

2022年09月30日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

游戏新势力系列——从米哈游学到了什么？

—传媒新消费深度报告

推荐(维持)

投资要点

分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn
分析师：于越 S1050522080001
yvyue@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒(申万)	-11.4	-14.0	-18.7
沪深300	-6.4	-13.4	-20.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《传媒新消费行业周报：迎 PICO 中国发布会 凡拓数创拟上市数字创意行业添新兵》2022-09-25
- 2、《传媒动态研究报告：购买 PICO 的核心驱动力是什么？》2022-09-22
- 3、《传媒新消费行业周报：央视数字藏品平台上线 静待国庆档片单供给及关注三季报预期环比回暖板块》2022-09-18

上半年中国游戏行业市场规模与用户同比双降，挑战与机遇并存

2022年上半年，中国游戏市场实际销售收入1477.89亿元，同比下降1.8%，中国游戏用户6.66亿人，同比下降0.13%，其中，中国移动游戏市场实际销售收入1104.75亿元，同比减少3.74%。自今年4月游戏版号恢复以来，截至2022年9月，国产网络游戏版号已发放五批，共计314个，版号已常态化发放，但发放数量、审核要求仍处于严控状态，每批版号发放数量少于2021年版号暂停前的发放水平。游戏公司每年获得版号的数量受到限制，需在产品设计框架与产品制作规格层面提升。未来传统游戏大厂与中小游戏厂商机遇平等，传统大厂在传统品类占优，但需根据用户年龄迭代、需求转变而转型，小厂敢于尝试颠覆性创新产品，单品爆发空间大，未来核心看游戏公司的产品竞争力。近年来，米哈游凭借《崩坏3》《原神》等爆款游戏从中小厂商规模迅速崛起为游戏大厂，本篇报告将重点分析游戏新势力头部公司米哈游。

二次元游戏赛道产品马太效应加剧，头部产品格局稳定

2022年上半年中国二次元移动游戏市场实际销售收入为134.97亿元，同比下降14.63%，而去年同期的增速为50.15%，由于《原神》《崩坏3》等二次元头部产品具有较强的壁垒，马太效应的加剧使得二次元用户向头部产品聚拢，叠加今年上半年市场缺少有竞争力的二次元游戏产品以及疫情等因素的影响，二次元手游市场规模增速出现负增长。二次元品类等内容型游戏是游戏行业过去流量为王时代走向终结的见证者，也是国产游戏未来发展的重要贡献者，中国玩家在经历同质化严重的、以数值付费为主的流量游戏后，逐渐倾向选择以内容服务为主、注重内容质量的二次元等年轻向品类，而内容质量也是二次元游戏长线运营的关键，该品类也得到了游戏行业精品化大趋势的滋养。近年来，二次元游戏的研发门槛逐渐提升，在内卷严重的二次元赛道，目前仍然是米哈游、鹰角网络等少数公司占主导，对于后入局者，二次元品类既是机会更是挑战。

米哈游致力于提供超出用户预期的产品与内容，构建IP文化生态圈

米哈游致力于提供超出用户预期的产品与内容，陆续推出多

款高品质人气产品，包括《崩坏2》、《崩坏3》、《未定事件簿》、《原神》，动态桌面软件《人工桌面》以及社区产品《米游社》，并围绕原创IP打造了动画、漫画、音乐、小说及周边等多元产品。在2021十大年度国家IP评选活动中，《原神》与《崩坏3》分别获得游戏赛道IP的金奖与铜奖。米哈游注重以IP构建为核心的游戏研发方式，从ACG产业视角立项，凭借深度洞察新世代用户需求，通过高水准的工业化研发实力，创新性的开发支持多平台的系列化具有文化内核的内容型游戏，用强大的内容包装表达能力，打造原创游戏IP，去撬动全球泛二次元用户中最大的用户圈层，建立高粘性、高活跃度的IP文化生态圈。

行业评级及投资策略

给予传媒新消费行业推荐评级。米哈游每款产品都有更好的迭代与进步，得益于米哈游对产品坚持“提供超出用户预期的产品与内容”的战略，同时，米哈游也在思考单个产品的上限，即米哈游的“第二曲线”，积极探索未来的进化方向与新的增长点，而在版号收紧的背景下，挖掘单款产品上限的思路将在行业的竞争中凸显优势。米哈游的产品储备中，《崩坏：星穹铁道》与《绝区零》备受市场关注，产品测试中展现的高完成度与表现力，是米哈游工业化研发实力的集中呈现，未来产品上线表现可期。中国游戏产业进入产品为王的时代后，精品化、多元化、全球化与年轻化成为关键词，也成为游戏厂商探寻新增量的关键点。深挖年轻用户的需求、做出更懂年轻人的创新游戏产品具有广阔的市场空间，不仅是从产品的流水表现维度，更有原创文化IP的商业价值延展。游戏行业正面临新势力与旧势力博弈的新时期，机遇与挑战并存，良性的竞争将有望促进游戏行业持续健康发展，有望从供给端为行业带来更多高品质游戏产品，进而从多元品类、全球市场维度为中国游戏产业带来新增量。

重点推荐个股

心动公司（2400.HK），公司注重研发实力提升与TapTap用户规模提升的长期价值，持续研发投入，一方面有利于以自研游戏独家内容驱动TapTap平台用户增长，再由平台反哺游戏与开发商，另一方面，有利于加快TapTap产品和技术升级。截至2022年上半年，TapTap中国版App的平均月活跃用户达4173万，同比增长45.5%，TapTap国际版的平均月活跃用户为897.3万人，公司已初步建立专门的国际版团队，对海外重点地区进行有针对性的版本开发和运营，把建立社区氛围和提高目标地区的用户渗透率作为重要目标。公司有7款网络游戏处于研发阶段，《火炬之光：无限》《铃兰之剑》等在研游戏产品稳步推进中，未来有望带来业绩增量并与TapTap平台产生更多协同价值。

电魂网络 (603258. SH)，公司核心端游《梦三国2》于2021年11月正式入选杭州亚运会电子竞技比赛项目。杭州亚运会虽经历延期，但目前已确定将于2023年9月23日至10月8日举行，亚运延期利空已消除，静待公司国风电竞产品《梦三国2》登上世界舞台。今年以来，公司完成收购游动网络剩余20%股权、增资电魂互动（新加坡）、在澳大利亚投资设立全资子公司，加快海外布局，为实现业务全球化奠定基础。公司储备产品丰富，《螺旋勇士》、《野蛮人大作战2》已取得版号，业绩拐点可期。

吉比特 (603444. SH)，公司核心产品《问道》端游、《问道手游》、《一念逍遥》表现稳健，为公司业绩提供有力支撑，代理产品《奥比岛：梦想国度》已于2022年7月12日正式上线，上线首月，《奥比岛：梦想国度》在App Store游戏畅销榜平均排名为第22名，最高至该榜单第6名。公司储备产品题材丰富、品类多元，包括已取得版号的自研产品《超喵星计划》，以及《黎明精英》《新庄园时代》《失落四境》《皮卡堂》《封神幻想世界》《律动轨迹》《神都厨王号》及Project S（代号）等代理运营产品，丰富的储备产品，有望为公司贡献业绩新增量。此外，《一念逍遥》近期已上线韩国地区，海外业务稳步推进中。

百奥家庭互动 (2100. HK)，公司深耕游戏行业多年，在女性向、二次元和宠物对战细分品类具有优势，内部公司长生命周期游戏ip储备丰富，外部牵手腾讯有望实现协同效应。公司自研产品包括《奥比岛：梦想国度》《食物语》《奥拉星手游》《奥奇传说手游》等知名产品，其中，自研产品《奥比岛：梦想国度》已于2022年7月12日正式上线，上线首月，《奥比岛：梦想国度》在App Store游戏畅销榜平均排名为第22名，最高至该榜单第6名。在研产品《时序残响》具有较高的市场热度，已公布概念实机PV，值得期待，公司产品在年轻用户群体中具有较强的影响力，我们看好公司在三大细分领域的优势与发展。

风险提示

市场竞争加剧风险、行业政策监管风险、头部游戏收入下滑风险、新游表现不达预期风险、游戏产品延期上线风险、出海游戏产品表现不及预期风险、推荐公司业绩不及预期风险。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022-09-28 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
603258.SH	电魂网络	18.37	1.37	1.39	1.60	13.38	13.22	11.48	买入
603444.SH	吉比特	252.79	20.43	22.24	26.22	12.37	11.37	9.64	买入
2400.HK	心动公司	16.33	-1.86	-1.11	0.00	-8.78	-14.66	-4802.86	未评级
2100.HK	百奥家庭互动	0.32	0.01	0.04	0.07	31.97	7.13	4.75	未评级
0700.HK	腾讯控股	251.37	23.16	11.88	15.34	10.85	21.17	16.39	未评级
9999.HK	网易-S	110.18	5.01	5.60	6.45	21.99	19.69	17.09	未评级
3888.HK	金山软件	19.91	0.28	0.22	0.50	71.10	91.03	39.81	未评级
1119.HK	创梦天地	3.46	-0.13	0.02	0.17	-26.60	197.63	20.03	未评级
002555.SZ	三七互娱	17.32	1.30	1.50	1.72	13.36	11.53	10.09	未评级
002624.SZ	完美世界	12.63	0.19	0.95	1.08	66.37	13.30	11.66	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：港元对人民币汇率取 1 港元=0.9174 元人民币；表中股价均为人民币元；“未评级”盈利预测取自万得一致预期）

正文目录

1、米哈游——技术宅拯救世界.....	9
1.1、米哈游简介.....	9
1.2、米哈游财务数据：2021 年营收突破 200 亿元.....	11
2、行业端：2022 年上半年中国游戏行业市场规模、用户同比双降.....	12
1.1、2021 年全球二次元手游市场规模为 169.7 亿美元，中国大陆 iOS 端市场份额 14.7%.....	17
2.1、中国二次元移动游戏市场：2022 年上半年市场规模为 134.97 亿元，同比下降 14.63%.....	19
3、米哈游的竞争优势与战略布局.....	22
4、从“崩坏”IP 生态圈的塑造看米哈游的 IP 运营能力.....	23
5、从《原神》《崩坏：星穹铁道》《绝区零》看米哈游高水准工业化研发体系.....	31
5.1、风靡全球的国产二次元爆款游戏《原神》.....	34
5.2、《原神》对游戏行业的意义与价值.....	55
5.3、米哈游工业化研发实力的集中呈现——《崩坏：星穹铁道》.....	56
5.4、米哈游全新动作游戏——《绝区零》.....	62
6、米哈游的内容营销之道.....	64
7、米哈游的技术探索——动态桌面软件《人工桌面》、社区产品《米游社》以及游戏《未定事件簿》《云·原神》.....	70
7.1、米哈游的《人工桌面》与虚拟偶像“yoyo 鹿鸣”.....	70
7.2、构建“游戏-创作者-玩家”三位一体的关系链接的社区“米游社”与看板娘“米游姬”.....	72
7.3、新技术应用：《未定事件簿》实装 AI 配音.....	77
7.4、云游戏技术应用：《云·原神》.....	78
8、米哈游的人才战略.....	79
9、米哈游的投资布局.....	81
10、米哈游的 HOYOVERSE——打造由内容驱动的宏大虚拟世界.....	83
11、行业评级及投资策略.....	85
12、重点推荐个股.....	86
13、风险提示.....	88

图表目录

图表 1：公司股权结构.....	9
图表 2：米哈游发展历程.....	11
图表 3：2014-2017H1 米哈游营业收入及同比增速.....	11
图表 4：2014-2017H1 米哈游归母净利润及同比增速.....	11
图表 5：2014 年至 2017 年上半年米哈游分产品收入情况.....	12
图表 6：2015H1-2022H1 中国游戏市场规模.....	13
图表 7：2015H1-2022H1 中国移动游戏市场规模.....	13

图表 8: 2016-2021 年腾讯、网易占中国游戏产业（国内+海外）市场规模的比例	14
图表 9: 手机游戏玩家年龄分布占比	14
图表 10: 25 岁及以下用户安装手机游戏的占比	14
图表 11: 中国 Z 世代月度人均可支配收入区间分布, 2020 年	15
图表 12: 移动网民 app 每日使用时长 Top8 类型	16
图表 13: 2022 年国产网络游戏版号数量	17
图表 14: 2018-2021 年全球各地区二次元手游市场规模概览	18
图表 15: 2021 年全球二次元手游下载量排名	18
图表 16: 2021 年全球二次元手游用户支出排名	18
图表 17: 2019H1-2022H1 中国二次元移动游戏市场规模	19
图表 18: 2022 年 H1 中国手游在日本收入 Top20	20
图表 19: 2021H1-2022H1 头部国产二次元游戏全球流水情况	21
图表 20: 高热度未上线国产二次元游戏一览	22
图表 21: “崩坏” IP 与各产品间关联	24
图表 22: “崩坏” IP 系列游戏	24
图表 23: 《崩坏学园》官方素材展示	25
图表 24: 《崩坏学园 2》官方素材展示	25
图表 25: 《崩坏 3》官方素材展示	26
图表 26: 《崩坏: 星穹铁道》官方素材展示	26
图表 27: 2017-2026E 中国二次元内容产业市场规模	27
图表 28: 2018-2022 年中国二次元周边衍生市场规模	27
图表 29: 二次元 IP 可拓展生态圈	28
图表 30: “崩坏” IP 衍生产品	29
图表 31: 《崩坏 3 原画集 Vol.1 流星的旅途》	30
图表 32: 同人大电影「德计划·rE: 警报」预告片	30
图表 33: 《崩坏 3》X《新世纪福音战士》联动官方素材	30
图表 34: 《崩坏 3》X《原神》联动官方素材	30
图表 35: 米哈游创始人蔡浩宇分享“米哈游的第二曲线”	32
图表 36: 米哈游的游戏产品研发流程	33
图表 37: 《原神》官方壁纸素材展示	34
图表 38: 《原神》国服自上线以来游戏畅销榜 (iOS) 排名趋势	35
图表 39: 2022 年第一季度头部抽卡手游全球收入	36
图表 40: 《原神》月活跃用户、用户画像一览	37
图表 41: 《Genshin Impact》平均月活跃用户	38
图表 42: 《Genshin Impact》玩家性别与年龄倾向	39
图表 43: 《原神》上线以来百度搜索指数趋势	40

图表 44: 《原神》2021 年每月直播数据各维度分析.....	40
图表 45: 《原神》各新角色上线当日收入.....	41
图表 46: 《原神》角色设计框架.....	42
图表 47: 《原神》角色“魈”展示.....	44
图表 48: 《原神》角色魈原画设计展示.....	45
图表 49: 《原神》角色魈服饰设计展示.....	46
图表 50: 《原神》角色魈动作设计展示.....	47
图表 51: 《原神》角色魈待机动作设定展示.....	47
图表 52: 《原神》交响音乐会特别篇-映春华章 疾如猛火.....	48
图表 53: 《原神》剧情 PV-「神女劈观」素材展示.....	50
图表 54: 《神女劈观》相关视频内容展示.....	51
图表 55: 专业人士对《神女劈观》的二创内容展示.....	52
图表 56: 《原神》须弥地区地貌.....	53
图表 57: 《原神》3.0 版本角色提纳里、柯莱、多莉展示.....	54
图表 58: 《原神》线上音乐会 2021—「无际之旅的旋律」.....	55
图表 59: 《原神》动画项目概念 PV.....	55
图表 60: 《崩坏: 星穹铁道》官方素材展示.....	57
图表 61: 《崩坏: 星穹铁道》“一幕短剧”开场动画画面展示.....	58
图表 62: 《崩坏: 星穹铁道》角色表情展示.....	59
图表 63: 《崩坏: 星穹铁道》角色动作展示.....	59
图表 64: 《崩坏: 星穹铁道》场景展示.....	59
图表 65: 《崩坏: 星穹铁道》战斗场景展示.....	60
图表 66: 《崩坏: 星穹铁道》仙舟“罗浮”场景展示.....	61
图表 67: 《绝区零》官方素材展示.....	62
图表 68: 《绝区零》角色大招技能效果展示.....	63
图表 69: 《绝区零》角色官方素材展示.....	64
图表 70: 《原神》剧情素材展示.....	65
图表 71: 《原神》角色“莫娜”素材展示.....	65
图表 72: 《崩坏 3》“魔夜星渊”角色素材.....	65
图表 73: “原神 UP 主激励计划”关键词下搜索的二创视频展示.....	66
图表 74: 2021 年原神拜年纪展示.....	67
图表 75: 2022 原神拜年纪展示.....	67
图表 76: 《原来你也玩原神》第二季展示.....	68
图表 77: 哔哩哔哩原神 UP 主邀请赛宣传片.....	68
图表 78: 成都太古里《原神》芭芭拉裸眼 3D 广告.....	69
图表 79: 秋叶原《原神》宣传海报.....	69

图表 80: 必胜客 x 原神联动	70
图表 81: 喜茶 x 原神联动	70
图表 82: 《人工桌面》界面展示	71
图表 83: 鹿鸣直播视频画面展示	72
图表 84: 米游社 APP 界面展示	73
图表 85: “米游铺” 界面展示	73
图表 86: miYoSummer 2021 展示	74
图表 87: 米游社【M-Star 计划】	75
图表 88: “米游姬” 形象展示	76
图表 89: “米游姬” 直播画面展示	76
图表 90: 米游姬成为徐汇区“汇文艺·惠生活” 文旅消费季活动海派之源星推官	77
图表 91: 《云·原神》自上线以来游戏畅销榜 (iOS) 排名趋势	78
图表 92: 米哈游秋招短片《俺也想来米哈游!》展示	80
图表 93: 米哈游对外投资梳理	82
图表 94: 米哈游 HoYoverse	83
图表 95: HoYoverse 新加坡办公室	84
图表 96: 重点关注公司及盈利预测	87

1、米哈游——技术宅拯救世界

1.1、米哈游简介

米哈游成立于 2011 年，致力于为用户提供美好的、超出用户预期的产品与内容。米哈游陆续推出了多款高品质人气产品，包括《崩坏 2》、《崩坏 3》、《未定事件簿》、《原神》，动态桌面软件《人工桌面》以及社区产品《米游社》，并围绕原创 IP 打造了动画、漫画、音乐、小说及周边等多元产品。在 2021 十大年度国家 IP 评选活动中，《原神》与《崩坏 3》分别获得游戏赛道 IP 的金奖与铜奖。秉承着“技术宅拯救世界”的使命，米哈游始终致力于技术研发、探索前沿科技，在卡通渲染、人工智能、云游戏技术等领域积累了领先的技术能力。米哈游总部位于中国上海，并在新加坡、美国、加拿大、日本、韩国等国家和地区进行全球化布局。米哈游的愿景是“2030 年，打造出全球十亿人愿意生活在其中的虚拟世界”。目前公司员工达 4000 人，来自世界顶尖高校和知名科技公司。

米哈游三位创始人蔡浩宇、刘伟和罗宇皓为上海交通大学同学，三人的持股比例分别为 41%、22.595%和 21.405%，杭州米艺投资有限公司持有 15%股份，公司的实际控制人为蔡浩宇。米哈游的三位创始人均为 ACG 文化的爱好者，因为共同的爱好，所以创业方向选择了动漫游戏。2011 年，刘伟、蔡浩宇、罗宇皓三人，获得上海市科技创业中心大学生创业基金会“雏鹰计划”10 万元资助，以及可免费使用期半年的 50 平方米办公场地，创办米哈游工作室，2017 年 3 月，米哈游提交 A 股上市申请，2020 年 9 月，米哈游主动撤回上市申请材料，终止其在 A 股的 IPO 申请。目前，米哈游已成为全球知名的二次元文化企业，入围 2021-2022 年度国家文化出口重点企业，荣获中国互联网百强企业、中国游戏企业十强等荣誉，旗下产品《原神》入围 2021-2022 年度国家文化出口重点项目。

图表 1：公司股权结构



资料来源：天眼查，华鑫证券研究

2011 年，米哈游创始团队推出竖屏喷射飞行闯关独立游戏《FlyMe2theMoon》，以他们热爱的动画《EVA》片尾曲命名，开启创业旅程，《FlyMe2theMoon》主角琪亚娜也在后续的《崩坏》系列中保留部分人物设定、扩充故事设定。2012 年，米哈游公司正式成立，同时上线单机游戏《崩坏学园》。相较《FlyMe2theMoon》，《崩坏学园》在玩法及题材上有较大的改变。《崩坏学园》是一款末日丧尸题材的萌系横版射击游戏，核心玩法创意来自很多受欢迎的游戏和动漫，包括僵尸小镇、女神异闻录、学园默示录、链锯甜心 Lollipop 等，米哈游创始团队当时想做一款将“卖萌”做到极致的游戏，于是《崩坏学园》

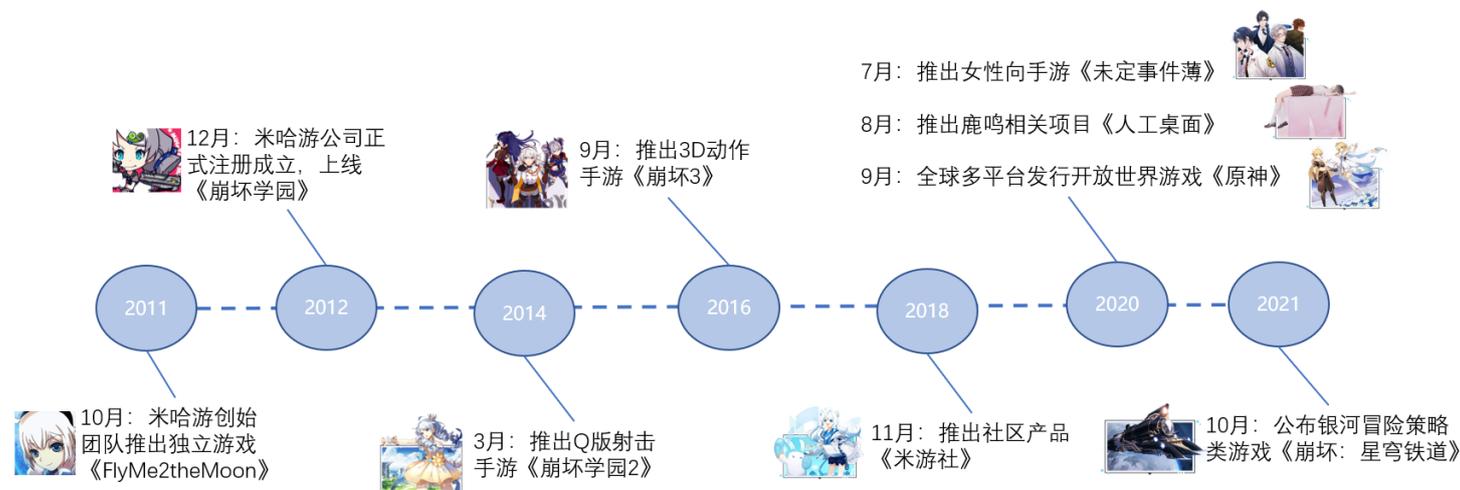
诞生，而主美等核心成员也都是因为开发《崩坏学园》而熟识。由于《崩坏学园》缺少推广资源，以及当时市场不看好ACG类型手游等因素，《崩坏学园》在App Store上线后，并没有取得较好的收益。不过在当时缺乏优秀二次元游戏的大环境下，《崩坏学园》的玩法及风格还是赢得了一部分玩家的青睐，为后续的发展打下了坚实的基础。

2014年3月，米哈游推出Q版射击手游《崩坏学园2》。2013年11月，崩坏学园官方微博首次披露《崩坏学园2》的信息，2013年12月11日，《崩坏学园2》iOS端内测开始，米哈游选择了与国内火热的手游平台91平台合作，然而《崩坏学园2》在91平台的内测关注热度一般，没有达到米哈游的期望值，而当时iOS平台《崩坏学园2》的口碑与热度也已基本定型，机会仅剩安卓平台的内测，为了能得到更好的预热度和游戏曝光度，米哈游在安卓端内测的合作对象上选择了当时在游戏发行上刚刚起步的B站。2014年1月6日，米哈游宣布在B站开启安卓内测，因为合作双方当时都是“稚嫩”和“年轻”的，B站作为免费弹幕视频网站努力寻求改变，而米哈游也不想让心血与努力付之东流，双方在当时都存在经验不足的劣势。2014年1月末，《崩坏学园2》在B站的安卓内测进入尾声，这次游戏内测因B站庞大的ACG受众群体而获得了远高于91测试平台的热度，也超出了米哈游的预期效果，于是米哈游顺势而为，决定尽快开放游戏公测。在原计划里《崩坏学园2》iOS端原计划是与安卓端同时上线，但因苹果审核进程影响而延期上架苹果App Store。2014年1月26日，《崩坏学园2》B站安卓客户端正式公测，与B站的合作让该游戏的热度快速提升，而米哈游再次加快了iOS端的审核进度，并选择直接发布在苹果iOS的应用商店，2014年3月，《崩坏学园2》通过苹果审核，上线当日即位列付费项目中下载量第一名，崩坏2成为米哈游的转折点，从此崩坏系列与米哈游开启了新篇章。

2016年，米哈游推出3D全视角卡通渲染、次世代动作游戏《崩坏3》。《崩坏3》凭借高画质、沉浸式的剧情、高水平的美术，以及出色的打击感、音效、音乐，迅速在当时的二次元手游市场突围，米哈游更注重的是给予游戏内角色更加人性化的设定，给予每个角色生命、性格，通过剧情的代入，让玩家喜欢角色，进而有欲望购买角色。

2020年，米哈游先后推出女性向手游《未定事件簿》、鹿鸣相关项目《人工桌面》以及开放世界冒险游戏《原神》。2021年10月，米哈游公布银河冒险策略类游戏《崩坏：星穹铁道》，2022年5月，米哈游公布全新动作游戏《绝区零》PV。目前，米哈游稳居中国手游发行商全球收入三甲，2022年8月中国手游发行商在全球App Store和Google Play的收入排名中，米哈游位居第三位。

图表 2：米哈游发展历程

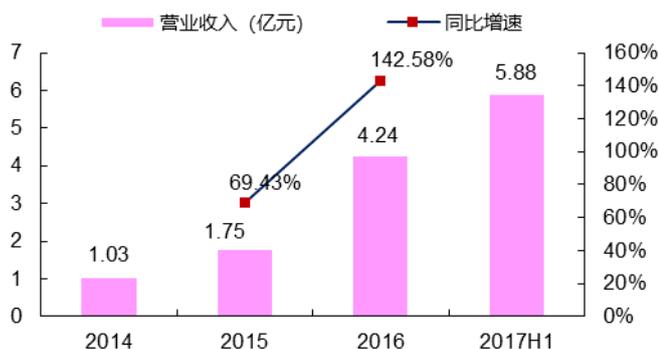


资料来源：米哈游官网，华鑫证券研究

1.2、米哈游财务数据：2021 年营收突破 200 亿元

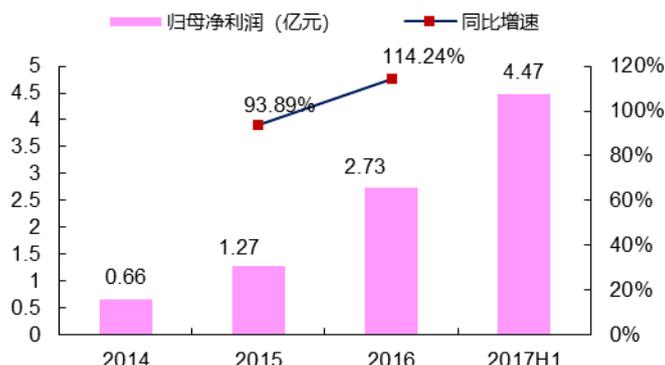
据米哈游招股书数据显示，2017 年上半年，公司实现营业收入 5.88 亿元，净利润 4.47 亿元，净利润率达 76.04%，盈利能力强，公司的营业收入分为游戏运营收入、周边商品销售收入和其他业务收入。2020 年《原神》全球上线后，米哈游的收入迎来爆发式增长，据上海企联数据显示，米哈游 2020 年营业收入为 101.28 亿元，据临港集团官网数据显示，米哈游 2021 年营收突破 200 亿元。在“崩坏”系列、“原神”等原创 IP 游戏产品的助推下，米哈游的业绩实现爆发式增长，其产品受到全球用户追捧。

图表 3：2014-2017H1 米哈游营业收入及同比增速



资料来源：米哈游招股说明书，华鑫证券研究

图表 4：2014-2017H1 米哈游归母净利润及同比增速



资料来源：米哈游招股说明书，华鑫证券研究

从收入构成来看，2014 年至 2017 年上半年公司收入主要来源于移动游戏，移动游戏收入占公司总收入的比例均保持在 90%以上，漫画及动漫周边产品收入、其他业务收入对公司总收入的贡献相对较小，公司的动画、漫画和动漫周边产品主要以免费模式向用户提供，公司其他业务主要包括推广业务和软件开发业务。

图表 5：2014 年至 2017 年上半年米哈游分产品收入情况

	2014	2015	2016	2017H1
移动游戏收入（亿元）	0.952	1.715	4.218	5.867
《崩坏学园》	0.003	0.001	0.0004	0.0001
《崩坏学园2》	0.949	1.714	2.666	0.904
《崩坏3》	—	—	1.552	4.963
漫画及动漫周边产品收入（亿元）	0.001	0.012	0.023	0.012
其他业务收入（亿元）	0.078	0.021	—	—
合计（亿元）	1.032	1.748	4.24	5.879

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

2、行业端：2022 年上半年中国游戏行业市场规模、用户同比双降

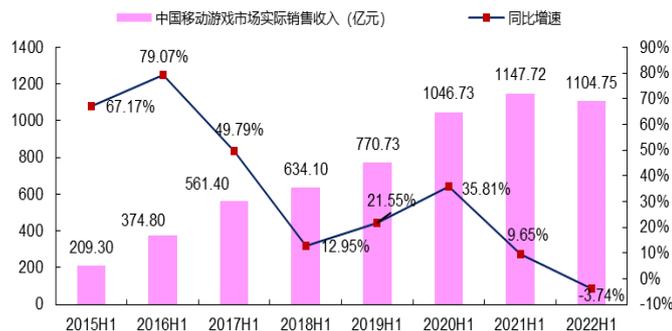
2022 年上半年，中国游戏市场实际销售收入 1477.89 亿元，同比下降 1.8%，中国游戏用户 6.66 亿人，同比下降 0.13%，其中，中国移动游戏市场实际销售收入 1104.75 亿元，同比减少 3.74%。中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 89.89 亿美元，同比增长 6.16%，增长率有所放缓。整体来看，2022 年上半年中国游戏产业发展具备以下特点：（1）未成年人保护工作成效凸显，并持续深化落实，未成年人游戏总时长、月活跃用户数、消费流水等数据，同比都有较大幅度减少；（2）国内游戏市场收入下降，生产、消费与投融资均受到疫情影响；（3）自研游戏积极拓展海外市场，海外市场竞争逐渐加剧；（4）游戏科技创新促进出版融合，功能游戏和游戏化实践广泛社会价值；（5）抗击疫情共克时坚，游戏企业积极践行社会责任。受疫情影响，我国宏观经济增速整体放缓，大众消费意愿走低，据国家统计局公布的数据，2022 年 1-5 月份，我国社会消费品零售总额同比下降 1.5%。大众的娱乐消费乃至游戏支出也随之降低，尽管玩家游戏时长未明显缩短，但付费率和 ARPU 均有减少。此外，上半年缺少有影响力的游戏新品上线，未能带来消费增量。

图表 6: 2015H1-2022H1 中国游戏市场规模



资料来源: 游戏产业报告, 华鑫证券研究

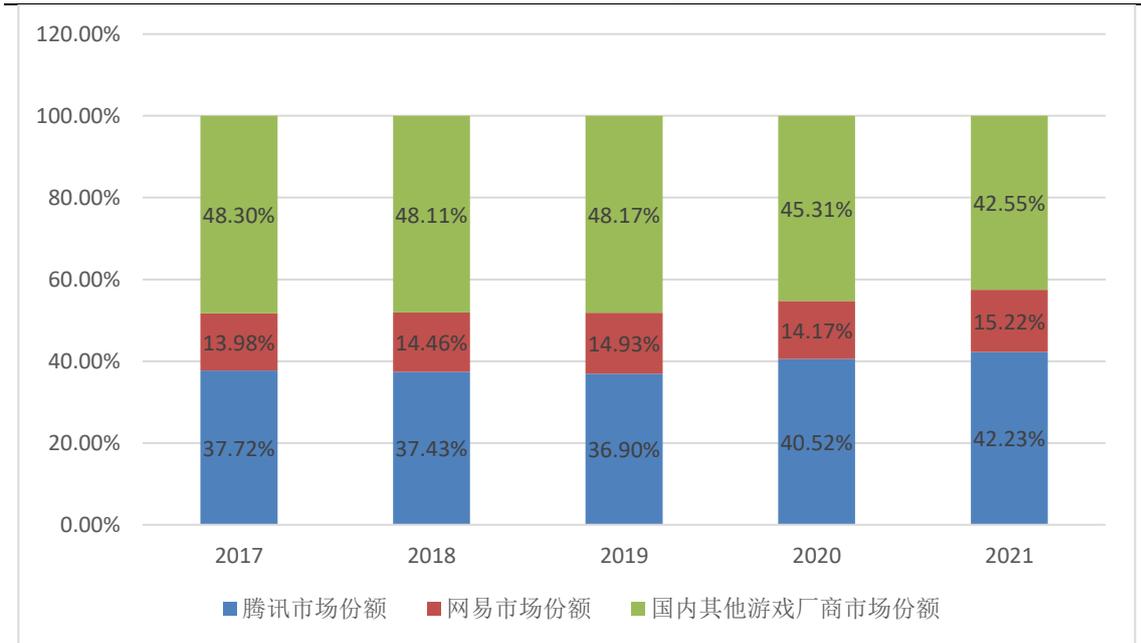
图表 7: 2015H1-2022H1 中国移动游戏市场规模



资料来源: 游戏产业报告, 华鑫证券研究

市场份额层面, 纵观 2017-2021 年中国游戏产业市场格局, 腾讯、网易占有优势, 两者占中国游戏产业 (国内+海外) 市场规模的合计比例, 由 2017 年的 51.70% 提升至 2021 年的 57.45%, 腾讯、网易的行业地位虽较为稳定, 但很难进一步抢占更多的市场份额, 2017-2021 年腾讯的市场份额分别为 37.72%、37.43%、36.90%、40.52%、42.23%, 其中, 2019 年 Q4, 腾讯实现并表全球知名游戏公司 Supercell, Supercell 的合并也成为助推腾讯 2020 年网络游戏收入高增长的因素之一 (Supercell 2020 年营收为 14.8 亿美元, 约合人民币 102 亿元), 而网易在 2017-2021 年的市场份额分别为 13.98%、14.46%、14.93%、14.17%、15.22%。近年来, 米哈游、莉莉丝、鹰角网络、叠纸游戏、库洛游戏等游戏新势力公司崛起, 行业影响力日趋强劲, 其中, 据临港集团官网数据显示, 米哈游 2021 年营收超过 200 亿元, 假设以 200 亿元保守估计, 则米哈游 2021 年市场份额为 4.85%, 若以 250 亿元中性估计, 则米哈游 2021 年市场份额为 6.06%, 若以 300 亿元乐观估计, 则米哈游 2021 年市场份额为 7.27%, 米哈游凭借《崩坏 3》《原神》等爆款游戏从中小厂商规模迅速崛起为游戏大厂, 目前, 米哈游稳居中国手游发行商全球收入 Top3。我们认为, 未来传统游戏大厂与中小游戏厂商机遇平等, 传统大厂在传统品类占优, 但需根据用户年龄迭代、需求转变而转型, 小厂敢于尝试颠覆性创新产品, 单品爆发空间大, 未来核心看游戏公司的产品竞争力。

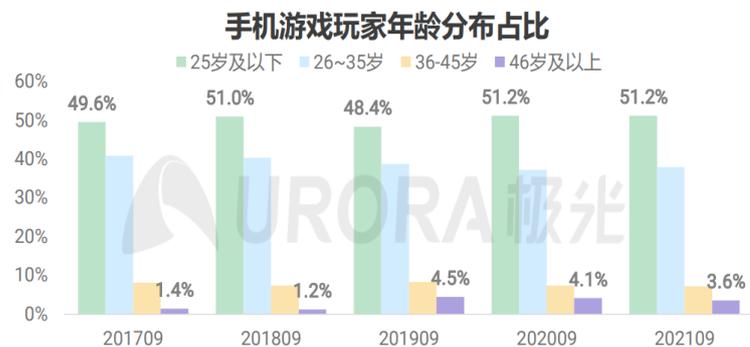
图表 8：2016-2021 年腾讯、网易占中国游戏产业（国内+海外）市场规模的比例



资料来源：Wind 资讯，伽马数据，华鑫证券研究

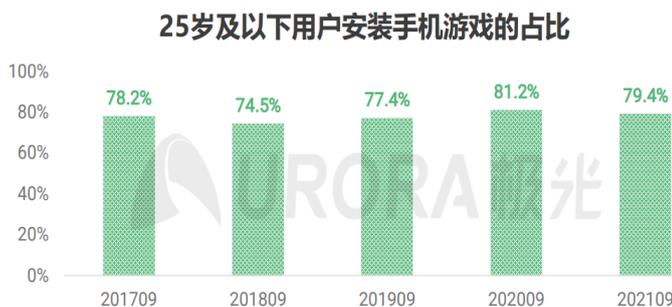
中国手游用户年龄方面，据极光《2021 年中国手机游戏行业研究报告》数据显示，手游玩家的年龄分布中，“25 岁及以下”用户规模占比超过半数，Z 世代是手机游戏的核心用户群体。25 岁及以下用户里，有安装手机游戏的比例约为八成，近年来手机游戏在年轻群体中的覆盖程度保持平稳。游戏行业是供给带动需求的行业，面对存量市场且用户年龄层更迭的背景下，研发符合新生代年轻人需求的创新产品成破局关键。

图表 9：手机游戏玩家年龄分布占比



资料来源：极光 iAPP，华鑫证券研究

图表 10：25 岁及以下用户安装手机游戏的占比

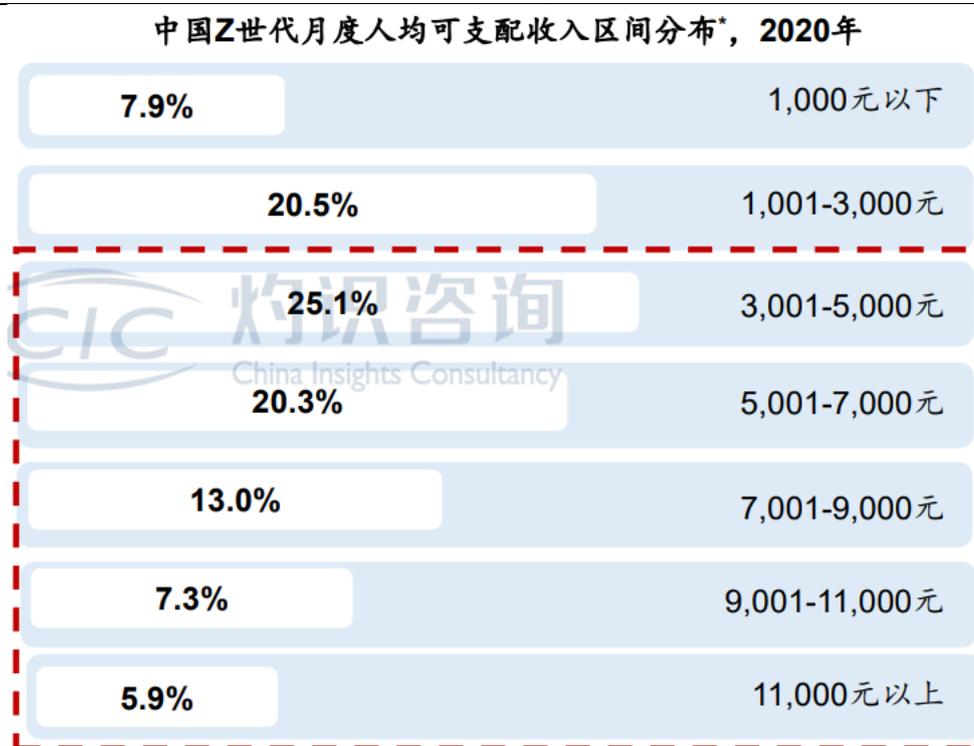


资料来源：极光 iAPP，华鑫证券研究

Z 世代具有以下特点，（1）良好的教育背景、文化自信；（2）付费意识强，愿意为兴趣爱好与新事物付出时间和金钱；（3）热衷内容创作和乐于评论分享，在线上虚拟空间中异常活跃，并且习惯于通过互联网来分享生活与工作（4）兴趣圈更加垂直、多元且有个性，对兴趣圈有强归属感和高参与度；（5）重视精神体验，喜欢挖掘好的价值与服务。据灼识咨询数据，中国 Z 世代（1995 年-2009 年出生的一代人）群体规模有 2.6 亿人，随着互联网的发展，“Z 世代”这一概念被逐渐泛化，2010 年-2019 年出生的一代人由于同样具备 Z 世代群体的部分特征，因此将其与“Z 世代”并成为“泛 Z 世代”，中国泛 Z 世代人群规模有 4.3 亿人，而其中网络活跃用户规模在 2020 年已超过 3.2 亿人，占全网比例 28.1%。另

据调查超 7 成受访 Z 世代月可支配收入超过 3000 元，人均月可支配收入 4193 元，据此推算 Z 世代总人群的年可支配收入规模可达 13 万亿元，蕴藏消费潜力。

图表 11：中国 Z 世代月度人均可支配收入区间分布，2020 年



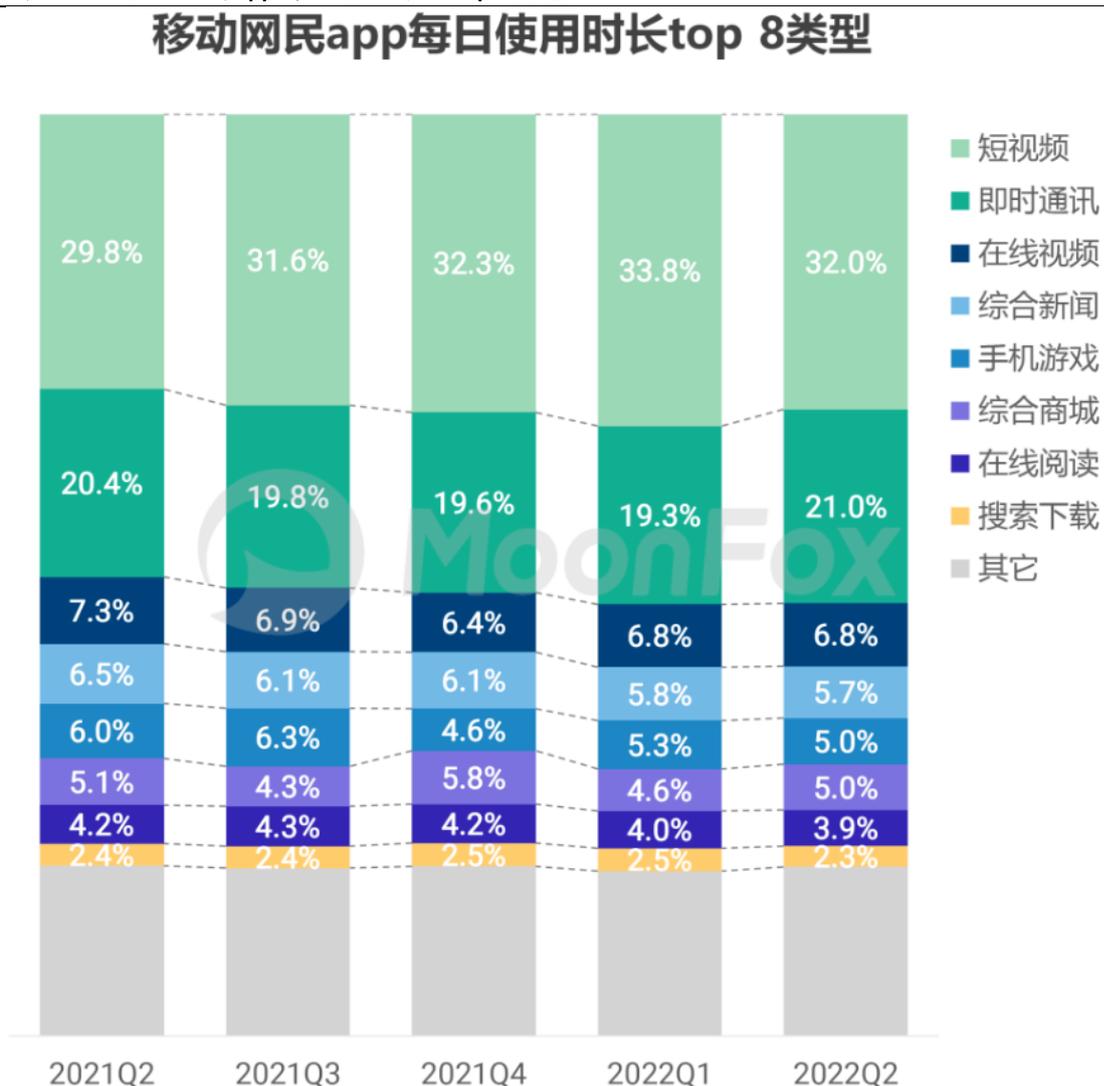
*注：Z 世代人群样本量 N=1,000

资料来源：Kantar，QuestMobile，智慧图研究院，国家统计局，教育局，灼识咨询，华鑫证券研究

年轻用户对游戏品质的高要求，加速了游戏行业进入产品为王时代，以及内容型游戏的兴起。在年轻用户聚集的 TapTap 平台，据《TapTap2021 年度报告》显示，2021 年，二次元、模拟、休闲、Roguelike、射击、科幻、独立游戏、像素风等游戏内容更受用户青睐，在产品端，游戏也呈现出马太效应，用户向头部的精品化内容聚拢。据灼识咨询数据，Z 世代人群深受二次元文化影响，其中核心二次元用户（持续重度消费二次元内容、广泛参与相关活动、向周围人传播相关内容）占比为 30%，泛二次元用户（对二次元文化有一定理解、有二次元消费行为）占比可达 95%，助推中国二次元文化产业的发展，例如游戏、动漫等。

从移动网民 app 每日使用时长来看，2022 年第二季度，短视频行业的用户时长占比为 32%，虽回落至去年第三季度水平，但仍位居第一位。而手机游戏行业的用户时长占比为 5%，短视频使用时长是手游的 6.4 倍，除短视频外，手游使用时长还低于即时通讯、在线视频与综合新闻，移动游戏面临其他移动 app 对用户时长的激烈争夺，游戏爆款的重要性与日俱增。

图表 12: 移动网民 app 每日使用时长 Top8 类型



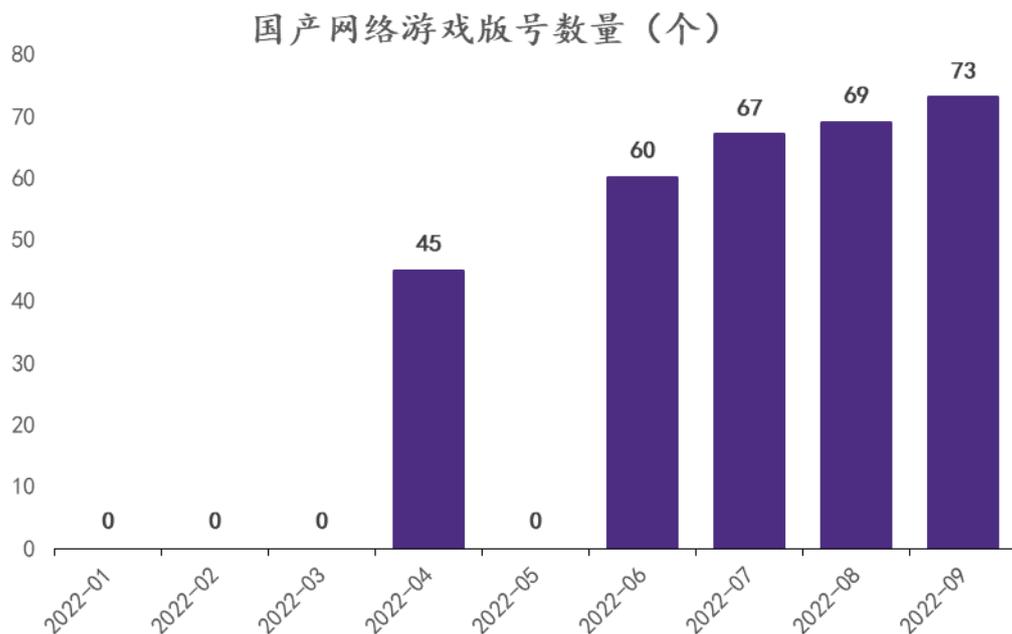
数据来源: 月狐iAPP (MoonFox iApp)

取数周期: 2021.04-2022.06

资料来源: 月狐 iAPP, 华鑫证券研究

从游戏版号的数量看, 自今年4月游戏版号恢复以来, 截至2022年9月, 国产网络游戏版号已发放五批, 共计314个, 4月、6月、7月、8月、9月分别发放45个、60个、67个、69个、73个版号, 呈现小幅增长趋势, 版号已常态化发放, 但发放数量、审核要求仍处于严控状态, 每批版号发放数量少于2021年版号暂停前的发放水平。获得版号的产品以小体量产品、休闲产品居多, 多数获得版号产品以小厂为主, 腾讯、网易已于今年9月收获游戏版号, 题材中包括容易过审的武侠、国风、体育、模拟生活等, 也包括二次元、仙侠、以及中西方历史文化题材等。游戏公司每年获得版号的数量受到限制, 需在产品设计框架与产品制作规格层面提升。鉴于此前行业内存在公司倒闭、裁员, 以及上海、成都、深圳等地疫情的背景, 今年陆续发放五批网络游戏版号均以小厂为主, 利于帮助小厂渡过难关以及稳就业。今年已经获得版号的产品中, 具有强竞争力的产品仍是稀缺资源, 市场产品供给与当前游戏行业核心用户群体需求存在部分匹配度差异, 但版号常态化发放的长期意义更大, 政策端压力逐渐趋稳。

图表 13：2022 年国产网络游戏版号数量



资料来源：国家新闻出版署，华鑫证券研究

我们认为，目前游戏行业已经进入到精品化、多元化、全球化、年轻化的新时代。政策端，版号总量严控，审核趋严，企业从游戏的立项、研发、运营、发行端均受到影响，倒逼游戏精品化和出海的同时，抬高了游戏的研发投入门槛与风险，国内外大厂加码叠加买量成本攀升也使得海外市场竞争日益加剧。产品端，目前行业强调爆款逻辑，马太效应加剧，用户向头部产品聚拢，且头部产品形成较强的壁垒，格局稳定，上半年缺少有竞争力的爆款新品，大部分新游产品表现不佳的原因，是从立项开始，缺少能够满足用户多元需求的产品框架和较高的产品制作规格；用户端，用户年龄层更迭，呈现年轻化，玩家的时间、金钱、精力有限，对游戏品质以及时间碎片化要求高，且游戏面临其他娱乐产品竞争抢夺用户时长，如短视频，而中国游戏行业用户年龄层更迭，年轻用户对产品品类、品质都提出新要求，存在市场存量产品与年轻用户需求不匹配的情况，此外，我们也看到内容型游戏、年轻向品类在崛起；立项端，参照多年前的模板开发游戏难以吸引当下的核心玩家，版号严控之下，游戏研发周期拉长，需要游戏厂商在立项端做到足够超前，否则将面临未来游戏产品上线时产品竞争力下降的风险。长期来看，国内外游戏市场均强调产品力，粗放式买量增长路径难以持续，国内游戏厂商需将更多精力放在打磨产品、提升自身工业化研发实力上，能够做出符合主流用户群体需求的产品力将在未来的竞争中至关重要。

1.1、2021 年全球二次元手游市场规模为 169.7 亿美元，中国大陆 iOS 端市场份额 14.7%

2021 年，全球二次元手游市场用户支出为 169.7 亿美元，全球下载量同比增长 15%，较 2018 年增长 50%。二次元手游玩家具有强大的参与性和高消费倾向，2021 年，二次元手游玩家的用户支出占到应用商店移动游戏总支出的 20%，但全球用户使用渗透率小于 3%，仍有较大的潜力提升空间。日本依然是全球最大的二次元手游市场（占到全球下载量的 15%；全球用户支出的 55%），但市场份额比 2018 年减少了 9 个百分点。其他市场的需求显著增

长，例如韩国、英国和美国的下载量和用户支出从 2018 年开始出现大幅增长，韩国的下载量增加了 170%，英国增加了 30%，美国增加了 40%。与 2018 年相比，韩国的用户支出增长 85%，英国增长 75%，美国增长 70%。2021 年，中国大陆二次元手游市场（仅限 iOS 数据）用户支出为 25 亿美元，市场份额为 14.7%。

图表 14：2018-2021 年全球各地区二次元手游市场规模概览

全球各地区二次元手游市场规模概览					
年份	全球用户支出 (亿美元)	日本用户支出 (亿美元)	美国用户支出 (亿美元)	中国大陆用户支出 (亿美元)	中国大陆用户支出 占全球比例
2018年	138.9	88.8	12.4	21.1	15.2%
2019年	151.6	90.1	12.7	28.8	19.0%
2020年	160.9	99.2	16.9	18.9	11.7%
2021年	169.7	93.2	21.2	25.0	14.7%

资料来源：data.ai，华鑫证券研究（注：用户支出基于 iOS 和 Google Play 综合数据，中国大陆仅限 iOS 数据）

2021 年全球二次元手游下载量排名中，米哈游的《原神》和《崩坏 3》均跻身 Top10，分别位居第 2 位和第 9 位，按下载量排名的热门二次元手游以角色扮演、模拟和动作类为主；从 2021 年全球二次元手游用户支出排名看，米哈游《原神》在 2021 年的全球支出实现全面增长，在用户支出方面排名第一，鹰角网络《明日方舟》位居第 9 位，按用户支出排名的热门游戏中，角色扮演游戏占据主导地位。

图表 15：2021 年全球二次元手游下载量排名

图表 16：2021 年全球二次元手游用户支出排名

按下载量排名的热门游戏			用户支出排行榜热门游戏		
排名	游戏名称	子类别	排名	游戏名称	子类别
1	Pokémon GO	位置角色扮演游戏（角色扮演游戏）	1	Genshin Impact	开放世界角色扮演游戏（角色扮演游戏）
2	Genshin Impact	开放世界角色扮演游戏（角色扮演游戏）	2	Pokémon GO	位置角色扮演游戏（角色扮演游戏）
3	SAKURA School Simulator	模拟生活（模拟）	3	Uma Musume Pretty Derby	偶像训练模拟（模拟）
4	Pokémon UNITE	在线多人竞技（动作）	4	Fate/Grand Order	团队战斗（角色扮演游戏）
5	Gacha Life	模拟生活（模拟）	5	Monster Strike	益智角色扮演游戏（角色扮演游戏）
6	Gacha Club	装扮与生活方式（模拟）	6	Dragon Ball Z Dokkan Battle	团队战斗（角色扮演游戏）
7	NARUTO X BORUTO NINJA VOLTAGE	动作角色扮演游戏（角色扮演游戏）	7	Puzzle & Dragons	益智角色扮演游戏（角色扮演游戏）
8	My Hero Academia: Strongest Hero	MMORPG（角色扮演游戏）	8	Dragon Quest Walk	位置角色扮演游戏（角色扮演游戏）
9	Honkai Impact 3	动作角色扮演游戏（角色扮演游戏）	9	Arknights	塔防角色扮演（角色扮演游戏）
			10	DRAGON BALL LEGENDS	团队战斗（角色扮演游戏）

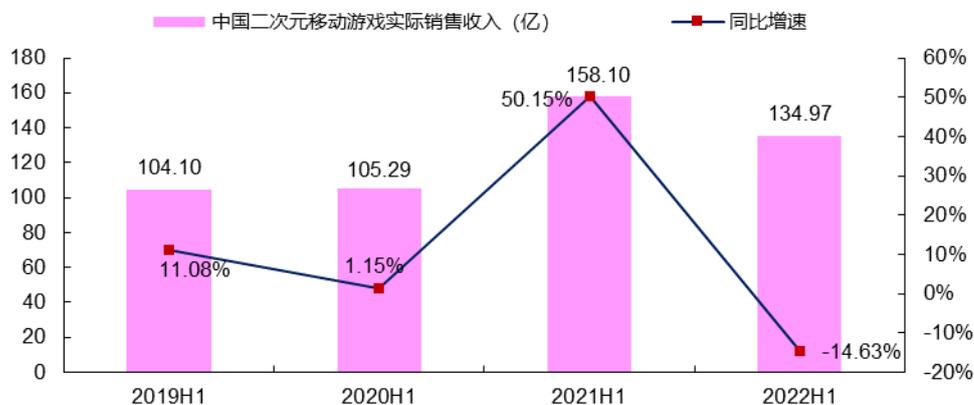
资料来源：data.ai，华鑫证券研究

资料来源：data.ai，华鑫证券研究

2.1、中国二次元移动游戏市场：2022 年上半年市场规模为 134.97 亿元，同比下降 14.63%

从中国二次元移动游戏的市场规模看，2021 年中国移动游戏市场规模整体增速放缓，同比增长 7.57%。与之相对，二次元游戏的表现尤为亮眼，2021 年二次元移动游戏市场规模达 284.25 亿元，同比增长 27.43%，“Z 世代”的崛起促使企业加大对二次元题材的开发和推广投入，带动二次元游戏市场的发展，二次元品类也成为了 2021 年国内手游市场主要的增长极之一，其中，头部二次元产品的优秀表现是二次元手游市场规模迅速增长的重要因素。2022 年上半年中国二次元移动游戏市场实际销售收入为 134.97 亿元，同比下降 14.63%，而去年同期的增速为 50.15%，由于《原神》等二次元头部产品具有较强的壁垒，马太效应的加剧使得二次元用户向头部产品聚拢，叠加今年上半年市场缺少有竞争力的二次元游戏产品以及疫情等因素的影响，二次元手游市场规模增速出现负增长。二次元品类等内容型游戏是游戏行业过去流量为王时代走向终结的见证者，也是国产游戏未来发展的重要贡献者，中国玩家在经历同质化严重的、以数值付费为主的流量游戏后，逐渐倾向选择以内容服务为主、注重内容质量的二次元等年轻向品类，而内容质量也是二次元游戏长线运营的关键，二次元游戏更注重剧情与角色等，该品类也得到了游戏行业精品化大趋势的滋养。近年来，二次元游戏的研发门槛逐渐提升，在内卷严重的二次元赛道，垂类公司的统治力甚至大于上市游戏公司，目前仍然是米哈游、鹰角网络等少数公司占主导。对于后入局者，二次元品类既是机会更是挑战，一旦布局二次元赛道，难以回避与多个头部产品，以及与二次元头部厂商的正面竞争。

图表 17：2019H1-2022H1 中国二次元移动游戏市场规模



资料来源：游戏产业报告，华鑫证券研究

用户方面，据 GPC&CETT&IDC 数据统计，2020 年 Q1 中国二次元游戏用户规模达 1.31 亿，而 2020 年 Q1 中国游戏用户规模为 6.54 亿，二次元游戏用户渗透率为 20%。另据艾瑞咨询数据统计，得益于国内外优质动漫作品尤其是国产原创动画的涌现，《明日方舟》、《原神》等优质二次元手游的集中上线，泛二次元用户的人口红利依然存在，并在 2020 年突破 4 亿用户大关。根据艾瑞咨询预测，2023 年中国泛二次元用户规模将达到 5 亿。中国庞大的二次元用户为二次元游戏打下了坚实的用户基础，而二次元游戏产业的快速增长，也得益于原创二次元游戏的快速发展，《阴阳师》、《明日方舟》、《原神》等原创精品二次元游戏不断涌现。从用户属性看，二次元玩家包容性更高，但却难以在同一时期兼顾多款游戏，一方面，他们愿意尝试高热度的新游，优质产品早期甚至不用大规模宣传，便能积累一批核心玩家，但另一方面，二次元玩家对喜爱的主玩产品又具有高忠诚度，不会轻易

放弃喜欢的产品，特别是在新品难以满足用户需求的情况。

二次元手游是中国游戏出海的重要力量，且已经在二次元文化的重要发源地日本取得优秀成绩。二次元风格是中国游戏厂商出海日本的主要突破口，据 Sensor Tower 发布的 2022 年 H1 中国手游在日本收入 Top20 榜单，共有 7 款手游采用二次元风格，其中，《原神》与《放置少女》更是跻身 2022 年上半年日本市场手游收入榜单 Top10，中国二次元手游的品质得到广泛认可。

图表 18：2022 年 H1 中国手游在日本收入 Top20

2022年H1中国手游在日本收入TOP20 | App Store & Google Play

手游及发行商			
1		原神 米哈游	-
2		荒野行动 网易	-
3		放置少女 有爱互娱	-
4		Puzzles & Survival 三七互娱	-
5		偶像梦幻祭!! Music 乐元素	-
6		三国志·战略版 灵犀互娱	▲
7		黑道风云 友塔网络	▼
8		江山美人 三七互娱	-
9		明日方舟 悠星网络 & 鹰角网络	-
10		Age of Z Origins Camel Games	-
11		王国纪元 IGG	▲
12		碧蓝档案 悠星网络	▲
13		云上城之歌 三七互娱	▲
14		碧蓝航线 悠星网络	▲
15		PUBG MOBILE KRAFTON & 腾讯	▼
16		明日之后 网易	▲
17		第五人格 网易	▼
18		大老板 益玩游戏	▼
19		万国觉醒 莉莉丝	▼
20		口袋奇兵 江娱互动	▲

以上榜单来源于Sensor Tower 2022年H1日本App Store及Google Play商店之手游收入估算。



资料来源：Sensor Tower，华鑫证券研究

从头部国产二次元产品的全球表现看，2022 年上半年，米哈游的《原神》与《崩坏 3》的全球流水表现均有较高的涨幅，两款产品间形成互相导流的效应，腾讯《火影忍者》全球流水表现较去年同期基本持平，其余头部二次元产品的全球流水表现均有不同程度的下滑，二次元赛道的马太效应加剧，用户向头部产品聚拢，米哈游旗下主力产品对泛二次元用户具有强吸引力，未来游戏厂商的小投入新项目将很难获得二次元人群红利，产品的保底回本线将比以往更难达到。二次元赛道先手优势明显，当一款破圈的爆款产品出现后，该产品将拥有定价权和定义权，玩家会自发进行产品间的对比，在当今产品研发投入的高门槛之下，未来二次元游戏的类型与数量或将减少，结束“野蛮生长”时代，二次元游戏产品的趋势将从产品设计框架与产品制作规格层面更加精品化，以期满足玩家日益增长的品质需求。

图表 19：2021H1-2022H1 头部国产二次元游戏全球流水情况

	开发商	2021年上半年全球流水 (亿元)	2022年上半年全球流水 (亿元)	同比增速
原神 (含移动端、主机/PC及云原神)	米哈游	108.08-130.35	152.50-186.41	16.99%-72.47%
阴阳师	网易游戏	24.62	11.76	-52.23%
明日方舟	鹰角网络	17.24	12.28	-28.77%
火影忍者	腾讯	15.35	15.46	0.72%
偶像梦幻祭2	乐元素	8.56	8.37	-2.22%
碧蓝航线	蛮啾网络/勇仕网络	6.73	5.61	-16.64%
崩坏3rd	米哈游	6.68	7.76	16.17%
闪耀暖暖	叠纸网络	3.46	3.13	-9.54%
战双帕弥什	库洛游戏	3.16	2.45	-22.47%

资料来源：国产二次元手游观察，华鑫证券研究

从中国二次元游戏品类的机会与风险来看，机会主要有（1）贴合年轻玩家群体对高品质内容游戏的深层需求；（2）更易于结合 IP，或将产品 IP 化来打造原创游戏 IP，进而探索 IP 衍生内容；（3）高付费效应，二次元游戏用户对喜爱的内容具有高付费意愿；（4）口碑传播效应强，高品质产品通过口碑效应可以获得高粘性用户。风险主要有（1）高昂的研发成本，具有较高的研发投入风险；（2）玩家口味挑剔，心理阈值高。目前，中国游戏厂商在研的产品中，仍不乏二次元游戏潜力佳作，部分游戏在测试阶段就已引起玩家的较大关注，例如米哈游《绝区零》《崩坏：星穹铁道》、库洛游戏《鸣潮》、鹰角网络《明日方舟：终末地》、狸花猫工作室《尘白禁区》、深蓝互动《重返未来：1999》等，初步建立口碑与核心粉丝群体。二次元游戏赛道竞争愈发激烈，用户对产品的高品质需求，是头部产品对用户进行教育后导致的必然结果，在拥挤的赛道中突围，需要游戏厂商做出更大的创新与差异化，以及对优质内容更好的表达，二次元赛道风险与机遇并存。

图表 20：高热度未上线国产二次元游戏一览

游戏名称	游戏标签	开发商	TapTap评分	TapTap预约量
绝区零	动作、即时制、ARPG	米哈游	8.9	232万
崩坏：星穹铁道	角色扮演、策略、养成、回合制、卡牌	米哈游	8.5	217万
鸣潮	开放世界、冒险、策略、动作	库洛游戏	8.8	154万
明日方舟：终末地	模拟经营、冒险、科幻	鹰角网络	9.3	149万
尘白禁区	美少女、设计、TPS、科幻	狸花猫工作室	9.2	131万
重返未来：1999	策略、卡牌、手机、剧情、养成	深蓝互动	9.1	120万
少女前线2：追放	战棋、美少女、射击、养成	散爆网络	8.1	101万
时序残响	战棋、养成、策略、美少女、卡牌	百奥家庭互动	8.9	76万
来自星尘	买断制、策略、回合制、单机、开放世界	鹰角网络	8.3	73万
火环	动作、冒险、像素	月胧吟	9.7	62万
逆光潜入	即时战术、角色扮演	空塔工作室	8.6	35万
卡拉彼丘	竞技、射击、动作	创梦天地	9.2	32万
恋与深空	乙女、女性向、恋爱、动作	叠纸游戏	8.4	29万
来古弥新	国风、战棋、策略、角色扮演	词牌社工作室	8.3	27万
白荆回廊	角色扮演、策略、美少女	上海烛龙	9.5	22万
异象回声	角色扮演、策略、悬疑、3D、卡牌	苍火游戏小组	8.8	20万
螺旋勇士	策略、模拟、休闲	电魂网络	8.9	19万
雾境序列	养成、即时战术、卡牌	星线网络	8.0	16万
幻想之都的黑猫	美少女、卡牌	扑家工作室	9.6	15万
最后的厂牌	乙女、女性向、恋爱、卡牌	APG GAMES	6.6	9万

资料来源：TapTap，华鑫证券研究

3、米哈游的竞争优势与战略布局

米哈游的竞争优势包括（1）围绕知名 IP 为中心多产品线经营的行业领先商业模式，公司是目前国内为数不多拥有原创二次元 IP 的企业，自主创作了多个知名二次元 IP，例如“崩坏”、“原神”等。公司产品涵盖移动游戏、漫画、动画、轻小说和动漫周边产品等多种类型，其各类型产品的人物角色、故事主线和世界观体系均围绕原创游戏 IP 呈现，产品间相互促进、相互影响，逐步形成一个个良性的 IP 产品生态圈，经营模式在国内处于领先地位；（2）原创 IP 下的庞大用户群体和大量的核心粉丝，成功 IP 的受众聚集效应能够为新产品提供用户基础，例如 2016 年 9 月公司推出移动游戏《崩坏 3》，产品公测首月新增账户数量即超过 500 万，游戏流水超过 1 亿元，可见“崩坏”IP 下庞大的用户群体和大量的核心粉丝已成为公司未来其他产品成功的有力保障；（3）贴近市场的企业文化和充满创造力的团队。公司的核心企业文化为二次元文化，从基层员工到高管团队，公司大部分员工既是二次元文化的创作者也是二次元文化的消费者。公司重视员工对二次元文化的认同感，原因为：一是员工愿意为自己所热爱的文化倾注更大的热情和精力，在工作中发挥更大的创造力；二是对二次元文化的热爱有助于员工深层次理解用户的感受，创作出更符合二次元用户需求的优秀作品。公司团队年轻且富有活力、创造力，更易接纳新鲜事物，公司三位创始人蔡浩宇、刘伟和罗宇皓，对二次元文化充满热情，专业能力强且具有远见，并亲自参与到游戏项目的相关工作；

（4）成功的产品研发和运营经验。公司旗下“崩坏”系列、《原神》等产品在国内外均取得良好表现。产品研发层面，公司拥有领先市场的游戏设计理念，新产品立项前需要

广泛地进行市场调研，深入了解市场最新的研发动态和目标用户的心理需求，公司在产品设计过程中在技术水平、玩法设计等方面均力求做到领先市场现有的产品，确保产品上线时能在同类产品中保持竞争优势；**公司采用致力于创作精品游戏的研发策略**，公司秉持精细打磨的研发理念，力求实现每一款游戏均成为精品，努力为用户提供更好的游戏体验。

产品运营层面，公司采用研发运营一体化的游戏经营策略。研发运营一体化是公司一直坚持的游戏产品经营策略，具有以下优势：A. 相比于不从事运营的游戏开发商，公司可以第一时间掌握游戏玩家的需求动向，开发适应市场变化的游戏产品；相比于不从事游戏开发的运营商，公司掌握着网络游戏的版权，不存在代理权丧失的风险。B. 研发运营一体化的经营模式能在网络游戏持续运营的过程中降低开发与运营环节间的沟通成本和配合失误的风险，同时有效地解决游戏开发商与游戏运营商间的利益分配矛盾。C. 在盈利能力方面，与以代理产品为主的游戏运营商相比，研发运营一体化网络游戏企业的净利润率通常较高，盈利能力更强；**公司旗下产品聚集核心粉丝群，形成口碑传播。**新产品上线之初公司主要在核心二次元用户聚集度较高的平台或社区进行小范围宣传推广，以吸引核心二次元用户体验公司游戏。核心二次元用户特点鲜明，乐于与兴趣爱好相近的朋友交流，当该部分用户认同公司产品后，也会极力向自己的朋友推荐公司产品，形成有效的口碑传播；**公司采取特有内容营销策略。**公司十分注重推广的内容性，相比普通的广告推广，包含优质内容的推广能够带来更好的宣传效果。例如公司会结合“崩坏”IP 中的人物形象、故事情节制作一些精美的音乐和动画，上传至哔哩哔哩等社区，让玩家因为喜欢这些音乐或动画进而对公司的游戏产生兴趣；或者与其他热点进行影游联动，增加品牌间的互动，吸引更多受众群体；此外，公司也会定制一些游戏形象的抱枕、鼠标垫、雨伞等精美礼品赠予核心用户，不仅较大地提升核心用户的体验，同时也能够在其朋友圈中形成一定的广告效应。

(5) 强大研发团队及大量技术积累。团队人才层面，公司十分注重研发人才的筛选、培养和积累，已形成个人素质高、专业能力强和业务范围广的研发团队。公司研发团队除传统程序、美术等研发人才外，还包括 IP 创作人员，主要负责为现有 IP 创作内容，增强现有 IP 的生命力。公司人才门槛较高，看重人才可塑性，研发人员中，拥有硕士研究生以上学历的人数占比较高，公司同时注重研发人员实践经历，公司研发团队中的骨干力量，大部分具有知名的互联网企业工作经验。**公司持续不断进行研发投入和先进的技术积累**，先进的技术实力是互联网文化企业发展的根本动力，而技术的发展依托于企业持续的研发投入。公司自成立以来一直重视研发投入，经过多年的发展，公司研发出大量的移动游戏技术，积累了“PostFX”，“AnimeFX”，“3D 动画分层上色技术”，以及“基于 s-expr 的数据驱动逻辑技术”等一系列核心技术，核心技术使得公司产品在画面渲染、数据处理速度、系统架构设计上处于行业领先地位。

4、从“崩坏”IP 生态圈的塑造看米哈游的 IP 运营能力

米哈游基于“崩坏”IP 创作出游戏、漫画、动画、轻小说及动漫周边产品。公司围绕原创的“崩坏”IP，研发和创作出移动游戏、漫画、动画、轻小说及相应的动漫周边产品等崩坏系列产品，产品类型覆盖了二次元文化产业的主要品类。“崩坏”IP 是各产品之间核心的连接点，基于同一个 IP，公司各产品展现了统一的人物角色、故事主线、世界观和价值观，形成了较强的产品联动，促进了不同产品间的用户转化，从而实现了各产品的相互推动发展。

图表 21：“崩坏” IP 与各产品间关联



资料来源：米哈游招股书，华鑫证券研究

➢ “崩坏” IP 游戏产品的系列化

目前已推出的“崩坏”IP 的游戏产品包括《崩坏学园》《崩坏学园 2》和《崩坏 3》，三款游戏中的故事主线、世界观体系和人物角色基本保持一致，但游戏玩法和风格上略有不同，其中《崩坏学园》为单机游戏，而《崩坏学园 2》和《崩坏 3》为网络游戏；玩法和风格方面，《崩坏学园》和《崩坏学园 2》均为 2D 射击类游戏，两款游戏的整体风格偏萌系，而《崩坏 3》为一款 3D 动作类游戏，整体风格比较偏向于写实。此外，“崩坏”IP 新作《崩坏：星穹铁道》已完成二测，《崩坏：星穹铁道》并没有采用“崩坏”以往世界的设定，而是将目光放在一个存在诸多星神的平行世界之中，同时，也采用了从未尝试过的回合制玩法。米哈游通过打造“崩坏”IP 的系列化爆款游戏产品，不断扩大 IP 的影响力与生命力，但每款新作又与前作存在玩法等层面的差异化，以及在技术、整体品质上的升级，这正是米哈游强大的研发实力的体现，也将“崩坏”IP 的世界观不断扩大，进而打造一个宏大的 IP 世界。

图表 22：“崩坏” IP 系列游戏

游戏	上线时间	游戏类型	游戏玩法	画面维度	游戏风格
《崩坏学园》	2012年	RPG	射击类	2D	偏萌系
《崩坏学园 2》	2014年	RPG	射击类	2D	偏萌系
《崩坏3》	2016年	RPG	动作类	3D	偏写实
《崩坏：星穹铁道》	未上线，二测结束	RPG	回合制	3D	偏写实

资料来源：米哈游招股书，TapTap，华鑫证券研究

2012 年上线的《崩坏学园》是米哈游“崩坏”IP 的起点，依托此款产品，公司的技术基础初步形成，并在游戏运营和市场推广过程中积累了市场经验和客户数据；《崩坏学园 2》是公司在《崩坏学园》的基础上开发的产品，共用了《崩坏学园》的底层数据、美术素

请阅读最后一页重要免责声明

材等，同时，《崩坏学园 2》也沿用了前期的核心玩法，减少了原型迭代的时间，缩短了《崩坏学园 2》的研发周期，《崩坏学园 2》自 2014 年初上线以来得到了市场和玩家的高度认可，曾获“2014 年度最佳二次元网络游戏金鹏奖”、“最具人气网络手游奖”等多个奖项，该游戏为公司积累了丰富的运营经验，截至 2017 年 6 月 30 日，《崩坏学园 2》充值流水金额累计超过 10 亿元。

图表 23：《崩坏学园》官方素材展示



资料来源：TapTap，华鑫证券研究

图表 24：《崩坏学园 2》官方素材展示



资料来源：米哈游招股书，华鑫证券研究

米哈游于 2016 年推出《崩坏 3》，该游戏延续了“崩坏”IP 的世界观设定，并在此基础上对故事剧情进行了丰富和延伸，与前两作不同，《崩坏 3》是一款 3D 动作类游戏，游戏中的 3D 模型偏写实，人物形象更加具有立体感，游戏的操作性和可玩性更强，通过 3D 的战斗场面配合第三人称尾随视角，带给玩家更强的视觉冲击感和游戏打击感，《崩坏 3》整体品质优秀，一经推出便在当时的二次元手游市场脱颖而出，即使是在如今的游戏市场，《崩坏 3》因其自身的高品质仍然具有强竞争力，保持在头部国产二次元手游梯队。《崩坏 3》在 App Store 上线次日获得苹果首页推荐，获硬核联盟推荐并取得了硬核联盟颁发的“十大人气游戏”、华为游戏“2016 年度十佳网游”、“2016 年度最佳二次元网络游戏金鹏奖”等多个奖项。截至 2017 年 6 月 30 日，《崩坏 3》游戏账户数量数超过 2200 万个，累计充值流水金额超过 11 亿元。成功 IP 的受众聚集效应能够为新产品提供用户基础，《崩坏 3》公测首月新增账户数量即超过 500 万，游戏流水超过 1 亿元，可见“崩坏”IP 下庞大的用户群体和大量的核心粉丝将成为公司未来其他产品成功的有力保障。

2021 年 10 月米哈游公布银河冒险题材的“崩坏系列”新作《崩坏：星穹铁道》，其首曝 PV 在 B 站已突破 400 万播放量。2022 年 5 月，《崩坏：星穹铁道》进行二测，整体呈现出来的完成度较高，在《原神》的探索与试错之后，米哈游的高水准工业化研发实力在《崩坏：星穹铁道》中显现。如果未来《崩坏：星穹铁道》在市场中得到了成功验证，将不仅意味着游戏产品的胜利，也标志着米哈游工业化生产管线的胜利，《崩坏：星穹铁道》未来将会登陆 PC 和移动平台。在结束二测后，《崩坏：星穹铁道》官方正式宣布开启一场名为「SR World Tour 2022」的全球巡展，除了提供游戏试玩外，「SR World Tour 2022」也将提供包括舞台竞赛、舞台表演、Cosplay、集点活动、周边售卖以及官方合影在内等服务，内容上对标大型的综合游戏动漫展。《崩坏：星穹铁道》是少数在游戏尚未正式上线时，就开启全球巡展的游戏 IP，这也是米哈游对自身研发实力、IP 影响力、游戏品质具备信心的体现。2022 年 8 月，上海徐汇区文化和旅游局发布了“关于 2022 年度徐汇区文化发展专项资金扶持项目评审结果的公示”，米哈游新作《崩坏：星穹铁道》位列其中，凸显政府相关部门对米哈游产品力的认可度。

图表 25: 《崩坏 3》官方素材展示



图表 26: 《崩坏：星穹铁道》官方素材展示



资料来源：米哈游招股书，华鑫证券研究

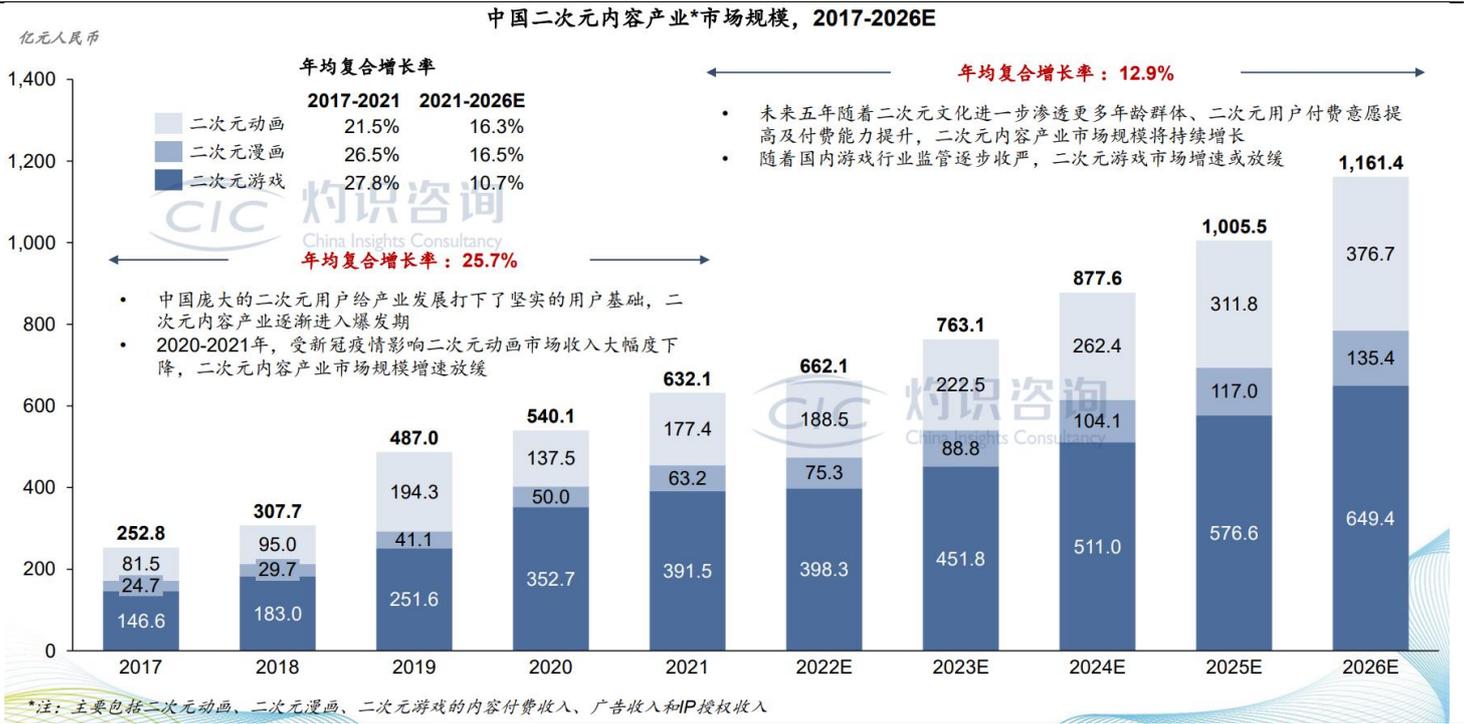
资料来源：TapTap，华鑫证券研究

➤ 构建原创游戏 IP 生态圈，“崩坏 IP”不断拓展 IP 衍生边界

情感溢价和圈层文化共同推动 Z 世代消费者关注移动游戏 IP 内容生态圈。在物质生活获得满足后，Z 世代追求丰富的精神内容需求，已不满足于单纯游戏玩法上的更新迭代，对喜欢的游戏有情感溢价，认同其形成的世界观，愿意购买 IP 衍生品与游戏形成价值和情感上的链接。此外，Z 世代有较强的圈层认同感，其消费能力较高，愿意为喜欢的事物支付高溢价，并通过购买相关产品、观看相关内容，表达自身价值观念，完成圈层文化的群体身份认同。未来，随着更多 Z 世代步入职场，消费能力进一步提高，有望带动移动游戏 IP 文化内容拓展。Z 世代人群深受二次元文化影响，其中泛二次元用户的占比可达 95%，该类人群在国内长视频、游戏、漫画领域各大平台表现活跃，尤其强二次元属性能够为这些平台带来更多的 Z 世代流量。泛二次元用户在时间分配和消费行为方面广泛参与二次元内容及衍生的兴趣消费，完成对于社交货币与情感联结的想象，在互联网传播和 IP 跨界的培育下，二次元内容逐步实现多元圈层传播与外延内拓的市场发展。

二次元产业商业模式的核心在于前端对优质 IP 内容的孵化，并采取覆盖全产业链的泛娱乐跨界形式运营，可以有效发挥广阔长尾市场的特点，提升 IP 热度并激发用户消费。二次元市场近年呈高速增长趋势，中国庞大的二次元用户为产业发展打下坚实的用户基础，而二次元内容的质量也逐渐受到市场认可。伴随二次元文化进一步渗透到更多年龄群体、二次元用户付费意愿提高及付费能力提升，二次元内容产业市场规模将有望持续增长，到 2026 年，国内二次元内容产业市场规模有望达到 1161.4 亿元。

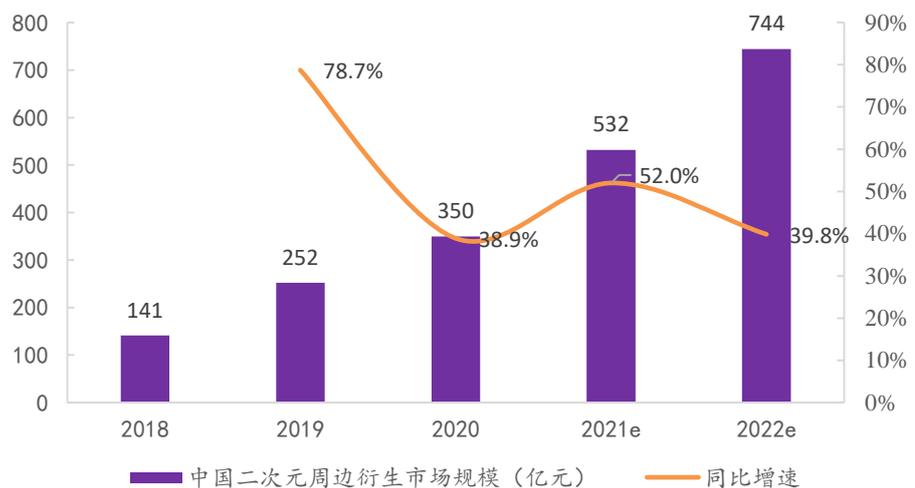
图表 27：2017-2026E 中国二次元内容产业市场规模



资料来源：灼识咨询，华鑫证券研究

相较于内容产业，二次元周边衍生产业发展更为迅猛，潮流玩具、虚拟偶像、二次元服饰从小众一跃成为新型的潮流市场，据艾瑞咨询数据，2022 年中国二次元周边衍生市场规模有望达到 744 亿元，二次元周边衍生市场主要包括二次元潮流玩具、二次元虚拟偶像、二次元线下娱乐和二次元服装，IP 商业价值将有望通过二次元周边衍生产业进一步拓展扩大。

图表 28：2018-2022 年中国二次元周边衍生市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华鑫证券研究

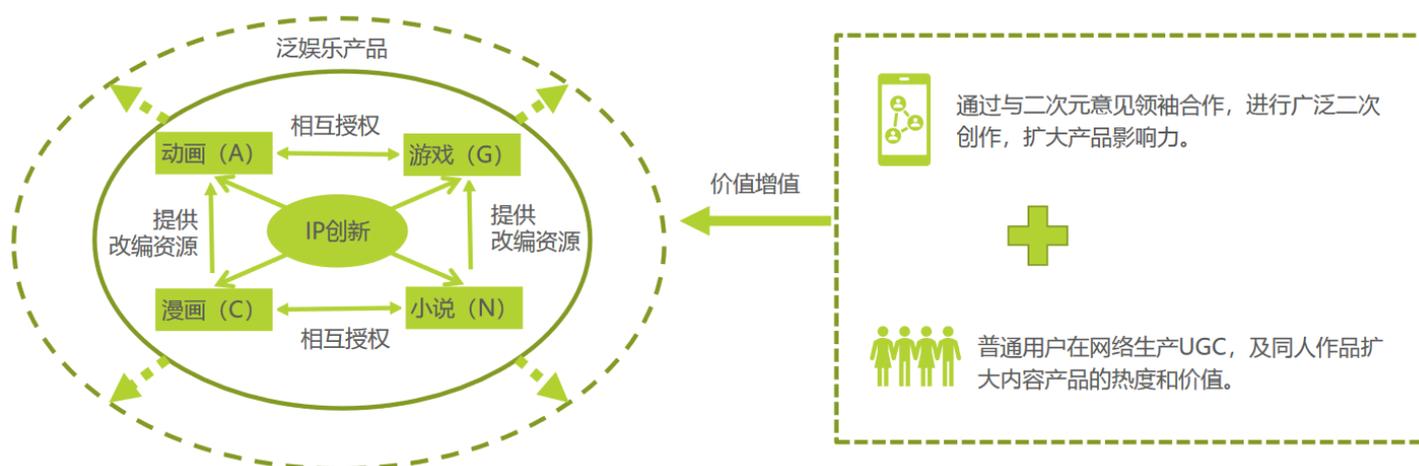
构建原创游戏 IP 生态圈需要基于游戏 IP 特点和类型，以游戏内的多元文化内容作为基础，拓展游戏原创 IP 的产品形态，降低用户对 IP 内容的理解与体验门槛，作为游戏内容的有效补充，而游戏本身就是复杂的多媒体内容，适合拓展出多样的文艺形态。将原创游戏 IP 的不同产品形态系列化、商业化，挖掘 IP 的衍生价值，吸引消费者购买衍生产品/内容的同时，也提升了游戏 IP 的知名度，扩大用户圈层，让更多人了解、体验到 IP 的文

化内容中。此外，围绕 IP 多层次的用户互动，在进一步提升 IP 热度的同时，也让游戏 IP 持续破圈，用户自发参与到 IP 的二创内容生产与传播中，形成高粘性的 IP 文化圈层。

从 IP 生态圈的价值角度看，（1）商业价值，围绕原创游戏 IP 为中心的多产品线经营的商业模式，可以扩大收入来源，均衡营收结构，降低单一商业模式带来的经营风险。（2）用户价值，以更丰富的 IP 衍生形式触达更多人群，吸引不同用户群体关注游戏 IP，实现游戏用户人群破圈。此外，可针对游戏粉丝定制开发 IP 衍生品及内容，在游戏之外，将 IP 融入用户日常生活，增加原有粉丝粘性和活跃度，从而对游戏 IP 本身形成反哺。（3）游戏运营价值，游戏 IP 通过创新的产品和内容，引发传播效应，高频触达用户，扩大 IP 影响力，延长游戏生命周期的同时，实现游戏 IP 价值的跃升。原创游戏 IP 的文化内容拓展需要高度专业化的文化产业支持，拓展形式包括 3D 动画、2D 动画、综艺演出、音乐、艺人经纪、漫画、小说、设定集、服装、玩具、音乐会、舞剧等。

图表 29：二次元 IP 可拓展生态圈

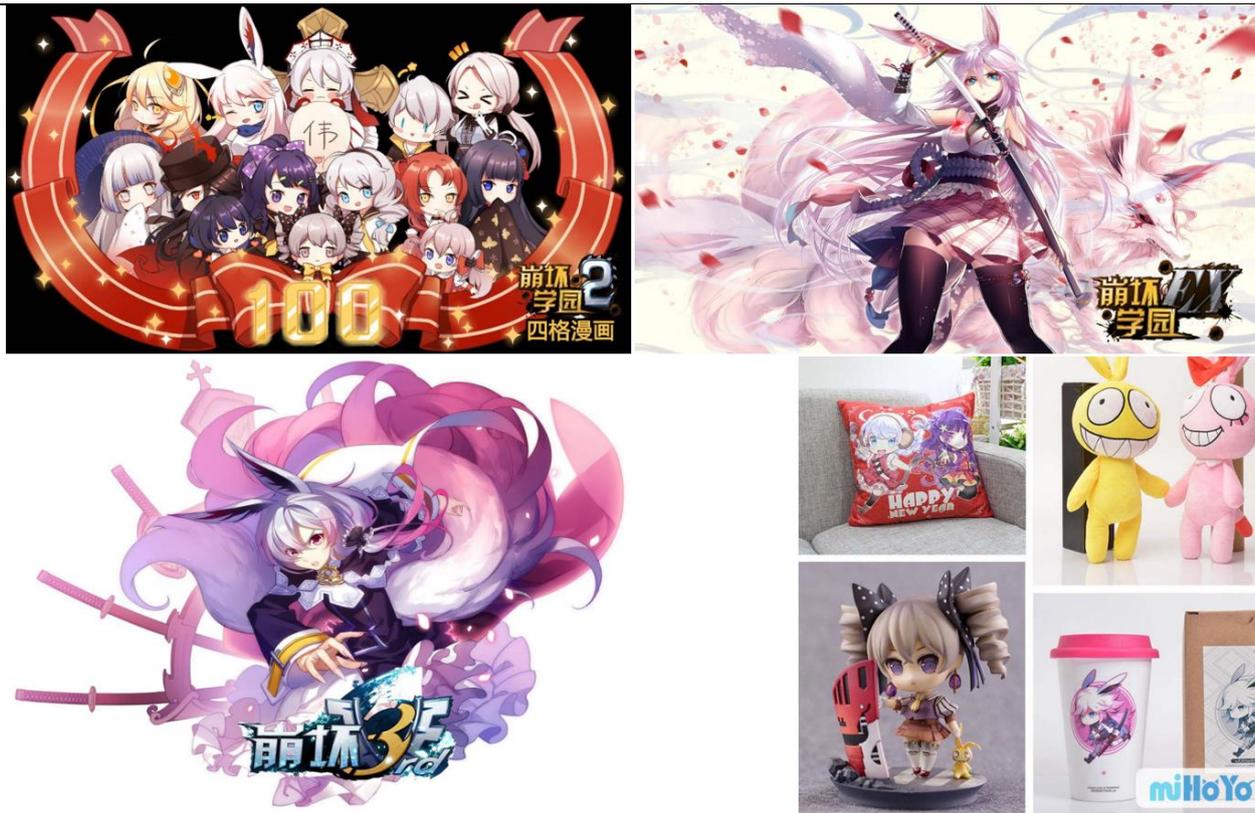
围绕IP的产品与产品，产品与消费者的互动



资料来源：艾瑞咨询，华鑫证券研究

在“崩坏”IP 生态圈的构建上，米哈游在游戏产品之外的拓展内容包括：①漫画作品，如《崩坏学园》四格漫画、《崩坏学园 EX》短篇漫画、《崩坏 3rd》长篇漫画等；②动画作品，如“崩坏学园四格手书动画”、“崩坏 PV”、“崩坏”系列动画、番剧《女武神的餐桌》等；③轻小说作品，如《吼姆救援作战》、《崩坏的料理教室》、《里世界小说》等；④动漫周边产品：如印有“崩坏”IP 角色的抱枕、手办等。截至 2017 年上半年，米哈游移动游戏账户数量超过 6600 万个、漫画《崩坏 3rd》累计点击量超过 1.8 亿次、《崩坏学园四格漫画》累计点击量超过 5500 万次、动画视频点击量超过 1400 万次、《崩坏学园 2》的百度贴吧关注量累计超过 95 万，帖子总数累计超过 4700 万、《崩坏 3rd》的百度贴吧关注量累计超过 49 万，帖子总数累计超过 1900 万。

图表 30：“崩坏” IP 衍生产品



资料来源：米哈游招股书，华鑫证券研究

米哈游持续推出“崩坏”IP 精品衍生内容。2022 年 1 月，《崩坏 3》动画短片「阿波卡利斯如是说」正式发布，本片由 miHoYo Anime 出品，片中印象曲《Regression》由米哈游旗下纯原创音乐团队 HOYO-MiX 制作，知名歌手阿云嘎演唱，完整版上架网易云音乐；2022 年 7 月，《崩坏 3》项目推出首本原画集《崩坏 3 原画集 Vol.1 流星的旅途》，作为实物补给礼品投放，此次原画集以章节为线索，回顾过去一年内经历过的冒险故事，其中将包含角色设计草稿、角色设定图、场景概念图、动画短片分镜图等精彩内容；2022 年 8 月，由米哈游旗下纯原创音乐团队 HOYO-MiX 出品的原声音乐专辑《崩坏 3-Elysium-Original Soundtrack》正式上架网易云音乐，共收录 36 首崩坏系列原声音乐；2022 年 8 月，《崩坏 3》动画短片「因你而在的故事」印象曲《TruE》正式登陆网易云音乐，由知名歌手黄龄演唱；2022 年 8 月 24 日，《崩坏 3》联合「周末一小时」线下特别活动第一阶段正式开启，本次活动在全国 700 多家 Apple 授权专营店展开；2022 年 8 月 27 日，崩坏 3「纯真梦歌」线上音乐会举办；2022 年 9 月，《崩坏 3》官方宣布由众多优秀 UP 主联合创作的六周年同人大电影「德计划·rE：警报」正在筹备中，并发布预告片，正片将于 2022 年 10 月 2 日上映。今年《崩坏 3》迎来六周年，经历 6 年时间，《崩坏 3》仍是二次元游戏品类的头部产品，得益于米哈游对“崩坏”IP 的精细运营，“崩坏”IP 已成为米哈游旗下孵化的最成功的原创游戏 IP 之一，持续展现强大的生命力与影响力，优秀的游戏产品品质与 IP 衍生内容相辅相成，未来在《崩坏：星穹铁道》等产品助推下，有望将“崩坏”IP 从内容扩展量与影响力维度提升至新的高度。

图表 31: 《崩坏3 原画集 Vol.1 流星的旅途》



图表 32: 同人大电影「德计划·rE: 警报」预告片



资料来源:《崩坏3》官方公众号, 华鑫证券研究

资料来源: 哔哩哔哩, 华鑫证券研究

《崩坏3》在 2020 年开始探索 IP 联动, 2020 年《崩坏3》官宣与《新世纪福音战士》的联动, 精致的 3D 角色建模让明日香以游戏角色的方式呈现。米哈游也在尝试旗下各游戏 IP 间的联动, 打通产品间的次元壁。2021 年 6 月,《崩坏3》与《原神》联动,《崩坏3》在 4.9 版本中, 推出来自《原神》的角色菲谢尔, 以及围绕联动角色展开特定活动。《原神》与《崩坏3》新老产品联动, 一方面可以促进用户转化的内循环, 有利于促活、拉新, 另一方面也有利于打开内容制作的思路, 产生多样化内容, 例如《崩坏3》中加入的弓系角色的战斗模式是基于《崩坏3》与《原神》项目自进行大量实验后, 对游戏现有的功能逻辑、玩法设计和美术效果进行不断调整而来的结果。米哈游旗下各游戏 IP 间打通次元壁或许只是开始。

图表 33: 《崩坏3》X《新世纪福音战士》联动官方素材

图表 34: 《崩坏3》X《原神》联动官方素材



资料来源:《崩坏3》官方公众号, 华鑫证券研究

资料来源:《崩坏3》官方公众号, 华鑫证券研究

“崩坏”IP 已拥有庞大的、高粘性的、对米哈游产品具有高度认同度的核心玩家群体, 米哈游通过 IP 产业链的延伸, 将 IP 转化为漫画、动画短片、轻小说、音乐、原画集等其他形式的文化载体, 借助低门槛的文化载体形式传播“崩坏”IP, 进一步扩大用户群体, 使米哈游在更大范围的用户群体中形成品牌效应。米哈游在“崩坏”IP 基础上持续创作和开发高品质游戏产品, 使得玩家可以从基于对某一产品的认可开始, 逐渐成为“崩坏”IP 的用户, 并通过接触其他类别的 IP 衍生内容, 更深入地了解“崩坏”IP 想传达的世界观、价值观等文化内涵, 米哈游通过不同产品间对“崩坏”IP 属性的相互渗透和不断深化, 使得“崩坏”IP 的用户粘性不断增强, 实现了“崩坏”IP 由“游戏内容扩展衍生内容, 衍生

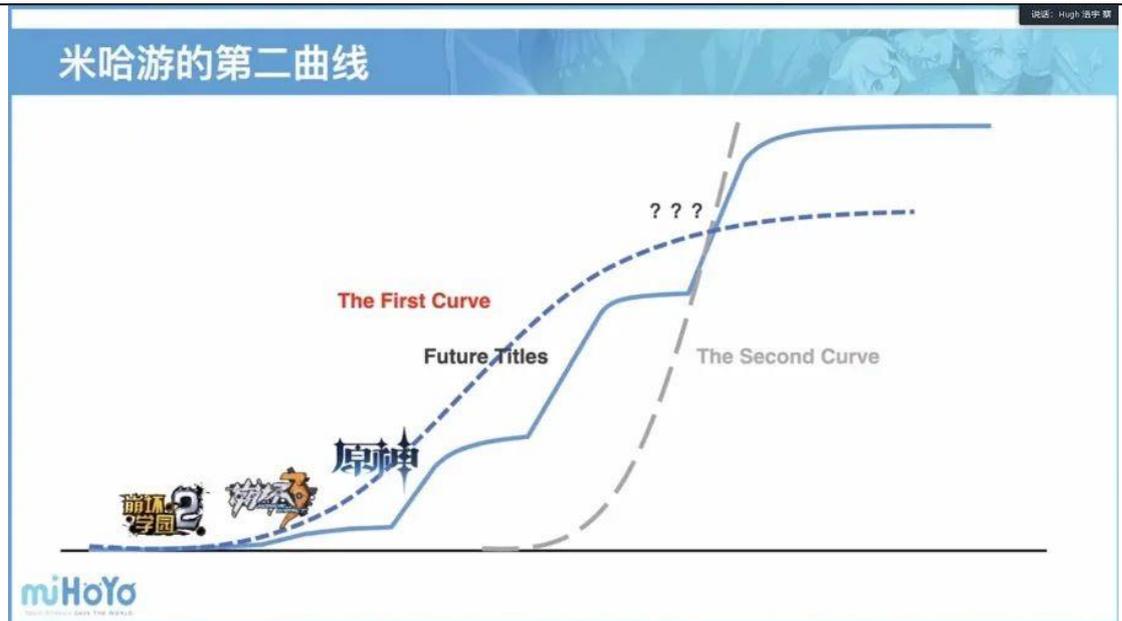
内容反哺游戏内容”的相互推动、相互促进的良性发展态势。

5、从《原神》《崩坏：星穹铁道》《绝区零》看米哈游高水准工业化研发体系

米哈游注重研发能力的投入与提升，公司 slogan 是“技术宅拯救世界”，战略是做超出用户预期的产品，表现在米哈游的研发理念“Something New”，“Something Exciting”，“Something Out of Imagination”上，这也是创始人蔡浩宇认为《崩坏3》、《原神》一上市就能在手机端做到顶尖标准的原因，而技术力的提升，也让自身拥有更多的内容表达渠道。米哈游致力于创作精品游戏的研发策略，秉持精细打磨的研发理念，力求实现每一款游戏均成为精品，用顶尖的技术做出符合用户需求的内容，努力为用户提供更好的游戏体验。米哈游从 ACG 产业视角立项，凭借深度洞察新世代用户需求，通过高水准的工业化研发实力，创新性的开发支持多平台的系列化具有文化内核的内容型游戏，用强大的内容包装表达能力，打造原创游戏 IP，去撬动全球泛二次元用户中最大的用户圈层，建立高粘性、高活跃度的 IP 文化生态圈。

对于合格的商业游戏，米哈游的评价标准有两个：一是好玩、二是有合理的商业模式。因此从《崩坏学园2》开始，米哈游逐渐结合卡牌游戏的商业机制（例如创始人蔡浩宇曾提到的《智龙迷城》），成就了米哈游“第一款真正成功的产品”。米哈游注重游戏产品的商业化，且认为做成功的商业产品需要理想与现实的结合，具体表现为米哈游在技术层面有理想主义成分，同时，也持续地追求商业化的成功，而在对商业游戏的理解上，米哈游认为商业游戏不同于独立游戏，做商业游戏最重要的是“知道目标用户是谁”、“用户需求是什么”、以及“能否真的满足用户的需求”。米哈游每款产品都有更好的迭代与进步，得益于米哈游对产品坚持“提供超出用户预期的产品与内容”的战略，同时，米哈游也在思考单个产品的上限，即米哈游的“第二曲线”，可以视为是米哈游未来的进化方向与新的增长点，而在版号收紧的背景下，挖掘单款产品上限的思路将在行业的竞争中凸显优势。

图表 35: 米哈游创始人蔡浩宇分享“米哈游的第二曲线”



资料来源：米哈游官方演讲，华鑫证券研究

米哈游注重以 IP 构建为核心的游戏研发方式，2019 年，米哈游提出游戏产品工业化，并设定了标准化、工具化、自动化、平台化、智能化五个阶段目标，工业化的最终结果是能够大批量，稳定生产，高质量的游戏产品。游戏不仅是产品，更要兼具文化底蕴，包括价值观、世界观、IP、风俗、地理、历史等多方面。在游戏精品化的时代，高水平的工业化游戏生产能力有利于快人一步构建原创 IP 产品矩阵，并抢先占据下一个阶段的赛道用户。

米哈游的游戏产品研发流程包括（1）立项阶段，项目立项前，公司通过市场调研了解目标客户的需求及市场热点，针对性提出游戏概念，包括核心玩法、IP 架构和商业模式等。由公司主要的核心研发人员讨论分析该游戏概念可行性，并在讨论分析的过程中对游戏概念进行修改及完善，最后由公司管理层决定是否立项，若决定不立项，将从市场调研重新开始流程。

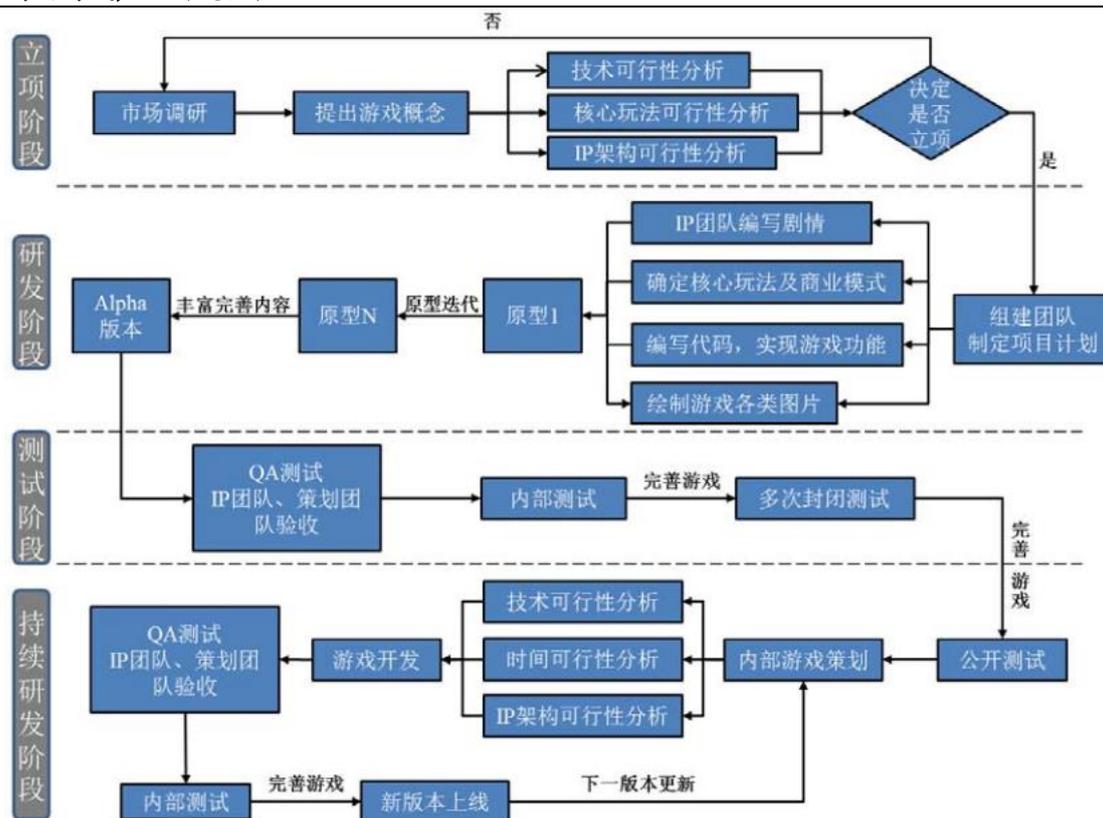
（2）研发阶段，项目立项后，公司组建项目小组，包括 IP 设计、游戏策划、程序开发、美术制作等团队成员，同时组织编写产品企划书，并制定项目实施计划。产品研发阶段主要包括：原型开发期和 Alpha 版本开发期。原型开发期是游戏开发的最重要环节，当初始原型开发完成后，项目小组将会对该原型测试，以判断是否符合游戏设计的要求，若不符合，则进行原型迭代开发，直至项目小组认为符合要求，逐步实现项目立项时各种设计和想法。原型开发期项目小组主要任务包括：①通过设计相似的人物和故事情节，在游戏中构建与“崩坏”IP 一致的世界观和价值观；②打磨并完善游戏的核心玩法，确定游戏的商业模式，同时设计游戏中人物和道具的相关数值；③编写游戏引擎架构代码以及服务器底层代码，确定数据库及后台结构以及优化游戏代码，实现游戏内各项功能；④绘制游戏概念图、CG 图、场景原画、人物立绘等美术资源，并完善游戏中的动作特效。项目小组在确认的原型版本上开发 Alpha 版本，Alpha 版本开发期间，项目小组对游戏角色、游戏剧情、游戏道具进行丰富。

（3）测试阶段，测试阶段主要包括产品验收、内部测试、封闭测试、公开测试四个阶段。项目小组及测试团队对产品 Alpha 版本进行验收，确保产品符合设计要求和游戏内各项功能正常实现。通过验收后，公司将组织内部人员进行内部测试，以便于尽早发现并解决游戏内各项错误以及系统问题，并为游戏后续测试及上线累积数据。在封闭测试中，公司将组织多次封闭测试，并逐次增加测试人数。邀请玩家进行游戏内体验测试，验证核心

玩法的可玩性及测试游戏的平衡性。经过多次封闭测试，不断完善修改测试过程中发现的相应问题，最后进行公开测试，公开测试即游戏正式上线运营。

(4) 持续研发阶段，游戏正式上线之后，公司会不断完善游戏，推出新的版本提高游戏的可玩性。游戏策划团队根据游戏玩家的反馈并结合自己的想法进行新版本的策划。在策划过程中，策划团队将与开发团队以及 IP 团队进行多次沟通，对 IP 架构、技术以及时间可行性进行讨论分析并不断对自己的策划方案进行完善。开发团队根据策划团队提供的策划方案进行游戏开发，在功能测试、验收及内部测试通过后，新版本将对外发布。

图表 36：米哈游的游戏产品研发流程



资料来源：米哈游招股书，华鑫证券研究

米哈游建立在 ACG 产业的整体视角上开发游戏，核心是做内容。公司定位做内容游戏，持续更新内容的本质与做美剧相似，如《冰与火之歌》会季更新剧情、新角色等，而米哈游的游戏内容体现在某些角色的故事、世界观等方面，角色是米哈游游戏魅力的支柱，也是玩家最期待的地方。

米哈游内容游戏的特点：(1) 深度洞察潜在目标用户需求，产出用户喜欢的、超出用户预期的核心内容，角色、剧情、世界观等，打破文化和性别的壁垒。(2) 更新新的内容和版本时，DAU 和收入上涨，不更新内容时，用户会进入到“长草期”，存在米哈游旗下产品因版本节奏不同而互相引流的情况。(3) 商业策略是免费的单机内容体验+以抽卡形式的角色付费，角色为核心付费点，而非传统游戏的“卖数值”。(4) 发行策略为全平台+全球同步上架，全平台更容易拉到新用户，用户量级是游戏商业表现的根基。注重内容投放，依靠用户口碑传播，不依赖效果广告买量。(5) 米哈游在核心玩法的创新上并不具优势，核心玩法迭代相对保守，但可以站在行业巨人肩膀上做适合米哈游的迭代和创新。(6) 工业化的生产能力行业顶尖，如美术、技术、玩法、叙事、音乐，不断提升生产能力至主机游戏 3A 水平，在可以投入大规模研发团队做游戏的同时，也能够保持美术和技术质量的

统一。

5.1、风靡全球的国产二次元爆款游戏《原神》

2020年9月，米哈游在全球多平台发行开放世界冒险RPG游戏《原神》，这款由米哈游自研的游戏在上线后迅速获得全球玩家的欢迎，《原神》手游在9月28日上市后的30天中吸金2.45亿美元，超越腾讯《王者荣耀》，《和平精英》和《PUBG Mobile》，Niantic《Pokémon GO》，Mixi《怪物弹珠》(Monster Strike)，成为全球收入最高的移动游戏。就上市首月收入来说，《原神》超越韩国IP巨作Netmarble《天堂2:革命》和NCSOFT《天堂M》，也超过Nintendo《火焰纹章:英雄》(7000万美元)和Epic Games《堡垒之夜》iOS版(2500万美元)，仅次于《Pokémon GO》(2.83亿美元)。《原神》设定在一个被称作“提瓦特”的幻想世界，在这里，被神选中的人将被授予“神之眼”，导引元素之力，玩家将扮演一位名为“旅行者”的神秘角色，在自由的旅行中邂逅性格各异、能力独特的同伴们，和他们一起击败强敌，找回失散的亲人，同时，逐步发掘“原神”的真相。《原神》为玩家提供了一个具备广阔探索空间，足够深度和沉浸感的开放世界。米哈游通过《崩坏3》在移动端积累了丰富的经验，同时也积极探索PC和主机平台，成功开发出这款跨平台的游戏巨作。

图表 37：《原神》官方壁纸素材展示

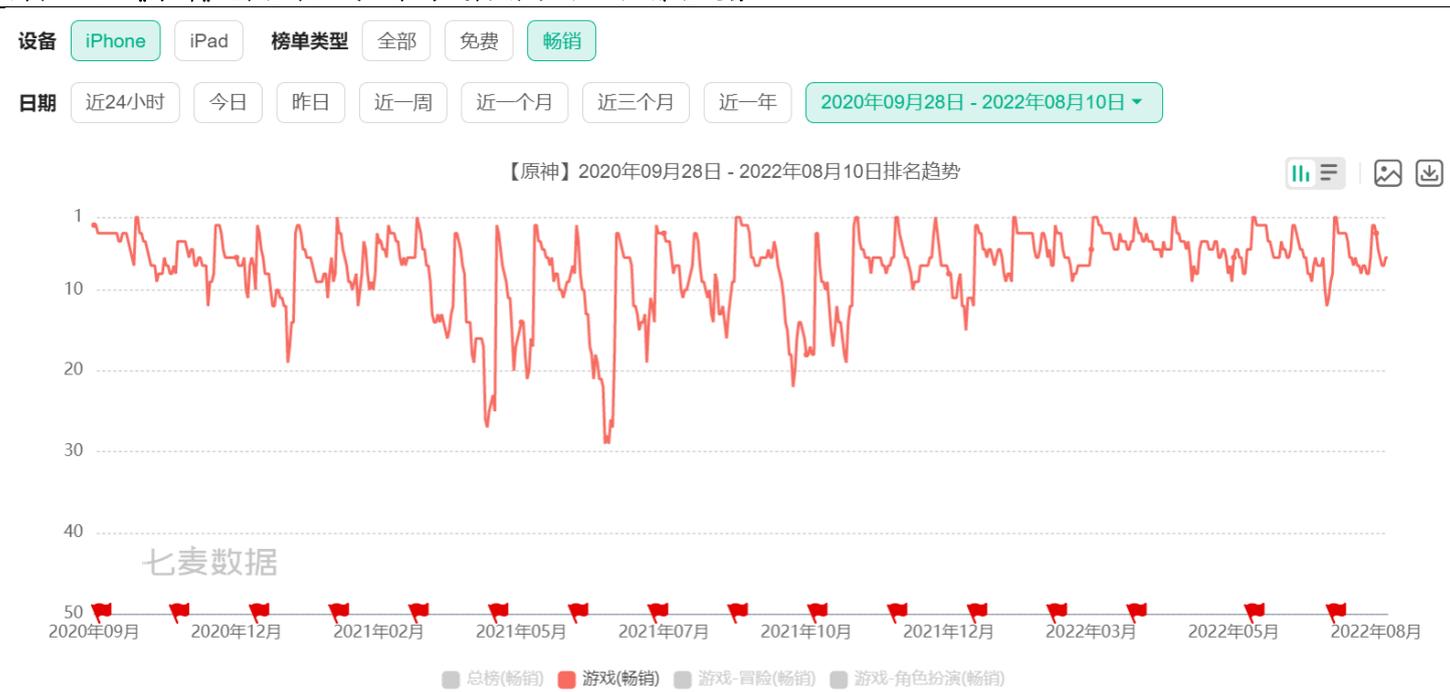


资料来源：《原神》官方微信公众号，华鑫证券研究

研发投入上，米哈游CEO蔡浩宇在2021年2月的演讲中曾表示，米哈游研发《原神》花费1亿美元，上线后可能每年要花2亿美元。根据“PCGamesN”数据统计，《原神》3.0版本及游戏两周年庆典到来时，HoYoverse（米哈游品牌）将在游戏的持续开发上花费超过5亿美元。《原神》由于是开放世界，所以在开发难度上更有挑战，但对米哈游来说可能更有价值，从用户角度而言则是可以超出用户的预期。与传统大作研发模式不同，《原神》外包内容少，这样的做法源自米哈游追求最好的品质，哪怕会出现个别资源浪费、档期紧等问题。同时，由于《原神》是一款“内容型游戏”，需要保持长期稳定的更新，而优质内容产品带来的高回报，也是米哈游愿意大手笔投入单品的关键。米哈游研发《原神》的初衷，《原神》是眼下足够有内容、细节、沉浸感，可以互动的开放世界游戏，是在目前米哈游的技术能力下可以实现的、最接近实现虚拟世界理想的产品形态，而“开放世界产品方向好”是次要的，更主要的是，《原神》形式的产品是米哈游把虚拟世界理想创造出来过程中的必经之路。在这个原型上，米哈游会一步一步，每3、4年一次迭代，逐渐接近与实现所追求的虚拟世界。

从游戏上线后的长线表现看,《原神》平均 42 天(6 周)更新一个大版本,介绍主题活动、任务和新角色,有上半和下半两个卡池,每个卡池持续的时间为 21 天,而市场上的手游通常 3 个月更新一个大版本,《原神》稳定且高频的版本更新节奏,不仅可以缩短用户的“长草期”,还可以使产品本身的免费内容从质量和数量维度不断提升。《原神》国服自上线后,其游戏畅销榜(iOS)排名呈较为稳定的规律性波动,主要与《原神》稳定的版本内容产能相关,虽然抽卡游戏的表现会随卡池波动,但《原神》国服在大部分时间内均处于游戏畅销榜(iOS) Top10,保持强大的游戏生命力与活力。从海外表现看,据 data.ai 数据统计,《原神》手游曾在海外登顶 121 个国家或地区的游戏畅销榜榜首,跻身 163 个国家或地区的游戏畅销榜 Top10。

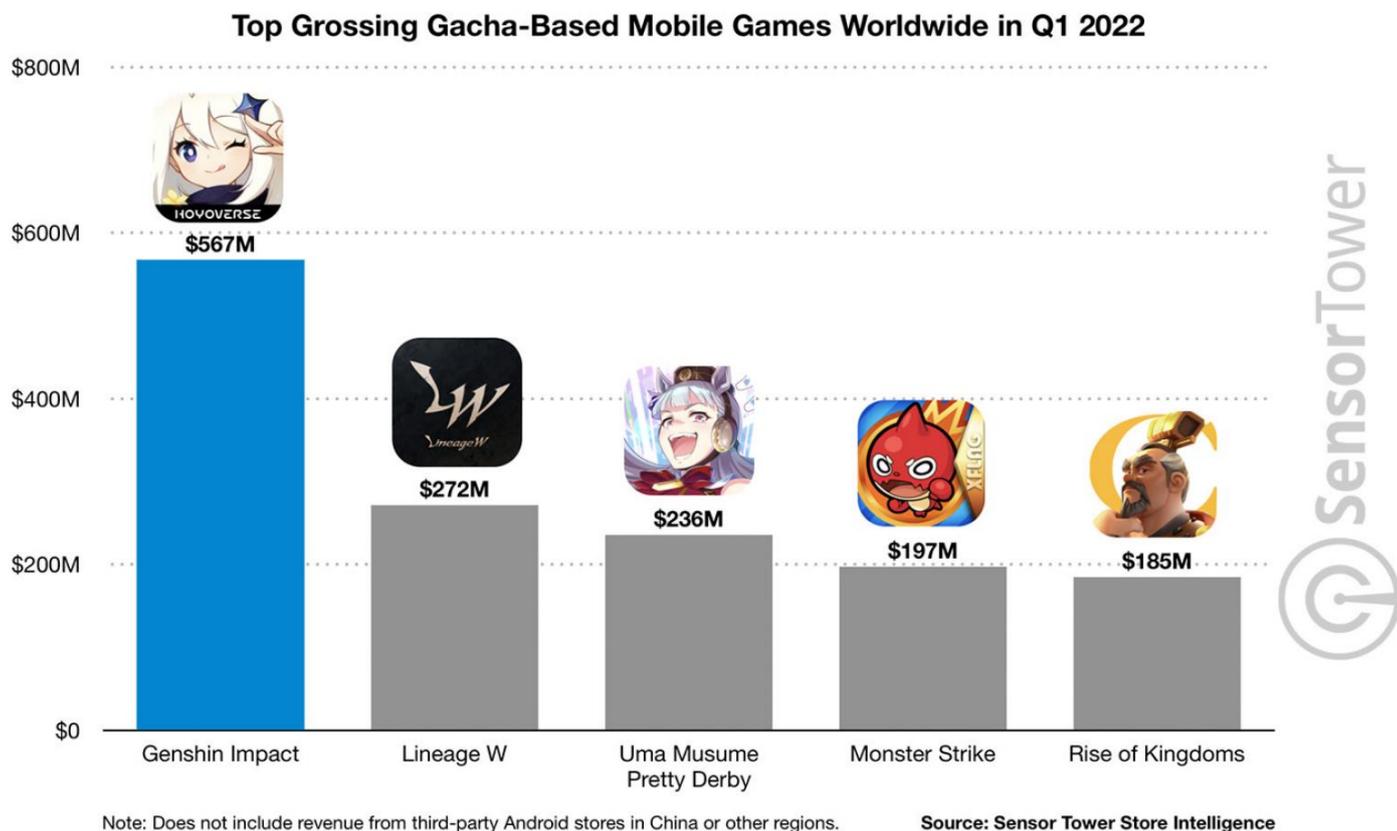
图表 38:《原神》国服自上线以来游戏畅销榜(iOS)排名趋势



2022 年 5 月, Sensor Tower 商店情报数据显示,在苹果 App Store 和 Google Play,《原神》累计收入已经超过了 30 亿美元。《原神》在移动平台花了 171 天达成营收 10 亿美元的里程碑。195 天后,该作手游版本收入超过 20 亿美元,而又过了 185 天后,《原神》移动端收入突破了 30 亿美元的大关。这意味着作为有史以来最成功的手游之一,《原神》平均每 6 个月的营收就达到了 10 亿美元。

《原神》是 2022 年第一季度全球收入最高的抽卡手游,营收高于《天堂 W》、《赛马娘》等其他畅销产品。米哈游经常推出海量更新内容,例如新玩法、全新可搜索区域,以及玩家可以收集的新角色等,而在更新内容的拉动下,《原神》平均每隔三周营收就会经历一次大幅飙升。自推出以来,《原神》已成为全球收入排名第三的手游,同期营收仅低于《王者荣耀》和《PUBG Mobile》(及其国内版本《和平精英》)。

图表 39：2022 年第一季度头部抽卡手游全球收入



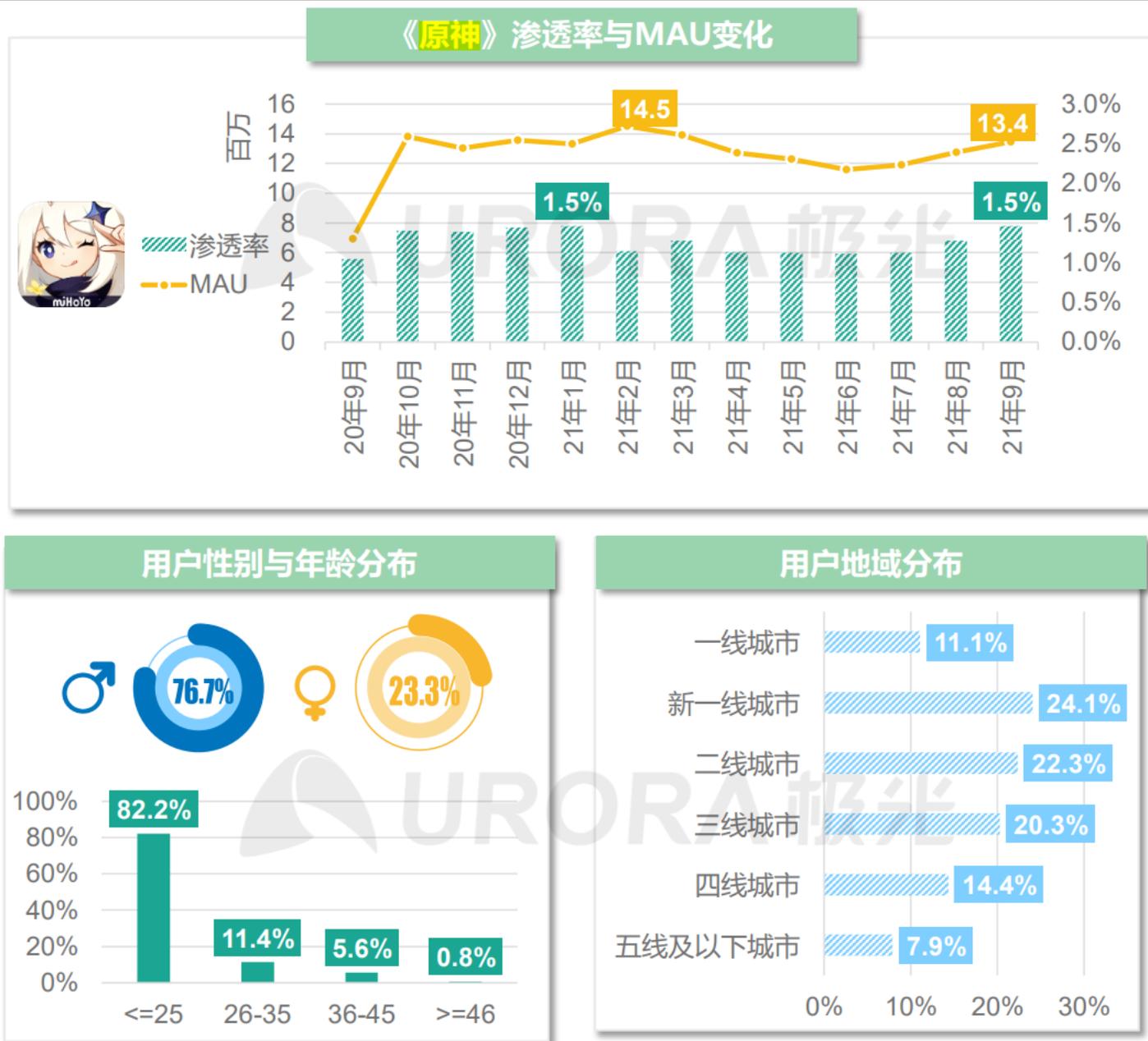
Sensor Tower Data That Drives App Growth sensortower.com

资料来源：Sensor Tower，华鑫证券研究

据 Sensor Tower 数据统计，截至 2022 年 5 月，中国是《原神》在移动端累计营收最高的国家，其 iOS 版本(注：Sensor Tower 未统计手游在第三方安卓商店的收入)在中国市场的收入已经达到 9.733 亿美元，占全球总收入的比例约为 30.7%。日本、美国在这项统计中排在第二和第三名，营收占比分别为 23.7%和 19.7%，《原神》大部分收入来自亚洲市场，所占比例接近 70%。如果按照平台划分，在《原神》手游版本迄今为止的总收入中，该作在 App Store 和 Google Play 商店的营收占比分别为 65.7%和 34.3%。在中国之外的其他国家和地区，《原神》在 App Store 和 Google Play 的营收占比相对均衡，为 50.5%和 49.5%。Sensor Tower 还指出，《原神》玩家的活跃度一直比较高。2022 年第一季度，《原神》(手游版本)的全球月活跃用户数比去年同期增长 44%。米哈游的在线运营策略非常成功，Sensor Tower 预计到今年晚些时候，《原神》移动端收入将会达成 40 亿美元的里程碑。

《原神》国内用户端，据极光 iAPP 数据显示，2021 年 9 月《原神》的国内月活跃用户(MAU)为 1344.8 万，同比增长 93.8%，2021 年 9 月的月均 DAU 为 461.1 万，同比增长 634.2%，均实现强劲增长。《原神》凭借出色的游戏画面、高自由度的开放世界玩法成为新一代现象级游戏代表，《原神》2.0 版本完成主机端与移动端数据共享，成为全平台游戏，实现海内外营收两开花。《原神》近一年月活跃用户保持在 1 千万以上，其中男性用户占比超 7 成，Z 世代用户占比超 8 成，在新一线、二线、三线城市的用户活跃度较高。

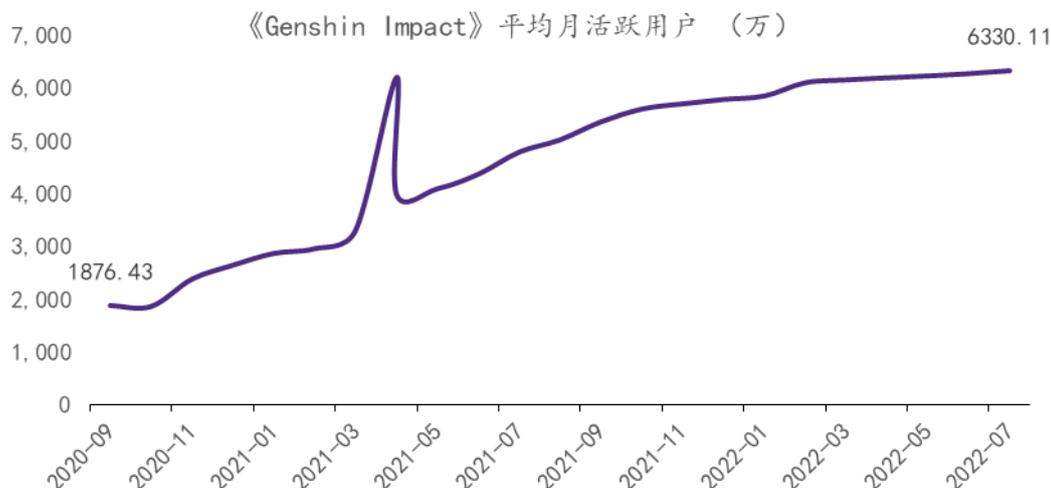
图表 40：《原神》月活跃用户、用户画像一览



资料来源：极光 iAPP，华鑫证券研究（注：取数周期为 2020 年 9 月-2021 年 9 月）

从《原神》全球用户端看，据 Active Player 估算数据显示，《Genshin Impact》平均月活跃用户由 2020 年 9 月的 1876 万增加至 2022 年 7 月的 6330 万，上线至今，其平均月活跃用户整体呈现上涨趋势，打破了传统游戏的用户逐步流失的既定规律，实现逆势增长。2022 年，在所有支持的平台上，每天约有 900 万用户在玩《Genshin Impact》，这占游戏注册玩家总数的 15% 以上。2022 年，每月约有 5000 万玩家玩《Genshin Impact》，70% 的玩家是男性，40% 的玩家来自亚洲。

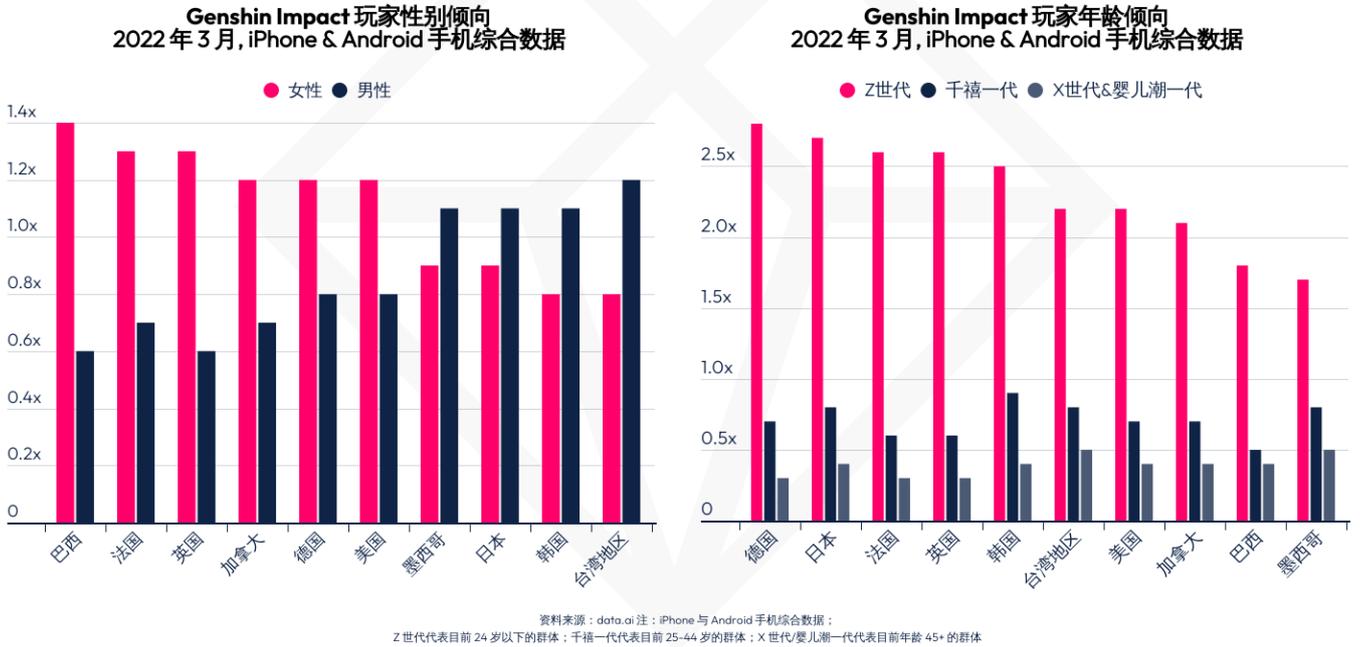
图表 41: 《Genshin Impact》平均月活跃用户



资料来源: Active Player, 华鑫证券研究

在亚太地区以外的市场,《原神》倾斜于女性玩家。《原神》用户偏向于年轻人。根据 data.ai 的数据统计,与平均人口相比,Z世代(24岁以下)的玩家玩《原神》的可能性高出约2倍。在德国、日本、法国和英国,Z世代的比例增加了近3倍。《原神》玩家的性别差异比年龄差异要更小。从全球平均水平来看,这款游戏在男性玩家和女性玩家中都很受欢迎。但这确实也因地区而异。在美洲和欧洲、中东和非洲地区,女性玩《原神》的比例要高20%,而在亚太地区则正相反,男性玩家的比例要高14%,《原神》本身也具有易操作性和长期可玩性的特点,对女性玩家友好,降低操作门槛利于扩大游戏的用户基础。

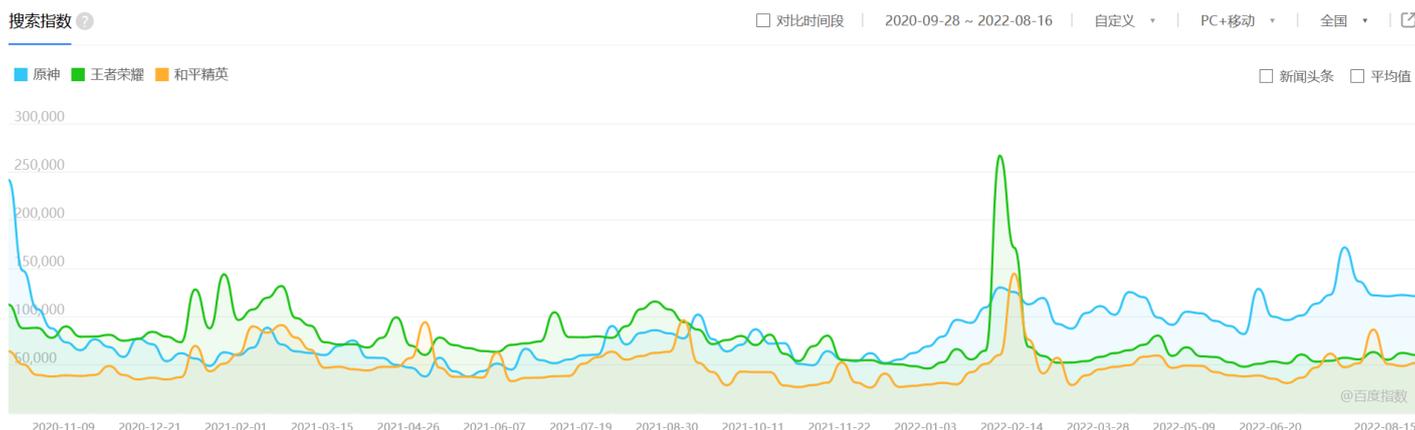
图表 42: 《Genshin Impact》玩家性别与年龄倾向



资料来源: data.ai, 华鑫证券研究

《原神》能够保证用户量的长期稳定, 自然源于游戏不断推陈出新的角色、新玩法、新地图、新剧情, 丰富了玩家的游戏体验, 建立了稳定的玩家生态。定期的内容更新和特别活动有助于培养玩家的忠诚度, 并维持更高的留存率。《原神》自 2020 年 9 月 28 日上线以来, 排除掉小型维护更新, 已经更新了 14 个大版本, 包括 1.1 版本「迫近的客星」、1.2 版本「白垩与黑龙」、1.3 版本「明霄升海平」、1.4 版本「风花的邀约」、1.5 版本「玉扉绕尘歌」、1.6 版本「盛夏! 海岛? 大冒险!」、2.0 版本「不动鸣神, 泡影断灭」、2.1 版本「韶光抚月, 天下人间」、2.2 版本「雾海悬谜境」、2.3 版本「皑尘与雪影」、2.4 版本「飞彩镌流年」、2.5 版本「薄樱初绽时」、2.8 版本「仲夏! 幻夜? 奇想曲!」、3.0 版本「千朵玫瑰带来的黎明」。从《原神》上线以来的百度搜索指数趋势来看, 除上线初期百度搜索指数较高外, 整体热度稳定, 且《原神》在 2022 年的百度搜索指数整体高于《王者荣耀》与《和平精英》, 有稳中向上的趋势。《原神》有着成熟的工业化体系, 研发团队近千人, 团队的结构与分工明确, 在版本内容更新方面, 《原神》采取多团队轮流制作的方法, 确保游戏有稳定的高质量更新、内容产能充沛以及高水准的生产效率。而《原神》版本内容品质的统一, 也凸显了出色的管理与团队协作能力。

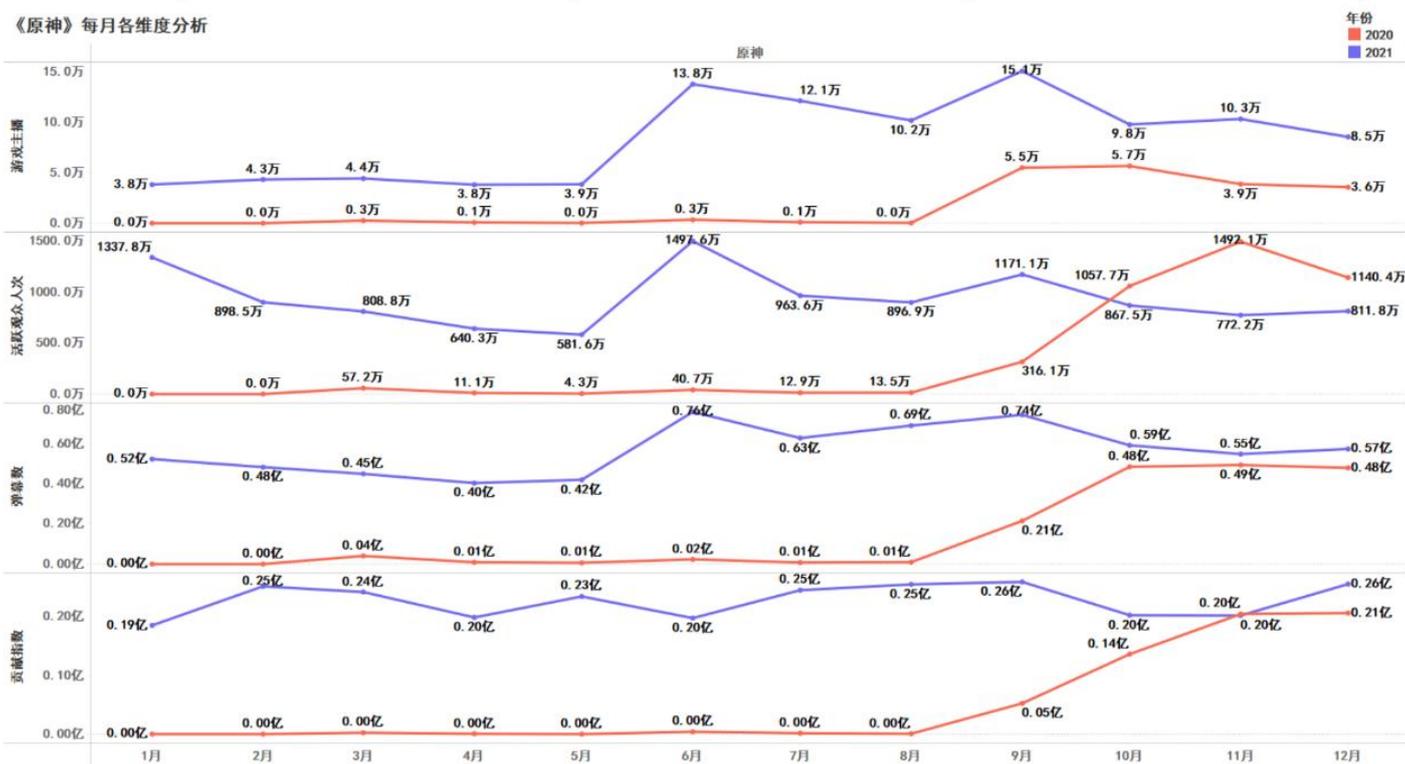
图 43: 《原神》上线以来百度搜索指数趋势



资料来源: 百度指数, 华鑫证券研究

2021 年,《原神》吸引了 69.8 万主播对它的相关内容进行直播,而这一主播数据较 2020 年同比上涨 300.8%。并且由于游戏的不断更新与优化,越来越多的玩家开始喜欢这款游戏。尤其下半年新版本内容的好评不断,更是为游戏相关直播带来了整体活跃观众人次、弹幕数、贡献指数不断上涨,2021 年观众人次最高峰值为 11 月的 1492.1 万。

图 44: 《原神》2021 年每月直播数据各维度分析



资料来源: 小葫芦大数据, 华鑫证券研究

角色是《原神》的魅力所在,也是玩家最期待的内容,角色既是故事的主体,也是情感的载体。《原神》以角色为主,角色的发展和世界剧情的发展是平行的。米哈游在制作一个角色时,首先会确定角色所在地区的世界观,在世界观确定之后,才会开始考虑生活在这个地区的角色,确保不产生违和。在设计角色时,米哈游的任何一位员工,即使不是处在开发岗,也可以将自己的想法交给开发团队,为《原神》输出创意想法,这种方式巧

妙地拓宽了角色的设计思路，另外，米哈游要求角色的建模必须要重现概念图中的立绘。每次新角色的放出，都为《原神》带来一波收入增长。2020年12月1日新角色钟离上线当天，《原神》移动端收入达1550万美元；2021年2月3日新角色魈登场，当天移动端收入超过1500万美元；2021年3月2日新角色胡桃上线当天，《原神》移动端收入近1300万美元。米哈游CEO蔡浩宇曾表示，《原神》计划每年将会以17个角色的速度进行追加。

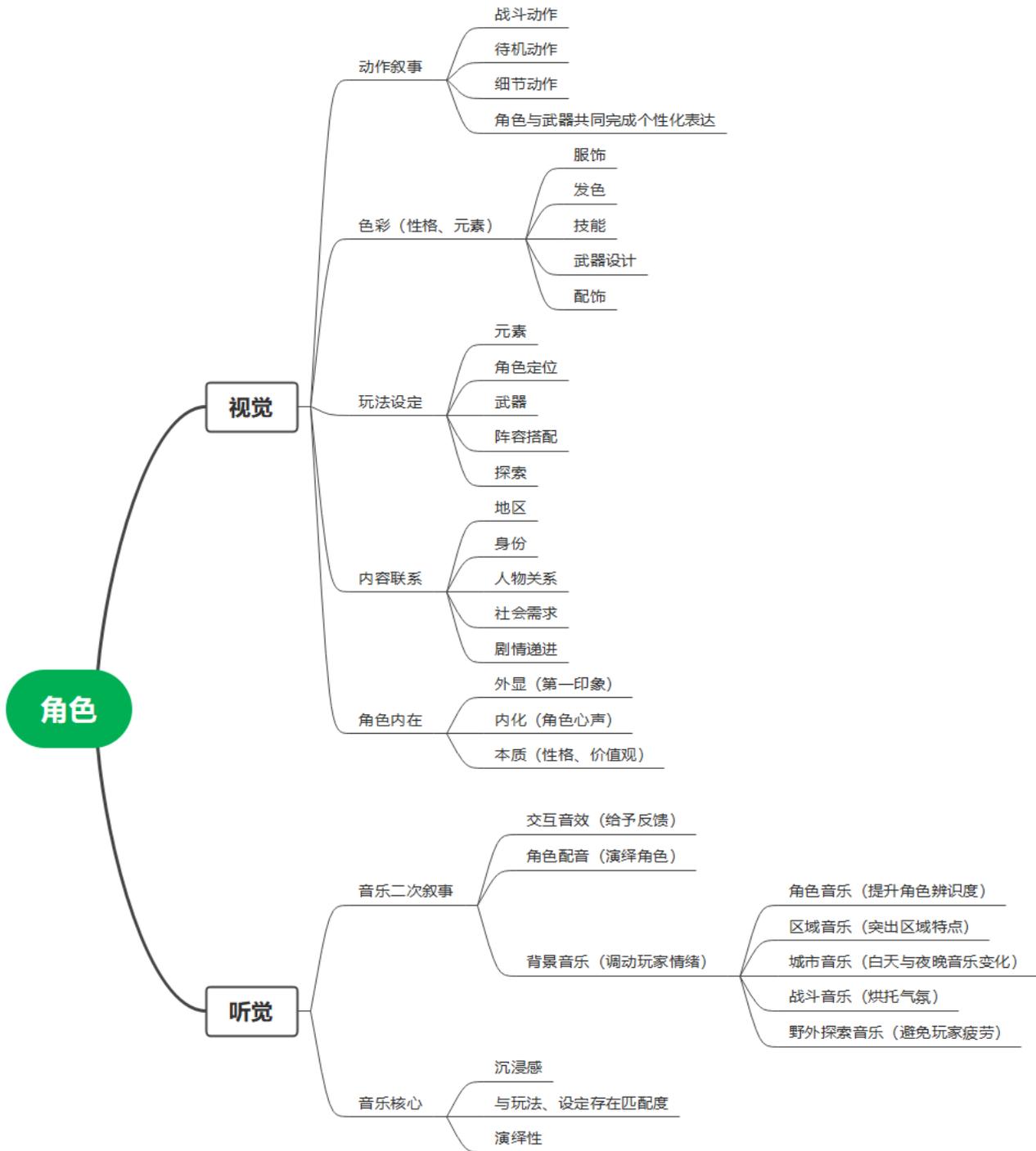
图表 45：《原神》各新角色上线当日收入



资料来源：Sensor Tower，华鑫证券研究

不仅游戏的情节故事都围绕着角色展开，角色也是游戏实现商业化的基础。《原神》的角色价值仍然充沛，新角色甚至呈现超出老角色的影响力，在《原神》角色的创作过程中，增强角色的辨识度与核心特征是重中之重，再通过追溯设计的合理性，提炼角色的标志性，以及不断丰富人物细节，让角色形象愈发丰满，角色越丰满，能带给玩家的可信度、真实度就越强，进而让玩家自然捕捉到角色的魅力，喜欢上角色，并为喜欢的角色付费。《原神》角色设计的强大之处，不在于一个角色背后的内容量庞大与否，而是在于这些内容能得到足够直观显性的表达，深入玩法、功能、体验，让玩家从丰富的渠道都能下意识地捕捉到角色的魅力所在。

图表 46: 《原神》角色设计框架



资料来源:《原神》, 华鑫证券研究

► 《原神》“魈”角色设计案例，“文化为源”持续内容创新

在《原神》的角色设计流程中，米哈游首先会做的是**锚定角色核心**。这一步需要确定新角色区别于其他人物的核心特征，保证角色令人印象深刻的同时，基于该特征来测定其在《原神》世界中的位置。角色并不是一件可以自由摆放的雕塑或石块，作为拥有自我意志的个体，角色要在先前、此刻，及未来，与提瓦特进行频繁的互动。**核心特征是角色与这个世界的最初接触点，也是角色赖以生存的行动原则。**

魈是米哈游最早设计出的璃月角色之一，初版人设为绝色美少年，当前人设为绝色仙人，魈是第一位具有「三眼五显仙人」身份的角色。原神世界观中「三眼五显」的详细设定，璃月的「仙人」美称即是「三眼五显仙人」，同时，均属非人之类，该条设定源于「凡有七（九）窍者皆可得道」的说法，意味着动物也能成仙；而人类，在提瓦特大陆上背负着比仙道更为高尚的责任。因此，区别于人类的特殊性，唯有非人者，可在璃月被称为「仙众」。「三眼」指的是操作元素之力的本领，此等神通在人类身上的表现形式就是神之眼，魈作为一名常以人形出现的角色，他依循更为直观的规律，佩戴了神之眼。

角色基础建构完成后，紧接着展开的步骤就是命之座设计与文化背景提炼。中国古代传统以及明清神魔小说之中，提及「三眼五显」，通常会指向华光天王。「华光天王」又称「马灵官」，是著名的护法神、守护神，在《南游记》故事中与孙悟空交过手。而另一些民俗研究上，也有将五显神与山中鬼神五通神（如山魈之类）相联系的研究先例。因此，在最为隐秘却最为根源的内核上，**米哈游确定了「魈」这一名字，以及他作为护法仙人的本质。**「魈」既是用于掩盖过往的名字，也是更为深层、灵魂的内在的体现，所有其他设定的推演和文化修饰都基于此点而生。

在另一个维度的设计上，魈拥有风元素的神之眼，同时，他的战斗动作迅捷、轻巧，拥有其他角色所不具有的空中机动性。为贴合这一点，**魈的命之座与技能设计均用到了佛教故事中「夜叉」这一意象。**虽然这些「概念」属于舶来之物，但在隋唐之后，已经充分融入了中国本土的乡野、市井传说。「夜叉」是非常重要的设计元素，通过这一设计，魈的人物形象越发饱满。

「夜叉护法」与「灵官从善」两种故事原型，同属于恶神向善一类，与魈的人物内核在大方向上保持一致。魈迅捷的体态，与夜叉的「捷急鬼」之译也非常贴合。通过对「夜叉」意象的拓展，**米哈游确定了魈的另一半基调，即为「帝」护法的「夜叉」。**

著名传说十二夜叉大将中，十二位大将各有生肖当值，而本应是鸡生肖当值的迷企罗大将，其对应动物却从鸡改成了金翅鹏王鸟。金翅鸟每日啖食毒龙，最终因承受不了毒性，燃尽全身而亡，仅在世间留下了一颗琉璃心。这一典故也能暗合角色特征。不仅如此，鹏王鸟这一名字也有其演变过程，是由金翅鸟迦楼罗与中国传统的鹏鸟传说融合而来，并非完全脱离本土。因此，综合考虑后，**米哈游将金翅鸟选为了魈的命之座图案。**

总览魈的设定，魈的来历复杂，其身上既有民间传说的色彩，也有宗教故事的加持。鬼域山魈、道教灵官、护法夜叉、金翅鹏鸟等众多意象在同一层次融合并重构，组成了这一极富气质的角色。而更为重要的是，**这些元素在叙事层面达到统一，能够和谐地填补角色印象，交织出清晰、详尽的命运脉络，这种复杂会赋予他全新的深度和魅力，《原神》团队希望魈能像图腾符号一般，兼具力度、美学与沉淀感。**

图表 47: 《原神》角色“魈”展示



资料来源:《原神》官方公众号, 华鑫证券研究

塑造性格与表现的环节。魈「少年战士」的特征形象, 与魔神战争关联。根据《原神》底层世界观, 魔神是不能被完全消灭的, 即便神格泯灭, 其力量与意志也会留下, 为了守护璃月的安宁, 必须有人去将他们镇压。选择在海灯节期间推出魈, 是希望能与中华传统「驱逐年兽」的习俗耦合。魈是一名璃月「保护者」角色。原画设计方面, 魈的初版人设气质更为温润, 偏向传统意义上的仙人, 后结合角色背景故事, 最终选定了以青色为主基调的版本。作为守护璃月的仙人, 魈与璃月周遭的魔神残渣进行着长久的战斗, 难免会受到瘴气浸染。基于这样的设定, 魈的上半身采用了象征仙人的白色、青色, 与他的风元素神之眼相照应; 下半身则以深色为主, 呼应他身上较为黑暗、具有邪气的力量。此外, 在魈的深色发色中加了几缕浅色挑染; 攻击时则呈现深浅两色的特效交缠。其中, 深色代表激战时肆虐的力量, 浅色飘散的明亮光屑与粒子, 则是魈身为「仙」的一面带来的。

图表 48: 《原神》角色魈原画设计展示



资料来源:《原神》官方公众号, 华鑫证券研究

魈的服饰设计方面, 考虑到魈的真实年龄和仙人的身份, 米哈游选择用一些玉质饰物来增加年代感与神秘感。因此, 角色形象的腿部、袖口和肩部都有类似玉佩的饰品, 以及纹样古朴的小物件; 而为了契合他俊美少年的外形, 在服装整体剪裁 (尤其是上衣) 方面选用了相对比较现代的设计, 彰显其活力与行动力。整体定位而言, 魈既是一位长袖飘飘的仙人, 又是一名少年战士。传统意义上的仙人大多是长衣广袖的儒士形象, 举手投足都会控制在一定幅度之内, 但魈作为舞动长柄武器的「护法夜叉」, 他的服饰不仅要提供必需的防护功能, 更要便于行动。并且, 考虑到 3D 模型制作完成后行动间可能会有穿模的问题, 衣物上的飘带也受到严格限制。因此, 魈的服饰以贴身短打为主, 手腕处有轻薄的护甲, 身上佩戴着降魔杵、小香炉等「法器」。同时, 用前摆、后摆和飘带加以点缀, 以云纹变形增添古韵, 借此达到干练与飘逸感的统一。在面具设计上, 米哈游借鉴了「傩面」的特征: 面具以黑、蓝、金为主色, 亮眼却不轻佻, 庄重而又神秘。眼如铜铃, 嘴露獠牙, 头有犄角, 给人以狰狞恐惧之感。额头正中间的眼睛象征「慧眼」, 火焰眉纹的装饰增添气势, 意在威慑四方。魈的推出正值海灯佳节, 借助这份绵延千年的传统, 米哈游也希望将祛疫祈福的祝愿传播到游戏内外, 希望玩家在喜欢魈这位角色之余, 也能从他的设计元素中获得进一步的共鸣和感悟。

图表 49: 《原神》角色魈服饰设计展示



资料来源：《原神》官方公众号，华鑫证券研究

动作表现方面，角色动作是展现角色辨识度的关键途径。从《崩坏3》建立的动作理念，加上对角色与武器间关系的思考，到开放世界玩法下的人物表达，再加上能带来生命力的细节，构成了《原神》特有的角色表达优势。《原神》让玩家下加深印象、牢记角色的途径，不仅有动态，也有静态。游戏中有许多不断复用的小技巧。例如为了建立角色的第一印象，《原神》善用色彩，它会在角色的服饰、发色、技能、武器等外观上，染上重点色，用颜色来暗指角色的性格或元素类型。角色的一套攻击动作，可以视为完整的叙事流程，有开场与谢幕，近似一段完整表演。

《原神》立项之初，动画团队就定下颇具挑战的目标——为玩家提供像动画影片一样流畅的体验。为了达成这一目标，米哈游投入了大量的人力和时间，让角色拥有更加自然的动作，并且细细打磨，希望玩家反复观看也不会觉得厌烦。作为璃月角色，魈的动作要有东方世界元素，米哈游把这种东方魅力呈现给全球的玩家。在动作表现上既要有东方元素的特点，又要有护法夜叉历战千年的杀伐果决。普通攻击的第三段有一个侧翻的动作，根据常规运动规律，人体做这种动作落地后，会有一个比较明显的卸力表现。但为了让魈的表现更加轻快敏捷，米哈游参考了武侠元素中「身轻如叶」的轻功概念和跑酷技巧，让魈在空中回旋之后也能轻松站定。魈的元素属性是风，在设定中他有很高的机动性，米哈游决定把元素战技设计出「动如箭、来如线」的视觉效果，技能结束时，加入了一些滑步和转身慢出的表现，使魈看起来更加游刃有余。角色身上的每一条衣摆，每一缕头发，都经过了设计师的反复斟酌。设计师们通过动力学模拟无数次动态效果之后，挑选出最满意的一种，并在此基础上对关键帧进一步修饰，才能做到让这些舞动的柔体更好地表达爆发力和速度感，更漂亮地塑造角色剪影效果，从而表现出璃月这位「护法夜叉」的英姿。

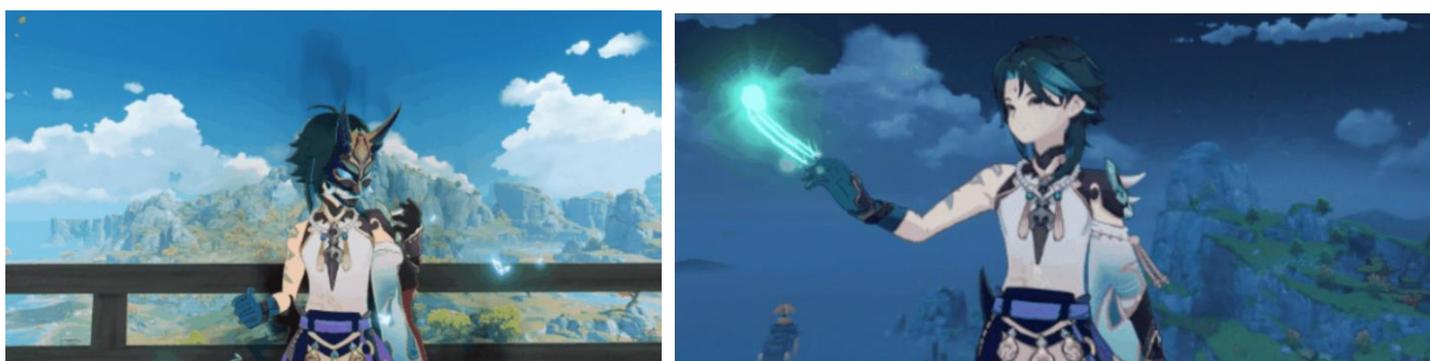
图表 50: 《原神》角色魈动作设计展示



资料来源:《原神》官方公众号, 华鑫证券研究

待机动作也是提炼角色记忆点的重要手段。面具是一个重要元素, 在魈的元素爆发动作和待机动作中都有出现。魈在千百年间, 不断与魔神残秽和鬼怪异变进行战斗, 业障也不断在体内淤积。当他带上面具时, 业障外显, 大幅提升战力的同时, 也使痛苦剧增, 但他还是一次又一次带上面具守护璃月, 一次又一次履行契约。在魈的设定中埋藏最深的一个元素是「温柔」, 抛开层层身份, 魈的内心也有着温柔的一面, 会对人间事物产生兴趣, 但绝不轻易在人前展示。这个特性很难在动作中表达出来, 所以米哈游在待机动作中设计了一段情节: 一缕看似精灵的微光缓缓靠近, 魈尝试着伸手接近它, 却因自身体质导致精灵飞走。他原知这一结果, 也难免感到失落。就是这些复杂交错的情绪互相冲突, 才表现出了一个内心丰富的角色, 塑造了一个生动的灵魂。为了能把魈完美呈现出来, 米哈游的动画 TA 团队还使用了光学动作捕捉技术, 高精度的数据, 能够准确还原动捕演员的肢体动作细节。而许多难以在现实中做到的复杂战斗动作, 就需要由动画师手动校正每一根骨骼的位置, 每一条飘带的动势, 使得动画在流畅自然的基础上, 更多了一些夸张感和新鲜感。

图表 51: 《原神》角色魈待机动作设定展示



资料来源:《原神》官方公众号, 华鑫证券研究

《原神》不满足于角色的可视设计, 也让角色的辨识度通过听觉来实现。游戏音乐由自建的音乐部门 HOYO-MiX 来全权负责, 《原神》的音乐同样遵循着辨识度的设计理念, 它借助乐器、旋律、风格等方式, 建立起只属于这一个角色的音乐体系, 让角色在音乐中独白, 在演奏中成长甚至与其他角色的旋律交织, 带来一场犹如音乐剧般的演绎, 音乐让角色在听觉层完成二次叙事, 给玩家留下深刻的角色听觉印象。游戏里的声音可以分为 3 种:

交互音效、角色配音、背景配乐。三者具有各自的分工，音效给予反馈，配音演绎角色，而配乐区别于前二者，更像影视行业的产物，更完整地贯穿体验始终，融于游戏体验中调动玩家的情绪，增强玩家的代入感。

《原神》的游戏音乐在创作上以管弦乐乐器为主基调，并尝试加入了各异的世界音乐元素，通过多种曲风之间的融合与碰撞，在音乐中讲述故事，用音乐传递情感。《原神》音乐的核心目的是提供“沉浸感”，因此，音乐需要与玩法或角色设定存在“匹配度”，让玩家感受到目前所处的环境与状况，而音符则需要具有“演绎性”，让玩家理解正在面对的冒险与战斗。HOYO-MiX 音乐团队的陈致逸老师是 2020 年 Game Music Awards 的最佳新人奖得主，也是《原神》的作曲家，负责《原神》游戏音乐创作，其创作使命是从听觉层面感动玩家，希望玩家完全沉浸在游戏世界里，音乐需要优美的旋律，时刻充满着希望、激情、诗意、美好、和人文情怀。《原神》里不同地区的战斗音乐象征着不一样的地区文化风格，不同的音乐风格可以加深玩家对于不同地区的认识，以璃月地区为例，璃月地区的美术风格有中国东方幻想元素，因此璃月的音乐除了使用中国乐器演奏外，音乐内容积极融合了西方古典音乐中的和声进行，偶尔融入爵士音乐中复杂的离调和弦，为中国五声音阶构造的朴实旋律更添一份色彩。璃月地区的战斗音乐《疾如猛火》在短时间内演奏大量音符，紧密局促，带给玩家急促的战斗情绪，采用一次次转调，改变自身的旋律走向，不断地将玩家的情绪推向未可知的方向。此外，旋律本身简单，容易理解，铜管、木管、弦乐、民乐等不同声部相互穿插，交织出空间感，在玩家耳中勾勒出璃月的画面感，包括璃月的平原、峡谷、河流等，表现出米哈游音乐部门 HOYO-MiX 对《原神》场景设计、角色、以及故事的理解。

图表 52: 《原神》交响音乐会特别篇-映春华章 疾如猛火



资料来源：《原神》官方抖音号，华鑫证券研究

《原神》的角色音乐与角色高度绑定，提升角色的辨识度。HOYO-MiX 注重音乐对角色的新诠释、再创作的过程，游戏音乐具有目的性、功能性与叙事能力。《原神》角色音乐

的设计，均在试图创作出不同角色专有的配乐系统，通过旋律、乐器及演奏方式来实现。以钟离的角色演示音乐《尘世闲游》为例，钟离守护着一方水土，也有归隐于世的想法，因此在角色演示里，钟离与敌人交战时，《尘世闲游》的主旋律却在威严的中式打击乐中，悠然自得。整首音乐中，拉弓类弦乐是钟离的辨识度，主旋律由其主导，在前半段用一低一高的长旋律演奏方式来演绎角色，前者对应其沉稳，后者则对应了闲云野鹤的气质。在音乐一分钟之后，到角色释放大招的时刻，作曲已经用密集的大鼓为旋律蓄满了力，音乐迎来爆发的高潮时，《尘世闲游》却突然撤掉所有的乐器，只留下纯粹的、音效失真成电吉他音色的二胡 SOLO，鲜明的对比，突出威慑力十足，却大局在握的意味。当《尘世闲游》与其他乐曲《创龙点睛》放在一起时，角色音乐为钟离塑造的辨识度更加凸显，《创龙点睛》开篇先用低沉的中低音引入，接着转用弦乐来演奏一段《尘世闲游》的主旋律，中低音乐器对应着磐岩巨石的「若陀龙王」，而弦乐部分的《尘世闲游》旋律的加入、交织，也暗示了钟离与若陀千年前的第一次相遇，并一同前行的故事。单首音乐的“辨识度”，在后续的游戏内容中，穿针引线，构建起角色的故事体系。《原神》的音乐形成了自有体系，调动音乐元素为玩家在单首音乐以及游戏中展开丰富的沉浸体验，帮助完成游戏性的设计。

《原神》的音乐叙事带给玩家更加宏大、完整、跌宕起伏的体验。以《哀息之茧》与《燃烬之舞》为例，这两首音乐出自 2.1 版本中的“女士”BOSS 战，带有史诗感与超高的歌剧水准，两首音乐会随着“女士”BOSS 的机制变化来切换：一阶段对应其出身地至冬国的寒冷刺骨，二阶段对应火焰魔女的爆发。当中也有着角色的辨识度，两首音乐的主角，都是与玩家对抗的 BOSS “女士”，她的名字叫“La Signora”，出生自带有欧陆风情的蒙德，她同时又是一个优雅、高大、危险的至冬国将领，所以贯穿整首曲子，始终有着歌剧院水准的女声，引领着旋律、乐器的一切走向。HOYO-MiX 团队借助声部与和弦的巧妙设计，为玩家创造出三层叙事角度，并在这两段音乐之中同时讲述了激烈的 BOSS 战、“La Signora”的自我剖白，以及她致命、浪漫、又悲惨的一生。

《原神》音乐展现的是经常超出了某个时刻视觉所能及、玩法所能呈现的内容，补充了画面外的故事，传递了精彩的表演，最终为玩家冒险与战斗，以及游戏本身，赋予更深层次的含义。《原神》音乐的精彩呈现，不仅是米哈游对这一领域的资源投入的结果，更是项目组早期对音乐的重视以及对漫长创作过程中的耐心，音乐部门 HOYO-MiX 不断积累对游戏音乐的技艺研究，以致于可以用音乐就能为玩家听觉构建出一个精彩纷呈的世界。2021 年 2 月，马来西亚新闻广播在农历新年使用了《原神》的背景音乐；2021 年国庆，中国驻意大利大使馆举办了线上招待会，引用多首《原神》曲目，包括璃月主题相关背景音乐。2022 年 2 月 11 日，《原神》游戏内音乐《Liyue 璃月》《Contemplation in Snow 白皑中的冥想》《Rapid Wildfires 疾如猛火》等曲目正式宣布入选北京冬奥音乐库，这些备受玩家喜爱的音乐被应用于体育展示环节，助力冬奥赛事的举办。《原神》音乐以其强大的文化输出力量火爆出圈，得到了官方的认可，这一系列事件也反映出《原神》音乐的优秀品质及艺术价值。

米哈游注重角色的立体表达，用辨识度做出差异，用差异创造出独特的内容，再将内容堆积出丰满且具有独特魅力的角色。《原神》的角色与玩家之间存在着循序渐进的结识过程，当一个全新的角色登场，玩家可能没有第一时间喜欢上这个角色，只有初步印象，但随着角色与玩家间有越来越多的接触点，角色的相关内容越来越多地呈现出来，例如形象外观、声音台词、剧情动画、音效音乐、动作技能等等，角色更加真实、丰满，不同的新角色有不同的性格特征，个性鲜活的角色打动玩家的点，往往会在某个时刻出现，玩家也会牢记角色，感受到角色的生命力，如果玩家喜欢某一角色，也会愿意去体验这一角色的更具深度的专属内容，以及为喜爱的角色而付费。

► 《原神》的中华传统文化输出案例——《神女劈观》

米哈游专注于卡通渲染技术、云计算技术、人工智能技术等领域的持续研发及探索，立足于原创 IP 的长线、精品化运营，把文创产品作为中国优秀传统文化的重要载体，利用数字技术传承中国文化，通过不断融合中国历史文化内蕴，打造民族原创文化精品。《原神》2.4 版本中，以传统戏曲文化为原型所设计的角色云堇，在新主线剧情末尾面向全球玩家，全程用中文演唱了一曲包含京剧要素的《神女劈观》，这一神来之笔的唱段，在全球范围引发了庞大的网络声量。《神女劈观》由上海京剧院国家一级演员、荀派花旦杨扬配音演绎，在该唱段中，米哈游采用接受度更高、对京剧改良创新的“京歌”，“京歌”中既包含了京剧的唱腔、曲调、程式，又有现代流行音乐的元素，降低京剧的艺术欣赏门槛，同时，《神女劈观》的歌词成功把民俗、诗词、剧情进行了融合和化用，在追求用语自然的同时，也传达了传统文化韵味，《神女劈观》将对典故、意象的化用融入到故事的场景中，并无违和感，词中的典故多引自民间神话故事、志怪小说，使《神女劈观》的神话色彩愈发浓厚，游戏、二次元和传统文化的碰撞精妙入神。《原神》用一段游戏 PV 把优秀的中国戏曲文化实现了强力输出。如同云堇会对老戏进行翻新再创作一样，时代也在不断翻新，观众的年龄、群体都一直在变化。《原神》研发团队希望通过游戏这种较为通俗的娱乐形式，让更多人知晓中华文化的艺术结晶，也期待玩家能借此产生对这门艺术本体的兴趣，进而去接触传统戏曲的精髓。

图表 53: 《原神》剧情 PV-「神女劈观」素材展示



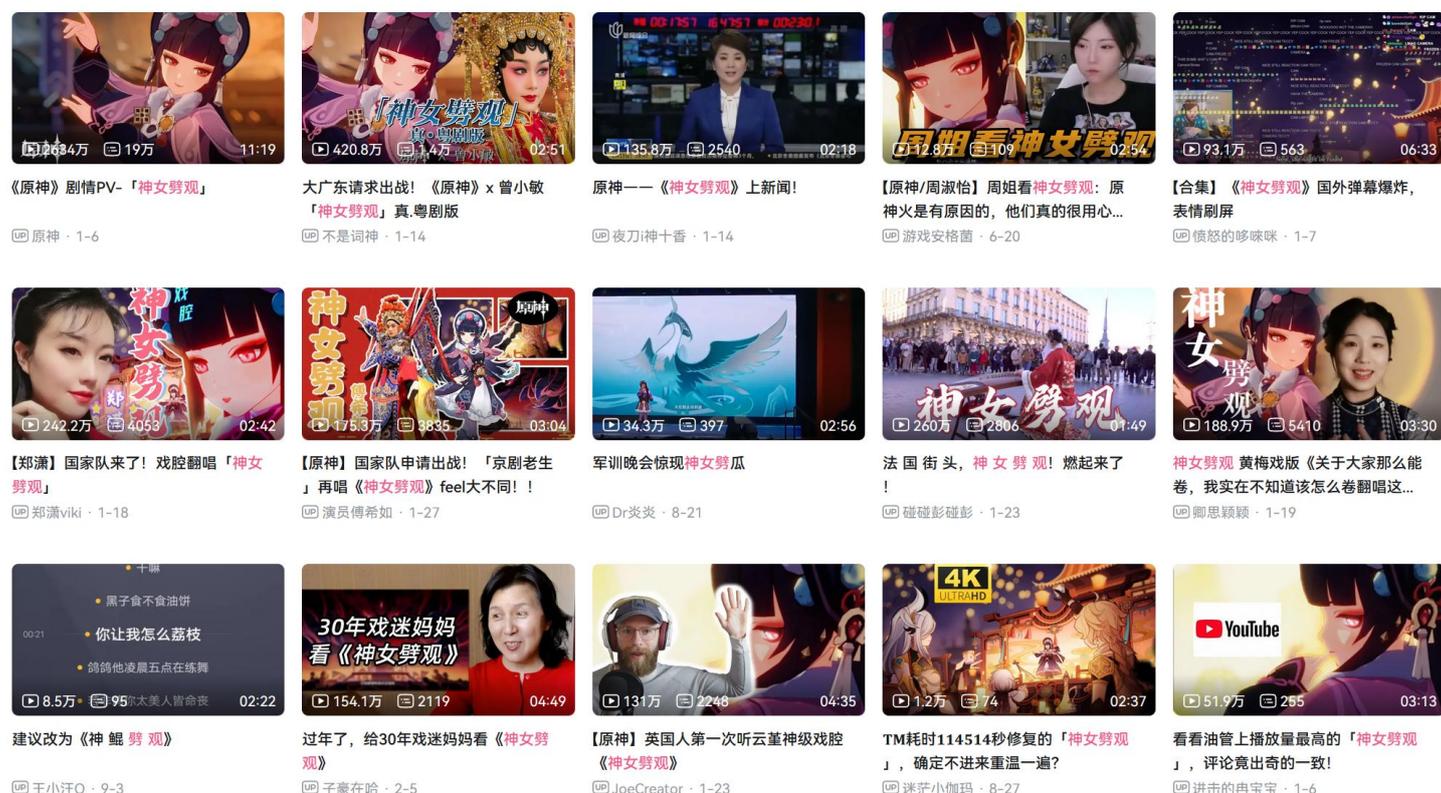
资料来源：《原神》官方公众号，华鑫证券研究

目前，云堇的戏曲唱段《神女劈观》在 B 站的播放量超 2450 万，YouTube 播放量近 700 万。《神女劈观》语言为中文配音，原汁原味的“璃月戏”，一方面让更多的海外年轻人群接触和了解中国文化、风俗和思想，另一面也彰显了文化自信。《文汇报》称赞《原神》为“新文化符号”，中国新闻网报道点赞之外，央视也针对此事进行了报道：“由上海米哈游制作发行的《原神》，近日推出了新角色，戏曲表演艺术家——云堇，惊艳了海

内外游戏玩家。在疫情反复，演出难以走出去的当下，通过虚拟角色出海，成为中国文化、中国故事走出去的新潮流。”《原神》是海外社交平台推特 2021 年讨论最多的游戏，官方账号“Genshin Impact”全球粉丝量超过 690 万。上海持续以政策指导和财政扶持推动文化贸易健康发展，2021 年共推动认定 32 家国家文化出口重点企业、12 个国家文化出口重点项目，并首次认定并发布上海十大文化出海 IP，米哈游《原神》赫然在列。

《神女劈观》在全世界游戏玩家中掀起戏曲热潮的同时，也激起了核心二次元受众的创作热情，国内二创作者掀起了魔改翻唱浪潮，涌现了粤剧版、笛子版，唢呐版、二胡版等不同版本的《神女劈观》。《神女劈观》也随之成为了“流量密码”，与它相关的二创作品都有很高的热度，就连很多专业人士都开始“入场”参与这部作品的二创。

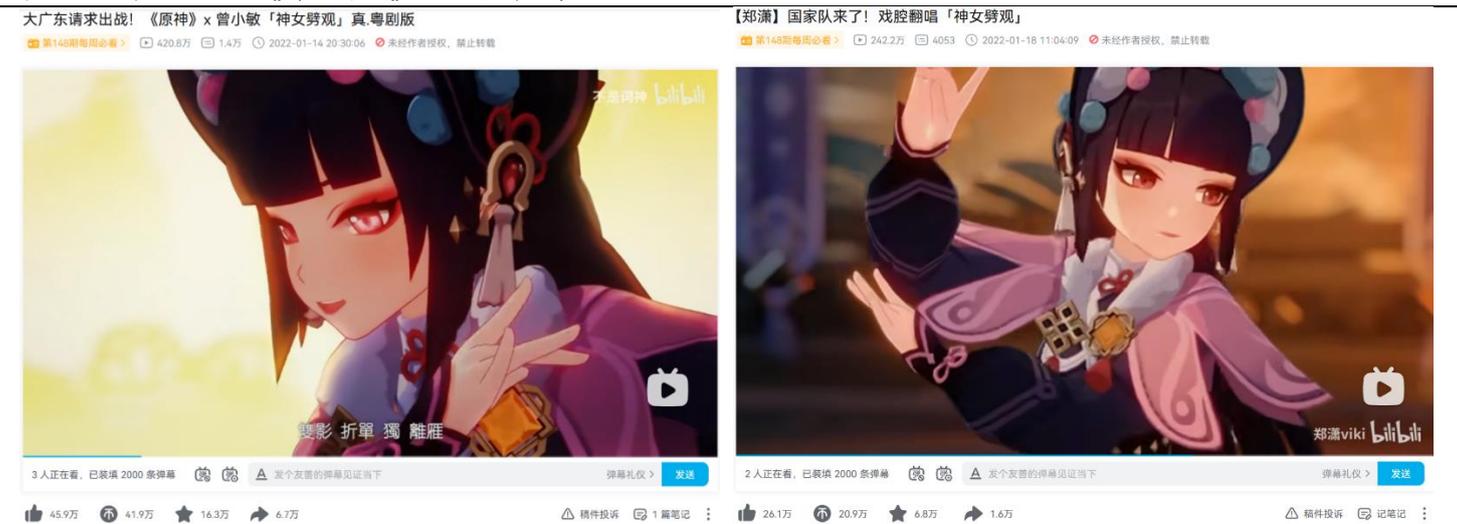
图表 54: 《神女劈观》相关视频内容展示



资料来源: 哔哩哔哩, 华鑫证券研究

《神女劈观》引起了专业人士对这首虚拟世界的“璃月戏”进行自发演绎和宣传，例如粤剧版《神女劈观》，由国家一级演员曾小敏老师改用粤剧形式进行演唱，该视频在 B 站的累计播放量已超过 423 万；著名京剧表演艺术家梅葆玖先生的入室弟子、梅派传人郑潇老师戏腔翻唱的版本，将梅派京剧的“中正雅致，圆融深远”在这首京歌中展现的淋漓尽致，该视频在 B 站的累计播放量已超过 245 万。其他诸如越剧、淮剧等，各路戏曲名家也献唱了自己的版本，二创场面蔚为壮观。除了专业演员之外，专业乐团可可桃交响乐团也参与了《神女劈观》的二创翻奏，该视频在 B 站的累计播放量超 91 万。专业人士自发地进行二创宣传，在弘扬中国传统戏曲文化的同时，也让更多的人感受和了解戏曲艺术的魅力，提升文化自信。

图表 55: 专业人士对《神女劈观》的二创内容展示



资料来源：哔哩哔哩，华鑫证券研究

游戏作为高附加值的文化创意产品，能够快速赢得年轻人的认同。以游戏为载体的文化传播形式，对传播中国文化软实力，具有得天独厚的优势，特别是在国际文化输出方面，以中国历史为背景、中国游戏为载体、中国价值观为灵魂，能够让更多的人接受中国文化、风俗、价值观，在文化交流和软实力建设中具有重要意义，游戏已经成为当前我们国家展现文化“软实力”的重要方式。米哈游自创业以来一直专注于国产动漫游戏，重视游戏本身的文化内涵和属性，坚持走“原创+精品”的路线，秉持精工细作的匠人精神，这也让其产品具有文化底蕴与文化内核，形成以 IP 构建为核心的游戏生产方式。

➤ 《原神》3.0 版本，挑战内容型游戏的边界

2022 年 8 月 24 日，《原神》3.0 版本正式上线，作为《原神》一年一度的大型更新，米哈游在版本上线前进行了一系列的预热活动，在玩家群体中引起了广泛的讨论热度，玩家对 3.0 版本也具有高期待。做出超出用户预期的新内容与探索产品进化新方向，成为本次新版本的重点。

地图设计与剧情故事层面，《原神》3.0 版本的故事主要是围绕“须弥”这个全新的地区来展开，在环境设计上，《原神》在保证须弥地图体量的基础上，用更符合须弥奇幻风格的元素构筑起了立体空间，须弥地区同时拥有“雨林”和“沙漠”两种地貌，对应着世界任务主题“生命”与“凋亡”，由此进而衍生出森林中的小精灵与代表凋亡的“死域”，延伸到剧情故事层面时，也成为玩家讨论的重点，而造成森林变化的“死域”现象，是 3.0 版本世界任务的核心。项目组通过对两个不同环境的刻画，突出了须弥地区独特的地貌风情，在带给玩家强烈视觉冲击力的同时，也让玩家拥有更多探索世界的欲望。背景设定上，“小吉祥草王”的稚嫩受到了教令院学者们的质疑，他们通过虚空终端掌握着大量的知识，知识是须弥地区一种可以分配、交易的“资源”，并以此催生了黑市，由此看出，米哈游在剧情故事上尝试做更多的深度思考，融入更多有吸引力的价值观内核。地图探索上，须弥的“四叶印”给玩家使用钩索在丛林中穿梭的既视感，更加符合地区特色，其数量与分布位置提高了探索的便利度与流畅感，此外，须弥的其他探索设计，如可以与雷元素反应从而增强弹跳能力的蘑菇等，也能看到《原神》以往版本的影子，增强了游戏体验的趣味性，探索设计的不断进化，让玩家可以更合理地拓展开世界探索的广度与纵深，须弥地区也是《原神》立体、丰富的地图设计能力进化的表现。

图表 56: 《原神》须弥地区地貌



资料来源:《原神》官方抖音号,华鑫证券研究

玩法层面,从森林这一概念出发,构思须弥地区玩法内容,由此延伸出了生命、成长、幻想等新的意象,《原神》七元素体系的最后一块拼图被补齐,加入全新“草元素”,米哈游将“草元素”分为两个阶段,一是与水、雷、火元素结合直接产生反应,二是在此基础上,与其他元素衍生出不同的进阶反应,如“烈绽放”“超激化”等,为游戏的战斗玩法带来更多可能性,突出了草元素的“创造”特点,这种特性也体现在怪物的设计上,根据自身所处的环境和受到的元素效果不同,怪物在受到元素伤害后,会切换成相应的状态,除攻击方式会发生变化以外,在特定状态下击败怪物,还能获得罕见的特殊材料,由此,多态转换强化了玩家与场景之间的交互感。“草元素”的加入也给须弥地区的战斗体验与关卡设计带来了丰富的变化,给玩家带来新鲜感和更高的自由度,提升了元素配队玩法的策略性,增强了须弥地区的特色魅力,凸显《原神》项目组的玩法内容迭代能力。

角色塑造层面,《原神》目前已经有近 60 位角色,但每个角色都有鲜明的性格特征与辨识度,少有脸谱化的感觉,这也得益于米哈游强大的角色塑造能力。《原神》3.0 版本的角色中,从成熟稳重的“提纳里”,到热情善良的“柯莱”,再到看似狡猾,实则诚信至上的商人“多莉”,都有着很高的辨识度,在与他们接触的过程中,一方面玩家可以感受到须弥地区的人文风情,另一方面能体会到角色故事中所蕴含的情感内核,在获得情感共鸣以后,也能让玩家在游戏世界中获得更多的归属感。

图表 57: 《原神》3.0 版本角色提纳里、柯莱、多莉展示



资料来源：《原神》官方微信公众号，华鑫证券研究

3.0 版本是一个更成体系的版本设计。《原神》每个大版本都具有辨识度，围绕“国度”与“元素”，“国度”是版本视听内容的基础，“元素”提供了版本的玩法基础，3.0 版本中的草之国与草元素也不例外。《原神》在 3.0 版本中，大幅扩张一个版本的地图边际，扩充大体量的内容，但仍然注重细节的呈现。基于以往的设计经验，3.0 版本优化了玩法体验、增强了内容密度，提升了故事剧情的演绎质量，最终形成一个成熟且体系化的版本设计，让玩家的游戏体验更加统一，也有了更深层次的故事体验。《原神》团队竭尽部门力量，更体系化地思考一个版本的核心，这一体系既是部门协作，也是从过往的探索中挑选出最适合的设计，内容的核心带来视听与玩法的灵感，这种灵感让机制创造新的东西，而这份创新又为表达内容带来崭新的呈现方式。米哈游将 3.0 版本规模庞大且高质量的内容进行整合，为玩家传递出更统一的游戏体验，也印证了米哈游的内容表达能力再次进化。《原神》不断寻求突破自身上限，实现品类进化，在二次元开放世界品类，《原神》是领先者，但《原神》的目标与高度不限于眼前，《原神》正在剧情、元素玩法、开放世界探索等方面不断突破自身的上限。

➤ 《原神》延续“崩坏”IP 衍生内容思路，丰富 IP 内涵

《原神》上线至今，已拥有庞大的 IP 粉丝基础，《原神》持续深耕内容与社区，积极发起创作活动和创作者激励活动，在官方微博、B 站等社区为用户提供丰富的交流场景，让 UGC 发挥更大势能，不断沉淀核心玩家。在国内，《原神》微博粉丝已过 600 万，B 站粉丝已突破 1300 万。在海外，YouTube 上《原神》的粉丝数也突破 500 万，视频播放量最高达 3000 万。在游戏之外，《原神》一直在积极拓宽内容边界，让玩家以丰富的形式感受幻想世界的魅力，助力原神 IP 破圈。《原神》制作了大量服务于角色塑造与情节推进的高质量视频短片，比如角色演示视频《钟离：听书人》、游戏剧情短片《神女劈观》等，还发布了连载漫画、研发纪录片、原创音乐专辑，并举办线上音乐会，与多品牌跨界联动等。在网易云音乐，《原神原声集》歌单播放超过 865 万次，收藏超 20 万。2021 年 10 月，《原神》推出了 2021 线上音乐会，邀请国内外多个乐团和组合参与线上表演，在 B 站此条视频的播放量已超过 600 万。

2022 年 9 月 16 日，米哈游《原神》项目组宣布，由《原神》项目组与全球知名动画制作公司 ufotable 共同制作的《原神》动画项目正式开启，ufotable 是日本知名动画制作公司，曾制作出《鬼灭之刃》与《Fate/Zero》等经典作品，在《原神》3.1 版本前瞻特别节目中，《原神》首次公布了该动画项目的概念视频，米哈游与 ufotable 均以产品精品化见长，强强联合也让这部作品备受用户期待，《原神》拥有优秀的故事性，具备做 IP 内容的基础与可改编的空间，而《原神》动画也有望丰富“原神”IP 的内涵和影响力。米哈游的特色正是对 IP 的长线运营：以原创 IP 为核心，以游戏、音乐、动漫、周边等多形式为载体，不断推出超出用户预期的优质内容，让 IP 得以保持新鲜感与生命力。

图表 58：《原神》线上音乐会 2021—「无际之旅的旋律」



资料来源：《原神》官方 B 站账号，华鑫证券研究

图表 59：《原神》动画项目概念 PV



资料来源：原神动画项目，华鑫证券研究

5.2、《原神》对游戏行业的意义与价值

首先，《原神》加速了行业的精品化进程。在游戏行业进入产品为王的时代后，产品端的马太效应加剧，强调爆款逻辑，而《原神》的成功，加速了行业产品的研发端从美术、技术、叙事、音乐、玩法等维度的提升进程以及抬高了产品的研发投入门槛，也提升了用户对精品游戏的理解与审美，对游戏品质的要求提升，特别是在年轻向品类，用户在各产品之间进行品质对比的现象尤为明显。其次，《原神》是全平台发行的产品，包括手游、PC、主机以及云游戏，并在各大平台均取得优秀商业化表现的罕见案例，真正释放“全平台”价值，用户量级是游戏表现的基础，基于高品质的游戏内容，跨平台可以获得更多的

用户增量，此外，《云·原神》也为后续国内云游戏商业化提供付费标准参考。第三，发行渠道端，《原神》移动端的首发渠道包括 TapTap、B 站、官网等渠道，没有上架华为、小米等“五五分成”传统安卓联运渠道，游戏开发商和渠道的分成矛盾再次成为热点，而《原神》在不依赖传统联运渠道且取得出色表现的背景下，有力地加速了优质游戏厂商和传统联运渠道之间的话语权的变化进程，随着短视频等买量渠道和 TapTap 等平台的崛起，游戏厂商在发行渠道的选项也更为丰富，拥有优质研发实力的游戏厂商对传统联运渠道的议价能力将会提升，话语权的改变在 2021 年 2 月《原神》上架小米应用商店得到验证。第四，《原神》建立了活跃且高粘性的 IP 文化圈层，改变了二创内容生态。二次元产品的灵魂是创造力、行动力和爱意爆棚的用户，因而活跃的 UGC 生态，通常也是一款二次元走红、实现长线运营的重要因素。行业内，《明日方舟》《原神》等产品以高质量二创闻名，《原神》二创生态的高质量，既与《原神》本身的受众基础有关，也和米哈游超前开放的 IP 版权意识紧密相连，2021 年 4 月，米哈游曾发布《原神同人周边大陆地区试运行指引》，开放创作者基于《原神》IP 制作并售卖的权利，优质的二创内容生态也反哺到《原神》IP 本身，进一步增强了 IP 的影响力与生命力。

5.3、米哈游工业化研发实力的集中呈现——《崩坏：星穹铁道》

《崩坏：星穹铁道》为米哈游“崩坏”系列新作，该游戏为银河冒险题材的策略回合制 RPG 游戏，目前已完成二测，全网预约量已超过 748 万，备受玩家关注，未来《崩坏：星穹铁道》将登陆 PC 和移动平台。《崩坏：星穹铁道》充分结合米哈游之前作品在技术、美术、项目开发及内容产出等方面的制作经验，融合策略战斗、迷宫探险、城镇探索、Roguelike 等玩法，在画面表现、剧情演出、游戏沉浸感等方面的体验再度升级，旨在成为更高质量的次世代 RPG 作品。2022 年 8 月，上海徐汇区文化和旅游局发布了“关于 2022 年度徐汇区文化发展专项资金扶持项目评审结果的公示”，米哈游新作《崩坏：星穹铁道》位列其中。从研发团队的规模看，《崩坏：星穹铁道》的开发团队已超 400 人，与《原神》当初的开发团队规模相当，远高于行业标准的人力和制作规格，足以看出米哈游对于该产品的重视，庞大的开发团队将《崩坏：星穹铁道》的产品制作规格上升到顶级水准。在经历《原神》的成功后，米哈游收获的最宝贵的财富是一套高效成熟的制作虚拟世界的方法论和生产线，而这可以应用到米哈游后续的产品中，《崩坏：星穹铁道》将是米哈游工业化研发实力的一次集中呈现。

图表 60: 《崩坏: 星穹铁道》官方素材展示



资料来源:《崩坏: 星穹铁道》官方微信公众号, 华鑫证券研究

从回合制 RPG 的行业情况看, 2021 年, 在中国移动游戏收入排名前 100 的产品中, 回合制 RPG 游戏收入占比为 11.76%, 该类型也是传统大厂的优势品类与舒适区, 头部产品马太效应强, 但回合制游戏发展至今, 也存在表现力不足的问题, 剧情、美术与玩法内容等呈现较为固化守旧, 多数回合制 RPG 的表现力仍停留在“纸片人对撞”阶段。经典 RPG 曾经是一代人的青春记忆, 而《崩坏: 星穹铁道》项目组同样希望可以创造出陪伴新一代年轻人成长的作品, 该游戏有望为回合制 RPG 品类带来表现力的升级与进化思路。

从 2022 年 5 月开启的《崩坏: 星穹铁道》漫游测试来看, 二测内容具有较高的完成度。游戏以“穿越银河”为载体, 以“叙事”为主体, 勾勒出一个个“旅行”的故事, 当主角团抵达某个星球, 关于这个星球的故事便会随之展开。科幻题材赋予了《崩坏: 星穹铁道》浪漫的气息, 跟随列车组乘坐星穹列车, 穿梭于银河中, 游戏内包含了从序章到第一章相对完整的主线故事和丰富的支线剧情体验, 也设计了围绕回合制战斗的一系列长线玩法, 在这些基础上, 游戏也被丰富、精致的细节填满。整体看, 《崩坏: 星穹铁道》有“向着银河进发”的剧情内核, “类银河铁道”的科幻与众神神话相融合的世界观, 以及“公路电影”式的叙事风格。剧情的质量, 在深度、选择的自由度、文本质量等方面, 均表现出优秀水准。

为了强化《星穹铁道》故事主题“银河冒险”定位, 梳理玩家加入冒险团的前因后果, 二测内容新增了体量较大的序章。开场动画, 镜头定位在一座漂浮在星海中的空间站, 伴随 D 大调卡农的旋律缓缓响起, 出现一位红发女性, 她仿佛在配合背景音乐一般用双手做出拉小提琴的动作。在这位女士“演奏”期间, 空间站突然遭到敌人袭击, 站内顿时混乱, 但并没有打扰到这位女士“演奏”的雅兴, 在 D 大调卡农的伴奏下, 演奏的女性的画面与空间站混乱的画面交织在一起, 构成了一种和谐包含着混沌的画面氛围。当电梯停止运转, 交织变化的画面与 D 大调卡农都戛然而止, 红发的女性又成为了画面的焦点, 而随着她踏出电梯进入空间站, 《崩坏: 星穹铁道》的故事正式开始。这段游戏开场, 米哈游在镜头运用、剪辑节奏、情绪调动、人物动作等维度, 都展现出不俗的制作水准, 这个由典雅音乐与科幻感画面构成的开幕动画被命名为“一幕短剧”, 该视频在 B 站的累计播放量已超

130 万。在二测中，高质量演出动画丰富，这些演出动画除了在人物塑造等维度提供视听艺术价值外，也起到衔接的作用，使得玩法与故事情节之间更加紧密。

图表 61：《崩坏：星穹铁道》“一幕短剧”开场动画画面展示



资料来源：《崩坏：星穹铁道》官方 B 站账号，华鑫证券研究

除了精致的过场动画，文本质量对于 RPG 游戏沉浸感的营造同样重要。《崩坏：星穹铁道》二测的文本量丰富，且较好地处理了 RPG 作品滥用对话场景的问题，大部分对话场景的发生让玩家觉得比较自然，容易达成“这里就应该有一段对话”的共识，文本中也包括了热门的“梗”元素，字里行间流露出创作自由所驱动的独特气质。玩家的对话选项也较为丰富，且不同的对话选项对应了 NPC 不同的语音回应，进一步强化了对话的沉浸感。

美术表现层面，《崩坏：星穹铁道》集米哈游过往技术表现力之大成，美术表现全面升级，更生动的角色，更真实的场景，共同呈现出“可以玩的动画番剧”，呈现业内顶级美术表现，打造沉浸式番剧体验。

角色设计层面，《崩坏：星穹铁道》延续了米哈游出色的角色设计体系。《崩坏：星穹铁道》中的角色塑造鲜活、立体，游戏中采用影视技巧，强调多人对戏的“镜头感”，为角色的细腻表情变化和情绪动作做更多特写，进一步刻画出角色的性格特点。《崩坏：星穹铁道》对细节的把控，小到一个角色的表情、说话时的口型，更可以小到服饰材质的质感，头发遮挡的透明度，甚至为了一个路人 NPC，项目组都特意录制了多国语言版本的 RAP。此外，在角色的技能表现力上，技能动作酷炫带感，呈现出较高的制作体量，给予玩家强烈的震撼感。角色的养成系统，沿用了之前的成功经验，分为行迹、光锥、星魂、遗器等，丰富的养成内容的组合，加上多元的角色库，高度保障了战斗体验的丰富性，以及玩家对角色的收集和养成需求。游戏通过丰富角色与玩家间的接触点，让角色更加立体地呈现在玩家面前，也让玩家能够更容易的理解角色情感、代入故事情节，并沉浸其中。

图表 62: 《崩坏: 星穹铁道》角色表情展示



资料来源: 米哈游招聘官方公众号, 华鑫证券研究

图表 63: 《崩坏: 星穹铁道》角色动作展示



资料来源: 米哈游招聘官方公众号, 华鑫证券研究

地图场景设计层面, 《崩坏: 星穹铁道》采用了经典的箱庭式地图设计, 在地图上设置了宝箱和资源作为探索奖励, 并且围绕这些奖励设置了解谜小游戏, 例如机关宝箱、地图捷径与一笔画式的路线解谜, 小玩法作为主线战斗之外的补充增添了玩家寻路过程中的乐趣, 整体地图场景细节丰富, 可探索性强。二测开放了空间站黑塔和雅利洛-VI 两个大地图, 场景设计具有沉浸感、氛围感与宏伟感。不同的星球科技发展水平差别大, 比如雅利洛-VI 星球的科技水平处于机械时代, 其建筑风格包含蒸汽朋克的元素, 复古的建筑、齿轮与空间站充满全息投影、光污染的风格形成了反差, 不同场景具有识别度高的氛围感, 以及高大建筑呈现的宏伟感与视觉冲击, 精致的场景带来了出色的沉浸感, 进而呈现出优秀的表现力。

图表 64: 《崩坏: 星穹铁道》场景展示



资料来源: TapTap 发现好游戏, 华鑫证券研究

战斗系统层面, 《崩坏: 星穹铁道》核心战斗系统是回合制 RPG, 具有策略性, 包含“破盾”、属性克制、技能之间的效果配合、行动顺序的分配等, 整体战斗的逻辑相比传统回合制 RPG 变化并不大, 主要围绕着资源分配(战技能量点)、角色搭配、行动顺序等方面展开。在怪物的机制上, 《崩坏: 星穹铁道》也进行了部分策略机制设计, 影响玩家在战斗中的操作优先级等, 此外, 游戏也加入了“模拟宇宙”肉鸽玩法, 肉鸽框架成熟, 但在机制层面还缺少多样性。整体看, 游戏内有多种策略搭配、众多玩法模块、3D 场景探索、多重机关解谜等, 呈现较为纯正的 RPG 体验, 二测内容已呈现出一些丰富策略性玩法

的创新内容思路，未来该游戏在回合制战斗系统的策略性方面仍有提升和完善的空间。

图表 65: 《崩坏：星穹铁道》战斗场景展示



资料来源：米哈游招聘官方公众号，华鑫证券研究

文化价值层面，《崩坏：星穹铁道》二测内容呈现出了更多的国风元素，例如女性角色素裳的服装不仅引入汉服“交领右衽”的特色，衣颈处还采用直盘扣样式，铃铛发饰则有着古朴纹饰，散发出浓郁的中国风。此外，在《崩坏：星穹铁道》SGF 参展视频“致将启程的你”的片尾处，出现仙舟“罗浮”游戏场景，中式风格建筑预示下一站将是“国风主题世界”，该场景展露出丰富的中华文化元素，引起海内外网友的热议，在优秀的游戏美术风格加持下，精妙玄奇的中式建筑显现出大气磅礴的视觉冲击力，而仙舟“罗浮”作为一艘宇宙星舰，如此大规模的场景区短时间内就有设计思路，凸显米哈游成熟的工业化研发实力，而在国风文化价值层面的精雕细琢，也将有望通过游戏载体向全球输出优秀的中华文化。

图表 66: 《崩坏: 星穹铁道》仙舟“罗浮”场景展示



资料来源:《崩坏: 星穹铁道》B 站官方账号, 华鑫证券研究

《崩坏: 星穹铁道》是米哈游工业化研发实力的一次集中呈现。 (1) 研发效率的提升。从始发测试到漫游测试, 星穹铁道在 6 个月时间内呈现了一款“全新”的游戏, 内容增量之大、优化力度之大, 离不开“米哈游工业化”这个关键词。星穹铁道目前拥有超 400 人的大规模团队, 在工业化管线下高效协同, 让每一个想法都能快速落地, 直至打造业内顶级的 RPG。纵观星穹铁道半年进化史, 新增 1 个完整章节“空间站序章世界”, 新增 2 个大型玩法模块, 支线任务由 13 个提升至 22 个, 可玩角色由 15 个提升至 24 个, 演出时长由 191 秒提升至 447 秒, 而《崩坏: 星穹铁道》在二测所呈现的内容体量, 也是在面临 2022 年上海疫情对开发效率带来影响的背景下完成的。**扩容、高效、保质是工业化的本质**, 正因如此, 才让《崩坏: 星穹铁道》的 RPG 表现力在短时间内得到飞跃。(2) 出品的稳定, 游戏的美术品质与技术水平稳定且统一。相比于《原神》, 《崩坏: 星穹铁道》的整体美术品质、特效渲染有进一步的提升, 人物与场景的细节也更加丰富。(3) 内容的量产, 虽然在二测中展现得还不够明显, 但在内容量产之前, 已经能看到《崩坏: 星穹铁道》铺开的生产管线: 更多的主题星球、更多的个性角色、更多的风格故事、更多的玩法模块, 参考《原神》的内容节奏等。在《原神》项目的探索与试错、经验积累之后, 米哈游的工业化管线威力正在《崩坏: 星穹铁道》中显现。《原神》在商业层面的成功, 让米哈游更加坚定了对于游戏品质的标准与追求: 更高的开发规格、更强的技术投入。未来《崩坏: 星穹铁道》如果在市场中获得成功验证, 将不仅代表产品的成功, 也印证了米哈游工业化生产管线的成功。(4) 玩法品类的扩展。成熟的工业化研发实力是米哈游强有力的竞争优势, 在《原神》带火开放世界后, 《崩坏: 星穹铁道》却进军回合制 RPG 品类, 而米哈游的工业化水平将为产品质量的下限提供有力保障, 未来还可以再继续扩展新的玩法品类, 以 IP 构建为核心的游戏生产方式叠加米哈游对内容的重视, 也让角色、世界观等游戏内容的质量保持在较高水准, 高质量的游戏内容内核, 叠加不同的玩法体验, 有助于扩展 IP 游戏的受众群体, 相比于传统游戏以数值付费为主, 内容型游戏是让玩家为角色等内容付费的商业逻辑, 这套商业逻辑已经在《原神》上得到验证, 海内外玩家均愿意为优质的游戏内容

付费。

5.4、米哈游全新动作游戏——《绝区零》

2022年8月5日，由米哈游自研的动作游戏新作《绝区零》开启首次测试，目前该游戏全平台预约量已超700万，首曝PV全网播放量超过1000万，媒体热搜榜超30次。《绝区零》的剧情故事发生在被神秘灾害“空洞”所侵袭的危险世界，旧文明覆灭，秩序被埋葬。在这样的世界里，还存在着有一座有能力应对“空洞”灾害的都市——“新艾利都”。这座最后的“绿洲”掌握了与“空洞”共生的技术，盘踞着错综复杂的势力，它混乱、喧嚣、危险又充满活力。而玩家将作为串联起空洞与都市的关键少数派，名为“绳匠”的特殊职业人士。尽管游戏故事还是发生在灾难横行的背景下，但主角并不是传统的冒险者角色，《绝区零》采用幽默且轻松的叙事风格，塑造了一个不一样的“末日”，充满街头和潮流的元素，故事也围绕着街区展开。

图表 67：《绝区零》官方素材展示



资料来源：TapTap，华鑫证券研究

《绝区零》的艺术风格倾向于“全球性审美”，采用都市潮酷题材，在二次元风格的表达下，既有西方文化的张力，又有东方文化对细节的刻画。《绝区零》采用偏灰的色调来描绘近未来世界，在敌人形象、粒子及拖影特效、UI 等方面使用荧光绿、橙色等亮色来营造潮酷氛围。该游戏不仅在战斗关卡中做到平面光的实时交互，也在战斗场景外做到点光的实时投影，游戏在细节层面营造出氛围感。故事的表现手法除了优秀的实时渲染 CG，游戏在叙事过程中还采用翻页漫画的形式，同时配以出色的声优演出，氛围上更有都市漫画的欢脱感，比 3D 建模更为精细的 2D 作画也更有利于刻画人物表情、神态等细节，强化人物的塑造，而需要展示角色个性、战力时，游戏又会改用特写动画的方式呈现。

玩法层面，《绝区零》继承了米哈游的 ARPG 游戏研发经验，整体操作门槛较低、体验顺畅，同时，《绝区零》也有较高的操作上限，除了更流畅、更高伤、更迅速的战斗外，《绝区零》每一个角色的连招操作和战斗节奏都各不相同，玩家可以保持在高频次的动作交互当中，凸显出动作内容的爽快感，为了让打击感更强、动作更流畅，项目组会找到形状、重量相近的武器进行动作模拟，体验过程中骨骼、肌肉的变化，再融入到动作制作中。关卡层面，《绝区零》融入 Rogue-like 元素的设计，不仅有利于增加游戏探索的趣味性，也有利于在探索的过程中呈现出与世界观贴合的内容。

图表 68：《绝区零》角色大招技能效果展示



资料来源：米哈游招聘官方公众号，华鑫证券研究

角色设计层面，目前游戏中角色分为不同的阵营，包括“狡兔屋”、“维多利亚家政”、“白祇重工”等。当中既有随性行事的街头组织，也有正规的政府组织，阵营之间风格迥异且鲜明。人物的形象设计同样具备多样化的特点，例如除了正常的人类以外，游戏中还有兽人、机器人，角色的服装和装备设计都透露出较强的机能风，凸显酷炫的硬核风格。《绝区零》中的每位角色都有着鲜明的性格气质、丰满立体的人设，让玩家如同置身一部情景喜剧，对后续剧情发展充满兴趣。

图 69: 《绝区零》角色官方素材展示



资料来源:《绝区零》官方微信公众号, 华鑫证券研究

米哈游旗下的《崩坏 3》是二次元 3D 动作游戏品类的头部产品, 且已形成较强的竞争壁垒, 而新作《绝区零》也有望巩固米哈游在该品类的优势。《绝区零》是米哈游成熟的工业化能力、丰厚的 ARPG 研发经验、全球化风格叙事剧情的融合。此外, 《绝区零》具备独特风格和一套完整且成熟的玩法系统, 不仅体现了米哈游对制作游戏的独到见解和与之相符的高技术力, 也反映出米哈游在探索国产手游的新可能性。

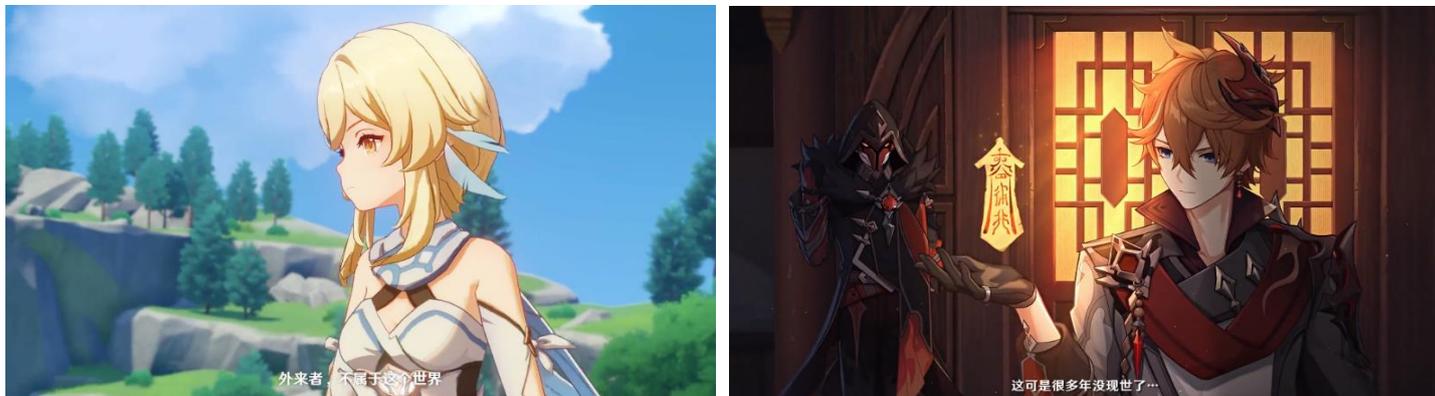
6、米哈游的内容营销之道

游戏推广层面, 米哈游的游戏营销特性在于通过展现优质的游戏内容, 吸引庞大的流量进入, 再依靠产品本身高质量的内容留下核心目标群体, 同时进一步转化非核心目标群体, 最终使得这群用户成为品牌和游戏稳定的流量, 该特点在针对泛二次元用户的《原神》中表现尤为明显。

从米哈游的产品创意投放素材来看, 据 DataEye 统计, 米哈游广告投放创意包括 (1) 剧情向素材, 简短剧情剪辑, 引起泛二次元玩家群体兴趣。二次元手游的剧情是吸引泛二次元群体兴趣、奠定粉丝基础的开始。以米哈游的《崩坏 3》和《原神》为例, 两款游戏作为剧情向二次元手游, 且得益于本身的 3D 建模风, 便于剪出投放用的动画创意, 同时, 在

剧情设定上都是主角一边冒险，一边遇见不同的伙伴的冒险故事，简单的故事框架，让观众可以通过剧情迅速感知到游戏内容。在二次元角色演出剧情中，角色展现出来的强烈感情波动，或者是趣味的剧情留白，都能让用户有继续观看、了解的欲望。

图表 70: 《原神》剧情素材展示



资料来源: DataEye, 华鑫证券研究

(2) 角色向素材，角色在二次元游戏中是重要的组成部分，尤其是以角色为核心付费点的抽卡类游戏，通常当卡池中有新角色出现时，游戏的当月流水会明显增加，《原神》人气角色在微博会有单独话题，每个话题阅读量均破百万。在角色素材上，米哈游抓住二次元类用户的诉求点——“强力”、“好看”的角色，用高超的美术质量和实机操作中打击感强的素材内容，给用户带来强烈冲击力。投放的角色素材会有服饰、装扮等全方位细节展示，配合实机操作时酷炫的 3D 视觉效果和强效打击感，突出游戏在视觉（美术）、听觉（音效）、体验（玩法）三方面所能带来的表现力，加深用户对游戏的印象。米哈游并不简单推出“美型角色”，而是在创意中融入角色的故事设定，通过简短几秒钟的人物塑造，增强角色的立体感，让观众更易对角色产生感情。

图表 71: 《原神》角色“莫娜”素材展示



资料来源: DataEye, 华鑫证券研究

图表 72: 《崩坏 3》“魈夜星渊”角色素材



资料来源: DataEye, 华鑫证券研究

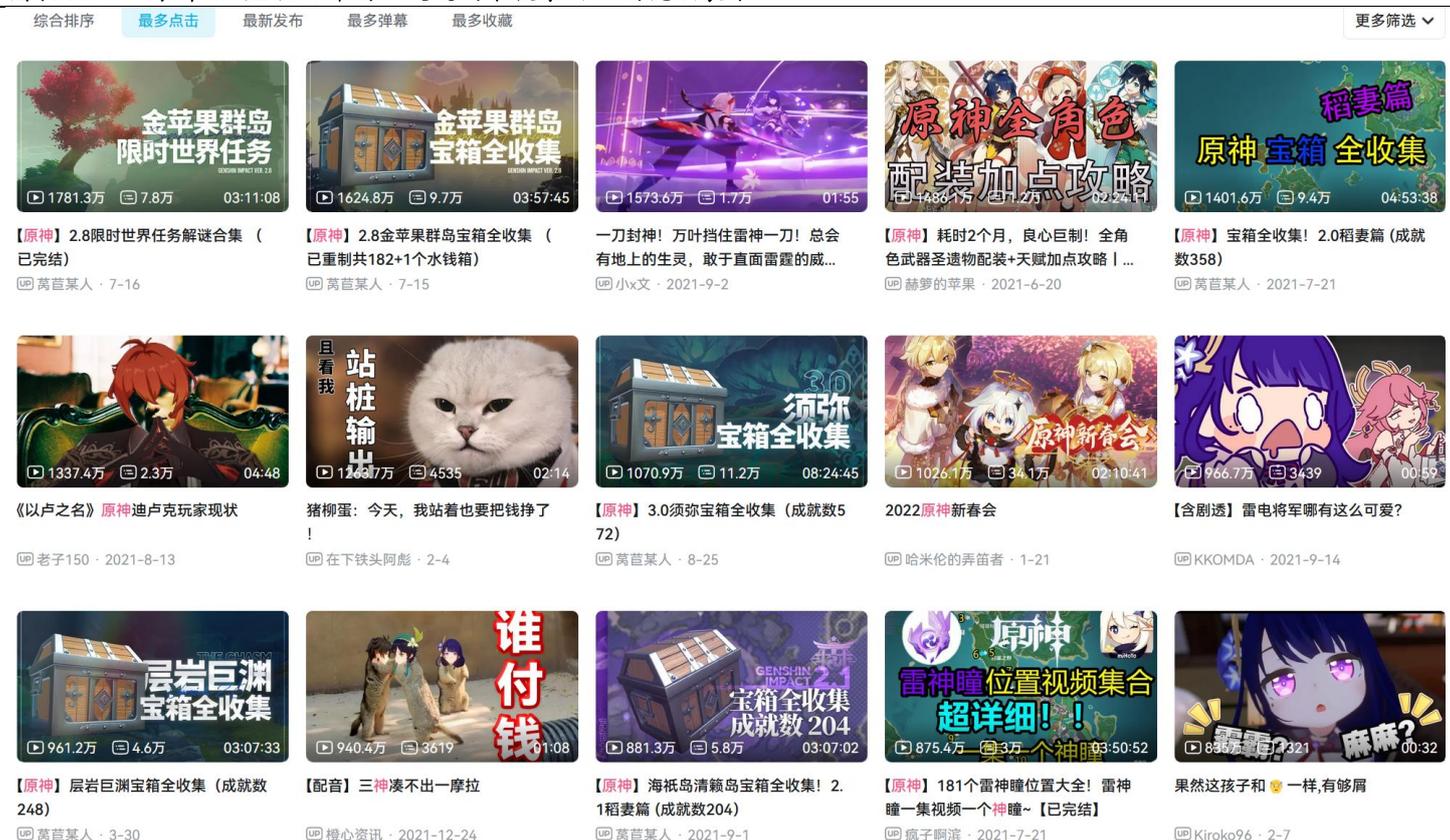
(3) 真人向素材，充满趣味性但不低俗的真人素材。米哈游在宣传中运用的真人素材，大多利用口碑较好的 PGC 内容，再去进行二次剪辑创作。真人素材以正剧向为主，会有少量米哈游自产的梗来增强素材的趣味性，真人 COS 还原了角色的精致装扮和内在性格，使得玩家有较高的认同感。玩家对于自己喜爱的角色的感情是真实的，因此面对官方推出的 COSER 内容会更加苛刻，如果没有把握好二次元和三次元之间的平衡，易造成玩家流失。

米哈游精确瞄准二次元用户的偏好变化，基于游戏产品本身进行创意，主要利用游戏中高质量的内容来制作创意素材，与用户沟通情感，传递品牌价值，通过差异化内容筛选出优质玩家。这类高质量的品牌广告素材有利于带来长期的品牌效应，成为完成高留存转化的保障。但米哈游营销发力重点并不在广告投放，更多是在社区运营与同人衍生创作。

➤ 米哈游鼓励与肯定用户的二创内容

B 站是二次元玩家的重要社交平台，《原神》官方重视玩家的创作热情，不仅对优质二创内容积极转发、互动，还会鼓励与肯定玩家进行二次创作。目前，“原神 UP 主激励计划”已成功举办多期，通常会搭配游戏的新版本同步上线，在 B 站的浏览量已达 30.6 亿，讨论量超过 4974 万。例如 2022 年 8 月，《原神》项目组配合游戏的 3.0 版本，启动哔哩哔哩“百万创作者激励计划”，自 2022 年 8 月 24 日起，登录哔哩哔哩平台，选择#原神 UP 主激励计划#活动标签投稿，或在#原神#分区下进行直播，满足相应条件即可参与瓜分原神创作激励基金，百万奖金与游戏道具，助力投稿、开播。玩家们的投稿质量也受到其他玩家的认可，在“原神 UP 主激励计划”关键词下搜索的二创视频中，播放量最高的已经超过 1700 万次，超过 1000 万播放量的视频高达 9 个。

图表 73：“原神 UP 主激励计划”关键词下搜索的二创视频展示



资料来源：哔哩哔哩，华鑫证券研究

除了这类不限题材的创作活动，《原神》也为玩家们提供了奖励丰富的挑战性活动，如“百人一揆”挑战视频征集活动、“甘甜纪念”周年纪念蛋糕绘画征集活动等，玩家们发挥自己的创意，将自身对游戏的理解和热爱，通过二创内容的形式表达出来。原神玩家还联合制作了 2021 年、2022 年原神拜年纪，以 2021 年原神拜年纪为例，其中集合了大量二次元和游戏要素，同时也融入了玩家们熟知的“梗”，B 站多才多艺的 UP 主们也以乐器表演、料理展示等才艺表演形式给予拜年纪支持与肯定，视频累计播放量超过 1000 万，累计弹幕数超过 22 万。

图表 74：2021 年原神拜年纪展示



图表 75：2022 原神拜年纪展示



资料来源：哔哩哔哩，华鑫证券研究

资料来源：哔哩哔哩，华鑫证券研究

除了拜年纪，原神玩家还自发联合制作了 2021 年原神生日会，该视频累计播放量已超过 590 万，累计弹幕数超过 15 万，“原神生日会”作为非官方团队制作的二创作品，本身既包含了玩家们对于游戏倾注的热情和喜爱，同时玩家与原神团队也为《原神》本身能够吸引到这些优秀创作者感到自豪。这场“原神生日会”的意义也不仅限于《原神》上线一周年的纪念，也是游戏玩家们的一场狂欢盛典，一个可以自由表达喜爱的聚集地。此外，一些核心玩家、重度二次元用户通过 Pixiv、Lofter 等平台，也输出了优质插画、同人文等优质二创内容，在这些平台上，《原神》也有可观的热度。未来米哈游也表示，将更加关注社区创作者的成长，提供更丰富的创作激励，为热爱与分享保驾护航。

《原神》官方也会制作丰富的游戏外内容，为玩家的二创内容提供素材，例如拍摄《原来你也玩原神》第二季，成功让一句贯穿短片的台词“原来你也玩原神”成为玩家之间互认身份的“暗语”，不仅给予了玩家游戏以外更加欢乐的氛围，也让玩家对于《原神》抱有更多的认同感和自豪感。目前，《原来你也玩原神》第二季的累计播放量超过 388 万。此外，《原神》也在基于玩家的创意内容，尝试电竞相关内容，由原神授权、哔哩哔哩直播主办的首个原神电竞赛事活动《哔哩哔哩原神 UP 主邀请赛》在 2021 年 11 月开启，16 位 UP 主每周末进行创意赛事 PK，共同争夺线下决赛资格与最终 100 万赛事总奖金，在比赛项目方面，部分创意来自于玩家在 B 站投稿的创意玩法，例如“迷宫”、“留声机+躲猫猫”、“卧底挑战”等，都是在原神玩家群体中颇受欢迎的创意玩法。以“迷宫”玩法为例，原视频在 B 站收获 92 万播放量与 9.6 万点赞量，引发玩家的喜爱与热议，也掀起了一波效仿迷宫的作品投稿热潮，玩家自创内容已成为游戏生态发展中重要部分，此次哔哩哔哩原神 UP 主邀请赛由专业电竞赛事团队进行制作，也邀请了专业电竞赛事解说加盟参与，在各方面都达到专业赛事水准。2022 年 8 月，由网映文化 NEOTV 制作播出的 2022 原神 UP 主邀请赛成功举办，在本次的 UP 主邀请赛中，有「神工天巧」挑战赛、「风行迷踪」追逐赛、「尘歌壶」趣味赛、提瓦特知识竞赛等众多有趣的单人和团队竞赛，为玩家带来了丰富有趣的娱乐赛事内容。《原神》官方鼓励、肯定用户二创内容的行为，能够做到让玩家自发进行二次创作、传播，反馈到游戏里，形成良性循环，不仅有利于维持游戏的高热度，也有利于促进游戏 IP 文化的构建。

图表 76: 《原来你也玩原神》第二季展示



资料来源: 哔哩哔哩, 华鑫证券研究

图表 77: 哔哩哔哩原神 UP 主邀请赛宣传片



资料来源: 哔哩哔哩, 华鑫证券研究

➤ 米哈游重视线下与线上的联动, 二次元融入现实生活

以《原神》为例,《原神》基于自身产品品质,通过契合年轻群体的营销方式以及特有的二次元文化属性融入玩家群体,并以此带动玩家热情。米哈游曾在成都太古里为《原神》投放富有科技感的裸眼 3D 广告,呈现出强力的视觉冲击,不仅可以吸引潜在用户,也可以在大众群体中提升品牌知名度,而成都太古里的流动人群多为年轻群体且具有较好的消费能力,对二次元文化也有了解,与《原神》的用户群体在用户属性上有共同点。此外,《原神》的线下广告遍布全国一二线城市,在北京、上海、广州、南京、深圳、重庆、无锡、温州、西安、昆明、杭州、天津、成都、武汉等地的地铁、商业区均有《原神》的身影。这些城市发展较好,年轻群体对于游戏的认知更广,同时对于游戏的口味也更加挑剔。而在投放地点的选择上,则是人流量较大、较为繁华的商业区域,且地点周边适龄的年轻用户较多,游戏群体与步行街、商圈的核心人群在用户属性上也有部分重合,商贸中心通常聚集网红打卡点、购物中心等年轻人常去的地点,在这里投放广告能够最大限度地涵盖到大众用户,以此来筛选出目标用户。

《原神》不仅在国内城市投放广告获取用户,在主要的海外市场,《原神》也秉持了一贯的宣传思路,例如在纽约、秋叶原、多伦多、温哥华、伦敦等海外城市的商业中心投放广告,投放地点涵盖了高度发达的地区,如纽约、多伦多等,也包括如秋叶原有着浓烈的二次元氛围的区域。《原神》也通过 KOL 去触达潜在目标群体,专业玩家往往具有圈层用户的影响力,米哈游也通过热点事件为 KOL 提供制造话题的机会,KOL 通过引发游戏的话题性以构建核心用户群体,这也是《原神》出海的原爆点。此外,海外玩家群体对游戏产品在展会上的实机演示表现与权威评测机构给出的参考建议有着更高的关注度,自开测以来,米哈游携《原神》参加了包括 TGS、G-Star、GC、E3 等海外知名游戏展会并开放试玩,Fami 通、IGN 等知名游戏媒体纷纷为其打出高分,展会上的频繁登场和权威评测机构的品牌背书让游戏的话题性不断增强。《原神》在海外市场采取因地制宜的打法,通过高度定制的推广内容和高度可控的投放渠道来适应海外市场和玩家群体的文化环境差异,进而实现线上与线下的高度联动,从而为游戏作品的破圈提供必要条件。

图表 78：成都太古里《原神》芭芭拉裸眼 3D 广告



资料来源：哔哩哔哩，华鑫证券研究

图表 79：秋叶原《原神》宣传海报



资料来源：DataEye，华鑫证券研究

《原神》致力于用各种方式为玩家创造不同的线下互动体验。《原神》的联动活动一直在有序的进行当中，在联动方的选择上，从景区到餐饮行业再到电子产品、香水产品甚至涂料行业，都有《原神》联动的身影。《原神》在国内的首次联动是在 2020 年 9 月，游戏正式上线时，与国内张家界、黄龙、桂林三大景区举行了联动活动。2021 年 3 月，《原神》与肯德基的联动实现营销破圈，一句“异世相遇，尽享美味”的 Slogan，让《原神》突破次元壁，万人空降肯德基的壮观场面以及联动在网络上引起的讨论热度，超出联动双方的预期。

2022 年 8 月-9 月期间，米哈游为《原神》3.0 须弥版本与周年庆预热，进行了高频次联动。国内方面，《原神》先后与必胜客、喜茶品牌联动，活动相关的话题不仅频登微博、抖音、B 站等 APP 热门榜单的前列，更是在线下活动的人气和销量上体现了玩家参与的热情。在《原神》与必胜客的联动中，活动首日上线的 10 万张餐券瞬间被抢空。在《原神》和喜茶的联动中，也出现饮品上线十分钟即售罄的现象，个别门店甚至在活动仅上线三分钟后，周边便被领完。2022 年 9 月 14 日，《原神》公布了与得物的联动，玩家可以通过得物 APP 领取游戏内的道具抽取限定礼盒，在联动公布后的 24 小时内，得物在 iOS 端的下载量由免费应用榜的第 40 名上升至第 18 名，短时间内排名迅速上升 22 位次，凸显本次联动的高热度。海外方面，首先是沿袭了《原神》在线上初期的“传送点打卡”活动，该活动立足于游戏“旅行者”设定，在欧美亚各地区的游戏玩家主要聚集地举行活动，玩家可以与现实中的道具锚点打卡拍照，以三次元的第一人称视角体验游戏中的场景，建立线上和线下的联系。其次，2022 年 9 月 24 日，《原神》开启了在新马泰地区和达美乐的联动活动，在当地也吸引了不少玩家参与。而在 9 月底的周年庆时，《原神》还将与日本知名刊物《週刊ファミ通》展开联动。作为一款现象级的游戏，《原神》不仅通过频繁的与不同领域品牌联动，更好的破圈拉新，还有有效的联结了玩家情感。官方举办线下联动活动有助于建立游戏社区，在游戏之外开展粉丝向的活动，使具有共同话题的玩家群体从线上走到线下，建立更强的玩家与玩家、玩家与游戏的情感联结。既可以加强与玩家的情感联结、助力创建游戏社区、提升知名度，又可以使 IP 商业价值变现的联动活动，将在未来的游戏营销中扮演越来越重要的角色。

图表 80：必胜客 x 原神联动



图表 81：喜茶 x 原神联动



资料来源：《原神》官方公众号，华鑫证券研究

资料来源：《原神》官方公众号，华鑫证券研究

《原神》在与各品牌的联动当中，首先，米哈游作为内容方提供 IP 形象，可以获得一定比例的销售分成，性价比相对较高。其次，联动双方在合作过程中，利用双方势能够获得更可观的品牌曝光与讨论度，扩大品牌的影响力。最后，由于米哈游拥有较为成熟的周边电商，联动活动中的产品在丰富米哈游周边产品库的同时，也为店铺带来了更多的泛用户，从而带动店铺中其他周边产品的销量。从官方天猫旗舰店到官方抖音旗舰店、再到米游社里的“米游铺”等，米哈游积极布局 IP 周边产品的销售，其中，原神官方天猫旗舰店拥有 107 万粉丝，商品分类包括新品好物、人气爆品、礼盒福袋、模玩手办、数码百货、服饰等，据 Gamelook 数据统计，目前原神官方天猫旗舰店的商品数已经接近 150 种，总成交数量接近 250 万笔，而总流水保守估计已超过了 1.5 亿元。除了国内市场，由于米哈游旗下多款游戏在海外市场发行，拥有大量用户粉丝基础，因此米哈游旗下多个 IP 的周边产品也销售到海外市场，例如在亚马逊《原神》店铺，销售产品包括手办、挂饰、角色的 Cos 服等。米哈游在 IP 运营上愈发成熟，这种 IP 运营能力，对于游戏厂商而言也是一笔不亚于研发技术沉淀的财富。

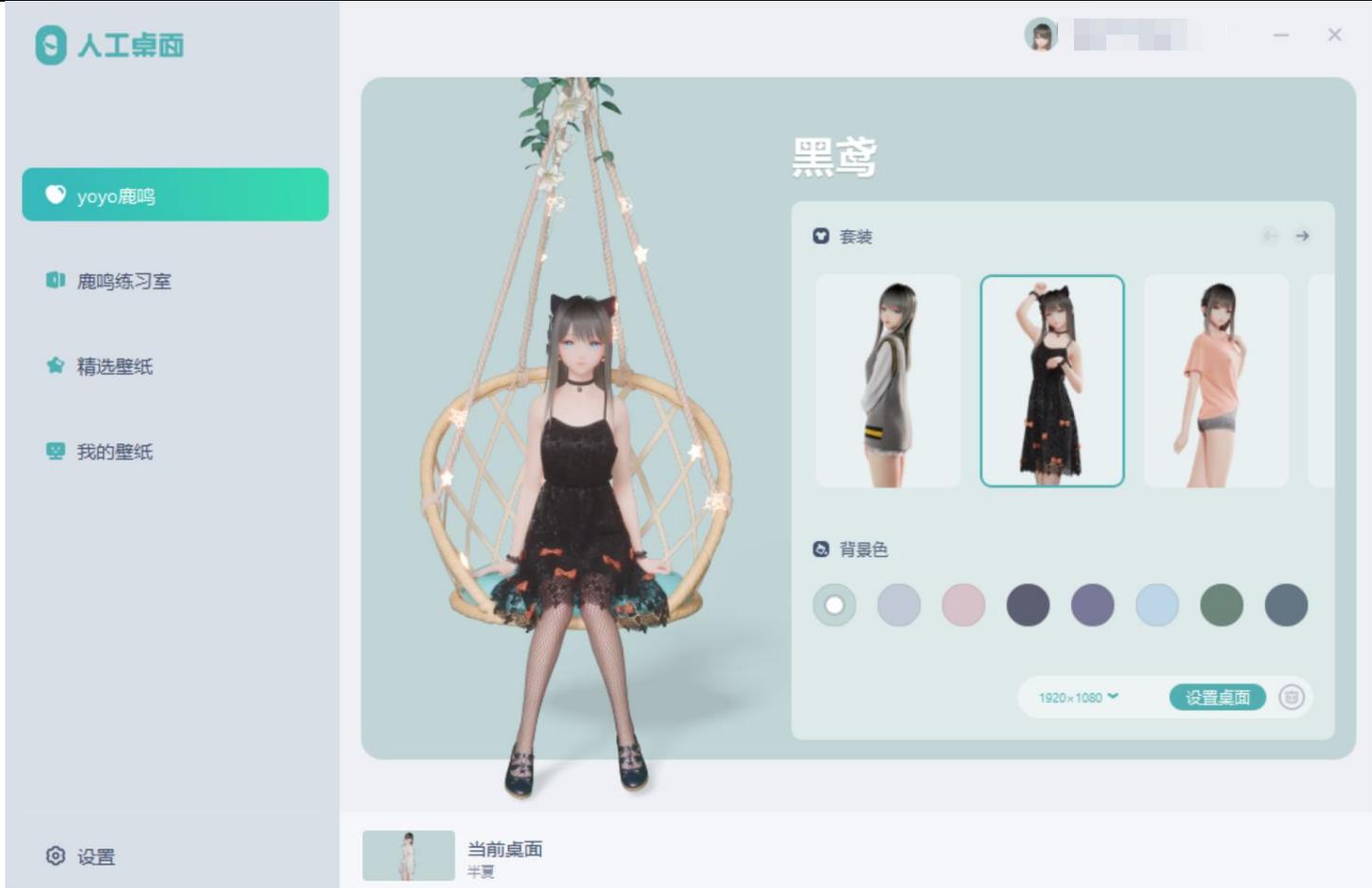
7、米哈游的技术探索——动态桌面软件《人工桌面》、社区产品《米游社》以及游戏《未定事件簿》《云·原神》

7.1、米哈游的《人工桌面》与虚拟偶像“yoyo 鹿鸣”

《人工桌面》是米哈游旗下动态桌面软件，PC 版于 2020 年 8 月 4 日公开发布。Android 版本于 2020 年 12 月 1 日发布。该软件包含多款动画壁纸，可供用户按需下载使用，初期主要包含鹿鸣（米哈游打造的 3D 虚拟角色）的待机和舞蹈动画视频，随后加入了多款米哈游旗下游戏的动画视频。频道是对软件中动态壁纸的分类。“yoyo 鹿鸣”包含鹿鸣的待机动画，主体为鹿鸣坐在一个摇篮吊椅上，背景是纯色。目前有“麦冬”、“黑鸢”、

“向阳”、“半夏”、“鸢尾”、“木槿”、“风信”等服装，背景颜色可自由调整，除服装不同外，待机动画的动作并没有区别，会随机出现戴耳机听歌、荡秋千、睡觉、整理头发等多种动作；“鹿鸣练习室”包含鹿鸣的舞蹈动画，该类动画通常会先在 B 站、抖音等视频平台上发布，随后加入到软件中；“精选壁纸”包含《崩坏学园 2》、《崩坏 3》、《原神》、《未定事件簿》等多款游戏的动态和静态壁纸。

图表 82：《人工桌面》界面展示



资料来源：人工桌面 APP，华鑫证券研究

“鹿鸣”最早可以回溯到 2018 年，米哈游在当年的 GDC 上看到了 UE4 引擎的全真虚拟人 Siren，便萌生了制作偏二次元审美虚拟人的想法。两年之后，一段名为代号 NOva LookDev Test 的视频在 B 站出现，随后米哈游推出一款名为《人工桌面》的 App，代号 NOva 也正式定名为“鹿鸣”。鹿鸣一开始发布于 B 站的都是 30 秒以内的短视频，更新不到 20 个视频就已经积累了过百万粉丝与超 1 亿的总播放量。鹿鸣 B 站官方账号下的每一条视频都是在测试不同技术应用，比如表情、毛发、肌肉动作等。截至目前“yoyo 鹿鸣_Lumi”在 B 站的粉丝数量超 152 万，已成为 B 站知名虚拟 UP 主。米哈游希望通过技术来驱动，高效产出高质量内容，对虚拟偶像“鹿鸣”的整体规划分为高效内容输出、鹿鸣直播、技术输出三部分，高效内容输出指在同样的开发周期内生产的内容量从短视频提升至长视频，满足用户对于长视频的内容需求；鹿鸣直播指鹿鸣会在直播中与观众见面，直播会达到和离线内容完全相同的品质，动作和声音都实时呈现给观众；技术输出指一方面将技术应用到游戏内，同时也能够输出给内容创业者，让内容创业者利用鹿鸣的技术工具去创造新的优质内容。

2022 年 7 月 15 日，米哈游的虚拟偶像“yoyo 鹿鸣_Lumi”在 B 站开启了首次直播。在

半小时的直播过程中，鹿鸣吸引了超 66 万人前来围观，目前，鹿鸣这场直播视频录像累计播放量已超 234 万。这场直播呈现出高精度画质，鹿鸣的动作流畅，衣着和头发的处理细致到位，表情与口型也和语音保持同步，直播画面做到了媲美预渲染视频的效果，这对于直播时普遍需要降低模型画质来换取动作流畅度的虚拟主播界而言，是一种“降维打击”。实时性与高效产出是虚拟角色养成的关键点，而 UE 引擎较为适配。具体看，鹿鸣应用了虚幻引擎提供的高质量渲染、动作捕捉（肢体、表情、手部）以及高品质下实时效果等技术解决方案，将鹿鸣的模型做的尤为精美。米哈游在 UE RTX 基础上，对鹿鸣进行了更加自定义的开发，以满足在 PBR（物理属性的引擎渲染）基础上，表现更高质量的卡通风格效果。本次直播备受关注的还有鹿鸣的配音，在直播简介中，鹿鸣的声音一栏填写着“逆熵 AI 生成”。米哈游的逆熵科技早在 2020 年就已经成立，主攻基于 DeepLearning 等 AI 技术来提升内容生产效率，追求游戏制作的工业化，而鹿鸣的 AI 生成语音便是逆熵科技的研究成果之一，这一成果早在 2021 年的一段鹿鸣视频中就已经有所展示。逆熵 AI 的目标是通过深度学习记录配音演员的声音和情感，做到输入文字就能输出对应的配音，未来还可以将声音塑造成 IP，永久保留，甚至出售声音的版权。从鹿鸣在 B 站首次直播的效果来看，鹿鸣的声音音色接近真人，说话流畅，在语音输出方面鹿鸣已经能做到以假乱真。直播后段，鹿鸣连续跳舞之后会带有明显的喘气声，舞蹈时拍手的声音也录入到了声音里。鹿鸣本次的直播，背后体现的是米哈游近年来的技术积累。

图表 83：鹿鸣直播视频画面展示



资料来源：哔哩哔哩，华鑫证券研究

7.2、构建“游戏-创作者-玩家”三位一体的关系链接的社区“米游社”与看板娘“米游姬”

米游社是米哈游旗下游戏玩家社区，是米哈游打造玩家生态的布局之一，米游社包括

崩坏 3、原神、未定事件簿、崩坏:星穹铁道、绝区零和大别野专区，集合了官方资讯、福利趣闻、实用工具及同人作品，玩家可以在社区中聊游戏、找攻略、领奖励，米游社可实现**玩家、创作者及官方的深度交流互动**。2022 年 1 月，米游社的周边店铺“米游铺”首页正式上线，该店铺是集合了米哈游全部 IP 的周边店铺。2022 年 4 月，米游铺创小摊上线，创小摊是创作者周边集合店，同人制品均由创作者设计并制作，米游铺为创作者提供售卖平台、售卖相关的物流仓储及售后服务。米游社是米哈游核心玩家的聚集地，活跃的社区有利于提高玩家粘性、降低宣发费用，也有利于形成自有的发行渠道。

图表 84：米游社 APP 界面展示



图表 85：“米游铺”界面展示



资料来源：米游社官方公众号，华鑫证券研究

资料来源：米游社官方公众号，华鑫证券研究

米游社举办米哈游官方线下展览，搭建官方、创作者与玩家的纯粹且沉浸的交流互动场景。2022 年 1 月 15 日-16 日，「miYoSummer 2021 SP IN GUANGZHOU」在广州保利世贸博览馆举办，现场设有 60+同人摊位，展出数百同人制品，创作者和玩家心怀热情汇集于此，纵然身处严冬，心如盛夏，本届 miYoSummer，喜爱米哈游旗下 IP 的玩家们在线下相遇，共同欣赏精美的同人制品，全项目特装展台是 miYoSummer 的一大亮点，参加各个展台的活动，可以领取不同项目的主题周边，米游社还为玩家带来了游园活动，在项目展位完成挑战任

务即可获得梯度奖励，现场活动丰富了参与者们的体验，让每一位玩家更好地融入现场氛围中，空耳狂魔、流萤 Zz、掉线狂魔☆火星、游戏彩笔、折腾 5 号等人气嘉宾和现场观众同台互动，舞台氛围高潮迭起。2022 年 12 月 3 日-4 日，米游社第二届线下创作节「miYoSummer 2022 都市重构」，将在广州保利世贸博览馆举办。

图表 86: miYoSummer 2021 展示



资料来源：米游社官方公众号，华鑫证券研究

在二次元领域，官方与同人创作具有相辅相成的关系。尤其是近年来二次元产业快速发展，国内涌现出了大量优质国产 IP，更是提供给同人创作更多的灵感和更广泛的空间。米哈游了解、认同大批优质同人创作者的价值，也在思考如何利用米游社作为平台，吸引更多的优质创作者一起实现生态共建、价值共赢。从开设“创作中心”系统，方便创作者们管理投稿、获得流量曝光、专属认证以及解锁其他权益，到鼓励创作者投稿原创内容获得创作币，在商城兑换游戏道具、周边和创作者专属实物奖品，到开展 M-Star 计划，帮助创作者提升商业化变现能力，再到搭建线下创作节「miYoSummer」平台，米游社让创作者可以更加多维立体地展示自己的独特才能与奇思妙想，可以与玩家们面对面互动交流，可以直接进行商业化变现，一举多得地实现了“创作价值”的最大化。米游社不仅抓住了创作者们对米哈游旗下 IP 的热爱，也懂得运用推进创作者价值链的不断细化升级，去点燃创作者更多的创作热情。

图表 87：米游社【M-Star 计划】

招募对象

热爱米哈游，对米哈游旗下IP有创作热情和奇思妙想的小伙伴

- 『游戏攻略』
- 『Cosplay』
- 『同人绘画』
- 『视频制作』
- 『同人文』
- 『手作』

入驻权益

投稿原创作品，收获现金激励

- 【收益提现】** 百万创作收益激励
- 【流量权益】** 首页推荐流量曝光
- 【涨粉权益】** 推荐关注快速涨粉
- 【加V认证】** 达人V标独特身份
- 【官方合作】** 官方邀约机会多多
- 【荣誉徽章】** 粉丝成就奖牌颁发
- 【专属商城】** 兑换商城缤纷实物

资料来源：米游社官方公众号，华鑫证券研究

“米游姬”是米哈游官方社区米游社的看板娘，背景设定是米游社的大 BOSS，社区第

一人气偶像。为了更好的出现在米游社的各个角落，米游姬在各子社区有对应形象的分身。2020年4月米游姬形象正式曝光，其形象具有二次元属性，2020年5月，米游姬公布了四个分身，分别是崩崩米游姬、崩坏3米游姬、原神米游姬、未定米游君。2022年7月29日，米游姬在B站开启首次直播。目前，米游姬在B站拥有超过70万粉丝，已成为米哈游面向核心玩家的知名二次元虚拟偶像，

图表 88：“米游姬”形象展示



图表 89：“米游姬”直播画面展示



资料来源：米游社官方公众号，华鑫证券研究

资料来源：米游姬官方B站公众号，华鑫证券研究

2022年8月1日-10月10日，上海市徐汇区推出“汇文艺·惠生活”文旅消费季活动，联动区域内三大重点文化功能区、四大国家夜间文旅消费集聚区和多家重点文旅商户开展文旅消费活动，“米游姬”成为本次消费季的推广大使——徐汇区海派之源星推官，从“阅、观、赏、游、逛、住、娱”七件事带大众体验徐汇文化的魅力，凸显米哈游虚拟偶像“米游姬”的价值受到政府官方部门的认可。

图表 90: 米游姬成为徐汇区“汇文艺·惠生活”文旅消费季活动海派之源星推官



资料来源: 米游社官方公众号, 华鑫证券研究

7.3、新技术应用：《未定事件簿》实装 AI 配音

2022 年 9 月, 米哈游旗下律政恋爱推理手游产品《未定事件簿》项目组发布公告, 由于莫奕配音演员暂时无法参与语音收录的工作, 为避免后续游戏内莫奕相关语音资源的缺失, 经项目组慎重评估, 将基于逆熵 AI 技术制作莫奕语音。首批语音资源在 2022 年 9 月 6 日开启的“百味盈欢”活动中正式于游戏内上线。

角色莫奕的人设是一名著名的心理医生, 行为举止从容优雅, 性格成熟稳重, 因此该角色的声音也更多主打的是温柔成熟的风格。逆熵 AI 此次合成的音色偏向沉稳的男声, 与莫奕人设的契合度颇高, 细节上, 逆熵 AI 也会通过分析文本的语境, 从而对声音做出相应改变。虽然逆熵 AI 的配音相比真人配音少了真实感, 但也正因 AI 配音, 反而能够增强代入感。与米哈游所推出的虚拟偶像鹿鸣相似, 通过逆熵 AI 所合成的声音, 音色听起来自然, 但也有提升的空间。

从商业角度看, AI 配音相比真人配音具有成本低、效率高的优势, 真人的不确定性会导致耗时、准确度不够等问题, 而 AI 则可以有效地降低人力成本, 由于 AI 配音是对目标声音的未排序数据进行训练, 所以可以简单、快速的生成流畅标准的音频, 避免了人工配音时可能会出现发音错误等问题, 提高了配音的效率。从作品适配性看, AI 由于能不断变化音色, 所以能拓展自身对于作品的适配度。AI 的声音通常是对数据的重复学习组成, 如果有足够多的采集样本, 便可以随意变换音色, 结合不同的场景配出不同的声音。

7.4、云游戏技术应用：《云·原神》

《云·原神》是米哈游旗下的《原神》云游戏版本，采用实时云端技术，玩家通过下载包体较小的《云·原神》，登录米哈游通行证即可在移动设备上体验《原神》游戏，不需要再下载完整《原神》包体，也可拥有高画质、高帧率游戏体验，且玩家在《云·原神》上的游戏进度与其他平台互通。《云·原神》安卓平台公测于 2021 年 10 月 13 日开启，iOS 平台公测于 2022 年 1 月 10 日开启。玩家每日登录游戏后，可领取《云·原神》15 分钟的免费时长。玩家在《云·原神》内启动游戏时即开始计费，计费规则为 10 米云币/分钟。若账户内有剩余免费时长或生效中的畅玩卡，则按照【畅玩卡】-【免费时长】-【米云币】的顺序进行扣费。畅玩卡的价格为 60 元/30 日，米云币有 5 个充值档位，价格 6 元、25 元、60 元、108 元、198 元人民币，分别对应 1800、7500、18000、32400、59400 米云币数量，分别对应 3h、12.5h、30h、54h、99h 的游戏时长。从《云·原神》上线后的表现看，据七麦数据显示，《云·原神》iOS 端在畅销榜排名较为稳健，在版本更新时畅销排名会有明显提升，曾达到过游戏畅销榜的 18 名，由于部分玩家面临内存占用、硬件配置等问题，《云·原神》较好的解决了该部分玩家群体的痛点，而《云·原神》取得良好成绩的背后，也凸显了《原神》本身的高品质以及《云·原神》良好的游戏体验。

图表 91：《云·原神》自上线以来游戏畅销榜（iOS）排名趋势



资料来源：七麦数据，华鑫证券研究

8、米哈游的人才战略

米哈游的核心企业文化为二次元文化，从基层员工到高管团队，公司大部分员工既是二次元文化的创作者也是二次元文化的消费者。公司重视员工对二次元文化的认同感，原因有：一是员工会愿意为自己所热爱的文化倾注更大的热情和精力，在工作中发挥更大的创造力；二是对二次元文化的热爱有助于员工深层次理解用户的感受，创作出更符合二次元用户需求的优秀作品。此外，米哈游实行扁平化的管理模式，倡导有话直说的沟通方式，平等有爱、简单纯粹的工作氛围。

经过近年来的快速发展，米哈游已经建立了专业能力强、个人素质高的研发团队。除传统程序、美术等研发人才外，公司研发团队还包括 IP 创作人员，主要负责为现有 IP 创作内容，增强现有 IP 的生命力。公司对招聘人才要求较高，公司三位创始人均为上海交大的硕士毕业生。公司在招人方面走“精英”路线，偏好招聘学历较高的专业性人才，同时公司还注重研发人员的工作实践经验，公司研发团队中的骨干人员，大部分具备知名的互联网企业工作经验。为招聘到优秀的人才，公司薪酬水平向一流的互联网企业看齐。目前，公司员工 4000 人，来自世界顶尖高校和知名科技公司。

米哈游始终把对人才的引进、培养和优化配置作为实现公司可持续发展的重要举措。公司一方面通过校园及社会招聘获取新的技术力量，另一方面通过不断完善内部培养机制，增加人才储备，为员工提供有竞争力且公平的薪酬体系和完善的社会保险，努力营造良好的工作环境和氛围，培养员工对公司的认同感，实现公司与员工的共同发展。公司采用多重激励考核机制以吸引和留住人才，对于优秀的对公司做出突出贡献的员工，公司会给予激励。公司拥有年轻、充满活力与创造力的团队，更易接纳新鲜事物，年轻人才梯队正在崛起。根据米哈游 2022 校招报告，00 后们正在米哈游的团队中崭露头角，90-94 年占比为 4.5%，95 后占比为 73.2%，00 后占比为 22.3%，年龄最小的同学出生于 2003 年 5 月；学历方面，本科占比 43.0%，硕士占比 54.2%，博士占比 2.0%，其他占比 0.8%，硕士学历占比最高。入职人数 Top10 院校中，中国大陆地区 Top5 为浙江大学、上海交通大学、中国美术学院、中国科学技术大学、中国传媒大学，非中国大陆地区 Top5 为悉尼大学、墨尔本大学、纽约大学、香港大学与伦敦大学学院。米哈游为校招准备了 1v1 辅导、定制课程、实践的系统化培训，帮助校招快速获得专业提升。社招层面，米哈游也实施人才战略引入全球顶尖游戏人才，例如曾在微软 Xbox 任职、后跳槽至米哈游的《原神》技术总监弋振中，以及《战神》《死亡空间》系列资深关卡设计师 Kai Zheng 等。

2022 年 9 月，米哈游推出秋季招聘短片《俺也想来米哈游！》，分为面试篇、对弈篇、探案片、启程篇四个部分，目前，《俺也想来米哈游！》秋招短片在 B 站已收获超 95 万的播放量。在“有米选米”的风潮之下，凸显米哈游对高校人才的吸引力。除了影片的有趣和玩梗，米哈游也在传递公司的文化氛围。秋季招聘短片《俺也想来米哈游！》传递了三点信息，**首先，米哈游拥有相对宽松的工作氛围与能力优先的用人理念**，公司整体的轻松氛围不要求员工的日常着装，而实力是公司所看重的；**第二，米哈游内部的扁平化管理方式**，除组长这一相对较高层级的位置之外，其他人属于公司的一线员工，有问题可以直接到别人的工位进行对接，这种直接对接的工作方式有利于保证工作输出的质量，让员工之间的相处更加平等。随着公司规模壮大，米哈游依然坚持扁平化管理，扁平化管理之所以还能奏效，一是在于决策权分散，鼓励一线人员做决定，二是米哈游产品能力大于管理能力，三是米哈游产品少，需要跨部门解决的问题也少；**第三，米哈游对于初入职场的校招准备相应的培训计划**，在同样采用了一段与主题关系看上去不大的《探案篇》中，引出了米哈游的新人培训方案。为了让新人能够更好地融入公司，米哈游准备了一系列长线的培养方案。在米哈游年轻向产品《原神》风靡全球之后，其所拥有的厚实的研发技术

实力、高水平的薪酬福利、独特的公司文化氛围以及出于本身对游戏的热爱，让米哈游对年轻人才的吸引具有了金字招牌，招聘的人才中也有米哈游的游戏用户。此外，在《崩坏：星穹铁道》与《绝区零》两款拥有打破对应赛道上限潜力的产品公布后，米哈游对人才的吸引力也将进一步提升。

图表 92：米哈游秋招短片《俺也想来米哈游！》展示



资料来源：米哈游B站官方账号，华鑫证券研究

米哈游通过多种方式推动新技术的发展。其中，包括（1）把握核心技术的发展方向。公司管理团队及核心人员均对行业及市场有深入了解，知悉最新的技术发展方向和核心用户的需求变化，公司制定技术开发计划。（2）重视人才积累和培养。公司十分重要人才的挖掘，公司员工的薪酬水平在市场中有强竞争力，能够吸引到一批高素质的人才，公司重视员工的研发水平和技术提升潜力，对于优质的人才公司将尽最大努力争取。（3）完善激励制度。公司对于研发人员也制定了完善的激励制度，对于能够开发出市场领先技术的研发人员，公司通过年终奖，项目奖金等多种方式奖励，上述制度有效的提高了研发人员的研发积极性。对人才的吸引力也将加速米哈游的技术创新与发展。

米哈游《原神》是大公司组织模式之下难以诞生的产品，游戏内容创作者已经处在一个历史性的机遇上，游戏大厂和中小公司的未来机会是平等的。做出《原神》的核心并非是资金层面的问题，而是米哈游蔡浩宇等创始人与核心团队起到了关键作用，以蔡浩宇为首的核心团队，在做内心非常热爱的事情，并且要把所热爱的事情做到极致。游戏内容行业对人才的依赖较大，同样的事不同的人做会有不同的结果。在企业层面，公司管理团队是最大的成本，决定着企业的兴衰，决定着企业的天花板。在项目层面，制作人等关键岗位的人才能否取得项目成功的关键，优秀的人才才是行业的稀缺资源，内容发展的核心根本是在人才，重视人才的战略对游戏公司的长期发展至关重要。

米哈游是在上海市徐汇区漕河泾开发区成长壮大的国际企业，是上海市创新创业政策、漕河泾科创服务带动发展起来的典型代表，更是全国数字娱乐产业的领军企业。漕河泾开发区具有人力资本和人才服务资源优势。近年来，漕河泾开发区实施高峰人才引领工程，完善“科创+人才”工作网络，积极抢占数字经济、绿色低碳、元宇宙、新终端产品等新赛道，并举办开发区主导产业专场招聘，大力集聚高层次专业人才，提升科技创新和产业发展活力。此外，开发区周边有上海交通大学、华东理工大学等高等院校，为吸引高素质的专业人员和多元化人才提供了便利条件。2022年2月，临港集团、漕河泾开发区总公司、米哈游签署战略合作协议。三方将建立“面向未来10年”的全面战略合作关系，在资金、资本、资产、资源、产业等维度深度融合，在临港集团下属产业园区、元宇宙新赛道、服务体系、科技创新、文创IP、党建与文化共建等领域整合资源优势，携手合作、互利共赢，共同实现更高的商业价值和社会价值。

9、米哈游的投资布局

米哈游投资布局可划分为两大阶段：第一阶段主要投资ACGN产业链（2018-2020年），第二阶段主要投资硬科技领域（2021年-至今），起初米哈游投资主要集中于二次元产业链。2018年，米哈游投资画师约稿平台米画师，以期激发旗下游戏的同人创作。沿着这一投资链路，后续米哈游又投资了动画、漫画、IP衍生品、游戏等厂商。2021年是米哈游投资策略的转折点，在该阶段，米哈游投资了医学研究（脑机接口）、新能源、航空航天等硬科技领域，更多是探索前沿科技，而与米哈游现阶段的业务相关性不强，主要由于米哈游对科技有强烈追求，米哈游认为文化与娱乐体验的重要升级，都依托在技术革命基础之上，需要研发新的科技来实现。2022年7月，歌尔股份与米哈游、三七互娱联手成立5.56亿元创投基金，涉及投资AR/VR企业，反映出米哈游对科技的重视程度。

图表 93：米哈游对外投资梳理

时间	公司名	行业	子行业	轮次	金额	投资方
2018-03-27	米画师	文化传媒	动漫	Pre-A轮	数百万人民币	米哈游
2018-07-13	IPSTAR潮玩星球	文化传媒	动漫	Pre-A轮	3000万人民币	联创永宣,达晨财智,深圳厚德前海基金,耀途资本,火山石资本,哔哩哔哩bilibili,米哈游,fa(穆棉资本)
2019-07-05	艾漫动漫	文化传媒	动漫	战略投资	数千万人民币	深圳厚德前海基金,火山石资本,米哈游,fa(穆棉资本)
2019-08-20	奥秘之家	本地生活	休闲娱乐	A轮	4000万人民币	引爆点资本,凡创资本,米哈游
2019-11-29	心动游戏	游戏	游戏开发商	基石轮	2300万美元	字节跳动,莉莉丝游戏,米哈游,叠纸香港
2020-04-16	蔚领时代-蔚领云游戏	企业服务	云服务	Pre-A轮	数千万人民币	辰海资本,中手游,彬复资本,弘泰资本,米哈游
2020-06-19	阿佩吉	文化传媒	动漫	天使轮	数百万人民币	GameTrigger游戏扳机,米哈游
2020-11-23	机核网	游戏	游戏媒体及社区	B轮	千万级人民币	米哈游
2020-12-18	艾漫动漫	文化传媒	动漫	战略投资	未透露	米哈游
2021-04-02	十二光年	电商零售	服装服饰	Pre-A轮	数百万美元	腾讯投资,浅月资本,红杉种子基金,米哈游,fa(浅月资本)
2021-04-12	蔚领时代-蔚领云游戏	企业服务	云服务	A轮	1.5亿人民币	顺为资本,小米集团,辰海资本,中手游,彬复资本,敦鸿资产,弘泰资本,米哈游,成都天府三江资产
2021-06-18	Soul App	元宇宙	元宇宙社交	基石轮	1.69亿美元	博裕资本,米哈游,Janus Henderson investors
2021-11-03	Suplay	文化传媒	IP版权	A+轮	1000万美元	米哈游,fa(光源资本)
2021-12-01	蔚领时代-蔚领云游戏	企业服务	云服务	B轮	4亿人民币	鼎晖投资,顺为资本,小米集团,明势资本,米哈游
2021-12-01	零唯一思	应用服务	医学研究和试验发展	—	—	由米哈游和吕宝粮联合持股,其中吕宝粮持股51%,米哈游持股49%
2022-02-25	能量奇点	先进制造	新能源	天使轮	4亿人民币	蓝驰创投,蔚来资本,红杉种子基金,米哈游
2022-05-20	东方空间	先进制造	航空航天	A轮	4亿人民币	民生银行(民银国际),元璟资本,星瀚资本,山行资本,凡卓资本(小饭桌),高达国际,元禾原点,知春资本,米哈游,天府三江资本,fa(凡卓资本(小饭桌))
2022-08-10	Unity中国	游戏	游戏综合服务	战略投资	数亿美元	阿里巴巴,字节跳动,佳都科技,中移创新产业基金(中国移动),OPPO,米哈游,吉比特,fa(华兴资本)

资料来源：IT 桔子，华鑫证券研究

2022 年 8 月，“Unity 中国”正式成立，Unity 将把在中国的创建解决方案业务以及游戏服务业务注入新合资公司 Unity 中国，同时，本地合作伙伴包括阿里巴巴、中国移动、吉比特、米哈游、OPPO、佳都科技以及抖音集团等参与投资该合资公司，Unity 中国的投后估值为 10 亿美元。参与投资的合作伙伴也将为 Unity 提供各类跨领域的帮助，包括携手 Unity 进入新行业、在游戏产业深化 Unity 的应用、以及为 Unity 的产品及服务提供营销支持。新合资公司业务将不会涉及到 Unity Ads，该业务将继续由 Unity 的全球团队管理。短期内，Unity 中国将开始为游戏开发者构建其核心产品的本地定制版本，包括旗舰产品 Unity 编辑器的中国版。Unity 中国还将成为 Unity 全球产品和服务在中国地区的独家经销商，确保中国的客户和创作者社区能够继续访问并使用 Unity 工具。

Unity 已是最主流的游戏引擎之一，根据 Unity 平台官方数据，2020 年排名前 1000 位的移动游戏中，有 71% 的游戏使用了 Unity 开发，相比于 2020 年，2021 年 Unity 平台上发行商构建的游戏增加了 93%。Unity 的主要核心能力是实时渲染的 3D 或 2D 的内容并能够进行快速交互，再加上 Unity 强大的跨平台支持能力，可以帮助开发者用一款游戏内容触达不同平台的广泛玩家群体。米哈游的多平台产品《原神》便是基于 Unity 进行开发。Unity 可以用于制作动画、游戏、交互媒体、AR、VR 虚拟体验等。不同行业的使用者可以根据项目的需求，使用 Unity 将提前准备好的视频、音频、三维模型、文字、图形图像等资产进行整合，利用自带的视觉系统，丰富的接口，方便的脚本语言进行再次编辑加工，赋予场景交互属性，最后使用其丰富的发布方式，发布到 Windows、Mac、Wii、iPhone、WebGL、Windows phone 8、Android 等平台。Unity 拆分中国业务意味着其在下一阶段会更加重视国内开发者的需求，这将助力整个 3D 内容创作行业的发展。

10、米哈游的 HoYoverse——打造由内容驱动的宏大虚拟世界

2022 年 2 月 14 日，米哈游全新品牌“HoYoverse”正式推出，旨在通过各类娱乐服务为全球玩家创造和传递沉浸式虚拟世界体验。HoYoverse 的使命是打造一个由内容驱动的宏大虚拟世界，游戏、动画和其它多种娱乐类型在这里融合，为玩家提供高自由度和沉浸感。在全球人才的助力下，HoYoverse 持续研究和开发尖端技术，以增强高质量内容生产的实力和产能，从而提升和优化玩家体验。HoYoverse 的成立反映了米哈游在实现通过高质量、多样化的内容为全球观众提供沉浸式娱乐体验这一事业上日益增长的投入，而这也符合米哈游的公司愿景“2030 年，打造出全球十亿人愿意生活在其中的虚拟世界”。

图表 94：米哈游 HoYoverse



资料来源：HoYoverse 官网，华鑫证券研究

2022 年 7 月，HoYoverse 宣布其总部办公室在新加坡正式启用。HoYoverse 新加坡办公室占地 28000 平方英尺且有一个自由的办公环境，这里将组建起一支专业团队以向全球玩家提供高品质娱乐服务。HoYoverse 通过突破性技术创造沉浸式体验，以服务热情的全球玩家社区。其推出的《原神》、《崩坏 3》、《未定事件簿》和更多动画、漫画、音乐、周边和其他内容受到了广大玩家的喜爱，最新官宣的《崩坏：星穹铁道》和《绝区零》也备受全球玩家关注。继蒙特利尔、洛杉矶、东京、首尔之后，新加坡办公室的设立标志着 HoYoverse 全球业务发展中的又一战略举措。未来新加坡办公室将作为 HoYoverse 全球发行和运营的关键枢纽，与其他办公室紧密合作，并为游戏开发提供技术支持。

为了培养全球思维和创造一个激发创意的办公环境，HoYoverse 正在拥抱灵活办公模式，鼓励新加坡和北美的员工自由选择他们觉得更有灵感、更加高效的工作地点。同时，公司将为员工提供必要的设备、技术支持和全面的福利待遇，以确保员工能够享受到包容、有保障的工作环境。随着新加坡总部办公室的启用，HoYoverse 将在 2022 年底前新增数百个工作岗位。目前开放的岗位涵盖游戏研发、程序技术、市场商务、产品、运营、职能、项目管理等方向。

图表 95: HoYoverse 新加坡办公室



资料来源: HoYoverse 官网, 华鑫证券研究

HoYoverse 的“由内容驱动的宏大虚拟世界”企划正在稳步推进中。2022 年 9 月, 芬兰游戏公司、游戏《部落冲突》开发商 Supercell 前总经理兼全球工作室负责人 Jim Yang 在今年 9 月跳槽, 目前已加入《原神》的开发商米哈游海外公司 HoYoverse, 并担任总裁一职。拥有多年在游戏公司运营发展经验的 Jim Yang 有望能够为米哈游及其品牌 HoYoverse 在海外的宣发策略以及品牌发展助力。2022 年 9 月, 据天眼查显示, 米哈游申请注册了“原神宇宙”、“崩坏宇宙”“米宇宙”等多个商标, 国际分类包括科学仪器、网站服务、教育娱乐等, 当前商标状态均为申请中。此前, 米哈游已在 2021 年 9 月-10 月申请注册多条“米宇宙”、“米哈游元宇宙”商标, 其中多条“米宇宙”商标已注册成功。2022 年 9 月, 全球互动娱乐品牌 HoYoverse 成功举办了 HoYoverse 2022 东京电玩展特别节目 (HoYoverse Special Program in Tokyo Game Show 2022), 长达两小时的特别节目不仅包含了最新的游戏细节, 还对特邀嘉宾进行了充满趣味的采访与互动, 以此回馈全世界粉丝对 HoYoverse 长久以来的支持, 与新老玩家们一同探索 HoYoverse 游戏的独特魅力。

未来米哈游将继续专注长线运营策略, 持续开展技术研究, 在人工智能、云计算和工业化能力搭建等方面不断革新, 提升内容生产力以确保创造出足够的内容来满足全球玩家对虚拟世界体验的期待。

11、行业评级及投资策略

给予传媒新消费行业推荐评级。米哈游每款产品都有更好的迭代与进步，得益于米哈游对产品坚持“提供超出用户预期的产品与内容”的战略，同时，米哈游也在思考单个产品的上限，即米哈游的“第二曲线”，积极探索未来的进化方向与新的增长点，而在版号收紧的背景下，挖掘单款产品上限的思路将在行业的竞争中凸显优势。米哈游的产品储备中，《崩坏：星穹铁道》与《绝区零》备受市场关注，产品测试中展现的高完成度与表现力，是米哈游工业化研发实力的集中呈现，未来产品上线表现可期。中国游戏产业进入产品为王的时代后，精品化、多元化、全球化与年轻化成为关键词，也成为游戏厂商探寻新增量的关键点。深挖年轻用户的需求、做出更懂年轻人的创新游戏产品具有广阔的市场空间，不仅是从产品的流水表现维度，更有原创文化 IP 的商业价值延展。游戏行业正面临新势力与旧势力博弈的新时期，机遇与挑战并存，良性的竞争将有望促进游戏行业持续健康发展，有望从供给端为行业带来更多高品质游戏产品，进而从多元品类、全球市场维度为中国游戏产业带来新增量。

12、重点推荐个股

心动公司 (2400.HK)，公司注重研发实力提升与 TapTap 用户规模提升的长期价值，持续研发投入，一方面有利于以自研游戏独家内容驱动 TapTap 平台用户增长，再由平台反哺游戏与开发商，另一方面，有利于加快 TapTap 产品和技术升级。截至 2022 年上半年，TapTap 中国版 App 的平均月活跃用户达 4173 万，同比增长 45.5%，TapTap 国际版的平均月活跃用户为 897.3 万人，公司已初步建立专门的国际版团队，对海外重点地区进行有针对性的版本开发和运营，把建立社区氛围和提高目标地区的用户渗透率作为重要目标。公司有 7 款网络游戏处于研发阶段，《火炬之光：无限》《铃兰之剑》等在研游戏产品稳步推进中，未来有望带来业绩增量并与 TapTap 平台产生更多协同价值。

电魂网络 (603258.SH)，公司核心端游《梦三国 2》于 2021 年 11 月正式入选杭州亚运会电子竞技比赛项目。杭州亚运会虽经历延期，但目前已确定将于 2023 年 9 月 23 日至 10 月 8 日举行，亚运延期利空已消除，静待公司国风电竞产品《梦三国 2》登上世界舞台。今年以来，公司完成收购游动网络剩余 20% 股权、增资电魂互动（新加坡）、在澳大利亚投资设立全资子公司，加快海外布局，为实现业务全球化奠定基础。公司储备产品丰富，《螺旋勇士》、《野蛮人大作战 2》已取得版号，业绩拐点可期。

吉比特 (603444.SH)，公司核心产品《问道》端游、《问道手游》、《一念逍遥》表现稳健，为公司业绩提供有力支撑，代理产品《奥比岛：梦想国度》已于 2022 年 7 月 12 日正式上线，上线首月，《奥比岛：梦想国度》在 App Store 游戏畅销榜平均排名为第 22 名，最高至该榜单第 6 名。公司储备产品题材丰富、品类多元，包括已取得版号的自研产品《超喵星计划》，以及《黎明精英》《新庄园时代》《失落四境》《皮卡堂》《封神幻想世界》《律动轨迹》《神都厨王号》及 Project S（代号）等代理运营产品，丰富的储备产品，有望为公司贡献业绩新增量。此外，《一念逍遥》近期已上线韩国地区，海外业务稳步推进中。

百奥家庭互动 (2100.HK)，公司深耕游戏行业多年，在女性向、二次元和宠物对战细分品类具有优势，内部公司长生命周期游戏 IP 储备丰富，外部牵手腾讯有望实现协同效应。公司自研产品包括《奥比岛：梦想国度》《食物语》《奥拉星手游》《奥奇传说手游》等知名产品，其中，自研产品《奥比岛：梦想国度》已于 2022 年 7 月 12 日正式上线，上线首月，《奥比岛：梦想国度》在 App Store 游戏畅销榜平均排名为第 22 名，最高至该榜单第 6 名。在研产品《时序残响》具有较高的市场热度，已公布概念实机 PV，值得期待，公司产品在年轻用户群体中具有较强的影响力，我们看好公司在三大细分领域的优势与发展。

图表 96: 重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022-09-28 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
603258.SH	电魂网络	18.37	1.37	1.39	1.60	13.38	13.22	11.48	买入
603444.SH	吉比特	252.79	20.43	22.24	26.22	12.37	11.37	9.64	买入
2400.HK	心动公司	16.33	-1.86	-1.11	0.00	-8.78	-14.66	-4802.86	未评级
2100.HK	百奥家庭互动	0.32	0.01	0.04	0.07	31.97	7.13	4.75	未评级
0700.HK	腾讯控股	251.37	23.16	11.88	15.34	10.85	21.17	16.39	未评级
9999.HK	网易-S	110.18	5.01	5.60	6.45	21.99	19.69	17.09	未评级
3888.HK	金山软件	19.91	0.28	0.22	0.50	71.10	91.03	39.81	未评级
1119.HK	创梦天地	3.46	-0.13	0.02	0.17	-26.60	197.63	20.03	未评级
002555.SZ	三七互娱	17.32	1.30	1.50	1.72	13.36	11.53	10.09	未评级
002624.SZ	完美世界	12.63	0.19	0.95	1.08	66.37	13.30	11.66	未评级

资料来源: Wind, 华鑫证券研究 (注: 港元对人民币汇率取 1 港元=0.9174 元人民币; 表中股价均为人民币元; “未评级”盈利预测取自万得一致预期)

13、风险提示

- (1) 市场竞争加剧风险；
- (2) 行业政策监管风险；
- (3) 头部游戏收入下滑风险；
- (4) 新游表现不达预期风险；
- (5) 游戏产品延期上线风险；
- (6) 出海游戏产品表现不及预期风险；
- (7) 推荐公司业绩不及预期风险。

■ 传媒新消费组介绍

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。