

游戏行业系列深度（五）

Party Game，成长赛道：用社交裂变撬动玩法创意杠杆，用长线运营打开商业化潜力

核心观点：

- **Party Game：起源于玩法创新，以休闲创意吸引用户；发扬于社交与长线玩法闭环。**我们最核心的观点在于 **Party Game 长线化手游** 是一个存在成长机会的游戏细分赛道。在过去的买断制游戏市场，像《超级马力欧派对》与《糖豆人》等 Party Game 游戏以玩法出圈，吸量能力突出，但长线运营与商业化稍显不足。而这几年我们关注到的一大趋势是，擅长长线运营的中国游戏厂商，正在用社交裂变的方式放大 Party Game 的传播杠杆（暑期、春节效应明显），用竞技/UGC 内容闭环长线玩法，诞生出了《蛋仔派对》、《第五人格》、《超自然行动》、《元梦之星》、《心动小镇》、《暴吵萌厨》等出圈商业化运营产品；打开新的商业化天花板。
- **Party Game 成功并不简单：前端看直播等行为推动用户裂变，长线考验 UGC+竞技化闭环。** Party Game 并非全新概念，而是全球范围内发展已久的玩法；但过去买断制框架的 Party Game 却难以实现长线化，当下我们认为 Party Game 焕发全新生机的因素还是在于其于中国游戏厂商所擅长的商业化+运营结合后的化学反应。但要达成这样的结果却并不是一件容易的事情，我们认为当下爆火的 Party Game 方法论可以拆解为前端社交获量，放大休闲玩法核心优势。后端长线运营为深挖玩法潜力，通过 UGC 与竞技闭环长线目标。一旦成功耦合，也就诞生了类似《蛋仔派对》这样潜力极大的强商业化出圈产品。
- **《超自然行动组》增长迅速，Party Game 又一新秀。**作为组队题材产品，《超自然行动组》具备典型的 Party Game 核心特征，即多人协作的社交裂变性、低门槛的休闲娱乐性及强内容消耗潜力，其增长趋势迅速，值得重点关注。我们认为，Party Game 的爆发增长高度依赖暑期/春节等社交场景，而《超自然行动组》通过“四人组队探险”模式天然形成社交传播链条，如果能在抖音/B 站等平台中出现“爆点”，实现游戏扩散，有望进一步扩大产品影响力，实现用户高增长。该产品具备较高潜力，今年暑期节点下，值得重点关注。
- **投资建议：**我们认为 Party Game 是一个仍在成长的红利赛道，是中国游戏团队成熟运营商业化改造能力与创意玩法完美耦合后说释放出来的全新成长机会。值得一提的是，我们同样认为 Party Game 的手游化长线运转是一条知易行难的路，拥有成熟产品方法论和认知的公司实际上是稀缺的。当下整体推荐具备丰富 Party Game 运营经验，《蛋仔派对》等多款产品表现突出的网易、大 DAU 产品运营经验丰富的腾讯；关注有潜力跑通 Party Game 方法论的巨人网络等。
- **风险提示。**用户留存不及预期、政策监管趋严、IP 联动效果分化、竞品挤压市场。

行业评级

买入

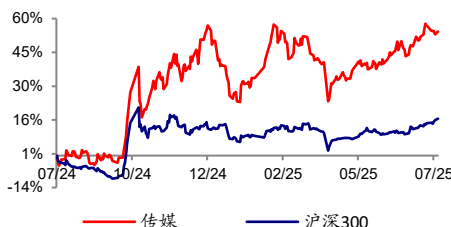
前次评级

买入

报告日期

2025-07-22

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

分析师：

廖志国



SAC 执证号：S0260525060001



15201876785



liaozhiguo@gf.com.cn

分析师：

章驰



SAC 执证号：S0260523080001



021-38003814



gfzhangc@gf.com.cn

请注意，廖志国、章驰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

全球 IP 龙头公司观察：塑造偶像 2025-07-21

像的三丽鸥：角色 IP 何以长青？

互联网传媒行业：市监局要求 2025-07-20

平台企业理性竞争，景气度继续看好游戏与 IP 衍生品

传媒行业·AI 周度跟踪之二十六：OpenAI、Minimax 更新 2025-07-20

Agent 功能，美图推出 AI 智能体 RoboNeo

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
横店影视	603103.SH	人民币	17.37	2025/4/17	买入	16.73	0.48	0.56	36.19	31.02	12.63	11.46	21	20
芒果超媒	300413.SZ	人民币	22.05	2025/4/28	买入	27.88	1.06	1.27	20.80	17.36	4.50	4.31	9	11
万达电影	002739.SZ	人民币	11.58	2025/7/16	买入	13.76	0.46	0.65	25.17	17.82	8.29	6.72	13	15
新媒股份	300770.SZ	人民币	40.83	2025/5/2	买入	55.20	3.07	3.26	13.30	12.52	7.69	7.33	18	18
蓝色光标	300058.SZ	人民币	6.62	2025/4/28	买入	9.09	0.17	0.22	38.94	30.09	17.75	18.49	5	6
完美世界	002624.SZ	人民币	14.44	2025/7/15	买入	18.13	0.44	0.91	32.82	15.87	24.05	10.68	12	20
神州泰岳	300002.SZ	人民币	12.61	2025/4/28	买入	13.65	0.63	0.73	20.02	17.27	12.39	9.87	15	15
吉比特	603444.SH	人民币	326.99	2025/4/23	买入	248.04	13.78	16.03	23.73	20.40	8.75	7.62	19	21
三七互娱	002555.SZ	人民币	16.79	2025/4/21	买入	24.38	1.35	1.51	12.44	11.12	8.79	7.77	22	24
恺英网络	002517.SZ	人民币	18.57	2025/7/1	买入	25.16	1.05	1.11	17.69	16.73	15.48	12.66	27	23
分众传媒	002027.SZ	人民币	7.56	2025/6/30	买入	8.31	0.39	0.43	19.38	17.58	11.18	10.74	32	35
华策影视	300133.SZ	人民币	7.71	2025/4/18	买入	8.54	0.24	0.27	32.13	28.56	20.85	18.44	6	6
新经典	603096.SH	人民币	18.71	2025/4/23	买入	22.81	0.91	0.98	20.56	19.09	12.86	12.05	7	8
山东出版	601019.SH	人民币	9.10	2025/4/30	买入	12.58	0.79	0.83	11.52	10.96	7.07	6.08	10	10
中南传媒	601098.SH	人民币	13.19	2025/4/26	买入	17.30	0.96	1.00	13.74	13.19	5.67	4.88	11	11
中信出版	300788.SZ	人民币	31.85	2025/4/26	买入	36.55	1.04	1.18	30.63	26.99	17.11	15.68	9	9
凤凰传媒	601928.SH	人民币	11.24	2025/4/29	买入	14.21	0.89	0.90	12.63	12.49	11.15	10.37	11	11
皖新传媒	601801.SH	人民币	6.92	2025/4/29	买入	8.87	0.44	0.48	15.73	14.42	4.27	3.54	8	8
浙数文化	600633.SH	人民币	13.93	2025/6/6	买入	15.73	0.52	0.60	26.79	23.22	14.71	12.60	6	7
华立科技	301011.SZ	人民币	27.88	2025/3/31	买入	30.33	0.67	0.87	41.61	32.05	16.12	13.22	12	13
泡泡玛特	09992.HK	港元	245.40	2025/6/20	买入	286.60	6.21	7.64	36.01	29.27	26.00	20.80	49	40
猫眼娱乐	01896.HK	港元	7.70	2025/3/31	买入	9.52	0.59	0.70	11.89	10.02	9.90	7.30	7	8
大麦娱乐	01060.HK	港元	1.26	2024/11/22	买入	0.65	0.02	0.03	57.41	38.27	8.90	5.10	4	5
阅文集团	00772.HK	港元	30.50	2025/3/19	买入	30.94	1.29	1.51	21.55	18.41	22.00	17.00	5	5
腾讯控股	00700.HK	港元	521.50	2025/7/10	买入	606.78	28.00	31.16	16.97	15.25	14.90	13.60	23	22
美团-W	03690.HK	港元	130.80	2025/6/2	买入	179.63	6.62	9.20	18.00	12.95	13.26	11.07	18	21
哔哩哔哩	BILI.O	美元	25.20	2025/5/29	买入	28.20	0.81	1.03	31.24	24.42	14.00	10.00	4	5
哔哩哔哩-W	09626.HK	港元	196.40	2025/5/29	买入	220.75	6.33	8.10	31.02	24.25	14.00	10.00	4	5
网易	NTES.O	美元	136.12	2025/5/19	买入	139.87	8.01	8.39	17.00	16.22	10.19	9.06	21	18
网易-S	09999.HK	港元	215.60	2025/5/19	买入	218.39	12.57	13.18	17.15	16.36	10.19	9.06	21	18
腾讯音乐	TME.N	美元	21.43	2025/6/12	买入	19.28	0.80	0.94	26.84	22.74	1.95	1.69	14	15
腾讯音乐-SW	01698.HK	港元	83.80	2025/6/12	买入	75.67	3.13	3.70	26.75	22.66	1.95	1.69	14	15
阿里巴巴	BABA.N	美元	120.23	2025/7/11	买入	121.77	8.70	10.69	13.82	11.24	11.90	9.40	11	12
阿里巴巴-W	09988.HK	港元	117.90	2025/7/11	买入	127.79	8.53	10.49	13.81	11.24	11.90	9.40	11	12
京东集团	JD.O	美元	33.92	2025/5/14	买入	45.11	3.78	4.21	8.97	8.06	3.60	3.30	17	15
京东集团-SW	09618.HK	港元	130.90	2025/5/14	买入	165.90	14.85	16.52	8.82	7.93	3.60	3.30	17	15
百度集团	BIDU.O	美元	87.81	2025/6/1	买入	98.00	9.65	10.21	9.10	8.60	3.00	3.00	7	6
百度集团-SW	09888.HK	港元	86.75	2025/6/1	买入	96.00	9.47	10.01	9.17	8.66	3.00	3.00	7	6

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（注：哔哩哔哩、网易、腾讯音乐、阿里巴巴、京东、百度的 EPS 单位为美元/ADS，哔哩哔哩-W、网易-S、腾讯音乐-SW、阿里巴巴-W、京东集团-SW、百度集团-SW 的 EPS 单位为港元/股。）

目录索引

一、PARTY GAME: 以创意玩法为核心, 以社交为杠杆撬动传播; 以竞技与 UGC 内容闭环长线.....	6
(一) PARTY GAME: 起源于玩法创新, 以休闲创意吸引用户; 发扬于社交与长线玩法闭环。.....	6
(二) 社交裂变推动用户破圈, 暑假为春节通常为重要窗口.....	8
(三) PARTY GAME 成功并不简单: 前端看直播等行为推动用户裂变, 长线考验 UGC+竞技化闭环.....	10
二、《超自然行动组》增长迅速, PARTY GAME 又一新秀.....	21
三、投资建议.....	24
四、风险提示.....	25

图表索引

图 1: 全球移动游戏下载量分品类占比.....	7
图 2: 中国移动游戏下载量分品类占比.....	7
图 3: 2022 年 12 月手机游戏 APP 行业月活跃用户规模 TOP10 (万人)	7
图 4: 头部游戏 MAU (万人), 蛋仔派对 MAU 显著高于其他产品	7
图 5: 不同游戏按年龄分布的 TGI 指数	8
图 6: 不同游戏的性别分布	8
图 7: 2022 年 5 月-2023 年 4 月蛋仔派对 MAU (万人)	9
图 8: 2022 年 5 月-2023 年 4 月蛋仔派对免费榜排名	9
图 9: 蛋仔派对暑期&春节活动更新节奏	10
图 10: 《Among us》 Steam 同时在线用户数 (人)	11
图 11: 《糖豆人》 Steam 同时在线用户数 (人)	11
图 12: 《Among us》 Twitch 直播观看人数及实时在线玩家人数时间推移变化 (人)	11
图 13: 《糖豆人》 Twitch 直播观看人数变化 (人)	11
图 14: 《鹅鸭杀》 Steam 实时在线玩家人数时间推移变化 (人)	12
图 15: 《鹅鸭杀》哔哩哔哩最高播放视频情况.....	12
图 16: 《蛋仔派对》活跃用户数量 (左轴) 及 iOS 收入规模 (右轴)	13
图 17: 《蛋仔派对》活跃用户数量 ARPU	13
图 18: 《蛋仔派对》UGC 玩法	13
图 19: 《蛋仔派对》创作者生态与激励.....	14
图 20: 中国电子竞技产业实际用户规模.....	15
图 21: 中国电子竞技产业收入构成	15
图 22: 网易运营分析第五人格赛事原因	15
图 23: 网易电竞 IP 化路径	15
图 24: 《第五人格》赛事及战队列表	16
图 25: 《第五人格》角色 EP.....	18
图 26: 《第五人格》衍生动画	18
图 27: 2025 上半年游戏行业联名活动次数	18
图 28: 第五人格官网周边产品	19
图 29: 《第五人格》及《球球大作战》每下载收入 (美元)	20
图 30: 《超自然行动组》玩法	21
图 31: 《超自然行动组》昆仑秘境地图场景	22
图 32: 《超自然行动组》皮肤设计	22
图 33: 《超自然行动组》同人社区	22
图 34: 《超自然行动组》免费榜排名	23
图 35: 《超自然行动组》畅销榜排名	23

表 1: 部分典型 Party Game 及其玩法介绍	6
表 2: 《蛋仔派对》营销复盘	9
表 3: 第五人格高频率 IP 联动	16
表 4: 京东-网游周边热卖榜总销售趋势（截至 2024 年 11 月 18 日）	19
表 5: 京东《第五人格》官方周边销量（截至 2024 年 11 月 18 日）	19
表 6: 《超自然行动组》主要玩法介绍	21

一、Party game: 以创意玩法为核心, 以社交为杠杆撬动传播; 以竞技与 UGC 内容闭环长线

(一) Party Game: 起源于玩法创新, 以休闲创意吸引用户; 发扬于社交与长线玩法闭环。

在我们看来, 广义的Party Game (亦称派对游戏) 是一种起源于现实Party Game衍生的团队游戏。Party Game通常以休闲娱乐为核心目标, 有多位玩家参与, 并具备较强的互动性; 过去十年steam以及主机平台涌现了大量以玩法创意和轻松为核心的Party Game。典型的Party Game包括《超级马力欧派对》、《糖豆人》、《谁是卧底》、《胡闹厨房》等。而后在此基础上又衍生了许多加强对抗属性的Party Game, 例如《致命公司》、《黎明杀机》等。这些游戏虽然题材偏向非休闲风格, 但其组队玩法、用户行为与Party Game较为相似, 本文将类似游戏也作为广义的Party Game (以玩法创意为核心的组队游戏) 进行讨论。

在买断制游戏市场, 这些游戏以玩法出圈, 吸量能力突出但长线运营与商业化稍显不足。而这几年我们看到的一大趋势是, 擅长长线运营的中国厂商, 正在用社交裂变的方式放大Party Game的传播杠杆, 用竞技/UGC内容闭环长线玩法, 诞生出了《蛋仔派对》、《第五人格》、《超自然行动》、《元梦之星》、《心动小镇》、《暴吵萌厨》等出圈商业化运营产品。

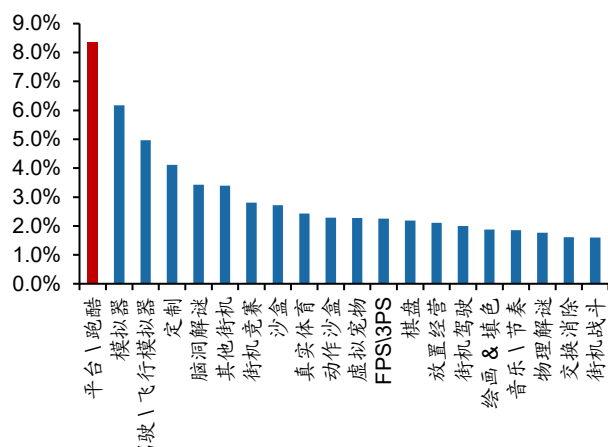
表 1: 部分典型Party Game及其玩法介绍

产品名称	上线平台	发行商	玩法介绍
超级马力欧派对: 空前盛会	Switch	任天堂	4 人同屏竞赛, 包含 110+ 小游戏, 如节奏烹饪、协作运球, Joy-Con 体感操作欢乐十足
胡闹厨房	PC、PS、Xbox、Switch	Team17 Digital	团队合作经营厨房, 分工切菜、煮食、上菜, 混乱中避免起火或订单超时
糖豆人	PC、PS、Xbox、Switch	Mediatonic	60 人线上竞技, 通过障碍赛、团队抢夺战等迷你游戏淘汰对手, 最终争夺皇冠
LEGO Party!	PC、PS、Xbox、Switch	Fictions	乐高角色 + 马里奥派对玩法, 60 个小游戏在乐高主题场景中竞争收集金砖, 支持 4 人本地 / 在线
Party Animal	PC	Source Technology	这是一款基于物理的多人 Party Game。选择你喜欢的小动物角色, 和朋友们一起挑战其他玩家, 或者展开激烈的对决吧!
谁是卧底	移动	——	玩家分得相似词语, 卧底需隐藏身份, 其他人通过描述推理投票淘汰卧底
Among Us	移动、PC	Innersloth LLC	4-10 人合作修飞船, 内鬼暗中破坏, 船员通过任务进度和讨论揪出内鬼
揍击派对	PC	Rebuilt Games	一款支持 4-8 位玩家的在线和本地多人 Party Game。Pummel 好友或 AI 可以在图板模式下使用各种各样荒唐爆笑物品, 在独特的迷你游戏合集中相互竞争, 摧毁友谊。
人类一败涂地	PC	Curve Games	软体角色合作解谜, 搬运重物、摆荡绳索, 物理引擎引发滑稽场面
致命公司	PC	Zeekerss	4 人太空拾荒, 合作收集物资并躲避怪物, 恐怖与搞笑并存
蛋仔派对	移动	网易	《蛋仔派对》是一款拥有 5 亿玩家的国民原创乐园游戏。在这里, 你将化身 Q 萌的蛋仔, 在盲盒机背后的神秘世界——蛋仔岛, 展开一段奇妙的闯关之旅。
元梦之星	移动	腾讯	《元梦之星》是一款轻松社交 Party Game, 玩家们可以化身星宝, 体验纯粹的游玩乐趣, 收获简单的快乐。无论 i 人 e 人, 都能轻松找到属于自己的社交方式。
超自然行动组	移动	巨人网络	一个人玩是恐怖游戏, 两个人玩是冒险游戏, 三个人玩是寻宝游戏, 四个人玩是搞笑游戏, 《超自然行动组》作为首款多人组队欢乐恐怖游戏, 为你和你的朋友带来多种多样的游戏体验, 快叫上你的“损友们”开展一场惊险刺激但又欢乐的冒险之旅!

数据来源: Steam, Epic, App Store, TapTap, 小黑盒, 广发证券发展研究中心

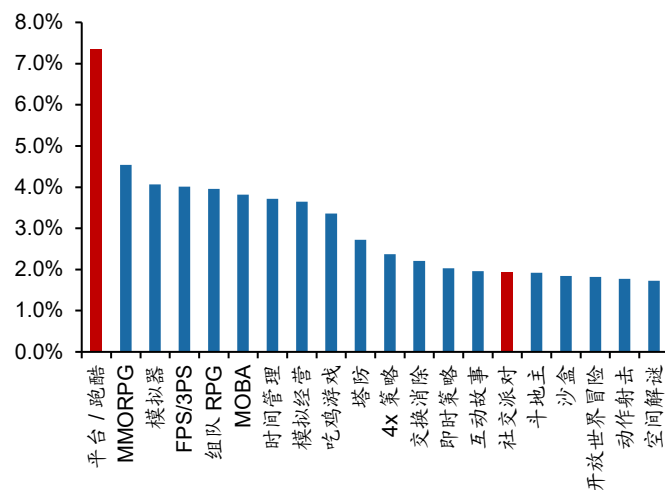
Party Game最大的优势是其休闲属性+玩法创新，低门槛+有趣使得其用户群体广泛。根据Sensor Tower报告，《蛋仔派对》等Party Game所属的平台/跑酷类产品的全球下载量占比位居行业第一。在中国大陆，平台/跑酷类产品（包含《蛋仔派对》等典型Party Game）下载量占比达到7.34%；社交派对品类下载量占比达到1.93%。该品类下载量占比明显高于其他品类，具备广泛的用户基础。

图 1：全球移动游戏下载量分品类占比



数据来源：Sensor Tower，广发证券发展研究中心

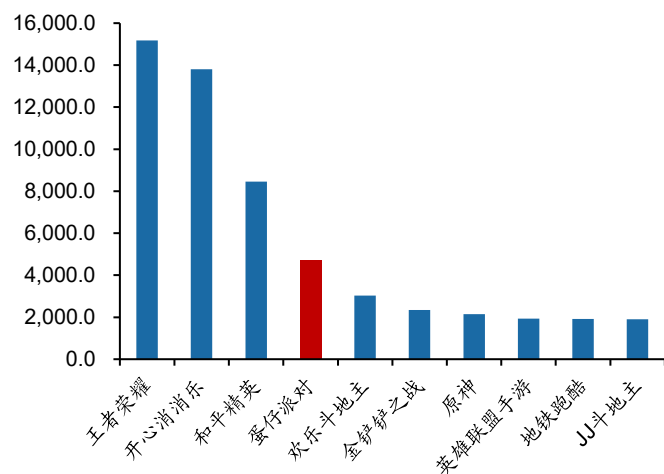
图 2：中国移动游戏下载量分品类占比



数据来源：Sensor Tower，广发证券发展研究中心

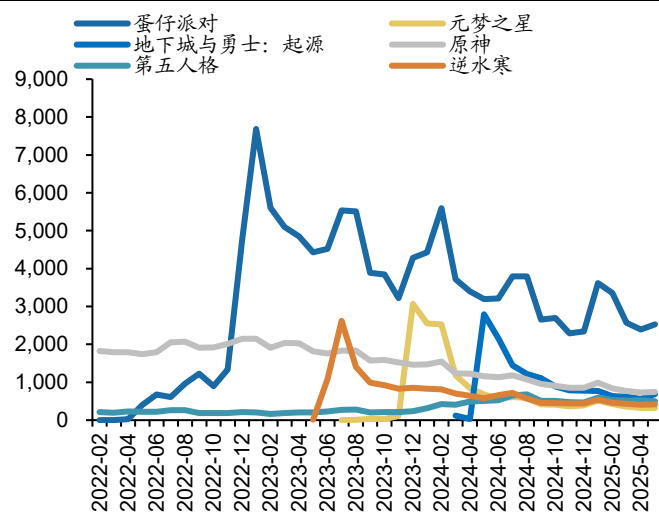
从用户活跃来看，头部Party Game具备较高的峰值MAU。在上线后的高峰期，Party Game的用户总量在游戏品类中占比明显偏高。以《蛋仔派对》为例，根据Quest Mobile，其峰值MAU达到7684万，明显超过具备同样收入表现的竞品。在2022年其用户活跃出现明显高峰，至2022年底，其月活仅次于《王者荣耀》、《开心消消乐》及《和平精英》。商业化的Party Game游戏把其易上手的特性与社交裂变结合，在用户群上存在明显优势。

图 3：2022年12月手机游戏APP行业月活跃用户规模TOP10（万人）



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

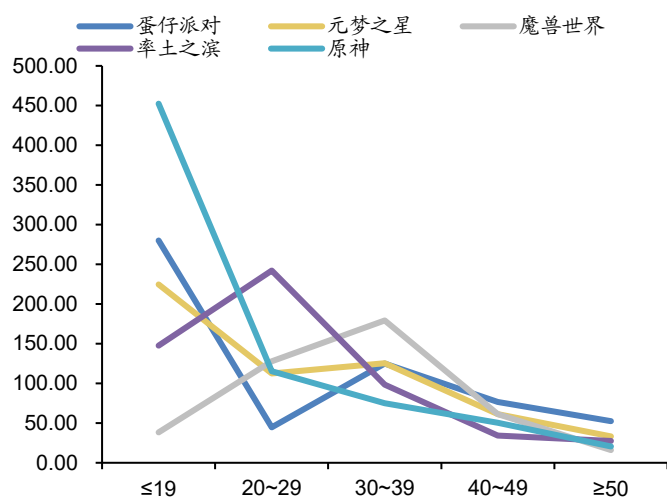
图 4：头部游戏MAU（万人），蛋仔派对MAU显著高于其他产品



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

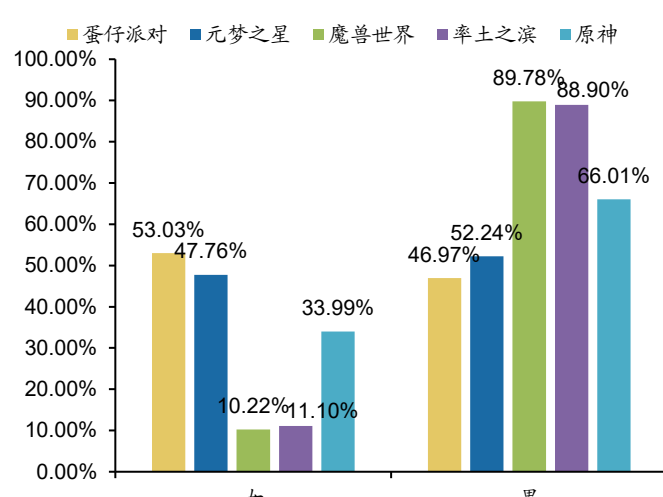
从用户画像看Party Game的主要用户群体为年轻用户，成为了当下年轻人的潮流之选。以蛋仔派对、元梦之星等为例，其百度TGI指数在19岁及以下人群中最高，显示年轻用户对该品类较为感兴趣。在性别分布上，相较于MMO或者SLG等重度品类，Party Game的用户群体与二次元用户类似，更加偏向年轻用户；是一个相对年轻的赛道。

图 5：不同游戏按年龄分布的TGI指数



数据来源：百度指数，广发证券发展研究中心

图 6：不同游戏的性别分布



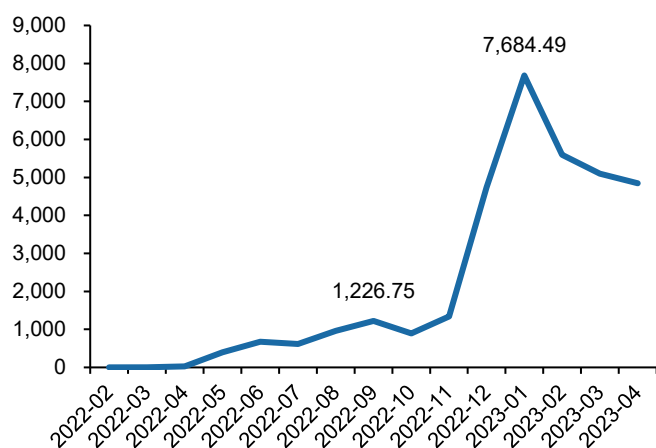
数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

（二）社交裂变推动用户破圈，暑假为春节通常为重要窗口

复盘Party Game的增长路径，我们认为暑期及春节是相关游戏增长的重要节点。以《蛋仔派对》为例，从用户活跃的变化可以看出，其主要增长驱动来自暑期及春节两个时间点。在暑期，产品逐步实现自身种子用户积累，暑期MAU达到1227万。而在春节，则形成了产品的社交爆发：MAU爆发式增长，新进用户数量大幅提升，产品在2022年11月-2023年2月，持续在 iOS 免费榜保持靠前位置。

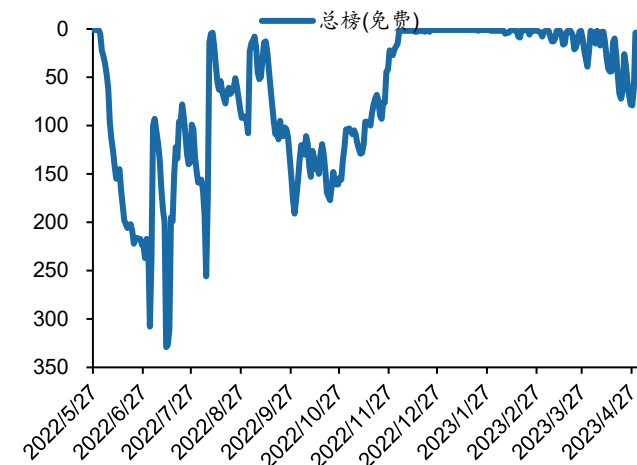
我们认为核心因素在于重大假期窗口，年轻用户存在巨大的组队休闲需求；Party Game很好的承接了这一需求。因此大量Party Game通常都在假期完成用户的跃升。而能否承接这波用户则取决于产品的核心玩法选择、社交裂变的传播手法、长线竞技与UGC内容的完善程度。

图 7：2022年5月-2023年4月蛋仔派对MAU（万人）



数据来源：Quest mobile，广发证券发展研究中心

图 8：2022年5月-2023年4月蛋仔派对免费榜排名



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

从产品的营销来看，根据Dataeye对《蛋仔派对》的复盘，该产品总体依赖事件营销及效果营销，且主要在重要时间窗口加大投放。一方面，通过抖音直播等达人活动提升流量获取效率，从而实现用户的持续增长及种子用户积累，另一方面通过多种联动获得持续获客，最终完成破圈，实现用户的大规模增长。

表 2：《蛋仔派对》营销复盘

	7-9 月	11 月下旬	12 月上旬
时间 & 契机	暑假	——	宅家经济
营销 & 传播	联动吾皇猫、MeetFresh 鲜芋仙、杭州湾融创水世界	抖音、快手原生视频“起量”	抖音直播数开始增加，接入网易云音乐，联动 Gon 的早獭、绿箭
	持续做效果型达人营销（视频 + 直播）		
产品 & 运营	玩法：低门槛、赛季制、DIY 地图等；爽点：喜剧感、Q 萌感、社交对抗、公平自由；玩法与爽点是验证过的		
	——	——	美食盲盒、音乐元素活动 / 新赛季承接流量
用户 & 受众	两次破圈，从 Z 世代 / 学生党→中青年（其中女玩家多，是破圈基础）		

资料来源：DataEye，广发证券发展研究中心

在内容及活动层面，《蛋仔派对》上线早期产品版本更新频率相对较快，通常在4-5周迭代一个版本，在春节等活动高峰期，版本更新更加频繁。在通常情况下，一个大活动包含3-4个小版本更新，蛋仔派对在2023年春节期间迭代了8个小版本，持续优化玩家体验。

图 9：蛋仔派对暑期&春节活动更新节奏



数据来源：APP Store，广发证券发展研究中心

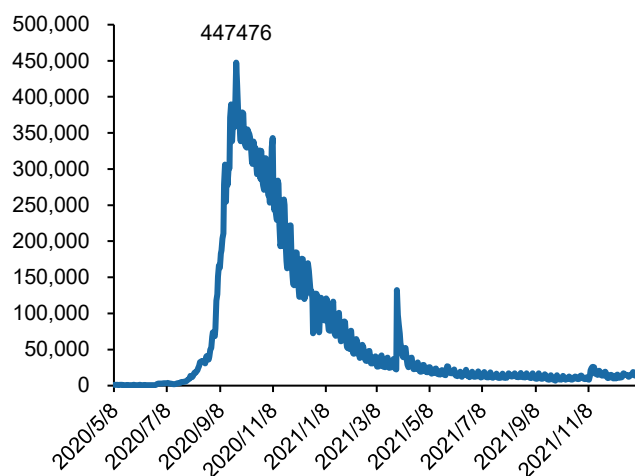
（三）Party Game 成功并不简单：前端看直播等行为推动用户裂变，长线考验 UGC+竞技化闭环

Party Game并非全新概念，而是全球范围内发展已久的玩法；但过去买断制框架的Party Game却难以实现长线化，当下我们认为Party Game焕发全新生机的因素还是在于其于中国游戏厂商所擅长的商业化+运营结合后的化学反应。但要达成这样的结果却并不是一件容易的事情，我们认为当下爆火的Party game方法论可以拆为前端社交获量，放大玩法核心。后端长线运营为深挖玩法潜力，UGC与竞技闭环长线目标。

1.前端：低门槛创意玩法+直播推动社交破圈，是Party Game出圈的先决条件

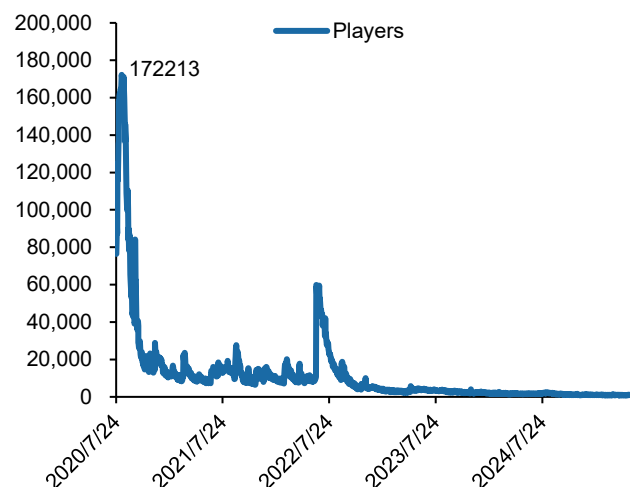
Party Game具备较强的用户社交属性，且相对易上手；叠加直播等社区运营手段后加速了用户裂变，呈现爆发式增长。其峰值具备高增速、高用户量的特点，其中《Among us》同时在线用户峰值达到44.7万，《糖豆人》同时在线峰值达到17万，其裂变速度极快，在2个月左右就实现了用户的高增长。在增长后则出现明显分化，买断制产品一般缺少持续社交运营活动等长期的运营机制，即长线目标的不闭环；通常在用户高峰后出现明显的持续流失。而具备持续运营能力的产品，则有望实现更为长期的留存，同时由于用户单付费能力随着运营而提升，部分产品会出现用户数量下滑，但总体流水保持稳定或有所增长的情况，其释放出的商业化潜力远高于买断制Party Game。

图 10: 《Among us》Steam同时在线用户数 (人)



数据来源: Steamdb, 广发证券发展研究中心

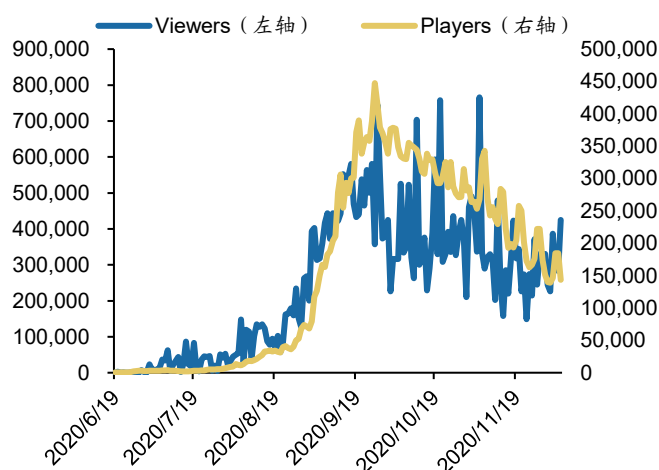
图 11: 《糖豆人》Steam同时在线用户数 (人)



数据来源: Steamdb, 广发证券发展研究中心

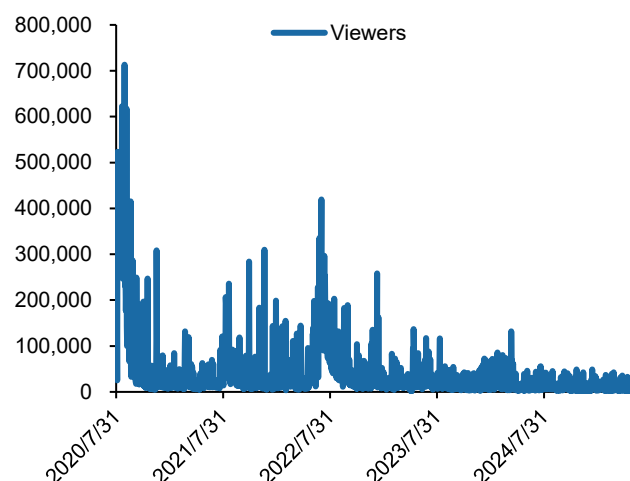
其中直播是Party Game重要的传播及获量媒介。以《Among us》为例，产品最早于2018年上线，上线后玩家相对较少，在2020年7月Twitch平台上该游戏的直播观看用户增长后，可以看到游戏用户数明显提升。而在Steam上销量位居前列的《糖豆人》，也具备较高的直播热度。有趣+易上手的游戏通过直播的形式成功“带货”了一批又一批玩家。

图 12: 《Among us》Twitch直播观看人数及实时在线玩家人数时间推移变化 (人)



数据来源: Steamdb, 广发证券发展研究中心

图 13: 《糖豆人》Twitch直播观看人数变化 (人)

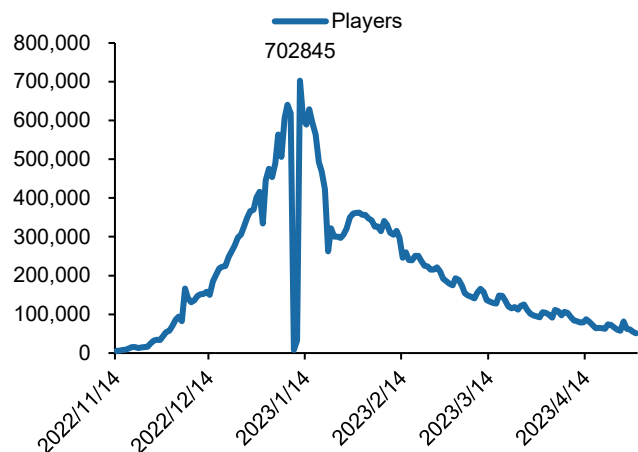


数据来源: Steamdb, 广发证券发展研究中心

而这样的效应在国内同样存在，以《鹅鸭杀》为例，从哔哩哔哩的播放量来看，在《鹅鸭杀》用户数量高增长区间，哔哩哔哩的相关直播内容播放量大幅提升。且从播放内容来看，播放量最高的内容是游戏主播的直播内容，且最高播放量接近3000

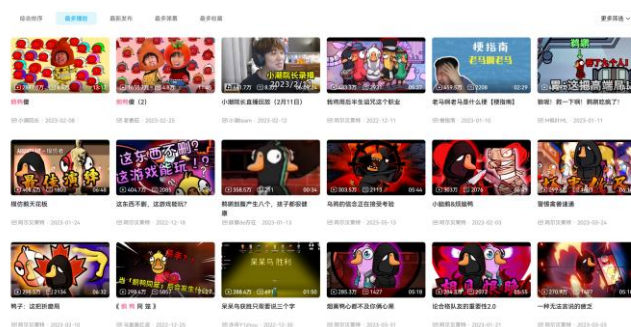
万。我们认为，直播等新兴渠道是Party Game获量的重要方式，有突出直播效果的游戏内容有望吸引大量用户破圈带动更多用户进入，从而推动游戏热度的提升。

图 14: 《鹅鸭杀》Steam实时在线玩家人数时间推移变化（人）



数据来源: Steamdb, 广发证券发展研究中心

图 15: 《鹅鸭杀》哔哩哔哩最高播放视频情况



数据来源: 哔哩哔哩, 广发证券发展研究中心

但这样的传播和Party Game玩法本身的特点分不开关系，即有趣+组队+易上手易传播。且同时Party Game用户ARPU较低，对低成本流量天然具备依赖。我们认为大部分Party Game偏向休闲品类，总体ARPU相对MMO等重度游戏较低，买断制产品的定价通常也低于传统3A大作。因此相比于直接的效果买量，直播带来的低成本自流量非常重要。社区与直播传播即是Party Game最好也可能是唯一的选择。直播内容的观看量和传播度往往先于游戏实际下载量增长，可提前预示用户转化潜力，有望成为Party Game用户规模增长的前瞻指标。对厂商来说，其实就是考验其对用户生态的理解是否到位。

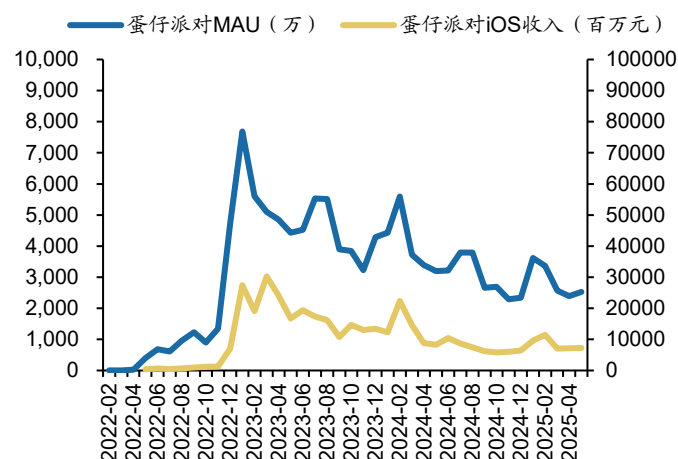
2.长线生态的跑通：从UGC内容与竞技入手进行闭环，爆发出商业化活力

这一轮Party Game手游我们认为最大的机会便来自于长线商业化的跑通，这既是回报最高的路径，也是知易行难的路径；拥有成熟方法论的公司无疑在这一赛道上有更大机会。

为什么长线运营重要？商业化潜力的先决条件。从上面几款产品可以看出，PC端的Party Game通常因为缺少长线运营的能力，在高峰期后出现显著的用户下滑，而在移动端，通过持续的运营迭代，Party Game整体的运营周期明显长于PC端，我们认为其运营要点主要包括UGC内容生态及竞技体系构建(长期有内容可玩OR长期有竞争目标)，为用户提供充足的长期可体验内容，进而实现产品的长周期运营。

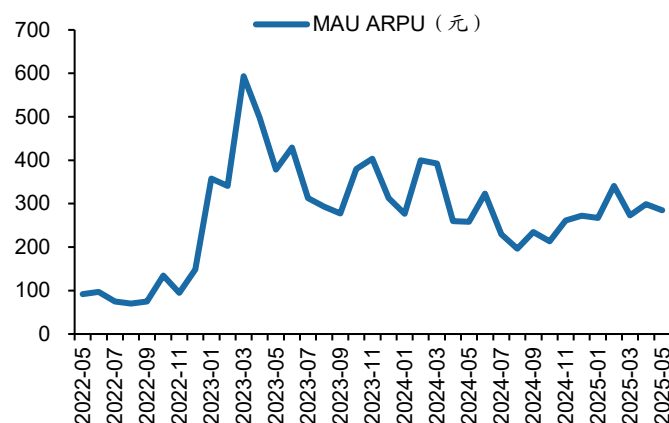
在运营的过程中，随着用户留存时间的延长，产品具备更强的商业化能力，从而带动付费的增长，实现产品流水的稳定；虽然都是以易传播易上手的创意玩法为核心，但其商业化价值不可同日而语。

图 16: 《蛋仔派对》活跃用户数量（左轴）及iOS收入规模（右轴）



数据来源: Sensor Tower, Quest mobile, 广发证券发展研究中心

图 17: 《蛋仔派对》活跃用户数量ARPU



数据来源: Sensor Tower, Quest mobile, 广发证券发展研究中心测算

以《蛋仔派对》为例UGC为用户提供玩法创意和内容供给,满足内容消耗需求,提升用户留存度。《蛋仔派对》的早期玩法脱胎于《糖豆人》,但《糖豆人》爆火后却由于地图数量少,玩家失去兴趣速度极快等原因迅速下行。可《蛋仔派对》中能明显感受到UGC对内容体系的补充。从产品角度,《蛋仔派对》的官方内容更新产能相对有限,但通过UGC内容的参与,显著提升了《蛋仔派对》内容深度,同时通过创作者激励形成了较为完善的创作者生态,从而源源不断地提供更新内容,满足玩家的内容需求并实现用户留存。

图 18: 《蛋仔派对》UGC玩法



数据来源: 游戏日报, 广发证券发展研究中心

完善创作者服务体系，扩大内容产出规模。在UGC体系内，网易在运营中形成了良好的创作者激励体系和创作者服务系统，通过创作者激励持续获得优质内容更新。在活动层面，持续推动月度工匠创作活动鼓励地图制作者，同时给予现金及游戏内激励。在工具端，推出功能完善的PC编辑器，降低创作技术门槛，让创作者能更高效地实现创意，从而显著提升了创作者热情。

图 19: 《蛋仔派对》创作者生态与激励



数据来源：《蛋仔派对》官网，广发证券发展研究中心

推荐机制发现优质UGC内容，完善UGC生态。根据Game Developer报道，《蛋仔派对》的“数字基因库”功能帮助平台构建了玩家的“千维画像”。这些画像包含数千个标签，用于识别玩家的个人属性，包括玩家过去喜欢的内容类型、未来可能感兴趣的方向，具体标签包括“希望体验更具挑战性的地图”“偏好多人玩法”“喜欢解谜等特定类型地图”等。平台通过完善的用户画像提升地图推荐效果，进而改善用户体验。

除推荐系统外，研发人员在GDC会议中还强调了用户发现内容时“第一印象”的重要性。《蛋仔派对》的用户界面会展示地图标题、封面图以及实时玩家数量、点赞量等统计数据。玩家需要在几秒内了解一张地图的内容和热门程度，因此呈现在玩家眼前的最初几秒至关重要。因此优质且匹配的展示效果能提升UGC内容的转化。

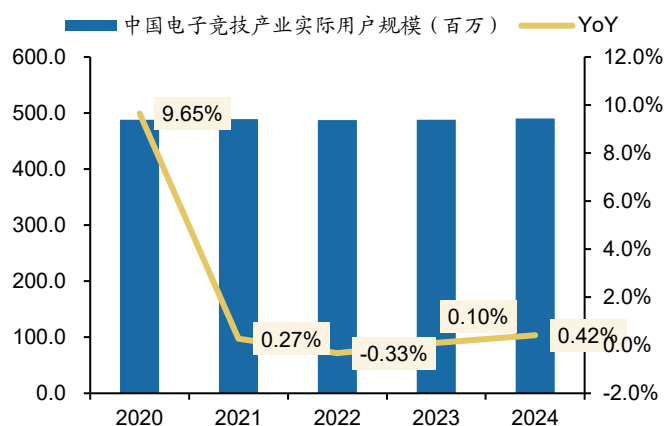
高效的UGC运营大幅提升了《蛋仔派对》的用户及创作者活跃度。根据《蛋仔派对》官方宣布，截至2023年8月31日，游戏内UGC地图数量超过1亿张。丰富且优质的内容供给持续带给玩家新鲜的体验，从而构建了优质的游戏内容消耗循环，延长了用户生命周期。

3. 竞技化运营提升用户参与感，“IP”构筑更大社区认同感

同时我们也发现电竞与直播流量结合紧密，相辅相成。根据伽马数据，2024年，我

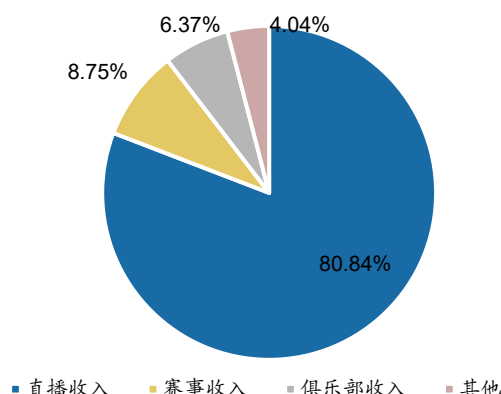
国电子竞技用户规模为4.90亿人，同比增长0.42%。从收入分布来看，直播占比高达80.84%。可以认为，电子竞技与直播流量关联紧密，而直播是Party Game重要的用户增长来源，因此优质的竞技内容、良好的赛事运营能有效提升Party Game的用户规模。

图 20：中国电子竞技产业实际用户规模



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

图 21：中国电子竞技产业收入构成



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心测算

从实际运营表现来看，具备组队性质的产品在运营一定周期后均走向竞技路线，通过电竞等多样化的赛事体系，吸引玩家长时间留存。以具备一定Party Game组队属性的《第五人格》为例，在产品运营达到一定时间后，即开始进行电竞化尝试，通过丰富的赛事体系，提升用户留存率及直播粘性，延长游戏生命周期。根据GameRes报道，网易游戏电竞海外负责人刘璇分享显示，《第五人格》拥有非常独特的美术风格、非常具有特色的世界观，是一款IP属性非常强烈的产品，因此核心矛盾在于，玩家对于IP内容的旺盛需求，以及对于内容质量不妥协导致的产品产能的瓶颈。从解决方案来看主要包括（1）在端外创作平行世界衍生，通过舞台剧及端外的联动等等去衍生创作出平行世界，来满足玩家在线下对于社交和内容的创作需求。（2）在游戏客户端内对于本格IP的演绎和放大，我们可以尝试引导部分创作能力比较强的玩家去自创内容，服务于更广大的玩家群体。在运营层面通过赛事的多样性结果实现平行世界的故事构建，从而形成更加丰富的IP化内容，实现游戏的更长线运营。

图 22：网易运营分析第五人格赛事原因



数据来源：GameRes，网易游戏学堂，广发证券发展研究中心

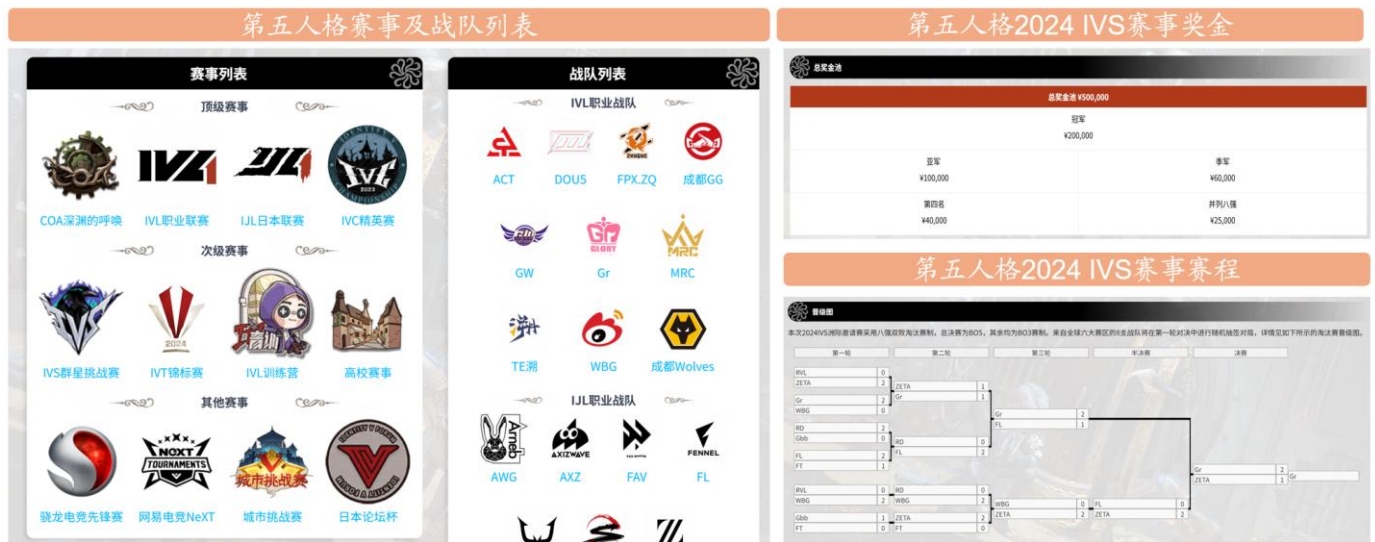
图 23：网易电竞IP化路径



数据来源：GameRes，网易游戏学堂，广发证券发展研究中心测算

从实际落地来看，网易《第五人格》电竞已经包含四大顶级赛事，八大次级赛事和17个职业战队的体系构建，赛程体系成熟，同时有丰富的赛事奖金，实现了电竞赛事运营的常态化。为运营层面的IP构建和内容供给提供了基础。

图 24: 《第五人格》赛事及战队列表



数据来源：哔哩哔哩游戏百科，广发证券发展研究中心

“IP”构建提升用户付费意愿，强化产品商业化能力。从长线运营的产品来看，具备更强“IP”构建能力的产品有望实现更高的单用户收入。以《第五人格》为例，产品通过持续的联动，提升IP用户的关注度。《第五人格》从开服起就进行了持续性的IP联动，根据哔哩哔哩游戏百科统计，从开服至 2025年7月，产品合计联动40多次，范围包括恐怖类题材伊藤润二系列；二次元产品女神异闻录、名侦探柯南、非人哉等；潮玩IP三丽鸥等。IP联动内容丰富，容易吸引相关用户。

表 3: 第五人格高频率IP联动

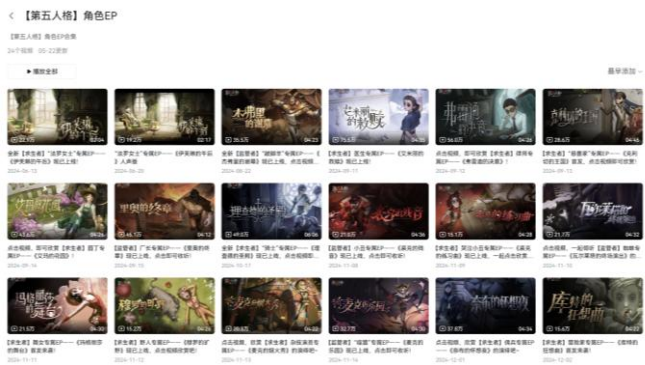
活动名称	持续时间	可获得物品	活动名称	持续时间	可获得物品
动物世界联动	2018年6月21日-2018年7月17日	时装、电影票	肯德基联动（第二弹）	2023年4月17日-2023年5月10日	时装、家具
伊藤润二惊选集联动（第一弹）	2018年12月20日-2019年1月3日	时装、随身物品等	镰田光司联动（第二弹）	2023年4月27日-2023年5月17日	时装、家具等
疯狂的外星人联动	2019年1月31日-2019年2月21日	时装、随身物品等	Angels of Death 联动	2023年5月31日-2023年6月21日	时装、随身物品、头像、头像框、涂鸦等奖励
伊藤润二惊选集联动（第二弹）	2019年5月23日-2019年6月6日	地图、头像、头像框等	中国航天联动	2023年6月15日-2023年7月5日	时装、家具
伊藤润二惊选集联动（第三弹）	2019年7月11日-2019年8月1日	时装、随身物品、随从等	镰田光司联动（第三弹）	2023年6月21日-2023年7月12日	时装
脉动联动	2019年7月15日-2019年8月10日	随身物品	枪弹辩驳联动（第三弹）	2023年8月3日-2023年8月31日	时装、随身物品、个性动作、随从
女神异闻录 5 联动（第一弹）	2019年8月8日-2019年8月29日	时装、随从、个性动作	西湖联动	2023年9月21日-2023年10月6日	时装、个性动作、头像、头像框
麦当劳 × 美团外卖联动	2019年10月24日-2019年11月8日	时装、随身物品	xxxHOLiC 联动	2023年11月23日-2023年12月14日	时装、随身物品、个性动作、菜品、头像、头像框
女神异闻录 5 联动（第二弹）	2019年11月7日-2019年11月20日	时装、个性动作	三丽鸥大明星联动（第一弹）	2023年12月28日-2024年1月24日	时装、随从、头像、头像框
撕裂熊联动	2019年11月28日-2019年12月19日	随从	镰田光司联动（返场）	2024年1月25日-2024年2月28日	时装、家具等

剪刀手爱德华联动	2019 年 12 月 19 日 - 2020 年 1 月 9 日	时装、随身物品、家具、地图	非人哉联动	2024 年 2 月 22 日 - 2024 年 3 月 21 日	时装、随身物品、随从、个性动作、头像、头像框、涂鸦
枪弹辩驳联动（第一弹）	2020 年 5 月 28 日 - 2020 年 6 月 25 日	时装、随身物品、个性动作	伊藤润二惊选集联动（返场）	2024 年 4 月 3 日 - 2024 年 5 月 5 日	时装、随身物品、随从等
名侦探柯南联动（第一弹）	2020 年 7 月 16 日 - 2020 年 8 月 6 日	时装、随身物品	小小梦魇联动	2024 年 4 月 25 日 - 2024 年 5 月 23 日	时装、头像等
名侦探柯南联动（第二弹）	2020 年 8 月 27 日 - 2020 年 9 月 24 日	时装、随身物品、个性动作、家具	B.Duck 联动（第一弹返场）	2024 年 5 月 16 日 - 2024 年 6 月 5 日	头像、涂鸦、随身物品等
肯德基联动（第一弹）	2020 年 10 月 22 日 - 2020 年 11 月 15 日	时装、家具	B.Duck 联动（第二弹）	2024 年 6 月 6 日 - 2024 年 6 月 30 日	时装、随从、头像、头像框、涂鸦、随身物品等
Ashley Wood 联动	2020 年 11 月 26 日	角色		2025 年 1 月 16 日 - 2025 年 2 月 12 日（复刻）	
枪弹辩驳联动（第二弹）	2020 年 12 月 7 日 - 2021 年 1 月 6 日	时装、随身物品、个性动作、随从	三丽鸥大明星联动（第二弹）	2024 年 6 月 27 日 - 2024 年 7 月 26 日	时装、随身物品、头像、头像框
约定的梦幻岛联动（第一弹）	2021 年 2 月 23 日 - 2021 年 3 月 17 日	灵感、时装、碎片、精华、窥镜等	蛋仔派对联动	2024 年 7 月 4 日 - 2024 年 8 月 4 日	时装、随从等
死亡笔记联动	2021 年 5 月 27 日 - 2021 年 6 月 7 日	时装、随身物品、家具	中国美术学院联动	2024 年 7 月 25 日 - 2024 年 8 月 7 日	时装、随身物品、头像、头像框等
约定的梦幻岛联动（第二弹）	2021 年 9 月 24 日 - 2021 年 10 月 14 日	灵感、时装、碎片、精华、窥镜等	女神异闻录 5 皇家版联动（第一弹）	2024 年 8 月 2 日 - 2024 年 8 月 31 日	时装、随从、个性动作、头像等
B.Duck 联动（第一弹）	2021 年 12 月 23 日 - 2022 年 1 月 26 日	头像、涂鸦、随身物品等	女神异闻录 5 皇家版联动（第二弹）	2024 年 11 月 7 日 - 2024 年 12 月 5 日	时装、个性动作、头像等
	2022 年 5 月 1 日 - 2022 年 6 月 4 日（国际服）		贪吃蛇大作战联动	2025 年 1 月 23 日 - 2025 年 2 月 12 日	时装、头像、头像框等奖励
	2022 年 9 月 29 日 - 2022 年 10 月 12 日（国服复刻）		时光代理人联动（第二弹）	2025 年 2 月 6 日 - 2025 年 3 月 5 日	时装、随身物品、头像、涂鸦等奖励
	2023 年 1 月 5 日 - 2023 年 1 月 25 日（国际服复刻）		柯南道尔基金会联动（福尔摩斯联动）	2025 年 2 月 20 日 - 2025 年 3 月 22 日	时装、随身物品、归宿、家具、头像、涂鸦等奖励
时光代理人联动（第一弹）	2022 年 6 月 30 日 - 2022 年 7 月 29 日	头像、头像框、个性动作等奖励	肯德基联动（第三弹）	2025 年 3 月 20 日 - 2025 年 4 月 18 日	时装等奖励
文豪野犬联动（第一弹）	2022 年 9 月 8 日 - 2022 年 11 月 30 日	时装、随身物品、头像、头像框、涂鸦等奖励	镰田光司联动（返场）	2025 年 4 月 3 日 - 2025 年 5 月 7 日	时装、家具等
零·红蝶联动	2022 年 11 月 24 日 - 2022 年 12 月 23 日	时装、随身物品、头像、头像框、个性动作等	lb 联动	2025 年 4 月 17 日 - 2025 年 5 月 15 日	时装、涂鸦、随从、公共地图等
镰田光司联动（第一弹）	2023 年 1 月 18 日 - 2023 年 2 月 8 日	时装、家具等	约定的梦幻岛联动（返场）	2025 年 6 月 19 日 - 2025 年 7 月 17 日	时装、随身物品、精华、涂鸦等
文豪野犬联动（第二弹）	2023 年 2 月 2 日 - 2023 年 3 月 1 日	时装、随身物品、头像、头像框、涂鸦等奖励	纸嫁衣联动	2025 年 7 月 3 日 - 2025 年 7 月 30 日	时装、随身物品、头像、头像框、家具、随笔浮想地图及组件等

数据来源：哔哩哔哩游戏百科，广发证券发展研究中心

在内部的IP构建上，通过自身持续的内容产出，逐步将游戏内形象立体化，从而将游戏内人物打造成IP，提升用户的付费意愿。网易从2024年6月起为《第五人格》持续推出角色EP，通过几分钟的音乐及歌词讲述角色背景故事，丰富角色形象。同时官方推出《第五人格》官方动画《阿诺德和他的可爱木偶们》，其在B站的播放量超过1700万，实现了游戏内人物的立体化，提升人物IP价值。

图 25: 《第五人格》角色EP



数据来源: 哔哩哔哩, 广发证券发展研究中心

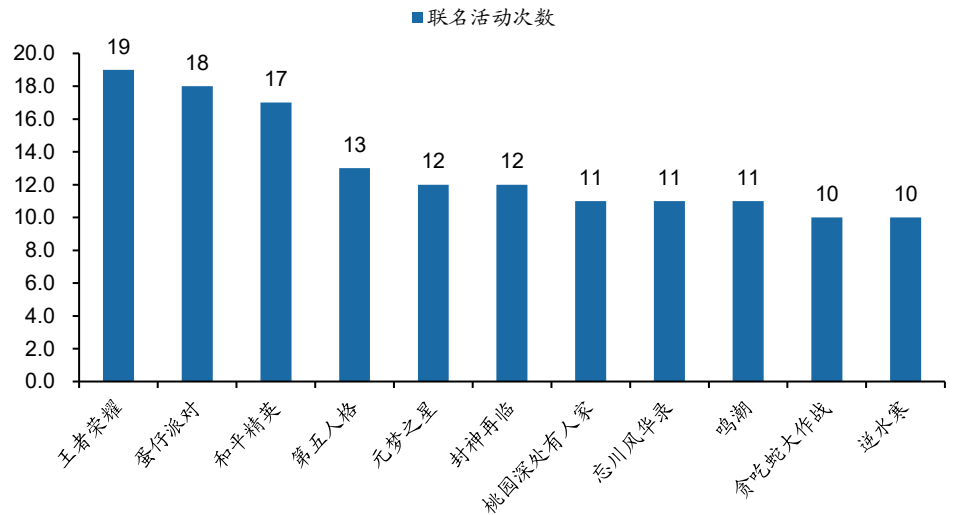
图 26: 《第五人格》衍生动画



数据来源: 哔哩哔哩, 广发证券发展研究中心测算

多款长青游戏推动游戏IP化, 游戏联名活动丰富。根据角研社统计, 2025上半年, 《崩坏: 星穹铁道》《王者荣耀》《第五人格》等70款游戏已开展或宣发的游戏IP联名、联动合作至少有470起。其中2025 上半年联名次数超过 10 次的包括《王者荣耀》(19次)、《蛋仔派对》(18次)、《和平精英》(17次)、《第五人格》(13次)、《元梦之星》(12次)、《封神再临》(12次)、《桃源深处有人家》(11次)、《忘川风华录》(11次)、《鸣潮》(11次)、《贪吃蛇大作战》(10次)、《逆水寒》(10次)。

图 27: 2025上半年游戏行业联名活动次数



数据来源: 角研社, 广发证券发展研究中心

在IP产品层面, 以《第五人格》为例, 周边产品涵盖两大类: 一是电竞选手相关衍生, 如卡牌、公仔、盲盒; 二是联动活动周边, 如钥匙扣、立牌、马克杯、收纳包、T 恤、耳机壳等。周边品类丰富, 同时不同风格的联动也拓展了IP内容。

图 28：第五人格官网周边产品



数据来源：第五人格官网，广发证券发展研究中心

根据角研社在京东周边的统计来看，《我的世界》、《蛋仔派对》、《王者荣耀》等产品销量位居前列，《第五人格》相关周边紧随其后位居第四。我们认为，长线运营产品通过长期IP沉淀提升用户情感认同，大DAU产品则拥有庞大的潜在消费群体，二者结合使相关产品更容易实现较高的周边销售。

表 4：京东-网游周边热卖榜总销售趋势（截至2024年11月18日）

游戏名	产品名	产品类型	价格（元）	销量（笔）
《我的世界》	火把灯游戏周边玩具	玩具	27.8	2 万 +
《蛋仔派对》	积木蛋仔心情盲袋玩具	玩具	13	2 万 +
《王者荣耀》	角色景品手办	摆件	199	5000+
《第五人格》	闪魂 x 第五人格雕刻时光系列卡牌	卡牌	45	1000+
《黑神话：悟空》	软胶金箍棒玩具	玩具	58	1000+

数据来源：角研社，广发证券发展研究中心

其中在《第五人格》官店中，销量最高的产品为“第五人格IVL珍宝集深渊系列卡牌”。这款产品是IVL官方集换式电竞收藏卡，是《第五人格》赛事周边，卡面是各个电竞选手的形象。

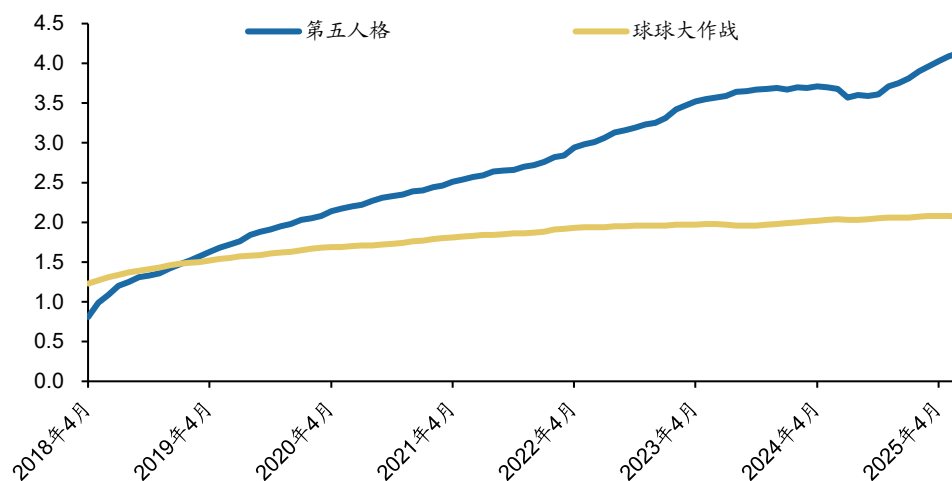
表 5：京东《第五人格》官方周边销量（截至2024年11月18日）

产品名	产品类型	价格（元）	销量（笔）
第五人格 IVL 珍宝集深渊系列卡牌	卡牌	29.9 起	2000+
冰霜国度主题系列周边	立牌、透卡、徽章、鼠标垫	10 起	500+
拼装工坊系列周边	吧唧、亚克力冰箱贴、帆布包	29 起	500+
怪诞美术馆系列周边	收藏光栅卡、镭射立牌	20 起	400+
拼装工坊真理之下主题盲盒手办	盲盒摆件	79 起	200+

数据来源：角研社，广发证券发展研究中心

优质的IP构建提升了产品的ARPU。相对于同类中IP属性较弱的产品，《第五人格》通过优秀的IP叙事持续提升用户付费意愿。相较于其他同类产品运营较长时间后用户ARPU通常保持平稳的情况，第五人格在2024年6月后，显现出明显的用户付费加速趋势，与此前的EP发布时间接近，我们认为，IP运营提升了单用户付费，使得产品商业化上限提升。

图 29: 《第五人格》及《球球大作战》每下载收入（美元）



数据来源: Data.ai, 广发证券发展研究中心

二、《超自然行动组》增长迅速，Party Game 又一新秀

《超自然行动组》是近期表现出色的组队式游戏，根据游戏下载页介绍，《超自然行动组》是一款多人恐怖动作冒险类手游，在游戏中玩家将作为超自然行动组的一员，与队友携手前往古墓等神秘区域，搜寻古董（宝藏）、破解谜题，并在危机四伏的环境中求生，最终需带着找到的物品安全撤离，在这个过程中，要与超自然生物斗智斗勇。

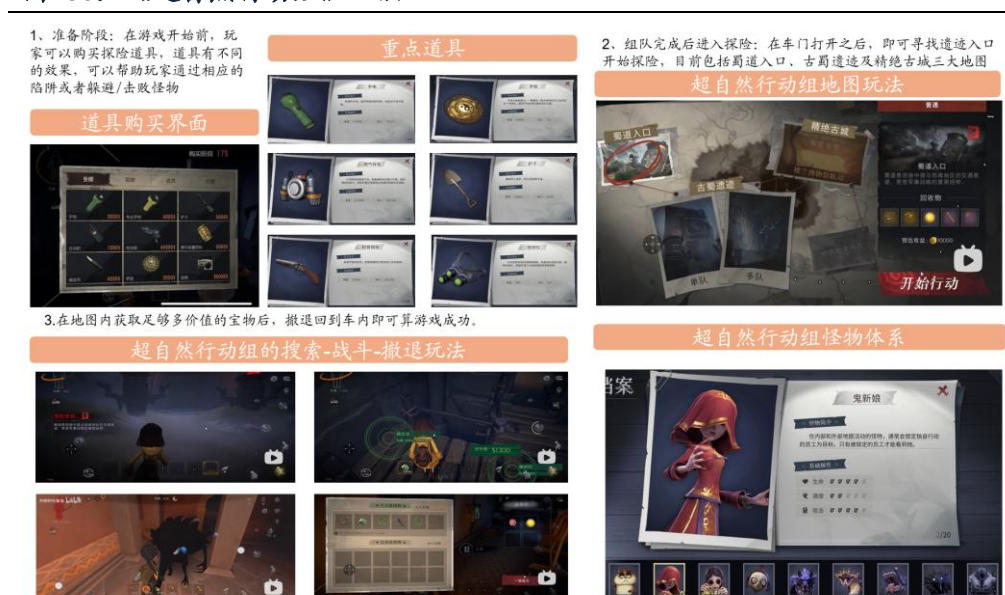
表 6：《超自然行动组》主要玩法介绍

游戏内容	玩法介绍
游戏模式	玩家扮演超自然公司的员工，与工友们合作在神秘区域中收集珍宝。
游戏目标	通过在遗迹内发现并带回珍奇宝藏，出售物品来实现快速升职加薪。
团队协作	玩家可以选择单独行动或与队友协作，共同面对危险。
怪物类型	抱脸蝙蝠、古墓蜘蛛、弹簧人偶、鬼新娘等中式恐怖鬼怪随机出现
道具系统	玩家可以购买手电筒、铁铲、对讲机、电击枪、功能饮料等道具，准备充足，才能应对未知风险哦~

数据来源：手游先驱者，广发证券发展研究中心

具体来看，《超自然行动组》的核心玩法是一个组队“搜索-战斗-撤退”的形式，在游戏前期需要进行道具准备（如武器、解密工具等），为后续探索和战斗做铺垫，而在游戏内则是一个组队探寻宝物的过程，中间穿插与鬼怪的战斗或追逐，在搜集到足够高价值的物品后，最终带着物品成功撤离，获得单局胜利。

图 30：《超自然行动组》玩法



数据来源：哔哩哔哩，手游先驱者，广发证券发展研究中心

从美术层面能看出，作为一款带有微恐怖题材的游戏，其美术风格兼具哥特式特征

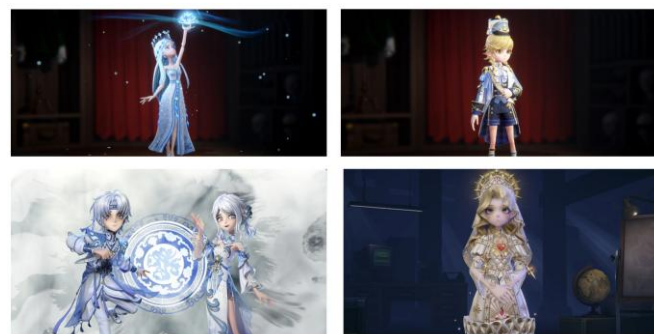
与中式文化元素，将传统中式题材中的鬼怪纳入地图中，形成了较为独特的美术风格。而在角色设计上则较为明艳，弱化了游戏的恐怖氛围，覆盖的用户群体更广泛。

图 31: 《超自然行动组》昆仑秘境地图场景



数据来源：超自然行动组官网，广发证券发展研究中心

图 32: 《超自然行动组》皮肤设计



数据来源：超自然行动组官网，哔哩哔哩，广发证券发展研究中心

在运营层面，《超自然行动组》鼓励第三方创作，并在官网单独设立同人社区，举办Cosplay创作大赛。我们此前观察到，通过IP化的运营有望提升产品的用户付费能力，如果产品能具备优秀的IP运营能力，有望实现ARPU的增长，带动产品的收入提升，我们认为《超自然行动组》的IP化落地值得期待。

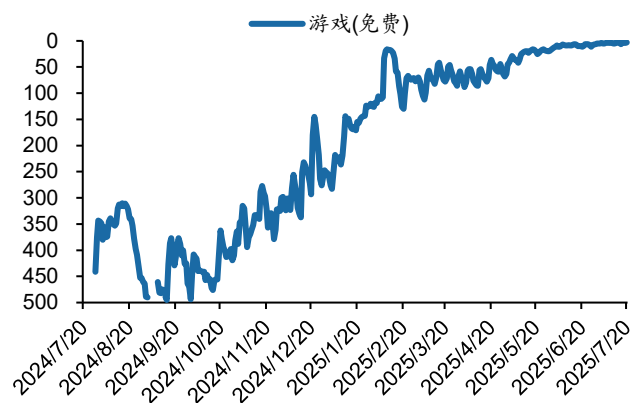
图 33: 《超自然行动组》同人社区



数据来源：超自然行动组官网，广发证券发展研究中心

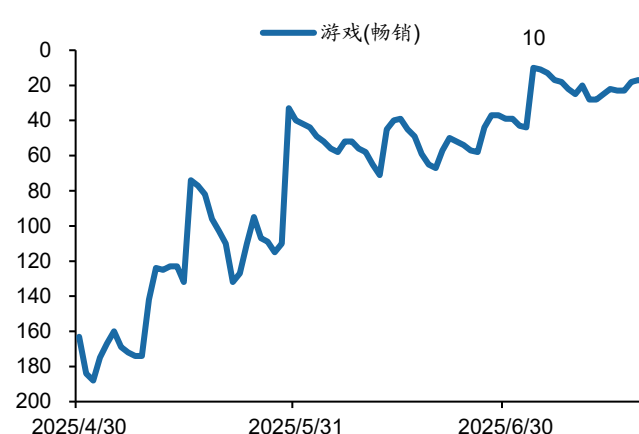
产品上线后表现出色，关注长线运营表现。截至2025年7月20日，《超自然行动组》保持免费榜前五水平，同时在畅销榜排名持续提升，最高进入畅销榜第10；初步完成了Party Game手游化，从核心玩法选择，社交传播推动用户增长，商业化与内容更新稳住流水这一初步闭环。随着公司新地图的推出，有望带动用户规模的进一步提升，从而驱动产品流水增长；今年暑期节点下，值得重点关注。

图 34: 《超自然行动组》免费榜排名



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

图 35: 《超自然行动组》畅销榜排名



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心测算

三、投资建议

我们认为Party Game是一个仍在成长的红利赛道，是中国游戏团队成熟运营商业化改造能力与创意玩法完美耦合后说释放出来的全新成长机会。值得一提的是，我们同样认为Party Game的手游化长线运转是一条知易行难的路，拥有成熟产品方法论和认知的公司实际上是稀缺的。

即创意玩法的有趣易上手核心+直播等社交裂变传播等手段放大杠杆，再由中国游戏团队最强的运营能力进行改造。

我们认为的Party Game的增长具备主要三大特征，首先是裂变迅速，容易形成爆发式增长。由于Party Game组队游玩，因此一旦形成种子用户，则容易通过种子用户迅速扩散，带来用户的大幅度增加。其次是直播对游戏的增长具备明显助力，从《Among us》、《糖豆人》等案例可以明显看出，直播观看人数的增长与产品用户的增长形成了明显的相位差，直播观看数量的增加对未来产品的用户增长有明显帮助。第三，用户增长有明显的季节效应，寒暑假通常是用户增长高峰，结合产品用户画像，我们认为，Party Game在形成种子用户后，在寒暑假期间通过年轻人聚集形成社交裂变是产品增长的重要方式。

中国游戏厂商的神来之笔：UGC、竞技化驱动Party Game长期留存，IP化提升用户付费意愿。在运营层面，Party Game的长线运营依赖UGC、竞技化与IP化。我们认为，Party Game的核心痛点通常在于用户对内容的消耗，随着内容消耗大于制作产出，用户逐步缺乏游戏动力，从而脱落。通过UGC+优质的推荐方法，为用户提供海量优质内容，或者通过竞技手段，实现重复性消耗均为实现用户留存的重要手段。而IP构筑，通过塑造更生动的游戏内角色，则有助于推动用户付费增长，带来游戏流水提升；深挖内容深度与长线运营商业化也是中国游戏厂商的独特优势所在。

《超自然行动组》暑期具备较高潜力，关注长线运营能力。作为组队题材产品，《超自然行动组》具备典型的Party Game核心特征，即多人协作的社交裂变性、低门槛的休闲娱乐性及强内容消耗潜力，其增长趋势迅速，值得重点关注。我们认为，Party Game的爆发增长高度依赖暑期/春节等社交场景，而《超自然行动组》通过“四人组队探险”模式天然形成社交传播链条，如果能在抖音/B站等平台中出现“爆点”，实现游戏扩散，有望进一步扩大产品影响力，实现用户高增长。该产品具备较高潜力，值得重点关注。

投资建议：2022年以来国内跑通Party game长线运营的商业化大爆产品即为网易的《蛋仔派对》，这套方法论后续也赋能了网易《第五人格》的二次增长，成为了国内这条赛道的头部公司。当下建议关注《超自然行动组》研发商巨人网络，或许正在成为另外一家跑通party game长线商业化方法论的公司。该产品在短期具备爆发力，用户增长迅速，且当前正处于暑期，有望进一步实现社交裂变，带动产品用户数大幅度增长。中长期运营来看，公司推动同人创作，有望逐步实现世界观及内容构建，提升产品留存表现，我们建议持续关注产品的运营情况及用户活跃变化。推荐具备丰富Party Game运营经验，《蛋仔派对》等多款产品表现突出的网易、大DAU产品运营经验丰富的腾讯；关注有潜力跑通party game方法论的巨人网络等。

四、风险提示

（一）用户留存不及预期

若UGC内容供给不足或赛事运营乏力，可能导致用户流失

（二）政策监管趋严

Party Game社交属性易引发未成年人防沉迷审查，增加合规成本。

（三）IP联动效果分化

联名活动若与游戏调性不匹配，可能降低用户付费意愿。

（四）竞品挤压市场

腾讯、网易等大厂持续加码赛道，可能导致中小厂商新品突围难度增大。

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

廖 志 国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

罗 悦 纯：高级分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。

黄 静 仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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