

行业研究|行业专题研究|传媒（2172）

《黑神话：悟空》及国产端游市场： 蛰伏数载，今朝启航



| 报告要点

我们认为,《黑神话:悟空》的成功对于国内游戏行业的影响,不仅是作为第一款受到全民级关注的国产 3A 游戏,获得了口碑和商业层面的成功;更在于对国内广大 PC+主机游戏用户规模、消费意愿的挖掘,验证了国内高品质端游商业模式的可行性,有望带来千亿级别的增量市场,提振行业整体景气度。

| 分析师及联系人



丁子然

SAC: S0590523080003

传媒

《黑神话：悟空》及国产端游市场： 蛰伏数载，今朝启航

投资建议：强于大市（维持）
上次建议：强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《传媒：游戏景气度持续上行，A股公司进入新品周期》2024.08.13
- 2、《传媒：传媒互联网2024Q2持仓点评：A股传媒仍处低配，港股互联网持仓继续回升》2024.07.28



扫码查看更多

国内端游市场：“手跨端”驱动下重启增长

国产端游市场曾于2014-2020年维持在550-650亿元的市场规模，于2021年开始重启增长。2023年，国内PC+主机游戏市场规模约为692亿元，同比增速达到9%。背后原因系：1) **供给侧**，《原神》等重度化手游同步上线PC+主机平台，引领“多端互通”浪潮；同时国产端游黑马也陆续出现，其中网易《永劫无间》首年销量突破1000万份，共同提振国产端游供给。2) **需求侧**，供给驱动下，国内手游用户向PC+主机端持续迁移，其中Steam国区用户规模在2016至2023年间，从约1000万增长至5500万，对优质内容的需求也随之增长。

《黑神话：悟空》：国产端游市场的破局者

《黑神话：悟空》以远低于海外3A游戏的开发成本（预计4.91亿元），实现了全球领先的商业化成绩。8月20上线后，该游戏4天销量突破1000万份，对应利润约12亿元。其中，该游戏来自大陆地区用户的销量占比预计达90%，背后不仅是作为“第一款国产3A游戏”对国内核心端游用户的挖掘，目前渗透率约为15%，仍有上升空间；同时也通过官方媒体、社交平台实现广泛破圈。我们认为其长期商业化成绩有望比肩海外头部3A游戏，销量突破2000万份，对应利润28亿元。

未来展望：国产端游有望打开千亿市场空间

我们认为，《黑神话：悟空》对于国内游戏行业的影响，在于对国内广大PC+主机游戏用户需求、消费意愿的挖掘，同时验证了国产高质量端游商业模式的可行性。目前，国内PC+主机用户渗透率仅为26%（全球水平65%），ARPU值406元（全球水平588元），均有较大提升空间；国产游戏出海也仍以手游为主，端游出海空间尚待发掘（海外市场规模6070亿元）。长期来看，随着国产端游供给侧数量、质量提升，有望打开国内及海外千亿级别的增量市场，提振游戏行业整体景气度。

投资建议：关注游戏板块整体性机会及头部研发商

我们认为，《黑神话：悟空》的成功有望进一步驱动国产高品质端游供给，提升国内PC+主机场景渗透率，同时打开出海空间，提振行业β。目前，游戏板块估值处于历史低位，24H2起多家厂商将进入新的产品周期。建议关注游戏板块的整体性机会，以及基本面稳健、产品储备丰富、竞争格局较好的研发商恺英网络、吉比特、巨人网络。

风险提示：监管趋严的风险，行业竞争加剧的风险，游戏产品表现不及预期的风险，数据测算不准确的风险。

投资聚焦

核心逻辑

《黑神话：悟空》4 天销量突破 1000 万份，突破了国产端游的天花板，有望取得比肩全球头部游戏的商业化成绩。我们认为，《黑神话：悟空》对于国内游戏行业的影响，不仅是作为第一款受到全民级关注的国产 3A 游戏，获得了口碑和商业层面的成功；更在于对国内广大 PC+主机游戏用户规模、消费意愿的挖掘，验证了国内高品质端游商业模式的可行性，有望带来千亿级别的增量市场，提振行业整体景气度。

投资看点

- 短期来看，目前游戏板块估值处于历史低位，24H2 起多家厂商将进入新的产品周期，基本面稳健、产品储备丰富、竞争格局较好的头部研发商有望受益；
- 长期来看，《黑神话：悟空》的成功有望推动国产端游供给侧数量、质量提升，推动国内 PC+主机游戏场景渗透率提升，同时打开出海空间，有望带来千亿级别的增量市场，提振游戏行业整体景气度。

正文目录

1. 国内端游市场：“手跨端”驱动下重启增长	5
1.1 供给侧：“多端互通”及端游黑马提振供给	5
1.2 需求侧：用户规模及对高质量内容需求持续增长	7
2. 《黑神话：悟空》：国产端游市场的破局者	7
2.1 盈利测算：销量有望达 2000 万份，对应利润总额 28 亿元	8
2.2 成功背后：低成本、高质量和破圈效应	10
3. 未来展望：国产端游有望打开千亿市场空间	12
3.1 国内端游市场：优质供给驱动，长期量价齐升	12
3.2 游戏出海市场：国产端游出海市占率有望提升	13
4. 投资建议：关注游戏板块整体性机会及头部研发商	14
5. 风险提示	14

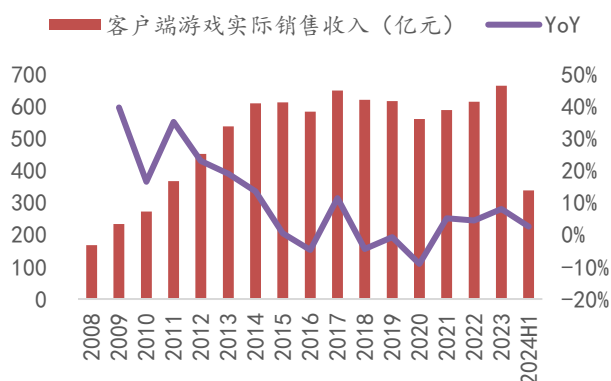
图表目录

图表 1：国内客户端游戏实际销售收入	5
图表 2：国内主机游戏实际销售收入	5
图表 3：国内多端互通游戏客户端市场收入（亿元）	6
图表 4：国内跨平台、PC 端游戏版号发放数量（个）	6
图表 5：2020 年后，多款国产端游销量突破百万量级	6
图表 6：国内用户接触客户端游戏的时间	7
图表 7：国内客户端游戏用户类型分布	7
图表 8：《黑神话：悟空》首发 PV 播放量已超过 5800 万	8
图表 9：2009 年加入 B 站的用户近一年播放量前 10 视频	8
图表 10：《黑神话：悟空》开发成本测算	8
图表 11：《黑神话：悟空》销售情况测算	9
图表 12：海外头部端游开发成本（部分）	11
图表 13：《黑神话：悟空》与海外同类游戏销量对比	11
图表 14：“黑神话：悟空”微信指数趋势	12
图表 15：抖音全站前 10 的游戏主播以《黑神话：悟空》为主	12
图表 16：国内/全球 PC+主机游戏用户渗透率对比	13
图表 17：国内/全球 PC+主机游戏用户 ARPU 值对比	13
图表 18：国产游戏海外市占率水平变化情况	14
图表 19：《黑神话：悟空》MC 评分 81 分	14

1. 国内端游市场：“手跨端”驱动下重启增长

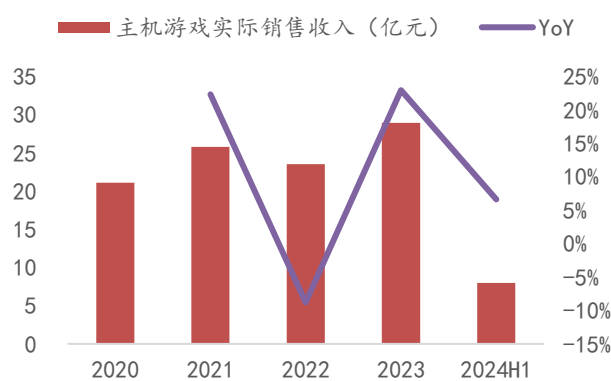
2021年后，国内PC+主机游戏市场恢复增长态势。2014年前，国内PC游戏市场曾处于高速发展期（包括客户端游戏和网页游戏）。2014年后，随着智能手机和4G移动通信的普及，手机成为居民主要的娱乐设备，而PC游戏市场增速显著放缓。其中网页游戏由于性能和玩法上的局限性，市场规模持续萎缩；而客户端游戏凭借沉浸式的游戏体验，以及差异化的市场定位，于2014-2020年维持在550-650亿元的市场规模。然而，自2021年以来，国内客户端游戏呈现恢复增长态势，其中2023年市场规模663亿元，同比增速8%，达到近5年以来的峰值。同时，国内主机游戏也保持增长态势，2023年市场规模29亿元，同比增长23%。我们从供给、需求角度分析背后原因。

图表1：国内客户端游戏实际销售收入



资料来源：伽马数据，国联证券研究所

图表2：国内主机游戏实际销售收入



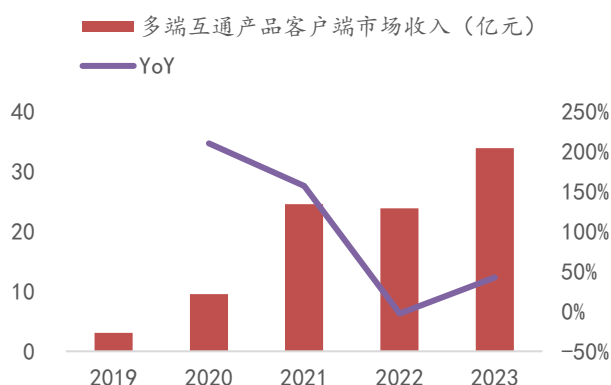
资料来源：伽马数据，国联证券研究所

1.1 供给侧：“多端互通”及端游黑马提振供给

1) 移动游戏重度化，“多端互通”提振端游供给。2020年，米哈游《原神》横空出世，9月先后上线PC端、移动端，次年4月上线索尼PS平台，首年流水超过百亿元。在行业领先的游戏品质之外，其“多端互通”的特点也是《原神》取得商业化成功的重要原因之一：一方面，得以触达广大PC+主机用户，助力扩大用户圈层及游戏出海；另一方面，结合了PC端的视觉效果、主机端的操作体验优势和移动端的便携性，满足用户“平日移动端做任务+周末跨平台深度游玩”的跨端体验需求，进而提升用户时长。后续，多家游戏厂商陆续立项、推出高品质的跨平台产品，包括完美世界《幻塔》、网易《逆水寒》等、腾讯《三角洲行动》等，丰富了PC、主机端原本相

对匮乏的国产游戏内容。

图表3：国内多端互通游戏客户端市场收入（亿元）



资料来源：伽马数据，国联证券研究所

图表4：国内跨平台、PC端游戏版号发放数量（个）



资料来源：伽马数据，国联证券研究所

2) 端游黑马陆续出现,《黑神话悟空》提振信心。2017年后,多款玩法差异化的精品国产端游进入玩家视野,7款游戏上线当年销量突破100万份。其中包括出自独立研发商的“黑马”《鬼谷八荒》《戴森球计划》等,也包括大厂自研自发的重点项目,其中网易《永劫无间》上线当年销量突破700万份,首个自然年销量突破1000万份,打开了国产端游的销量天花板。此外,由游戏科学研发的《黑神话:悟空》于2020年8月发布首个PV(演示视频),截至2024年8月25日bilibili播放量超过5800万,以比肩海外端游大作的品质引起广泛传播,提振泛游戏用户对国产端游的关注度。

图表5：2020年后,多款国产端游销量突破百万量级

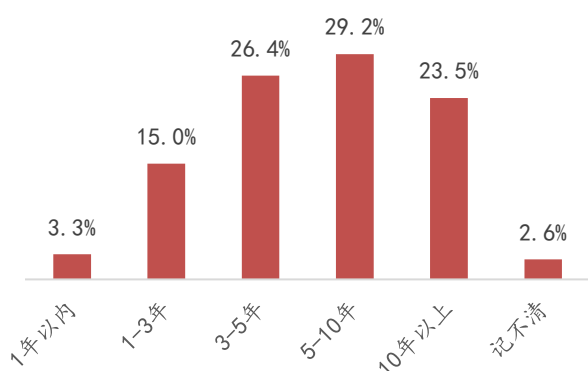
销量排名	游戏名称	上线年份	上线当年销量(万份)	原价(元)	运营模式	研发商	发行商
1	《永劫无间》	2021	700	98	非单机,有内购	网易	网易
2	《鬼谷八荒》	2021	390	68	单机,无内购	鬼谷工作室	鬼谷,雷霆游戏
3	《戴森球计划》	2021	190	70	单机,无内购	柚子猫	Gamera
4	《暖雪》	2022	142	PC端58,移动端25	单机,无内购	烂泥工作室	Bilibili
5	《隐形守护者》	2019	140	28	单机,无内购	New One Studio	New One Studio
6	《枪火重生》	2020	106	51	非单机,有内购	多益网络	多益网络
7	《太吾绘卷》	2018	100	68	单机,无内购	螺舟工作室	螺舟工作室

资料来源：国联证券研究所整理

1.2 需求侧：用户规模及对高质量内容需求持续增长

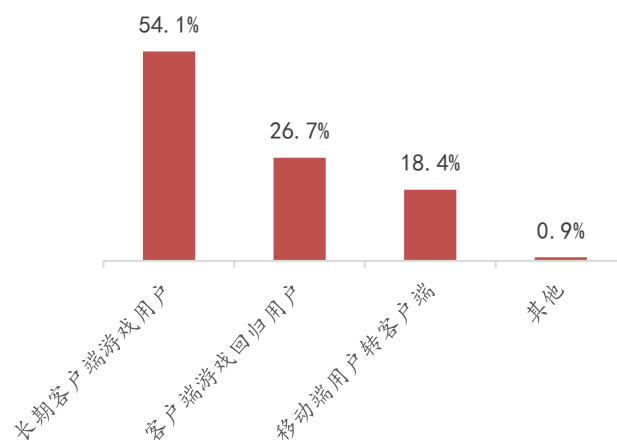
Steam 国区玩家数量高速增长，“手跨端”带来新增用户。2015 年后，在国内手游规模快速增长的同时，Steam 国内用户规模也开启了快速增长，从 2016 年约 1000 万水平，增长至 2023 年的约 5500 万。我们认为，其背后原因包括 2016 年支付宝、微信支付在 Steam 平台上的打通，2017 年《PUBG》引领的“吃鸡”热潮，国产 PC 及跨端游戏的供给侧提振，以及同时期游戏直播的兴起等。在此驱动之下，大量移动游戏用户被高质量、高人气的端游所吸引，成为 PC+主机平台的新增用户。根据伽马数据调研情况，截至 2023 年，国内客户端游戏用户中，44.7%为近五年来的新增用户；而 18.4%用户最早是移动游戏玩家，近年来才开始玩客户端游戏。我们认为，随着国产端游供给侧的持续丰富，PC+主机玩家数量有望维持增长态势，对高质量内容的需求也随之增长。

图表6：国内用户接触客户端游戏的时间



资料来源：伽马数据，国联证券研究所

图表7：国内客户端游戏用户类型分布



资料来源：伽马数据，国联证券研究所

2. 《黑神话：悟空》：国产端游市场的破局者

上线前：自 2020 年起积累核心玩家，预售销量超过 120 万份。2014 年，腾讯“斗战神”项目核心成员出走创业，成立游戏科学公司，在推出《百将行》、《战争艺术：赤潮》两款手游后，于 2018 年开始研发《黑神话：悟空》，2020 年 8 月发布首个 PV，受到泛游戏用户的广泛关注。后续，《黑神话：悟空》bilibili 官方账号在 2020-2024 年间，共更新 12 个宣传视频，截至 2024 年 8 月合计播放量超过 2 亿次。从预售数

据来看，根据国游畅销榜，截至 2024 年 7 月 13 日，《黑神话：悟空》预售销量已超过 120 万份。从核心用户画像来看，据 bilibili CEO 陈睿 2024 年 6 月的演讲，在 2009 年加入 B 站的用户近一年播放量前 10 的视频中，“《黑神话：悟空》发售日预告片”位列第 7，而这批用户的平均年龄已超过 35 岁。因此可以推断，《黑神话：悟空》在上线之前，就已积累了一批规模较大、相对消费能力较强的核心用户群体，寄托了国内核心端游玩家对“第一款国产 3A 游戏”的期待。

图表8：《黑神话：悟空》首发 PV 播放量已超过 5800 万



资料来源：bilibili，国联证券研究所

图表9：2009 年加入 B 站的用户近一年播放量前 10 视频



资料来源：bilibili，国联证券研究所

2.1 盈利测算：销量有望达 2000 万份，对应利润总额 28 亿元

上线后：商业化成绩实现突破，国内用户贡献主要增量。《黑神话：悟空》自 2024 年 8 月 20 日正式上线多个 PC、主机游戏平台，首日销量超过 450 万份，截至 8 月 23 日 21 点销量突破 1000 万份，创造国产端游多个历史记录。我们从成本、收入、利润三个角度，拆解《黑神话：悟空》的商业化成绩。

1) 成本：根据触乐梳理的《黑神话：悟空》游戏制作人员名单，截至游戏开发完成，游戏科学员工规模约为 140 人；此外，参与美术、特效等制作环节的合作伙伴、外包人员共 251 人。参考杭州地区游戏公司的开发成本水平（包括员工薪资、场地费用、硬件及服务器费用等），我们测算《黑神话：悟空》开发成本约为 4.91 亿元。

图表10：《黑神话：悟空》开发成本测算

游戏科学-开发成本测算							
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024H1
每年平均员工成本（万元）	48.31	51.06	51.61	58.83	62.40	68.50	34.25
每年新进入雇员规模（人）	13	10	18	49	23	9	8

每年末雇员规模（人）	23	33	51	100	123	132	140
平均雇员规模（人）	16.5	28	42	75.5	111.5	127.5	136
当年雇员成本（亿元）	0.08	0.14	0.22	0.44	0.70	0.87	0.47
雇员成本合计（亿元）	2.92						
其他：合作伙伴、外包等成本测算							
合作伙伴、外包人员类型				参与《黑神话：悟空》项目人数（人）			
EpicGames 的技术工作者				27			
上海降世提供的动效工作者				30			
外包美术工作者				47			
外包相关设计师				29			
外包 3D 特效工作者				54			
外包动画制作				64			
合计参与项目人数				251			
平均人工成本（人/年）				26.50			
平均工作时长（年）				3			
其他人工成本合计（亿元）				2.00			
《黑神话：悟空》开发成本测算（亿元）				4.91			

资料来源：网易-S、电魂网路、友谊时光公司公告，触乐，国联证券研究所测算

注：游戏科学、合作伙伴及外包平均人工成本，参考杭州地区游戏行业平均人工成本水平（选取网易、电魂网路、友谊时光三家杭州地区游戏类上市公司的研发费用、管理费用作为参考）

2) 收入及利润：《黑神话：悟空》上线 4 天后，全平台销量已超过 1000 万份，最高同时在线人数 300 万人。从 Steam 平台评论数来看，截至 8 月 24 日，43 万条评论中 93% 为简体中文，因此我们预计中国大陆地区的销量占比约为 90%，海外销量占比 10%。

经测算，我们预计《黑神话：悟空》上线 4 天流水约为 28 亿元；考虑到渠道分成、引擎抽成，对应收入约为 19 亿元；剔除开发成本、宣传费用，对应利润总额约为 12 亿元。

中期来看，参考海外头部产品表现（《艾尔登法环》两年销量 2300 万份，《赛博朋克 2077》近三年销量 2500 万份），我们认为《黑神话：悟空》销量有望突破 2000 万份，对应流水 56 亿元，收入 37 亿元，利润总额 28 亿元。

图表11：《黑神话：悟空》销售情况测算

上线 4 天销售情况 (8 月 20 日至 8 月 23 日)						
	销量 (万份)	平均售价 (元)	流水 (亿元)	渠道分成 比例	引擎分成 比例	收入 (亿元)
大陆地区						
Steam	800	270	21.60	30%	5%	14.04
wegame	50	200	1.00	30%	5%	0.65
主机+其他	50	270	1.35	25%	5%	0.95

合计	900		23.95			15.64
海外地区						
Steam	50	427	2.14	30%	5%	1.39
主机+其他	50	427	2.14	25%	5%	1.49
合计	100		4.27			2.88
全球合计	1000		28.22			18.52
开发成本（亿元）				4.91		
宣发费用（亿元，假设为收入的 10%）				1.85		
利润总额（亿元）				11.75		

中期销售情况预测						
	销量 (万份)	平均售价 (元)	流水 (亿元)	渠道分成 比例	引擎分成 比例	收入 (亿元)
大陆地区						
Steam	1600	270	43.2	30%	5%	28.08
wegame	100	200	2	30%	5%	1.30
主机+其他	100	270	2.7	25%	5%	1.89
合计	1800		47.9			31.27
海外地区						
Steam	100	427	4.27	30%	5%	2.78
主机+其他	100	427	4.27	25%	5%	2.99
合计	200		8.54			5.76
全球	2000		56.44			37.03
开发成本（亿元）				4.91		
宣发费用（亿元，假设为收入的 10%）				3.70		
利润总额（亿元）				28.42		

资料来源：Steamdb，国联证券研究所测算

2.2 成功背后：低成本、高质量和破圈效应

整体来看，《黑神话：悟空》的商业化成绩远超我们预期，在国产端游、乃至全球同品类游戏中实现突破。其背后有几点值得关注：

1) 远低于海外 3A 大作的开发成本：据我们测算，《黑神话：悟空》开发成本约为 4.91 亿元，开发人员 391 人（其中游戏科学员工 140 人，合作伙伴+外包 251 人）。而海外同体量游戏成本显著较高，开发成本普遍高于 1 亿美元，部分头部产品如《荒野大镖客 2》、《赛博朋克 2077》成本超过 8 亿美元，参与团队超 3000 人。相较而言，《黑神话：悟空》团队极高的人效是控制成本的关键因素。

图表12：海外头部端游开发成本（部分）

游戏名称	开发成本（亿美元）	团队规模（人）	研发商
《赛博朋克 2077》	11.5	5000+	CDPR
《荒野大镖客 2》	8.0	3000+	Rockstar
《巫师 3》	5.4	1500+	CDPR
《最后生还者 2》	2.2	200+（全职人员）	索尼
《地平线：西之绝境》	2.1	300+（全职人员）	索尼
《命运》	1.4	500+（全职人员）	动视
《侠盗猎车手 5（GTA5）》	1.4	1900+	Rockstar

资料来源：GameLook，网易雷火，国联证券研究所

2) 高于海外同品类游戏的销量水平：从销量水平来看，《黑神话：悟空》不但突破了国产端游的上限，也高于大部分海外同品类游戏。此前，硬核动作类端游（广义上的“魂类游戏”）短期销量最高的作品为《艾尔登法环》，其于 2022 年 2 月上线 PC+PS 平台，首周销量突破 1000 万份，截至 2024 年 6 月销量超过 2500 万份，背后是其研发商 from software 在同品类游戏领域中十余年的沉淀积累。而《黑神话：悟空》销量突破 1000 万份仅用时 4 天，主要原因系不俗的游戏品质，以及西游 IP、“第一款国产 3A”等亮点加持下，对国内玩家的深度挖掘（预计大陆地区销量占比 90%）。

图表13：《黑神话：悟空》与海外同类游戏销量对比

游戏名称	题材/玩法	研发商	销量成绩	上线平台
《黑神话：悟空》	西游，硬核动作类	游戏科学	4 天 1000 万+	PC+PS
《艾尔登法环》	中世纪奇幻，硬核动作类	from software	首周 1000 万+	PC+PS
《匹诺曹的谎言》	中世纪奇幻，硬核动作类	neowiz	半年 700 万+	PC+PS+XB0X
《战神 4》	中世纪奇幻，硬核动作类	索尼	首年 1000 万+	PS4 独占
《只狼》	中世纪日式奇幻，硬核动作类	from software	10 天 200 万+	PC+PS+XB0X
《卧龙：苍天陨落》	三国，硬核动作类	光荣特库摩	首年 500 万+	PC+PS
《剑星》	动漫，硬核动作类	shift up	首月 100 万+	PS5 独占
《黑暗之魂 3》	中世纪奇幻，硬核动作类	from software	四年 1000 万+	PC+PS+XB0X
《仁王》	中世纪日式奇幻，硬核动作类	光荣特库摩	首年约 200 万	首发 PS4，7 个月后续登陆 PC

资料来源：GameLook，国联证券研究所整理

3) 在国内泛娱乐用户中的广泛破圈：《黑神话：悟空》优异商业化成绩的背后，是对国内端游玩家的挖掘，以及向更广泛游戏用户的破圈。截至 2023 年，国内主机玩家规模超过 1600 万，Steam 玩家数量约 5500 万，去重后预计国内 PC+主机游戏用户约为 6000 万。《黑神话：悟空》上线 4 天销量 1000 万份（其中国内约 900 万份），用户

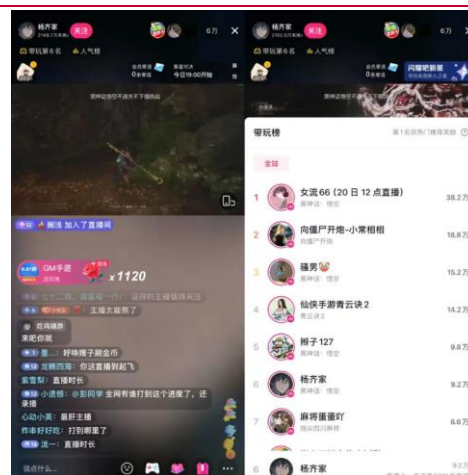
渗透率约为 15%，仍有进一步提升的空间。此外，在官方媒体报道和社交媒体平台的助力之下，《黑神话：悟空》的影响力也已扩散至端游用户之外的泛娱乐受众群体。8 月 21 日，外交部发言人评论该游戏“反映了中国文化的吸引力”。据声量通数据，8 月 20-22 日，抖音、快手、小红书、微博、B 站、公众号、视频号 7 个主流内容平台的相关作品数量达 19.25 万，累计获赞量超 1.71 亿；微信指数峰值突破 10 亿，与瑞幸咖啡、山西文旅等消费文旅品牌的联名联动也引起广泛传播。我们认为，随着《黑神话：悟空》在国内泛娱乐用户中的破圈，国产端游的销量天花板有望被进一步提升。

图表14：“黑神话：悟空”微信指数趋势



资料来源：微信指数小程序，国联证券研究所

图表15：抖音全站前 10 的游戏主播以《黑神话：悟空》为主



资料来源：新榜，国联证券研究所
注：数据截至 8 月 21 日 18 点

3. 未来展望：国产端游有望打开千亿市场空间

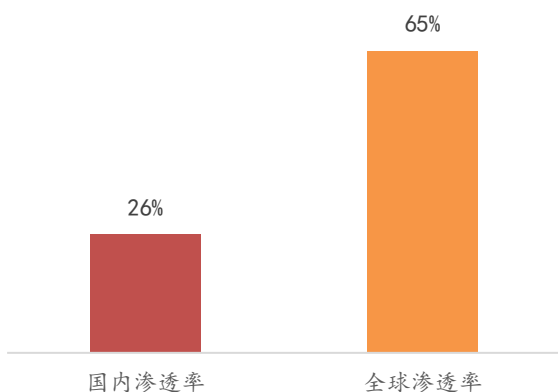
我们认为，《黑神话：悟空》对于国内游戏行业的长期影响，不仅是作为第一款受到全民级关注的国产 3A 端游，获得了口碑和商业层面的成功；更在于对国内广大 PC+主机游戏用户需求、消费意愿的挖掘；同时验证了国内 PC+主机游戏商业模式的可行性，从而提振国产端游供给。长期来看，有望带来千亿级别的增量市场，提振游戏行业景气度。

3.1 国内端游市场：优质供给驱动，长期量价齐升

国内端游市场：优质供给催生增量需求，长期有望量价齐升。根据伽马数据，2023 年

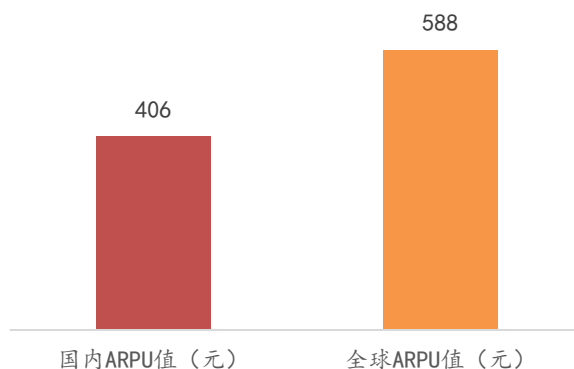
国内 PC+主机游戏实际销售收入 692 亿元，同比增长 9%。从量价来看：I）2023 年国内 PC+主机用户规模约 1.7 亿，在 6.68 亿游戏用户中渗透率约 26%，而全球渗透率水平约 65%；II）2023 年国内 PC+主机用户 ARPU 值约 406 元，而全球 ARPU 值水平约 588 元，均有较大增长空间。在移动游戏供给侧“多端互通”趋势下，以及《黑神话：悟空》等头部产品破圈，国内 6.68 亿游戏用户有望逐步向更为精品化、重度化的 PC+主机场景加速渗透，同时优质供给有望推动 ARPU 值进一步提升。我们预测从 2023 到 2028 年，国内 PC+主机游戏用户渗透率或有望提升至 40%，ARPU 值或有望提升 10%至 447 亿元，市场规模有望增长 76%至 1217 亿元。

图表16：国内/全球 PC+主机游戏用户渗透率对比



资料来源：伽马数据，Newzoo，国联证券研究所

图表17：国内/全球 PC+主机游戏用户 ARPU 值对比

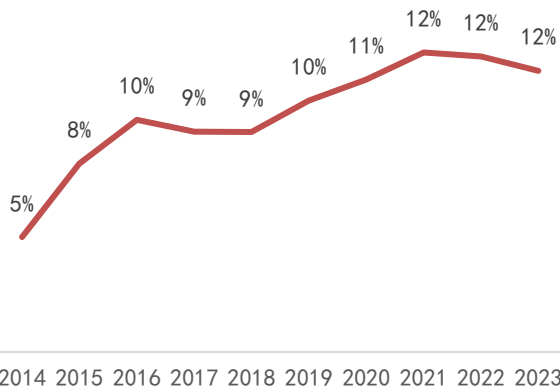


资料来源：伽马数据，Newzoo，国联证券研究所

3.2 游戏出海市场：国产端游出海市占率有望提升

游戏出海市场：手游海外增速放缓，端游出海市占率有望提升。此前，国产游戏出海已取得亮眼成绩，其中 2023 年出海实际销售收入约 1183 亿元，在海外游戏市场占比约 12%，增速已趋于放缓。分平台来看，国产游戏出海以移动游戏为主，在海外 PC+主机游戏市场中（2023 年约 6070 亿元），仍有较大渗透空间。从《黑神话：悟空》出海成绩看，截至 8 月 24 日海外媒体 MC 评分 81 分，Steam 好评率上线 4 天海外销量约 100 万份，在国产端游中实现历史性突破。后续，随着国产端游供给侧数量、质量提升，有望持续吸引用户基数更大、消费能力更强，同时也对游戏品质要求更为苛刻的海外用户，从而打开 PC+主机游戏出海空间。我们预测到 2028 年，国产 PC+主机游戏海外市占率有望达到 5%，对应市场规模约 300 亿元。

图表18：国产游戏海外市占率水平变化情况



资料来源：伽马数据，Newzoo，国联证券研究所

图表19：《黑神话：悟空》MC 评分 81 分

Black Myth: Wukong

PC

[View All Platforms](#)

Released On: AUG 19, 2024

METAScore

Generally Favorable

Based on 69 Critic Reviews

81

USER SCORE

Generally Favorable

Based on 2,700 User Ratings

8.1

资料来源：metacritic，国联证券研究所

4. 投资建议：关注游戏板块整体性机会及头部研发商

长期来看，《黑神话：悟空》的成功有望进一步驱动国产高品质 PC+主机游戏产品供给，提升国内 PC+主机场景渗透率，同时打开出海空间，提振行业景气度。

2024 年以来，国内游戏市场实现平稳增长，其中小程序游戏实现 60%以上的较高增速，成为重要增量。此外 5 月起多款头部移动游戏陆续上线，数量、体量均高于 2023 年同期，有望支撑下半年行业景气度继续上行。其中，多家 A 股游戏上市公司有望自 2024H2 起进入新的产品周期，新游上线后有望持续贡献业绩增量。从估值角度，网络游戏指数（884080.WI）PE-TTM 已处于历史低位区域。建议关注游戏板块的整体机会，以及基本面稳健、产品储备丰富、竞争格局较好的头部研发商恺英网络、吉比特、巨人网络。

5. 风险提示

1) **监管政策趋严的风险**：若游戏行业监管政策趋严，或导致游戏版号数量、商业化程度等收紧，进而导致游戏公司业绩不及预期；

2) **行业竞争加剧的风险**：游戏行业竞争激烈，若头部游戏公司进一步推高研发、发行门槛，或导致部分中小游戏公司产品表现不及预期；

3) 游戏表现不及预期的风险: 若新游戏产品未能如期上线, 或上线后用户规模、商业化表现等不及预期, 或导致公司业绩不及预期;

4) 数据测算不准确的风险: 若在游戏产品盈利能力、行业用户规模、市场空间的测算中, 实际情况与假设条件不符, 或导致数据测算不准确。

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，北交所市场以北证 50 指数为基准；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性指数涨幅大于 10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街 208 号玖安广场 A 座 4 层
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 16 楼

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 8 层
深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼