

传媒

《元梦之星》有望推升派对游戏市场空间

► 《元梦之星》上线，大DAU游戏趋势再起

2023年12月15日，腾讯自研的派对游戏《元梦之星》上线。截至2024年1月10日，国内iOS下载榜排名保持第一，畅销榜基本保持前15名。同期，网易自研的同品类游戏《蛋仔派对》也展开相应的宣发活动。我们通过对比腾讯、网易两次大DAU游戏之争，复盘腾讯在“吃鸡大战”中胜出的原因，预测《元梦之星》和《蛋仔派对》未来的竞争格局演化趋势。

► 腾讯“吃鸡大战”胜出原因：以产品、渠道优势后发制人

17-19年“吃鸡大战”中，网易《荒野行动》于17年11月在国内率先上线，但长期表现乏力。我们认为腾讯《和平精英》能够后发制人的原因包括：**1) 上线时间**仅较《荒野行动》迟三个月，得以抢夺用户心智；**2) 产品层面**，“吃鸡类”游戏对拟真性要求较高，而《和平精英》游戏品质优势较大；**3) 渠道层面**，对于大DAU游戏，腾讯的用户基数和生态优势助力游戏推广和社交关系沉淀。

► 本次派对游戏之争：网易先发积累UGC生态，腾讯社交优势显著

相较于17-19年“吃鸡大战”，本次派对游戏之争同样为腾讯、网易在大DAU游戏领域的高投入竞争，但从背景来看并不完全相同：**1) 从上线时间看**，网易《蛋仔派对》于22年5月上线，较腾讯《元梦之星》早18个月，先发优势或更为显著；**2) 产品层面**，两款游戏品质相近、核心玩法基本一致，其中《元梦之星》休闲玩法丰富度更高，而《蛋仔派对》已积累丰富的UGC内容，截至23年8月UGC地图数量、月活跃用户数均突破1亿；**3) 渠道层面**，社交生态是派对游戏长线运营的核心，腾讯优势依旧显著。

► 未来展望：UGC生态是长期制胜关键，AI有望成为重要变量

我们认为，随着国内00后等年轻用户群体的游戏需求释放、付费能力提升，**两款游戏有望共存**，共同推升国内休闲竞技游戏市场空间。**短期来看**，春节长假是大DAU游戏推广拉新的关键时期，关注2024年Q1两款游戏的新一轮推广情况，以及相应的DAU、付费变化。**长期来看**，UGC生态是解决游戏内容供给瓶颈、沉淀社交关系、推升游戏生命周期的制胜关键。其中AI+UGC有望大幅提升玩家自由度，关注其在两款游戏中的落地情况。

► 投资建议

从公司角度，我们认为《元梦之星》有望进一步打开腾讯社交流量池的变现空间，推动腾讯“超级数字场景”战略落地。**从行业角度**，两款派对游戏的相继上线有望开拓国内大DAU游戏的增量市场空间，共同推动国内休闲竞技游戏精品化，以及AI+UGC在游戏行业的加速落地。建议关注头部游戏研发商腾讯控股、网易-S；《元梦之星》产业链相关企业奥飞娱乐、蓝色光标、因赛集团；布局AI+UGC方向的巨人网络、掌趣科技。

风险提示：监管政策趋严的风险，游戏流水表现不及预期风险，AI技术落地不及预期风险。

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：陈梦瑶

执业证书编号：S0590521040005

邮箱：cmy@glsc.com.cn

分析师：丁子然

执业证书编号：S0590523080003

邮箱：dingzr@glsc.com.cn

联系人：周砾灵

邮箱：zhoull@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《传媒：苹果Vision Pro上市在即，XR内容生态厂商受益》2024.01.06
- 2、《传媒：春节档佳片云集，关注影视板块》2024.01.02

正文目录

1. 如何判断《元梦之星》和《蛋仔派对》的竞争格局？	3
1.1 以史为镜：复盘 17-19 年“吃鸡大战”腾讯胜出原因	3
1.2 本次竞争：网易先发积累 UGC 生态，腾讯社交优势显著	6
1.3 未来展望：UGC 生态是长期制胜关键，AI 有望成为重要变量	9
2. 关注头部派对游戏研发商及产业链相关标的	11
2.1 头部派对游戏研发商：腾讯控股、网易-S	11
2.2 产业链合作：奥飞娱乐、蓝色光标、因赛集团	12
2.3 UGC 游戏布局：巨人网络、掌趣科技	12
3. 风险提示	13

图表目录

图表 1：2017-2019 年腾讯、网易“吃鸡大战”主要产品上线历程	3
图表 2：网易《荒野行动》国内 iOS 畅销榜排名变化	4
图表 3：腾讯《和平精英》国内 iOS 畅销榜排名变化	4
图表 4：网易《荒野行动》国内 iOS 下载榜排名变化	4
图表 5：腾讯《和平精英》国内 iOS 下载榜排名变化	4
图表 6：网易《荒野行动》画面表现	5
图表 7：腾讯《和平精英》画面表现	5
图表 8：腾讯《绝地求生：刺激战场》师徒系统	6
图表 9：腾讯《绝地求生：刺激战场》主播招募活动	6
图表 10：网易《蛋仔派对》国内 iOS 畅销榜排名变化	7
图表 11：腾讯《元梦之星》国内 iOS 畅销榜排名变化	7
图表 12：《元梦之星》、《蛋仔派对》玩法差异点梳理	7
图表 13：网易《蛋仔派对》UGC 模块“乐园”界面	8
图表 14：网易《蛋仔派对》社区种草功能	8
图表 15：腾讯《元梦之星》发布 14 亿激励计划	9
图表 16：网易《蛋仔派对》近期素材投放趋势	9
图表 17：国内游戏市场规模（亿元）：历年 Q1 小高峰	10
图表 18：网易手机游戏去重 MAU 变化：23Q1 达到峰值	10
图表 19：网易《蛋仔派对》UGC 编辑器	11
图表 20：海外 Roblox 在 UGC 编辑器中引入生成式 AI	11

1. 如何判断《元梦之星》和《蛋仔派对》的竞争格局？

我们将通过对比腾讯、网易两次大 DAU 游戏之争，对《元梦之星》和《蛋仔派对》未来的竞争格局演化趋势进行预测。本轮派对游戏之争并非腾讯和网易在大 DAU 游戏品类的首次交锋。回顾 2017-2019 年，腾讯和网易曾经围绕多人射击竞技类游戏（即“吃鸡”类游戏）进行激烈竞争，最终腾讯《和平精英》胜出，网易《荒野行动》虽然在国内率先上线，但长期表现乏力，自 2018 年后转向海外市场（以日本地区为主）。我们通过复盘腾讯在“吃鸡大战”中胜出的原因，并与本轮派对游戏的竞争情况进行对比，从而对《元梦之星》和《蛋仔派对》的竞争格局进行预测。

1.1 以史为镜：复盘 17-19 年“吃鸡大战”腾讯胜出原因

复盘“吃鸡大战”：网易先发，腾讯紧随其后。2017 年 3 月，韩国 KRAFTON 自研的《绝地求生：大逃杀》上线 Steam 平台，迅速登顶 Steam 周销量排行榜。且从玩家分布来看，中国区玩家对该游戏的偏好显著较高。据 Steam Spy 数据，截至 2017 年，该游戏中国区玩家数量占比超过 40%。《绝地求生：大逃杀》的成功开启了国内多人射击竞技类游戏（即“吃鸡类”游戏）的时代，多家游戏厂商着力研发相似品类的手机游戏。其中，网易自研的《荒野行动》率先于 2017 年 11 月上线，首月用户规模即超过 1 亿；而腾讯则紧随其后，于 2018 年 2 月推出两款自研手游《绝地求生：全军出击》和《绝地求生：刺激战场》，并于 2019 年 5 月获得版号后，改名《和平精英》正式开启商业化。

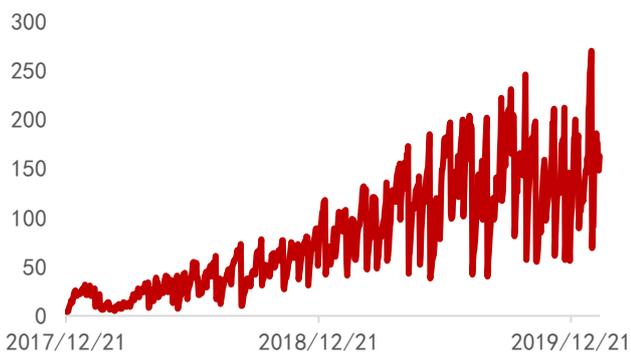
图表1：2017-2019 年腾讯、网易“吃鸡大战”主要产品上线历程



资料来源：KRAFTON，腾讯游戏，网易游戏，国联证券研究所整理

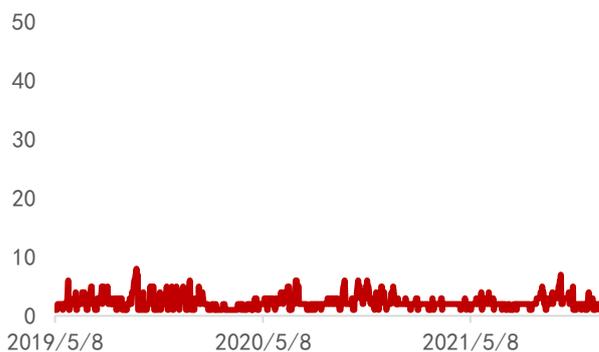
从结果来看，腾讯《和平精英》后发制人，成为继《王者荣耀》之后的又一国民级游戏。网易《荒野行动》虽然上线较早，但自2018年起国内流水逐步下滑，至今稳定在iOS畅销榜150名左右。腾讯自研的两款“吃鸡类”手游于2018年2月上线，其中光子工作室的《绝地求生：刺激战场》凭借对端游的较高还原度在春节期间和同类产品拉开差距，迅速跃升至iOS下载榜第一。2019年4月腾讯获得“和平精英”手游版号，5月将《绝地求生：刺激战场》的所有用户数据迁移至《和平精英》手游，并正式开启商业化进程，截至今日稳定保持在国内iOS畅销榜前10名。

图表2：网易《荒野行动》国内iOS畅销榜排名变化



资料来源：七麦数据，国联证券研究所

图表3：腾讯《和平精英》国内iOS畅销榜排名变化



资料来源：七麦数据，国联证券研究所

我们将“吃鸡大战”中腾讯胜出的原因总结为三条：

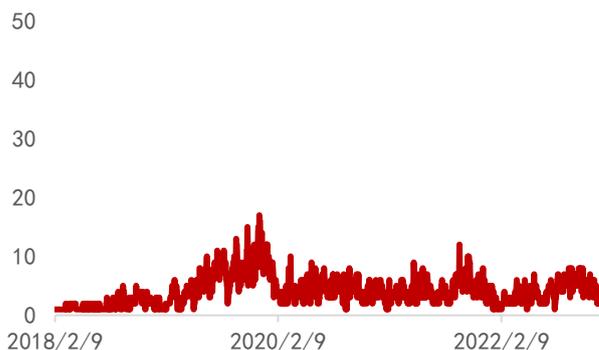
第一，从上线时间看，网易的先发优势并不明显。网易《荒野行动》于2017年11月上线，腾讯两款《绝地求生》于2018年2月上线，中间仅相差3个月，先发者的用户心智尚未形成。从用户规模来看，网易《荒野行动》上线首月注册用户破亿。但2018年腾讯《绝地求生：刺激战场》上线后正值春节假期，通过大量内容营销抢占用户，包括利用腾讯旗下斗鱼、虎牙等平台进行直播宣发，与春节档电影《红海行动》进行联动等，助力《绝地求生：刺激战场》迅速登顶国内iOS下载榜。

图表4：网易《荒野行动》国内iOS下载榜排名变化



资料来源：七麦数据，国联证券研究所

图表5：腾讯《和平精英》国内iOS下载榜排名变化



资料来源：七麦数据，国联证券研究所

第二，从产品角度看，腾讯《和平精英》游戏品质较高。相较于 MOBA、派对游戏等其他大 DAU 竞技品类，“吃鸡类”游戏对内容品质的要求显著更高。由于“吃鸡类”游戏的核心场景为：玩家组队在大地图中操作枪械类武器进行对战，因此玩家对于游戏的“拟真性”要求较高，包括画面品质、人物建模、枪械模拟、操作手感等诸多细节。而从游戏品质层面对比，腾讯《绝地求生：刺激战场》由 UE4 引擎开发，对《绝地求生：大逃杀》端游的还原度较高；而网易《荒野行动》由自研引擎弥赛亚开发，画风偏向于卡通类型，与《和平精英》在地图、人物模型的精细度、动作流畅度，以及手机端优化等方面均存在差距。此外，在品质差距的基础上，腾讯《绝地求生：刺激战场》在 2018 年由于版号原因未开启商业化，而同期网易《荒野求生》付费开启较早，进一步加剧了用户流失。

图表6：网易《荒野行动》画面表现



资料来源：《荒野行动》，国联证券研究所

图表7：腾讯《和平精英》画面表现



资料来源：《和平精英》，国联证券研究所

第三，对于大 DAU 游戏，腾讯社交生态和渠道优势显著。“吃鸡类”游戏的社交属性较强，而腾讯的核心优势正在于微信+QQ 为核心的庞大用户基数和社交关系。2018 年 2 月上线后，腾讯《绝地求生：刺激战场》推出春节版本，丰富了社交模块，其中“战队推荐”“师徒系统”将微信、QQ 好友为主的熟人系统和随机匹配的陌生人系统进一步打通，提升玩家的社交体验的同时，丰富了游戏内社交生态。此外，从营销角度看，“吃鸡类”游戏兼具竞技性和高自由度，与直播形式的贴合度较高。因此，腾讯《绝地求生：刺激战场》从上线初始即将内容营销的主阵地放在了游戏直播上，借助腾讯的平台优势，与斗鱼、虎牙、企鹅电竞等平台展开“主播招募”活动，提升游戏的影响力和转化效率。

图表8: 腾讯《绝地求生: 刺激战场》师徒系统



资料来源: 腾讯独立游戏孵化器, 国联证券研究所

图表9: 腾讯《绝地求生: 刺激战场》主播招募活动



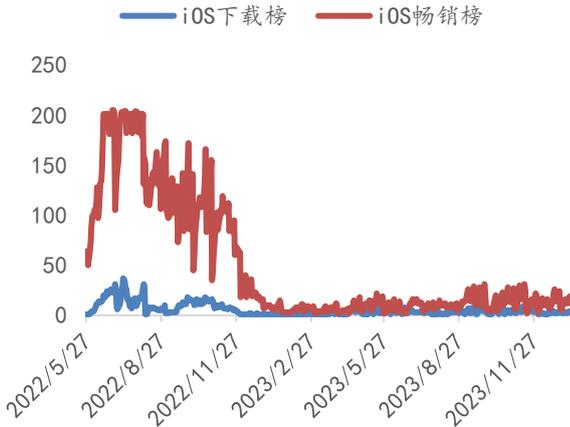
资料来源: 游戏茶馆, 国联证券研究所

1.2 本次竞争: 网易先发积累 UGC 生态, 腾讯社交优势显著

我们将本次派对游戏竞争与 17-19 年“吃鸡大战”进行对比, 发现二者虽然均为头部游戏厂商(腾讯、网易)在大 DAU 游戏品类(吃鸡类游戏和派对游戏)中的竞争, 但竞争背景存在三点不同之处, 或将影响到我们对《元梦之星》和《蛋仔派对》未来竞争格局演变方向的判断。

第一, 从上线时间看, 网易《蛋仔派对》的先发优势更强。网易《蛋仔派对》于 2022 年 5 月上线, 前期冷启动, 自 2022 年 11 月底起下载量快速增长, 截至 2023 年 2 月(网易 22Q4 财报电话会)其 DAU 已超过 3000 万。其背后原因系, 2022 年 11 月底国内疫情防控, 形成一个月左右的“宅经济”红利期; 与此同时, 网易在抖音平台持续做效果型达人营销(包括 UGC 视频及直播内容), 其中视频数于 11 月下旬出现小高峰, 直播场次于 12 月开启增长, 配合 23 年 1 月春节前后加大买量投放力度, 助推游戏逐步出圈。截至目前, 《蛋仔派对》基本稳定在 iOS 下载榜前 10 名、畅销榜前 20 名。相较而言, 腾讯《元梦之星》于 2023 年 12 月 15 日上线, 与《蛋仔派对》上线时间相隔 18 个月, 远长于两款《绝地求生》相较《荒野行动》的 3 个月间隔。在这 18 个月期间, 网易《蛋仔派对》开辟了国内派对游戏的品类先河, 截至 2023 年 12 月 8 日已积累 5 亿注册用户, 培养了较深的用户心智, 腾讯后来居上的难度更大。

图表10: 网易《蛋仔派对》国内 iOS 畅销榜排名变化



资料来源: 七麦数据, 国联证券研究所

图表11: 腾讯《元梦之星》国内 iOS 畅销榜排名变化



资料来源: 七麦数据, 国联证券研究所

第二, 从产品角度看, 两款游戏品质相近, 各有所长。不同于“吃鸡大战”中《荒野行动》与《绝地求生: 刺激战场》较为显著的品质差距, 腾讯《元梦之星》与网易《蛋仔派对》的游戏品质较为接近。我们从核心玩法、UGC 生态两方面进行对比。

1) 核心玩法: 两款游戏基本一致, 其中《蛋仔派对》竞技性更强, 《元梦之星》丰富度较高。同为派对游戏, 两款游戏的核心玩法均为“多人在线闯关”, 即通过多人匹配进入同一局游戏, 进行竞速、生存、团战等形式的竞技活动, 使玩家生存至下一轮直至闯关成功。其中网易《蛋仔派对》的道具丰富度、玩家操作上限相对更高, 长期有望通过“易上手难精通”做到玩家分层。其他玩法层面, 腾讯《元梦之星》细节丰富度相对较高。如在核心闯关玩法之外, 《元梦之星》加入了类似“吃鸡”的枪战模式, 以及躲猫猫、狼人杀等其他休闲小游戏, 在家园系统中引入腾讯视频、腾讯音乐的内容资源, 让玩家在虚拟空间中实现一起观影、听歌等社交体验。

图表12: 《元梦之星》、《蛋仔派对》玩法差异点梳理

差异比较	《元梦之星》	《蛋仔派对》
家园玩法	家园地图为开放世界地图, 玩家有更多样的随机道具, 与其他在线或离线玩法互动。	基于开放世界模式, 玩家可“举起”其他玩家, 进行趣味互动, 陌生人社交属性更强。
视觉效果	细节更丰富: 在“星世界”编辑器中, 玩家能创造出涟漪、瀑布、水花、飞鸟等细腻视觉效果, 并利用“粒子特效编辑器”设计出富有创意的自制特效, 如拖尾、烟花等。	视觉传达轻松欢快: 蛋仔的视觉色彩, 总体为低饱和、马卡龙色。视觉风格, Q 版、可爱。音乐音效, 普遍轻松、欢快。
物理引擎	1、肢体动作比较柔软且夸张, 几乎继承自《猛兽派对》的设置。 2、玩家之间对抗的碰撞没有那么明显, 更多的是挤压感。	1、更注重手感, 即玩家在使用动作的同时, 可以感觉到蛋仔的形态变化。 2、策略性相对较强。

道具种类	游戏刚上线，道具的种类明显不多，都是些基础款，很难实现道具间机制配合。	道具的数量明显更多且玩法多样，更需要游戏理解和和技术操作。
竞速地图	1、地图相对容易理解，目前的玩法可快速上手。 2、很多地图刚上线，存在公平性的问题，需官方后续优化。	1、依靠游戏运营时间的积累，地图呈现多样化，增添游戏的趣味性。 2、很多地图拥有明显的季节特性，给予玩家身临其境的感觉，更容易带入游戏，获得欢乐。
生存地图	对战主要依赖地图的机制，玩法上注重自身的生存，竞争激烈程度相对较低。	提倡玩家间的竞争精神，鼓励玩家在游戏过程中彼此对抗，还可拥有技能对战。
娱乐玩法 (副玩法)	对比同阶段的蛋仔派对更加丰富，可以体验吃鸡、狼人杀、躲猫猫、多人观影等多种玩法。	1、注重娱乐功能开发，在娱乐模式大力投入研发和调式。 2、在玩家的体验与反馈后不断解决并优化相关的问题，相对更关注玩家需求。
乐园地图	1、地图多为同质复刻，目前创新程度相对较低。 2、寻找优质地图的流程相对复杂。	1、长期积累 UGC 地图内容，截至 23 年 8 月地图总数已破亿。 2、游戏后地图打分机制，后续主页推送高分地图，更易聚焦玩家喜好。

资料来源：《元梦之星》，《蛋仔派对》，国联证券研究所整理

2) UGC 模块：《蛋仔派对》已形成深厚的 UGC 生态积累。UGC 模块中，玩家可通过游戏内的 UGC 编辑器，自行设计地图内的各个关卡形态和场景美术。对于《蛋仔派对》而言，其 UGC 编辑器功能的推出，以及沉淀一年多形成的丰富内容生态，是基于传统派对游戏的核心创新点，也是其长线稳健表现的重要支撑因素。自 2023 年 2 月起，《蛋仔派对》开始高频更新其 UGC 功能，在不断提升玩家创作自由度的同时，推出了“蛋壳”种草小程序及内置社交软件扩大其在游戏内外的影响力。截至 2023 年 8 月，《蛋仔派对》中的 UGC 地图数量已超过 1 亿张。相较而言，腾讯《元梦之星》也推出了 UGC 模块，首期投入 10 亿激励 UGC 创作者，但目前功能较为简单，要追赶上《蛋仔派对》较为成熟的内容生态尚需时日。

图表13：网易《蛋仔派对》UGC 模块“乐园”界面



资料来源：《蛋仔派对》，国联证券研究所

图表14：网易《蛋仔派对》社区种草功能



资料来源：《蛋仔派对》，国联证券研究所

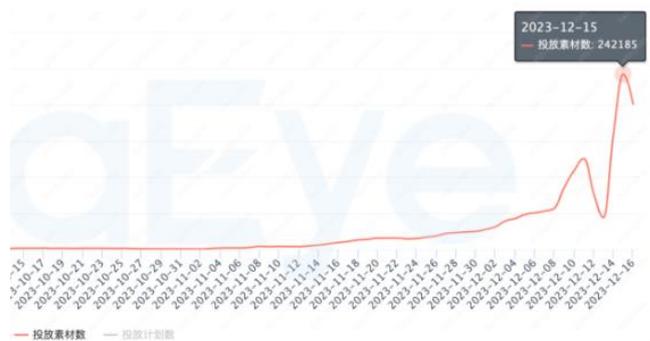
第三，从渠道角度看，社交生态是派对游戏长线运营的核心，腾讯优势依旧显著。从游戏品类来看，MOBA 和吃鸡类游戏的竞技性更强，基于熟人关系的社交流量在“四人组队开黑”场景中占有较高的比重，因此腾讯旗下微信+QQ 的社交关系网络能够催生裂变式的增长。派对游戏仍带有竞技属性，腾讯的社交生态优势依旧显著；另一方面，派对游戏玩法更偏休闲，闯关模式人数一般在 8 人以上，同时核心玩法之外的家园建设、UGC 内容消耗等，因此以陌生人为主的兴趣社交场景占比或将更高：玩家通过寻找兴趣相似的“游戏搭子”，以游戏为工具建立新的社交关系。因此，在传统的买量、以及熟人社交裂变之外，内容营销也是派对游戏的重要推广方式。从近期两款游戏的营销节奏来看，《元梦之星》首期投入 14 亿资金，围绕微信、QQ 等社交流量池进行大面积推广，同时进行达人直播、IP 联动、明星代言等多种内容营销；《蛋仔派对》则进行相应的防守反击，在买量投放侧一周消耗近亿元。

图表15：腾讯《元梦之星》发布 14 亿激励计划



资料来源：《元梦之星》，国联证券研究所

图表16：网易《蛋仔派对》近期素材投放趋势



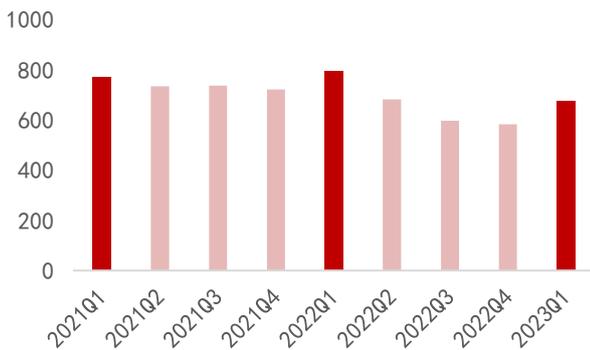
资料来源：DataEye，国联证券研究所

1.3 未来展望：UGC 生态是长期制胜关键，AI 有望成为重要变量

两款游戏有望共存，进一步打开休闲竞技游戏市场空间。据七麦数据，网易《蛋仔派对》近一年国内 iOS 端流水约为 17.3 亿元。据音数协数据，2023 年国内休闲移动游戏市场规模 318 亿元。从市场空间看，我们认为随着国内 00 后等年轻用户群体的游戏需求释放、付费能力提升，足以容纳至少 2 款年流水 50 亿以上级别的派对类游戏。从产品角度看，作为腾讯、网易两大头部厂商的战略级产品，《元梦之星》和《蛋仔派对》质量均较高，有望随着研发、发行资源的持续投入长期共存。同时，腾讯网易等大厂的入局，有望推动国内休闲竞技类游戏的精品化趋势，引领 UGC 等玩法创新，从而推升国内休闲游戏市场规模天花板。

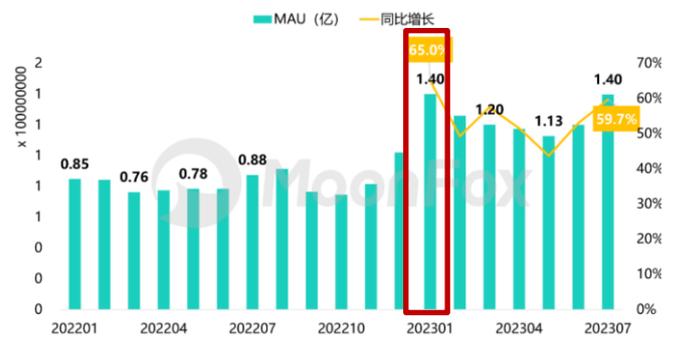
短期来看,关注 2024 年春节期间两款游戏的新一轮推广。对于大 DAU 游戏而言,春节期间是重要的推广拉新时期。用户心理上,春节作为全年最重要的节日,易形成高消费,也易于绑定营销事件加深品牌认知;用户行为上,春节期间假期较多,用户线上休闲娱乐时间充裕,从历年分季度游戏市场销售收入来看,包含元旦-春节的一季度往往形成小高峰;此外,对于有强社交属性的大 DAU 游戏,春节也是线下社交、传播的关键时期。因此,对于刚上线的《元梦之星》,24 年春节是其重要的拉新节点,有望通过营销活动扩大游戏社交圈层、建立品牌认知。建议持续关注两款游戏在春节期间的营销、买量力度及相应的 DAU 变化趋势。

图表17: 国内游戏市场规模(亿元): 历年 Q1 小高峰



资料来源:伽马数据,国联证券研究所

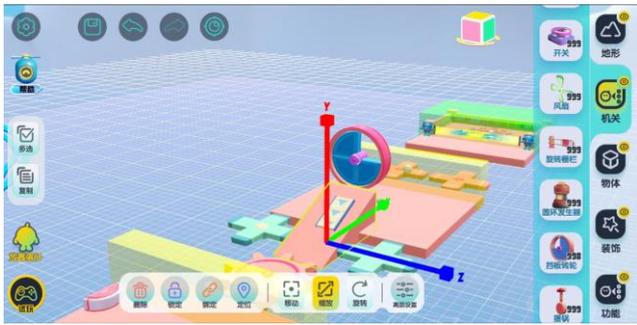
图表18: 网易手机游戏去重 MAU 变化: 23Q1 达到峰值



资料来源:月狐数据,国联证券研究所

长期来看,UGC 生态是制胜关键, AI 有望进一步打开产能天花板。从派对游戏的品类特征来看,其兼具竞技性和社交互动性,易于通过游戏直播、视频平台进行快速传播。但长期来看,内容供给不足导致的用户流失是派对游戏的核心痛点。《蛋仔派对》对于派对游戏的创新点在于,其通过加入 UGC 编辑器,推动玩家自创内容生态,一方面通过大幅提升游戏内的可消耗内容量,解决 PUGC 内容量的供给瓶颈;另一方面提供社交关系沉淀的土壤,从而提升玩家的用户粘性和长期留存率。如上文中分析,目前《蛋仔派对》UGC 内容积淀深厚,优势较为显著;《元梦之星》也上线了“青春版虚幻引擎”地图编辑器,UGC 内容有望逐步起量。长期来看,两款游戏的 UGC 生态是制胜关键,其中 AI 技术与 UGC 编辑器的结合有望大幅提升可玩性,或将是重要变量。

图表19: 网易《蛋仔派对》UGC编辑器



资料来源:《蛋仔派对》, 国联证券研究所

图表20: 海外Roblox在UGC编辑器中引入生成式AI



资料来源: Gamelook, 国联证券研究所

2. 关注头部派对游戏研发商及产业链相关标的

从竞争角度, 我们认为随着国内 00 后等年轻用户群体的游戏需求释放、付费能力提升, 足以容纳至少 2 款年流水 50 亿以上级别的派对类游戏。长期来看,《蛋仔派对》《元梦之星》两款派对游戏的相继上线有望开拓国内大 DAU 游戏的增量市场空间, 共同推动国内休闲竞技游戏精品化, 以及 AI+UGC 在游戏行业的加速落地。建议关注头部游戏研发商**腾讯控股**、**网易-S**;《元梦之星》产业链相关企业**奥飞娱乐**、**蓝色光标**、**因赛集团**; 布局 AI+UGC 方向的**巨人网络**、**掌趣科技**。

2.1 头部派对游戏研发商: 腾讯控股、网易-S

腾讯控股:《元梦之星》有望成为下一款国民级大 DAU 游戏。作为国内游戏公司龙头, 我们认为腾讯的优势在于: 1) 微信+QQ 超级 App 矩阵, MAU 合计超过 10 亿, 有助于提高游戏发行的触达人群和转化效率, 并在游戏内促进社交关系的裂变; 2) 行业领先的游戏研发、发行实力, 尤其在大 DAU 品类中, 与公司的流量优势形成协同效应, 已在《王者荣耀》《和平精英》等多款头部游戏中得到验证。**业绩层面**, 我们认为《元梦之星》有望成为腾讯继《和平精英》之后的下一款自研国民级大 DAU 游戏, 在较长的生命周期内贡献业绩增量。**战略层面**,《元梦之星》有望进一步打开腾讯社交流量池的变现空间, 推动其“超级数字场景”战略落地。

网易-S:《蛋仔派对》有望持续贡献业绩增量。如上文分析, 网易自研的《蛋仔派对》开创了国内派对手游的品类先河, 自 22 年 5 月上线以来, 已积累超过 5 亿用户, 形成先发优势。目前其主要竞品《元梦之星》仍处于上线初期, 从每日下载量(新进用户)等参考指标来看,《蛋仔派对》自 2023 年底以来仍保持在 iOS 下载榜前 5 名水平, 受竞品挤压程度有限。我们认为, 随着《蛋仔派对》国内 UGC 生态持续丰富, 以及 2024 年在海外市场的推进, 有望继续贡献稳健的业绩增量。

2.2 产业链合作：奥飞娱乐、蓝色光标、因赛集团

奥飞娱乐：获得“元梦之星”IP的衍生品授权。根据公司2023年12月13日在投资者关系平台上的答复，公司已获得“元梦之星”IP授权，由公司负责研发生产、销售相关角色的徽章等品类衍生产品。

蓝色光标：与腾讯 IEG 在广告投放等方面长期合作。据公司公告，公司旗下子公司 SNK 与腾讯互动娱乐事业群(简称:IEG)就 2020-2025 年战略合作达成正式协议。根据协议约定，SNK 将在 2020-2025 年内代理腾讯 IEG 媒介线上广告业务，为腾讯 IEG 在媒介策略、广告投放规划及采买、流量采买、数据分析等多个细分板块提供服务。

因赛集团：与《元梦之星》进行营销层面合作。根据公司2023年12月17日在投资者关系平台上的答复，公司此次为《元梦之星》产品预热上线做了相关内容营销活动，涉及围绕产品预约/内容共创/下载等相关创意内容。

2.3 UGC 游戏布局：巨人网络、掌趣科技

巨人网络：自研游戏《太空杀》《球球大作战》将积极探索 AI+UGC 功能。根据 Wind，公司积极通过旗下两款自研游戏探索 AI+UGC 的玩法创新：1) 派对游戏《太空杀》：通过大语言模型，实现 AI 陪玩，让 AI 可以和玩家进行逻辑的沟通交流；提供 AI 发言辅助，进一步降低玩家在游戏过程中的发言门槛；探索更强代入感、接近真人对话的 AI 推理玩法。2) 休闲竞技游戏《球球大作战》：将探索 UGC+AI 的功能，玩家目前已经可以自定义生成场景、道具、皮肤，正在研究通过 AI 进一步降低玩家参与 UGC 的门槛以及提供创新游戏体验的可能。

掌趣科技：与游戏引擎 Laya、悠米互娱合作，有望推出 AI+UGC 游戏平台。根据公司投资者关系平台，公司与北京蓝亚盒子科技有限公司达成业务合作协议。双方将共同致力于打造一款具有创新意义的 AI 游戏引擎，为游戏开发者提供更加高效、智能的开发工具，更好地服务小程序游戏等游戏类型及相关内容开发生态。双方已合作推出最新版本 LayaAir3.1 的测试版本，支持 AI 资源生成、AI 插件、编辑器 AI 控制与 AI 技术客服等功能。此外，公司已与北京悠米互动娱乐科技有限公司达成业务合作，通过整合双方的核心技术及优势资源，共同开发 AI 游戏创作平台，旨在降低开放世界游戏的开发门槛，实现个人及小团队也可以开发大规模的开放世界游戏，并通过该平台分享游戏成果，实现 AI+UGC。2024 年 1 月 9 日，英伟达在 CES 大会上公布其与掌趣科技在 AI 技术与应用方面开展合作，英伟达将向“AI 游戏创作平台”提供 DLSS、Audio2Face 等 AI 技术支持。

3. 风险提示

监管政策趋严的风险, 游戏流水表现不及预期风险, AI 技术落地不及预期风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼