

《黑神话 悟空》：耐心资本崛起的里程碑

休闲服务

评级：看好

日期：2024.08.22

分析师 何晓敏

登记编码：S0950523110001

☎：(021) 6139 2631

✉：hexiaomin@wkzq.com.cn

行业表现

2024/8/21



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《线下零售边际修复 长线游成暑期热点》(2024/8/5)
- 《【消费瞭望录】梳理消费税改革三十年》(2024/8/1)
- 《【消费瞭望录】新消费格局：从商品迈向服务消费》(2024/7/12)
- 《消费行业月报：服务消费“正升级”》(2024/7/3)
- 《端午出游点评：“微”度假受追捧 出境游火爆》(2024/6/14)
- 《消费行业月报：社消增速表现平淡，旅游工作重要指示推动建设旅游强国》(2024/6/5)
- 《2024 年五一旅游数据点评 出行人数创新高，“下沉式旅游”吸睛》(2024/5/10)

事件描述

10月20日，国内首款备受瞩目的3A级游戏《黑神话：悟空》正式发布，引起了国内外的空前关注。游戏的推出，代表着国内耐心资本的崛起，也肩负着文化软实力和科技实力弘扬的使命。

事件点评

耐心资本的崛起，肩负文化软实力和科技实力弘扬的使命

《黑神话：悟空》的出现代表了国家文化软实力和科技实力的进步，更是科技在消费领域变现的一种方式，是中国文化产业实现工业化过程中里程碑式的作品。3A游戏之所以被视为游戏行业的顶级制作，是因为它在内容、剧情和美术上的卓越追求，在文化价值上的注重与弘扬，在技术上的追求持续创新。《黑神话：悟空》研发周期4年，每小时游戏时长的开发成本约为1500至2000万元，整体游戏时长约在20个小时以上，投资规模约3-4亿人民币。在资本急功近利，游戏及其他快销行业陷入低质、圈钱怪圈的当下，《黑神话：悟空》成了重磅的破局者。

文化共鸣与情怀要素的碰撞

游戏基于《西游记》原著的世界观背景设计了主线、支线剧情，努力还原西游原著背景的同时，也在产品开发与设计过程中加入了众多中国传统文化元素，以其独特的艺术风格和深厚的文化底蕴，尝试以电子游戏为媒介弘扬中华优秀传统文化、推动中华文化走向国际。

新时代下消费迈向精神追求——“宅经济”崛起

经济发展换挡，中国“宅经济”浪潮将起。日本于90年代后进入“宅经济”时期，游戏及动漫产业蓬勃发展。日本游戏产业的成功表明游戏在经济换挡期可满足人们精神需求，成为重要消费要点。

男性悦己消费觉醒，“他时代”成消费新蓝海

男性在多个消费领域的话语权不断提升，“他经济”时代已悄然来临。相比过去一直备受瞩目的“她经济”，男性消费力一直被认为较为低迷，但在近几年，格局正在改变，男性对娱乐、理财、科技等多个方面展现浓厚的兴趣，泛娱乐属性突出。同时，男性愈加释放出强购买力，线上消费能力达到千元以上用户比例明显增长。因此，不经意间，“他经济”时代已悄然来临，男性消费市场正在成为新的消费蓝海。

- 风险提示：
1. 经济增长趋势发生变化；
 2. 游戏产业政策变化风险。

国产 3A 游戏销量“神话”

2024年8月20日，游戏科学公司出品的产品《黑神话：悟空》上线，截止21日晚，销量或已突破450万份，同时在线人数峰值超220万人，目前在Steam所有游戏在线人数历史峰值中排名第二，公司预计5年内销量为700~1000万份。

图表 1：《黑神话 悟空》官网



资料来源：WeGame 官网，五矿证券研究所

图表 2：Steam 销量榜



资料来源：网易新闻，五矿证券研究所

《黑神话：悟空》之所以火爆，主要归因于以下几方面：

文化共鸣与情怀要素的碰撞

经典题材与国民 IP

《西游记》是中国文化的璀璨经典，孙悟空更是家喻户晓的国民级 IP，承载着无数人的童年回忆，也蕴含着深厚的文化情感。而《黑神话：悟空》将“悟空”作为主角，深度探寻西游文化的内涵，让玩家在游戏中化身为心中的英雄。这种文化上的强烈共鸣以及情怀的紧密连接，引发了各界的广泛关注与热切期待。

对于传统文化的创新诠释

这款游戏并非只是对原著故事进行简单复述，而是在充分尊重原著的前提下，大胆地进行创新与重新构建。比如，对角色的背景以及故事线进行拓展与丰富，同时对神话元素给予新颖的解读，为玩家呈现出一个既让人感到熟悉又充满惊喜的西游世界，因此吸引了众多对传统文化抱有浓厚兴趣的中外玩家。

耐心资本的崛起，肩负文化软实力和科技实力弘扬的使命

《黑神话：悟空》的出现代表了国家文化软实力和科技实力的进步，更是中国文化产业实现工业化过程中里程碑式的作品。

金融界的“耐心资本”：作为金融领域的专业术语，近年来屡次在重要中央会议上被提出，表明了“耐心资本”的重要性不言而喻。数据表明，近年来我国独角兽企业新增数量严重下降，与美国差距拉大，据胡润研究院发布《2024 全球独角兽榜单》，2023 年我国以 340 家独角兽企业位居第二，而美国为 703 家；与上一年相比，全球新诞生了 500 多家独角兽企业，我

国仅增加 15 家。这就和资本市场“耐心”不足息息相关。耐心资本，对于国内传统产业升级、新兴产业壮大、未来产业培育等提供稳定支撑，因此及其可贵和重要。

游戏界的“耐心资本”：在 2007 年游戏科学 CEO 冯骥发表的长文《谁谋杀了我们的游戏》中，批评了现在国内游戏行业的现状，自由游戏失败很大一部分原因是资本的贪婪和毫无耐心，以及国内游戏厂商缺乏匠人之心，利用手游开发周期短、回本快等优势收割玩家，在最短的时间内专区最大利润。

什么是“3A”大作？3A 概念起源于美国，往往代表着游戏行业的最高制作标准，即为“A lot of money”（大量金钱）、“A lot of resources”（大量资源）以及“A lot of time”（大量时间）；还有人说是“A grade quality”（高质量）、“A level in”（高投入）、“A grade sales”（高销量）。总结就是研发周期长、资源投入大的高质量产品。《黑神话：悟空》研发周期约 7 年，每小时游戏时长的开发成本约为 1500 至 2000 万元，整体游戏时长约在 20 个小时以上，投资规模约 3-4 个亿人民币。在资本急功近利，游戏及其他快销行业陷入低质、圈钱怪圈的当下，《黑神话：悟空》成了重磅的破局者。

3A 游戏之所以被视为游戏行业的顶级制作，也因为它在内容、剧情和美术上的卓越追求，在文化价值上的注重与弘扬，在技术上的追求持续创新。《黑神话：悟空》的出现代表了国家文化软实力和技术实力的进步，更是科技在消费领域变现的一种方式，是中国文化产业实现工业化过程中里程碑式的作品。

新时代下消费迈向精神追求 —— “宅经济” 崛起

随着经济发展进入到新的阶段，中国家庭消费悄然发生着变化，“宅经济”浪潮正在爆发。马斯洛需求层次理论曾提出依次递增的五级模型：生理、安全、社交需要、尊重和自我实现。当社会不断发展，国内开始来到第五层级：尊重和自我实现需求。在诸多新需求中，最突出的是从单一物质消费，向精神消费与物质并重转变。人们在满足生活“基本必须”之外会为了精神层面的满足而消费，加之技术进步，现有业态向数字化、智能化、沉浸式体验等方向发展已是大趋势，“宅经济”业态的爆发就在眼前。

因经济发展情况及国民国情等因素，日本在 90 年代后即进入“宅经济”时期。人们更加追求自我实现以及精神世界的目标追寻，一系列日本“御宅经济”开始出现并蓬勃发展。日本的游戏及动漫产业即爆发于这个时期，在游戏产业，任天堂、索尼等游戏公司推出的《马里奥兄弟》《塞尔达传说》等经典游戏，不仅在日本本国热销，更在全球范围赢得了各年龄人群追捧；在动漫产业，《化物语》《无头骑士异闻录》等的主人公都是在为目标和命运做抉择，《千与千寻》也一直在找寻过去的记忆，“失重”“迷失”等重点一度反映了日本年轻人的迷茫与对自我精神世界追求的状态。

日本游戏及动漫产业的成功表明，在人们满足了生理、安全、社交需要四级需求后的经济换挡时期，人们更加需要通过娱乐来释放压力及寻找自我精神世界的满足。游戏作为一种高度沉浸式的体验方式，能够满足人们在不出门社交及创造更多消费的场景下实现自我探索及满足，从而成为这一时期的重要消费要点。

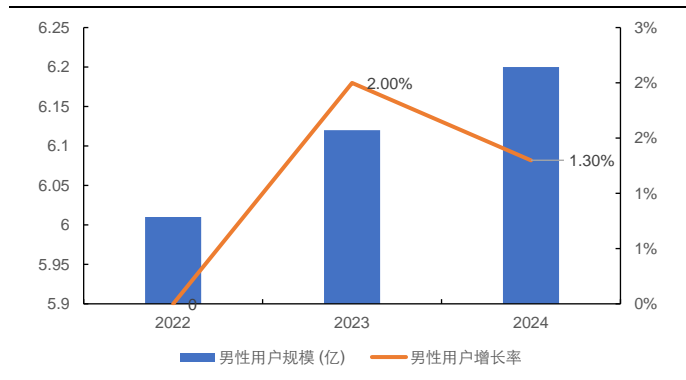
男性悦己消费觉醒，“他时代”或成消费新蓝海

根据 QuestMobile 发布的《2023 男性消费洞察报告》，男性在多个消费领域的话语权正在提升。相比过去一直备受瞩目的“她经济”，男性消费力一直被认为较为低迷，但在近几年，

格局正在改变。

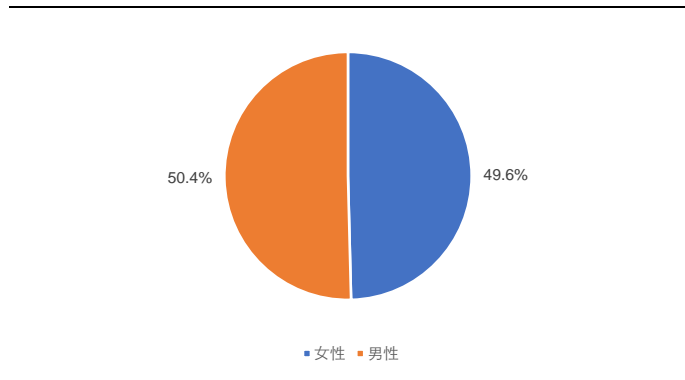
伴随智能设备与服务的普及,中国移动互联网男性越活用户规模达 6.2 亿元,占全网 50.4%。同时,在全网用户人均月度使用时长同比下降 1.2% 的背景下,男性用户人均使用时长同比增长了 1.0%。

图表 3: 中国互联网男性月活跃用户规模趋势



资料来源:《2023 男性消费洞察报告》, 五矿证券研究所

图表 4: 2024 年全网用户性别构成

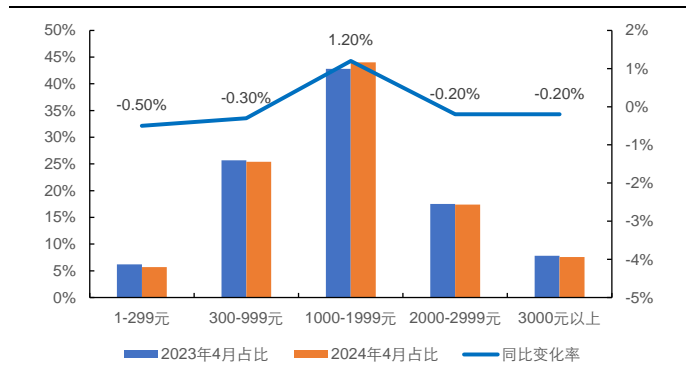


资料来源:《2023 男性消费洞察报告》, 五矿证券研究所

男性对娱乐、理财、科技等多个方面展现浓厚的兴趣,泛娱乐属性突出。数据显示,男性用户对线上社交平台的使用行为不断加深,活跃于 IT、摩托、游戏、动漫等多个兴趣社区;男性人群对信用消费接受度更高,各大信用卡 APP 围绕吃喝玩乐的高平消费场景拓展,优惠权益吸引更多男性客户。

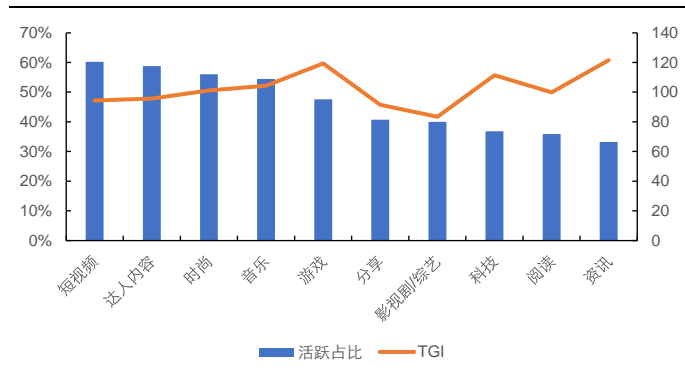
同时,男性愈加释放出强购买力,线上消费能力达到千元以上用户比例明显增长。

图表 5: 男性用户线上消费能力



资料来源:《2023 男性消费洞察报告》, 五矿证券研究所

图表 6: 男性用户兴趣偏好 TOP10



资料来源:《2023 男性消费洞察报告》, 五矿证券研究所

男性的购物特征有:

- 1) **购买稳定性强**, 购买活动中的感情色彩较为淡薄,当形成习惯及规律后,稳定性较好,退换货频次较低;
- 2) **决策果断**, 相较于女性消费者,男性消费者在个性上的一大特点是更为自信和理智,在面临决策事件时表现出来的沉着冷静也表现在消费行动上,男性整个购物过程明显短于女性消费者;
- 3) **品牌忠诚度较高**, 男性消费更追求商品品质与品牌质感,对品牌的忠诚度较高,男性消费者对于满意品牌的复购率可以达到 40%左右,根据《中国连锁品牌发展质量调研报告》显示,在品牌认知度调研上,男性消费者对品牌的认知度高,男性消费者一旦关注一个品牌,他的持续年限和忠诚度是很高的;
- 4) **客单价高过女性**, 男性消费频次

低，但他们的消费力不一定低于女性群体。《中国奢侈品网络消费白皮书》提到，男性的客单价比女性高 6%，且奢侈品消费频次在 3 次及以上的男性比例也比女性高；5) 注重实用性和商品质量，男性消费不易受商品外观、包装、环境及他人影响，更加注重商品的质量和功能。因此，男性消费品往往外观简洁明快、重点突出。

因此，不经意间，“他经济”时代已悄然来临，男性消费市场正在成为新的消费蓝海。

风险提示

1. 经济增长趋势发生变化；
2. 游戏产业政策变化风险。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

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;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿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,投资者应当考虑到五矿证券及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。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
Postcode: 100037