

证券研究报告

2024年09月25日

行业报告：行业深度研究

游戏

《黑神话》开启“新征程”，国产3A前路漫漫亦灿灿

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 樊程安吉 SAC执业证书编号：S1110524080001



行业评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

一、何为3A，意义几何？

我们认为，3A游戏有推动游戏行业整体增长的重要意义，原因如下：2007年《使命召唤4》发售后，美国游戏行业总营收出现了连续两年的强势增长；2013年《GTA5》正式发布带来的游戏热潮使美国游戏市场在2014年迎来了大反弹，突破此前2008年214亿美元的营收峰值。而中国目前情况与美国初期相似，《黑神话》或将成为与《使命召唤4》类似的爆点，带动游戏行业增长。

二、《黑神话》开启“新征程”

我们认为，《黑神话》能够在全球市场大获成功，有以下几个原因：1) 游戏质量过硬，品质令人骄傲。2) 不为欧美所谓“政治正确”所挟，口碑销量双丰收。3) 《黑神话》出圈，游戏与文化“同船出海”。

三、国内3A厂商仍在观望，但市场条件趋于成熟

六大原因：1) 3A游戏开发成本高，不如移动游戏利润高，是否有存在的意义？2) 3A游戏是否与移动游戏存在无法共存的情况？3) 国内政策是否制约3A游戏市场发展？4) 3A游戏制作的门槛是否高不可攀？5) 3A游戏市场是否昙花一现？6) 国产3A游戏市场空间有多大？

我们认为，国内市场条件已趋于成熟，这六大原因的解决有望鼓励国内游戏厂商坚定3A开发。

四、展望——大势所趋，未来已来

我们预测2025年中国3A游戏市场规模达到133亿元，2026年达到169亿元。按照3A游戏的平均制作时间长来看，2027-2028年国内3A游戏数量有望增长，后续将常态化发展，预计CAGR为35%。

风险提示：中国厂商3A游戏制作进度不及预期、中国厂商制作3A游戏积极性不及预期、国内游戏行业政策出现较大变化、相关测算基于3A游戏预期发布假设得出，存在变动风险，仅供参考。

目录

1、何为3A，意义几何?	4页
2、《黑神话》开启“新征程”	11页
3、国内3A厂商仍在观望，但市场条件趋于成熟	16页
4、展望——大势所趋，未来已来	33页
5、风险提示	35页

1 何为3A，意义几何？

1.1. 何为3A游戏?

➤ 3A游戏定义

- 3A游戏的说法最早起源于美国，在游戏领域中的“3A”通常是指：**大量的金钱（A lot of money）**，**大量的资源（A lot of resources）**，**大量的时间（A lot of time）**。
- 3A游戏通常由**大型游戏公司或知名工作室**开发，往往拥有庞大的制作团队，开发资金可能高达数百万甚至数亿美元，**开发周期也通常为数年**，以确保在图形、音效、剧情等各方面达到极高的水准。
- 在电子游戏行业，3A游戏（AAA游戏）代表着**巅峰的制作质量、顶级的技术和较大的市场影响力**。它们不仅仅是娱乐产品，更是科技、艺术和商业的完美结合。3A游戏不仅定义了行业的最高标准，也成为全球玩家心目中的**黄金标杆**。

➤ 3A游戏特点

- **高画质**：3A游戏在画面表现上极为出色，拥有精细的建模、逼真的材质纹理以及震撼的光影效果。游戏中的场景丰富多样，角色的设计也十分精致，无论是外貌、服装还是动作表情，都能给玩家带来强烈的视觉冲击。
- **丰富的剧情**：3A游戏通常拥有庞大而复杂的剧情架构。故事背景设定宏大，情节跌宕起伏，充满悬念和转折。玩家在游戏中扮演主角，通过完成各种任务和挑战来推动剧情的发展。游戏中的角色形象鲜明，性格各异，有着自己的目标和动机。
- **高度可玩性**：3A游戏提供多种玩法模式，满足不同玩家的需求。

图：知名3A游戏



图：《荒野大镖客2》超强的画面表现力



1.2. 全球3A游戏市场现状

游戏市场调研公司Newzoo数据显示，全球游戏玩家人数从2019年的25亿增长到2023年的33.8亿，CAGR达到7.83%。且随着游戏完全融入主流和一代代年轻人的成长，该增长趋势还将持续，Newzoo预测玩家数量在2021—2026年间将以4.3%的年复合增长率增长，到2026年底游戏玩家数量将达到37.9亿。

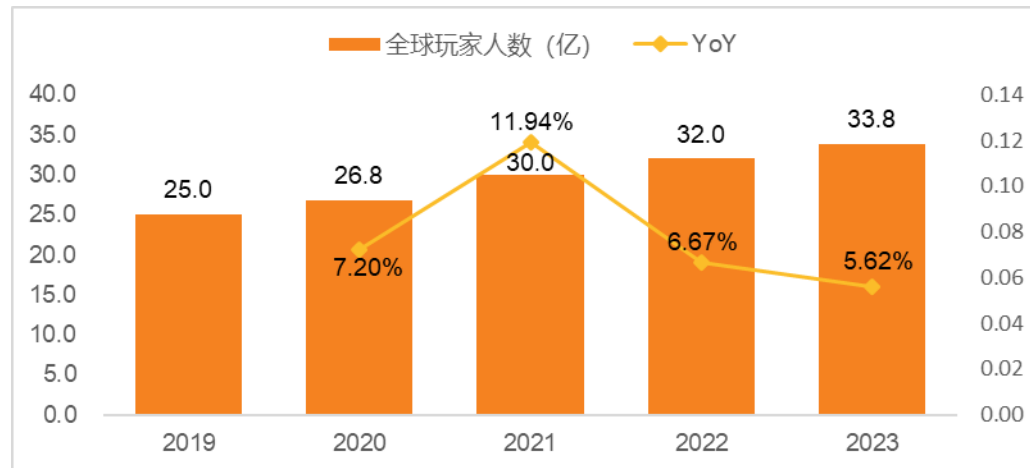
从收入来看，Newzoo在2019年中预计2019年全球游戏收入为1521亿美元；至2023年已达到1840亿美元，CAGR达到4.88%。同时，Newzoo认为游戏市场收入将在未来维持1.3%的年平均增长率，并在2026年达到2057亿美元。

3A游戏往往都是下载制PC与主机游戏，因此我们选取全球下载制PC、主机游戏收入进行统计。根据Newzoo调研，下载制PC、主机游戏收入从2019年的801亿美元增长至2023年的916亿美元，CAGR达到3.41%，与全球游戏收入的CAGR基本相当。

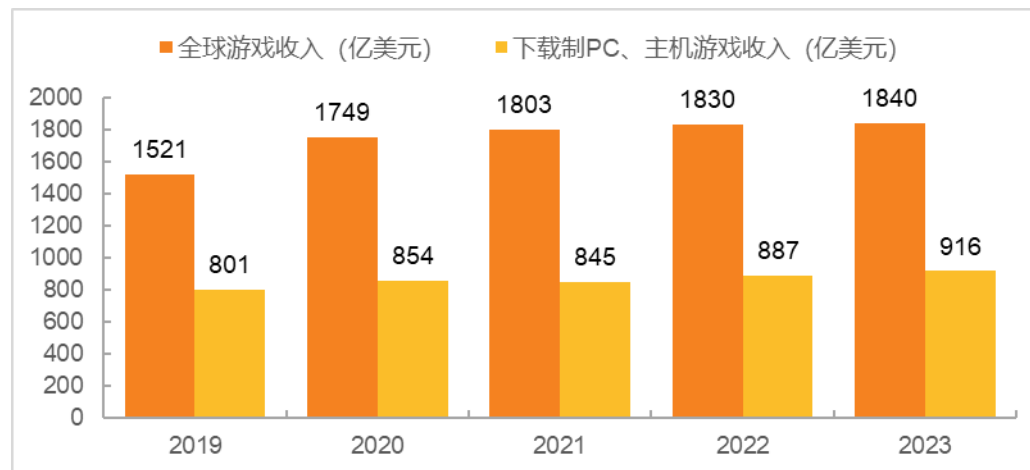
从占比来看，下载制PC、主机游戏收入占比稳定在50%左右，根据Newzoo发布的年中预测数据，2019—2021年占比出现下滑，主要是3A大作的发布延迟和新游戏硬件的持续供应短缺使人们几乎没有机会消费。2021—2023年，在疫情影响逐渐消弱的背景下，下载制PC、主机游戏收入占比重新回升，在《博德之门3》、《霍格沃茨之遗》等畅销大作的强力推动下，PC与主机游戏成为推动游戏市场增长的发动机。

我们认为，全球游戏行业收入呈上升趋势，未来几年或将持续蓬勃发展，市场规模不断增长。同时，随着疫情影响的逐渐降低乃至消失，下载制PC、主机游戏收入有望持续提升，占比持续提升。预计未来3A游戏将持续保持较高的产出，以推动PC、主机游戏行业的增长。

图：2019–2023全球游戏玩家人数（亿）*其中19–21为年中预测数据



图：2019–2023全球游戏收入&下载制PC、主机游戏收入（亿美元）*其中19–21为年中预测数据



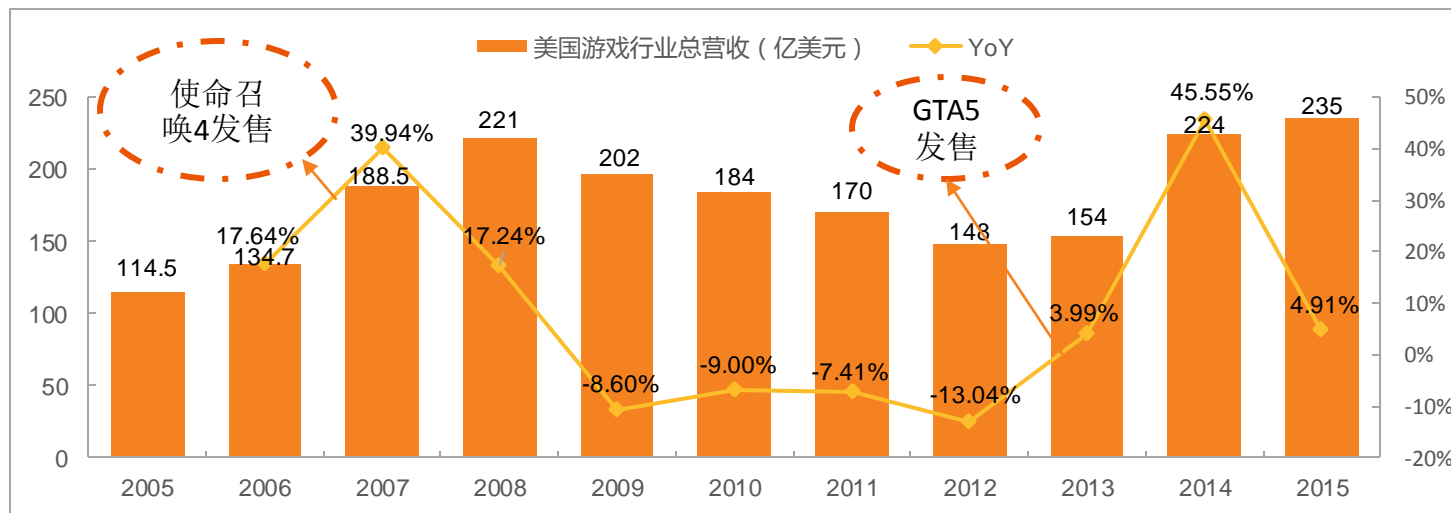
1.3. 回顾美国——3A游戏驱动游戏行业增长

聚焦到美国这一细分市场，我们选取美国尚在3A游戏发展初期的2005年开始进行统计。NPD Group披露的数据显示，在2007年美国游戏行业总收入达到188.5亿美元，同比增长高达39.94%，并且强劲的增长势头延续到2008年，仍然有17.24%的同比增长；在2013年，美国游戏行业总营收结束负增长，开始回升，并且在2014年再次出现及激增，同比增长高达45.55%，使总营收达到224亿美元，同时在2015年延续增势。

2007年11月，Infinity Ward通过推出《使命召唤4》彻底改变了FPS类型游戏，将《使命召唤》提升到了其他游戏无法比拟的高度。仅仅两个月时间，《使命召唤4》销量就达到了304万份，位列2007年全年美国游戏销售排行榜第三名；在2008年其销量有突破1000万大关，成为了《使命召唤》系列中第一部突破千万销量的作品。2013年9月17日，Rockstar Games正式发布《GTA5》，立刻成为24小时内收入最高的娱乐产品，成为世界游戏史上具有里程碑意义的一部作品。

我们认为，类似《使命召唤4》、《GTA5》这样具有里程碑意义的3A游戏能为游戏行业增长起到至关重要的作用。从数据来看，《使命召唤4》发售后，美国游戏行业总营收出现了连续两年的强势增长；而2009-2012年的总营收连续下降可能的原因是全球金融危机导致的经济衰退；2013年随着《GTA5》正式发布带来的游戏热潮，美国游戏行业总营收也结束了连续四年的下跌，触底反弹，同时在2014年迎来了大反弹，突破此前2008年214亿美元的营收峰值。因此，游戏行业的大幅增长离不开3A游戏的推动，一款爆火的3A游戏不仅带来的是其本身的销售收入，更有各种游戏硬件、主机硬件等相关产物的销量增长。3A游戏是游戏行业增长的“助推器”。

图：2005-2015美国游戏行业总营收（亿美元）&YoY



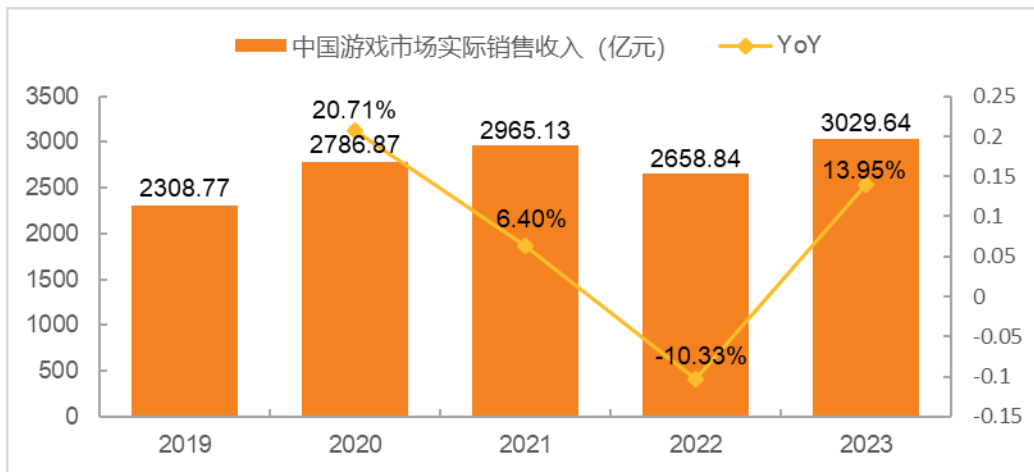
1.4. 聚焦中国——境况相似，爆点已现（1/4）

再看中国这一细分市场。从中国游戏市场实际销售收入来看，尽管2023年销售收入为3029.64亿元，同比增长13.95%，首次突破3000亿关口，但增长的部分原因是疫情期间诸多负面因素明显消退，用户消费意愿和能力有所回升，且纵观近五年数据，最高增长幅度为2019-2020年，同比增长20.71%，但与此前美国2007年与2014年的激增相比，中国游戏行业涨幅相对较低，缺少刺激点。

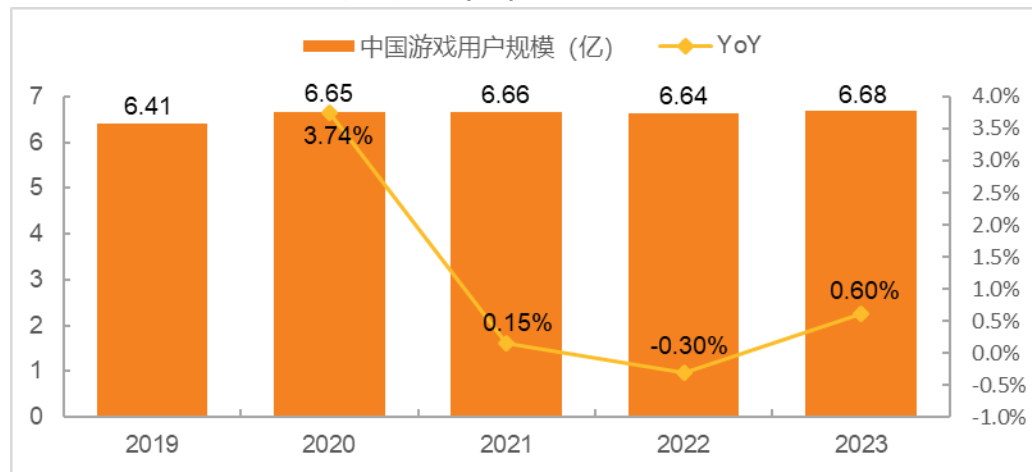
从中国游戏用户规模来看，中国游戏用户数量维持在一个稳定的状态。2023年，中国游戏用户规模为6.68亿人，同比增长0.60%，为历史新高点。但与中国游戏市场实际销售收入情况类似，中国游戏用户数量也呈现出缺少上涨动力的情况，始终保持在6.6亿左右，从2019年至2023年，累计增长率仅4.21%。

我们认为，目前中国游戏市场面临着与美国2007年前的游戏市场一样的环境：在游戏行业具有一定规模，产值位居世界前列，但是从数据来看，增长趋于缓慢，缺少新的增长动力。而3A游戏或将成为新的驱动力，有望使中国游戏行业突破瓶颈，出现与美国2007年和2014年类似的大幅度增长。

图：2019-2023中国游戏市场实际销售收入（亿元）&YoY



图：2019-2023中国游戏用户规模（亿）&YoY



1.4. 聚焦中国——境况相似，爆点已现（2/4）

我们认为，对中国市场而言，这样一个爆点已经来临。2024年8月20日，《黑神话：悟空》正式上线。《黑神话》是由游戏科学公司制作的以中国神话为背景的动作角色扮演游戏，也是首款国产“3A大作”。

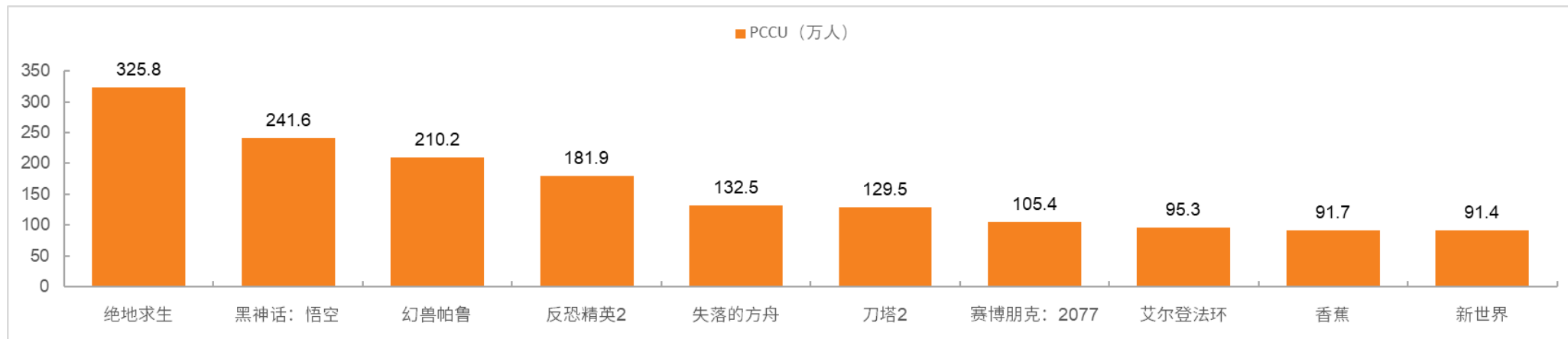
游戏在预售阶段，就已经拥有了极大的热度。据Steam平台8月6日至13日的一周销量榜显示，《黑神话：悟空》位列Steam全球周销量冠军，更在美国、新加坡、泰国、加拿大、巴西、意大利等12个国家霸榜。在8月23日21点整，《黑神话：悟空》全平台销量超过1000万套，截至9月25日，《黑神话》Steam平台销量已达到2070万份，收入达到9.92亿美元，PCCU达到241.6万人，在历史PCCU排行榜上仅次于《绝地求生》，在所有单机游戏中排名第一，超过了《赛博朋克：2077》、《艾尔登法环》等大热的欧美3A大作。

我们采取14倍转换率，即从Steam平台的PCCU转换到PC销量，预测《黑神话》在Steam平台上的销量或将达到3370万份，加上在Epic、WeGame平台与主机端购买该游戏的用户，全球总销量有望突破4000万大关。

图：《黑神话》销量突破1000万



图：Steam平台PCCU排行榜（截至2024年9月12日）



1.4. 聚焦中国——境况相似，爆点已现（3/4）

在庞大的销售数据背后，离不开中国玩家的突出表现

据游戏咨询机构GameDiscoverCo的估算，在Steam平台上，《黑神话》的中国玩家占比达到89.7%，美国玩家占3%，日本玩家则占1%；同时中文评论占据了超过90%的比例，意味着中国区玩家大约贡献了该游戏Steam平台上1865万份的销量。同时，《黑神话》的爆火带动8月Steam平台上简体中文的占比继续扩大3.05%，达到了35.97%，而英语的占比则下降至了29.79%。这进一步显示出中国玩家在平台上的主导地位。

随着《黑神话》的爆火，代表着中国游戏市场的复苏以及人们对国产游戏的信心正在提升。在这种情况下，据彭博社于8月30日报道，由于多年的投入没有带来多少热门游戏，而且中国市场开始复苏，腾讯、网易正在重新考虑或缩减他们对日本游戏工作室的众多投资；同时索尼与游戏科学签署了针对游戏优化、移植等问题的协助协议，意味着索尼更加重视中国3A游戏市场。

我们认为，目前国内游戏市场与2007年《使命召唤4》发售时的美国游戏市场相似：都具有一定的游戏行业规模，且都在行业遇到一定瓶颈时诞生了一款具有里程碑意义的3A游戏。《黑神话》的爆火展现了3A游戏在中国的庞大潜在市场。随着《黑神话》的大获成功，未来欧美、日本等国家的3A游戏厂商或将提升对中国市场的重视程度，同时较大的潜在市场也有望推动国内厂商制作3A游戏的积极性，拓展国内3A游戏市场。因此，正处在3A游戏行业发展初期的中国或将与2007年的美国一样，在3A游戏的驱动下迎来增长。

表：截至8月22日《黑神话》全球评价数据

语言	评价数	评价占比	好评率
简体中文	173323	95.34%	97%+
英语	7246	3.99%	94%+
繁体中文	1190	0.66%	91%+
俄语	746	0.42%	90%+
葡萄牙语（巴西）	586	0.33%	96%+
德语	333	0.19%	94%+
法语	328	0.19%	93%+

1.4. 聚焦中国——境况相似，爆点已现（4/4）

《黑神话》给单机和主机市场带来较大增量，反映在中国游戏市场环比同比均有明显增长。2024年8月中国游戏市场收入336.40亿元，环比增长21.01%，同比增长15.10%。其中，中国自主研发游戏游戏国内市场实际销售收入272.61亿元，环比增长32.90%，同比增长8.35%，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入18.80亿美元，环比增长18.55%，同比增长25.12%。

我们认为，中国游戏市场8月的亮眼表现展现了3A游戏对中国游戏市场的刺激作用。同时，8月中国自主研发游戏游戏海外市场实际销售收入的提升展现了国产3A游戏不仅在国内火爆，在海外也有一定的竞争力。因此，在8月份亮眼数据的影响下，各游戏厂商有望看到国产3A的巨大潜力，开始布局3A游戏。

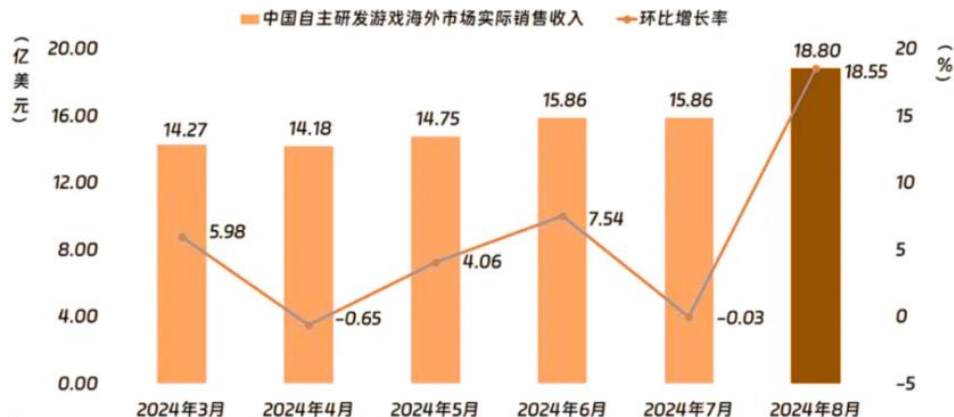
图：2024.3-2024.8中国自主研发游戏游戏国内市场实际销售收入（亿元）&环比增长率



图：2024.3-2024.8中国游戏市场实际销售收入（亿元）&环比增长率



图：2024.3-2024.8中国自主研发游戏游戏海外市场实际销售收入（亿美元）&环比增长率



2 《黑神话》开启“新征程”

2.0. 《黑神话》三大优势，踏平坎坷成大道

我们认为，《黑神话》能够在全球市场大获成功，有以下几个原因：

- 1：游戏质量过硬，品质令人骄傲
- 2：不为欧美所谓“政治正确”所挟，口碑销量双丰收
- 3：《黑神话》出圈，游戏与文化“同船出海”

2.1. 游戏质量过硬，品质令人骄傲

尽管游戏科学是一家刚刚成立十年的游戏开发公司，在这十年里，他们只开发了两款手游，而团队初创成员在此之前也只开发过一款网游。《黑神话：悟空》是他们开发的第一个单机游戏项目，这个项目启动之初团队仅有三十余人的规模，现在也仅有一百四十余人，其中绝大部分成员在此之前没有任何开发单机游戏的项目经历。但是，《黑神话》仍然展现出了超出人们预期的品质。

自从《黑神话：悟空》将开发引擎切换到虚幻引擎5之后，每一次的预告片几乎都展现了游戏内令人惊艳的画面表现。在正式游戏中，甚至展现出了比预告片里所展现的还要高精度且极具真实感的画面：无论是山野之中植被与树木的细节，还是布满黄沙或者白雪覆盖的场景，亦或是庙宇之中那精美的雕塑与建筑，几乎每一个场景和镜头都是照片级的，游戏科学在画面品质的雕琢上毫无疑问已经站在了行业顶级。

除了场景的塑造外，《黑神话：悟空》在敌人的多形态设计上也毫不妥协。游戏中每个关卡都有着符合当前关卡氛围设计的小怪，除了极少数的所谓“换皮怪”之外，绝大部分的小怪都是独一无二的外形和动作设计，光是这个部分的总数就有近百种。

整体而言《黑神话：悟空》采用的是依靠剧情驱动的并以章节制为结构的关卡，但在关卡推进路线上绝不是简单的一本道从头走到尾。关卡中存在着不少隐藏的分支路线，甚至还有多层次复杂如迷宫一般的探索区域，以及面积巨大的箱庭式关卡。很多主线剧情之外的支线故事都需要仔细寻找才会触发。每个章节之间，游戏也采用了一种特别的动画方式进行衔接。

我们认为，《黑神话》通过高品质展现的成功代表着国内乃至全球游戏玩家愿意为精品游戏买单。如果质量过硬，无论是国产游戏还是海外游戏，都有望取得成功。在《黑神话》的影响下，或将有更多游戏厂商去关注质量，去制作更多的精品游戏乃至3A游戏。

图：《黑神话》游戏画面



2.2. 不为欧美所谓“政治正确”所挟，口碑销量双丰收

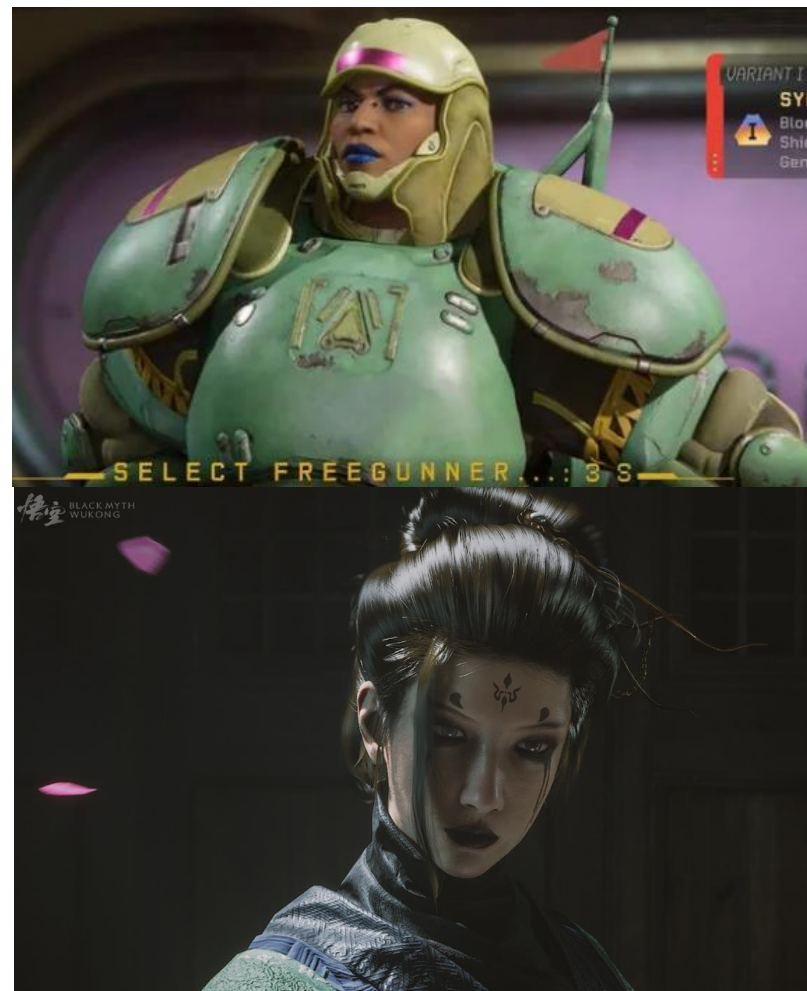
2020年美国游戏公司顽皮狗制作的3A游戏《最后生还者2》斩获TGA年度游戏大奖，但却呈现了媒体评分与玩家评分倒挂的局面，在拥有93分的媒体评分同时，玩家打分为5.7分。在游戏中主角艾莉被设计成了一个女同性恋，而游戏中另一个女性角色艾比，则一反常规电子游戏中女性角色“性感貌美”的设定，长相普通，同时拥有十分壮硕的肌肉，而游戏的结局则被人批评为十分“圣母”和“白左”，因为主角轻而易举地就原谅了杀害自己父亲的仇人。

同时，在2024年8月23日发布的《星鸣特攻》作为索尼投入了数亿美元和8年时间并被寄予厚望的大制作销量惨淡。作为一款欧美所谓“政治正确”游戏，最高在线人数只有600多人，销量大概在2万份左右。于是，索尼就被迫宣布这游戏将在9月6日停服。

尽管还未发售《黑神话》就始终面临着欧美所谓“政治不正确”的质疑，并且外媒playground指出对《黑神话》的大部分差评都是由西方的政治正确人士所给出，但游戏科学始终未向“政治正确”妥协，最终游戏中没有为了迎合欧美所谓“政治正确”而添加不合理的角色与剧情。最终“政治不正确”的评价也并没有影响游戏品质的展现，甚至获得了国外玩家的支持，冲上Steam 30个国家的销量Top 1，销量口碑双丰收。

我们认为，在西方各种媒体的渲染与影响下，欧美的主流游戏厂商都将或多或少受到一定的欧美所谓“政治正确”影响，为了获取媒体的高评价而在一定程度上牺牲游戏的合理性，甚至可能产生对多元精神理解的偏差，导致文化的逆向歧视。在这样的市场情况下，中国3A游戏因不受影响，更容易获得全球玩家的认可，有望在全世界站稳脚跟。因此，如今“政治正确”横行的欧美市场环境对中国3A游戏来说也是一个突破的好机会。

图：《星鸣特攻》与《黑神话》女性角色对比



2.3. 《黑神话》出圈，游戏与文化“同船出海”

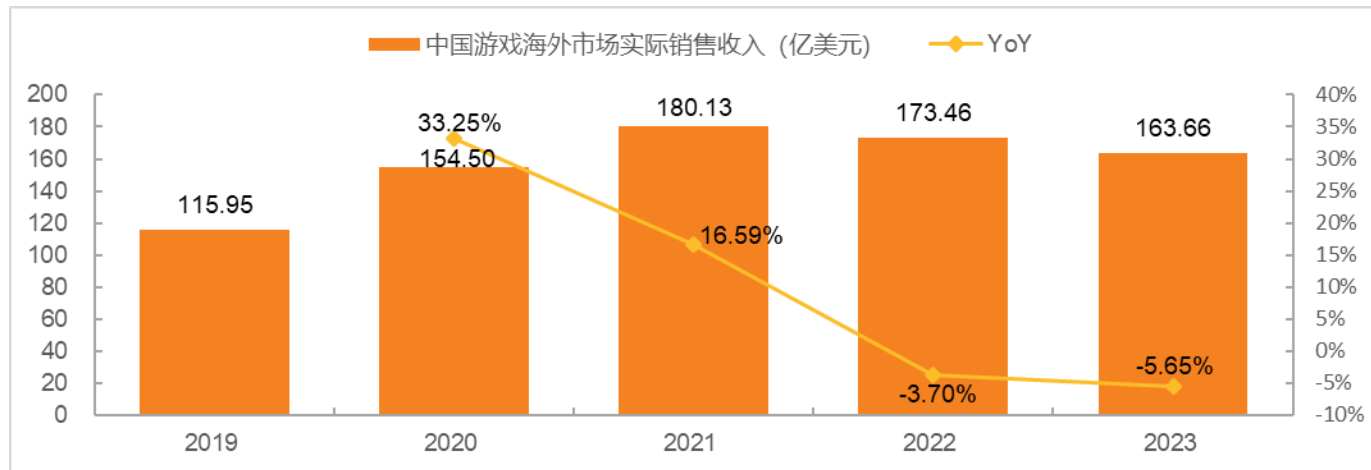
随着《黑神话：悟空》游戏的“出海”，其中展示的中国传统文化元素也火爆“出圈”。众多海外网友在社交平台晒出《西游记》多国译本的封面，称要来一次“文化速成”。不少网友也表示要来一次“ChinaTravel”，打卡游戏取景地。

对此，知名经济学者、工信部信息通信经济专家委员会委员盘和林认为，《黑神话：悟空》这款游戏是中国游戏出海的代表作品。它不是一部孤芳自赏、闭门造车的游戏作品，而是一部通过开放式创新，实现文化产品出口，打造文化爆款的经典案例。其满足的不仅是国内玩家对新款国产3A游戏的期盼，也是将中国文化装入到具象化的游戏产品当中的成功尝试，为中国文化出口找到了一条新的路径。

国家也对游戏文化同船出海大力支持。2017年4月，文化部提出要“培育一批具有较强品牌影响力和国际竞争力的骨干游戏企业”；2021年国务院提出“鼓励优秀传统文化产品和影视剧、游戏等数字文化产品走出去”。将文化融入娱乐当中是文化出海的重要途径，而这款游戏正是实现了将传统文化内核藏在文化产品中。

不仅文化出海对中国有着深远意义，游戏出海同样也对中国游戏行业起到至关重要的作用。中国音数协游戏工委数据显示，2020年中国游戏海外市场销售收入为154.50亿美元，然而自2020年开始，海外市场销售收入增长率开始走低，且2022年、2023年已连续两年出现负增长。我们认为，中国游戏出海在一定程度上遇到了瓶颈，快节奏的移动游戏可能无法满足外国人的娱乐需求。在这种情况下，此次《黑神话》的横空出世无疑为游戏与文化的“同船出海”注入新的活力。作为划时代的游戏+文化产品出海案例，《黑神话：悟空》打开了中国游戏厂商的创作思路，给予了中国游戏制作公司更强的信心，也为文化出海打上了一剂“强心针”。

图：2019-2023中国游戏海外市场实际销售收入（亿美元）&YoY



3

国内3A厂商仍在观望，但市场条件趋于成熟

3.0. 为何国内3A游戏市场仍在观望？

目前部分游戏厂商对国内3A游戏市场还持观望状态，我们认为存在以下几个原因：

- 1: 3A游戏开发成本高，不如移动游戏利润高，是否有存在的意义？
- 2: 3A游戏是否与移动游戏存在无法共存的情况？
- 3: 国内政策是否制约3A游戏市场发展？
- 4: 3A游戏制作的门槛是否高不可攀？
- 5: 3A游戏市场是否昙花一现？
- 6: 国产3A游戏市场空间有多大？

3.1. 3A游戏开发成本高，不如移动游戏利润高，是否有存在的意义？（1/3）

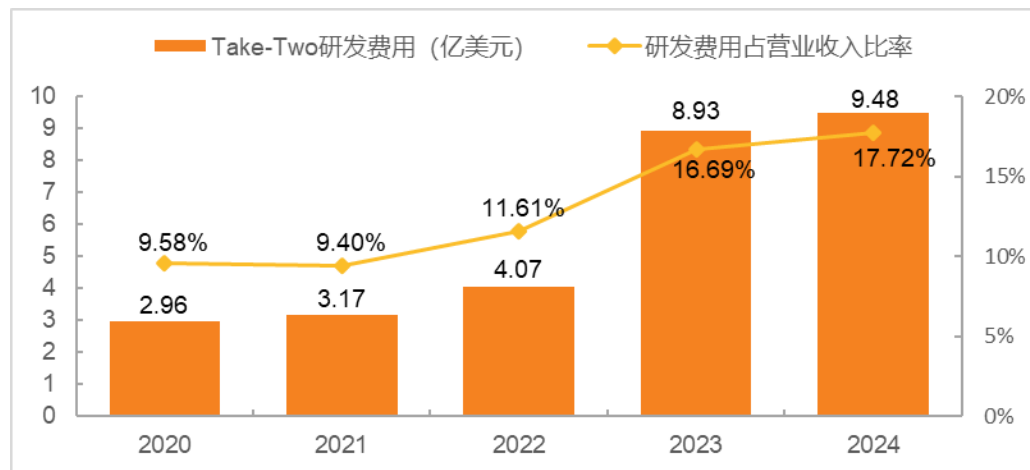
3A游戏的开发制作往往需要很高的成本。电子游戏和电影一样，已经是这个地球上最为昂贵的娱乐产品了。例如，《侠盗猎车手5》总成本高达2.7亿美元；两部《命运》游戏总共投入了10亿美元。

从研发费用占营业收入比率来看，2020财年Take-Two研发费用为2.96亿美元，占营业收入比率为9.58%；到2024财年跃升至9.48亿美元，占营业收入比率提升至17.72%，近五个财年平均占比为13%。在手游市场，2023年腾讯营收排名全球第一。2019年，腾讯研发投入43.56亿美元，占营业收入比率为8.05%；至2023年研发投入为90.47亿美元，占营业收入比率为10.40%，近五个财年平均占比为9.37%。**因此从研发投入上来看，手游市场的研发投入相对3A游戏占营业收入比重更小。**

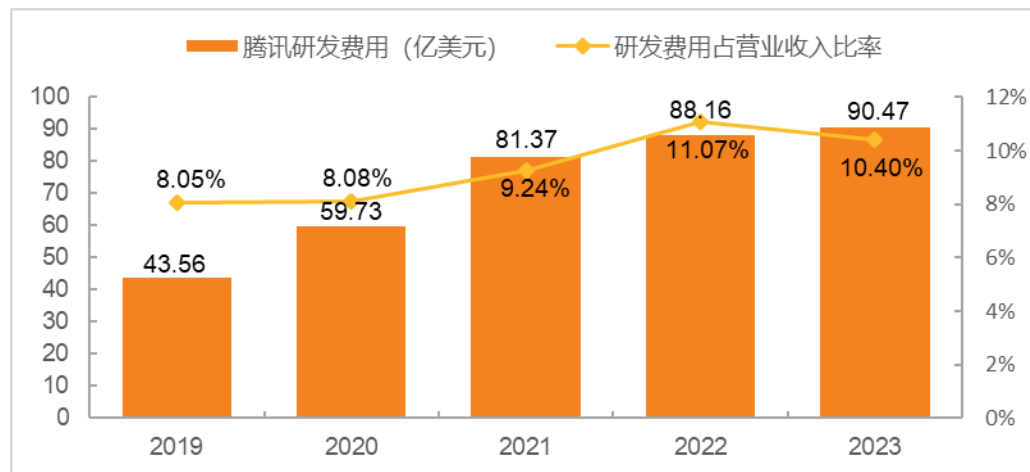
从两家公司的代表作来看，根据 Take-Two Interactive 的最新财报，从2013年第4季度发行开始到2024年3月底，《GTA》系列的累计收入为91.18亿美元；然而《王者荣耀》自2015年面世，至2021年10月份总营收就已突破100亿美元。

我们认为，部分厂商对制作3A持谨慎态度，主要原因或是开发3A所需的高投入带来的高风险。《武装突袭》开发商Bohemia Interactive就认为，小团队之所以对3A不感兴趣，原因在于他们更关注做“服务型游戏”，以获得长期稳定的收入，而不是押注3A撞运气。

图：Take-Two研发费用（亿美元）&研发费用占营业收入比率 *均为财年数据



图：腾讯研发费用（亿美元）&研发费用占营业收入比率 *均为财年数据



3.1. 3A游戏开发成本高，不如移动游戏利润高，是否有存在的意义？（2/3）

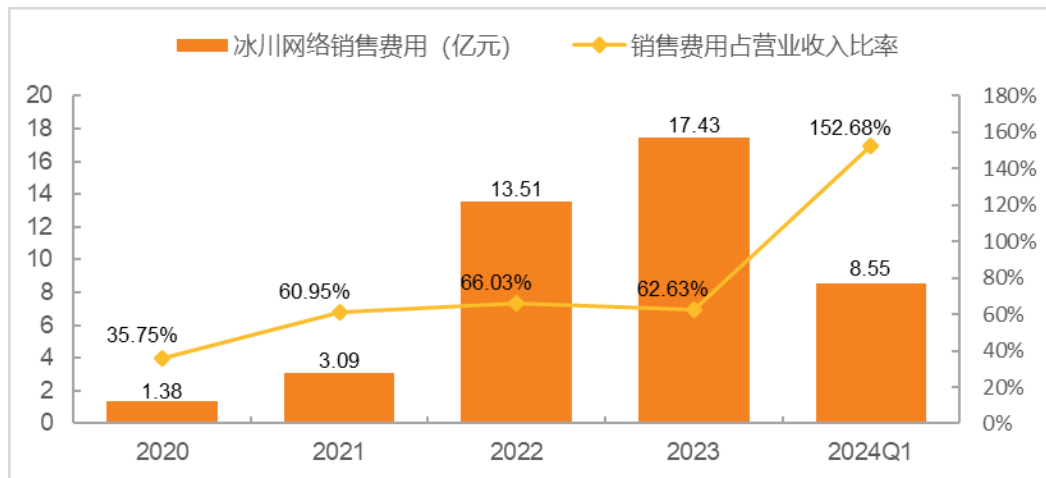
移动游戏VS 3A游戏——尽管3A游戏研发成本高昂，但移动游戏运营与维护不可忽视

今年第一季度，在23家A股游戏公司里有7家出现净利润亏损，这背后的亏损矛头直接指向大幅度增长的销售费用。典型的例子是冰川网络，2024年第一季度，冰川网络的销售费为8.55亿元，同比增长168.36%，至2024年上半年仅是5款游戏的互联网流量费用就合计达9.1亿元，占销售费用的比例为64.95%。这不是偶然现象，在一季度亏损的7家企业里，有4家的销售费用在今年第一季度见涨，最高的星辉娱乐同比增长297%，高达1.02亿。

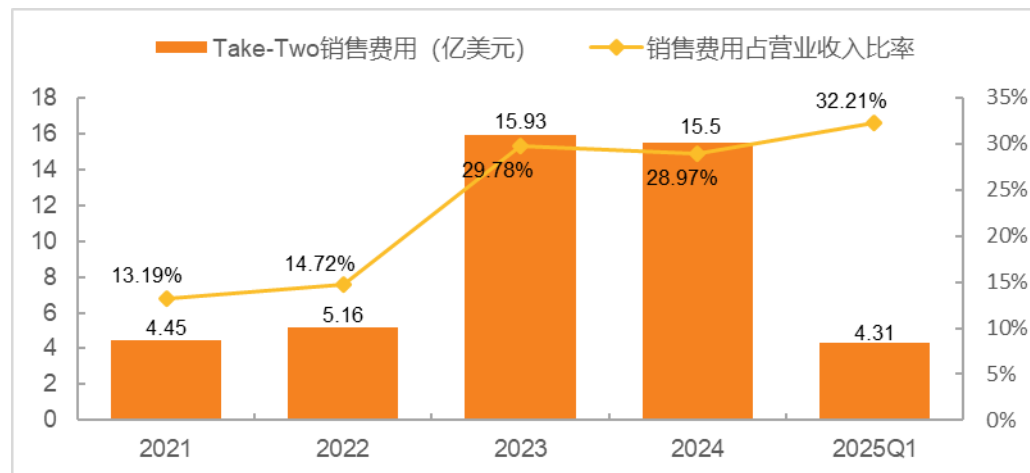
从销售费用占营业收入比率来看，从2020财年至2024财年Q1，冰川网络平均销售费用占营业收入比率为75.61%，其中2024财年Q1该数据更是高达152.68%。相比之下，Take-Two从2021财年-2025财年Q1平均销售费用占营业收入比率为23.77%，远低于冰川网络。

我们认为，移动游戏在推广、营销与其他相关维护上需要投入大量成本。腾讯凭借其在移动端的流量优势，诸如应用宝、微信等腾讯系产品前期为《王者荣耀》的流量导入发挥了不少作用，然而对一些中小型手游公司而言，制作手游庞大的后期成本以及人力需求可能会使公司无法即时更新、响应玩家需求，从而被市场淘汰。相比之下，3A游戏作为销售型游戏，较少的后期工作以及每一次游戏的内容扩展都可以作为DLC以增加营收，或将成为一个新的选择。

图：冰川网络销售费用（亿元）&销售费用占营业收入比率 *均为财年数据



图：Take-Two销售费用（亿美元）&销售费用占营业收入比率 *均为财年数据



3.1. 3A游戏开发成本高，不如移动游戏利润高，是否有存在的意义？（3/3）

移动游戏VS 3A游戏——3A游戏IP价值强大，激发多个领域行业热潮

《黑神话》除游戏本身热销之外，其IP价值也迸发出强大力量，激发了游戏直播、品牌联名、硬件销售等多个领域的行业热潮。此番与《黑神话：悟空》合作的品牌大致分为三类，一是3C数码相关的硬件品牌，如英伟达、联想、海信等；二是大众消费品牌，如瑞幸、滴滴青桔共享单车；三是文创类，如中信出版、玩具人偶文创公司INART等。在品牌联名中，瑞幸也是当之无愧的大赢家。瑞幸推出了黑神话腾云美式和活动套餐，仅一天时间，腾云美式就卖出超过10万份。据华尔街见闻，未来随着更多联动、周边、IP授权甚至文旅等游戏外项目的开发，《黑神话：悟空》IP价值有望突破百亿。

从全球IP价值来看，截至2021年3月5日，精灵宝可梦IP系列是全球最赚钱的IP，累计总收入达到1000亿美元。在前50名的榜单上，3A游戏占据五席，IP带来的收入超过1600亿美元。反观移动游戏领域，仅《王者荣耀》上榜，且仅位列第50名，总收入在100亿美元左右。

因此，我们认为，制作3A游戏为公司带来的价值不仅仅在于游戏销售本身，更在于其背后的IP价值。以精灵宝可梦为例，其授权衍生品收入达到了760亿美元。由此可见，头部移动游戏可能拥有较高的流水，但从持续性收益来看3A游戏更有优势，这也有望推动国内厂商制作3A游戏，进一步打造爆款IP并获得新的营收增长。

图：截至2021年3月5日移动游戏&3A游戏IP价值

排名	IP系列	总收入（美元）
1	精灵宝可梦	约1000亿
14	使命召唤	约270亿
42	FIFA	约119亿
44	最终幻想	约119亿
46	侠盗猎车手	约109亿
50	王者荣耀	约100亿

3.2. 3A游戏是否与移动游戏存在无法共存的情况？（1/6）

移动游戏VS 3A游戏——两者并非对立，而是“双轮驱动”

中国移动游戏市场存量竞争，头部优势显著

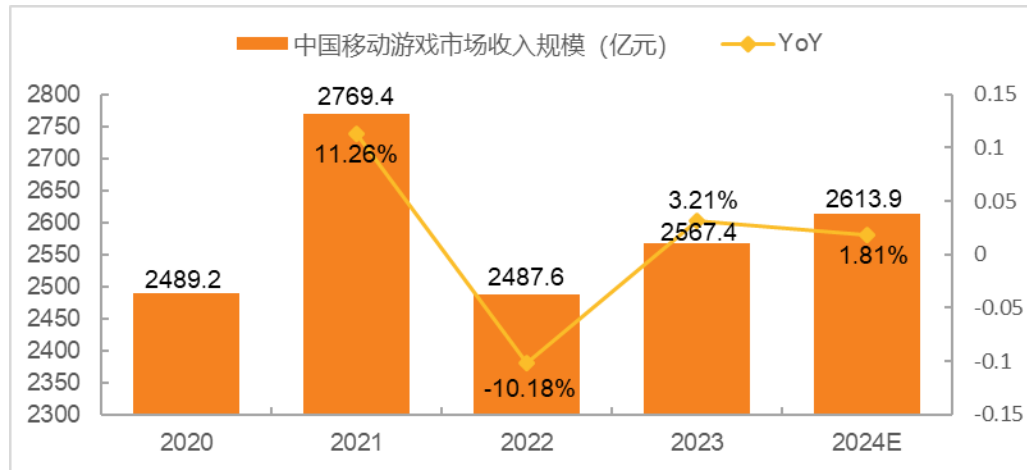
尽管2023年中国移动游戏市场收入规模约为2567.4亿元，同比增长3.2%，但2022年的市场收入规模下滑高达10.18%，且至今尚未恢复到高点，给所有中国移动游戏厂商敲响了警钟。进入2023年后，游戏产品间的市场竞争已不再停留于内容和运营层面，更包括了更新节奏、商品定价、消费性价比、甚至游戏时长等层面的“内卷”。中国移动游戏行业在经历了换皮堆量、端转手、大IP、二次元整几波大的市场动向后，下一方向目前尚不明朗。依靠老产品拉收仍是短期主要目标，新的市场爆发点仍有待AI、元宇宙、web3.0等技术彻底成熟后，才会出现新的可能。

我们认为，中国移动游戏市场早在2019年起就已迈入存量竞争时代，但新冠疫情引发的“居家”对游戏行业产生的正向刺激，让零和博弈的格局出现了短暂的突破口。而当市场恢复到常态后，游戏行业大概率将重新回到存量竞争的状态，增长放缓。

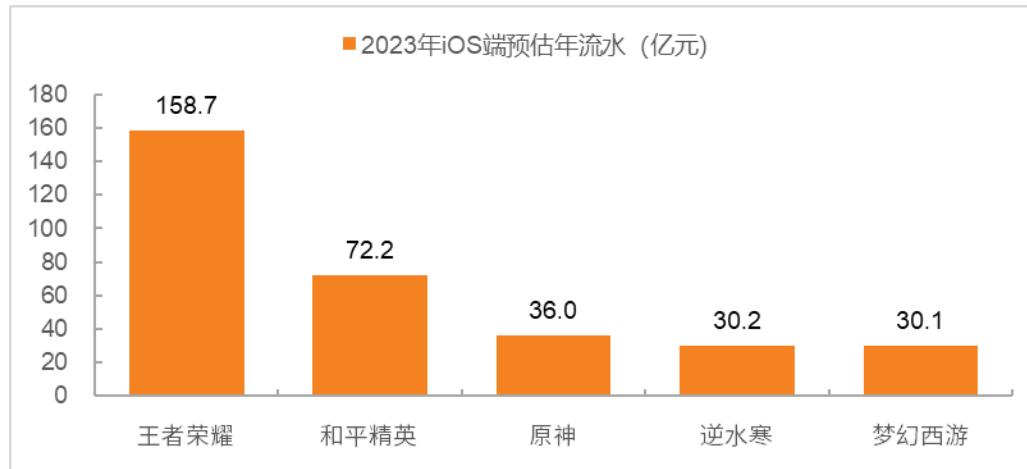
从细分产品的流水来看，2023年iOS端预估年流水《王者荣耀》、《和平精英》、《原神》、《逆水寒》、《梦幻西游》占据前五。但从具体数据来看，排名第一的《王者荣耀》收入158.7亿元，是《和平精英》的两倍以上，而《和平精英》年流水又达到了《原神》的两倍。并且前五名中仅《逆水寒》一款为2023年新品，可见移动游戏中老产品护城河稳固。玩家对于新游戏，在不确定运营策略和害怕付费沉没成本的情况下，消费意愿难以转移，从而造就了老游戏依旧霸占收入榜的情况。

我们认为，尽管中国移动游戏市场收入可观，但差距较大，在头部产品之间就有相当大的断档分层。对于中小型移动游戏公司而言，尽管中国移动游戏市场收入规模庞大，但在存量竞争、内卷严重的时代下仍然破局难度大，或将难以取得很高的收入。

图：中国移动游戏市场收入规模（亿元）&YoY



图：2023年中国移动游戏收入Top5



3.2. 3A游戏是否与移动游戏存在无法共存的情况？（2/6）

移动游戏VS 3A游戏——两者并非对立，而是“双轮驱动”

大厂商寻求第二增长曲线，中小厂商希望破解“马太效应”，如何破局？

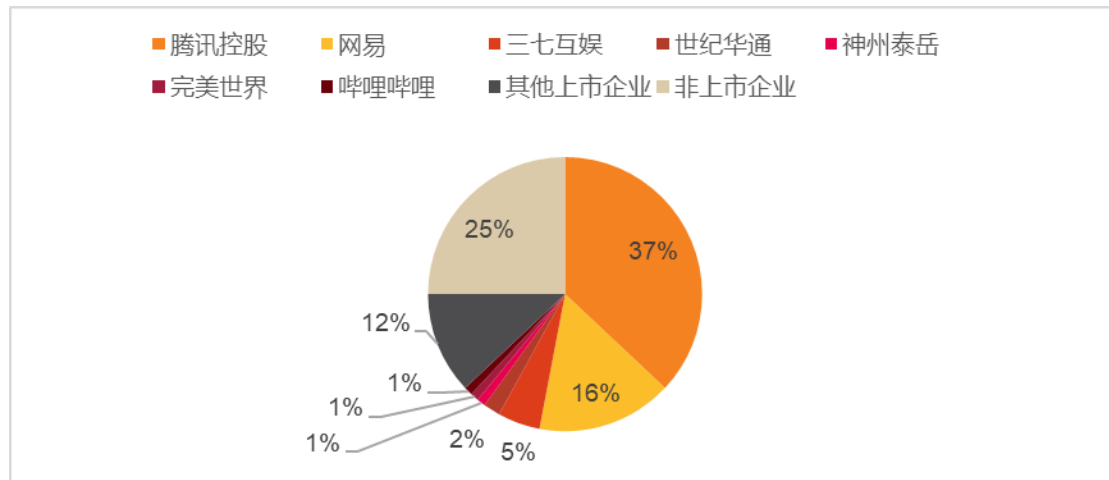
除了中国移动游戏收入差距大、头部优势显著以外，“马太效应”也影响中小型游戏公司生存。在2023年中国移动游戏收入Top5的产品中，腾讯、网易、米哈游包揽全部五个席位。即使放宽至前十名，也仅有阿里集团旗下的游戏品牌灵犀互娱制作的《三国志·战略版》占据一席，“腾、网、米”占据9个席位。

从2023年中国移动游戏各企业市场份额来看，两大巨头腾讯、网易占据了超半数的市场份额，排名第三的上市公司三七互娱仅占据5%的市场份额。我们认为，在“马太效应”作用下，经济与技术实力较差的小型手机游戏开发商将面临更多生存挑战。

因此，我们认为在当前中国移动游戏市场存在如下两个问题：

- 对于大厂商而言，招牌产品护城河稳固，但市场存量竞争加剧，如何寻找新的爆发点以及第二增长曲线？
- 对于中小型游戏厂商而言，其产品营收较低、竞争力较弱，如何破解“马太效应”？

图：2023年中国移动游戏各上市企业市场份额



3.2. 3A游戏是否与移动游戏存在无法共存的情况？（3/6）

移动游戏VS 3A游戏——两者并非对立，而是“双轮驱动”

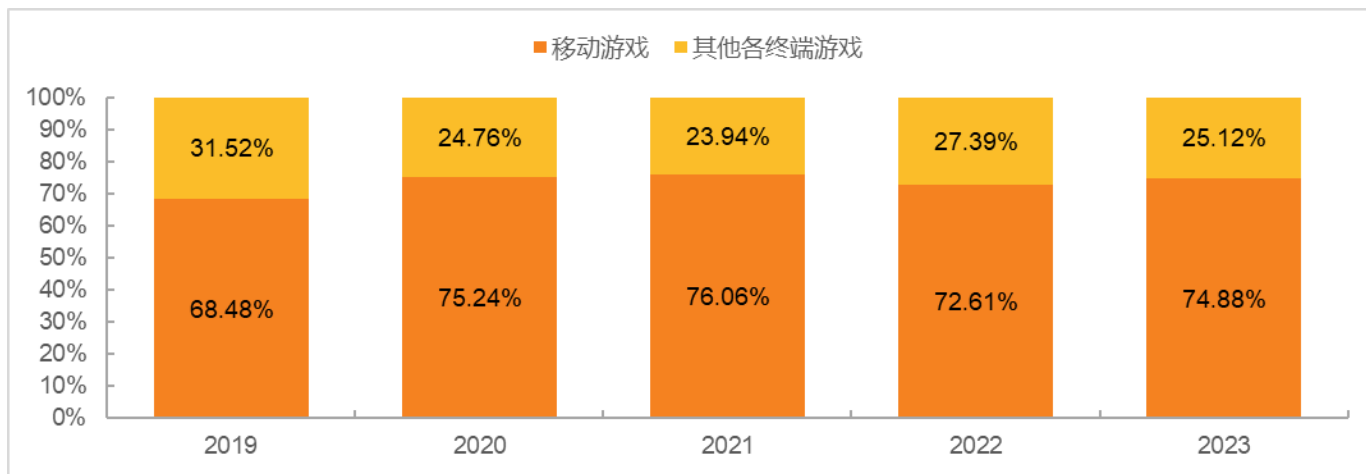
3A游戏或成破局之道，加速中国游戏市场突破

针对前述问题，我们认为，国内厂商转向3A游戏制作，或将成为破局之道。

根据中国音数协游戏工委调研，从2020-2023年，移动游戏实际销售收入占比始终维持在73%左右，其他终端占比仅2019年高于三成。2024年1月，第三方数据统计团队“国游销量吧”发布了《2023国游销量年榜》，数据显示，在Steam玩家评测数超过10的525款买断制国产游戏中，95.05%的游戏价格分布在70元以下，99.24%的游戏价格分布在百元以下，平均价格为32元，价格中位数则为28元。头部方面，2023年新发售的国产买断制游戏中，销量前20名的游戏无一款定价百元以上，其中半数定价低于50元。

由此，我们认为，中国游戏市场在3A游戏领域仍是一片蓝海。除去移动游戏后其他终端收入占比不高、国产游戏在Steam平台定价低，都证明了国内游戏市场还缺乏像《黑神话：悟空》一样的3A大作。对于腾讯、网易等巨头而言，制作3A游戏或将成为其新的增长点，带来除移动游戏外新的可观收入；对于其他中小型游戏公司而言，制作3A游戏有望成为破局利器，像游戏科学一样在众多公司中脱颖而出。

图：2019-2023中国游戏市场各终端游戏实际销售收入占比



3.2. 3A游戏是否与移动游戏存在无法共存的情况？（4/6）

移动游戏VS 3A游戏——两者并非对立，而是“双轮驱动”

案例一：腾讯目标3A，投资自研齐头并进

腾讯作为中国移动游戏最大的巨头，就早在3A游戏进行了诸多布局。

腾讯持续不断地在对3A游戏厂商进行战略投资。早在2012年，腾讯就对制作过《战争机器》、《堡垒之夜》的知名游戏公司Epic进行了战略投资，收购其48.4%股份，成为最大股东。此后腾讯投资多家3A游戏厂商，包括制作《使命召唤》的动视暴雪、制作《刺客信条》的育碧，乃至国产3A厂商游戏科学、灵游坊。

同时，腾讯的野心并不止于投资，更在于自研3A游戏。在2019年位于洛杉矶的LightSpeed Studio成立时，腾讯就已经在广招3A游戏人才，并且成功地将前Rockstar、EA的大将Steve Martin收入囊中。隶属于腾讯光子工作室群的LightSpeed Studio自成立起，其目标就已定在次世代主机的3A游戏之上。此后腾讯不断招募有3A游戏制作经验的人，且入职方式不局限于全职，亦有以兼职方式出任设计顾问的例子，其中不乏小岛工作室联合创始人、参与制作过《合金装备》、《死亡搁浅》等3A大作的今泉健一郎。

2023年12月，在TGA2023游戏大选颁奖礼上，LightSpeed LA公布了新游戏《最后的哨兵（Last Sentinel）》的预告片，一款以未来东京为背景的开放世界游戏。我们认为，从此次3A新品的发布，展现了腾讯对打磨精品3A游戏的决心。未来LightSpeed Studios有望成为全球顶尖的研发商，为全球玩家及行业带来更多惊喜。腾讯在自研3A游戏上的布局也有望促使其他大型移动游戏厂商做出改变，以3A游戏作为第二增长曲线。同时，随着腾讯所投资的游戏科学研发的《黑神话》爆火，带来较大的营收，腾讯对国内3A游戏市场的信心或将增强，将重点不止放在海外市场，而是更加注重国内市场。我们认为，这种情况有望加速腾讯在国内3A游戏行业的投资与布局，有望带动国内3A游戏行业快速发展，带来3A作品的涌现。

图：腾讯招募3A人才

姓名	原属公司/团体	原职位	现职位	代表作
今泉健一郎	小岛工作室	联合创始人	/	死亡搁浅
Jaume Mora	Gameloft	高级UI设计师	高级UI设计师	落日过载
Daniel Wang	Insomniac Games、育碧	制作人	制作人	看门狗2
Scott Warner	育碧	游戏总监	游戏创意总监	光环4
Richard Khoo	Pocker Gems、拳头	R&D（研究与开发）	高级游戏设计顾问	英雄联盟
Rosi Zagortcheva	EA	产品开发总监	运营总监	星球大战：前线
Bill Merrill	Amazon Game	AI-动画首席程序员、TD	技术指导	求生之路
Ken Feldman	PlayStation、Respawn	艺术总监	艺术总监	战神III
Emanuel Druckmann	拳头、索尼、暴雪	高级艺术经理、CG总监	TA总监	魔兽世界
Will Harris	暴雪、Sheld Break	高级设计师	设计总监	魔兽世界
William Harms	漫威、Hangar 13	叙事总监	叙事总监	四海兄弟3
Jim Watson	Respawn、圣莫妮卡	TA、幻境交互、特效师	高级TA	战神

3.2. 3A游戏是否与移动游戏存在无法共存的情况？（5/6）

移动游戏VS 3A游戏——两者并非对立，而是“双轮驱动”

案例二：手游哺育3A，游戏科学率先示范

《黑神话》为游戏科学带来了一定的声望。但是，《黑神话》已经是他们的第三款作品，此前他们还曾经打造过《百将行》和《战争艺术：赤潮》。《百将行》是一款依托三国时代背景，融入幻想元素的动作卡牌游戏，2015年由网易游戏发行，现在已经停止运营；而《战争艺术：赤潮》则是一款快节奏团队实时竞技游戏，玩家可以从人、神、妖三种族中挑选兵种组成部队，并与人1v1或3v3对战。这两款游戏都可以在手机端游玩，因此，游戏科学其实是一家从移动游戏起家的3A游戏厂商。

从收入情况来看，尽管《百将行》后期因收入不佳而关服，但收入流水在初期较为出色；《战争艺术：赤潮》上线当天占据了全球一百多个国家苹果 App Store 商店首页推荐，收获了大量玩家们的好评，为游戏科学赚到了足够的资金。游戏科学通过两部手游积累了游戏开发与经营经验，收获了大量人气，有了一群忠实粉丝，获得了资金收入。在拥有了手游带来的原始资金积累后，游戏科学就开始了《黑神话》的制作。

我们认为，国外大部分3A游戏厂商，从Take-Two、动视暴雪再到卡普空，他们在成立之初手机功能尚不完善，基本都扎根于主机游戏，从主机游戏起家。反观游戏科学，他们从手游开始，以手游哺育3A，这是一条更符合中国游戏市场的道路：移动游戏收入占据绝对优势，为3A游戏的制作提供了充足的原动力。游戏科学在这一条道路上“身先士卒”，取得了较大的成功，或将推动国内更多中小型手游厂商在这一路线上进行尝试。

图：游戏科学发展史



3.2. 3A游戏是否与移动游戏存在无法共存的情况？（6/6）

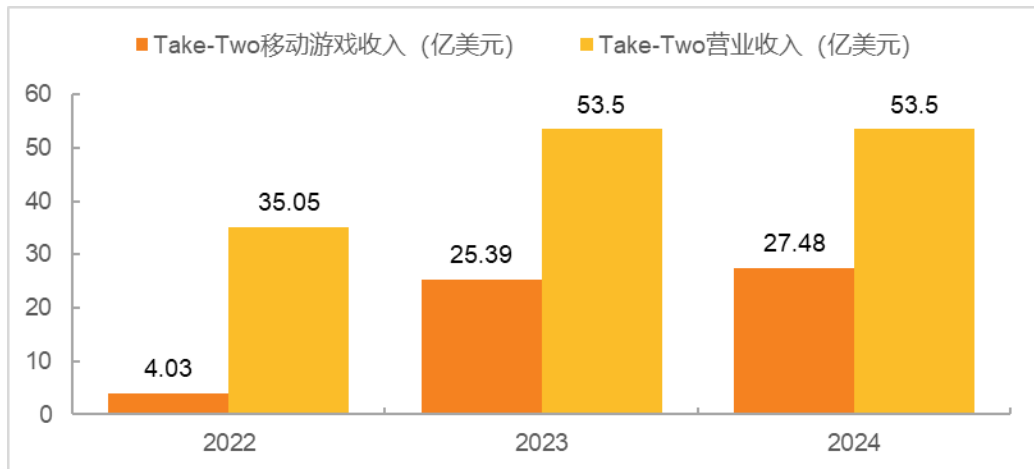
移动游戏VS 3A游戏——两者并非对立，而是“双轮驱动”

案例三：3A反哺手游形成“双轮驱动”，Take-Two进军移动端

2022年1月，Take-Two宣布将以127亿美元的价格收购社交游戏和手游发行商Zynga。通过此次收购，Take-Two将会获得《FarmVille》、《Words With Friends》和《High Heels!》等Zynga旗下的休闲游戏大作。更重要的是，Take-Two很快就可以利用Zynga在制作热门免费手游方面的专长，围绕自有的《GTA》、《NBA 2K》和《文明》等PC和主机游戏IP开发新手游。从数据来看，2022财年收购尚未完成，Take-Two移动游戏收入仅4.03亿美元，占营收比重11.5%；之后两个财年收购完成后，公司移动游戏收入突破25亿美元，占比来到50%左右。移动游戏为Take-Two的营收进一步增长提供了驱动力。

我们认为，不仅是手游带来的资金可以哺育3A游戏的制作，3A游戏为厂商带来的声望也可以反哺公司手游的发展。通过面向移动平台推出根据畅销3A游戏改编的手游产品，或将驱动3A厂商营收增长。因此，对于国内手游厂商而言，通过制作3A游戏为公司积累声望，在有了声望积累后再通过改编游戏推出手游，有望成为一条新的发展路线，为公司带来更多的发展机遇。因此在这种情况下或将推动更多的国内厂商制作3A游戏，寻求更多的机会。

图：Take-Two移动游戏收入&营业收入（亿美元）



图：3A游戏与手游形成双轮驱动



3.3. 国内政策是否制约3A游戏市场发展？（1/2）

2000年6月，国务院办公厅转发文化部等7部门《关于开展电子游戏经营场所专项治理的意见》，开始了针对国内游戏机市场的治理工作。在该《意见》中，规定“自本意见发布之日起，面向国内的电子游戏设备及其零、附件生产、销售即行停止。任何企业、个人不得再从事面向国内的电子游戏设备及其零、附件的生产、销售活动。”当时，游戏机被监管层和舆论视为在一定程度上影响青少年健康成长的角色。直至2015年7月24日，《文化部关于允许内外资企业从事游戏游艺设备生产和销售的通知》出台，鼓励企业研发、生产、销售内容健康的游戏游艺设备，长达15年的禁令才正式解除。

在主机解禁之后，国内游戏行业监管也仍然较为严格。2018年国家发布《游戏申报审批重要事项通知》，游戏版号暂停核发；2019年发布《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长；2021年发布《游戏审查评分细则》，审核将从观念导向、原创设计、制作品质、文化内涵、开发程度5个分项进行打分，表明游戏审核总体趋严。

我们认为，部分厂商对制作3A游戏持谨慎态度，可能是由于此前国内监管政策较严，厂商担心在发行过程中或发行后遇到阻碍，因此对3A游戏方向的布局始终持观望态度。

表：此前国内监管较为严格

日期	名称	主要内容
2000年	《关于开展电子游戏经营场所专项治理的意见》	任何企业、个人不得从事面向国内市场的电子游戏设备及零、附件的生产销售活动。严格限制进口电子游戏设备。
2015年	《文化部关于允许内外资企业从事游戏游艺设备生产和销售的通知》	鼓励企业研发、生产、销售内容健康的游戏游艺设备。
2018年	《游戏申报审批重要事项通知》	游戏版号暂停核发
2019年	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长。
2021年	《游戏审查评分细则》	审核将从观念导向、原创设计、制作品质、文化内涵、开发程度5个分项进行打分。游戏审核总体趋严

3.3. 国内政策是否制约3A游戏市场发展？（2/2）

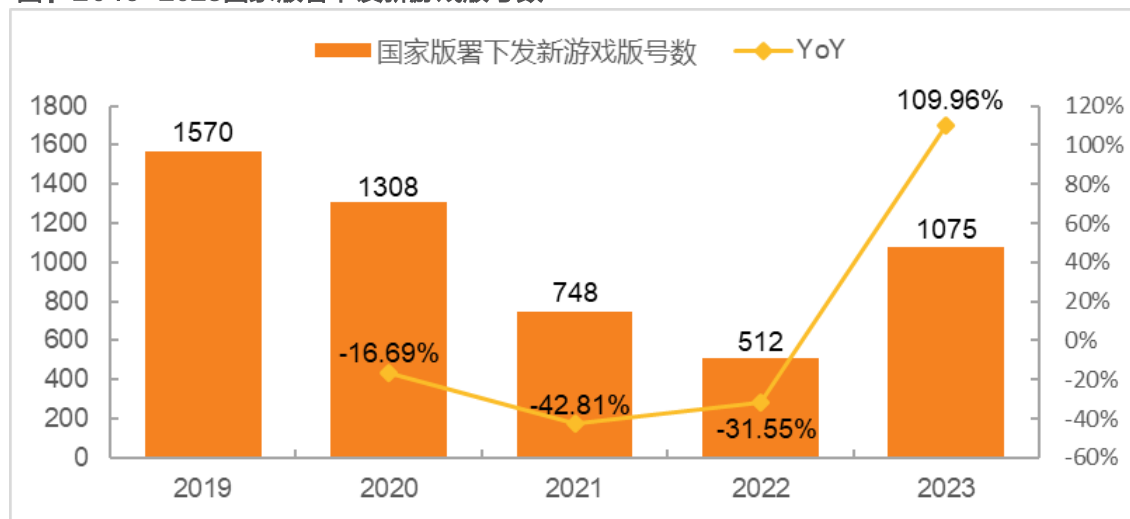
监管趋严已成过去式， 版号数量激增提振信心

监管趋严等各种因素确实对中国游戏行业造成了一定的冲击。2020年1308款游戏获得审批，同比下降16.69%，主要是受到疫情影响，各行业工作都出现了相应的停滞；2021、2022年连续两年同比下降超过30%，主要是由于《未成年人保护法》等一系列法律法规和监管政策的落地，游戏审批标准正愈发细致和严格，监管力度进一步加强；但在2023年，版号发放常态化、数量见涨趋势贯穿整年，版号发放数量同比增长高达109.96%。我们认为，2022年版号数量基本见底，2023年版号发行数量回升，结束负增长走势，代表着国家基本结束了对于游戏发行的严格限制，游戏行业正迎来新的发展际遇。我们预计未来国家版署下发新游戏版号数或将持续保持回升态势。

从3A游戏领域来看，国家对其发行也有支持。近年来，政府出台了一系列支持政策，以鼓励创新、保护知识产权，并促进游戏产业的国际化。2023年10月，国家新闻出版署决定组织实施网络游戏精品出版工程，旨在加强网络游戏的正向引领，推动网络游戏弘扬真善美、传播正能量，促进游戏产业健康有序发展。

我们认为，《黑神话：悟空》的快速过审，就像是得到了官方的“优秀游戏”奖章，不仅将为这款游戏本身带来商业上成功的可能，也为其他国产游戏提供了信心，显示了政府对高质量国产游戏的支持。同时，从2023年10月国家对游戏精品化的要求来看，相比于移动游戏，国家政策未来有望对3A游戏更加利好。随着《黑神话》的快速过审以及最后商业上取得的成功，或将消除中国游戏厂商对于政策的担忧与顾虑，推动其对制作3A游戏进行尝试。

图：2019-2023国家版署下发新游戏版号数



3.4. 3A游戏制作的门槛是否高不可攀？（1/2）

游戏引擎是用于游戏设计的制作平台或者系统，通过已经编写好的系统，或者一些交互式实时图像应用程序的核心组件来实现快速制作。为游戏设计者提供编写游戏所需的各种工具，快速制作出想要的游戏内容和效果，不用为实现某些效果而浪费大量的时间。游戏引擎不仅带来了游戏制作速度上的突破，更带来了质量的飞跃。比如有很多玩家在选择游戏时，都会考虑画质精美的游戏。故对于游戏开发者而言，在进行3D动画游戏开发时，画质的好坏，包括游戏动画的流畅度，以及游戏动画的质量，都会直接影响到游戏的售卖率。游戏引擎的应用，不仅能提高游戏动画流畅度，还能提高游戏动画的质量。目前，世界上的知名游戏引擎有虚幻引擎、Unity等。

从市场份额来看，有25.60%登陆Steam的游戏都采用了虚幻引擎，而在Steam游戏使用最多的十个引擎中，没有中国自研引擎，全部来自国外。自研引擎，通常需要几百万行代码。要组织化、系统化这些代码，需要一套完整的架构，而时间是形成巨大鸿沟的锚点，以虚幻引擎为例，其诞生于1991年，经过数十款3A大作打磨，加之收购的众多影视及游戏资产工具，积累了丰富的经验。而对于中国而言，缺乏持续积累10年的条件，缺乏架构级人才的土壤和生态，研发游戏引擎也有一定的困难。

因此，我们认为，一部分国内游戏厂商对制作3A游戏持谨慎态度，有部分原因在于对缺少自研游戏引擎的担忧。

表：全球十大游戏引擎 *数据截至2018年12月31日

游戏引擎	游戏数量	占Steam游戏百分比
Unreal	1726	25.60%
Unity	889	13.20%
Source	270	4.00%
CryEngine	238	3.50%
Gamebryo	215	3.20%
IW	192	2.90%
Anvil	166	2.50%
ID Tech	113	1.70%
Essense	73	1.10%
Clausewitz	68	1.00%

3.4. 3A游戏制作的门槛是否高不可攀？（2/2）

引擎商用化迅速，自研已非必需

目前游戏引擎商业化已趋于成熟。3A游戏应用最广的是虚幻引擎，其由Epic Games研发。其中，虚幻4于2014年8月推出，是一个全开源引擎，这就意味着大部分开发者不仅可以免费使用（季度收入低于3000美元），也可以去研究其代码进一步提升开发效率。其次，Unreal引擎自带蓝图，这样即使不是技术人员，也可以通过点对点的可视化界面完成对游戏的设计。同时，这款引擎适合开发大规模和射击游戏，使得3A厂商们对其青睐有加。虚幻5于2022年4月5日上线，虚幻5可免费用于创建线性内容、定制项目和内部项目，若用于开发游戏，只有当产品营收超过100万美元时，Epic才收取5%的分成费用。

另一款被众多3A游戏使用的引擎CryEngine也是采用类似Unreal的商业模式，对于完整商业授权收取5%的商业授权费用，对于普通商业授权收取每月固定的9.9欧元。同时在商城内售卖官方素材及收取30%的第三方售卖佣金。

早在2021年Epic刚刚发布虚幻5的预览版，游戏科学就决定用虚幻5来开发游戏。在开发过程中，游戏科学也并没有因为使用商业化引擎而放弃个性化定制的元素。在开发过程中，他们实地扫描古迹，形成自己的数字资产，再经过长达数月加工和美化，最后呈现出精美的画面。在扫描过程中，黑神话借助的是上海回音星旅旗下原生扫描数字资产库PBRMAX。

因此，我们认为，缺少自研游戏引擎并不能制约3A游戏的制作。尽管虚幻等游戏引擎要收取分成费用，但帮助国内厂商解决了缺少游戏引擎的问题。且满足一定营收才收取费用，在一定程度上鼓励了国内厂商去尝试游戏开发。

图：虚幻5呈现效果



图：PBRMAX扫描帮助个性化定制



3.5. 3A游戏是否昙花一现？

DLC加持推动持续盈利，部分厂商已入局3A

据IGN援引外媒消息，《黑神话悟空》即将推出DLC，并且将是《艾尔登法环》的“黄金树幽影”级别的作品。今年6月，“黄金树幽影”在上市3日内销量就突破了500万份。我们认为，随着《黑神话》DLC的推出，还会在未来几年为游戏带来持续的营收，推动国内3A游戏行业市场规模持续扩大。

除此之外，有部分厂商已入局3A。早在游戏科学发布《黑神话》预告片后不久的2021年，游戏公司灵游坊就宣布将在未来5年研发两款在PC/主机为主要平台，以虚幻5制作的大型动作/ARPG游戏：一款为《影之刃》正统续作《影之刃零》，战斗将在3D空间内延续系列的技能链等设计，以武侠电影般的超高速战斗和氛围塑造为特色；另一款为太空开放世界《群星守卫》。并且，公司已经完成了数亿规模的融资，投资方为腾讯。

除此之外，另一家游戏公司灵泽科技也正在开发一款3A游戏——《明末：渊虚之羽》，其将于2025年发售，登陆主机和PC平台，首发加入微软XGP订阅。位于上海的零犀也正在基于虚幻4引擎开发一款3A游戏《失落之魂》，并且获得了腾讯的战略投资。

我们认为，越来越多的游戏公司开始进军3A游戏领域，表明了厂商正在看到国内3A行业的潜力。同时，在多家公司中都有腾讯投资的身影，他们的投资与《黑神话》的成功或将成为国内大厂加速布局的“催化剂”、国内游戏公司坚定制作3A游戏的“强心剂”，我们相信未来将会有更多3A游戏涌现。

图：《影之刃零》实机演示



图：《明末：虚渊之羽》2025发售



3.6. 国产3A游戏市场空间有多大？

从中国下载制PC、主机玩家规模来看，潜力未被完全激发

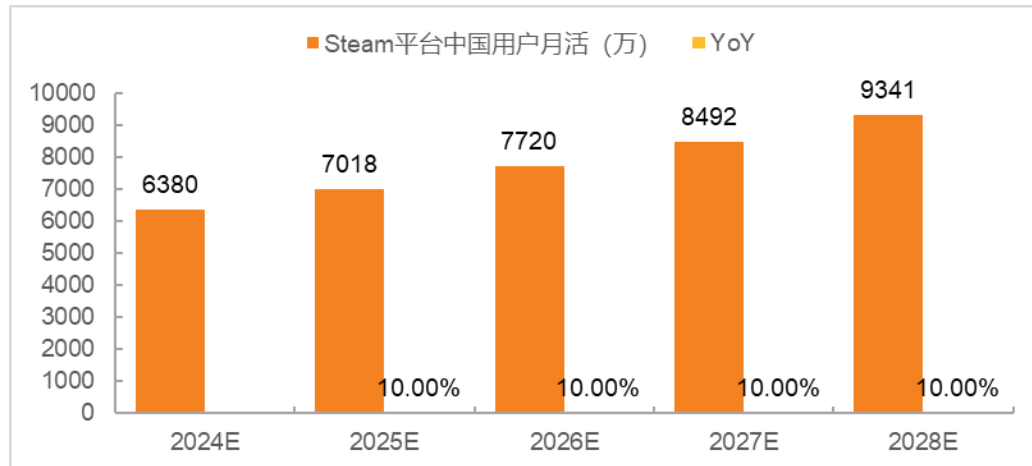
根据波兰发布的《针对中国市场的游戏开发商指南》，使用中文的Steam客户端数量进行统计，预估2023年国内steam用户月活在5500万左右。而根据前述的《黑神话》销量来看，目前Steam平台上售出的2070万份中大约有1865万份是由中国玩家购买，但距离5500万的国内Steam用户月活还有极大的差距。

从主机端来看，根据音数协主机游戏报告数据，2022年底国内主机游戏用户规模约893.54万人，实际销售收入23.53亿元；2023年主机市场收入28.93亿元。此前《黑神话》PS5平台上已确认300万销量，根据GameDiscoverCo的估算，约有200万名《黑神话：悟空》的PS5玩家位于中国，但与2022年底近900万的国内主机游戏用户规模相比亦有较大差距。

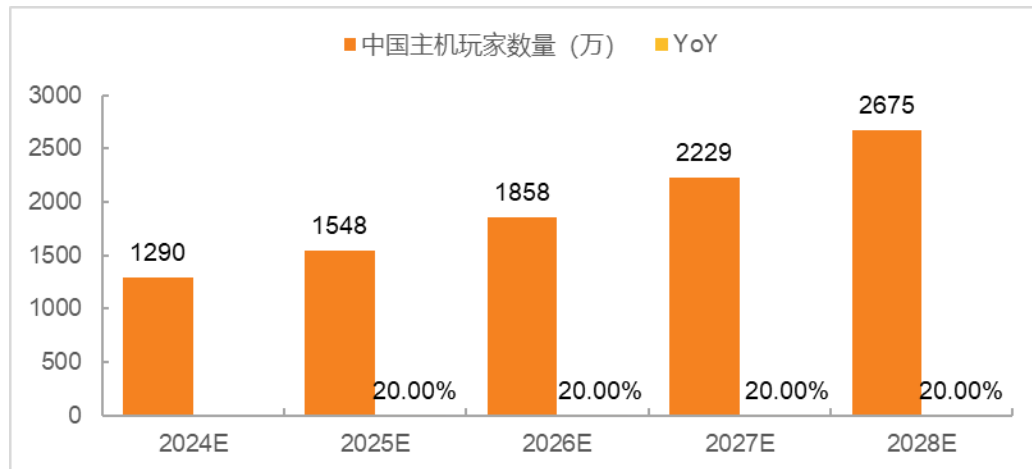
同时，《黑神话》不仅尚未完全激发国内3A游戏的市场潜力，也正在扩大3A游戏的市场规模。《中国经营报》记者从苏宁易购方面获悉，截至《黑神话：悟空》发售的首个周末，其上海线下门店PS 5已断货，索尼PlayStation天猫官方旗舰店的PS 5主机成交量近一周同比增长超100%，连续4天成为电玩设备成交TOP 1爆款。相似的情况也出现在装机市场上：游戏上线当天，电脑组件品类销售同比增长120%，其中显卡品类成交金额同比增长200%，组装机品类成交金额同比增长超150%。

我们认为，目前中国3A游戏市场的潜能还未被完全激发，一是由于购买《黑神话》的中国用户占Steam、主机用户比重相对不高，可能是对游戏尚在观望之中，随着游戏品质过关、展现了极佳的口碑，中国用户购买量或将持续增长；同时《黑神话》爆火推动主机、高端显卡销量暴涨，有望进一步扩展3A游戏玩家外延，扩大市场规模。因此，我们预测Steam平台中国用户月活在2024年底达到6380万，且2024-2028年的CAGR为10%；中国主机游戏用户在2024年底达到1290万，且2024-2028年的CAGR为20%。整体市场空间较大。

图：2024-2028 Steam平台中国用户月活（万）



图：2024-2028 中国主机玩家数量（万）



4

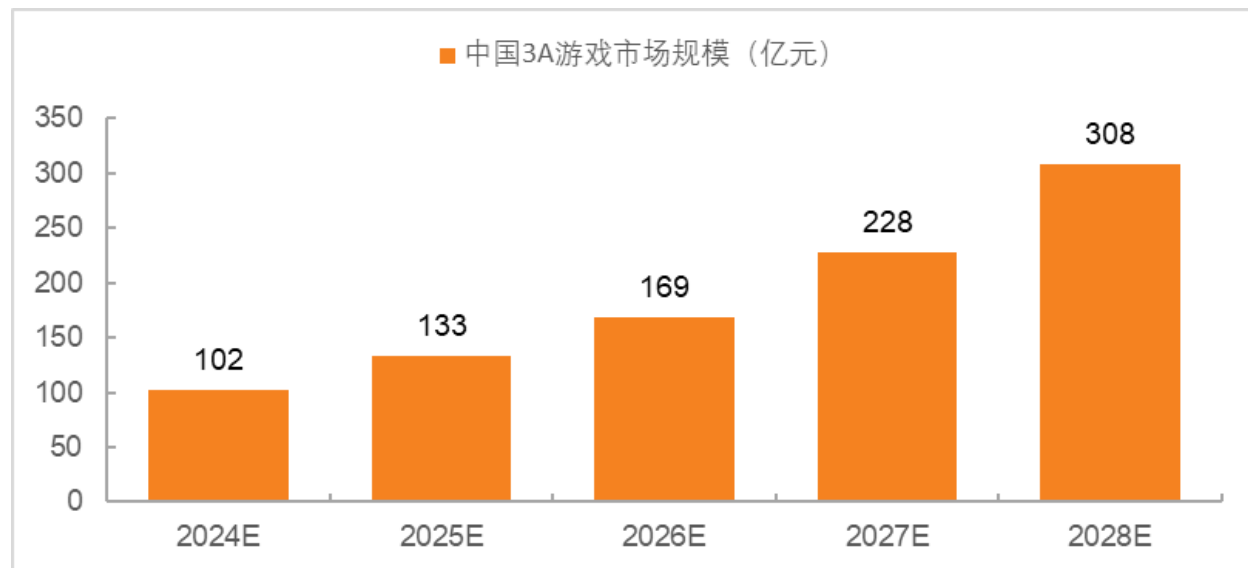
展望——大势所趋，未来已来

4.1. 展望——大势所趋，未来已来

我们认为，从《黑神话》本身来看，由于其首款国产3A的里程碑意义以及本身过硬的品质、游戏文化同船出海的深远意义，其对于中国游戏市场而言已具有《使命召唤4》、《GTA5》等游戏对于美国游戏市场而言相似的意义；从国内市场条件来看，曾经对国产3A游戏的质疑如今已能够得到解答，市场条件趋于成熟。因此，中国未来3A游戏市场或将迎来较大幅度增长。

我们预测，2024年全年《黑神话》全平台销量或将达到3000万份。根据VG Insights截至2024年9月25日的数据，在Steam平台上游戏卖出2070万份，收入9.92亿美元，因此我们以平均每套游戏售价340元进行计算，可得**2024年全年中国3A游戏规模达到102亿元**。2025-2026年，我们预计《黑神话》将有两部DLC分别上线，我们预测每部DLC定价150元，取得1200万的老玩家转化，收入达到18亿；同时《黑神话》本体每年能够再取得500万左右销量，收入17亿元。同时，对于其他3A游戏，关键假设是：1) 每年上线1-2款3A及准3A PC买断制新游，每部销量约为2000万份，3A单价约为300-360元，准3A单价约为180-220元，2) 次年上线的DLC可以继续转化20%-40%的老玩家，定价约为100-150元。基于此，**我们预计2025年3A游戏市场规模达到133亿，2026年达到169亿。2027-2028年，考虑到5G、云游戏、虚拟现实（VR）技术的进展，以及硬件设备的性能提升，市场可能在2027年之后加速增长。同时，预计游戏科学届时将有望推出新的3A游戏作品。我们预测每年年增长率达到35%，2027年达到228亿，2028年达到308亿。**

图：2024-2028中国3A游戏市场规模（亿元）



5. 风险提示

1. 中国厂商3A游戏制作进度不及预期。
2. 中国厂商制作3A游戏积极性不及预期。
3. 国内游戏行业政策出现较大变化。
4. 相关测算基于3A游戏预期发布假设得出，存在变动风险，仅供参考。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS