、玛丽王妃，以及《崩坏3》中的八重樱和芽衣；高冷御姐类型热度也十分高，阴阳师中的青行灯，妖刀姬被玩家称为“灯姐”和“刀姐”，还有《FGO》中的哈斯卡、《崩坏3》中的无量塔姬子也是典型的御姐角色。除了女性角色，男性角色也有不同的类型，常见的有清爽秀气的小帅哥类型，如《阴阳师》中的小鹿男、白藏主和《FGO》中的高文、丘林；还有沉着严肃的冷峻类型，如《阴阳师》中的一目连和荒，以及《FGO》中的英雄王吉尔伽美什和岩窟王；邪魅猖狂的类型，如《阴阳师》中的荒川之主和八岐大蛇，和《FGO》中坂田金时。

**图 20: 女性角色经典外形**


资料来源:《阴阳师》、《FGO》、《崩坏3》官网、信达证券研究中心

**图 21: 男性角色经典外形**




资料来源:《阴阳师》、《FGO》、《崩坏3》官网、信达证券研究中心

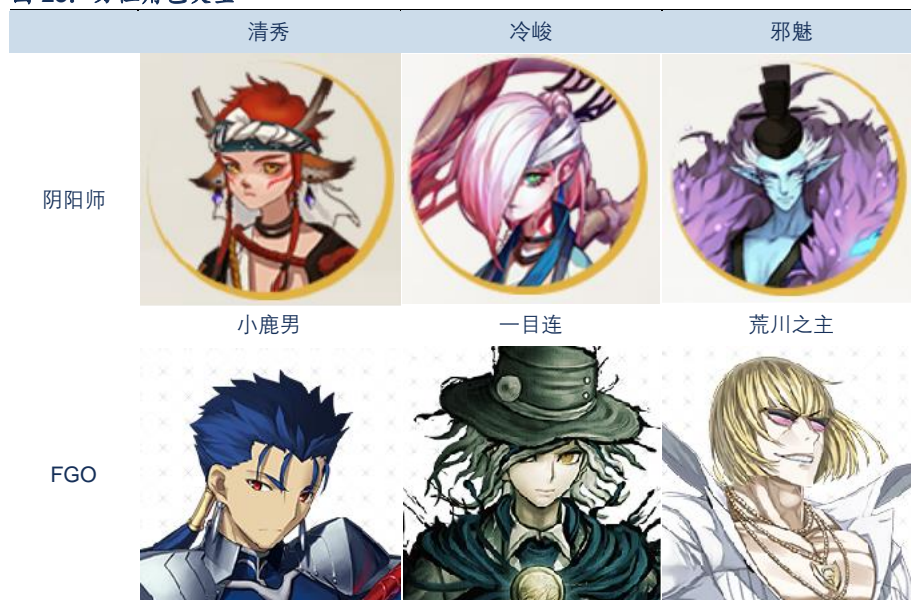
图 22: 女性角色类型





资料来源:《阴阳师》、《FGO》、《崩坏3》官网、信达证券研究中心

图 23: 男性角色类型



库·丘林	岩窟王	坂田金时
------	-----	------

资料来源:《阴阳师》、《FGO》、《崩坏3》官网、信达证券研究中心

角色外形的体现主要是由美术制作,优质的画师团队能够在一定程度上保证高质量稳定产出优质角色。《阴阳师》的原画师黄嘉伟,有《冷冻街》、《孤儿院》、《远方都市》等知名漫画作品,凭借作品《ZAYA》获得第三届国际漫画大奖。黄嘉伟被称为《阴阳师》的奠基人之一,大天狗、酒吞童子、荒、万年竹等诸多超高人气角色均出自黄嘉伟之手。《FGO》的核心角色设计师为武内崇,和奈须蘑菇同为“TYPE-MOON”的核心人物。《FGO》中人气爆棚的阿尔托莉雅·潘德拉贡、贞德以及冲田总司,还有正派女主角玛修都是出自武内崇之手。《崩坏3》的美术指导是贺甲,专攻PBR、NPR卡通渲染、过程动画及可交互物理等实时渲染领域,致力于使用Unity做出高品质的卡通CG渲染。

**表 7: 游戏美工制作团队**

	类型	美术制作
阴阳师	3D	原画师黄嘉伟
FGO	2D	核心角色设计师武内崇
崩坏3	3D	美术指导贺甲

资料来源:各游戏官网,信达证券研究中心整理

二次元游戏中的角色除了外形,声音也十分重要,二次元游戏通常会邀请优秀的声优为其游戏角色进行配音,一方面也是保证配音质量,另一方面也是让玩家更熟悉。二次元游戏聘请的声优重合度很高,女性声优中有如钉宫理惠这样的高人气声优,钉宫理惠是《银魂》中神乐的配音声优,在二次元游戏中也有较多配音角色,如《阴阳师》中的神乐、《FGO》中的织田信长、《崩坏3》中的琪亚娜,还有《蔷薇少女》中真红的配音者,高人气声优泽城美雪,在二次元游戏中也有很多的配音角色,如《阴阳师》中的八百比丘尼、《FGO》中的俄里翁、《崩坏3》中的芽衣,还有水树奈奈、碧木悠、仓佐绫音等多位人气声优。男性声优中,有《灌篮高手》中流川枫的配音者绿川光、《银魂》中高杉晋助的配音者子安武人等优秀的声优,他们在《阴阳师》和《FGO》都有很多配音角色。

**表 8: 女性声优**

	钉宫理惠	泽城美雪	水树奈奈	悠木碧	佐仓绫音	雨宫天	早见沙织
经典动漫	《银魂》	《蔷薇少女》	《HeartCatch 光之美少女!》	《便·当》	《请问您今天要来点兔子吗?》	《一周的朋友》	《果然我的青春恋爱喜剧有问题》
配音作品	(神乐)	(真红)	(花咲蕾)	(白粉花)	(保登心爱)	(藤宫香织)	(雪之下雪乃)
	《灼眼的夏娜》	《刀剑神域》	《火影忍者》	《魔法少女小圆》	《Charlotte》	《Tokyo Ghoul》	《我的妹妹不可能这么可爱》

	(夏娜)	(朝田诗乃)	(日向雏田)	(鹿目圆)	(友利奈绪)	(雾岛董香)	(新垣绫濑)
	《零之使魔》	《野良神》	《白色相簿》	《七大罪》	《我的英雄学院》	《斩!赤红之瞳》	《因为太怕痛就全点防御力了》
	(露易丝)	(毘沙门天)	(绪方理奈)	(黛安)	(丽日御茶子)	(赤瞳)	(霞)
	《旋风管家》	《宅男腐女恋爱真难》	《血界战线》	《刀剑神域》	《BanG Dream!》	《七大罪》	《终结的炽天使》
	(三千院凪)	(小柳花子)	(米歇拉·沃奇)	(绀野木绵季)	(美竹兰)	(伊丽莎白·里昂妮丝)	(柊筱娅)
阴阳师	神乐、孟婆	八百比丘尼、三尾狐	青行灯、桃花妖	蝴蝶精、鲤鱼精	虫师	缘结神	花鸟卷
FGO	织田信长、克利奥帕特拉	俄里翁、莫德雷德、南丁格尔	长尾景虎	冲田总司、酒吞童子、提亚马特、	女王梅芙、宫本武藏、望月千代女	瓦尔基里	牛若丸、莉莉丝
崩坏3	琪亚娜-卡斯兰娜系列	雷电芽衣系列	卡莲-卡斯兰娜系列	丽塔-洛丝薇瑟系列	八重樱系列		

资料来源: 各游戏官网, 信达证券研究中心

表 9: 男性声优

	福山润	岛崎信长	子安武人	中井和哉	绿川光	铃村健一	中村悠一
经典动漫	《叛逆的鲁鲁修》	《Free!》	《银魂》	《银魂》	《灌篮高手》	《银魂》	《阿松》
配音作品	(鲁路修)	(七瀬遥)	(高杉晋助)	(土方十四郎)	(流川枫)	(冲田总悟)	(松野空松)
	《暗 O 教室》	《刀剑神域 Alicization》	《JOJO 的奇妙冒险》	《海贼王》	《新机动战记高达 W》	《假面骑士电王》	《冰菓》
	(章鱼老师)	(尤吉欧)	(迪奥)	(罗罗诺亚·索隆)	(希罗·尤尔)	(龙塔罗斯)	(折木奉太郎)
	《阿松》	《钻石王牌》	《白色猎人》	《战国 BASARA》	《在下坂本, 有何贵干?》	《驱魔少年》	《排球少年》

	(松野一松)	(降谷晓)	(藤宫兰)	(伊达政宗)	(坂本)	(拉比)	(黑尾铁朗)
	《黑执事》	《黑色五叶草》	《Keroro 军曹》	《混沌武士》	《SSSS.GRIDMAN》	《黑子的篮球》	《魔法科高中的劣等生》
	(格雷尔·萨特克利夫)	(由诺)	(Kururu 曹长)	(无幻)	(古立特)	(紫原敦)	(司波达也)
阴阳师	茨木童子、奴良陆生	妖狐、妖琴师	荒川之主、灯笼鬼	鬼使黑	一目连	鬼使白	白童子
FGO	始皇帝	阿周那、岩窟王	汉斯·克里斯蒂安·安徒生、梅菲斯托费勒斯、奥兹曼迪亚斯	库·丘林、贝奥武夫	迪尔姆德·奥迪纳、赤兔马	藤太、所罗门	大卫

资料来源：信达证券研究中心整理

## 2、故事：构建二次元游戏世界的基础

二次元游戏通过故事剧情将玩家带入游戏世界观，让玩家更具有使命感。角色在一定的剧情下的动作选择，传达除了游戏研发底层的世界观。拯救世界与人物成长一直是二次元游戏甚至是二次元故事的内核。二次元的游戏世界观通常都是世界遭到妖魔、鬼怪、不明生物的破坏或因其他原因面临毁灭的危险，游戏玩家需要通过战斗来维护世界的安定。不同的游戏设定的背景不同，有的是建立在架空的背景中，有的则偏向于现实。《阴阳师》的故事背景不完全架空，有一定的历史神话故事基础，游戏世界观是战胜妖怪，维护阴阳两界平衡。《FGO》和《崩坏3》的世界观类似，故事背景完全架空，是标准的拯救世界类型世界观。

表 10：故事背景与人物设定

	故事背景	人物设定
阴阳师	故事发生在人鬼共生的年代，原本属于阴界的魑魅魍魉，潜藏在人类的恐慌中伺机而动，阳界的秩序岌岌可危。世间有一群懂得观星测位、画符念咒，可以跨越阴阳两界，支配灵体的阴阳师，他们各尽所能，为了维护阴阳两界的平衡赌上性命战斗。	阴阳师：游戏中的玩家所扮演的角色，其职责就是退治妖怪，玩家角色与被收服的式神作为作战单位一同参与到战斗中； 式神：被阴阳师所役使的灵体，在游戏中作为阴阳师玩家角色的作战单位。
FGO	《FGO》的游戏背景是“圣杯战争”，游戏开始于人烟绝迹标高 6000 公尺雪山之中的迦勒底，主角以某计划所募集的 48 位御主最后一人的身份，来到者，踏上执行 7 个圣杯探索任务的旅途；	主人公：玩家在该游戏中扮演的角色，使用英灵召唤系统“命运”召唤从山之中的迦勒底，主角以某计划所募集的 48 位御主最后一人的身份，来到者，踏上执行 7 个圣杯探索任务的旅途；

	了这里。目标为收集强大的从者角色卡牌来完成游戏中的圣杯计划。	从者：受玩家指挥进行战斗的角色，在战斗中，玩家一次可派三名从者上场。
崩坏3	《崩坏3》的游戏背景是在不远的未来，神秘的灾害“崩坏”侵蚀了世界，被崩坏感染的人类，变成了“死士”，它们和怪物“崩坏兽”，一同对这个世界造成了巨大的威胁。唯一可以抵抗崩坏的，只有一些拥有“崩坏抗体”的少女，只有由她们组成的“女武神”部队。	舰长：游戏中玩家的统一称号，负责指挥操作女武神，还可以消耗自身资源来增强女武神的战斗力； 女武神：拥有“崩坏抗体”的少女们，勇敢的少女们穿上冰冷的机甲，拿起沉重的武器，为守护世界与崩坏战斗着。

资料来源：《阴阳师》、《FGO》、《崩坏3》官网、信达证券研究中心

不同游戏剧情的质量和更新速度不同，拥有 IP 资源并且游戏剧情与漫画剧情连接紧密的二次元游戏运营稳定性更新好。《阴阳师》的剧本由日本编剧公司“Qualia”负责。《阴阳师》剧情和开场动画对游戏背景进行了大量的介绍，故事与游戏角色的性格特点十分贴合，游戏中许多角色在日本神话中都出现过，玩家的接受程度普遍较高。尽管剧情有许多传说和历史沉淀的支持，但是由于没有 IP 的支持，原创剧本在更新的节奏上会有一些缺陷，难以做到稳定更新。《FGO》的主编剧为奈须蘑菇，奈须蘑菇是日本知名脚本家与小说家，除了奈须蘑菇，《FGO》的编剧还有东出佑一郎，樱井光等人。《FGO》在游戏中对游戏的故事背景设定，角色的人物特点等都做了详尽的描述，让玩家尤其是新玩家能够迅速理解并进入游戏中。由于剧本有 IP 漫画支持，游戏主线剧情的更新相对稳定，在运营稳定性上更好。《崩坏3》是基于崩坏系列开发出来的，尽管也有崩坏系列漫画的加持，但是更新的速度并不是非常稳定，逐渐加快，关键是《崩坏3》的游戏中并没有对游戏背景、人物出处、人物特点等进行交代。游戏中由于缺乏有效剧情，游戏角色的台词都是无意义的固定句式，在战斗或其他场景中自动播放，玩家无法感受游戏角色的变化，缺乏情感带入。

表 11：三款游戏编剧团队

	编剧
阴阳师	日本编剧公司“Qualia”
FGO	主编剧奈须蘑菇
崩坏3	无（游戏文案组负责）

资料来源：游戏官网，信达证券研究中心

### 3、玩法：微创新和多元化玩法融合

二次元游戏的玩法一直是以轻度为主，重度二次元游戏对于目前国产二次元游戏的驱动力并不是玩法，玩法上的趋势是在原有玩法上进行微创新以及融合多种玩法。对于游戏开发者来说，玩法层面的突破式创新难度大，且是个不确定性的事件，效率较低，风险较高。目前二次元研发厂商更注重在原有玩法的基础上进行微创新，既保留了原有流行玩法的精髓，又加入不同的元素，给玩家新鲜感；尝试在玩法层面融入了一些不同的设计和新的理念，增加了玩法的深度和趣味性，让玩法更加多元化。《阴阳师》、《FGO》和《崩坏3》在玩法上都是以经典的卡牌养成为基础，但是在卡牌养成模式中有不同的创新，融合了不同的玩法。

《阴阳师》的核心玩法系统以卡牌养成系统和战斗系统为主，还加入了多项社交元素。《阴阳师》的玩法核心系统中最主要的部分是养成系统和战斗系统，养成系统中阴阳师、式神和御灵分别有不同的等级和升级路径，角色作用就是加入战斗，进入战斗系统，《阴阳师》的战斗系统分为 PVE 和 PVP 两种模式，在战斗中可以获得经验，让角色升级，养成系统与战斗系统密不可分。不同的是《阴阳师》还有社交系统，其中社交系统主要是 LBS 鬼王虚拟定位、阴阳寮和悬赏封印，在社交系统中，玩家可以体会像其他社交软件类似的群聊功能，此外还增加了弹幕系统，迎合二次元玩家的喜好。由于自身研发商网易在社交系统方面相较于腾讯等较为劣势，因此社区系统存在但对游戏整体的贡献并不是很大。

图 24:《阴阳师》核心玩法系统



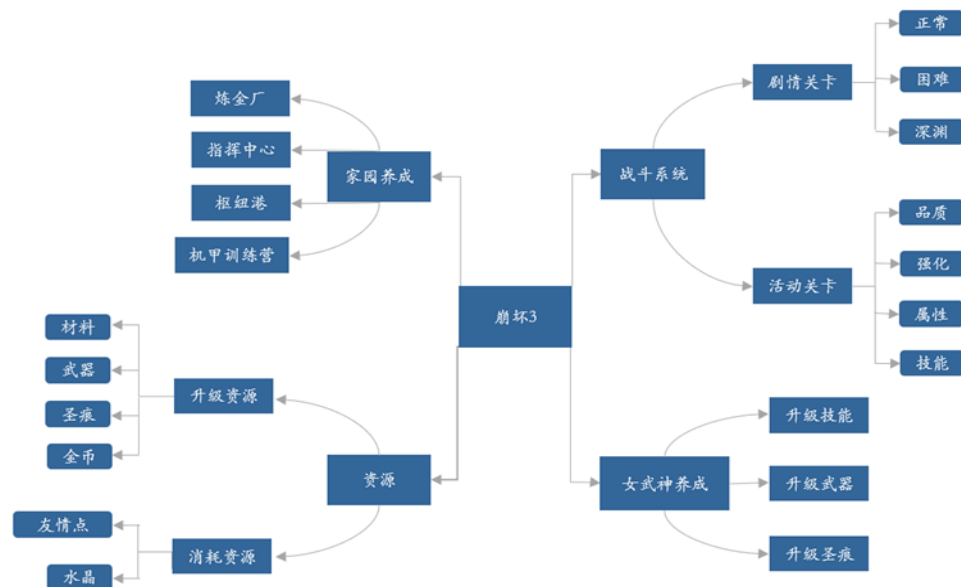
资料来源: 信达证券研究中心整理

《FGO》的玩法以经典的卡牌养成系统和战斗系统为主，舍弃了社交功能。《FGO》的核心玩法系统中主要的部分也是养成系统和战斗系统，在养成系统中，从者、宝具、礼装等都分别有各自的强化途径，战斗系统主要是活动副本、日常副本、剧情副本和从者任务，玩家在战斗系统中获得不同的材料和经验加成，经验加成能够促进养成系统中从者、宝具等升级，材料可以进行兑换、召唤从者等。《FGO》中没有社交系统，因为《FGO》的研发团队是日本本土，日本本土主机游戏的特征使得游戏社交属性基本没有。

**图 25: 《FGO》核心玩法系统**


资料来源: 信达证券研究中心整理

《崩坏 3》在养成系统进行了创新，加入家园养成系统，丰富了传统卡牌养成玩法的内容。《崩坏 3》的核心玩法系统中也是以养成系统和战斗系统为主，养成系统分为两个部分，一个是经典的卡牌养成的过程，另一部分则是家园养成，家园养成系统是《崩坏 3》在玩法上的创新，家园系统中的各个部分也可以进行升级，并且能够辅助女武神养成系统的升级任务。同时《崩坏 3》的战斗系统操作性更明显，技能释放炫酷，打击感十足。

**图 26: 《崩坏 3》核心玩法系统**


资料来源: 信达证券研究中心整理

卡牌养成是二次元游戏商业化的关键要素，二次元游戏主要以抽卡的形式向玩家收费，稀有卡牌往往人气最高，但抽取概率最低。不同的角色在战斗时的杀伤力、基础数值等都不一样，在战斗中有着更高的杀伤力的角色，往往更受玩家的喜爱。除了战斗数值，一些卡面更漂亮，人设更招人喜欢的角色也更受玩家的青睐。二次元游戏将角色分成不同的等级，越高的等级，通常热度更高，更受玩家的喜爱。不同等级对应的抽卡概率不同，越是强度高、热度高的卡牌，越是稀有，抽取概率越低，玩家为这些角色氪金越多。在《阴阳师》中主要以 R 阶式神、SR 阶式神和 SSR 阶式神为主，抽取的概率分别为 79%、28% 和 1%，单价为 20 元一次，抽出 SSR 阶式神的平均费用为 2000 元。《FGO》中从者按照星级可以分为 5 个等级，其中 1 星和 2 星从者主要是辅助玩家熟悉游戏关卡，在之后便很少出场，因此主要是以 3 星、4 星和 5 星从者为主，抽取的概率分别是 40%、3% 和 1%，抽取单价为 18 元，抽到 5 星从者的平均费用为 1800 元。《崩坏 3》的卡池设计有所不同，不仅有角色，还有角色碎片，在角色的抽取概率中，B 级、A 级和 S 级女武神分别对应 5.5%、10.61% 和 1.33%，抽取单价为 28 元，抽到初始 S 级女武神的概率为 2100 元。三个游戏的卡牌概率设计相似，最稀有卡牌的概率最低，抽取到最稀有卡牌的平均费用都在 2000 元左右。

**表 12: 三款游戏抽卡概率与氪金情况**

	抽卡概率			抽卡单价	抽出最稀有卡牌平均费用
阴阳师	R 阶式神	SR 阶式神	SSR 阶式神	100 勾玉 (20 元)	2000 元
	79%	28%	1%		
FGO	3 星从者	4 星从者	5 星从者	3 圣晶石 (18 元)	1800 元
	40%	3%	1%		
崩坏 3	B 级女武神	A 级女武神	S 级女武神	280 水晶 (28 元)	2100 元
	5.50%	10.61%	1.33%		

资料来源: 信达证券研究中心整理

#### 4、音乐: 音乐制作锦上添花

除了美术制作, 二次元游戏的音乐制作对于游戏的品质提升也至关重要。《阴阳师》、《FGO》和《崩坏 3》的音乐制作团队均十分强大, 音乐制作水平很高。《阴阳师》游戏请到了日本音乐大师梅林茂为其操刀游戏配乐, 梅林茂是亚洲知名的配音乐大师, 电影《花样年华》、《2046》、《十面埋伏》等耳熟能详的配乐皆出自他手。《FGO》的音乐制作人是芳贺敬太, 芳贺敬太是日本的作曲家, 为 TYPE-MOON《月姬》时期的元老, 曾为游戏《月姬》、《魔法使之夜》和多个 Fate 系列作品进行配乐。《崩坏 3》的音乐制作团队是米哈游旗下的音乐团队 HOYO-MiX, 风格多样, 代表作品有《崩坏世界の歌姬》、《罪の天使》、《独法师》、《八重樱》等等。

**表 13: 游戏制作**

	音乐制作	代表作品
阴阳师	日本知名音乐大师梅林茂	电影《其后》、《花样年华》、《2046》、《十面埋伏》配乐
FGO	日本作曲家芳贺敬太	游戏《月姬》、《魔法使之夜》、Fate 系列游戏配乐
崩坏 3	音乐团队 HOYO-MiX	《崩坏世界の歌姬》、《罪の天使》、《独法师》、《八重樱》

资料来源: 信达证券研究中心整理

### (三) 拆解二次元游戏运营因素: 活动; 社区; 营销

#### 1、活动运营是二次元游戏吸引玩家的关键

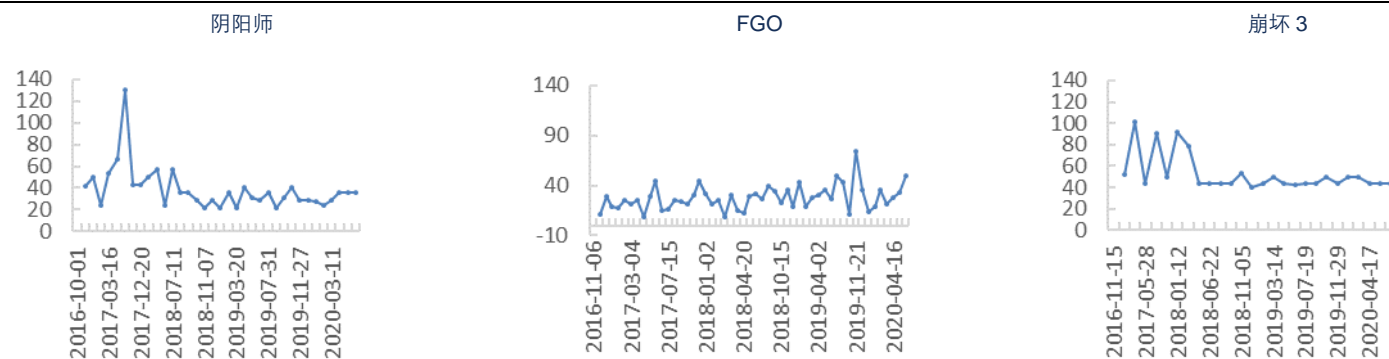
二次元游戏想要进行长线运营, 一个重要的手段就是活动运营。二次元游戏在每次更新过程中都会举办新的活动, 活动的类型和时长不等。通常游戏检测到运营情况不佳时, 都会推出新活动, 来挽回游戏口碑, 阻止玩家的大规模退坑。例如《阴阳师》在 B 萌大战期间策划的一波操作使得阴阳师们在 B 萌中差点翻船, 玩家们怒火中烧, 声称要将主策划“祭天”, 不过官方在这个时候推出了酒吞的新皮肤和犬夜叉联动活动, 新角色 SSR 犬夜叉和 SSR 杀生丸登场, 用一波诚意平息了玩家们的怒

火，将游戏畅销榜从谷底推向顶峰。除了调控游戏的流水情况，日常也需要开展更新类活动或促销类活动，保证足够的新鲜感吸引玩家。此外，游戏还需要举办定期的主题性活动，增加用户粘性。

在日常更新活动中，角色更新活动和剧情更新活动对于二次元活动的生命周期影响最大。二次元游戏日常活动的内容主要有两个种类，一个是更新类活动，如剧情更新、角色更新、皮肤更新等等；另一类是促销类活动，如充值优惠、福利活动、兑换奖励等等。更新类活动以角色更新和剧情更新为主，角色与剧情的更新节奏决定了游戏产品的生命周期。其中角色的更新是二次元游戏能够长期吸引玩家的突破点，二次元游戏的氪金点就是卡牌，角色的更新通常能够让游戏畅销榜排名急剧升高，达到顶峰。剧情的更新则决定了整个游戏故事的进展速度，稳定的剧情能够让玩家与游戏角色的情感连接逐步加深，这对二次元游戏的长线运营十分重要。

二次元游戏的角色更新频率通常会逐渐趋于稳定，但保持稳中有变的频率更能吸引玩家。《阴阳师》和《崩坏3》的角色更新模式接近，在2018年之前，为不定期更新，相邻两次角色更新的间隔时间变动巨大，但是从2018年之后，这两个游戏的更新频率便趋于稳定甚至固定，两者的更新频率也较为接近，目前《阴阳师》阴阳师约一个月更新一次新角色，《崩坏3》约一个半月更新一次。游戏角色的稳定更新很重要，但人的欲望总是无限的，并且会不断的扩张，当二次元游戏给与玩家新角色的频率过于固定会难以满足玩家逐渐膨胀的收集欲望。《FGO》的角色更新模式与前两者有所不同，角色更新的频率总体上较为稳定，这与《FGO》整体的较为稳定的节奏相符。与此同时，《FGO》的新角色并没有非常固定的更新时间，角色更新的频率稳中有变，能够让玩家保持一定的新鲜感。

图 27：角色更新时间间隔

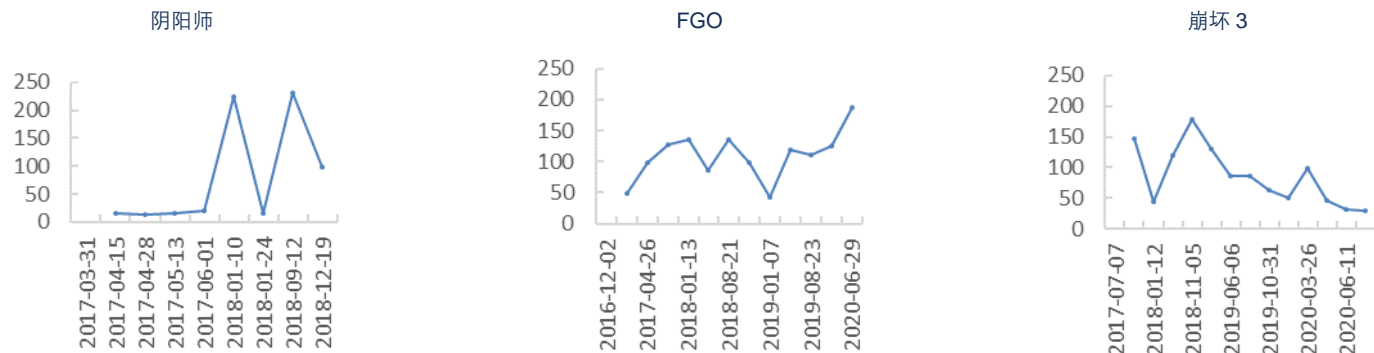


资料来源：七麦数据、信达证券研究中心

二次元游戏剧情的稳定更新频率对于推进游戏进程十分关键。《阴阳师》的剧情在2017年3月至6月这段时间，剧情更新的频率十分稳定，约两周更新一次，随后在2017年6月至2018年12月期间，为不定期更新，此后便不再更新主线剧情，总

体上剧情的更新频率十分不稳定，这是《阴阳师》作为原创 IP 的一个缺点，前期稳定的剧情给了玩家过高的期待，但后期更新的节奏却整体打乱，降低玩家的游戏体验。《FGO》和《崩坏 3》的剧情相比《阴阳师》更稳定一点，但两者表现出不同的趋势。《FGO》剧情更新的频率是最稳定的，大约 3 到 4 个月更新一次主线剧情，2019 年到 2020 年间，剧情更新的频率有小幅度的上升趋势，总体剧情的更新不算太慢也不会太快，运营稳定性更好。《崩坏 3》的剧情在 2018 年之前属于不定期更新，更新的频率十分不固定，从 2018 年末开始，主线剧情的更新频率一步步加快，从 2018 年末约 5 个月更新一次加速到 2020 年 7 月约一个月更新一次，剧情更新的节奏并不稳定，并且游戏剧情的质量不佳，引发大量玩家吐槽。

**图 28: 剧情更新时间间隔**



资料来源：七麦数据，信达证券研究中心

周期性的主题活动，搭配多样更新活动和促销活动，能够提升玩家参与感，促进游戏的长线运营。除了日常的更新活动和促销活动，二次元游戏一般会通过定期举办主题性活动来进行长线运营，例如周年庆主题活动、春节主题活动、圣诞节主题活动、夏日主题活动等等，关键时间节点如周年庆期间，游戏畅销榜会达到当年畅销榜最高点。在周年庆主题活动期间，二次元游戏通常会同时开展多项更新活动和促销活动，提升玩家的参与度，常见的周年庆活动有角色更新，皮肤更新，卡池开启，折扣促销等线上活动，除此之外，还会举办嘉年华等线下活动来提高热度。

**表 14: 周年庆活动**

周年庆活动	
阴阳师	新角色、卡池开启、礼品赠送、皮肤更新、折扣促销、线下活动
FGO	新角色、新皮肤、卡池开启、折扣促销、抽奖活动、线下活动
崩坏 3	卡池开启、新皮肤、礼品赠送、折扣促销、抽奖活动、线下活动

资料来源：信达证券研究中心整理

## 2、粉丝社区运营是维系玩家关系的重要手段

二次元游戏需要建立自己的粉丝社区，保持和玩家之间的沟通，维护和玩家之间的关系。粉丝社区运营的主要目的是把玩家

留住，并且把核心玩家挖掘出来，通过现有玩家不断的内容创作与内容传播，吸引更多的玩家，实现玩家的增长。粉丝社区运营的核心在于玩家维系和内容管理，玩家维系强调的是与玩家搞好关系，尤其是那些能够将自己的游戏过程与游戏体验进行内容创作并分享给他人的玩家，利用他们为游戏带来更多的新玩家，内容管理则主要包括在社区内传播精选内容、和其他媒体合作互推，还包括一些玩家间线上线下活动的举办。

二次元游戏在微博、B站和百度贴吧等平台上的粉丝社区中都有大量的粉丝和优质内容。目前主要的粉丝社区平台为微博、B站和百度贴吧，二次元游戏在这些平台都有建立自己的粉丝社区。《阴阳师》在各个平台的粉丝数量都很庞大，在微博、B站和百度贴吧都有上百万粉丝；《FGO》的粉丝则主要集中在B站，有156万粉丝，在微博和百度贴吧的粉丝都在50万左右；《崩坏3》在百度贴吧的粉丝数量最多，为187万，在微博和B站的粉丝在40万左右。在内容方面，有视频、音频、文字专栏、照片等方式，其中视频是最主要的内容。其中百度贴吧是内容数量最大的一个平台，这三个游戏在百度贴吧官方账号中的帖子数量都在千万级别，尤其是《崩坏3》，帖子数量超过6000万。相对应地，在微博超话中，玩家的帖子数量就相对较少，这与微博和百度贴吧不同的传播方式有很大的关系，百度贴吧受众更广，帖子数量自然更庞大，但数量庞大之余，内容却良莠不齐。B站官方账号和微博官方账号都是官方发布的内容，虽然目的都是宣传游戏，但微博以文字图片为主，B站以视频为主，视频更能吸引玩家的眼球，加深记忆。

**表 15: 游戏社区的粉丝数量**

	官方微博 粉丝数量	微博超话 粉丝数量	B站官方账号 粉丝数量	百度贴吧官方账号 粉丝数量
阴阳师	244 万	13.6 万	114.5 万	446.9 万
FGO	45.2 万	3.3 万	156.2 万	56.3 万
崩坏3	41.7 万	4 万	37.1 万	187.6 万

资料来源：微博、B站、百度贴吧官方网站、信达证券研究中心

**表 16: 游戏社区的微博或帖子数量**




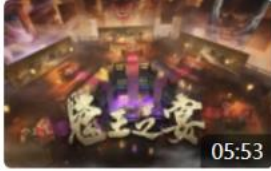


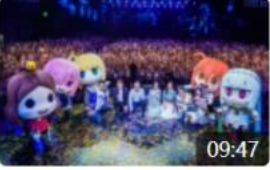

	官方微博 发博数量	微博超话 帖子数量	B站官方账号 发布视频个数	百度贴吧官方账号 帖子数量
阴阳师	3054	9.2 万	149	5468.9 万
FGO	1628	2 万	42	1514.4 万
崩坏3	2044	3.8 万	24	6444.4 万

资料来源：微博、B站、百度贴吧官方网站、信达证券研究中心

B站拥有高质量的内容创作、优质的评论内容和良好的弹幕传统，是二次元游戏进行内容传播的优秀平台。目前就官方账号的内容而言，B站的内容数量虽然是最少的，但是B站的内容质量较高。二次元游戏在B站中发布的视频常有数百万的观看量，非常庞大，玩家在观看视频的同时还可以进行评论和发送弹幕。由于B站和微博的运营方式不同，B站的评论大多是与内容

或者角色相关，评价相对中肯，玩梗的力度更大。B站的弹幕文化也是B站内容深受玩家爱喜爱的一个因素，在热门视频中，通常会看到弹幕满天飞的景象，颇为震撼。B站中玩家还可以自己进行内容创作，将自己的游戏内容、游戏体验制作成内容，在玩家中传播。

表 17: B 站视频播放量

阴阳师	 <p>10:04</p> <p>离岛之歌《阴阳师》不知火CG展卷!</p> <p>▶ 337.8万 ◀ 2019-4-25</p>	 <p>03:22</p> <p>《阴阳师》CG   新章开启, 百鬼夜行</p> <p>▶ 241.1万 ◀ 4-8</p>	 <p>11:03</p> <p>《阴阳师》CG   与君结缘, 一生之约</p> <p>▶ 169.4万 ◀ 3-10</p>	 <p>05:53</p> <p>《阴阳师》CG   鬼王之宴</p> <p>▶ 153.1万 ◀ 5-13</p>
FGO	 <p>14:39</p> <p>【FGO官方】筑魂华夏——长城保护公益纪录片正式发布!</p> <p>▶ 115万 ◀ 1-4</p>	 <p>00:31</p> <p>【Fate/Grand Order】创世灭亡轮回 由伽·刹多罗 黑色最</p> <p>▶ 110.8万 ◀ 6-27</p>	 <p>09:47</p> <p>【FGO官方】声优寄语首发! FES2019三周年庆典全纪实</p> <p>▶ 107.5万 ◀ 2019-10-25</p>	 <p>12:18</p> <p>【FGO官方】戏绎千秋——北京皮影戏跨界合作纪录片公</p> <p>▶ 89.1万 ◀ 1-20</p>



资料来源: B站官方网站、信达证券研究中心

图 29: B 站视频评论



资料来源: B站官方网站、信达证券研究中心

### 3、营销活动: 二次元与现实的壁垒正在融化

二次元游戏请明星代言主要是树立游戏形象，选择明星时关键要做到情感认同。与传统的代言不同，二次元游戏请三次元明星来代言并不会给二次元游戏本身带来核心流量，因为明星的粉丝并不是二次元游戏主要的目标群体。从玩家的角度看，代言人背后的原因没有那么复杂，因为没有明显的利益驱动，除去明星的粉丝规模效应，代言人给产品带来的，更多的是树立品牌形象的作用。因此二次元游戏在选择代言人时，要考虑的首个关键点就是情感认同，让二次元游戏玩家认可并接纳明星代言人。

非二次元游戏邀请明星做代言人，主要是通过已建立的公众形象，借用明星的粉丝效应，将大量粉丝导入到游戏中。非二次元游戏的代言人大致有两类，第一种类型是邀请娱乐圈中知名度非常高、地位较高的老牌娱乐明星做代言人，如《传奇》的代言人成龙、《贪玩蓝月》的代言人张家辉等人，这些娱乐明星的粉丝覆盖面较广，男女老少皆有，这些游戏主要是通过这些高知名度的娱乐明星来打开游戏的知名度，引起大家的关注。第二种类型则是请高人气的明星，如《英雄联盟》的代言人周杰伦、《诛仙》的代言人王俊凯等人，这类明星的粉丝群体偏向于年轻化，数量特别庞大，并且死忠粉非常多，明星的一举一动通常会引起粉丝的大规模效仿，这些游戏请这类明星代言主要是借助粉丝对偶像的崇拜信仰，带动明星的粉丝参与游戏，扩充游戏的玩家群体。

图 30 非二次元游戏明星代言人



资料来源：信达证券研究中心整理

二次元游戏与三次元明星通常有壁，要打破二次元与三次元之间的隔阂，需要严格选取合适的代言人。对于二次元游戏来说，

玩家群体较为固定，主要是二次元用户，明星的粉丝效应发挥。更重要的是，对于二次元用户来说，他们往往比较排斥三次元的明星去代言二次元游戏，因此邀请明星代言人的二次元游戏非常少。目前核心二次元游戏中只有《FGO》请了陈坤做明星代言人，泛二次元游戏中只有《火影忍者》请了尹正做游戏代言人。陈坤和尹正的形象定位和粉丝群体都非常不同，但他们相同的一点是都热爱二次元，喜欢他们所代言的产品。正式因为他们对于二次元的喜欢，让二次元玩家对他们有更多的情感认同，接受度更高。例如《FGO》的代言人陈坤，陈坤本人早年在社交平台发布的对二次元漫画的推荐，加上陈坤 Cosplay 的造型十分贴合角色形象，这在二次元游戏玩家群体中掀起了较高的热度，还有“二次元和三次元从来都没有墙”等高热度的话题。从情感认同的角度，陈坤将自己定位为 Fate 的粉丝，在二次元的圈子中，更多时候他是被认可的。所以对于二次元游戏的明星代言人，一定要让玩家有认同感，如果不是陈坤，或者陈坤没有在此前表达过对 Fate 的喜爱，该代言的效果或许会大打折扣。

**表 17 二次元游戏明星代言人**

《FGO》	《崩坏 3》	《明日方舟》	《碧蓝航线》
陈坤	无	无	无
《火影忍者》	《阴阳师》	《恋与制作人》	《奇迹暖暖》
尹正	无	无	无

资料来源：各游戏官网，信达证券研究中心整理

## 重点推荐标的

根据上述对于二次元游戏的行业规模分析与案例分析来看，得出以下结论：

从宏观角度来看，二次元游戏市场仍然存在挖掘潜力，长期核心催化点在于二次元时代核心用户 Z 时代人群逐渐接管市场主流审美，二次元用户逐渐从一二线城市渗透入三四线城市，扩大目标用户数量；另一方面，用户的付费能力的提升，Z 时代即 90、00 后逐渐实现经济独立，具有良好付费习惯与意愿的用户在付费能力上也有显著提高。付费用户与付费能力的双重提升为二次元游戏市场带来长期持续增长的发动机。

从中观行业来看，二次元游戏在研发上门槛逐渐提高，保持高品质的美术品质，在玩法上需要更多的创新。高品质的美术要求、二次元用户对玩法的创新需求以及挑剔的内容消费品味，我们认为二次元研发的门槛在逐步提升，在美术方面需要不同于传奇、SLG 等对人物、场景等刻画较为单薄的产品特色，同时迎合二次元人群与泛二次元人群的时尚美学品味，才能具备破圈的可能。

在运营上，不同类型的二次元游戏都遵从于同一规律-为爱发电，具有 IP 基础的产品需要能够在一定程度上还原原作，人设与剧情等服从于原著的设定，太过于脱离的产品会失去一部分忠实玩家的关注与支持。而在原创 IP 的产品上，如何保证人物设定的从一而终，对于研发团队的稳定性以及研发人员对人物的核心世界观忠诚。在运营事故的解决上，要及时给予用户反馈，

一切以用户体验为先。总的来说，二次元游戏需要懂得二次元的人来进行研发和运营，在这一方面具有长期研发积累与运营经验积累的公司和团队将在二次元这一具有壁垒的品类上获得护城河优势。

综合以上考虑，我们认为研发端来看，网易将有望成为二次元游戏研发的佼佼者，在运营端方面，拥有国内最为核心、最大体量的二次元文化社群哔哩哔哩将有望成为二次元游戏发行的重要平台。

### （一）网易：二次元游戏先驱者，“阴阳师”原创 IP 长线运营持续

网易作为游戏研发老牌厂商，具有雄厚的研发实力与“以用户为核心”的创新底蕴，在近 20 年的游戏业务发展中，逐渐成为国内游戏行业的双雄之一。不同于腾讯的流量社交打法，品质为先的网易研发催生其良好口碑。截至 2019 年底，网易已发行了 100 多款手游，其中自研手游最受市场欢迎，具体品类来看，网易在回合制 MMORPG、RPG、对抗竞技等方面竞争优势突出，截至 2019 年，网易实现归母净利 214.31 亿元，游戏业务贡献营收 464.32 亿元，占总业务 78.36%。在研发费用方面，2019 年投入 84.13 亿元，研发高投入给予产品更高的频制期待。

图 31 网易 2018-2020H1 归母净利润

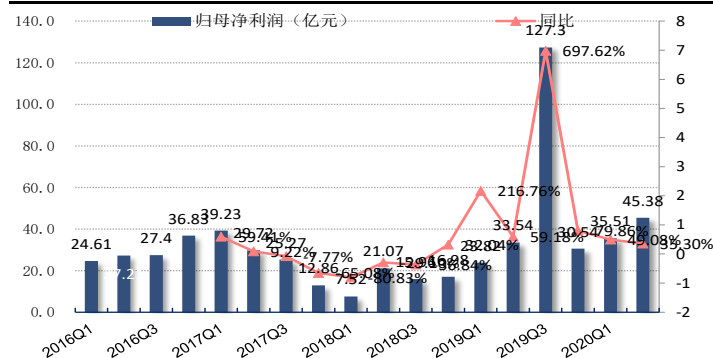
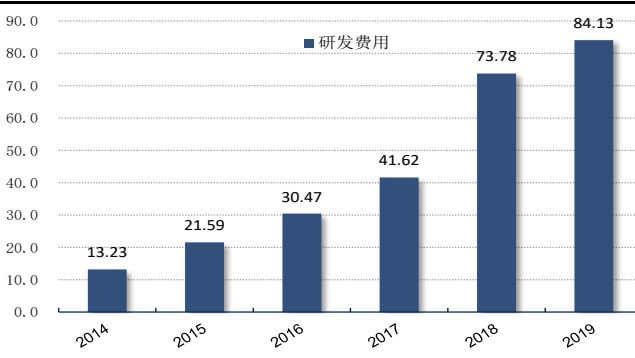


图 32 网易研发费用



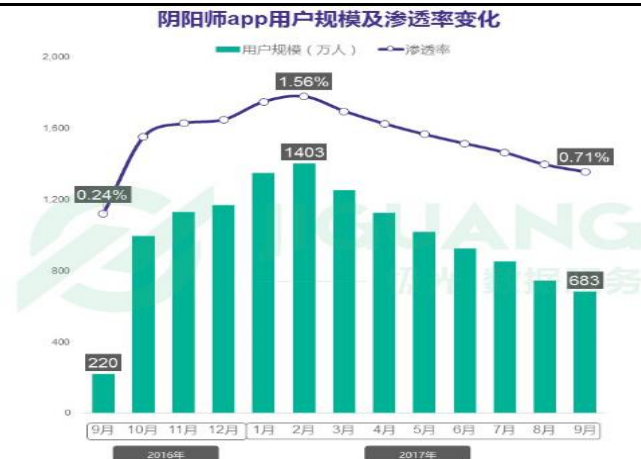
资料来源: wind、信达证券研究中心

资料来源: wind、信达证券研究中心

网易在二次元游戏研发上既是先驱，也提升了二次元研发上审美的门槛。在二次元方面，网易采取早期主要采取代理日本的二次元游戏，由于网易初期的试错成本较高，除了积极代理国内的二次元游戏，雷火也在初期研发了《元气战姬学院》、《异次元战姬》这样的核心向二次元手游，但表现都相对一般。经历多年的市场试错，网易成功推出了《阴阳师》手游在二次元游戏市场具有举足轻重的地位，也为网易游戏打上了二次元风格的痕迹。直到《阴阳师》的出现，才给了网易做原创二次元 IP 足够的信心。《阴阳师》上线仅一年，就获得了超过 1000 万的用户规模。以《阴阳师》IP 为题材的多类型产品矩阵与影视化作品构成了庞大的《阴阳师》IP 泛娱乐生态，优质产品+长线运营的故事将继续。从其他产品来看，网易目前在运营的二次元游戏差不多有 10 款（《失忆偶像出道中》移动端仅上线试玩版），除了代理的 Cygames 的《影之诗》外，其他全部来自网易自家的工作室，雷火是目前网易在二次元赛道上的主力。除了《阴阳师》IP 目前的泛娱乐生态完全展开外，网易的二次元

产品更多还是拼的产品质量，拼细分领域，拼美术玩法来与市场上的二次元手游进行抗衡。网易在二次元产品上的自研能力明显高于行业内其他同类型厂商，由于网易在版权 IP 上具有一定的劣势，自研 IP 成为网易的二次元产品的主流，一方面也是有利于网易在挖掘产品上的深度与广度，另一方面也是将产品的主动权掌握在自己手中。

图 33 阴阳师 2017 年用户规模与渗透率



资料来源：极光大数据、信达证券研究中心

表 18 网易现有二次元游戏布局

游戏	研发方	内容题材	核心玩法
阴阳师	网易 ZEN 工作室	日式和风	回合制 RPG
决战！平安京	网易	日式和风	MOBA
阴阳师：百闻牌	网易	日式和风	CCG
影之诗	Cygames	魔幻	CCG
非人学园	网易	校园幻想	MOBA
神都夜行录	网易	国风妖怪	MMORPG
永远的七日之都	网易	都市幻想	AVG
遇见逆水寒	网易	乙女向、古风恋爱	AVG
魔法禁书目录	网易	轻改、校园异能	ARPG

资料来源：网易游戏、信达证券研究中心

未来网易在二次元游戏产品的产品储备上也是具有优势的，根据统计，网易当前共有 10 款二次元手游储备当中，涉及产品内容题材多变，玩法也是具有一定的创造性，题材上有虚拟偶像、都市异能、乙女风格、古风、日式和风等，玩法上以自身较为核心的卡牌为主，加入动作设计、弹珠等新式玩法，满足不同人群在二次元游戏上的需求。我们认为网易在二次元游戏研

发领域有望通过爆款产品，再次打造一个类《阴阳师》世界观的产品，在二次元游戏研发上加深护城河。

**表 19 网易未来二次元游戏储备**

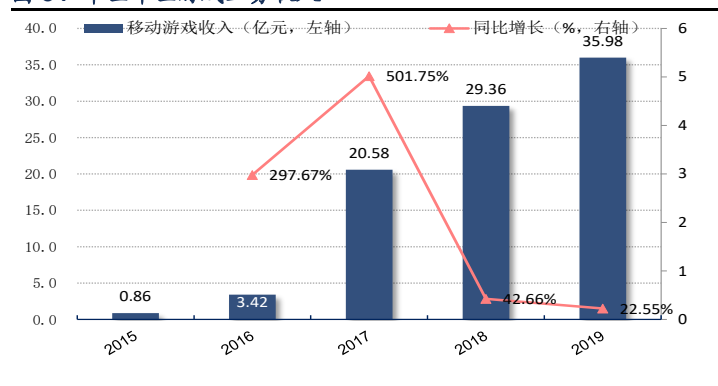
游戏	研发方	内容题材	核心玩法
代号: Onmyoji	网易	偶像异能	养成
机动都市阿尔法	网易	日系都市	动作设计
代号 MOON	网易	奇幻	Roguelike
时空中的绘旅人	网易	乙女向	卡牌
黑潮之上	网易	都市异能	回合制卡牌
隐世录	网易	古风幻想	ARPG
幻书启示录	网易	拟人、幻想	回合制卡牌
忘川风华录	网易	古风幻想	卡牌
阴阳师: 妖怪屋	网易	日式和风	弹珠
梦幻之星: 伊多拉传说	网易	剑与魔法	JRPG

资料来源: 网易游戏、信达证券研究中心

## (二) 哔哩哔哩：二次元社群文化浓厚，拥有天然用户优势

哔哩哔哩公司最初是一个基于弹幕视频分享网站的 ACGN 垂直文化创作社区，主要是更新番剧（指日本连载动画电视剧）及提供弹幕聊天服务。随着用户逐渐积累，Z 世代对文化娱乐多元化的需求日益增长，B 站布局从线上到线下的 ACG 产业链通过运营 PUGC、涉及移动游戏、广告、直播及增值服务和电子商务等主要业务。游戏业务是哔哩哔哩主要营收来源，2019 年实现游戏收入 35.98 亿元，主要来源于核心二次元王牌游戏 FGO 的流水贡献。B 站也成为二次元游戏的宪法阵地，我们认为具有优质用户聚集社区，并且有自创优质内容生产的平台有望在吸引更多的二次元游戏研发商首选合作。

**图 34 哔哩哔哩游戏业务收入**



资料来源: wind、信达证券研究中心

**表 20 哔哩哔哩未来代理二次元游戏储备**

游戏	类型	开发商
魔法记录	RPG	Aniplex
Dead Cells	RPG	
古剑奇谭木语人	RPG	网元圣唐
灰烬战线	SLG	万华镜
梦想养成计划	音乐舞蹈	趣奇互娱
终焉誓约	RPG	福建网龙
万灵启源	RPG	华清飞扬、角川
一血万杰	RPG	DMM、Rejet

资料来源: B 站游戏区、信达证券研究中心

除了网易、哔哩哔哩二者外,我们认为二次元游戏研发端当前较为分散,作为行业内一致认同的潜力市场,各种体量的游戏研发公司均在此有所布局,有可能会有弯道超车的机会。建议关注二次元研发布局者,电魂网络、吉比特、完美世界、三七互娱均在二次元游戏研发上进行布局。

## 风险提示

项目研发进度不及预期,政策风险,核心用户可支配收入整体降低、市场竞争加剧等

## 研究团队简介

**王建会**，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

**王婷**，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

**王晓羽**，上海财经大学金融硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

**李盈睿**，会计学硕士，2020年毕业于西南财经大学会计学院，后进入信达证券研发中心传媒团队工作，主要覆盖影视、出版板块。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。