



证券研究报告·行业深度报告

长青游戏：从任天堂和腾讯看长青游戏运营之道

分析师：杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-85156448

SAC 编号：S1440519060002

SFC 编号：BQI330

分析师：杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

SAC 编号：S1440523110001

发布日期：2025年2月19日

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

投资建议：哪些公司有望做好长青游戏？

维度	类型	原因	对应公司	相关游戏	代表性游戏&对应持续年限
用户维度	大DAU 社交属性	脱离了纯粹的游戏属性，是玩家在线下社交以外，线上社交的补充 “玩什么”不重要，“在一起玩”是核心	腾讯	王者荣耀/和平精英/金铲铲之战	王者荣耀（8年）
IP维度	早年把握高影响力的独家IP	经典IP先发优势，早年把握一批玩家，伴随着玩家成长，游戏不断迭代更新版本，核心玩家持续买账	任天堂	马里奥系列 宝可梦系列 塞尔达系列	马里奥（41年）
			Nexon	DNF系列	DNF（20年）
			万代南梦宫	高达系列 七龙珠系列 海贼王系列	高达（40年）
			Take-Two	GTA系列 文明系列	GTA（27年）
			Wemade（娱美德） Webzen（网禅）	传奇/奇迹系列	传奇&奇迹（23年）
			巨人网络	征途系列	征途（19年）
玩法维度	SLG游戏	时间周期长，玩家时间精力的“沉没成本”与“迁移成本”高	阿里巴巴（灵犀互娱）	三国志战略版	三国志战略版（5年）
	MMO游戏		神州泰岳	旭日之城/战火与秩序	战火与秩序（5年）
			网易	梦幻西游	梦幻西游（21年）

核心观点

- **报告缘起：为什么当前讨论长青游戏？**
- **1、行业视角：行业增速平缓，新游难出头，老游戏至关重要**
- 全球游戏行业进入平稳增长，2020-2024年市场复合增速为2%，其中老游戏雄踞收入榜单，而新游戏的“出头”难度在变大。根据App Magic统计，2024年全球收入最高的20款手游当中，仅有2款是当年发行的新游戏，18款均为老游戏，老游戏的运营在当前尤为重要。
- **2、头部公司视角：腾讯、任天堂、EA、Take-Two案例在前**
- 腾讯24年财报中首次提到“长青游戏”，海外子公司Supercell也屡次提到类似的“无限游戏”概念。任天堂的Switch主机保持相对稳定的份额，动森塞尔达新版本成功。Take-Two多款客户端IP转手游战略成功。
- **3、组织架构视角：头部公司配合战略做出调整**
- 近期腾讯天美工作室群旗下工作室从原先的十余个整合为四大研发子工作室，研发资源更加聚焦集中。Riot Game也在24年对《英雄联盟》团队人员做出优化调整。
- **如何运营长青游戏？**通过对大量游戏的复盘梳理，我们认为长青游戏的成功运营，分为三个等级：
- **Tier1：内容向的更新是基础：**包括角色/道具/剧情的基础更新（原神等二次元游戏）
- **Tier2：赛季更新是拉动付费动力：**通过新服务器开设和淘汰筛选制度，拉动玩家新的付费需求（三谋等）
- **Tier3：玩法+付费点更新是长期思路：**“元游戏”基础上，不断扩充玩法和付费点（和平精英/荒野乱斗）

核心观点

- **腾讯的视角：国内分梯队体系化运营长青游戏，海外Supercell不断自驱**
- **国内：腾讯手握极少数大DAU/社交属性强的游戏，长青潜力强。**
- 这类游戏已经脱离了纯粹的游戏属性，而是玩家在线下社交以外，在线上进行社交的一种补充，某种程度是一种刚需，玩家玩什么不重要，在一起玩是核心，这是腾讯可以体系化运营长青游戏的核心。
- 自23年腾讯首次提出长青概念，24年长青旗舰游戏《王者荣耀》和《和平精英》在新的一年里焕发活力，带领一众产品冲刺畅销榜。25年1月畅销榜Top20中8款是腾讯游戏，包揽榜单前6。2024年公司精力在头部长青游戏，25年看第二梯队游戏运营，包括《穿越火线》《金铲铲之战》和《英雄联盟手游》。
- **海外：Supercell频繁尝试新玩法、调试商业化，驱动老游戏“开花”**
- 复盘腾讯海外子公司supercell的发展历程，2016年，腾讯以86亿美元的价格收购Supercell公司84.3%的股权，根据测算，Supercell在过去四年对腾讯游戏海外收入贡献约24%，腾讯仍然让supercell保持了相对独立的运营体系。
- **长青游戏的另一个侧面，就是勇于砍掉不适合长线运营的项目，Supercell砍掉的项目超过10款，核心下架原因主要是“游戏表现不及预期”或“难以达到其他游戏的高标准”，我们猜测其中30日留存是核心考核指标。**
- **复盘《荒野乱斗》2023年至今的更新经验：**1) 商业化改动，要和游戏体验设计配套，不能生硬，要以体验为先，公平性与稀缺性要共存；2) 重视长期留存：Supercell内部不看次留，七留，而是以30日留存作为重要指标，注重游戏的长期表现与用户粘性；3) 避免太过直接大胆的更新，而是以高频、小幅度更新充分观察玩家反应。

核心观点

- **任天堂的视角：软硬件交织穿越周期，游戏主机引领市场，第一方游戏占比高**
- 任天堂创办于1889年，与索尼、微软一同成长为全球游戏主机三大巨头之一。公司主要收入是游戏主机硬件与软件的销售。从24FY来看，公司硬件主机收入占比为44%，软件游戏收入占比为56%。
- **复盘任天堂过去20年的收入趋势，硬件和软件呈现明显的周期**
- **1) 2018年之前：硬件的更新周期旺盛，呈现“硬件带动软件”的趋势：**比如2007年DS主机系列的销售旺盛，带动硬件收入翻倍增长，2018年开始Switch的放量再次带动硬件收入翻倍增长
- **2) 2018年之后：硬件更新进入疲乏期，但内容爆品依旧相对稳定，收入更有韧性：**自2018年之后的Switch系列至今，任天堂没有进行过硬件的大创新，近年来硬件收入增长显示出疲乏，但软件的更新并不依赖于硬件的更新，近年《动森》《塞尔达》《宝可梦》依然保持着内容端的爆品质量，软件收入占比已经超过50%
- **硬件方面，任天堂凭每一代主机的革新都引领行业，关注2025年的Switch2系列**
- 1989年的Game Boy是全球首款热销的便携手持游戏机，开辟了一个全新的市场赛道。2004年发布的DS以其独特的双屏+触摸屏设计与Wi-fi连接支撑的多人游戏功能，重塑了社交互动在游戏体验中的地位。2017年发布的Switch打破了传统的主机定义，首次将家用与手持游戏机融为一体。
- 近期，任天堂官宣下一代 Nintendo Switch 2 主机，主要展示了 Switch 2 的外观，包括更大的手柄和屏幕、全新的键位设置、更稳固的 U 型支架和新的Type-C接口等内容。
- **软件方面，任天堂核心IP生命力强，各个系列均有20年以上历史**
- 任天堂相较索尼等其他游戏主机，第一方游戏的占比高达90%，凭借深厚的自主游戏开发能力，积累多个自有IP系列，均有20年以上的历史，包括马里奥、宝可梦、塞尔达等，定期更新新作延长生命周期，展现出强大生命力。
- 马里奥系列作为任天堂的核心代表性IP，自1985年推出以来在全球范围内售出超9亿件，覆盖了赛车、体育、探险等多个品类，其中《马里奥卡丁车8豪华版》和《超级马里奥：奥德赛》高居历年最畅销游戏排行榜
- 塞尔达系列1986年推出，《塞尔达传说：旷野之息》重新定义了动作冒险类游戏的标准，显著推动了这一系列的销量增长。2020年的《集合！动物森友会》提供了高度个性化设计和社交互动，形成一群高忠实玩家。

核心观点

- **相关公司：哪些游戏或者公司有运营长青游戏的潜力？**
- **1、用户维度：大DAU游戏/社交属性。**
- 腾讯（王者/和平精英/荒野乱斗）
- **2、IP维度：早年把握高影响力的独家IP，伴随着玩家成长**
- 任天堂（马里奥/宝可梦）、万代南梦宫（高达/七龙珠）、Take-Two（GTA/文明）、巨人网络（征途）
- **3、玩法维度：SLG/MMO，玩家沉浸成本与迁移成本高**
- 阿里巴巴（三国志战略版）、哔哩哔哩（三国：谋定天下）、神州泰岳（战火与秩序）

前言

为什么当下长青游戏变得至关重要？

第一章

腾讯的实践：王者与荒野乱斗

第二章

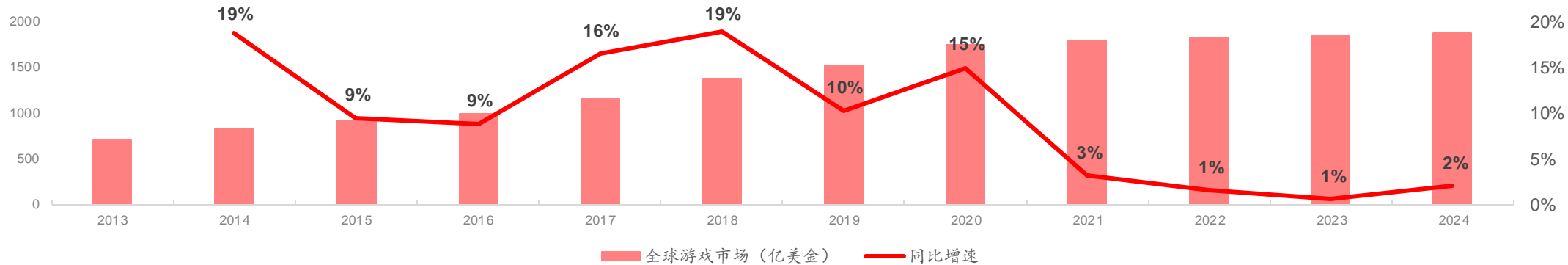
他山之石：任天堂

第三章

巨人\泰岳：长线运营见成效

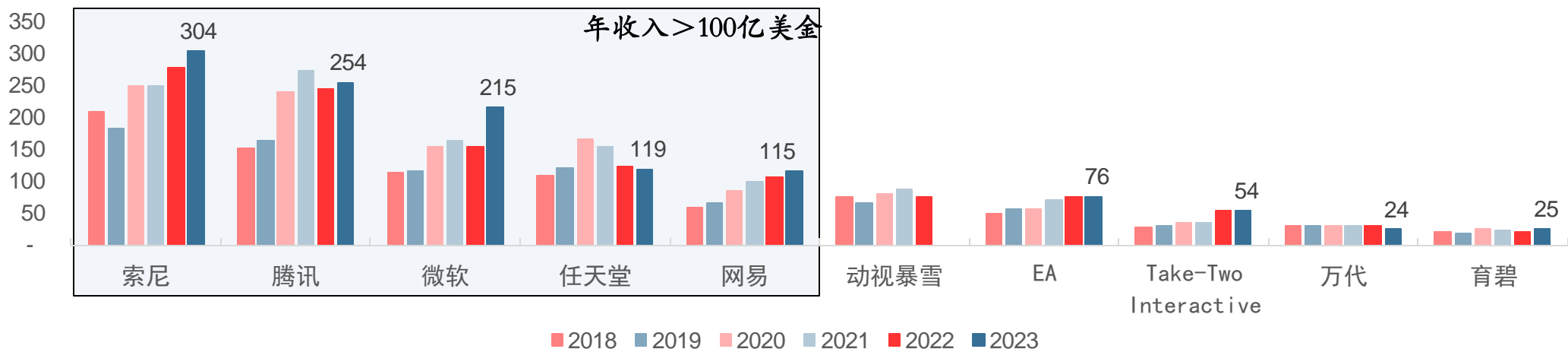
前言：全球游戏行业进入平稳期，但头部公司依然实现增长，老游戏稳健运营是关键

图：全球游戏行业进入平稳增长期，最近5年复合增速为4%，2024年增速为2%



图：2023年全球游戏上市公司收入Top10的公司 (单位：亿美金)

最近5年 收入 CAGR	索尼	腾讯	微软	任天堂	网易	动视暴雪	EA	Take-Two Interactive	万代	育碧
	8%	11%	14%	2%	14%	被微软收购 不再披露	9%	15%	-4%	4%
核心驱动	PS5硬件销售 与平台游戏	王者/和平精 英稳健与海外 Supercell等	收购动视暴雪 并表增厚收入	Switch份额 稳定+动森与 塞尔达新版本	蛋仔派对+逆 水寒等新品	-	FIFA等体育系 列持续增长	客户端IP转手 游战略成功	《蓝色协议》 等新游戏表现 不及预期	新游戏的推出 以及F2P模式



资料来源：Newzoo，公司公告，中信建投（索尼、微软、任天堂包含主机硬件销售收入，均采用当年平均汇率统一换算为美元）

前言：老游戏雄踞榜单，新游戏的“出头”难度在变大

- 从手游维度来看：根据Appmagic的统计，2024年全球收入最高的20款手游当中，仅有2款当年发行的新游戏，剩余18款都是发行时间超过1年的老游戏，其中10款游戏运营时间超过5年。
- 主机与客户端游戏来看，趋势与手游类似：根据Newzoo统计，2024年上半年收入最高的10款主机与客户端游戏中，有5款为最近1年发行的新游戏，有5款是老游戏。

表：2024年全球收入最高的20款手游，新游仅有2款（1年内发行）

	游戏名称	公司名称	2024年收入 (亿美元)	发布时间	运营时间 (截至2024年)
1	王者荣耀	腾讯	18.7	2015年11月	9年
2	大富翁Go	Scopely	15.8	2023年4月	1-2年
3	Royal Match	Dream Games	14.6	2021年2月	3年
4	Roblox	Roblox	11.9	2012年12月	12年
5	和平精英	腾讯	11.8	2019年5月	5年
6	Last War: Survival	Funfly	11.5	2023年8月	1-2年
7	糖果传奇	King	10.8	2012年11月	12年
8	无尽冬日	点点互动	10	2024年4月	<1年
9	DNF手游	腾讯	8	2024年5月	<1年
10	金币大师	Moon Active	7.3	2016年2月	8年
11	荒野乱斗	Supercell	6.6	2018年12月	6年
12	崩坏：星穹铁道	米哈游	6	2023年4月	1年
13	精灵宝可梦Go	Niantic	5.5	2016年7月	8年
14	原神	米哈游	5.1	2020年9月	4年
15	梦幻花园	Playrix	5	2016年8月	8年
16	梦想小镇	Playrix	4	2012年2月	12年
17	怪物弹珠	Xflag	3.9	2017年8月	7年
18	金铲铲之战	腾讯	3.8	2021年11月	3年
19	菇勇者传说	4399	3.6	2023年11月	1-2年
20	部落冲突	Supercell	3.6	2012年8月	12年

表：1H24，MAU最高的主机/端游，新游占4款

	游戏名称	公司名称	发布时间	运营时间 (截至1H24)
1	堡垒之夜	Epic Games	2017年7月	7年
2	EA Sports FC 24	艺电 (EA)	2023年9月	1年
3	使命召唤：现代战争II	Activision	2022年10月	1年
4	地狱潜兵2	Arrowhead Game	2024年2月	<1年
5	NBA 2K24	Visual Concepts	2023年9月	<1年
6	Madden NFL 24	艺电 (EA)	2023年8月	<1年
7	瓦罗兰特	拳头 (Riots)	2020年6月	4年
8	Roblox	Roblox	2006年9月	18年
9	暗黑破坏神4	暴雪	2023年6月	1年
10	侠盗猎车手V	Rockstar Games	2013年9月	11年

资料来源：Appmagic, Newzoo, 中信建投（游戏收入刨除渠道分成，只统计APPStore与GooglePlay渠道）

前言：老游戏稳定与增长，成为近年上市公司重要的业绩驱动

- ▶ 今年上半年业绩表现较好的公司，除了新游戏上线的增量以外，老游戏的稳健运营也是重要的业绩驱动因素
- ▶ 包括老游戏流水稳健的公司，包括腾讯（国内的和平精英与海外supercell的荒野乱斗），神州泰岳（旭日之城、战火与秩序），三七互娱（寻道大千），以及巨人网络（征途、球球大作战）。

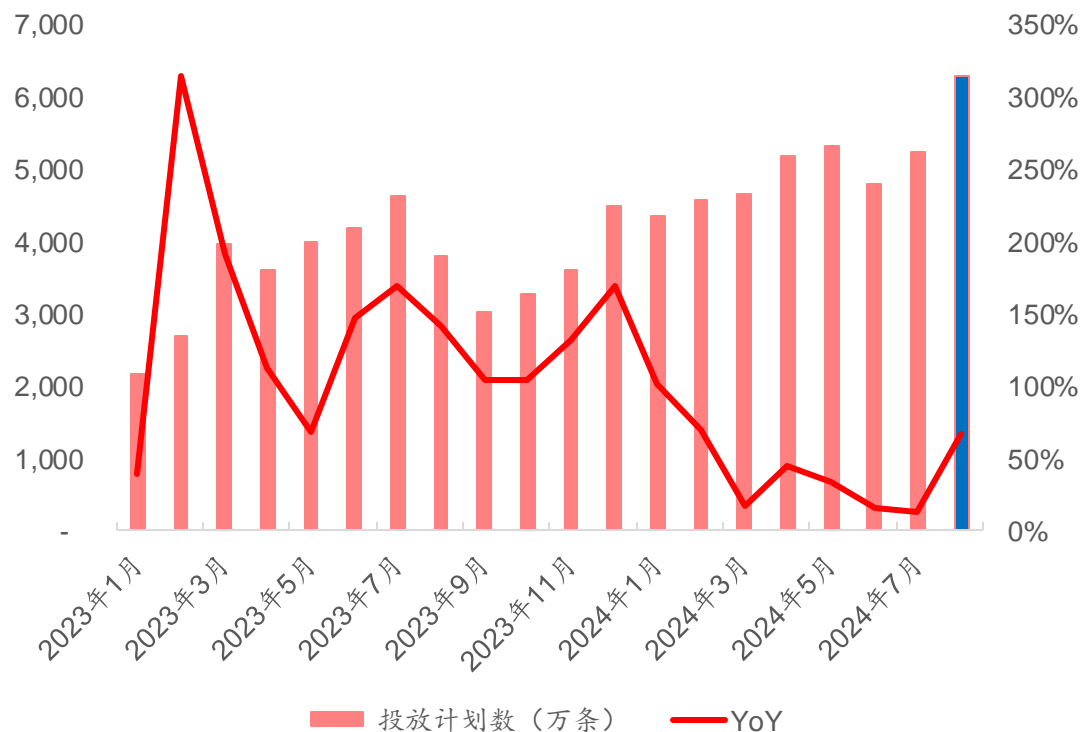
表：主要游戏公司1H24与2Q24的业绩情况与驱动因素

公司	2Q24游戏收入 (百万)	同比增速	2Q24净利润 (百万)	同比增速	业绩驱动因素	
					老游戏	新游戏
腾讯	48,500	9%	57,300	55%	国内《和平精英》，海外Supercell 《荒野乱斗》流水大幅回暖	《DNF手游》表现亮眼
网易	20,060	7%	7,820	-13%		
哔哩哔哩	1,007	13%	-270	同比收窄		《三国谋定天下》表现亮眼
公司	1H24游戏收入 (百万)	同比增速	1H24净利润 (百万)	同比增速	业绩驱动因素	
					老游戏	新游戏
三七互娱	9,232	19%	13	3%	《寻道大千》等小游戏持续投放	
世纪华通	8,512	73%	12	33%		《无尽冬日》海内外表现好
恺英网络	2,555	29%	819	12%	传奇基本盘相对稳定	《仙剑》《怪物联盟》等小游戏上线
神州泰岳	2,426	12%	631	56%	《旭日之城》《战火与秩序》流水稳健	
吉比特	1,960	-17%	518	-23%		
心动公司	1,430	32%	237	110%		《出发吧麦芬》海内外表现好
巨人网络	1,424	-1%	718	8%	《征途》与《球球》赛道流水平稳	

前言：买量视角来看，老游戏日常投放力度明显加大

- 根据dataeye数据统计，2024年8月APP游戏投放计划数超过6000万条，同比增长66%，环比增长20%，其中投放素材Top20的游戏中，出现了多个2年以上的老游戏，包括《原神》《和平精英》《蛋仔派对》《王者荣耀》等
- 透视8月买量产品总榜，我们发现投放素材数Top20的游戏，有多款运营时间超过1年的老游戏，包括原神（8月买量素材数同比+20倍），和平精英（投放素材数同比+70倍），蛋仔派对（投放素材数同比+61倍），王者荣耀（投放素材数同比+69倍），逆水寒（投放素材数同比+7倍）

图：8月APP游戏投放计划数同环比明显增长



图：8月投放素材Top20的游戏中，出现大量2年以上的老游戏

排名	游戏名	素材数	主要投放媒体	投放时间 (年)	买量素材数同比
1	寻道大千	435352	穿山甲联盟	1.21	85%
2	向僵尸开炮	244572	穿山甲联盟	1.09	
3	原神	204195	抖音	4.08	2264%
4	小兵大作战	201561	穿山甲联盟	0.60	
5	崩坏：星穹铁道	186546	抖音	1.74	1197%
6	233乐园	183265	QQ音乐	4.70	
7	躺平发育	173506	抖音	0.61	
8	和平精英	153460	抖音	5.00	7015%
9	蛋仔派对	141203	抖音	2.21	6170%
10	剑与远征：启程	130928	穿山甲联盟	1.06	
11	王者荣耀	122347	抖音	6.13	6940%
12	第五人格	95318	抖音	4.24	78675%
13	永劫无间	94838	抖音	1.48	
14	再生之境	88226	穿山甲联盟	0.09	
15	萤火突击	87025	抖音	1.05	
16	地下城与勇士：起源	86306	抖音	1.24	
17	逆水寒	72926	抖音	2.31	704%
18	域之纪元	71766	穿山甲联盟	0.14	
19	野兽领主：新世界	71251	穿山甲联盟	0.42	
20	向僵尸开炮	70642	穿山甲联盟	0.64	

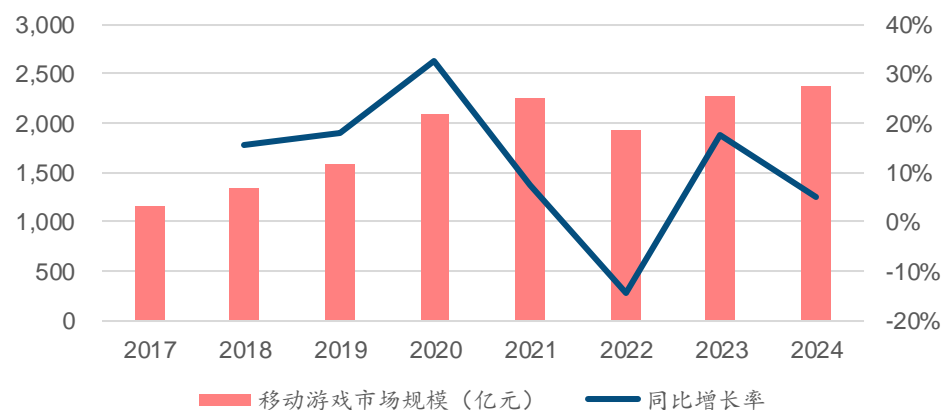
为什么愈加重视老游戏（1） 玩家与市场规模存量博弈，新游“出头”难度变大

- 2024年，国内移动游戏市场规模为2382.17亿，同比增长5.01%，再创市场收入新纪录。从玩家规模来看，2024年国内游戏用户规模6.74亿，同比增长0.94%，亦为历史新高点。
- 从最新（2025年1月下旬）的iOS游戏畅销榜来看，畅销Top20的游戏中，大部分是老游戏，其中运营超过1年以上的游戏为17款。

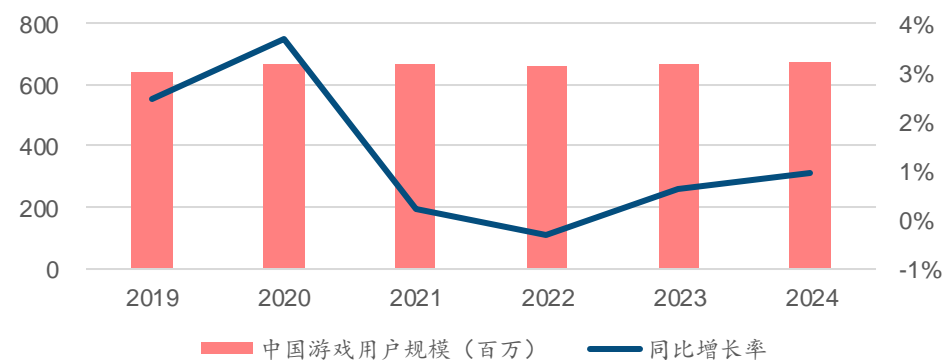
图：目前iOS畅销榜单Top20游戏中，17款是运营超过1年的老游戏

1	 和平精英 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	11	 英雄联盟手游 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd
2	 王者荣耀 AD Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	12	 阴阳师 AD 网易移动游戏
3	 地下城与勇士: ... AD Tencent Mobile Games	13	 炉石传说 AD Blizzard Entertainment, Inc.
4	 穿越火线-枪战王者 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	14	 世界之外 AD 网易移动游戏
5	 金铲铲之战 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	15	 逆水寒 AD 网易移动游戏
6	 恋与深空 Paper Games	16	 捕鱼大作战-街机... Tuyoo Online HK Limited
7	 原神 AD miHoYo Games	17	 晶核 AD Beijing Zhaoxiguangnian Information Technolo...
8	 无尽冬日 AD Shanghai Qingdi Technology Company Limited	18	 以闪亮之名 AD 祖龙游戏
9	 绝区零 miHoYo Games	19	 光遇 网易移动游戏
10	 梦幻西游 AD 网易移动游戏	20	 冒险岛: 枫之传说 AD Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd

图：2024年国内手游市场创市场收入新纪录



图：中国游戏用户规模与增速（百万）



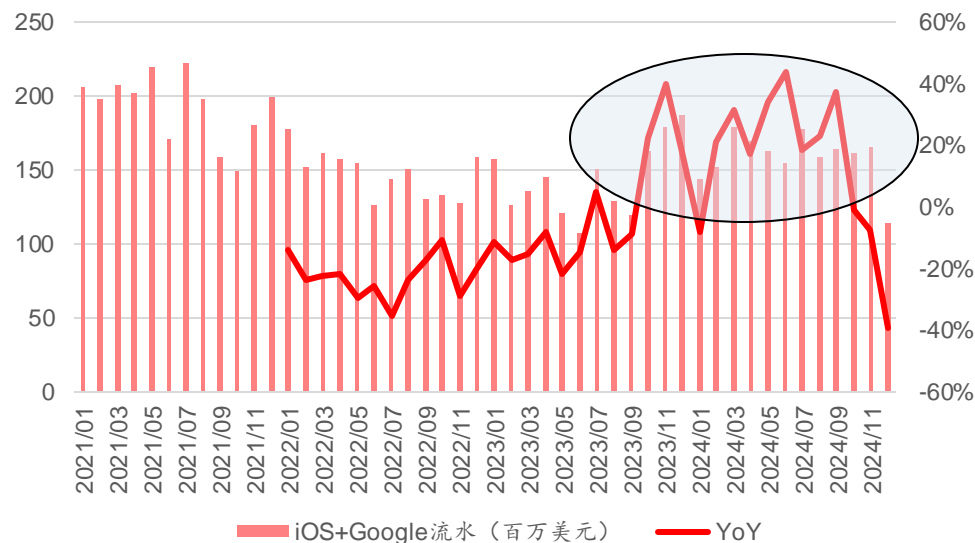
为什么愈加重视老游戏（2）老游戏“翻新”后，成功率更高

- 从2024年开始，多款上线超过5年的游戏重新焕发生机，包括腾讯的《PUBG》和Supercell的《荒野乱斗》，以及壳木游戏的《旭日之城》，国内包括巨人网络的《征途》系列游戏，我们认为在老玩家的付费基础之上，老游戏的“翻新”某种程度上成功率更高。
- 《荒野乱斗》：与2023年6月份的历史新低相比，2024年4月份游戏月收入同比增长633.01%、MAU增长2.4倍、DAU增长3.9倍，且增长趋势持续强劲，直至2024年12月游戏月收入同比增长率仍维持在110%以上。
- 《和平精英海外版》：腾讯《PUBG》从2023年下半年以来海外流水明显提升。2024年收入相对稳定，说明游戏一系列长青运营举措具有可持续性。

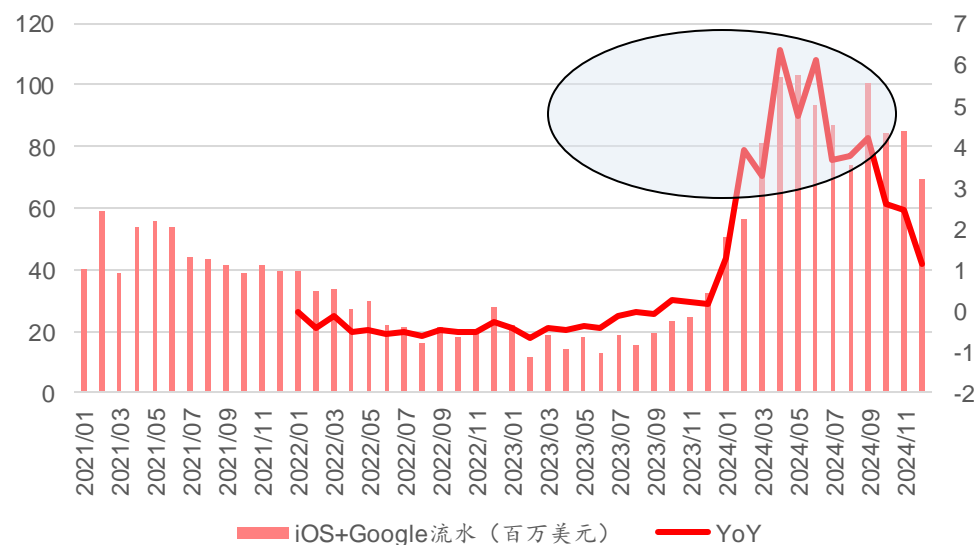
图：2024年表现较好的运营3年以上的游戏

公司	游戏名称	上线时间	运营时间
腾讯	和平精英	2018. 2. 5	7年
	PUBG	2018. 3. 17	7年
	王者荣耀	2015. 8. 18	9年
	荒野乱斗	2020. 4. 17	5年
哔哩哔哩	碧蓝航线	2017. 5. 24	7年
神州泰岳	旭日之城	2021. 4. 27	4年
巨人网络	征途系列	2016. 6. 21	9年

图：腾讯《PUBG》从23年下半年以来海外流水明显提升



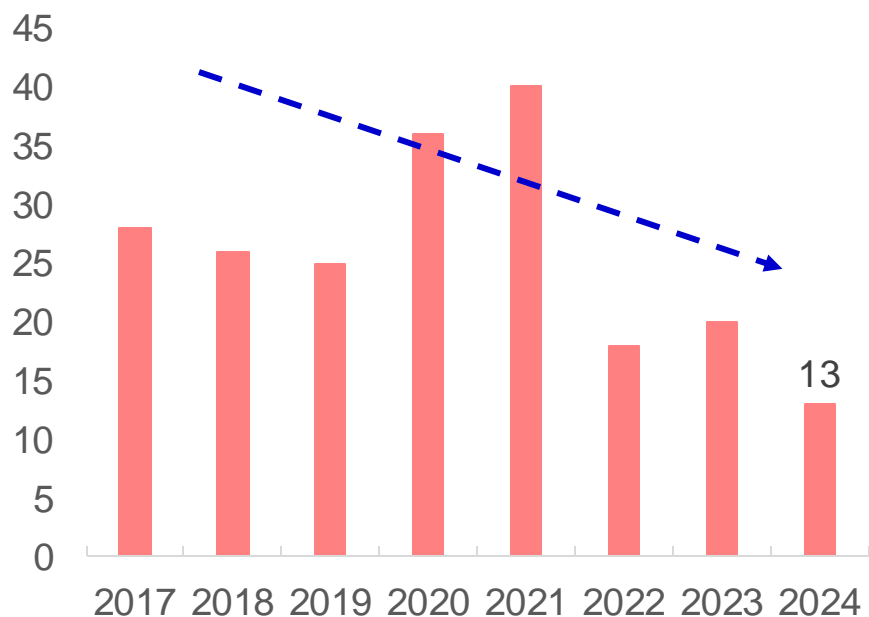
图：Supercell《荒野乱斗》流水从24年以来明显提升



多家公司，表达“长青游戏”的重要性

- 腾讯的视角：**2024年5月和8月，在腾讯的财报后电话会中，公司多次提及“**长青游戏**”概念，目前来看公司手握《王者荣耀》《和平精英》《穿越火线》《QQ飞车手游》《火影忍者》等多款流水稳健的游戏，《DNF手游》则有望成为公司下一款长青游戏。从腾讯历年游戏发布会上公布的新游戏数量也可以看到，2017-2021年每年公布的新游戏在30款上下，到2024年公布的新游戏数量下降到13款，说明存量游戏越来越得到重视和聚焦。
- Supercell的视角：**2023年2月，Supercell的CEO发布公开信，其中提到Supercell需要聚焦“在**已上线游戏中**提升服务玩家的水平”，在此后的一年，Supercell旗下的经典产品《荒野乱斗》下载量、活跃用户与流水快速回升。创始人不断提到“我们的梦想是做出能够让玩家**玩很多年、能够被永远记住的游戏产品**。Simon Sinek有一个观点叫做“**无限游戏**” (infinite game)，而我们的公司就是围绕这个概念建立的。”

图：腾讯历年游戏发布会，公布的新游戏数量在减少



图：2019-2023年游戏公司旗下长青游戏与年均内购收入（亿美金）



如何做好长青游戏：内容更新是基础，玩法、付费系统更新是关键

- 我们认为，做好长青游戏，有几个关键点需要注意：
- 1) 内容向的更新是基础，包括角色/道具/剧集
- 2) 赛季的更新，能够通过新服务器开设和淘汰筛选制度，拉动玩家新的付费需求
- 3) 最重要也最奏效的是玩法的更新，与付费模型的更新



围绕经典IP
不断发行新版本

APP游戏发行小程序版

吸引更年轻化的玩家，如巨人发行小游戏《王者征途》



王者征途

APP游戏不断更新

通过新的服务器，吸引玩家

前言

为什么当下长青游戏变得至关重要？

第一章

腾讯的实践：王者与荒野乱斗

第二章

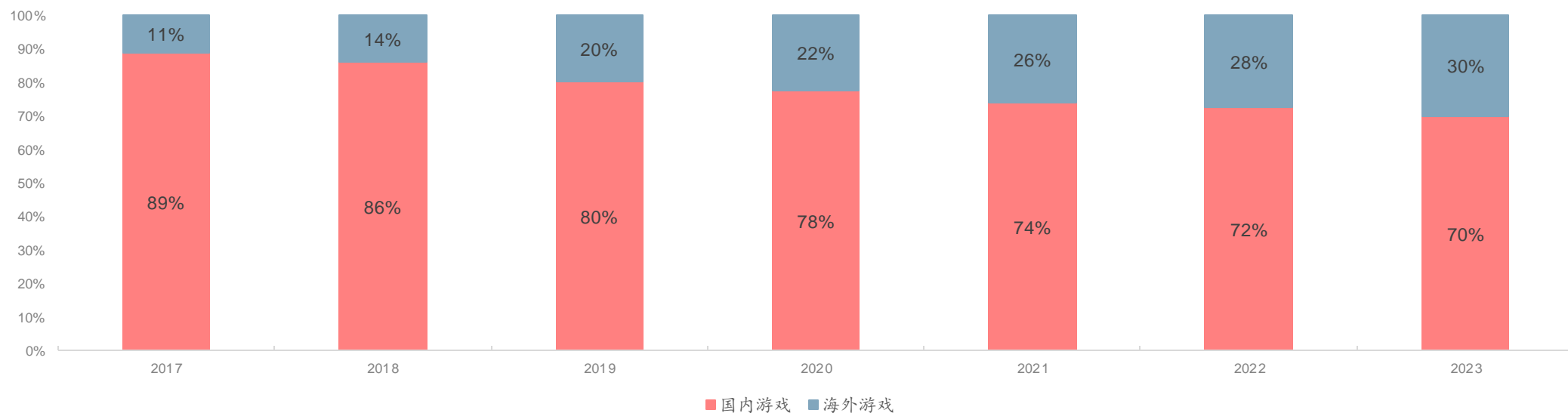
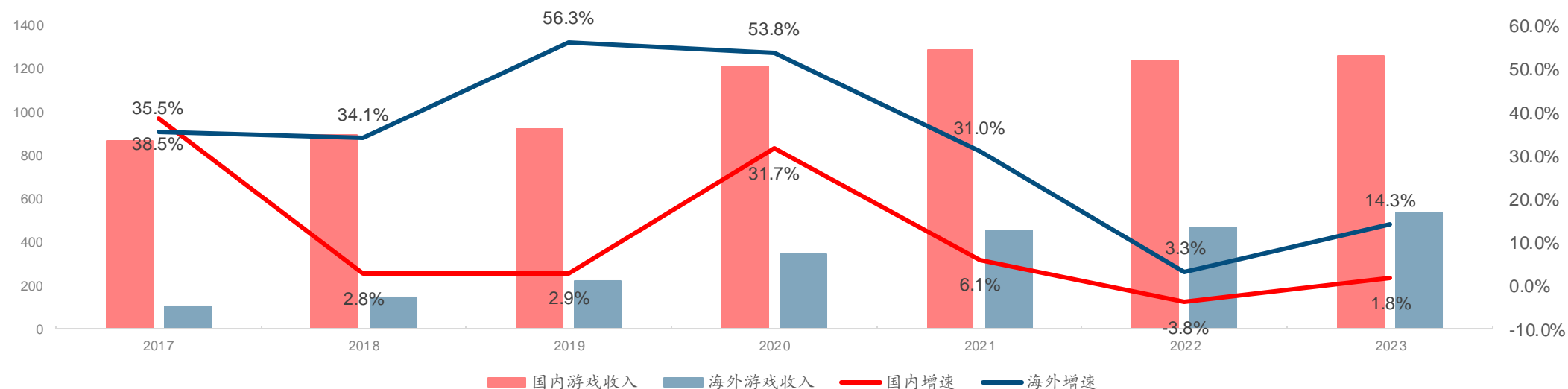
他山之石：任天堂

第三章

巨人\泰岳：长线运营见成效

1 腾讯游戏：海外市场成为新驱动力，收入占比提升到30%

图：腾讯海外游戏收入增速与占比



2 腾讯长青游戏基础好：手握极少的大DAU、社交属性游戏

图：2024年2月全行业手游月流水排名（仅APP游戏，不包括小程序游戏）

流水排名	公司	游戏名称	游戏流水
1	腾讯	王者荣耀	
2	腾讯	和平精英	
3	腾讯	英雄联盟手游	
4	腾讯	金铲铲之战	
5	网易	逆水寒	
6	腾讯	穿越火线：枪	
7	网易	蛋仔派对	
8	米哈游	原神	
9	米哈游	崩坏：苍穹铁	
10	叠纸游戏	恋与深空	
11	网易	梦幻西游	
12	途游	捕鱼大作战	
13	灵犀互娱	三国志战略版	
14	腾讯	火影忍者	
15	腾讯	使命召唤手游	
16	腾讯	QQ飞车	
17	网易	第五人格	
18	腾讯	暗区突围	
19	豪腾嘉科	咸鱼之王	
20	腾讯	元梦之星	
21	鹰角网络	明日方舟	

第一梯队：月流水**10亿+**，**稀缺**，2-3款
其中王者是断层第1（月流水40-50亿量级）

第二梯队：月流水**5-10亿**，**比较少**，10款以内

第三梯队：月流水**3-5亿**，**中型爆款**，10款以内

第四梯队：月流水**1-3亿**，**小爆款**
数量相对较多

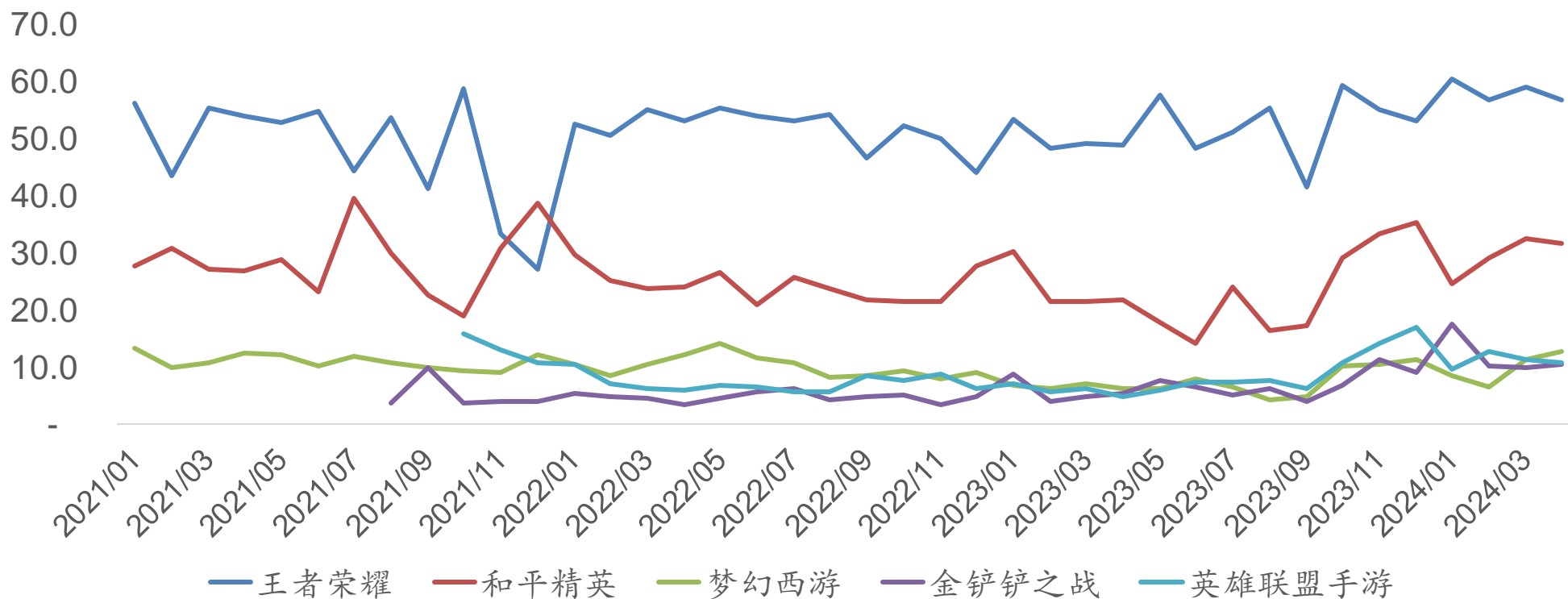
其余游戏：**大部分在1亿以内的月流水**

2 腾讯长青游戏基础好 (2) 手握极少的大DAU、社交属性游戏

大DAU、社交属性强的游戏相对稀缺（例如王者荣耀，国内游戏Top1，月流水~50亿）

- 这类游戏已经脱离了纯粹的游戏属性，而是玩家在线下社交以外，在线上进行社交的一种补充，某种程度是一种刚需，玩家玩什么不重要，在一起玩是核心。
- 所以这类游戏主要来自有社交关系链的腾讯（微信/QQ），所以5个游戏里面，4个是腾讯的，1个是网易的
- 更进一步看，王者&和平对应的是90后玩家的线上社交需求，梦幻西游&英雄联盟是80后，金铲铲是90后/00后

图：典型的月流水>10亿，生命周期长久的游戏——大DAU&社交属性重的游戏



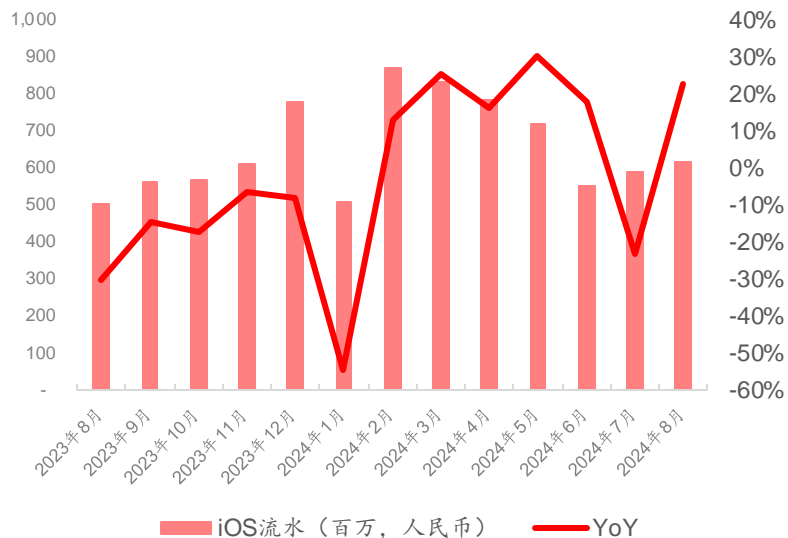
3 腾讯互娱工作室和架构：核心工作室不断调整收缩，集中研发精力

25年1月进行调整，个研发工作室合并为4个，新增Z1和G1

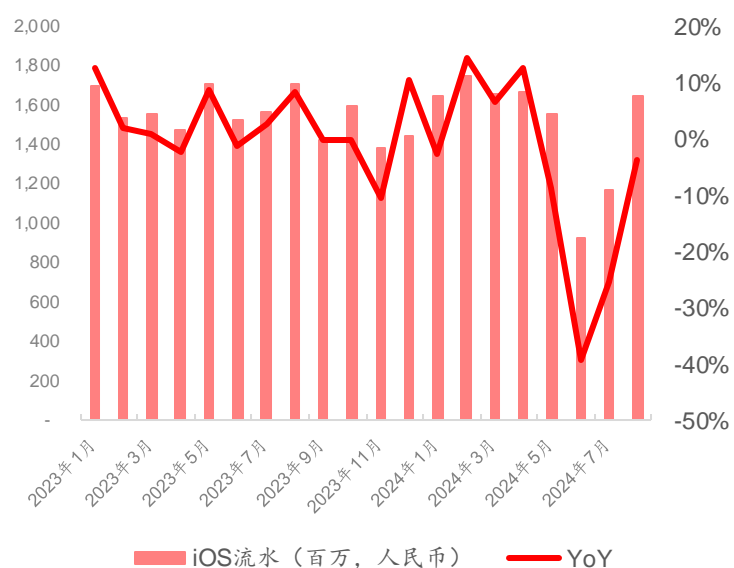
		旗下工作室	成立时间	擅长风格	代表游戏	
国内	国际产品运营部	天美工作室群 4大研发工作室：J1、L1、J3、T1 2大其他工作室：Z1（创新孵化）、G1（全球化拓展）	2014年	战争策略、休闲、角色扮演、射击、竞技、竞速	王者荣耀、使命召唤手游、穿越火线、QQ飞车、天天爱消除、三角洲行动	
	自研工作室	光子工作室群 6大工作室：逍遥游、欢乐游戏、天玑智趣、光速、天行、量子	2008年	棋牌、休闲社交、战术竞技、MMORPG、FPS	和平精英、英雄联盟手游、金铲铲之战	
	游戏发行线	魔方工作室群 5大工作室：魔笛、魔术师、魔灵、魔镜、魔王	2010年	MMORPG、休闲社交、竞技射击	火影忍者、QQ农场、暗区突围	
	职能部门	北极光工作室群 3大工作室：水银、蜜獾、天狼	2007年	休闲、卡牌、RPG、ARPG、ACT、射击	天涯明月刀、光与夜之恋、世界启元	
	IEG Global	波士顿工作室群	-	2008年	无	无
海外		NExT Studios	-	2017年	(PC/主机) 趣味、冒险、卡牌、解谜、ARPG	疑案追声、只只大冒险、死神来了

4.1 国内部分：2023年开始，重视和平精英与王者荣耀的高频更新

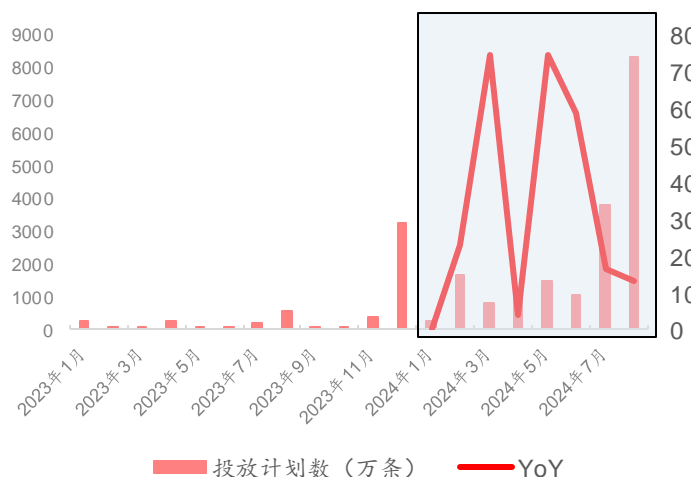
图：腾讯《和平精英》国内流水保持稳健



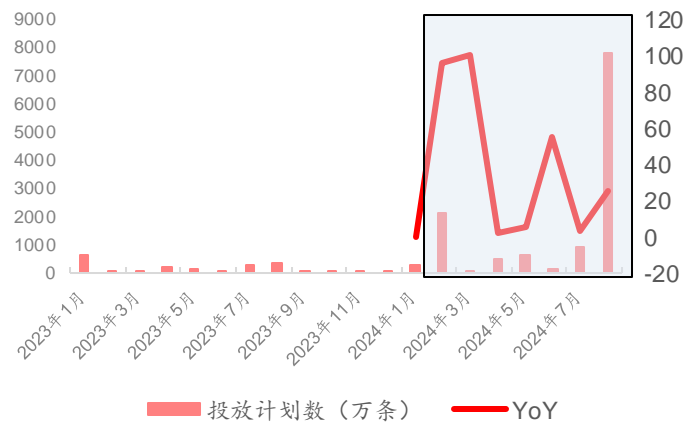
图：腾讯《王者荣耀》国内流水保持稳健



图：腾讯《和平精英》国内投放计划数大幅增加



图：腾讯《王者荣耀》国内投放计划数大幅增加



4.2 国内部分：《王者荣耀》《和平精英》《穿越火线》等老游戏持续位居畅销榜前列

► 自23年腾讯首次提出长青概念以来，该战略已经快速在业务数据层面见到成效。进入25年1月，腾讯游戏在国内市场表现出更强统治力，在24年12月收入有所下降的长青旗舰游戏《王者荣耀》和《和平精英》在新的一年里焕发活力，带领一众产品冲刺畅销榜。1月24日畅销榜Top20中8款是腾讯游戏，包揽榜单前6。其中又有6款运营超1年，1款是老IP新作。

图：目前iOS畅销榜单Top20游戏中，8款是腾讯游戏，其中6款运营超1年

1	 王者荣耀 AD Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	1 总榜	11	 梦幻西游 AD 网易移动游戏	15 总榜
2	 和平精英 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	2 总榜	12	 燕云十六声 AD 网易移动游戏	16 总榜
3	 三角洲行动 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	5 总榜	13	 明日方舟 AD Shanghai Hypergrph Network Technology Co...	17 总榜
4	 地下城与勇士: ... AD Tencent Mobile Games	6 总榜	14	 英雄联盟手游 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	19 总榜
5	 金铲铲之战 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	7 总榜	15	 无限暖暖 AD Paper Games	22 总榜
6	 穿越火线-枪战王者 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	8 总榜	16	 捕鱼大作战-街机... Tuyoo Online HK Limited	23 总榜
7	 无尽冬日 AD Shanghai Qingdi Technology Company Limited	10 总榜	17	 幻唐志: 逍遥外传 Guangzhou Duoyi Network Co., Ltd.	25 总榜
8	 恋与深空 Paper Games	12 总榜	18	 逆水寒 AD 网易移动游戏	27 总榜
9	 第五人格 AD 网易移动游戏	13 总榜	19	 原神 AD miHoYo Games	28 总榜
10	 火影忍者 AD Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	14 总榜	20	 光遇 网易移动游戏	29 总榜

表：腾讯上榜游戏运营时间

	游戏名称	发布时间	运营时间 (截至2024年)
1	王者荣耀	2015年11月	9年
2	和平精英	2019年5月	5年
3	三角洲行动	2024年9月	<1年
4	DnF 手游	2024年5月	<1年
5	金铲铲之战	2021年11月	3年
6	穿越火线	2015年9月	9年
7	火影忍者	2016年9月	8年
8	英雄联盟手游	2022年7月	2年

4.3 国内部分：玩法迭代升级助力《和平精英》长青运营（1）

2024年11月，《和平精英》年内第五个大版本“流浪地球”正式上线，不仅推出了“流浪地球”主题海岛以及多个高度还原《流浪地球2》电影的特色道具和载具，还推出了新枪械并对旅行车载具进行外观更新。在推出全新游戏模式：征服模式的同时，超体对抗玩法也迎来了年度最大更新，对地图、职业等多个方面进行了全面升级，并推出了全新的插件系统。

这次联动更新在社区内获得了巨大反响。“和平精英流浪地球”微博话题讨论量迅速超过2.7万，相关内容在抖音、快手等短视频平台也登上了平台热榜。据七麦数据统计结果，版本更新后《和平精英》下载量达到了近3个月的最高点，登上iOS畅销榜第1名。此外，根据腾讯发布的2024年Q3财报，《和平精英》在9月的新赛季和高质量皮肤推出后，流水同比大幅提升了24%。成为长青旗舰游戏的代表。

4.4 国内部分：玩法迭代升级助力《和平精英》长青运营（2）

为了满足庞大体量用户对玩法、社交内容的需求，《和平精英》不断冲击赛道壁垒，积极创新玩法品类，对射击对抗大类的各个细分领域进行迭代和升级，尽力提高游戏的可玩性、持续延续游戏的生命周期。从2024年开始，游戏便明显提高了版本更新的频率和质量。几乎每次大版本更新都会上线新玩法和新模式，并对优秀玩法进行更新迭代。以2024年6月更新的“地铁逃生”模式为例，该模式不仅在玩家群体中广受好评，也起到了不错的拉新稳固作用，让游戏DAU实现了同比正增长。9月，开发团队趁热打铁，推出“地铁逃生”模式赛季，上线当日就有双话题登上抖音热榜。《和平精英》策划总监杨奕青提到，“作为游戏资源的统筹者和协调者，要让每一条管线的发展符合不同玩家群体的喜好，让他们体验到游戏的深度和广度”

4.5 国内部分：《和平精英》2023年以来明显加快更新频率、质量

时间	版本名称	更新内容	玩法是否更新	具体玩法更新情况
2023. 12. 20	龙跃长城	Tier 1:新场景-龙脊关、新道具、新角色-雷枪少年	否	
		Tier1:绿洲世界新玩法		
		Tier 2:步枪团竞		
2024. 3. 19	空岛集结	Tier 1: 新场景-空岛基地、新道具、新角色-涂鸭风暴	是	✓ 超体团竞: 8v8的团队对抗玩法。双方在新场景“天空基地”战斗, 率先达成40击杀的队伍获胜。玩家可以自由选择不同的超体职业, 且在被淘汰后可更换。每个职业自带12级属性和终极技能, 但淘汰后重新返回战斗时终结技能有冷却时间。战斗行为和技能会累积单局积分并用于局内排名, 积分每局重置。
		Tier 3:超体团竞模式		
2024. 6. 18	刺激归来	Tier 1:新海岛场景、新道具、新角色-海洋之心	是	✓ 刺激战场: 24vs24的团队攻防战玩法。开局时防守方占据所有区域, 双方将在3个区域依次进行争夺, 进攻方在规定时间内及复活次数内, 夺下3个区域为胜利, 否则为防守方胜利。玩家可选择具有独特技能的不同特殊兵种, 并使用坦克、直升机等武装载具及无人机、地雷等战术道具。 ✓ 地铁逃生模式: 玩家使用地铁币购买装备进入无人区探索, 成功撤离可带出找到的高价值物资, 但若死亡则丢失背包内所有物品, 且有几率掉落装备。持续完成任务可积累财富并提高属性, 在后续战斗中占据优势, 掠夺更多资源。
		Tier 3:刺激战场模式		
		Tier 3:地铁逃生模式		
2024. 9. 3	战场进化	Tier 1: 沙漠地图更新、新场景-港口、新道具、新角色-孤胆枪手	是	✓ 快速爆破模式: 在新场景“港口”的5v5对抗模式。每局共有7个回合, 上下半场各3回合, 若平局则进行1回合加时赛, 先拿4分的队伍获胜。进攻方随机一位玩家获得一枚炸弹, 需要去A点或B点安装炸弹, 引爆炸弹或消灭所有防守方玩家, 则进攻方获胜。反之, 防守方全员配备快速拆弹器, 需成功拆除炸弹或在炸弹安装前消灭进攻方, 则防守方获胜。
		Tier 2:地铁逃生模式新赛季		
		Tier 3:快速爆破模式		
2024. 11. 5	流浪地球	Tier 1: 新场景-流浪地球矿场和太空电梯、新道具、新角色-源代码	是	✓ 征服模式: 更真实的战斗, 更丰富的策略, 更公平的对决;阵营双方无攻防设定, 战斗目标一致, 先达成目标分数一方获胜, 全地图共有5个交战区域, 战斗开始后5个区域同时开启据点争夺, 占下据点后可持续获得战斗分数, 据点越多获取分数越快, 战斗中需灵活使用战术策略抢夺更多的据点。
		Tier 2:主题玩法-流浪地球冰河禁区		
		Tier 3:征服模式		

4.6 国内部分：继王者、吃鸡之后，腾讯持续对长青游戏《穿越火线》更新运营（1）

腾讯于12月14日开启《穿越火线》的年度家宴，持续对长青游戏的更新运营

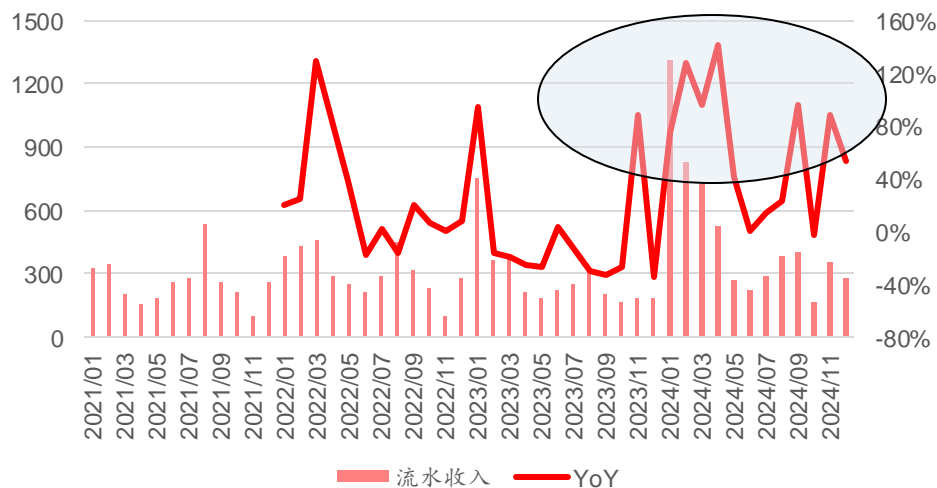
- 家宴上，游戏玩家与项目组就游戏突出问题进行认真交流。玩家反馈开局异常掉线遇弃权被处罚、个人竞技复活无敌时间过短等问题，项目组当场即提出解决方案，如延长投票弃权时间、考虑调整处罚方法等。面对玩家部分难以即刻解决的需求，项目组则会给出自身对项目更新的考量，并给出后续调整方案。
- 项目组在家宴上还展示了对今年的回顾以及对明年的展望。在年度回顾上，项目组回顾了两项成果：安全方面，《穿越火线》2024年首次实现了“10年封禁量级超小黑屋量级”；外挂方面，官方协助警方破获了7起外挂刑事案件，总涉案金额超1000万。而在2025年展望上，项目组则给出了更多承诺：安全方面，《穿越火线》明年会对安全SDK系统全方位升级，并建立网吧作弊专项；玩法方面，明年多人生化终结者将加入全新地图，对老地图和终结者技能等内容进行翻新；竞技方面，巅峰赛正式赛季将在明年Q1上线并且后续固定开启；系统方面，明年会有原生仓库的扩充；福利方面，也公开了元旦跨年相关活动。
- 真诚、交流与优化更新，支撑腾讯长青游戏持续运营。吃鸡、王者和穿越火线……腾讯一直在对长青游戏进行持续运营。就《穿越火线》而言，项目一方面往深扎根，在充分理解玩家需求的基础上持续稳定地提供玩家需要的内容，服务好用户基本盘；另一方面则向上伸展，保持紧绷的开发运营状态，给玩家真诚的内容回报。项目组前段时间提出了「火线RUSH」计划，分别从社会和玩家层面明确了穿越火线IP系列发展方向，持续进行生态布局。

4.7 国内部分：继王者、吃鸡之后，腾讯持续对长青游戏《穿越火线》更新运营（2）

对长青游戏的持续优化和更新运营为项目注入了新活力

- 根据《穿越火线电子竞技生态研究报告2023》，报告显示CF累计注册用户人数已超过5亿，在中国中重度游戏产品中排到了前三名，仅次于《英雄联盟》和《王者荣耀》，而在FPS游戏中则排到了第一名。
- 在端游+手游的叠加下，IP系列用户拥有着庞大的体量。在2024年8月举办的穿越火线嘉年华上，腾讯互娱K1合作部总经理许光透露，IP系列产品月活已超过4000万。在Gamelook专访中，游戏系列发行制作人陈侃则表示，目前游戏正从两个方面推进：第一个是对现有产品的平台化更新，在CF端游上发力做UGC内容，在CF手游上发力做传统模式和大战场的结合，在CFHD中重点做生化追击，在不同平台上打造不同侧重点的玩法内容，来适应平台用户；第二是产品布局，基于系列已有的用户群，扩大玩家体量。
- 面对《穿越火线》手游，CFM研发制作人王林总结：过去9年CFM发展历程大致可划分为三个阶段：第一个3年，可能更多是复刻端游的经典内容，吸引更多IP用户进入游戏；第二个3年，整体收入压力没那么大，团队开始疯狂创新；第三个3年，团队花了较大的精力，先去保证玩家基础体验。长青化的运营思路让CFM在过去4年表现出色，不仅多次出现同比增长峰值，2024年也进入了一段流水快速增长期。进入2025年，CFM表现更为强势，在1月份强势跻身畅销榜，目前仍稳居总榜畅销榜第8。

图：《穿越火线》手游过去4年流水收入（百万人民币）



图：《穿越火线》手游过去1个月流水排名情况



4.8 国内部分：继王者、吃鸡之后，腾讯持续对长青游戏《穿越火线》更新运营（3）

图：《穿越火线》家宴现场（左）、回顾和展望（中）
中国长青游戏榜（右）



资料来源：游戏日报公众号，时代财经，中信建投

5.1 海外部分：腾讯广泛投资与合作优质游戏厂牌

► 腾讯游戏的海外布局主要通过：

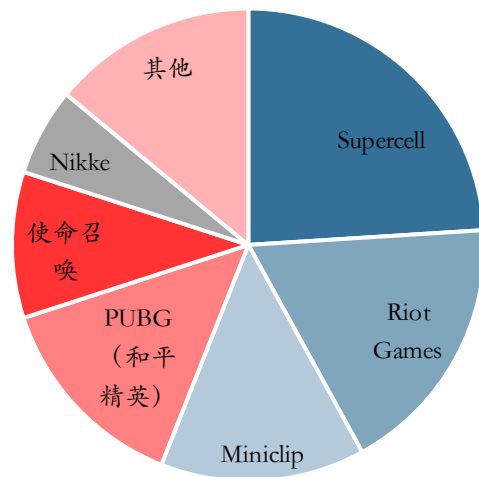
- ✓ 海外自研工作室与发行：如《PUBG Mobile》（和平精英海外版）、《Arena of Valor》（王者荣耀海外版）
- ✓ 收购/投资国外游戏公司：如Supercell的《荒野乱斗》、《部落冲突》、《皇室战争》，Riot Games的《英雄联盟》、《无畏契约》等，以及瑞士游戏公司Miniclip。

腾讯还广泛与全球头部游戏公司合作，如与任天堂共同开发《宝可梦大集结》，代理发行Smile Gate的《穿越火线》，获得在索尼PS和任天堂Switch平台上的游戏发行权等。

表：腾讯通过不断对海外游戏公司进行投资收购和战略合作增加游戏曝光

	游戏工作室	国家	腾讯持股比例	定位	主要游戏
投资收购	Riot Games	美国	100%	《英雄联盟》的开发商	《英雄联盟》、《云顶之弈》、《无畏契约》等
	Sumo Group	英国	100%	《古墓丽影》的开发商	《龙与地下城》、《古墓丽影》
	Supercell	芬兰	84.30%	全球手游创新头部厂牌	《荒野乱斗》、《部落冲突》、《皇室战争》等
	GGG	新西兰	80%	《流放之路》的开发商	《流放之路》
	Epic Games	美国	40%	全球最厉害的虚幻引擎厂牌	《堡垒之夜》、《战争机器》、《虚幻竞技场》等
	From Software	日本	16.30%	《艾尔登法环》的研发厂商	《艾尔登法环》、《黑暗之魂》等
	Krafton	韩国	14%	《和平精英》的开发商	《和平精英》、《TERA》等
	Ubisoft	法国	9.99%	《刺客信条》的开发商	《刺客信条》、《彩虹六号》等
	Activision Blizzard 动视暴雪	美国	0.05	全球最大的游戏开发与发行商	《使命召唤》、《魔兽世界》、《守望先锋》等
合作	索尼	日本	-	全球市占率第一PS主机的开发商	在PlayStation平台发布游戏，如《只只大冒险》
	Nexon	韩国	-	《地下城与勇士》开发商	《地下城与勇士》、《跑跑卡丁车》、《THE FINALS》、《ARC突袭者》
	微软	美国	-	全球市占率第三Xbox主机的开发商	与Xbox Game Studio结成深度战略合作关系
	任天堂	日本	-	全球市占率第二主机Switch开发商；持有马里奥、宝可梦、塞尔达、动森等多个长青IP	合作开发《宝可梦大集结》 在Nintendo Switch平台发布游戏
	EA	美国	-	《模拟人生》和《FIFA》系列的开发商	代理发行EA《FC足球世界》、《在线足球4》等
	Take-Two Interactive	美国	-	《侠盗猎车手》和《荒野大镖客》系列开发商	合作开发《NBA 2K》，并于2017年与WeGame平台达成深度合作
	万代	日本	-	《铁拳》系列格斗游戏开发商	合作开发发行《蓝色协议》、《火影忍者online》等
	Smile Gate	韩国	-	《穿越火线》开发商	代理发行并运营《穿越火线》、《命运方舟》

图：腾讯游戏业务海外收入构成



5.2 海外部分：复盘supercell发展历程，总结海外长青游戏经验

- 我们复盘腾讯海外子公司supercell的发展历程，总结优秀游戏研发厂商的项目开发思路。
 - 公司创始人是资深手游从业者，公司运营经验丰富。Supercell创始人兼CEO伊卡尔·帕纳宁1999年创立Sumea公司，主营手游开发，先后推出了《Racing Fever》《Mafia Wars》等多款游戏，成为21世纪初全球手游领域的巨头。2004年，Sumea被美国手游公司Digital Chocolate收购。
 - 公司以页游起家，转向移动互联网平台后爆款频出。Supercell在初创时期也将网页游戏作为开发重点，并在2011年5月推出页游《Gunshine》。由于游戏业绩不及预期，同年11月公司放弃对《Gunshine》的运营，聚焦手游。2012~2018年先后在移动端推出《卡通农场》《部落冲突》《海岛奇兵》等游戏，爆款频出。

图：Supercell公司发展历程



5.3 海外部分：Supercell，游戏新颖的玩法和高频运营，深入人心

Supercell是一家总部位于芬兰赫尔辛基的游戏公司，在旧金山、首尔和上海都设有办事处。自2010年成立以来，我们已经向全球市场推出了6款游戏——《Hay Day》、《Clash of Clans》、《Boom Beach》、《Clash Royale》、《Brawl Stars》和《Squad Busters》。公司的梦想是创造出能够让尽可能多的人玩上数年并被永远记住的优秀游戏。

在经历了10年和5款全球性游戏之后，公司的愿景依然是：创造出能够让更多玩家玩上数年并被永远铭记的优秀游戏。目前有340名员工在四个办公室工作，来自30多个不同的国家。

图：supercell在全球的四大游戏工作室



图：supercell历史上推出的6款产品

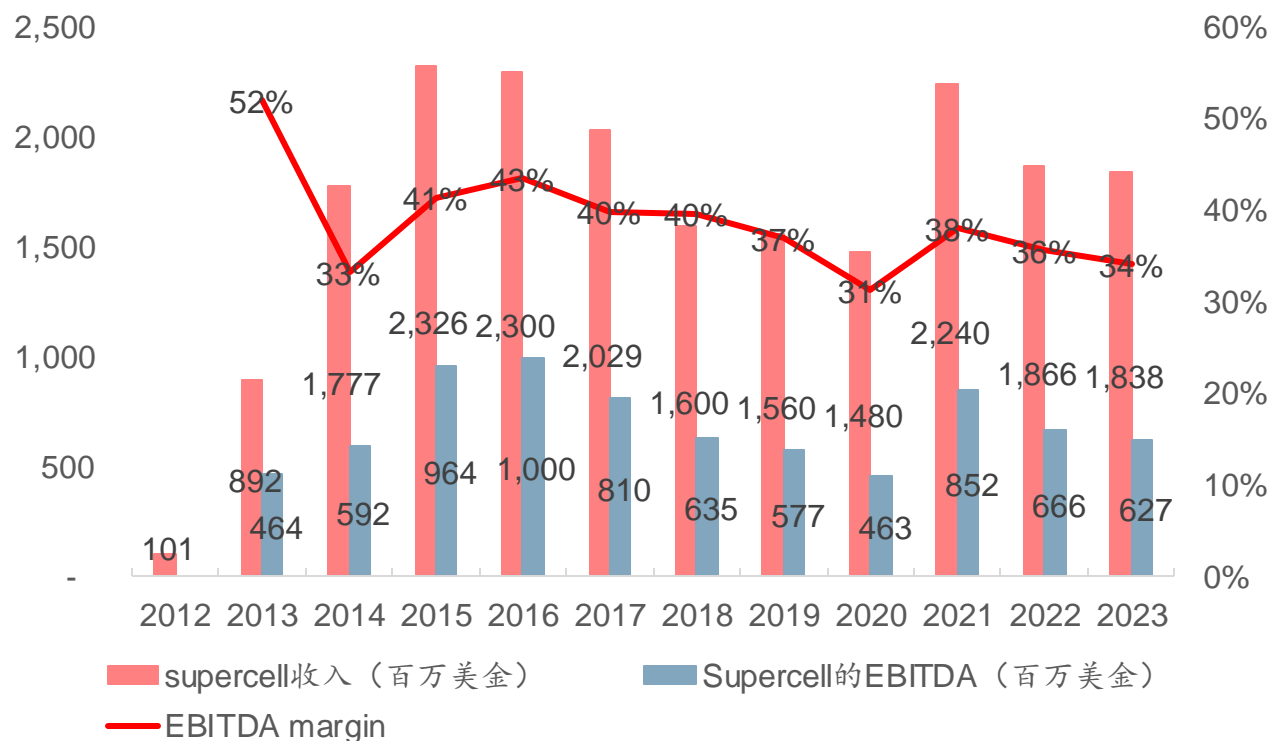


5.4 海外部分：Supercell，并表腾讯，但运营保持独立的体系

2016年，腾讯牵头成立财团，以86亿美元的价格收购Supercell公司84.3%的股权。这笔现金收购成为当时全球游戏史上最大规模的收购案例，也是中国互联网历史上金额最高的一笔海外收购。

根据测算，Supercell在过去四年对腾讯游戏海外收入的贡献约为24%。但腾讯仍然让supercell保持了相对独立的运营体系。

图：Supercell的收入、EBITDA与利润率



图：Supercell占腾讯海外游戏收入比重为28%左右

(单位：百万美金)	2020	2021	2022	2023
Supercell收入	1,480	2,240	1,866	1,838
腾讯海外游戏收入	5,146	7,109	7,053	7,586
Supercell对腾讯海外游戏收入的贡献	29%	32%	26%	24%

5.5 海外部分：Supercell历史上砍掉的游戏，果敢，敢于决断

- 从2011年公司首款游戏以来，Supercell砍掉的项目超过10款，囊括了MMORPG、三消、SLG、自走棋、模拟经营等多个品类，核心的下架原因，主要是“游戏表现不及预期”或“难以达到其他游戏的高标准”
- **Supercell不仅会砍掉普通的项目，也会砍掉“优秀的游戏项目”** 《Smash Land》和《Rush Wars》都是很好的例子，这两款制作非常完整且有趣的游戏，都在早期得到了很好的反馈，但两款游戏的开发团队自己砍掉了这两个项目，他们认为自己能做得更好

图表：Supercell历史上停止运营的项目

产品名	上线时间	游戏发行端	游戏玩法/题材	下架原因
Gunshine -	2011年	网页游戏	MMORPG	重度游戏在facebook的表现不好，用户数量无法突破100万
PETS VS. ORCS 宠物大战兽人	2012年	手机游戏	模拟经营/策略攻防	游戏表现不及预期
Battle Buddies 战斗的伙伴	2012年	平板游戏	回合制策略	在芬兰和加拿大上线之后表现不佳
Spooky pop 幽灵泡泡	2014年	手机游戏	三消回合制	游戏表现不及预期
Smash Land 混战大陆	2015年	手机游戏	弹珠	难以达到本公司旗下其他几款游戏的高标准
Rush Wars 突突兵团	2019年	手机游戏	SLG	难以达到本公司旗下其他几款游戏的高标准
Hay Day Pop 卡通农场	2020年	手机游戏	三消	无法满足我们为自己以及玩家所设定的标准
Clash Mini 皇室骑兵	2021年	手机游戏	Q版自走棋	是一款好游戏，却并不是能够实现我们梦想的游戏
Clash Quest 部落战线	2021年	手机游戏	回合制策略	游戏表现不及预期
Clash Heroes 部落传说	2021年	手机游戏	俯视双摇杆RPG	游戏表现不及预期
Everdale 山谷物语	2021年	手机游戏	模拟经营	游戏表现不及预期

5.6 海外部分：Supercell的底层逻辑，腾讯缘何收购？

- **Supercell之于腾讯：底层玩法孵化器。** Supercell擅长的游戏和腾讯的《王者荣耀》等大DAU游戏有诸多相似之处，我们认为Supercell的游戏团队提供创新的底层游戏玩法，腾讯团队在此之上根据国内游戏市场的需求做进一步细化。

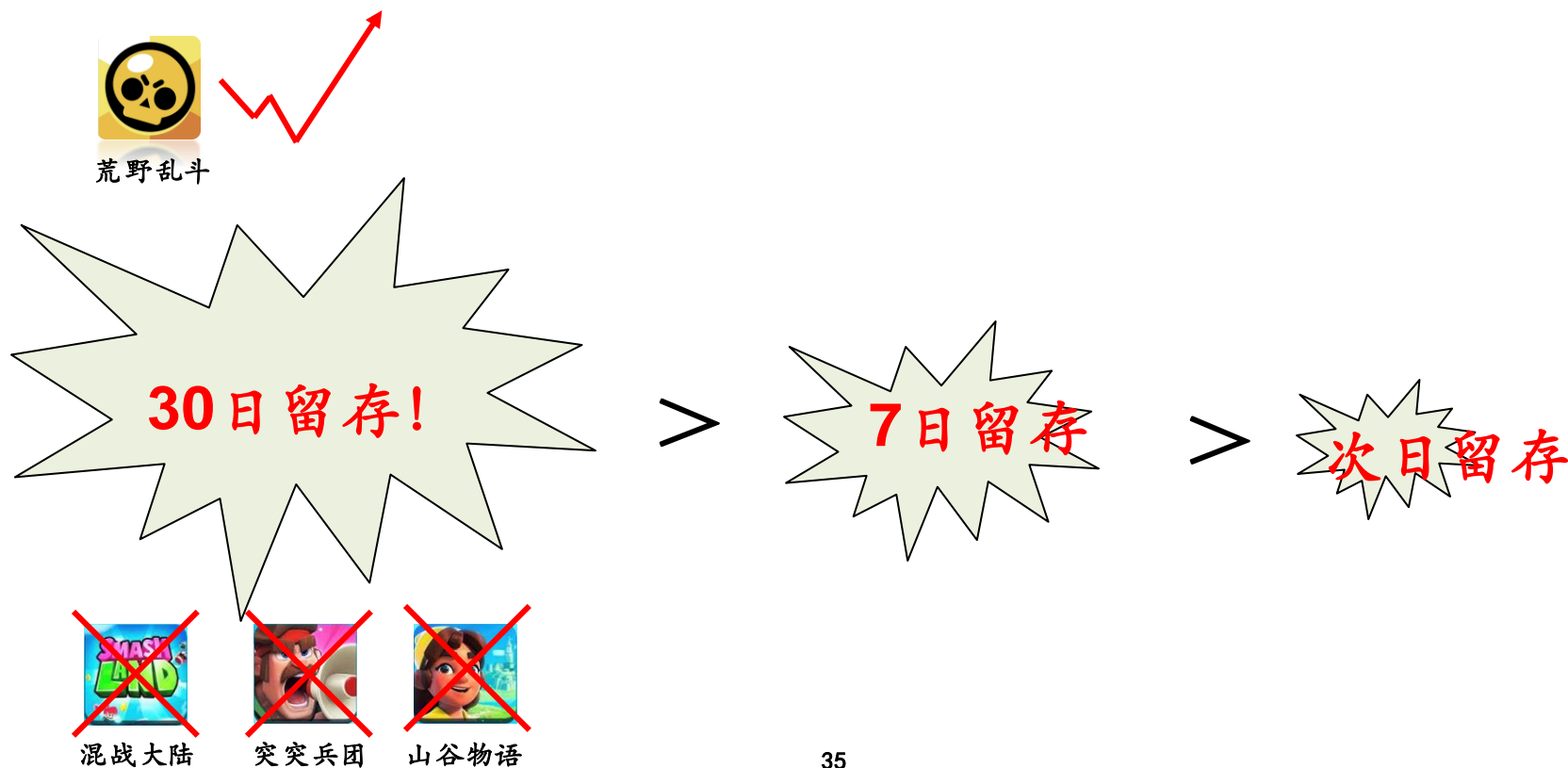
图：Supercell与腾讯游戏异同

相似点	不同点
<p>1) 重社交：游戏是线下社交在线上的补充</p> <ul style="list-style-type: none">✓ 允许游戏中实时聊天+社区活动✓ 鼓励在线上聊天平台继续交流 <p>2) 以多轮、多人即时制竞技玩法为主</p> <ul style="list-style-type: none">✓ 游戏中需不断进行紧张操作，多为3v3或5v5✓ 每轮时长约10-20分钟 <p>3) 核心玩法简单，易上手</p> <ul style="list-style-type: none">✓ 横屏+左手虚拟摇杆走位+右手技能✓ 打入敌方基地即为胜利	<p>1) 游戏长期发展：Supercell为游戏“做减法”，而腾讯持续为游戏“做加法”</p> <ul style="list-style-type: none">✓ 腾讯：<ul style="list-style-type: none">i. 皮肤、装备、特效等附加服务多种多样ii. 主界面功能复杂iii. 中国游戏市场竞品多，需要丰富的功能吸引玩家✓ Supercell：<ul style="list-style-type: none">i. 附加功能简单，以核心玩法为主ii. 新玩法更替出现，很少长期保留在游戏中iii. 国外游戏市场竞争较小且玩家付费意愿与能力强

5.7 海外部分：Supercell极度重视长期留存，30日留存指标，远高于其他指标

➤ **Supercell极度重视用户的长期留存，尤其是30日留存率（D30）这一关键指标。**通过D30筛选游戏，使Supercell选择游戏的过程更类似于筛选人才，不强调短期流水，而是注重长期表现。例如被砍掉的《Smash Land》和《Rush Wars》都有不错的前期表现，但由于无法长期维持玩家活跃被团队终止；又例如起死回生的《荒野乱斗》，在每一次团队调整玩法与商业化模式后都首先关注D30的变化。我们大胆猜测Supercell筛选游戏的标准遵循：

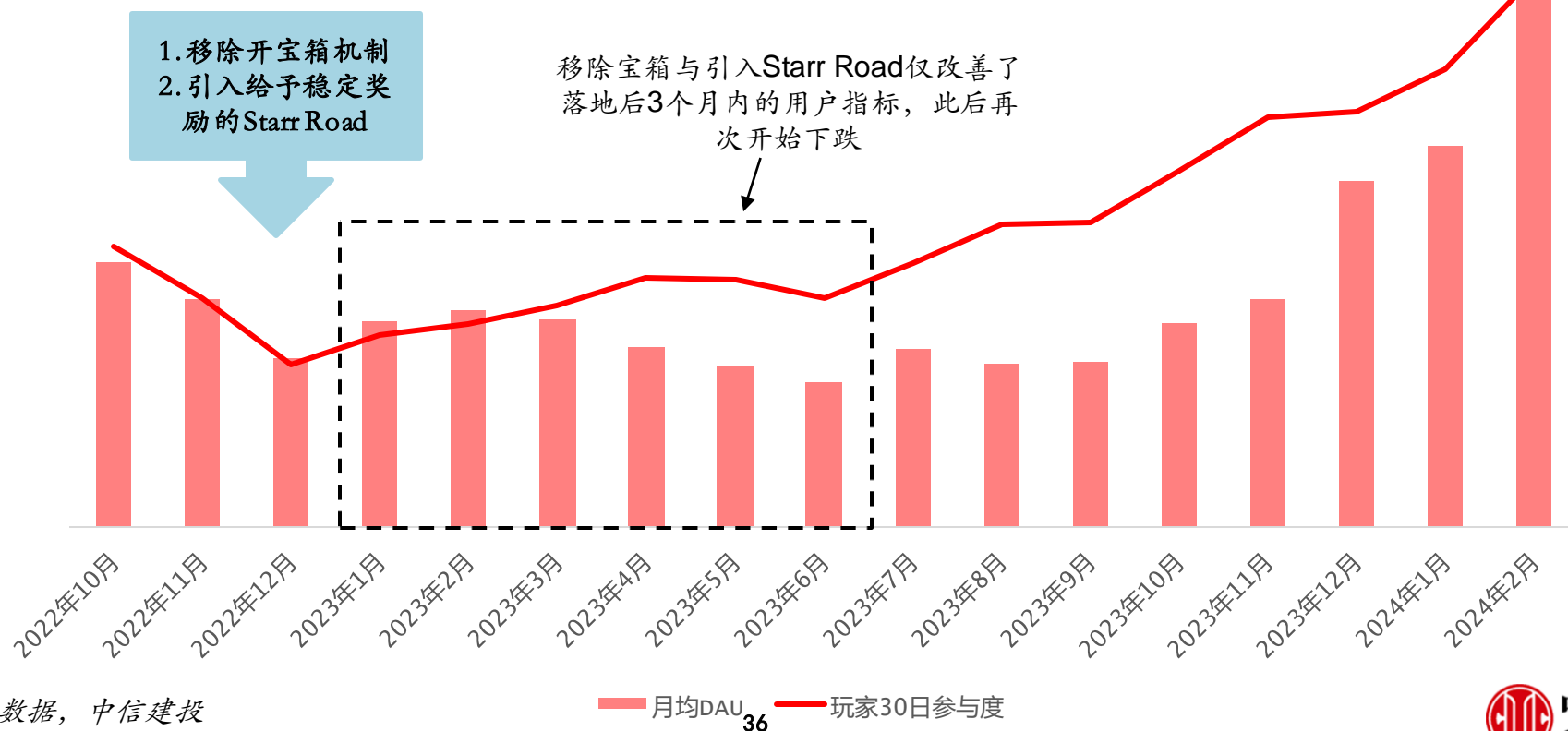
- 玩家长期留存&社交粘性 ★★★★★
- 创新的底层玩法 ★★★
- 良好的商业化表现 ★



5.8 海外部分：荒野乱斗“回春”做对了什么（1）开宝箱vs Starr Road

- **开宝箱机制（倾向于大R）**：玩家通过游戏或氪金的方式获得宝箱。开宝箱是获得新的更稀有英雄的唯一途径，但越稀有的英雄对应的获得概率越低，导致中小R玩家解锁高稀有度英雄的周期过长。在开宝箱的付费模式下，《荒野乱斗》专注从大R氪宝箱的收入提现，但后果是中小R游戏体验较差，难以长期维持中小R用户留存。
- **Starr Road（倾向于中小R）**：玩家按照既定顺序通过收集/购买专用货币依次解锁新英雄。其优点是英雄获得路径完全可视化且成本低，但随之而来的缺点是解锁英雄不再充满悬念与激情。在引入Starr Road后，《荒野乱斗》的付费更多来自于中小R对英雄和升级资源的直接购买，但由于失去了开宝箱机制带来的悬念，导致用户整体参与度存在风险。

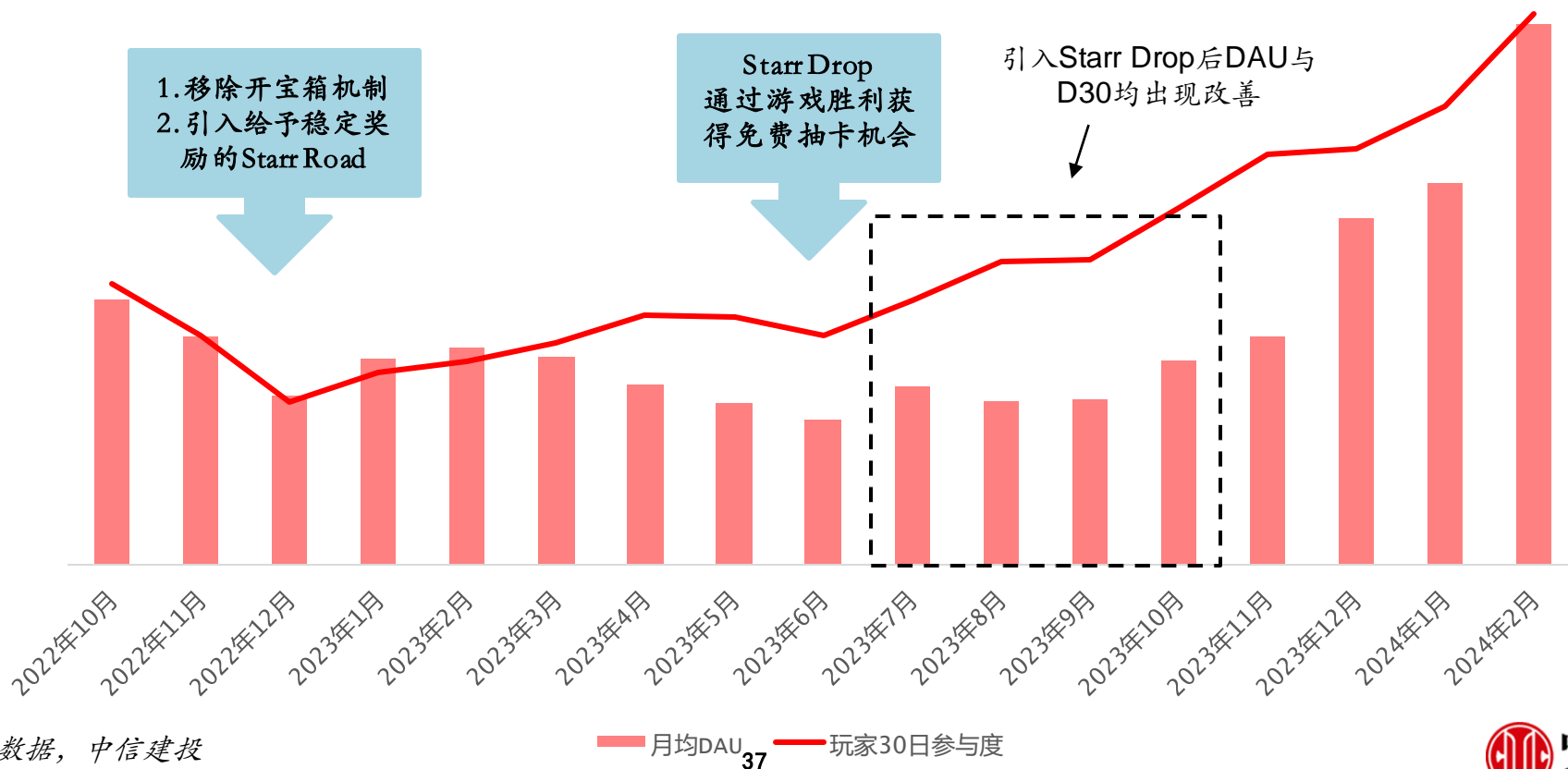
图：《荒野乱斗》月均DAU与玩家30日参与度



5.8 海外部分：荒野乱斗“回春”做对了什么（2）重新加入抽卡机制：Starr Drop

- Supercell在2023年6月将新的抽奖机制Starr Drop加回《荒野乱斗》中。Starr Drop的本质依旧是抽卡机制，但与宝箱的区别在于Starr Drop可以每日通过赢得8局游戏免费获得3个，为玩家日常游戏提供动力，显著提高了日活跃用户数（DAU）和30日留存率（D30）。
- Starr Drop机制的引入旨在增强玩家对于游戏的期待感，使玩家在日常游戏中保持积极性。这正是上一次Starr Road的改动中缺失的部分。这一策略反映了Supercell对玩家行为的深刻洞察，利用游戏内奖励机制来驱动用户粘性，从而推动游戏的长期增长和盈利能力。

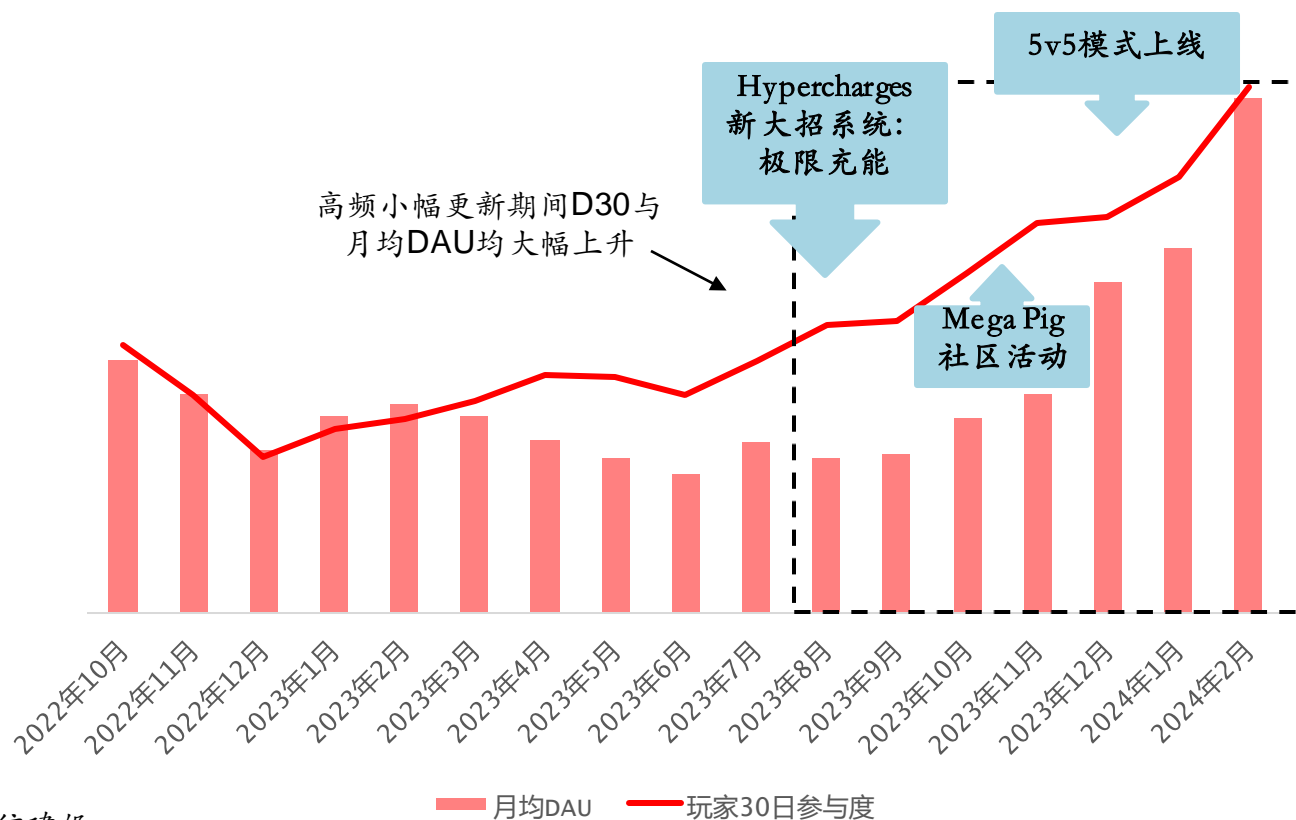
图：《荒野乱斗》月均DAU与玩家30日参与度



5.8 海外部分：荒野乱斗“回春”做对了什么（3）后续高频、小幅更新

- 通过之前对开宝箱、Starr Road与Starr Drops的取舍，Supercell深刻认识到需要通过更高频的小幅更新来观察玩家对新玩法的态度和反馈，此后荒野乱斗以平均1-2个月加入一个新玩法，更灵活地响应玩家需求并增强游戏体验。2023年8月，Supercell引入了Hypercharges大招系统，玩家可以在一个英雄达到II级之后用5000金币解锁（约折合22美元）。其在游戏中的实用性与高额的解锁金币成本确保了玩家的长期需求，进一步丰富了角色的战斗方式，并为《荒野乱斗》的长期日活与流水打下基础。10月，MegaPig社区活动的推出增强了玩家之间的互动与竞争，提升了用户的社交粘性。12月，5v5模式的加入则为游戏带来了全新的团队合作体验。

图：《荒野乱斗》月均DAU与玩家30日参与度



5.8 海外部分：荒野乱斗“回春”做对了什么（4）

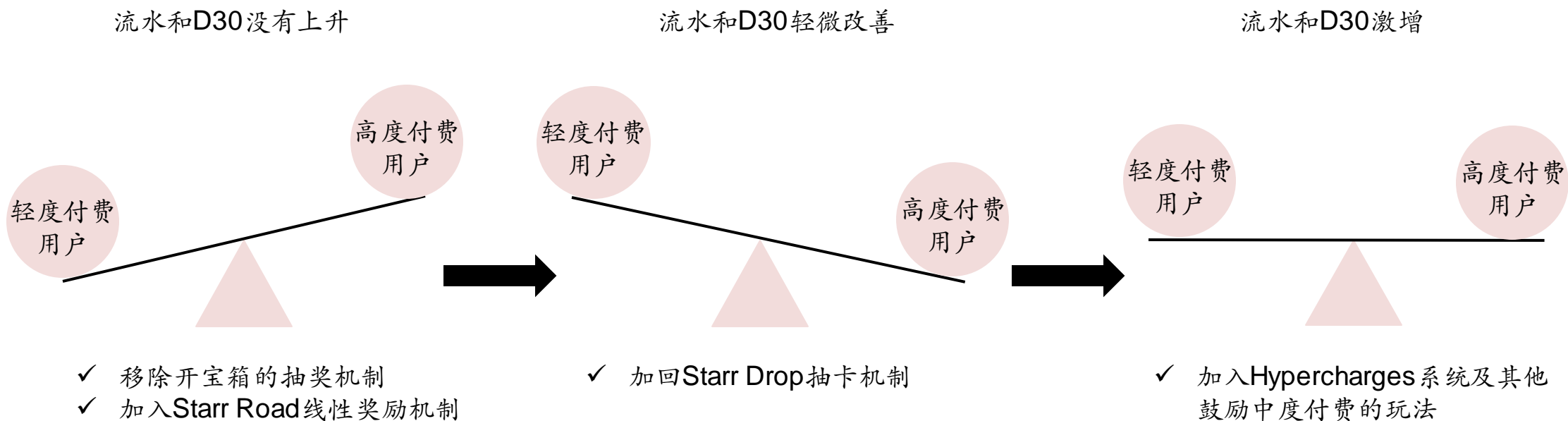
- 商业化的改动，要和游戏体验设计配套，不能生硬，要以体验为先：起初《荒野乱斗》只用 Starr Road 取缔开箱子，玩家的游戏主要目的仍以解锁英雄为主，只是方式从开箱子变成了推进 Starr Road，正反馈途径并没有增加。后来 Supercell 把目光聚焦到玩家需求上，通过更多方式给玩家提供更加多元化奖励，甚至是照顾到零氪/微氪、微肝玩家的正反馈后，《荒野乱斗》数据才开始回暖。
- 公平性与稀缺性要共存：在《荒野乱斗》不断删掉又加回抽奖机制的过程中，Supercell 逐渐摸清了主要玩家群体画像与对于公平性&稀缺性的需求。游戏的主要用户群体更多是每个月在游戏中花费 10~20 美元的玩家，而非大 R 或免费玩家，所以 Supercell 可以通过维持公平性（Starr Road）与稀缺性（Starr Drops 抽卡）的平衡，最大化中度付费用户的潜力。这一精准的用户与对应需求定位，使 Supercell 能够更有针对性地进行后续的游戏玩法与商业化更新。
- 重视长期留存：Supercell 内部不看次留，七留，而是以 30 日留存作为重要指标，注重游戏的长期表现与用户粘性
- 避免太过直接大胆的更新，而是以高频、小幅度更新充分观察玩家反应：在 23 年 6 月以后，Supercell 开始了每 1-2 个月引入一新玩法的快速更新模式。通过逐步引入新内容和玩法，玩家能够始终感受到新鲜感与挑战性，这也为 Supercell 提供了动态反馈，使其能及时进行优化。

5.8 海外部分：荒野乱斗“回春”做对了什么（5）

➤ Supercell对《荒野乱斗》的三次重要改动本质是商业化天平的三次倾斜：

- 1) 2022年底，Supercell认为主要玩家UP值低，通过删除抽奖加入确定性奖励，将商业化天平倾向轻度付费用户
- 2) 2023年6月，意识到上述改进无效果，Supercell通过加回抽奖机制，开始倾向高度付费用户，但流水和DAU只有轻微改善
- 3) 2023年8月以后，Supercell在两级的付费模式和玩家群体之间找到平衡，此时《荒野乱斗》的表现最好

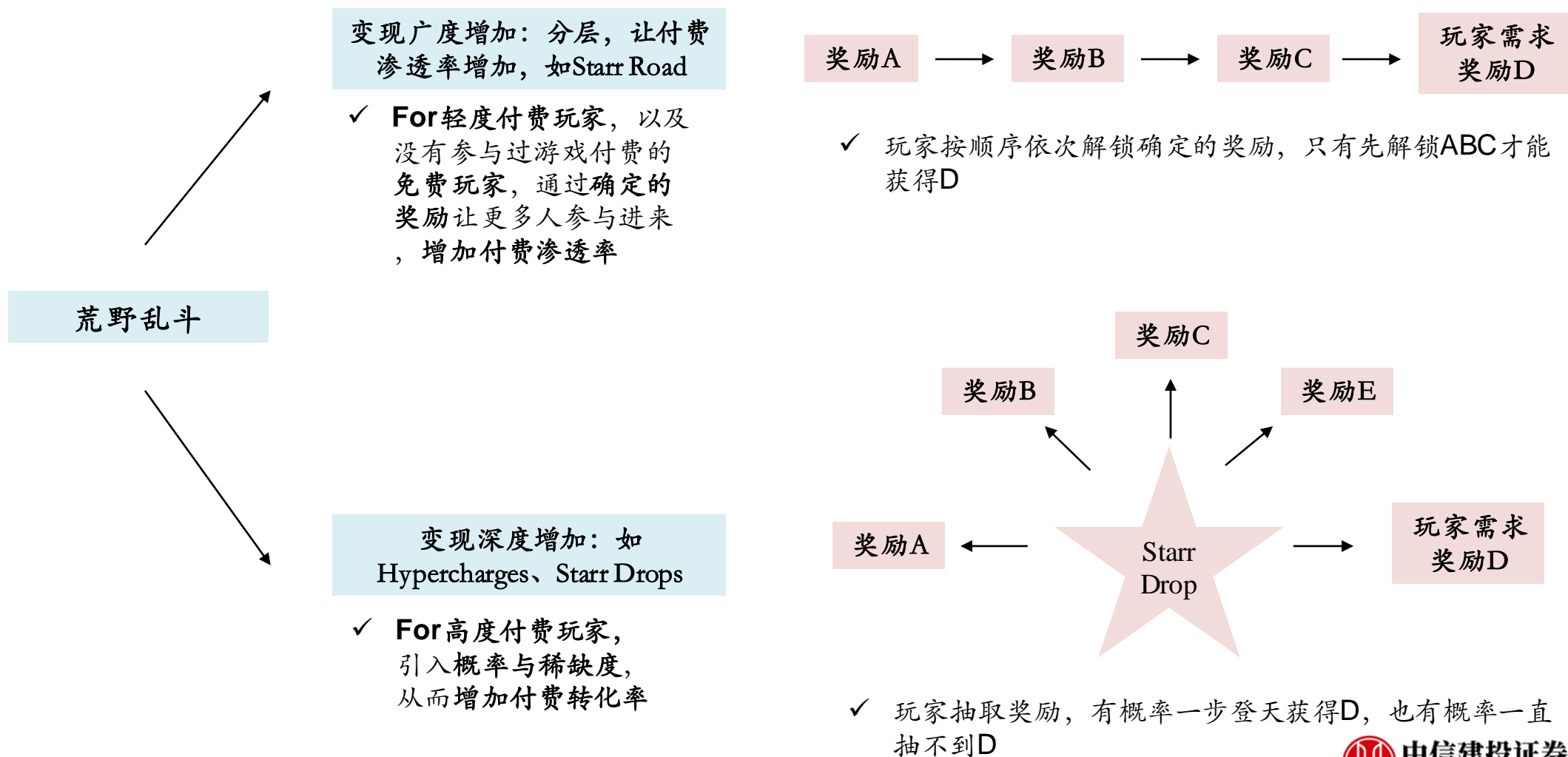
图：Supercell在高度和轻度付费用户倾向间尝试



5.8 海外部分：荒野乱斗“回春”做对了什么（6）

- Supercell在高度付费和轻微付费的两种极端付费模式均有尝试。在不断尝试的过程中，Supercell逐渐摸清了主要玩家群体画像与对于公平性与稀缺性的需求。游戏的主要用户群体更多是每个月在游戏中花费10~20美元的玩家，而非大R或免费玩家，所以Supercell可以通过维持公平性（Starr Road）与稀缺性（Starr Drops抽卡）的平衡，最大化中度付费用户的潜力。

图：Starr Road与Starr Drop解锁机制



前言

为什么当下长青游戏变得至关重要？

第一章

腾讯的实践：王者与荒野乱斗

第二章

他山之石：任天堂

第三章

巨人\泰岳：长线运营见成效

1 发展历史：纸牌起家，70年代进入电子游戏业，与微软、索尼三分游戏主机天下

- 任天堂创办于**1889**年，是全球历史最悠久的游戏公司之一，起初以日本传统纸牌（花札）的生产起家，从**1970**年代后期进入电子游戏行业，**1983**年推出第一代家用游戏机（红白游戏机）大获成功，后来与索尼、微软一同成长为全球游戏主机三大巨头之一。公司主要收入是游戏主机硬件与软件的销售，占收入比重超过**90%**（此外还有部分版权IP与卡牌收入）。从24FY来看，公司硬件主机收入占比为**44%**，软件游戏收入占比为**56%**。
- 仅从游戏主机硬件销售情况来看，任天堂**2023**年份额为**40%**，仅次于索尼的**44%**，高于微软的**16%**。从总收入体量计（包含硬件+软件销售收入），任天堂是全球第三大游戏公司，仅次于腾讯与网易。

图：任天堂主要产品

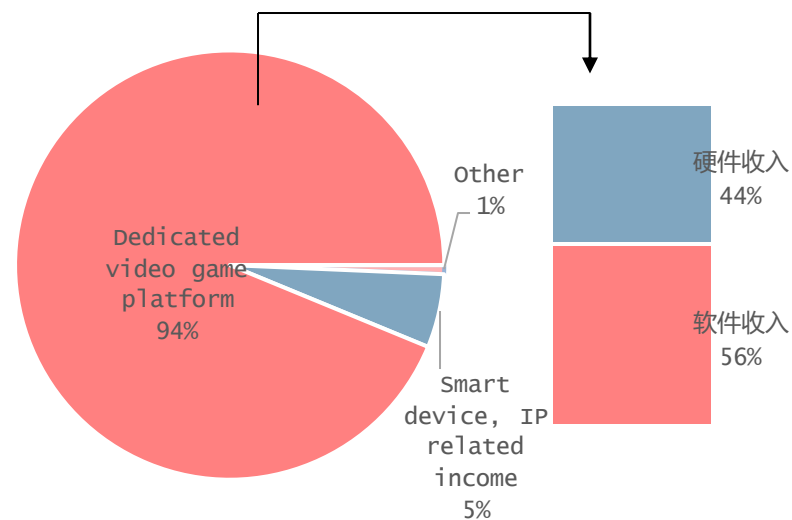


游戏主机硬件



游戏软件

图：任天堂24财年收入构成



2 收入：主机硬件与游戏内容畅销全球，欧美收入超过60%，日本本土市场仅占20%

- 任天堂收入结构高度国际化，美洲为最大市场。近5财年，美洲市场对任天堂收入贡献稳定在43%左右；欧洲市场其次，占比约25%。日本虽为任天堂发源地，但本土市场占比约20%，排名第三，这也反映了任天堂全球战略布局的成功。
- 任天堂收入体量与人均创收均在全球游戏公司的第一梯队。以2023年为例，任天堂收入为110亿美元，仅次于腾讯的254亿与网易的115亿，人均收入以143万美金高居第一，远超同业平均水平。

图：任天堂收入按地区的占比



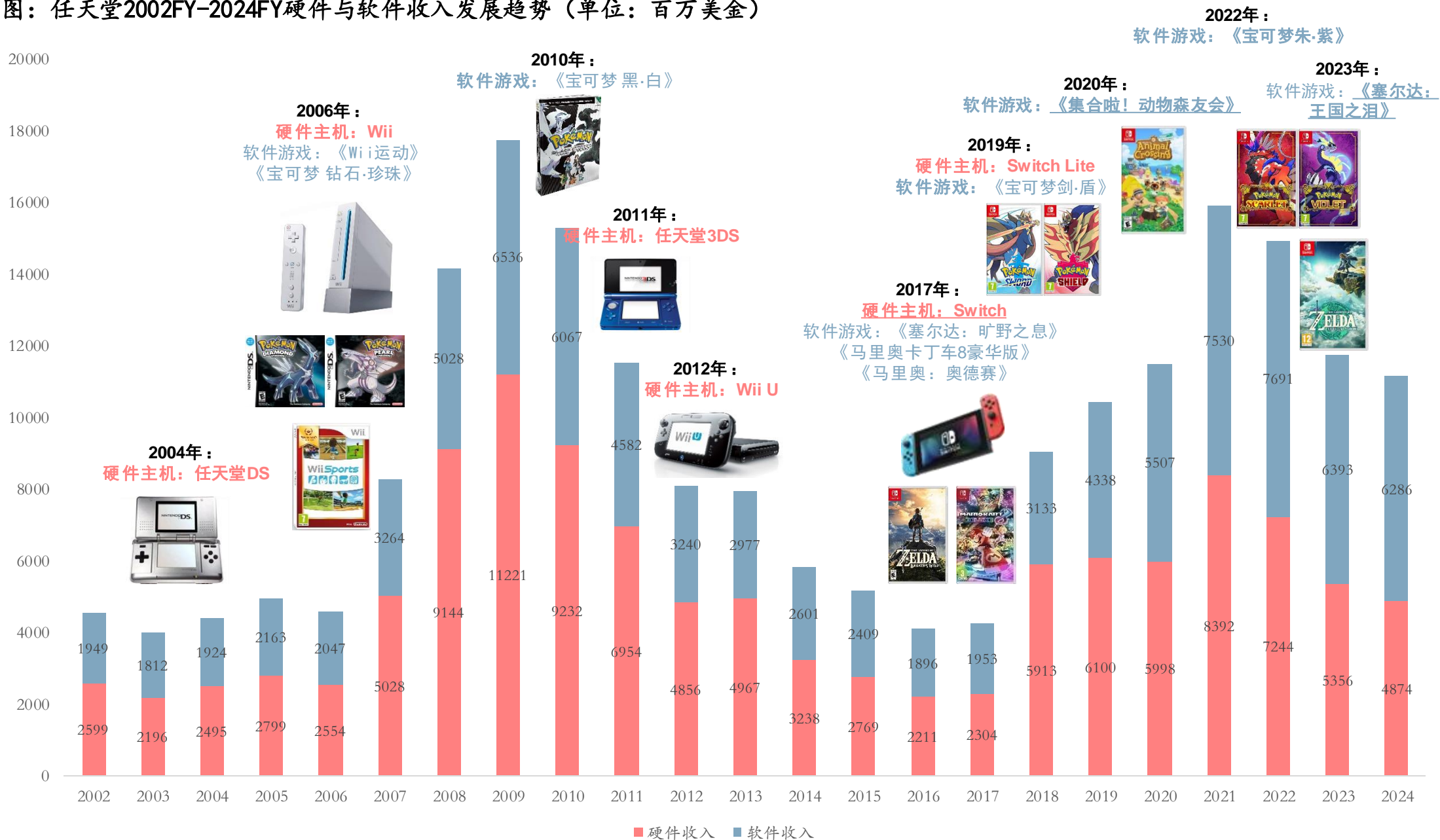
表：任天堂与其他游戏公司相比，收入体量在全球是第一梯队

公司	2023收入(百万美元)	员工人数	人均收入(百万美元)
腾讯	25,408	31133	0.82
网易	11,488	16817	0.68
任天堂	11,071	7724	1.43
动视暴雪	8,706	13000	0.67
EA (艺电)	7,562	13700	0.55
万代	6,940	11159	0.62
Take-Two Interactive	4,694	9639	0.49
育碧	2,482	19011	0.13
米哈游	2,150	5819	0.37

*注：只统计各家公司的游戏业务收入，任天堂包含了游戏软件与硬件主机销售收入（按照当年汇率统一换算）

3 任天堂20年收入复盘：增长跨越周期，硬件、软件交织增长

图：任天堂2002FY-2024FY硬件与软件收入发展趋势（单位：百万美金）

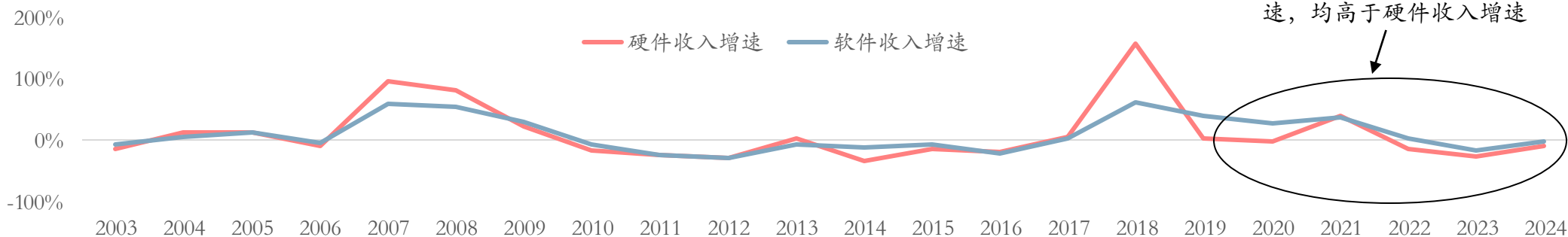


资料来源：任天堂官网，Amazon，中信建投证券（单位按照当年平均汇率换算为美金）

4 怎么理解任天堂的周期：2018年前“硬件带软件”，近年软件收入的韧性更强

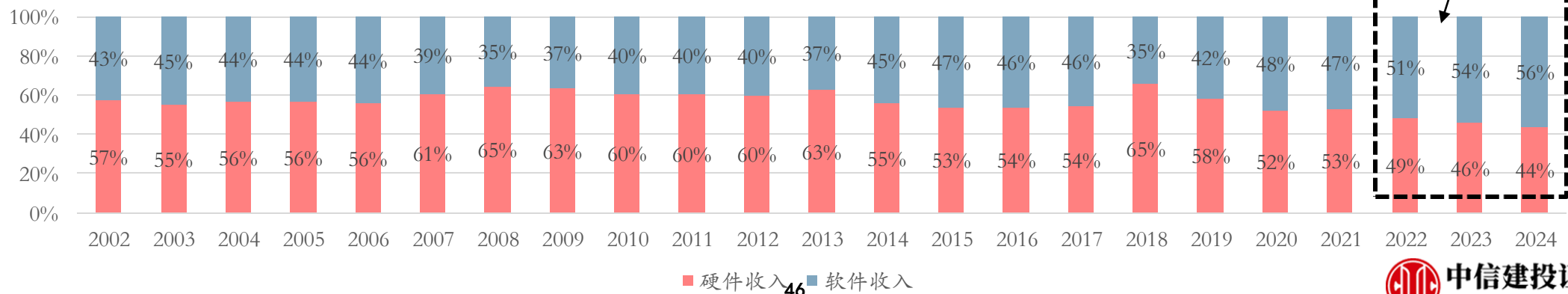
- 复盘任天堂过去20年的收入趋势，我们发现硬件和软件收入的增速趋势基本保持高度一致，因为软硬件的新品发售节奏基本是搭配起来的，但从硬件和软件的相对增速来看，我们可以划分出两个阶段：
- 1) 2018年之前：硬件的更新周期旺盛，呈现“硬件带动软件”的趋势：比如2007年DS主机系列的销售旺盛，带动硬件收入翻倍增长，2018年开始Switch的放量再次带动硬件收入翻倍增长，在这个期间软件游戏的新品发售，更多是配合硬件的更新，完成自身的常规迭代。
- 2) 2018年之后：硬件更新进入疲乏期，但内容爆品依旧相对稳定，收入更有韧性：自2018年之后的Switch系列至今，任天堂没有进行过硬件的大创新，近年来硬件收入增长显示出疲乏，但软件的更新并不依赖于硬件的更新，近年《动森》《塞尔达》《宝可梦》依然保持着内容端的爆品质量，软件收入占比已经超过50%。

图：任天堂硬件收入与软件收入增速对比



最近5年，任天堂软件收入增速，均高于硬件收入增速

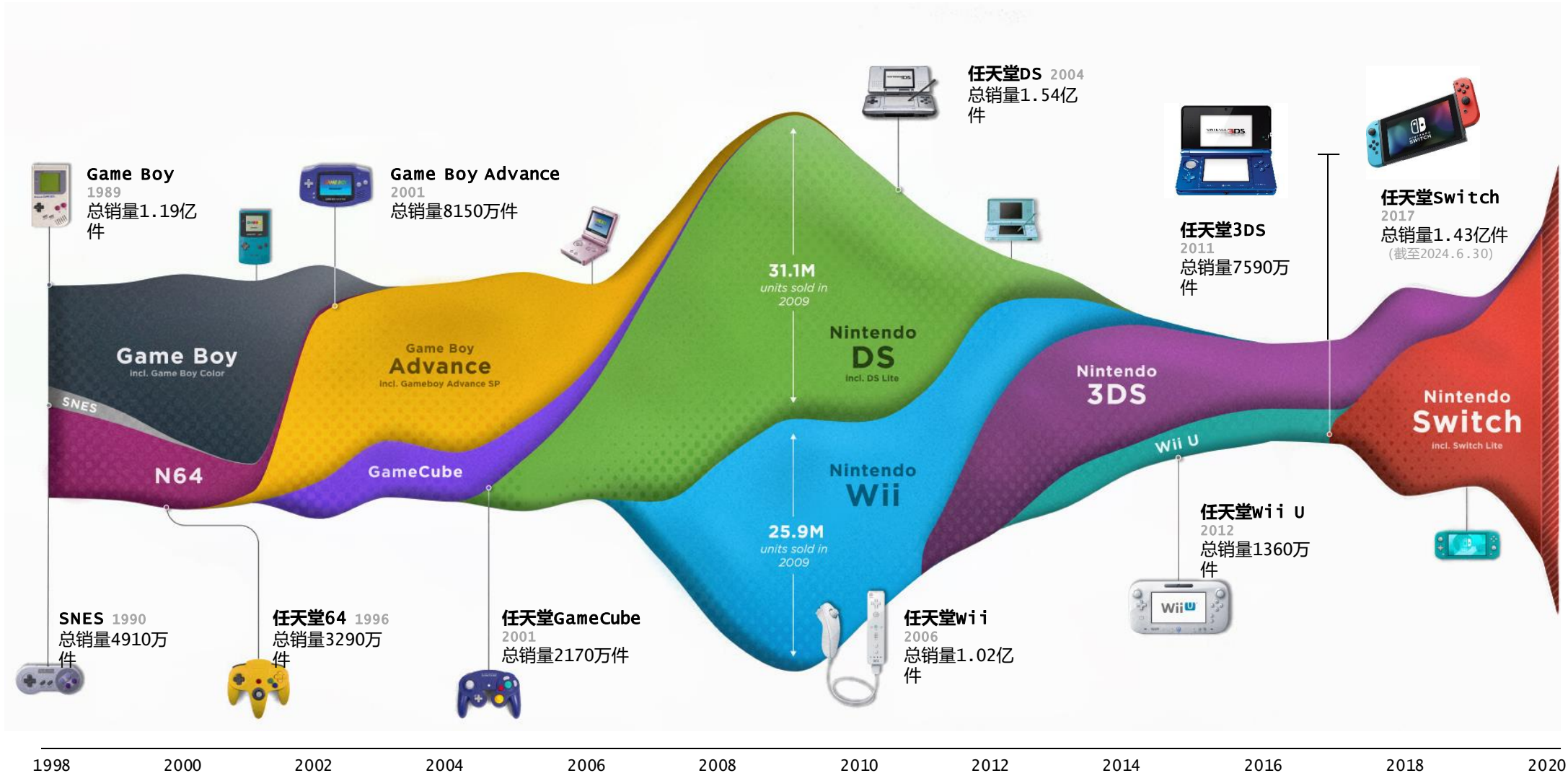
图：任天堂软件收入占比逐步提升，目前已经超过50%



最近3年，任天堂软件收入的占比已经超过50%

5 主机硬件部分：收入与新品节奏、创新程度、市场接受度高度相关

图：任天堂历史上，主机硬件的发行时间与对应销量



5.1 硬件部分：最新主机是18年的Switch系列，近年缺乏新品，收入有所下滑

- 硬件销量与主机的新品迭代节奏高度相关。进入2018财年，任天堂的业务开始全面转向Switch并停产Wii U，硬件平均价格只提升了32.5%，而同期硬件销售收入上涨164.5%。从长期角度，24财年达到43,615日元，与17财年相比涨幅为87.4%，其中还包含通胀与新模型成本跟高的因素，而同期硬件销售收入上涨173.1%。硬件销售收入上涨的主要原因并不在平均价格，而是靠新品数量。
- 任天堂近年硬件销量逐渐下滑。2020年任天堂3DS停产，Switch销量在21财年达到顶峰后，24财年逐渐跌至1570万件。这也预示任天堂有较大可能在近期宣布推出Switch 2，开启新产品周期。

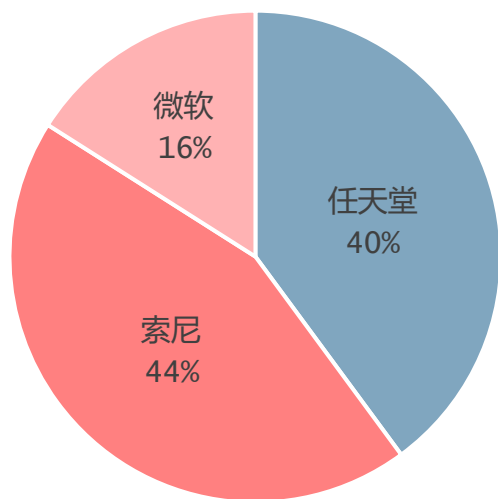
表：任天堂近年的主机硬件销量

	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Switch硬件销量（百万件）	2.74	15.1	17.0	21.0	28.8	23.1	18.0	15.7
Switch	2.74	15.1	17.0	14.8	20.3	13.6	6.1	3.9
Switch Lite				6.2	8.5	3.7	2.6	2.5
Switch OLED						5.8	9.2	9.3
任天堂3DS销量（百万件）	7.27	6.4	2.6	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Wii U销量（百万件）	0.76	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
硬件销售收入（百万日元）	250712.7	663185.9	673569.7	653867.9	896078.0	795095.5	704256.1	684756.3
硬件平均价格（日元）	23,278.8	30,845.9	34,453.7	30,146.1	31,113.8	34,419.7	39,125.3	43,615.0

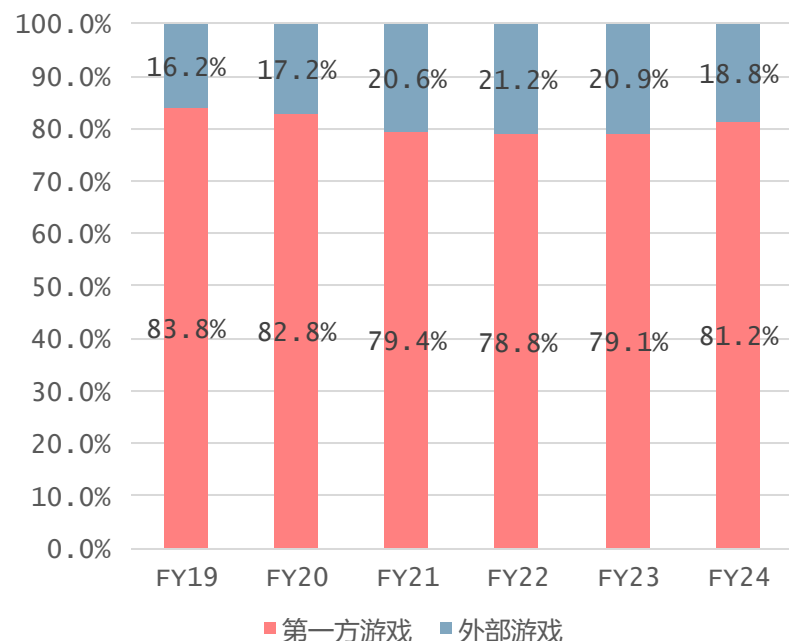
5.2 硬件部分：Switch硬件为什么牛？为什么市占率这么高

- 任天堂的游戏主机硬件销量和软件销售收入均占据较高市场份额。在2020-2022年蝉联游戏主机硬件最畅销的厂商。2023年任天堂主机硬件的市场份额为40%，以微小差距仅次于索尼，但其持续的创新和广泛的玩家群体，使任天堂在全球游戏行业中保持强大竞争力。
- 游戏市场核心竞争要素不在主机性能，而是游戏内容。自19财年起任天堂第一方游戏收入占比保持在78%以上，远高于索尼。任天堂以其核心IP（马里奥、宝可梦等）开发了许多独家自研游戏，保持着独占游戏策略，玩家只能通过购买Switch体验这些游戏，任天堂以这些高占比+高毛利的第一方游戏一直维持稳定增长的软件收入。而索尼与微软由于缺乏长青IP，近年开始尝试放弃独占游戏，以接触更多游戏受众群体，增加软件收入。

图：2023年全球主机游戏硬件收入市场份额



图：任天堂第一方游戏收入占比



5.3 硬件部分：任天堂每一代主机更新，都引领行业创新

- 任天堂凭每一代游戏主机的革新都引领了产品生命周期内的行业发展趋势。
- 1989年的Game Boy是全球首款热销的便携手持游戏机，开辟了一个全新的市场赛道，使便携式游戏成为全球行业的重要组成部分。Game Boy Advance与SP版进一步提高了便携主机的可玩性，并将翻盖设计引入便携游戏机。**2004年发布的DS**以其独特的双屏+触摸屏设计与Wi-fi连接支撑的多人游戏功能，**重塑了社交互动在游戏体验中的地位**。**2017年发布的Switch**打破了传统的主机定义，首次将家用与手持游戏机融为一体，并通过Joy-Con手柄设计提供单机多人游戏的新体验，极大地增强了主机的互动性和市场吸引力。

表：任天堂历史上每代手持游戏机型功能、价格等对比

机型	Game Boy	Game Boy Advance	DS	3DS	Switch	Switch Lite	Switch OLED
发行时间	1989	2001	2004	2011	2017	2019	2021
价格	12500日元	9800日元	15000日元	25000日元	29980日元	19980日元	37980日元
屏幕尺寸	2.5英寸	2.9英寸	3英寸	3.53英寸	6.2英寸	5.5英寸	7.0英寸
内存	SoC: 256 B "bootstrap" ROM, 127 B High RAM 内部: 8 KB RAM, 8 KB 视频RAM	SoC: 32KB RAM 内部: 256KB RAM	256KB串行闪存	2GB SD卡	32GB	32GB	64GB
重量	220g	140g	275g	235g	398g	277g	420g
电池续航	4只AA电池 30小时	2只AA电池 15小时	850mAh锂离子电池 6-10小时	1300mAh锂离子电池 3-5小时	4310mAh锂离子电池 4.5-9小时	3570mAh锂离子电池 3-7小时	4310mAh锂离子电池 4.5-9小时
充电时长	-	-	4小时	3.5小时	3小时	3小时	3小时
革新点	1.首个口袋大小的便携游戏机 2.电池续航提升	1.可玩游戏多，达到家用游戏机级别 2.性能升级：32-bit CPU+新增肩键设计	1.双屏设计+下屏为触摸屏 2.社交功能增强：加入内置麦克风	1.加入裸眼3D技术 2.性能提升：CPU、内存、分辨率升级，画面清晰流畅	1.家用+手持游戏机一体化 2.支持单机多人游戏	1.掌机体验与便携性更优，但整体性能下降 2.价格较原版更便宜	1.更大OLED屏幕 2.内存、分辨率、音质性能全面提升
外观							

5.4 硬件部分：任天堂每一代主机更新都引领行业创新，期待Switch2发售

1月16日晚，任天堂官宣下一代 Nintendo Switch 2 主机。视频在 YouTube 平台上播放量迅速突破 1500 万。由 IGN 在 B 站转发的视频迅速突破 150 万播放，任天堂官推公布 Switch 2 的推文浏览量也已经超过了5000万次。包括育碧、樱井政博、今村孝矢等许多游戏公司和知名制作人也在社交平台上第一时间发文互动。

视频主要展示了 Switch 2 的外观，包括更大的手柄和屏幕、全新的键位设置、更稳固的 U 型支架和新的 Type-C 接口等内容。官方确认 Switch2 将于 2025 年内发售，2025 年 4 月 2 日举办直面会，届时不仅会展示更多的设置信息，也可以体验到真机。

表：Switch 2 外观展示



表：Switch 2 市场第三方性能预期

机型	Switch 2
发行时间	2025年3月-4月
价格	\$399 - \$499
屏幕尺寸	8英寸LCD
内存	2 x 6GB LPDDR5 RAM 256GB
CPU/GPU	Nvidia Tegra T239
设计	磁吸双手柄 模拟摇杆

5.5 软件VS硬件：软件的销售一直在增加，并不受硬件生命周期的影响

- 任天堂的软件销量并不随硬件产品的生命周期显著波动。在Switch周期内，硬件销量在21财年达到顶峰，随后逐年下滑。而Switch软件销量却依然维持在较高水平，在21财年至22财年硬件销量下降期间依然保持增长，23财年至24财年销量基本稳定在2亿件。软件/硬件销售比例也逐年提升，由17财年的2.0提升至24财年的12.7，以上趋势表明任天堂通过对现有玩家的持续软件支持和长线运营策略，成功保持了软件销售的强劲表现。
- 随着Switch进入产品周期的第7年，硬件销售已经趋于下滑阶段/低销量稳态，但任天堂凭借旗下多个王牌自有IP保证其软件的长线运营，不仅能维持玩家的高活跃度以确保软件持续的销售潜力，还能通过扩展内容进一步减缓硬件销售的下行趋势，拉长生命周期。任天堂的游戏业务已成功从依靠硬件销售驱动转型为更依赖于软件的持续变现能力。

表：任天堂软件/硬件销售比

	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Switch硬件销量（百万件）	2.7	15.1	17.0	21.0	28.8	23.1	18.0	15.7
Switch	2.7	15.1	17.0	14.8	20.3	13.6	6.1	3.9
Switch Lite				6.2	8.5	3.7	2.6	2.5
Switch OLED						5.8	9.2	9.3
Switch软件销量（百万件）	5.5	63.5	118.6	168.7	230.9	235.1	214.0	199.7
Switch软件销量/硬件销量	2.0	4.2	7.0	8.0	8.0	10.2	11.9	12.7

5.6 硬件的更新有天花板，软件IP的长线运营的天花板非常高

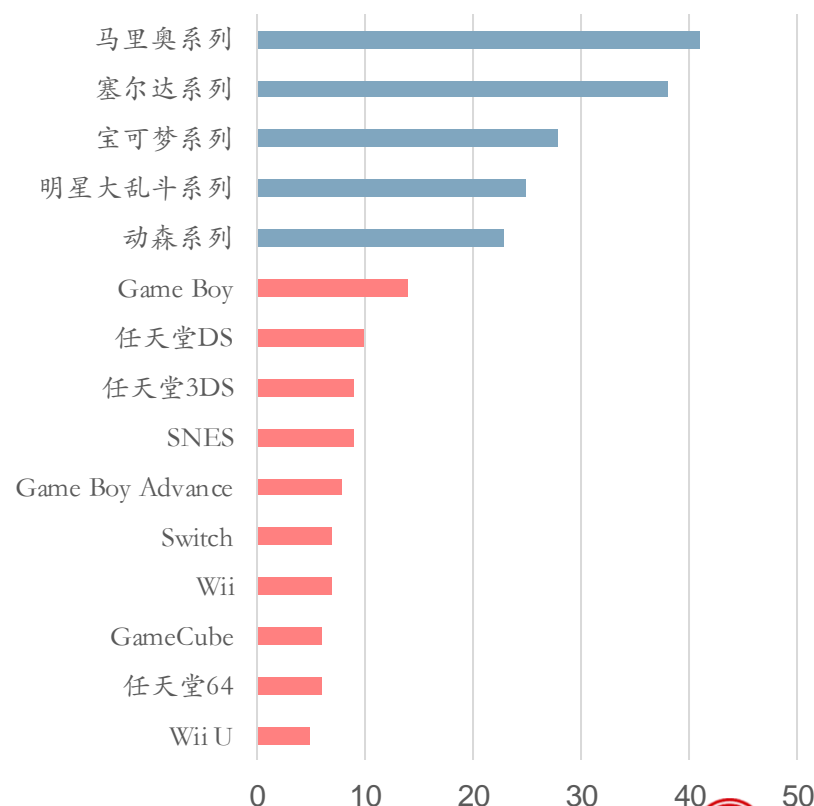
- 任天堂硬件的平均寿命在8年左右，而软件IP的平均寿命超过31年。硬件中生命力最强的Game Boy产品寿命为14年，而所有软件IP寿命都远超这个数字，软件IP中生命力最强的马里奥系列的寿命更是达到了41年。此外，截至目前所有软件IP均未停产，而硬件只剩Switch尚未停产。
- 软件IP的长青的根源在于软件IP运营较硬件有更高的天花板。硬件的迭代受技术发展的限制，导致产品周期通常固定在6-8年。而软件IP可以通过平台间转移、发布新玩法、扩展内容等方式保持销量增长与长线盈利。尤其近期游戏行业的软件收入逐渐线上化，进一步增强了软件的生命力。相较于硬件，软件IP可以通过订阅与数字化购买获取，极大程度激发了软件的增长潜力。

表：任天堂软硬件周期

机型	类别	发布时间	停产时间	产品寿命(年)
Game Boy	手持	1989	2003	14
SNES	家用	1990	1999	9
任天堂64	家用	1996	2002	6
Game Boy Advance	手持	2001	2009	8
GameCube	家用	2001	2007	6
任天堂DS	手持	2004	2014	10
Wii	家用	2006	2013	7
任天堂3DS	手持	2011	2020	9
Wii U	家用	2012	2017	5
Switch	手持+家用	2017	-	-

软件IP系列	最初作品发售时间	IP寿命(截至目前,年)
马里奥系列	1983	41+
宝可梦系列	1996	28+
塞尔达系列	1986	38+
动物之森	2001	23+
明星大乱斗	1999	25+

表：任天堂软硬件周期（年）



6.1 软件部分：围绕自主游戏，长线运营，生命力持续

任天堂凭借深厚的自主游戏开发能力，长期主导全球游戏软件市场。其旗下多个自有IP系列均有20年以上的历史，凭借持续的创新，定期更新新作延长产品生命周期，长期吸引新老玩家，展现出强大的生命力。

- **马里奥系列**作为任天堂的核心代表性IP，自1985年推出以来在全球范围内售出超9亿件，覆盖了赛车、体育、探险等多个品类，其中《马里奥卡丁车8豪华版》和《超级马里奥：奥德赛》高居历年最畅销游戏排行榜
- **塞尔达系列**自1986年推出以来，以其高自由的开放世界探索与创新的物理引擎著称，全球累计销量超过1.64亿件，其中《塞尔达传说：旷野之息》重新定义了动作冒险类游戏的标准，显著推动了这一系列的销量增长。
- **动物之森系列**通过其休闲治愈的生活模拟玩法，创立了疫情背景下社交游戏的新行业标准。至今累计销量达到8,100万份，2020年的《集合！动物森友会》提供了高度个性化设计和社交互动，形成一群高忠实玩家。

表：任天堂最畅销游戏系列

主要游戏系列	代表游戏	初代作品 发售时间	游戏特点	历史累计销量（百万 件）
马里奥系列	《马里奥卡丁车8豪华版》、《超级马里奥：奥德赛》	1983	1.玩法简单易懂，适合全年龄段 2.关卡结构多样，平衡挑战性与趣味性	900
宝可梦系列	《宝可梦剑·盾》、 《宝可梦朱·紫》	1996	1.角色收集与养成机制 2.富有策略性的回合制战斗	480
塞尔达系列	《塞尔达传说：旷野之息》、《塞尔达传说：王国之泪》	1986	1.高自由度探索开放世界 2.沉浸式剧情+多样化战斗与解谜 3.创新的物理引擎	164
动物之森	《集合！动物森友会》	2001	1.放松治愈的生活模拟 2.岛屿个性化设计+社交功能强大 3.实时季节性活动，新鲜感强	81
明星大乱斗	《任天堂明星大乱斗》	1999	1.跨IP角色对战 2.丰富的战斗场景+灵活的游戏规则 3.竞技+娱乐兼具：可玩性强，易上手但难精通	76

软件部分：任天堂软件游戏历史一览，五大核心 不断更新



游戏系列	代表游戏	系列特点
------	------	------

马里奥系列

每年平均更新3-5款新游戏



超级马里奥兄弟



超级马里奥64



马里奥卡丁车8豪华版

- ✓ 玩法简单易懂，适合全年龄段
- ✓ 关卡结构多样，平衡挑战性与趣味性

宝可梦系列

每年平均更新2-3款新游戏



口袋妖怪红·绿·蓝·黄



宝可梦剑·盾



宝可梦朱·紫

- ✓ 角色收集与养成机制
- ✓ 富有策略性的回合制战斗

塞尔达系列

平均每1-2年更新一款新游戏



塞尔达传说：旷野之息



塞尔达传说：王国之泪

- ✓ 高自由度探索开放世界
- ✓ 沉浸式剧情+多样化战斗与解谜
- ✓ 创新的物理引擎

动森系列

平均每2年更新一款新游戏



欢迎光临动物之森



动物森友会：新叶



集合啦！动物森友会

- ✓ 放松治愈的生活模拟
- ✓ 岛屿个性化设计+社交功能强大
- ✓ 实时季节性活动，新鲜感强

明星大乱斗系列

平均每4年更新一款新游戏



明星大乱斗X



明星大乱斗：特别版



明星大乱斗DX

- ✓ 跨IP角色对战
- ✓ 丰富的战斗场景+灵活的游戏规则
- ✓ 竞技+娱乐兼具：可玩性强，易上手但难精通

软件部分：以马里奥为例，五大系列覆盖不同取向玩家，形成高频更新的产品矩阵



游戏系列	代表游戏	系列特点
------	------	------

<p>主系列：平台游戏</p> <p>每年平均更新1-2款新游戏</p>	<p>超级马里奥兄弟 超级马里奥64 超级马里奥：奥德赛</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 横版卷轴与3D跳跃闯关
---	----------------------------------	---

<p>1) 赛车系列</p> <p>平均每2年更新一款新游戏</p>	<p>马里奥卡丁车Wii 马里奥卡丁车8豪华版</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 丰富的车辆选择+道具 ✓ 趣味竞速
<p>2) 派对休闲系列</p> <p>平均每1-2年更新一款新游戏</p>	<p>超级马里奥派对 马里奥派对：超级巨星</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 多人“大富翁”模式 ✓ 广泛类型的内置小游戏
<p>3) RPG系列</p> <p>平均每2年更新一款新游戏</p>	<p>超级纸片马里奥 马里奥与路易吉RPG3</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 经验制&回合制战斗+剧情+解谜 ✓ 保留马里奥经典跳跃动作
<p>4) 运动系列</p> <p>每年平均更新1款新游戏</p>	<p>马里奥网球王牌 马里奥超级棒球 马里奥与索尼克奥林匹克</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 直观操作，打击感强 ✓ 沉浸体验体育竞技

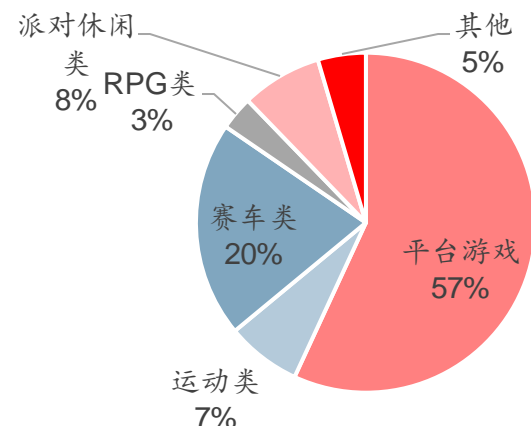
6.4 软件部分：马里奥系列IP长线运营，经典平台游戏+扩展游戏品类

- 任天堂在马里奥IP长线运营的成功源于卓越的创新能力和对玩家需求的精准把握。其运营可以分为2个部分：
 - 1) 以高创新性奠定马里奥IP在平台游戏中的基础，随后不断迭代保持领先地位：1985年《马里奥兄弟》的出现定义了横版卷轴游戏的玩法机制，1996年发布的《超级马里奥64》将2D拓展至3D，定义了3D游戏时代的探索机制，两款直接确立了马里奥在平台游戏的领先地位。此后，马里奥IP的平台游戏一直保持1-2年的高频更新，2013-2023年更新频率达到一年一更，以保证其领先地位。根据Fandom，马里奥平台游戏总销量已超过5亿件，是全球最畅销的平台游戏系列。
 - 2) 在平台游戏积累足够基础后，将马里奥IP扩展至其他游戏品类，持续捕捉各类玩家游戏需求：通过《超级马里奥兄弟》三部曲奠定足够基础后，任天堂在1987年以后逐渐推出了赛车、体育、RPG、派对休闲四个主要品类的衍生马里奥游戏。其中赛车类保持着3-5年随平台迁移的更新频率；RPG与派对类由于剧情/游戏玩法需要更频繁更新，年均发布游戏数为0.55款；运动类由于多种运动（高尔夫、网球、棒球等）都需常规迭代，所以年均发布游戏数达到0.91款。目前赛车系列占马里奥IP总销量的20%，仅次于平台游戏，四大品类共计占比38%，成为维护IP热度的第二道防线。

表：马里奥平台游戏迭代

类别	最初作品发售时间	总销量（百万件）	游戏名称	发行时间	销量（百万件）
平台游戏	1983	510.84	马里奥兄弟	1983	3.96
			超级马里奥兄弟	1985	65.92
			超级马里奥兄弟2	1986	37.72
			超级马里奥兄弟3	1988	40.82
			超级马里奥大陆	1989	18.37
			超级马里奥世界	1990	34.18
			超级马里奥大陆2	1992	11.18
			超级马里奥全明星	1993	12.79
			超级马里奥大陆3	1994	5.19
			超级马里奥世界2	1995	6.95
			超级马里奥64	1996	32.31
			阳光马里奥	2002	15.38
			新超级马里奥兄弟	2006	30.80
			超级马里奥银河	2007	21.87
			新超级马里奥兄弟Wii	2009	30.32
			超级马里奥银河2	2010	7.41
			超级马里奥3D乐园	2011	12.86
			新超级马里奥兄弟2	2012	13.41
			新超级马里奥兄弟U	2012	23.43
			超级马里奥3D世界	2013	19.05
			超级马里奥创作者	2015	7.78
			超级马里奥：奥德赛	2017	28.21
			超级马里奥创作者2	2019	8.42
超级马里奥3D全明星	2020	9.07			
超级马里奥兄弟：惊奇	2023	13.44			

图：马里奥IP各系列销量占比



图：马里奥IP2013-2023年均发布游戏数量（款）

游戏类别	年均发布游戏数量
平台游戏	1
运动类	0.91
赛车类	0.27
RPG类	0.55
派对休闲类	0.55
总计	3.88

6.5 软件部分：马里奥系列IP长线运营，头部游戏销量集中度低，不依赖单一游戏

➤ 马里奥IP所有系列中，任一系列销量前三的游戏占比均不超过IP总销量的8%。整个马里奥IP中销量最高的《超级马里奥兄弟》、《马里奥卡丁车8豪华版》、《新超级马里奥兄弟》分别占马里奥软件总销量的7.9%/7.0%/6.0%，马里奥软件销量更多依靠多元化的游戏带来的广泛吸引力。

游戏系列	销量占比	Top3游戏销量占比
核心：平台游戏系列	56.9%	1.超级马里奥兄弟 7.9% 2.新超级马里奥兄弟 6.0% 3.新超级马里奥兄弟Wii 5.9%
赛车游戏系列	20.5%	1.马里奥卡丁车8豪华版 7.0% 2.马里奥卡丁车Wii 4.2% 3.马里奥卡丁车DS 2.6%
派对休闲游戏系列	7.7%	1.超级马里奥派对 2.3% 2.马里奥派对：超级巨星 1.4% 3.马里奥派对DS 1.0%
RPG游戏系列	3.2%	1.马里奥与路易吉RPG3 0.5% 2.超级纸片马里奥 0.5% 3.纸片马里奥：折纸国王 0.4%
运动游戏系列	7.1%	1.马里奥与索尼克在北京奥运会 1.3% 2.马里奥与索尼克在温哥华冬奥会 0.8% 3.马里奥与索尼克在伦敦奥运会 0.4%

6.6 塞尔达系列：2017年创新开放世界游戏

- ▶ 塞尔达系列IP通过《旷野之息》一鸣惊人，重塑了塞尔达系列的定位，是后续大部分开放世界游戏的鼻祖。1998年的《时之笛》定义了3D游戏的基本操作（如类比摇杆、视角锁定等），令许多开发者借鉴至今；2017年发布的《旷野之息》创新了开放世界游戏的设计，通过超高自由度的探索和真实的物理引擎，打破了传统单一任务导向的限制，成为了行业内开放世界设计的新标杆。在此之上，《王国之泪》再次加强了开放世界的探索自由度，并引入了复杂的建造系统与创新物理机制（如究极手、通天术等），增强了玩家的创造性和解谜体验。

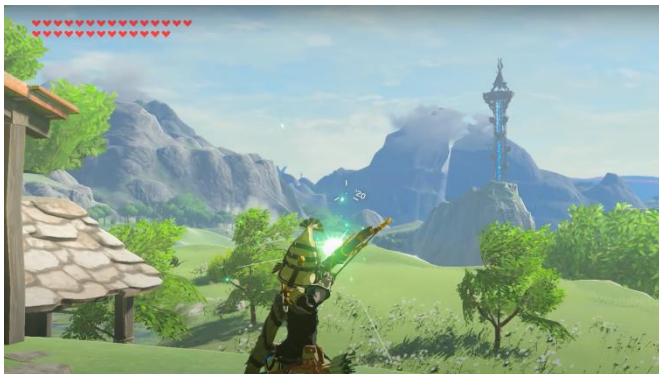
图：1998《时之笛》游戏界面



图：《旷野之息》元素武器系统



图：《旷野之息》开放世界设计（局部）



图：《王国之泪》新增物理机制



6.7 动森系列：2020年抓住疫情期间社交强需求

- 《动物森友会》抓住了疫情居家办公/隔离背景下玩家对社交功能的强烈需求，推动了游戏在全球范围内的爆发式增长，成为Switch中单年销量最高的游戏。
- 玩法设计-需求匹配：1) 无既定任务和终极挑战，鼓励慢节奏推进。动森没有氪金渠道，也不推崇“爆肝”式游玩，玩家可以自由支配待在游戏的时间与行为。这种自由度在疫情的不确定性中为玩家提供了控制感与稳定性。2) 游戏与现实时间同步 + 高度个性化岛屿 + 岛屿间互动 = 模拟现实的社交体验。在社交活动受限的背景下，动森提供了与现实朋友互相走访体验十分相似的虚拟社交，满足了玩家的感情需求，显著提升了玩家粘性。3) 画面颜色鲜艳，背景音乐轻松愉快，从感官上为玩家创造了远离现实压力的放松氛围。

图：《动森》高度个性化的外观与玩法



前言

为什么当下长青游戏变得至关重要？

第一章

腾讯的实践：王者与荒野乱斗

第二章

他山之石：任天堂

第三章

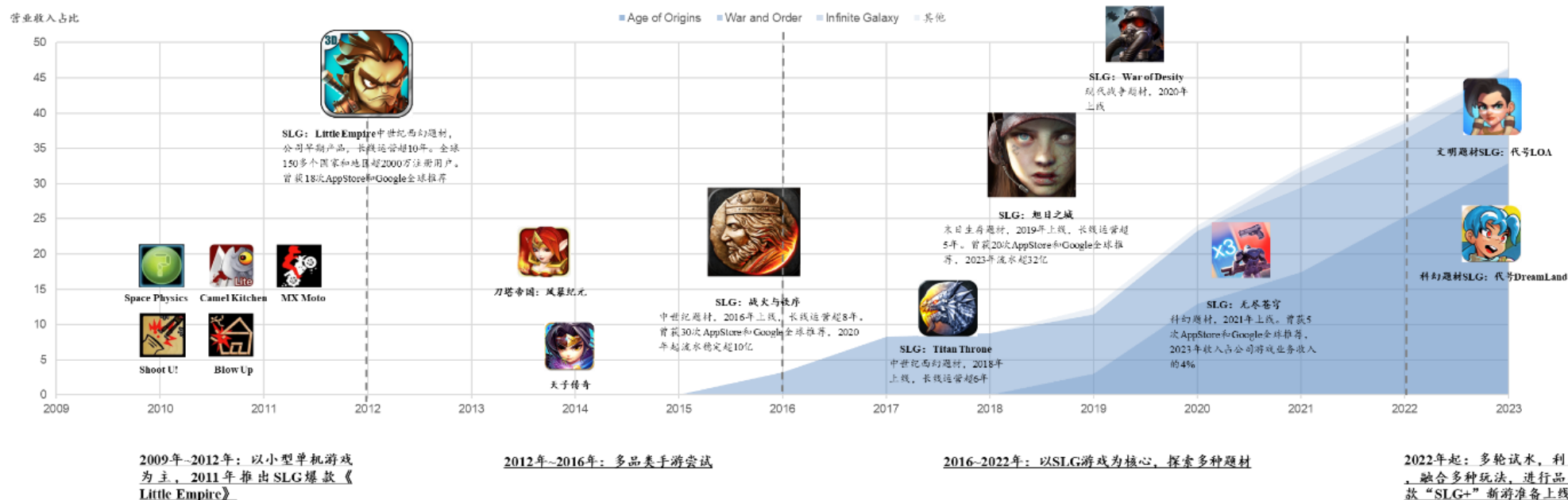
巨人\泰岳：长线运营见成效

1 神州泰岳 (1) 壳木游戏：深耕SLG，探索融合品类

神州泰岳成立于2001年，成立初期主要从事ICT业务；2009年公司作为首批28家企业在深交所创业板上市；2013年公司全资收购壳木游戏，游戏收入逐渐提升；2020年起，公司游戏业务收入占比超过60%，游戏业务成为公司主要收入来源。

壳木游戏成立于2011年，2013年被神州泰岳收购，其发展历程可以主要分为四个时期：2009-2012年的小型单机游戏期、2012-2016年的多元品类手游尝试期、2016~2022年的SLG核心期、以及2022年开始的“SLG+”融合玩法探索和其他游戏品类拓展期。

图：壳木游戏主要产品及发展历程

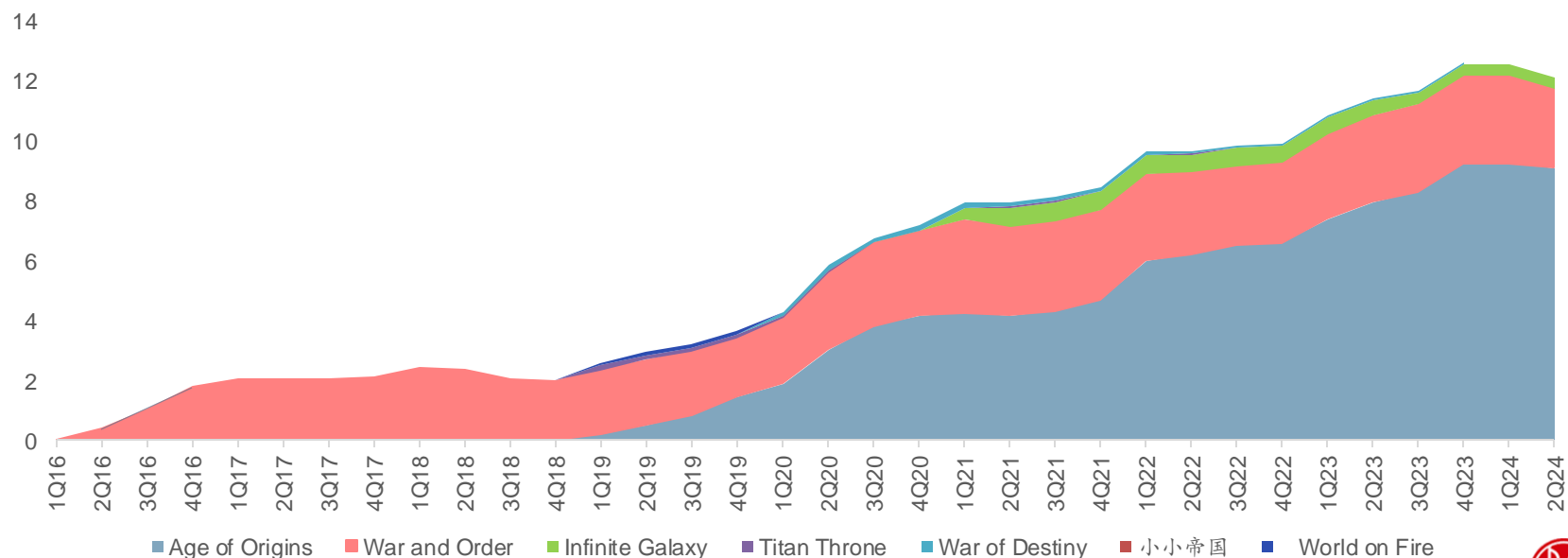


1 神州泰岳 (2) 壳木游戏：两款长青游戏贡献业务收入

据神州泰岳2024年度业绩预告，全年归母净利润预计实现55.66%至68.06%的显著增长。这一乐观的财务预测主要得益于其子公司壳木游戏在游戏业务上的卓越表现。壳木旗下的两款主打游戏《Age of Origins》和《War and Order》海外表现强势，持续在中国游戏厂商出海收入排行榜中名列前茅。通过SLG赛道长期积累的研发经验、精准实施的营销策略和多次迭代的长期更新能力，壳木游戏有效控制了营销支出，推动了游戏业务利润的大幅增长。

- 根据AppMagic发布的2024年中国出海手游排行榜，《Age of Origins》和《War and Order》分别位列第8名和第28名。其中，2018年上线，已经运营超六年的《Age of Origins》自2022年5月起便频繁跻身Sensor Tower中国手游收入榜Top10；2016年上线的《War and Order》也依然保持着稳健的出海成绩。
- 根据神州泰岳2024年半年报，上半年《Age of Origins》和《War and Order》贡献公司97%的充值流水。

图：公司主要游戏充值流水（亿元）

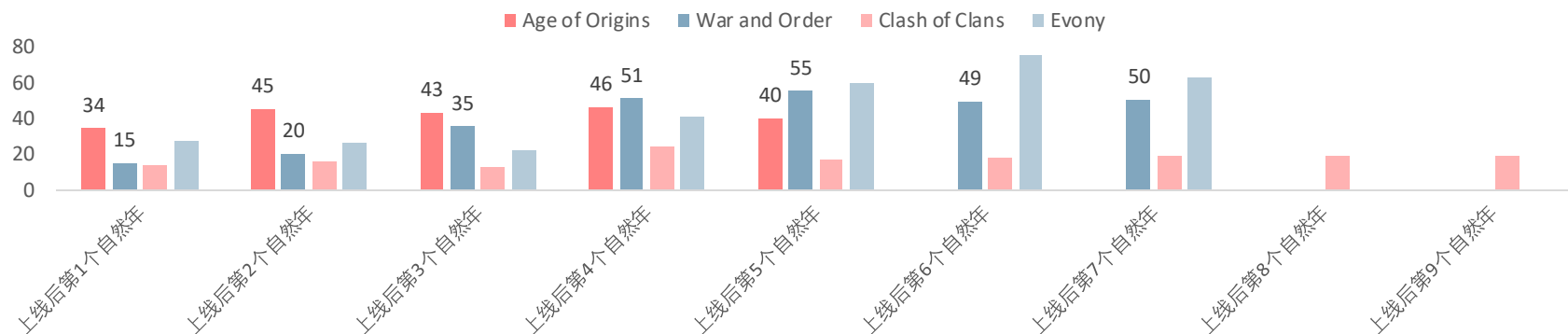


1 神州泰岳 (3) 竞争优势：产品开发“稳准狠”，长线运营能力强

总结复盘壳木游戏的发展历程和关键性产品，我们认为公司主要竞争优势在以下三个方面：

- **SLG赛道长期积累的强研发能力**：壳木游戏2017年起即以SLG手游为核心，团队成员大多来自北京大学、清华大学、武汉大学、中央美术学院等高等学府，曾就职于微软、Google、Ubisoft、Glu Software、Gameloft, Baidu等国内外业界知名开发商，核心开发团队主力成员从业均已达到6-12年不等，经验丰富，长期的研发积累能够大大提高公司产品的成功率。
- **紧抓用户需求的前瞻性创新能力和市场洞察力**：在公司发展历程中起到关键作用的三款游戏，《Little Empire》《War and Order》和《Age of Origins》，均体现了公司在3D制作、玩法、题材等方面，抓住用户需求和市场趋势的前瞻性创新能力。其中，《Little Empire》是全球首款3D策略类手游；《War and Order》是市面上推出的首款纯3D制作的SLG手游，并前瞻性采用了SLG+低门槛的即时策略玩法，占据了SLG+RTS的先发优势；《Age of Origins》2018年即采用了丧尸题材，对锚定欧美等丧尸文化流行地区的用户起到了重要作用。
- **多次版本更新迭代的长线运营能力**：保持高频更新，与当前头部SLG手游在同生命周期（上线后7个自然年内）进行对比，壳木两款主力游戏《War and Order》和《Age of Origins》更新频率远高于《Clash of Clans》，表明公司对处于生命周期初期的产品，能复用丰富的长线运营经验，对游戏进行高频的性能优化和版本迭代，提升玩家体验，推进游戏的长生命周期运营。

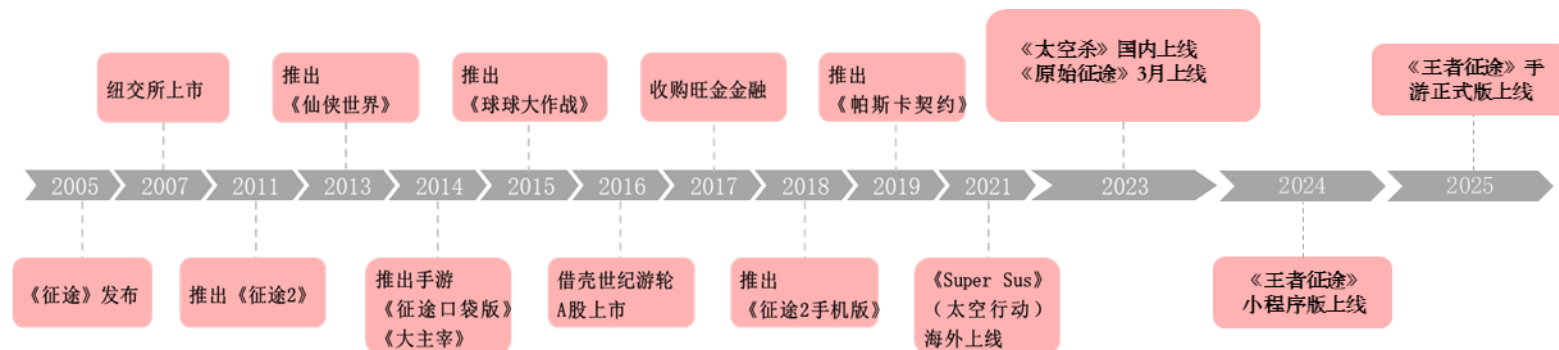
图：壳木游戏当前两款主力游戏与头部SLG手游更新频次对比



2 巨人网络 (1) “征途” IP 奠定基础，多款“征途”新游为游戏业务注入活力

- 巨人网络成立于2004年，由史玉柱创立，主营游戏研发与运营，目前拥有“征途”系列与《球球大作战》两大核心产品线，分别为国战类MMORPG、多人休闲竞技类。
- **2004-2013年：《征途》开启端游“征途”：**2004年成立一年后，公司上线首款网游《征途》，到2007年时同时在线人数已突破100万，成为当时全球第三款同时在线超百万的网游，2008年突破210万。公司也于2007年登陆纽交所上市。此后也陆续上线《征途怀旧版》《绿色征途》《征途2》。
- **2014-2018年：端转手，拓展“征途”产品版图：**2014年，公司从美股退市，同年成立手游发行公司巨人移动，并公开手游战略正式转型手游布局，发布了“征途”IP系列首款手游《征途口袋版》。2016年公司借壳世纪游轮在A股上市。此后，《球球大作战》、《征途》手游、《征途2》手游、《绿色征途》手游也陆续上线。
- **2019-2022年：新品缺位，潜心发力新游研发。**2019~2021年，公司收入由25.7亿元下降至21.2亿元，主要是缺乏高流水新品及老游戏流水的自然下滑；同时公司潜心研发新游戏。
- **2023年起：征途启航，开启新一轮产品周期。**创始人史玉柱亲自监制的“征途”系列新手游《原始征途》在3月24日公测，首月流水破3亿，再次验证老IP再次验证 IP 强号召力；2024年2月推出《王者征途》小游戏版，累计新增用户超800万，上线后流水连续5个月环比增长；2025年1月推出《王者征途》手游正式版，为老IP注入新活力。

图：巨人网络发展历程

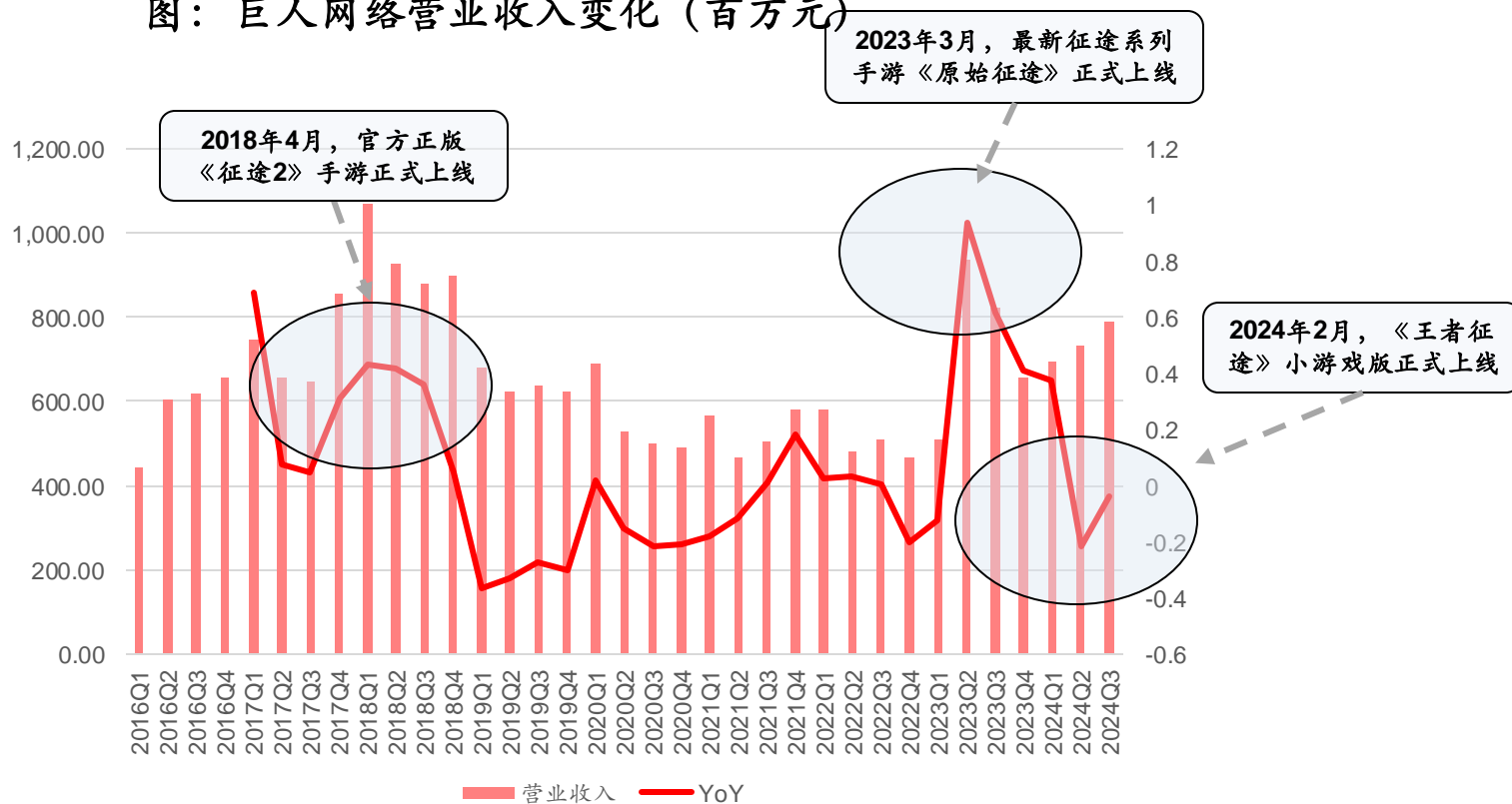


2 巨人网络 (2) “征途” IP 系列新品助力收入增长，多端拓展

“征途”系列为公司的核心自研产品线之一，目前已经建立已经搭建起了《征途》《征途2》《绿色征途》《征途怀旧版》《原始征途》的征途IP矩阵。

- ▶ 据公司公告，2015年前三季度，征途系列占公司收入比重64%，截至2023年全系产品累计收入超300亿元，预计当前征途系列游戏的收入占比约55%-65%。
- ▶ 公司在18年4月11日上线的官方正版《征途2》手游，据财报显示，《征途2手游》在2018年巨人网络的整体业绩中占比明显。
- ▶ 公司在23年3月24日上线的最新征途系列手游《原始征途》为创始人史玉柱监制的首款征途系列手游，游戏表现亮眼，首月流水破3亿，2023年全年流水破15亿，表现出老IP翻新的潜力。

图：巨人网络营业收入变化（百万元）



风险提示

- 宏观经济不稳定的风险，老游戏运营不当的风险，IP知识产权未划分明确的风险，主流玩家兴趣取向发生转变的风险，行业竞争加剧的风险，用户付费意愿低的风险，用户消费习惯难以改变的风险，关联公司公司治理风险，内容上线表现不及预期的风险，生成式AI技术发展不及预期的风险，产品研发难度大的风险，产品上线延期的风险，营销买量成本上升风险，人才流失的风险，人力成本上升的风险，政策监管的风险，商业化能力不及预期的风险。

分析师介绍

杨艾莉：传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

杨晓玮：传媒互联网行业分析师，上海交通大学金融硕士。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：(8610) 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔
2103室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处
广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk