

游戏行业

跨越生命周期的壁垒，长青游戏如何重塑游戏产业价值

核心观点：

- **长青游戏正在成为全球游戏产业的璀璨明珠，产品的平台化演进也是当前头部游戏公司的发力重点。**在移动端，据巨量引擎及伽马数据统计，2025 年 TOP100 游戏中老产品收入占比预计将高达 94.8%，市场格局由存量产品主导；以 Steam 为代表的 PC 端，上线超过一年的老游戏用户时长占比亦达到 86%；这其中还有部分长青产品正在通过平台化实现明显的第二成长曲线。我们认为拥有长青游戏和与之匹配的运营能力已成为衡量公司核心竞争力的重要标尺。
- **多维度的长线运营能力，是长青游戏的基石。**我们认为，游戏的长线运营依托于（1）优秀的品质基础，能在线上后获得足够多用户的产品，足够多的用户沉淀是长青的基础；（2）不同品类产品的生命周期有所差异，竞技类、休闲类等产品的生命周期通常强于其他品类。（3）长青运营对厂商的内容迭代能力与社交生态构建能力提出更高要求，高频次、高质量的内容更新与深度的用户社交关系相互强化，共同构成用户留存的基石。（4）长青游戏具备更强的商业化挖掘空间，用户付费随游戏时长的增长而逐步释放，成为产品收入持续增长的核心驱动力；因此才有更绵长的第二成长曲线；而这类产品的生命周期，以及回收期的利润率弹性与常规产品存在天壤之别。
- **从长青游戏的演化路径来看，我们认为有两类产品形态。**第一类为伴随一代用户成长的内容型游戏，以《梦幻西游》《魔兽世界》《传奇》等为代表，这类产品凭借深厚的用户情感积淀与代际回流能力，形成了稳定的用户基本盘，其价值释放往往通过怀旧服、畅玩服等模式实现周期性激活。第二类为持续吸纳跨代际用户的服务型游戏，以《王者荣耀》《蛋仔派对》等竞技类与 UGC 平台类产品为代表，其核心壁垒在于通过公平竞技机制或创作者生态持续吸引年轻用户，实现跨代际的用户迭代与生态自我进化。
- **投资建议。**我们认为当前长线运营公司的增长开始呈现平台化特点，长青游戏理念一定程度上熨平了产品周期带来的业绩不确定性；我们认为当前市场一方面过度担忧了 AI 对行业的冲击，另一方面低估了长青游戏的潜力，并未给出应有的估值溢价。在此基础上，我们优先推荐运营能力领先，具备多款长青产品的公司，包括腾讯控股（多款竞技+社交品类，长青品类领先）、网易等；基于第一类长青游戏，推荐具备优秀老游戏激活能力的恺英网络、吉比特等；推荐大单品储备的完美世界；基于第二类长青产品的分析，推荐深耕 SLG 品类，具备优秀运营能力的世纪华通、神州泰岳、三七互娱等；推荐拥有竞技赛道产品《超自然行动组》的巨人网络等。关注具备优质产品储备的心动公司等。
- **风险提示。**游戏行业监管加强风险，行业竞争加剧风险，产品上线不及预期的风险。

行业评级

买入

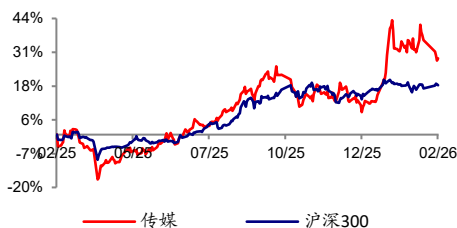
前次评级

买入

报告日期

2026-02-28

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



021-38003665



liao zhiguo@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：

传媒互联网行业·春节特辑： 2026-02-23

国内外大模型密集迭代；春节文娱景气度全梳理

传媒行业·程序化广告专题： 2026-02-13

从头部平台发展路径理解程序化广告，关注数据与 AI 算法的飞轮

游戏行业：从“观看”到“推动”：《异环》有望重塑二 2026-02-09

次元开放世界体验

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	26.37	2025/10/24	买入	18.18	0.32	0.52	82.41	50.71	13.80	10.70	15.7	20.5
芒果超媒	300413.SZ	人民币	24.38	2025/10/26	买入	36.99	0.68	1.06	35.85	23.00	8.50	7.50	5.4	7.6
万达电影	002739.SZ	人民币	10.94	2025/10/31	买入	14.20	0.29	0.47	37.72	23.28	7.50	6.10	8.0	11.5
新媒股份	300770.SZ	人民币	45.66	2025/11/1	买入	56.27	3.13	3.34	14.59	13.67	10.10	9.10	18.6	18.8
天下秀	600556.SH	人民币	7.24	2025/9/6	买入	6.82	0.05	0.06	144.80	120.67	49.50	42.30	2.2	2.9
世纪华通	002602.SZ	人民币	18.41	2026/1/30	买入	28.07	0.82	1.22	22.45	15.09	15.30	10.90	22.0	26.5
巨人网络	002558.SZ	人民币	37.10	2025/11/2	买入	51.59	1.24	2.06	29.92	18.01	29.90	14.70	16.3	21.9
完美世界	002624.SZ	人民币	21.59	2025/11/1	买入	18.72	0.45	0.94	47.98	22.97	24.10	10.50	11.5	20.1
神州泰岳	300002.SZ	人民币	11.64	2025/11/1	买入	17.09	0.60	0.74	19.40	15.73	14.50	11.60	14.7	15.7
吉比特	603444.SH	人民币	419.57	2026/1/29	买入	541.76	24.65	27.09	17.02	15.49	10.60	9.30	33.0	33.0
三七互娱	002555.SZ	人民币	24.50	2025/12/8	买入	27.94	1.38	1.55	17.75	15.81	12.50	10.00	20.2	19.7
恺英网络	002517.SZ	人民币	22.68	2025/12/29	买入	30.09	0.99	1.37	22.91	16.55	19.30	12.20	25.5	28.3
分众传媒	002027.SZ	人民币	7.07	2026/1/25	买入	9.45	0.22	0.42	32.14	16.83	10.80	10.80	22.4	43.1
中南传媒	601098.SH	人民币	11.11	2025/10/30	买入	15.72	0.87	0.92	12.77	12.08	4.40	3.70	9.7	9.8
凤凰传媒	601928.SH	人民币	10.03	2025/8/28	买入	15.96	0.89	0.91	11.27	11.02	10.40	9.70	11.1	10.9
皖新传媒	601801.SH	人民币	6.98	2025/11/1	买入	8.42	0.42	0.43	16.62	16.23	3.40	3.10	7.0	7.0
蓝色光标	300058.SZ	人民币	18.50	2025/10/30	买入	8.84	0.06	0.09	308.33	205.56	35.80	30.00	2.5	3.6
华立科技	301011.SZ	人民币	25.71	2025/11/1	买入	28.27	0.59	0.80	43.58	32.14	16.90	13.90	10.7	12.7
电广传媒	000917.SZ	人民币	11.77	2025/9/4	买入	8.47	0.17	0.19	69.24	61.95	32.20	25.40	2.3	2.5
易点天下	301171.SZ	人民币	56.49	2025/10/29	买入	33.52	0.57	0.65	99.11	86.91	51.60	40.70	7.0	7.4
腾讯控股	00700.HK	港元	518.00	2026/1/16	买入	744.46	28.11	32.10	16.31	14.28	17.80	14.60	22.2	21.6
美团-W	03690.HK	港元	81.15	2026/2/6	买入	133.47	-3.73	1.21	-	59.34	-	16.45	-15.3	4.1
泡泡玛特	09992.HK	港元	229.80	2025/10/21	买入	385.02	9.88	13.18	20.58	15.43	16.90	12.20	56.1	43.6
哔哩哔哩	BILI.O	美元	28.47	2025/11/14	买入	33.94	0.90	1.16	31.48	24.51	18.00	15.00	5.0	6.0
哔哩哔哩-W	09626.HK	港元	221.20	2025/11/14	买入	263.76	7.07	9.09	31.27	24.34	18.00	15.00	5.0	6.0
网易	NTES.O	美元	115.44	2026/2/12	买入	142.43	1.82	2.12	12.67	10.87	11.80	9.70	21.7	22.0
网易-S	09999.HK	港元	179.20	2026/2/12	买入	222.68	2.85	3.32	12.56	10.79	11.80	9.70	21.7	22.0
腾讯音乐	TME.N	美元	14.74	2025/11/13	买入	23.44	0.90	1.00	16.46	14.79	1.92	2.05	15.0	12.0
腾讯音乐-SW	01698.HK	港元	56.85	2025/11/13	买入	91.09	3.50	3.90	16.23	14.58	1.92	2.05	15.0	12.0
阿里巴巴	BABA.N	美元	148.05	2026/1/8	买入	194.94	5.62	7.53	26.35	19.66	20.90	15.70	6.8	8.1
阿里巴巴-W	09988.HK	港元	142.90	2026/1/8	买入	190.39	5.49	7.37	26.01	19.40	20.90	15.70	6.8	8.1
京东集团	JD.O	美元	26.98	2026/1/13	买入	37.45	2.53	3.22	10.67	8.38	4.17	2.53	9.7	10.5
京东集团-SW	09618.HK	港元	104.40	2026/1/13	买入	143.06	9.89	12.60	10.56	8.28	4.17	2.53	9.7	10.5

数据来源： 、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、京东集团的 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 的 EPS 单位为港元/股。）

目录索引

一、范式转移：长青游戏，全球游戏产业的璀璨明珠.....	6
（一）从拓荒到存量深耕，老游戏正在成为游戏产业的重要参与者.....	6
（二）长青游戏概览：品类丰富，运营时间分布广泛.....	7
二、解构长青：四大支柱构筑游戏生命力护城河.....	10
（一）品质筑基：早期用户积累是长青基础，同期品质优秀是积累核心用户的先决条件.....	10
（二）品类基因决定论：竞技、SLG 与休闲的天然长跑优势.....	12
（三）运营有道：以内容迭代维持新鲜感，以社交关系沉淀用户.....	14
（四）商业化挖掘：长青游戏用户粘性更强，付费能力有挖掘空间.....	24
三、长青游戏的演化与壁垒：两类游戏的分化路径与核心能力构建.....	29
（一）第一类长青游戏：时代烙印型长青游戏：一代人的共同记忆.....	29
（二）第二类长青游戏：以服务为核心的长青游戏：持续吸引年轻用户，跨越代际壁垒.....	36
（三）游戏内容衍生形成 IP，从游戏拓展成为流行文化.....	40
（四）从长青游戏的演绎再看游戏公司在 AI 发展中的壁垒：社交体验与玩家习惯难以被替代.....	42
四、投资建议.....	44
五、风险提示.....	45

图表索引

图 1: 移动端新游与老游戏收入占比	6
图 2: 2025 年 PC 端新游戏与老游戏用户时长占比	6
图 3: 长青游戏的四大支柱	10
图 4: 26 年 1 月 TOP100MMO 中上线 5 年以上产品月度平均畅销榜排名	11
图 5: 26 年 1 月 TOP100MMO 中上线 5 年以内产品月度平均畅销榜排名	11
图 6: 长周期 MMO 产品的维持在畅销榜 Top30 时间及上线初期畅销榜排名	11
图 7: 核心用户的三阶段	12
图 8: 不同品类游戏 D1\D7\D28 留存表现	12
图 9: 《部落冲突》美国地区畅销榜月平均排名	14
图 10: 头部出海 SLG 产品美国畅销榜排名	14
图 11: 国内 SLG 畅销榜排名变化	14
图 12: 《魔兽世界》游戏重要资料片更新节点	15
图 13: 《魔兽世界》订阅用户变化趋势	16
图 14: 《梦幻西游》资料片更新情况	17
图 15: 社交为玩家提供游戏的认同感与归属感	18
图 16: 不同性别用户认同电子游戏是维系友情的纽带玩家比例	18
图 17: 不同性别用户认同电子游戏中尝试不同身份或角色让我感觉更轻松自在的用户比例	18
图 18: 不同年龄用户认同电子游戏是维系友情的纽带玩家比例	19
图 19: 不同年龄用户认同电子游戏中尝试不同身份或角色让我感觉更轻松自在的用户比例	19
图 20: SLG 的产品设计服务于社交构建	20
图 21: 传奇类游戏用户偏好	20
图 22: MMO 游戏的社交分层	21
图 23: MMO 类手游留存曲线	21
图 24: 《梦幻西游》社交体系构建	22
图 25: 《王者荣耀》符合社交产品的核心定义	23
图 26: 《王者荣耀》每年新英雄推出数量及英雄累计数量 (个)	24
图 27: 《王者荣耀》每年新皮肤推出数量	25
图 28: 王者荣耀高品质数量变化及其占比	25
图 29: 王者荣耀不同品质皮肤数量变化	25
图 30: 腾讯游戏 ARPPU (元/季度)	26
图 31: 原神游戏地图及游戏内容在上线后持续增加	26
图 32: 原神上线以来主要队伍 DPS 变化	27
图 33: 原神上线以来深渊怪物总血量变化 (万)	27
图 34: 神州泰岳 SLG 类产品用户 ARPU 变化 (单位: 元/月)	27
图 35: 神州泰岳旗下产品销售费用投放及占流水比重 (单位: 百万元)	28
图 36: 神州泰岳净利率变化	28
图 37: 传奇 IP 发展历程	30
图 38: 用户最早接触“传奇”类 IP 时间调研	30

图 39: “传奇”用户流失情况调研	30
图 40: “传奇”玩家核心游戏内容偏好调研	31
图 41: 国内“传奇”IP 用户年龄分布	31
图 42: 用户月均游戏付费情况	31
图 43: 付费游戏用户月均付费分布	31
图 44: 梦幻西游最高同时在线用户数（单位：万人）	32
图 45: 经典 IP 产品游戏美术风格	33
图 46: 移动端原生 IP 游戏美术风格	33
图 47: 二次元用户规模变化	33
图 48: 二次元移动游戏市场规模及增速	33
图 49: 黑神话-悟空彰显用户对高品质产品的需求	34
图 50: 中国重度游戏市场持续扩张	34
图 51: 中国城镇就业人员周平均工作时间	35
图 52: 不同年龄段的生育率情况（‰）	35
图 53: 2024 收入前 100 移动游戏产品类型收入分布	36
图 54: 电子竞技游戏主要玩法类型占比	36
图 55: 中国电子竞技用户规模	37
图 56: 电竞产业收入来源分布	37
图 57: 中国电竞赛事举办数量有所增加	37
图 58: 中国电竞游戏产品玩法类型分布	37
图 59: 理财的“草帽曲线”	38
图 60: 《蛋仔派对》创作者生态与激励	39
图 61: 和平精英 UGC 平台绿洲启元 DAU 突破 3000 万	39
图 62: 参与用户生成内容的玩家比例	39
图 63: Roblox 不同年龄的 DAU 情况（百万）	40
图 64: Roblox 活跃用户年龄分布	40
图 65: “宝可梦中心”线上商城的综合销量榜	42
图 66: 宝可梦联动热门街机	42
表 1: 腾讯提出的长青游戏标准	7
表 2: 全球 PC 端具备的潜在长青游戏（截至 2026 年 1 月）	7
表 3: 全球移动端具备的潜在长青游戏	8
表 4: 头部竞技类产品运营时间	13
表 5: 2024 年 1-10 月海外消除赛道游戏 Top 产品及上线时间	13
表 6: 社交产品的构建模块	22
表 7: 2025 年 KPL 年度总决赛各平台热门事件 TOP5	24
表 8: 2025 年全球文娱领域 IP 收入榜单	41
表 9: 宝可梦 IP2021 年以来发行的新游戏	42

一、范式转移：长青游戏，全球游戏产业的璀璨明珠

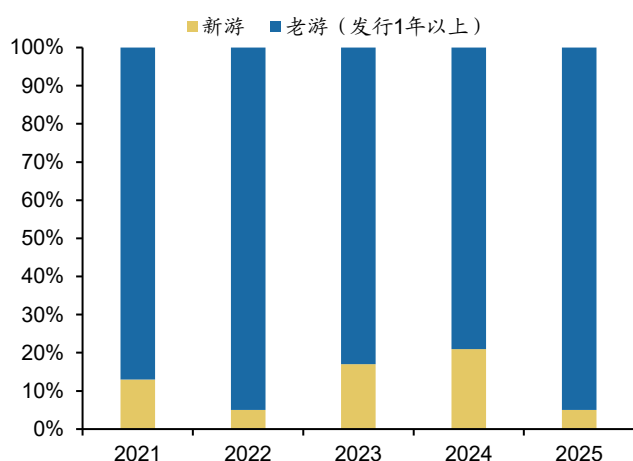
引言：在过去的一段时间，我们反复看到头部游戏公司提及长青游戏，用GAAS（服务型游戏）改造产品。且从产业观察来看，我们认为这不是一个单纯的口号；在游戏赛道中确实涌现了一批长生命周期、利润率、稳定性远超同类产品的头部项目，虽然同为游戏产品，但这样的长青游戏其商业价值却远超他类，是游戏赛道中当之无愧的明珠。因此，本文将从“什么是长青游戏”这一核心问题出发，解构其核心能力，并最终推演长青游戏的演进路径与投资价值。

（一）从拓荒到存量深耕，老游戏正在成为游戏产业的重要参与者

近几年的经典老游戏市占率不断提升，成为市场最重要的组成部分；而其中的长青游戏更是为游戏公司贡献长周期的增长。在移动端，根据巨量引擎及伽马数据，2025年TOP100游戏中，老产品收入占比预计将高达94.8%。在过去5年中，老游戏占比持续达到较高水平，除2022年因版号因素外，新游戏仍然占据一定规模体量，而在2025年，老游戏市占率进一步提升至94.8%，这种变化凸显存量产品运营对用户的持续吸引力，新产品争夺用户注意力在变得更难，能留住用户并持续突破运营极限的长青游戏价值在进一步放大。

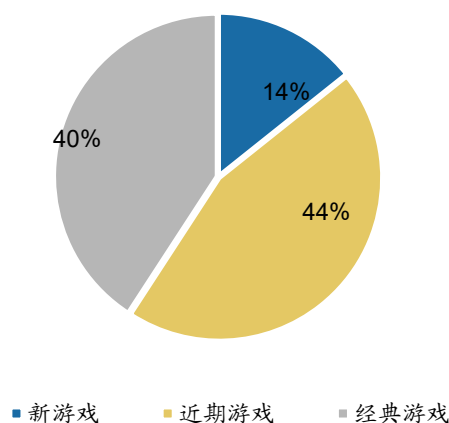
在PC端，经典游戏的用户时长同样保持领先趋势。根据Steam用户报告显示，Steam中，新游（即2025年发行产品）占Steam所有用户游戏时间的百分比为14%；而近年（过去1-7年）作品占比达到44%；发行8年以上的经典产品时长占比达到40%。我们认为，存量产品的长期运营可能成为未来一段时间内游戏行业重要的增长驱动。

图 1：移动端新游与老游戏收入占比



数据来源：伽马数据，巨量引擎，广发证券发展研究中心

图 2：2025年PC端新游戏与老游戏用户时长占比



数据来源：Steam，广发证券发展研究中心

那么什么样的游戏是长青游戏？腾讯游戏业务负责人马晓秩将长青游戏定义为质量超过平均水平，年流水收入超过40亿元人民币，且移动端季度平均DAU ≥ 500万或PC端季度平均DAU ≥ 200万的游戏。在2024年Q3的财报电话会中，腾讯又把长青游戏做进一步细化为旗舰长青、其他长青和潜力长青，其中《王者荣耀》和《和平精英》

英》就属于旗舰长青，《三角洲行动》则属于潜力长青，我们认为《三角洲行动》具备成为新旗舰长青游戏的潜力。

表 1：腾讯提出的长青游戏标准

商业规模	年流水 ≥ 40亿元人民币
用户规模	手游DAU ≥ 500万，或PC端 ≥ 200万
生命周期	通常长期经营 ≥ 3 年，头部标准为 5 年以上

数据来源：腾讯财报，广发证券发展研究中心

（二）长青游戏概览：品类丰富，运营时间分布广泛

以腾讯为例去看，24年公司曾在财报中披露过已有14款长青产品。我们推测大概率为PC端的《DNF》、《CF》、《LOL》、《无畏契约》。移动端的《王者荣耀》、《和平精英》、《CFM》、《DNFM》、《LOLM》、《火影忍者手游》、《暗区突围》、《荒野乱斗》以及《皇室战争》。或许在25和26年还会增加《三角洲手游》。这14款中有6款是强公平竞技的PVP游戏（MOBA+射击为主），其他大多是带有氪金数值成长的PVP游戏或者经典长周期IP加持的内容游戏。

从行业出发，在PC端，我们选取近期Steam用户量排名前30以及第三方用户榜单active player排名靠前的产品去重，可以得到头部的约27款产品，这些产品我们认为具备一定长线运营能力，我们发现，在27款头部产品中，发行时间在1年以内的产品仅《ARC Raiders》、《Delta Force》及《Bongo Cat》三款产品，而上线超过5年的产品则有21款，最长上线时间超过20年，显示出极长的生命周期。在品类方面，涵盖射击（包括FPS&TPS）、竞技、开放世界RPG、体育模拟、生存、MMO等；国内核心产品则主要是MMO、ARPG等。总体来看，品类分布较为广泛

表 2：全球PC端具备的潜在长青游戏（截至2026年1月）

序号	游戏名称	上线时间	运营时长（年）	游戏品类	厂商/发行商
1	Fortnite	2017/7/25	9	战术竞技（TPS）	Epic Games
2	Roblox	2006/9/1	20	沙盒/UGC	Roblox Corp
3	Minecraft	2011/11/18	15	沙盒	Microsoft
4	League of Legends	2009/10/27	17	MOBA	Riot Games/腾讯
5	Counter-Strike 2	2023/9/27	3	FPS	Valve
6	Valorant	2020/6/2	6	FPS	Riot Games/腾讯
7	Overwatch 2	2022/10/4	4	FPS	Blizzard
8	Apex Legends	2019/2/4	8	战术竞技	EA/Respawn
9	Rocket League	2015/7/7	11	体育竞技	Psyonix
10	Genshin Impact	2020/9/28	6	开放世界 RPG	米哈游
11	PUBG	2017/12/21	9	战术竞技	Krafton
12	GTA V	2015/4/14	11	开放世界 RPG	Take-Two
13	Dota 2	2013/7/10	13	MOBA	Valve
14	Helldivers 2	2024/2/8	3	FPS	Sony/Arrowhead
15	Call of Duty: Modern Warfare	2019/10/25	7	FPS	Activision
16	ARC Raiders	2025/10/30	1	FPS	Embark Studios

17	Apex Legends	2019/2/4	8	战术竞技	EA / Respawn
18	Bongo Cat	2025/3/5	1	休闲	Bongo Cat Team
19	Marvel Rivals	2024/12/6	2	FPS/英雄射击	NetEase Games
20	Rust	2018/2/9	9	生存竞技	Facepunch Studios
21	Delta Force	2025/12/5	1	FPS/搜打撤	Tencent
22	Grand Theft Auto V Legacy	2015/4/14	11	开放世界	Rockstar Games
23	Stardew Valley	2016/2/27	10	模拟经营	ConcernedApe
24	Highguard	2026/1/27	1	动作竞技	Wildlight Entertainment
25	Terraria	2011/5/17	15	沙盒/生存	Re-Logic
26	War Thunder	2016/12/21	10	战争模拟	Gaijin Entertainment
27	Baldur's Gate 3	2023/8/3	3	角色扮演 (RPG)	Larian Studios
28	梦幻西游	2003/12/8	23	MMORPG	网易
29	DNF	2008/6/19	18	ARPG	腾讯/Nexon
30	World of Warcraft	2004/11/23	22	MMORPG	Activision Blizzard

数据来源：active player，Steamdb，网易财报、腾讯财报，广发证券发展研究中心

在移动端，表现突出的产品具有类似的特征。其中国内移动游戏具备更长的运营时间，我们选取49款近年来表现突出的产品，其中24款产品运营时间超过5年。品类分布上，相对于PC端，移动端品类更加丰富除射击、MOBA、MMO等大品类外，RPG、非对称竞技、派对、合成等产品均有一定长线运营能力。

表 3：全球移动端具备的潜在长青游戏

序号	游戏名称	上线时间	运营时长（年）	游戏品类	厂商/发行商
1	王者荣耀	2015/11/26	11	MOBA	腾讯
2	和平精英	2018/3/19	8	FPS	腾讯
3	地下城与勇士：起源	2024/5/21	2	ARPG	腾讯/Nexon
4	三角洲行动	2024/9/26	2	FPS	腾讯
5	无尽冬日	2023/2/9	4	SLG	点点互动
6	金铲铲之战	2021/8/26	5	模拟/战棋	腾讯
7	崩坏：星穹铁道	2023/4/26	3	RPG	米哈游
8	英雄联盟手游	2021/10/8	5	MOBA	腾讯
9	梦幻西游手游	2015/3/26	11	MMORPG	网易
10	穿越火线：枪战王者	2015/12/3	11	FPS	腾讯
11	逆水寒	2018/6/29	8	MMORPG	网易
12	三国志·战略版	2019/9/20	7	SLG	灵犀互娱
13	原神	2020/9/28	6	RPG	米哈游
14	恋与深空	2024/1/18	3	RPG/女性向	叠纸网络
15	火影忍者	2016/1/8	11	动作/角色扮演	腾讯
16	第五人格	2018/3/31	8	非对称竞技	网易
17	三国：谋定天下	2024/6/13	2	SLG	哔哩哔哩
18	蛋仔派对	2022/5/27	4	派对	网易
19	明日方舟	2019/5/1	7	RPG/卡牌	鹰角网络

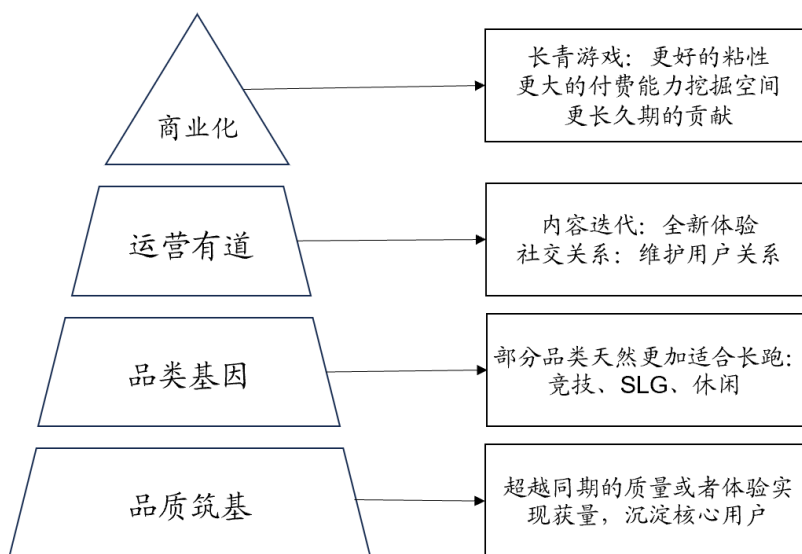
20	鸣潮	2024/5/23	2	RPG	库洛游戏
21	Whiteout Survival	2023/2/9	4	策略 (SLG+X)	点点互动
22	Gossip Harbor	2022/9/9	4	合成 (Merge)	柠檬微趣
23	Kingshot	2025/2/23	1	策略 (SLG+X)	点点互动
24	PUBG MOBILE	2018/3/19	8	战术竞技	腾讯
25	使命召唤手游	2019/10/1	7	FPS	腾讯/动视
26	Last Z: Survival Shooter	2024/6/7	2	射击/策略	Florere Game
27	Dark War: Survival	2023/12/7	3	策略/叙事	Florere Game
28	Top Heroes	2024/1/31	3	策略 (SLG)	江娱互动
29	Mobile Legends: Bang Bang	2016/10/31	10	MOBA	沐瞳科技
30	Seaside Escape	2022/10/19	4	合成 (Merge)	柠檬微趣
31	Age of Origins	2018/10/25	8	策略 (SLG)	壳木游戏
32	Puzzles & Survival	2020/8/21	6	消除+SLG	三七互娱
33	Archer0 2	2025/1/7	2	动作/Roguelike	海彼 (Habby)
34	万国觉醒	2018/9/20	8	策略 (SLG)	莉莉丝
35	绝区零	2024/7/4	2	动作 RPG	米哈游
36	Project Makeover	2020/11/15	6	消除+装饰	麦吉太文
37	Last War: Survival	2023/8/1	3	策略 (SLG+生存)	FUNFLY
38	Roblox	2006/9/1	20	沙盒 (元宇宙/平台型创作)	Roblox
39	Royal Match	2021/2/25	5	益智解谜 (三消+剧情驱动)	Dream Games
40	MONOPOLY GO!	2023/4/11	3	模拟经营 (大富翁 IP+合成)	Scopely
41	Candy Crush Saga	2012/4/12	14	益智解谜 (经典三消)	King
42	Pokémon TCG Pocket	2024/10/30	2	卡牌 (宝可梦集换式卡牌)	The Pokémon Company
43	Coin Master	2015	10	休闲 (博彩机制+建造)	Moon Active
44	Gossip Harbor: Merge & Story	2022/9/9	4	模拟经营+合成 (小镇养成)	柠檬微趣
45	Pokémon GO	2016/7/6	10	AR+位置 (AR 宠物捕捉+探索)	Niantic
46	Clash Royale	2016/3/2	10	策略对战 (CCG+塔防)	Supercell
47	Township	2012/12/24	14	模拟经营 (小镇+农场复合)	Playrix
48	Gardenscapes	2016/7/5	10	模拟经营 (花园养成+消除)	Playrix
49	Free Fire	2017/12/8	9	战术竞技 (吃鸡+轻量化)	Garena

数据来源：七麦数据，Sensor Tower，广发证券发展研究中心

二、解构长青：四大支柱构筑游戏生命力护城河

我们认为，长青游戏的建立并非一蹴而就，而是时代机遇与多重努力共同作用的结果。长青游戏的长生命周期源于四大支柱：其一，前期必须拥有卓越的产品品质，以此沉淀足够数量的第一批核心用户；其二，部分品类（如竞技、SLG、休闲）天然更适合长线运营；其三，厂商持续的内容更新能力；其四，深度的社交生态构建。后两者相互强化，进一步拉长用户留存周期。拥有稳定粘性用户群的游戏，也因此打开了更大的商业化空间，能够贡献更高且更持久的利润回报。

图 3：长青游戏的四大支柱



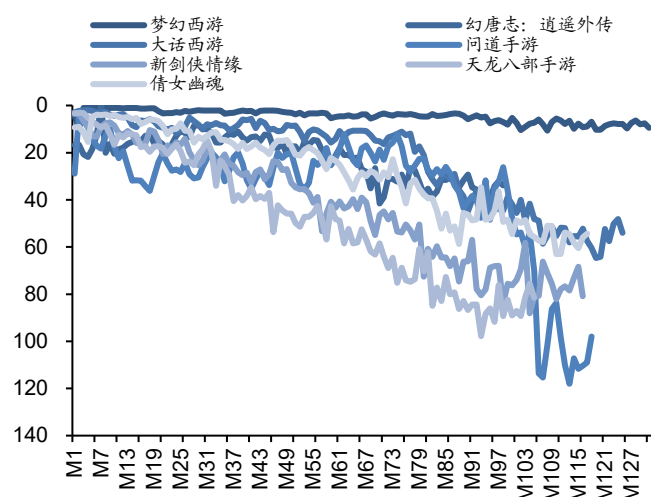
数据来源：广发证券发展研究中心

（一）品质筑基：早期用户积累是长青基础，同期品质优秀是积累核心用户的先决条件

长青游戏的普遍特征是拥有庞大的用户基础，因此上线初期优秀的表现是长青游戏的共性之一。尽管当前几乎所有主流品类都有长线运营的产品，但早期积累的用户量较多是这些游戏的共同特征。我们认为，“只有佼佼者才能实现长青”，一旦实现用户量级突破，产品便更容易通过持续运营留住或召回核心玩家，从而获得长期生命力。随着游戏竞争的激烈，获取用户注意力本身也在变得更加困难；所以在赛道的早期以更优的品质获取最多的用户沉淀十分重要。

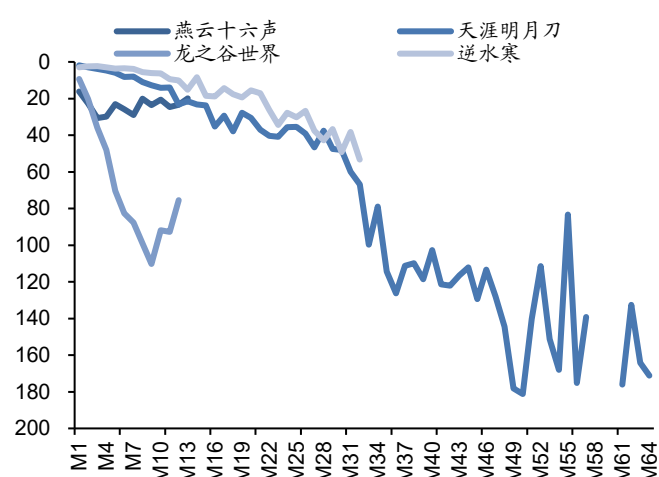
以移动端的MMO品类为例，我们取2026年1月TOP100榜单的MMO作为分析样本，将长时间运营后仍然能保持畅销榜前列的产品认为具备一定的长青游戏特点，优秀品质的产品在线上早期即积累了丰富的用户，从而可以通过持续的运营不断延长自身产品的生命周期，将产品流水保持较高水平（比如《梦幻西游》）；同类的赛道后进者需要拿出更高的品质或更加新颖的体验才有可能实现足够的用户沉淀。

图 4：26年1月TOP100MMO中上线5年以上产品月度平均畅销榜排名



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心（注：横轴为上线时长，单位为月）

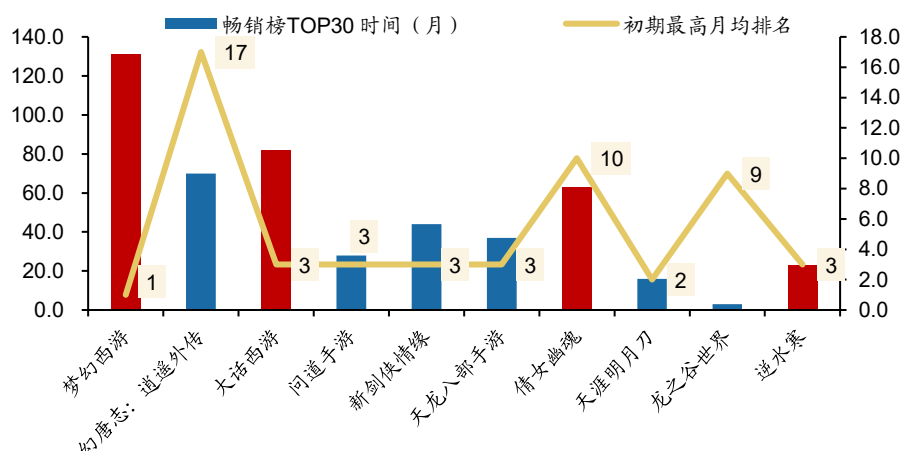
图 5：26年1月TOP100MMO中上线5年以内产品月度平均畅销榜排名



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心（注：横轴为上线时长，单位为月）

从MMO这个赛道上看，网易的运营能力最为突出。MMO作为典型的初期获量品类，可以明显前期表现越出色，越有可能实现更长周期的经营表现。只有完成用户积累的核心品类，才有进一步通过持续运营实现长线留存，实现产品的长青。例如，前期排名最高的《梦幻西游》在运营141个月后仍然保持畅销榜前30，而排名稍弱的产品通常在4-5年左右的时间逐步下滑，脱离榜单头部。而从发行商来看，网易在MMO品类的长周期产品占比最高，在头部持续运营时间超5年以上的4款产品中，3款来自网易，我们认为一方面是网易常常在带头迭代MMO的体验，另外一方面是质量基本优于同期（带给用户最早+最好的独特体验和质量）；因此沉淀下来了最优质的赛道用户。

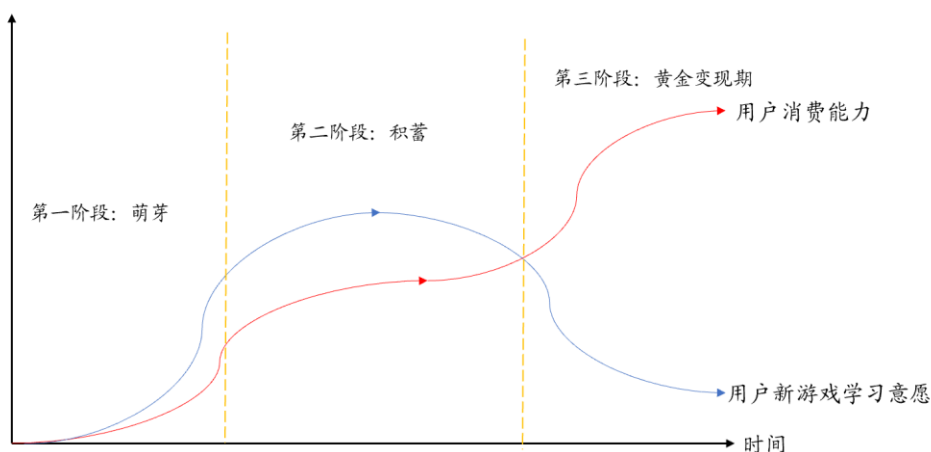
图 6：长周期MMO产品的维持在畅销榜Top30时间（左轴）及上线初期畅销榜排名（右轴）



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心（初期排名取前三个月平均值最高，红色为网易发行）

而在我们的产业观察中，还发现了另外一件有趣的现象。即一个游戏用户的生命周期可以分为三个阶段。第一个阶段是游戏学习意愿+消费意愿双增的初期（25岁前），第二个阶段是学习意愿+消费意愿消退的中期（用户进入社会）以及最黄金的第三阶段，学习意愿消退+消费意愿激增的长尾阶段（35岁后），这个阶段的用户消费能力大幅提升但学习全新游戏的动力明显衰减，而要获取这类用户只能在他们的一二阶段发力。我们认为这一生命周期现象也强化了早期用户积累的重要性，同一赛道同一模式的后来者更难沉淀核心用户并且难以享受到长尾的第三黄金阶段；这是时间赋予经典游戏的一道天然护城河。

图 7：核心用户的三阶段



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）品类基因决定论：竞技、SLG 与休闲的天然长跑优势

1. 竞技、SLG、休闲等品类长线留存更加优秀

根据独立出海联合体& Game Analytics，不同品类游戏的长周期留存表现差异显著。其中在中重度产品（Mid-core）中，策略类头部产品（TOP25%）的28日留存显著高于其他中重度品类，同时休闲品类（Casual）总体28日留存也高于中重度产品，我们认为，在数据呈现方面，策略、休闲等产品优于其他品类。

图 8：不同品类游戏D1/D7/D28留存表现



数据来源：独立出海联合体，Game Analytics，广发证券发展研究中心

2. 竞技、SLG、休闲等品类均有多款5年以上长周期运营产品

头部竞技类产品展现出超长的生命周期。以MOBA品类为例，《王者荣耀》《英雄联盟》（端游）《Dota2》等产品运营时长均已超过10年，且至今保持旺盛生命力；射击品类中，《和平精英》《穿越火线》《CS:GO》等运营时长亦超过9年。在竞技品类中，腾讯占据绝对发行优势，国内绝大部分头部竞技类产品由腾讯发行。

表 4：头部竞技类产品运营时间

产品名称	发行商	类型	上线时间	运营时长
王者荣耀	腾讯	MOBA	2015 年 11 月	10 年 3 个月
和平精英	腾讯	战术竞技 (射击)	2019 年 5 月	6 年 9 个月
英雄联盟端游	腾讯/拳头	MOBA	2011 年 9 月	14 年 5 个月
英雄联盟手游	腾讯/拳头	MOBA	2021 年 10 月	4 年 4 个月
金铲铲之战	腾讯	策略竞技 (自走棋)	2021 年 11 月	4 年 3 个月
穿越火线手游	腾讯	第一人称射击 (FPS)	2015 年 12 月	10 年 2 个月
决胜巅峰	沐瞳	MOBA	2021 年 9 月	4 年 5 个月
CS:GO	Valve/完美世界	第一人称射击 (FPS)	2012 年 8 月	13 年 6 个月
Dota2	Valve/完美世界	MOBA	2013 年 7 月	12 年 7 个月

数据来源：七麦数据，Steamdb，广发证券发展研究中心

休闲、SLG品类头部产品运营较长，其中部分头部产品运营周期超过10年。点点数据表明，截至2024年10月，海外消除类游戏收入前十的产品中，全部已上线运营超过三年，其中运营时间最长的产品已达12年以上，印证了该品类长线运营的潜力。

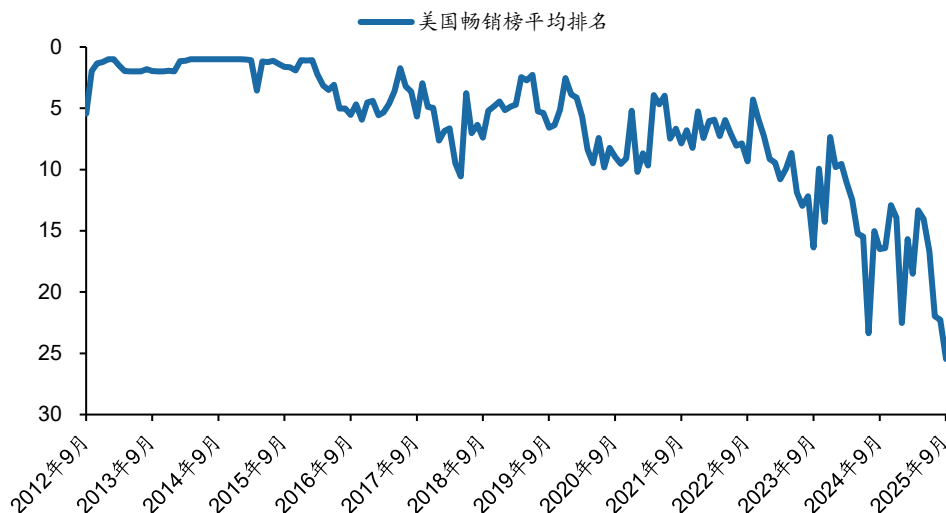
表 5：2024年1-10月海外消除赛道游戏Top产品及上线时间

排名	游戏名	上线时间 / 玩法	预估流水（亿元）
1	Royal Match	3 年 + / 三消	105.6
2	Candy Crush Saga	12 年 + / 三消	83.89
3	Gardenscapes	8 年 + / 三消	44.28
4	Homescapes	7 年 + / 三消	29.51
5	Fishdom	9 年 + / 三消	29.14
6	パズル&ドラゴンズ（智龙迷城）	12 年 + / 消除战斗 RPG	25.13
7	Toon Blast	7 年 + / 点消	24.67
8	Travel Town	3 年 + / 合成	19.58
9	Candy Crush Soda Saga	10 年 + / 三消	17.67
10	Empires & Puzzles	7 年 + / 消除战斗 RPG	14.6

数据来源：点点数据，广发证券发展研究中心

SLG品类中，以Supercell出品的《部落冲突》为例，该游戏自2012年上线以来，在美国市场长期稳居畅销榜前列，直至2016年后排名才逐步回落至第五名左右。但此后近十年间市场表现始终稳健，印证了SLG品类强大的长线运营价值。

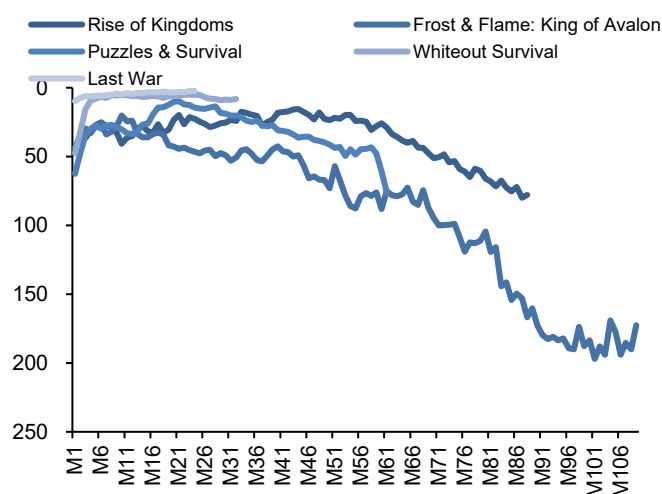
图 9: 《部落冲突》美国地区畅销榜月平均排名



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

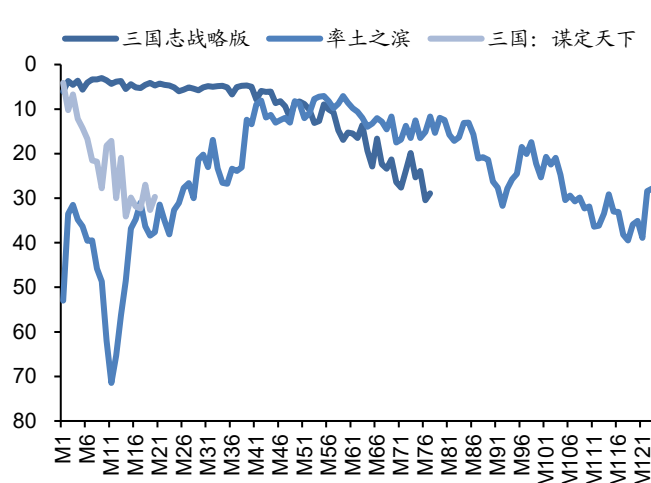
对于非头部SLG产品而言，其留存曲线同样表现优秀。这类产品从进入畅销榜前列到排名快速下滑，通常需要3-5年周期，虽弱于最头部的产品和品类，但仍具备较长的生命周期。

图 10: 头部出海SLG产品美国畅销榜排名



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心（注：横轴为上线时长，单位为月）

图 11: 国内SLG畅销榜排名变化



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心（注：横轴为上线时长，单位为月）

综合来看，尽管MMO、卡牌等品类中亦不乏长线运营产品，但从普遍性和品类特性出发，SLG、休闲、竞技等品类更易于实现长周期运营，是长青游戏的核心赛道。

（三）运营有道：以内容迭代维持新鲜感，以社交关系沉淀用户

1.持续的内容迭代使得用户持续获得新体验，常玩常新

以经典MMO魔兽世界为例，自2004年上线以来，《魔兽世界》已走过二十余年的发展历史，成为全球游戏史上最具有影响力的长青游戏之一。在内容更新层面，《魔兽世

界》始终保持约两年一部的资料片迭代节奏。截至2026年2月，游戏已累计推出十部大型资料片，持续引入新地图区域、种族与职业等核心内容，不断扩展艾泽拉斯世界的边界。

内容更新的质量直接影响用户留存。动视暴雪2015年Q1财报显示，《德拉诺之王》版本上线后，玩家数从约1000万下降至710万；Q2进一步跌至560万。根据暴雪游戏时任首席设计师Ion Hazzikostas，主要原因在于“内容支持与补丁更新方面做得不够”。而在2016年，暴雪发布的第七部资料片《军团再临》则成为内容创新的标杆：引入全新职业“恶魔猎手”、并更新神器系统与职业大厅任务，极大强化了角色养成与职业专属体验。

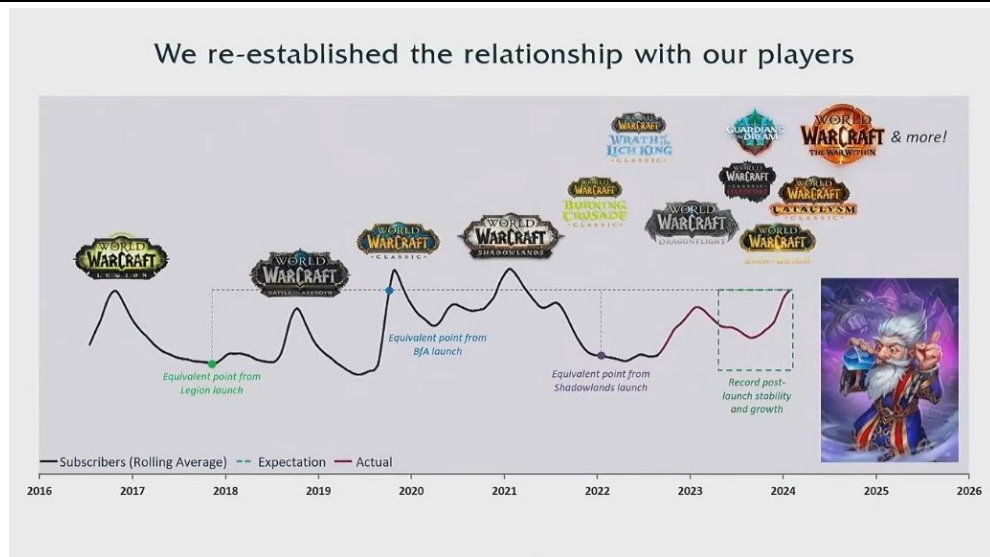
图 12: 《魔兽世界》游戏重要资料片更新节点



数据来源：魔兽世界官网，Gamelook，gamereactor，广发证券发展研究中心

在持续推出新内容的同时，暴雪也展现出对玩家需求变迁的深刻洞察。根据魔兽世界总经理John Hight在GDC上的分享，2019年，基于社区强烈呼声，暴雪推出《魔兽世界》经典怀旧服，阶段性开放早期版本内容，承接大量回流玩家的怀旧需求。这一策略形成正式服与怀旧服双线运营的格局：正式服面向追求新内容、新机制的玩家，持续推陈出新；怀旧服则服务重温经典、偏好早期体验的老玩家。这种思路也使得产品得以持续的回流，实现订阅用户的回升。在后续的内容迭代中，John在分享中提到，暴雪在后续版本中进一步提高了内容更新频率，每8周必定有新内容发布，并加入了大逃杀模式。玩家可以使用英雄与其他人竞争，击败对手可以选择他们掉落的技能等，通过持续的玩法更新迭代与内容升级留住用户。我们认为，持续的高品质内容更新与玩法的创新是《魔兽世界》长青的重要因素。

图 13: 《魔兽世界》订阅用户变化趋势



数据来源: GDC, bilibili, 广发证券发展研究中心

国内长青MMO梦幻西游具备类似的内容迭代,自2003年公测以来,产品累计推出数十部大型资料片,持续扩展游戏世界边界、深化养成层次。其长线运营的核心逻辑同样在于通过高频次、高质量的内容更新,系统性地扩展游戏地图、剧情任务、挑战副本与PVP对战等核心玩法,并不断扩容角色养成体系,为不同层级玩家提供阶段性新目标与持续消耗点。其中,在重要的内容玩法更新方面,2005年的大型资料片更新中,推出飞升系统,新增高等级玩法与场景,提高养成深度;2007年推出了副本、帮派迷宫和幻境寻宝三大玩法,强化团队PVE内容;2014年1月梦幻西游资料片腾云驾雾推出“剑会天下”跨服对战平台,配套更新灵饰系统与召唤兽进阶体系,进一步提升中后期养成层级与对战强度。2018年上线“大闹天宫”团队副本终章,新增多队协作与高难PVE挑战。通过持续不断的内容更新吸引用户。

与魔兽世界怀旧服类似,2025年7月梦幻西游畅玩服开启,上线免点卡模式,配套“尊享特权/绿通”等服务权益,降低回流门槛以覆盖更多轻度玩家。据《梦幻西游》官方披露,2025年11月2日电脑版同时在线人数突破358万并刷新峰值纪录,表明其成熟更新模式下游戏的强大生命力。

图 14: 《梦幻西游》资料片更新情况



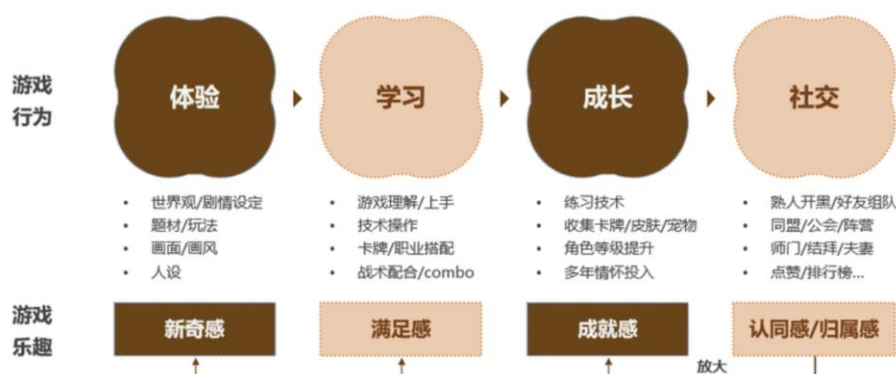
数据来源：梦幻西游官网，Gamelook，gamereactor，广发证券发展研究中心

从两大长青MMO案例可以看出，对于以内容为核心驱动的产品，高品质内容的持续更新是游戏长周期运营的关键，让玩家能够持续获得新体验，始终保持对游戏期待。

2. 社交构建为用户提供认同与归属感，是长线留存的重要因素

社交是游戏的核心体验之一。根据网易游戏学堂分享，社交不仅是玩家后期的高级需求，更贯穿游戏体验的全过程，持续塑造与增强玩家的整体乐趣。它深度融合于游戏过程的各个阶段，并持续塑造与增强玩家的整体乐趣。该内容将玩家的游戏体验分为四个部分，包括体验，学习，成长，社交。通过社交，玩家在社群中寻求“认同感、归属感与优越感”。这不仅满足了人的群体归属需求，更能通过交互持续激活并放大前几个阶段的乐趣——一次默契的配合、一次公认的“高光时刻”，都让满足感与成就感在社交中得到升华，从而进一步放大游戏本身的体验。

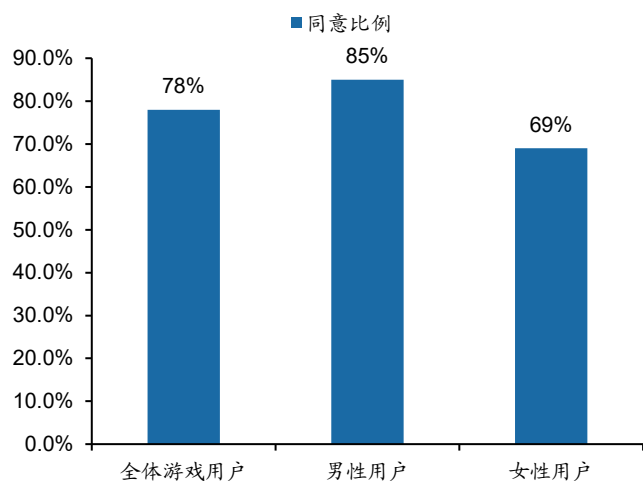
图 15: 社交为玩家提供游戏的认同感与归属感



数据来源：网易游戏学堂，广发证券发展研究中心

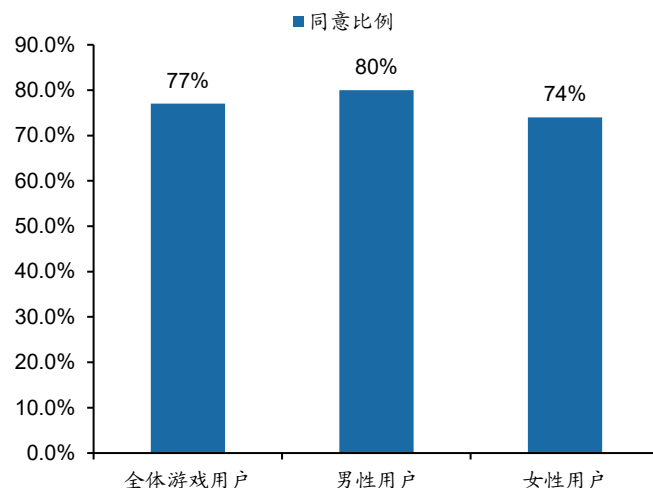
对于不同性别及年龄层，社交均是玩家在游戏内的核心需求。根据dentsu的在线调研显示，游戏是玩家社交生活的核心元素之一，根据调查，78%的玩家认同电子游戏是他们与朋友联系并结识新人的重要场所。调查结构显示，相比现实生活，玩家在游戏中能更好地表达自我、探索身份认同。同时，大多数女性玩家同样认为游戏提供了安全、包容的社交空间。

图 16: 不同性别用户认同电子游戏是维系友情的纽带玩家比例



数据来源：dentsu，广发证券发展研究中心

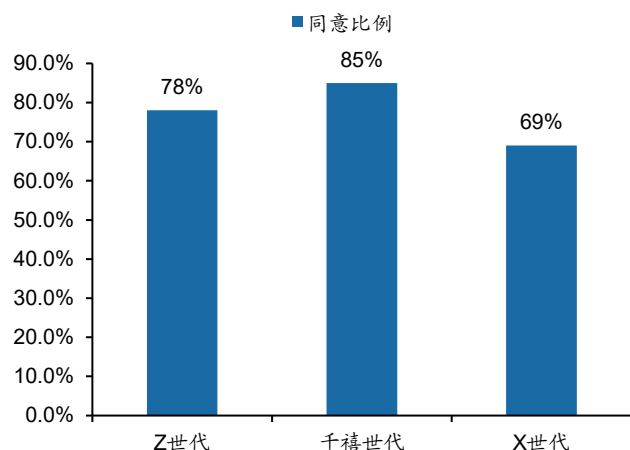
图 17: 不同性别用户认同电子游戏中尝试不同身份或角色让我感觉更轻松自在的用户比例



数据来源：dentsu，广发证券发展研究中心

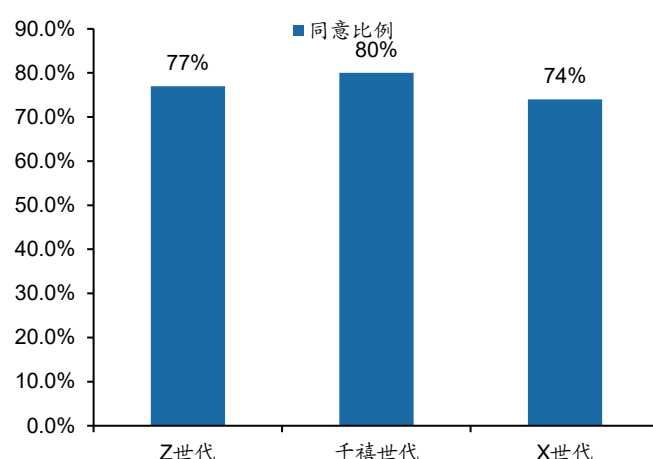
在年龄分布方面，根据dentsu调研数据，“千禧世代”的玩家倾向通过游戏进行自我表达与身份探索。这些玩家引领了在游戏中进行自我表达的潮流，约81%的千禧代玩家视游戏为表达自我的空间，88%乐于在游戏中探索身份认同。“X世代”玩家对自我表达的需求不如年轻世代强烈，但他们与“Z世代”同样普遍地将游戏视为尝试新身份的载体。

图 18: 不同年龄用户认同电子游戏是维系友情的纽带玩家比例



数据来源: dentsu, 广发证券发展研究中心

图 19: 不同年龄用户认同电子游戏中尝试不同身份或角色让我感觉更轻松自在的用户比例



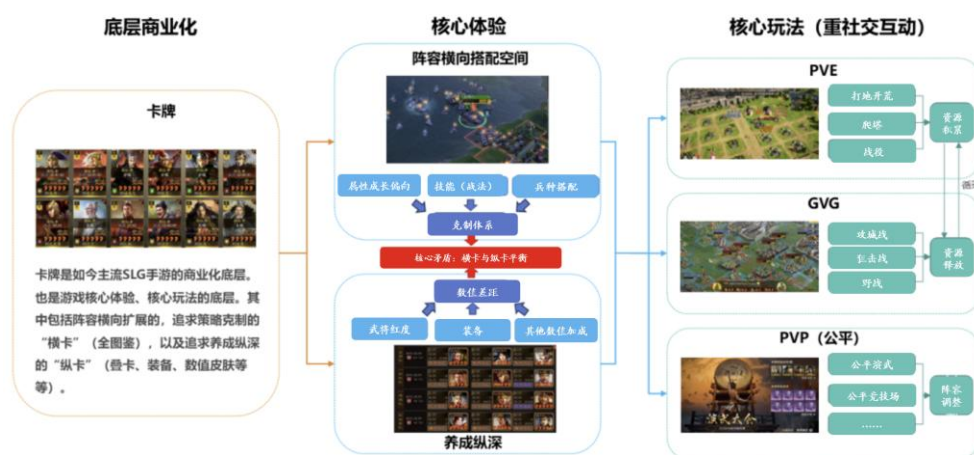
数据来源: dentsu, 广发证券发展研究中心

从上面可以看出, 无论是哪一类人群, 社交都是游戏用户重要的需求, 其中, 部分用户更加擅长在游戏内社交, 而部分用户把游戏作为社交工具进行分享。可以认为, 通过优秀的社交系统(无论游戏内/外)可以更好的留住用户, 形成游戏的长线运营。

长线MMO与SLG具备出色的社交系统, 且社交是重要的留存手段。MMO与SLG能长线运营的重要因素在于工会层面的社交使得不同类型的玩家获得了优质的体验, 玩家除内容体验外, 还能持续通过工会模式获得更加丰富的PVP乐趣, 从而保持活跃, 最终一部分玩家在游戏内实现社交构建, 进一步成为稳定的长期用户。

在SLG产品中, 社交设计与场景构建就是核心游戏框架。根据竞核SLG报告对品类的拆解, **“SLG产品拥有核心玩法、核心体验、底层商业化三大支柱。他们三者间循序渐进, 具有较强的逻辑关系。底层是商业化(卡牌), 延展出行卡牌搭配与阵容克制, 卡牌养成两类核心体验。通过两类核心体验, 挖掘社交潜力, 实现了PVE、GVG、PVP等各种玩法内容。”**也就是说, SLG的设计理念就是通过各种前期玩法和数值养成挖掘玩家的社交需求, 再通过社交构建形成不同的玩法, 推动产品的商业化, 因此玩家的体验与社交关系直接关联。

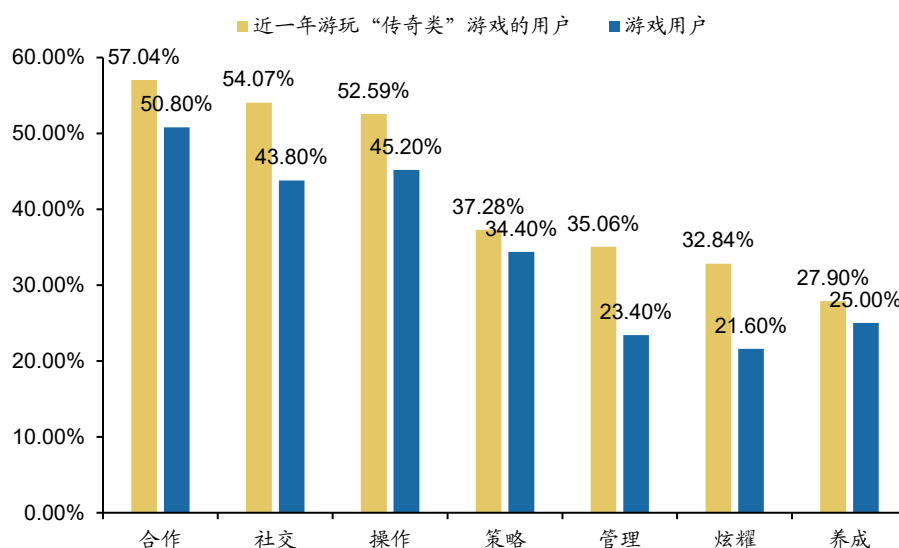
图 20: SLG的产品设计服务于社交构建



数据来源：竞核，广发证券发展研究中心

对于MMO，社交构建同样是留住用户的重要方式。根据腾讯游戏学堂，其策划将MMO社交关系分为四个类别，分别是点对点社交关系，即1对1的社交关系，用结缘、结拜玩法承载；点对面社交关系，即1对多的社交关系，包括队伍内部的社交关系以及KOL社交关系，用5人挑战玩法以及空间玩法来承载；面对面社交关系，即队伍与队伍之间的社交关系；体对体社交关系，即帮派之间的社交关系。通过不同的玩法设计承载社交功能，从而满足需求留住用户。以经典MMO类产品“传奇”为例，根据伽马数据，合作与社交是传奇IP用户最重视的体验之一，超过五成“传奇”IP用户重视合作、社交与竞技对抗。同时“传奇”IP用户对“成为公会管理者”和“展现实力”的重视度显著高于普通游戏用户，体现出传奇付费用户在游戏内社交更高的自我实现需求。

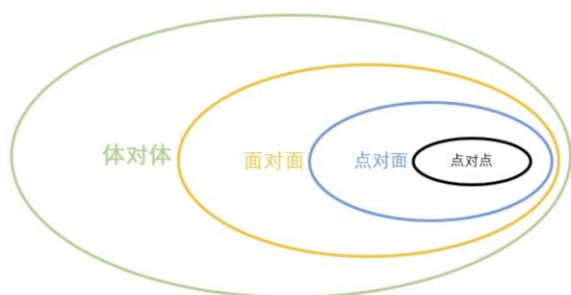
图 21: 传奇类游戏用户偏好



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

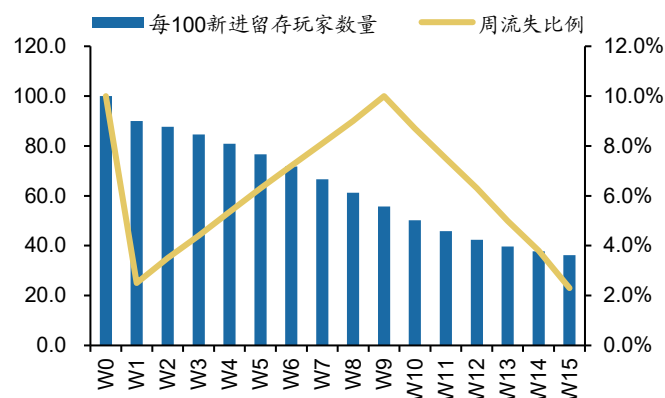
在MMO体系内，随着社交关系的推进，玩家的粘性逐步增强。根据腾讯游戏学堂，在游戏中创造了社交场景，搭建了社交工具，链接游戏内的人与人，是社交搭建的第一步，即形成两者之间的社交关系。在此之后还需要通过丰富玩法强化社交，MMO类游戏通过系统给社交团体构筑任务目标，经过玩家共同努力，完成目标并获得对应玩法奖励，加强玩家间的粘性，使得长线玩家的留存逐步稳定。根据数数科技，随着产品上线时间的延长，用户流失率在达峰后逐步收窄，我们认为虽然内容消耗在加速，但玩家仍然留存在游戏内，说明社交等因素在后期的留存中逐步显现价值。

图 22: MMO游戏的社交分层



数据来源：腾讯游戏学堂，广发证券发展研究中心

图 23: MMO类手游留存曲线



数据来源：数数科技，广发证券发展研究中心

长线MMO具备优秀的社交系统，从而长期吸引用户。以《梦幻西游》为例，其中松散的社交关系包括组队，帮派等。根据游戏葡萄分析，梦幻西游中组队关系是最基本的社会关系，游戏通过5人组队练级最优的魔兽引导玩家自发组队，形成社交的最基本承载，通过组队初步结识陌生人后，玩家从中获得更加完整的社会关系，包括包括夫妻、兄弟、师徒、朋友等。另一大核心社交玩法则是帮派，帮派是梦幻西游中唯一被正式承认的组织关系，且强制加入，否则无法学习部分技能且成长受限，通过帮派，玩家能逐步形成游戏内的社会影响力，加深与其他玩家的联系。在后期，围绕帮派还会有更加深度的玩法，通过帮派间的对战，使得帮派内玩家具备更强的合作收益，使得帮派的社交关系变得更加紧密。

在松散的组队和帮派基础上，更加熟悉的玩家还可形成兄弟、师徒、夫妻等更加紧密的游戏内关系。一旦玩家在游戏内形成类似紧密的社交关系，其粘性就会逐步增强，更有可能成为游戏的长线用户，提升产品的生命周期。梦幻西游作为MMO类产品的长线标杆，其出色的社交构建是其成功的重要因素。

图 24：《梦幻西游》社交体系构建

梦幻西游手游：社交系统框架拆解

核心机制：能力成长与数值绑定社交系统 → 组队/夫妻/交易/个人空间为手段实现社区化 → 帮派组织固定玩家社交圈 → 组织与组织竞争互动带动服务器社交循环



数据来源：腾讯游戏学堂，广发证券发展研究中心

MOBA自身即符合社交产品的定义，游戏本身即是陌生人社交的延展。我们认为，MOBA类产品是典型具备社交场景的游戏体验，也正因如此，该类型产品用户活跃周期极长。如果从社交产品的定义出发，MOBA本身就属于一个类社交产品，玩法是其中一面，社交是另一面。根据社交媒体领域经典论文《Social media? Get serious! Understanding the functional building blocks of social media》，论文提出蜂巢框架，主张任何社交媒体平台或活动，都可以被拆解为七个具有特定社会与技术功能的“构建模块”。从该框架分析，一款社交产品是由身份为核心，由状态、分享、会话、关系、声誉、群组六大要素组成的。而若我们把MOBA的社交模块当做一款依托游戏平台的社交产品看，符合这个理论体系。

表 6：社交产品的构建模块

模块	核心定义	通俗解释	典型平台示例
身份（Identity）	用户披露自我信息的程度与方式（真实身份/匿名/伪装）	你是谁？	Facebook（实名）、Reddit（匿名）
对话（Conversations）	用户之间相互交流的渠道与便利性	你和谁说话？	Twitter/X、微信
分享（Sharing）	用户交换、分发和接收内容的活动	你传播什么？	Instagram、Pinterest
存在（Presence）	用户知晓他人是否可及/可用的状态	谁在线/在附近？	Foursquare、微信“附近的人”
关系（Relationships）	用户之间形成的连接与社交结构	你和谁有交情？	LinkedIn、Facebook 好友
声誉（Reputation）	用户识别自己及他人社会地位的能力	大家怎么评价你？	知乎点赞、淘宝信用分
群组（Groups）	用户形成社区和子社区的规则与能力	你们怎么聚？	微信群、Facebook 小组

数据来源：《Social media? Get serious! Understanding the functional building blocks of social media》，广发证券发展研究中心

以《王者荣耀》为例，其产品本身就是一个天然的社交连接器，解决了陌生人社交的两大核心难题：如何破冰，以及如何建立初步社交关系。由于王者荣耀是团队游戏，游戏内玩家需要进行交流，在此过程中，玩家之间完成了陌生人社交的第一步，一旦有意愿互相了解，即有可能成为陌生人社交的第一步，拓展社交圈。同时，在游戏过程中，建立好友的陌生人，可以通过共同打游戏，聊游戏来制造话题，熟络感情，从而发展进一步的社交关系。王者荣耀的产品设计上，也基本满足陌生人社交所需要的全部定义，包括身份识别、用户状态、好友关系，群组、用户声誉及交流分享等，其实质上就是一个具备陌生人社交能力的游戏产品。

图 25：《王者荣耀》符合社交产品的核心定义



数据来源：王者荣耀，人人都是产品经理，广发证券发展研究中心

从游戏内到游戏外，MOBA等竞技类社交方式更加丰富，与电竞赛事结合进一步提升产品粘性。我们认为，电竞赛事是竞技品类社交在游戏外的自然延伸。根据CTR，电竞具备强社交属性，而社交媒体对“高峰事件”具备优先放大机制，大型电竞赛事具有明确的时间节点、巨大的讨论量、高浓度的情感共鸣和跨圈层的内容素材，更容易触发平台对热点的主动推荐，实现信息的快速扩散。我们认为这种快速信息扩散加大了电竞的全面热度，实现在游戏外的产品讨论，推动游戏外社交关系的形成。根据CTR监测，2025年KPL年度总决赛与英雄联盟S15总决赛期间舆情信息总量达451.55万，较去年同期增长101%，较上一届总决赛上升52%。KPL总决赛赛事8小时内斩获主榜热搜80个，7次登顶，话题AG夺冠阅读量达到6.7亿，展现出电竞赛事在公共场域中的强大穿透力。通过这类赛事，MOBA等竞技类产品获得了游戏外的社交方式，这些热门事件成为社交媒体的热点话题，又进一步的提升了产品的社交影响力。

表 7：2025年KPL年度总决赛各平台热门事件TOP5

热门事件	平台
周深为 KPL 总决赛献唱三首歌	微博
KPL 六连冠，队史七连冠	抖音
一诺发文庆祝 AG 鸟巢夺冠	快手
王者荣耀官方发文祝贺 AG 超玩会夺冠	微信视频号
KPL 鸟巢限定环节-iQOO 年总时刻，见证移动电竞新历史	哔哩哔哩

数据来源：CTR，广发证券发展研究中心

综合上述品类的案例，我们认为社交是驱动游戏长青运营的重要因素。社交通过满足认同感、归属感和优越感，将玩家从单纯的内容消费者转变为有情感羁绊的社区成员。从网易游戏学堂分享的四个体验阶段来看，社交不是后期的补充，而是贯穿始终的放大器。游戏可以通过社交互动将短暂的快感升华为持久的成就感，从而显著提升用户粘性，为游戏的长青运营奠定坚实基础。

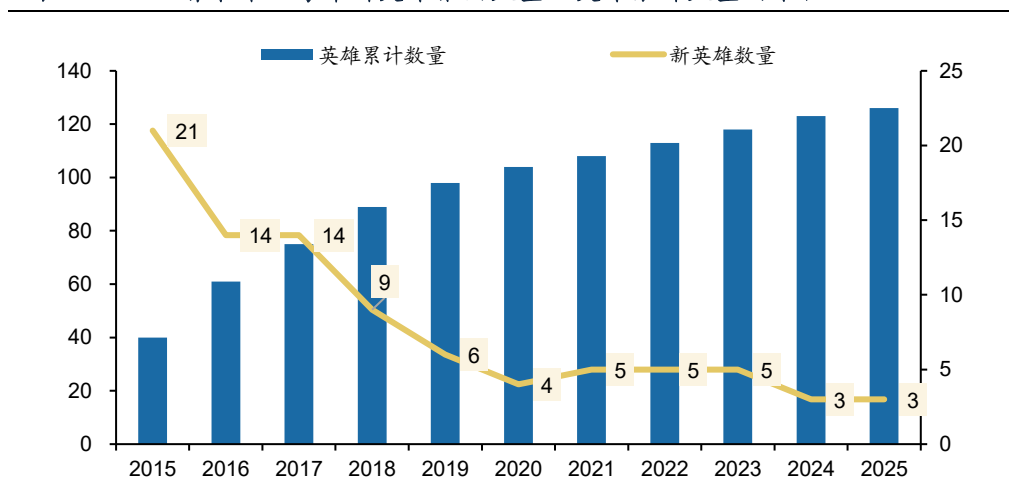
（四）商业化挖掘：长青游戏用户粘性更强，付费能力有挖掘空间

长线用户具备更强的付费能力，随着用户游戏时间的增长，游戏商业化与玩家付费意愿均有提升空间。在游戏自身层面，随着游戏运营的延长，游戏推出的内容沉淀持续增加，留存玩家粘性增强，同时付费空间也会持续增长，提升游戏的ARPU。

长线游戏随着研发的推进，其内容丰富度持续提升，对应玩家的数值需求有所上移，付费点则随着游戏内玩法丰富度的提升而持续增加。对于竞技类游戏，反映出来的是新玩法的出现，新英雄的增加等；对内容型游戏，则是更复杂的游戏体系，更具深度的数值及更丰富的世界观构建。

在竞技型产品方面，我们以王者荣耀为例，随着游戏上线时间的推移，其英雄数量持续累计，从上线初期的约40-50个英雄到2025年底超过120个英雄，英雄池容量大幅度增加。通过持续推出新英雄，为玩家创造新的内容体验。

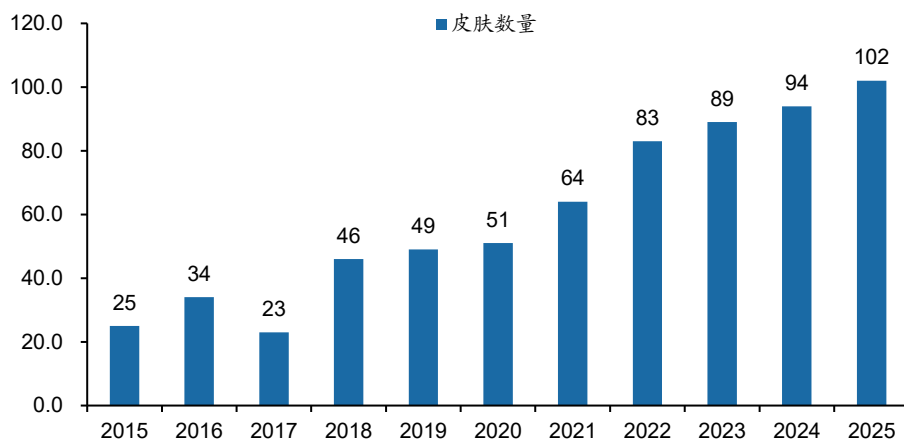
图 26：《王者荣耀》每年新英雄推出数量及英雄累计数量（个）



数据来源：王者荣耀官方站，广发证券发展研究中心

随着游戏运营的持续，竞技品类游戏的付费点及付费深度也持续增加。王者荣耀以英雄皮肤作为核心商业化变现方式，在英雄增加的同时，其推出的皮肤频率也随之增加。根据虎扑玩家皮肤评分可以看出，随着王者荣耀游戏英雄的增加，游戏内每年推出的皮肤数量也在同步增长（不计返场），通过更多的皮肤（付费点），游戏在满足不同玩家需要的同时，也持续提升自身的商业化能力。

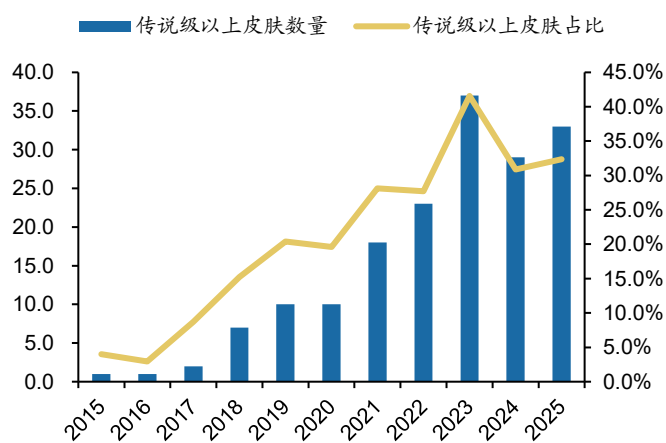
图 27: 《王者荣耀》每年新皮肤推出数量



数据来源：虎扑游戏评分，广发证券发展研究中心（注：未考虑返场）

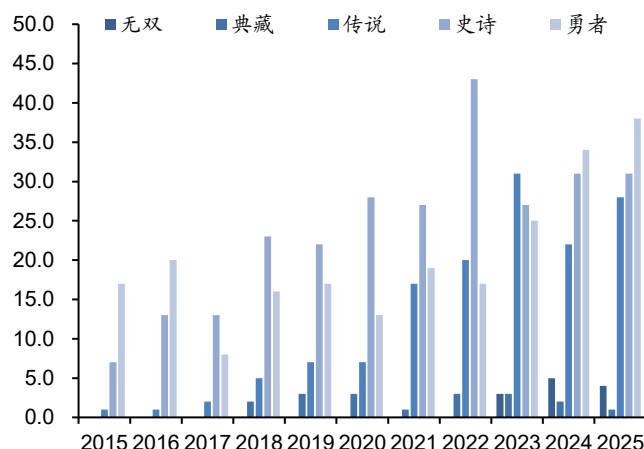
在价格层面，“无双”、“典藏”、“传说”等高品质、定价较高的皮肤数量和占比随着总皮肤数量的增长逐步提升，这表明随着用户时间的持续增长，游戏内用户有望形成稳定的消费习惯，并且愿意为更加精致的内容付费，付费意愿持续增强。在2015-2025年，传说级以上皮肤占比呈现稳步提升趋势，在2025年达到32%。且从皮肤上线节奏上，长青产品可以一定程度平滑头部公司产品周期，2023年腾讯新游发布较少，而2024年成功发行DNF、三角洲行动等头部产品，可以看出在这两年内王者荣耀作为头部产品的高品质皮肤数量产生了一定波动。

图 28: 王者荣耀高品质数量变化及其占比



数据来源：虎扑游戏评分，广发证券发展研究中心

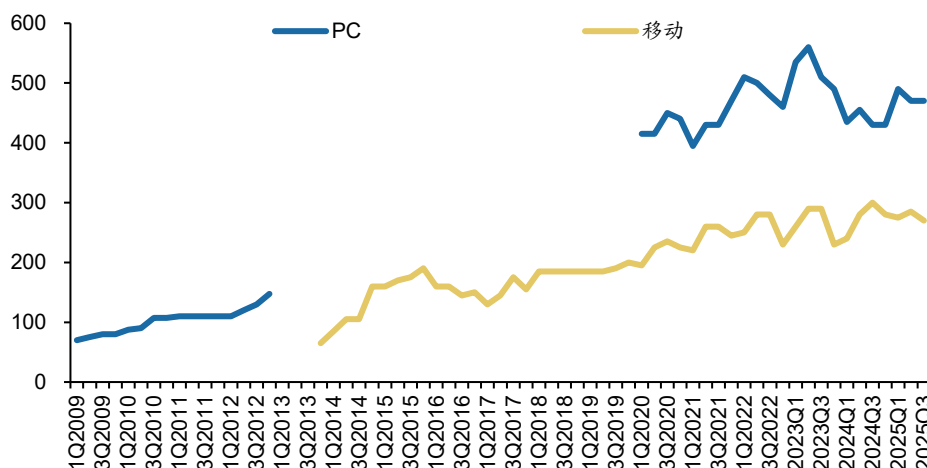
图 29: 王者荣耀不同品质皮肤数量变化



数据来源：虎扑游戏评分，广发证券发展研究中心

从付费结果来看，腾讯用户ARPPU（注：付费用户的平均付费值）呈现长期稳步提升趋势。根据腾讯财报显示，公司付费用户的平均付费值在较长的周期内实现了稳步增长，其中PC产品的ARPPU在2009Q3至2025Q3期间CAGR达到11.7%，而移动端ARPPU在2014Q3-2025Q3期间CAGR达到9%，展现出强劲的流水贡献能力。

图 30: 腾讯游戏ARPPU (元/季度)



数据来源：腾讯控股财报，广发证券发展研究中心

在非竞技型产品方面，我们以《原神》为例，在游戏上线后，游戏持续推出内容更新活动，用户在内容更新的过程中持续获得新的游玩体验，从而加强留存。从上线至今，游戏地图规模大幅度增长，作为开放世界类游戏，也意味着玩家可体验的解谜内容极大的丰富，增强了玩家体验。在游戏内容更新层面，5.0版本至月之四（6.4）版本，共计追加**26**位新角色，**16**个区域以及新的装备、首领和副本等。在玩法层面，持续更新深渊副本内容，推动玩家获得不同的游戏体验。

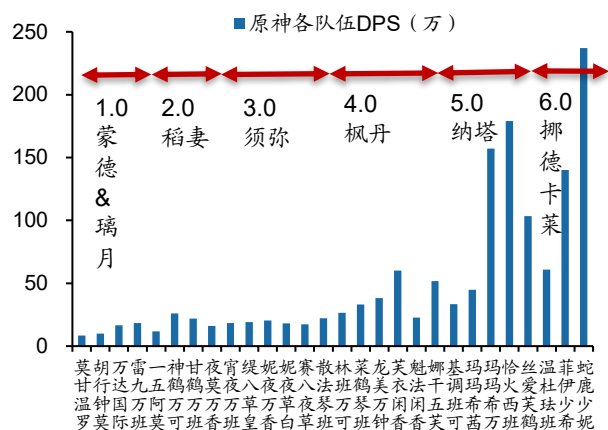
图 31: 原神游戏地图及游戏内容在上线后持续增加



数据来源：原神 Wiki，广发证券发展研究中心

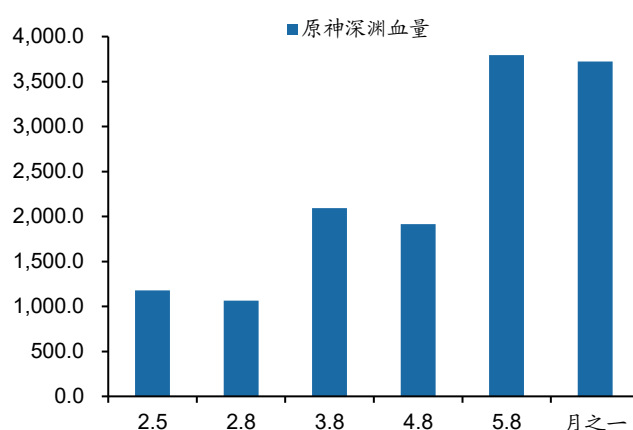
随着内容量和玩法的增加,玩家的付费内容也将持续增长,使得游戏流水保持稳定。即游戏对玩家角色、武器的抽取要求有所提升,具体表现在游戏内容数值的增长,老角色数值相对强度逐步降低,新角色能力提升,虽然在商业模式上保持了稳定,但游戏内玩家的付费需求持续提升。从原神的数值体系来看,新角色的DPS显著强于老角色,而新的副本难度(以总血量衡量)则持续提升。我们认为大部分内容型游戏具备类似的数值属性,通过更多的玩法,提升玩家数值需求,进而推动玩家ARPU的提升。其中运营能力优秀的产品能实现数值提升与玩家体验的平衡,从而实现更加产期的运营,而运营能力一般的产品则容易在数值膨胀后,使得玩家加速流失,降低总的付费,缩短游戏生命周期。

图 32: 原神上线以来主要队伍DPS变化



数据来源: bilibili 游戏测评, 广发证券发展研究中心

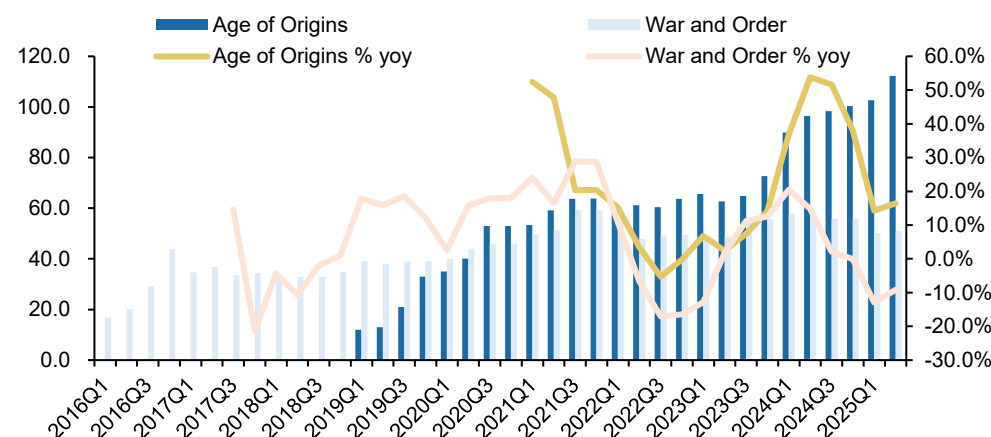
图 33: 原神上线以来深渊怪物总血量变化(万)



数据来源: 米游社, 广发证券发展研究中心

在实际付费层面,以具备内容产品特点的SLG为例,神州泰岳旗下产品用户ARPU(注:活跃用户平均付费值)随着产品运营时间的增加而逐步提升,从公司披露的月度活跃用户付费数据可以看出,随着产品上线时间的延长,其活跃用户的付费有提升趋势,其核心产品《Age of Origins》在2019-2021年经历一轮明显付费提升后,2024-2025年迎来进一步ARPU增长,显示出长线产品较强的运营潜力。

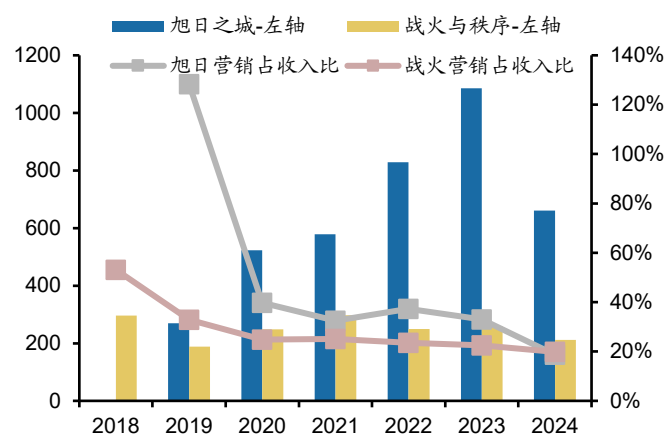
图 34: 神州泰岳SLG类产品用户ARPU变化(单位:元/月)



数据来源: 神州泰岳财报, 广发证券发展研究中心

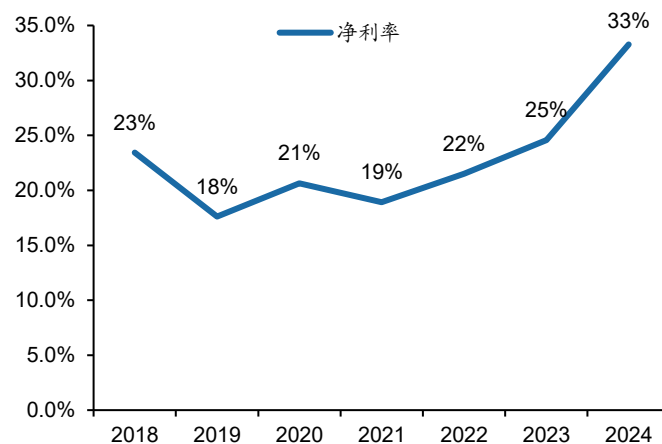
反映在公司利润层面，长线产品随着运营的推进，利润率中枢将有所提升。以神州泰岳为例，产品上线初期，新品投放占总流水比重较高，而在形成稳定用户群体后，该产品销售费用投放占比则持续下降，公司净利率则持续提升。因此随着商业化的持续挖掘，长青游戏还具备更加出色的利润率表现。

图 35：神州泰岳旗下产品销售费用投放及占流水比重（单位：百万元）



数据来源：神州泰岳财报，广发证券发展研究中心

图 36：神州泰岳净利率变化



数据来源：神州泰岳财报，广发证券发展研究中心

综合来看，判断一款产品能否长青运营，首先需要在前端品质保持同类前列，具备足够的用户基础。同时，不同品类产品的周期有所差异，竞技与休闲具备最强的运营周期，SLG、MMO、二次元等内容消耗型游戏则更需要公司具备较强的运营能力，在内容型游戏上，SLG平均生命周期更长。具体在运营层面，优秀的内容迭代、玩家间的强社交联系及出色的经济体系是长线运营的核心要素。最后，一款游戏得以长青同样依赖运营过程中的商业化挖掘能力提升，通过更深的商业化，保持流水的持续增长。

三、长青游戏的演化与壁垒：两类游戏的分化路径与核心能力构建

我们认为长青品类的游戏可以分为两种路径，第一类是时代烙印型长青游戏，这类产品常见于MMO、部分二次元、买断制单机等内容消耗游戏，享受着一批核心用户全生命周期的增长；第二类则是在设计之初就是服务型游戏，通常以赛季制产品为主，包括竞技类、休闲品类、SLG及UGC类产品等，这类产品在设计及运营过程中重视新用户上手，通过持续的新用户导入，成为长青产品，这些产品通常具备更多年轻用户，在运营过程中横跨多个代际，具备广泛的用户，并通过商业化挖掘的加深扩大用户付费，提升产品流水。

（一）第一类长青游戏：时代烙印型长青游戏：一代人的共同记忆

1. 技术发展与终端迭代是时代烙印型产品更迭的重要因素，一代人有一代人的共同产品

我们认为时代烙印型长青游戏通常是一类产品的开创者，这类游戏在产品上线时期即成为超级爆款，获取了大量的用户，形成一代人的共同记忆。随着内容的更新迭代，游戏长期聚集了一部分忠实的用户群体，经久不衰。这类产品一部分成为“长青”产品长线运营，一部分形成产品IP，形成长期影响力。后来的单纯模仿者难以再现类似的用户认可。

我们认为，每个时代的技术平台和用户偏好，会孕育出具有代际标志性的长青产品，这类产品会成为相当一部分玩家的共同记忆被留存，而每一代用户都会有自己的核心记忆。在早期端游时代，国内游戏以MMO为主，其中，《传奇》《梦幻西游》《魔兽世界》等产品是早期端游的头部产品；在那个游戏萌芽的时期，获取了数量最多且质量最高的用户群，并且通过运营手段将其社群维持住。我们以《传奇》IP和《梦幻西游》的发展为例，探讨第一类长青游戏的演化及其壁垒。

根据传奇官网，2001年《热血传奇》上线（即当时的《传奇2》），当年11月，《传奇2》最高同时在线人数突破30万，至2002年8月《传奇2》在线人数突破50万，《传奇》成为当时全世界在线人数最多的网游。2002年底，《传奇2》注册用户累计突破4000万，而当年全中国的网民数为4850万，这意味着绝大多数网民都玩过《热血传奇》。因此《传奇》可以认为是早期游戏玩家的共同记忆。在运营层面，传奇并非以单款游戏存在，而是因各种因素结合导致其发展成了一类具备共同特点的传奇产品。也正因此，传奇IP在不同时代均有新产品诞生，从早期端游时代的爆发式增长到商业模式革新，再到页游与多平台的持续延展，始终保持着强劲的市场影响力。

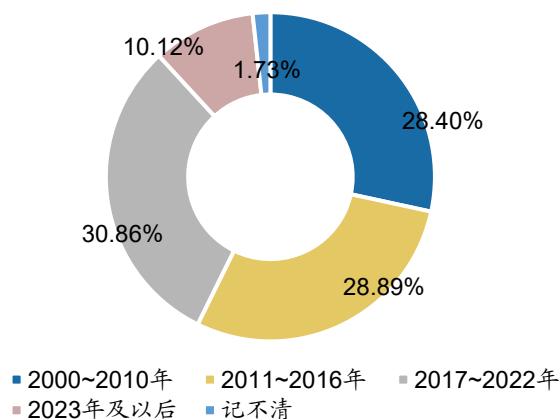
图 37：传奇IP发展历程



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

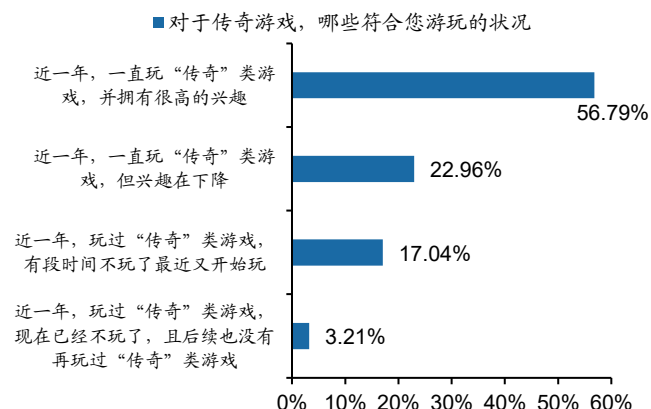
对于传奇而言，其之所以能实现长青，核心在于创新产品/终端变革带来不断的用户回流。根据伽马数据用户调研，在近一年仍持续游玩的用户中，有超过半数接触该IP约十年，这意味着其早期用户并未随时间大规模流失。同时，活跃用户中仍有56.79%保持着对“传奇”类游戏的较高兴趣，仅3.21%的用户表示已彻底放弃且不再关注。这种低流失率与高兴趣度的组合，构成了传奇IP长线运营的用户基础。

图 38：用户最早接触“传奇”类IP时间调研



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

图 39：“传奇”用户流失情况调研

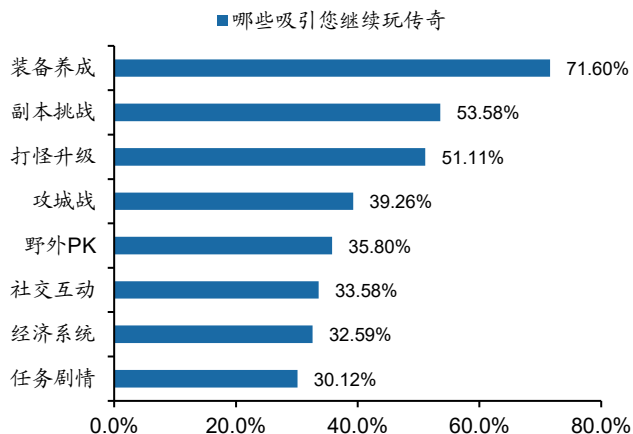


数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

传奇类游戏的用户年龄分布以80后、90后为主，呈现出以中青年为核心的用户特征。根据dataeye数据，传奇产品中，31-40岁群体以30.92%的占比成为绝对核心用户，30岁以下的年轻用户合计占比近四成，而41岁以上的中老年群体总占比超30%。这一分布与国内传奇游戏的发展环境深度契合：31-40岁核心用户多为80后、90后，他们既是传奇IP的初代玩家，对“沙巴克攻城”“战法道职业”等经典元素怀有深厚怀旧情怀，又因职场与家庭压力，倾向于选择自动挂机、操作简单的轻量化玩法，而传

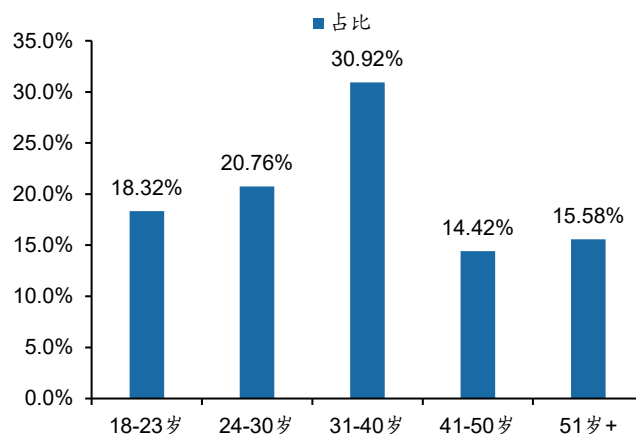
奇游戏“打怪-爆装-变强”的直接反馈机制，也成为他们释放压力的重要出口。41岁以上中年用户的高占比，进一步印证了怀旧经济的强大驱动力，这类玩家更看重游戏中的“兄弟情谊”与集体荣誉感，通过游戏内容延续社交联结，同时低门槛付费模式与清晰的成长路径，满足了其“用金钱换时间”的核心需求。

图 40：“传奇”玩家核心游戏内容偏好调研



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

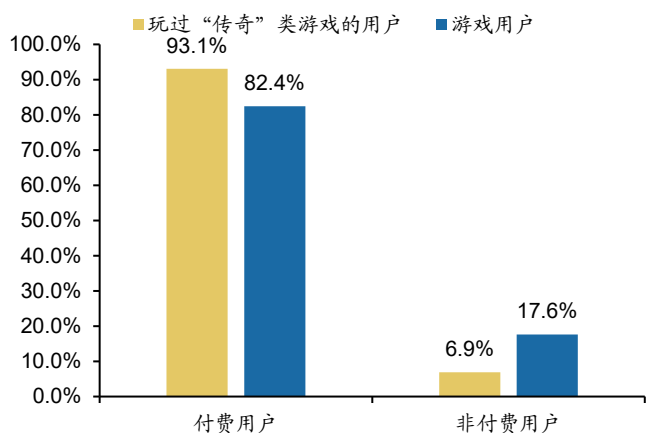
图 41：国内“传奇”IP用户年龄分布



数据来源：巨量算数，数数科技，广发证券发展研究中心

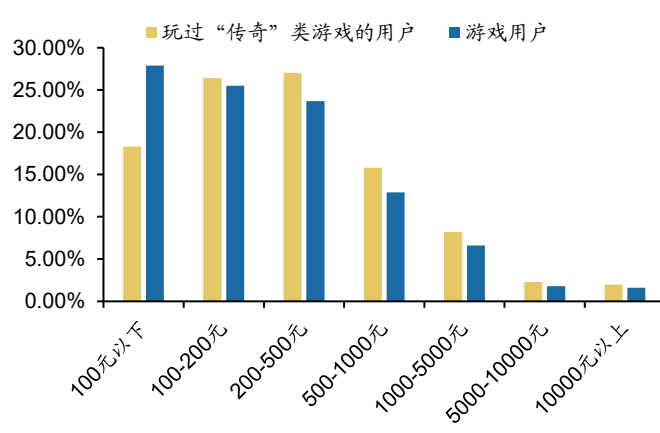
经典IP用户具备更强的付费意愿及付费能力。以传奇为例，“传奇”IP已沉淀出一批具备“高付费意愿+高付费能力”的高价值用户。由于“传奇”IP的核心用户是伴随其成长的80后、90后群体，已步入事业稳定、具备较强消费能力的人生阶段，这类人群不仅拥有更充裕的经济条件，其注重效率与结果导向的思维，也与“传奇”类游戏“付费即提升实力与地位”的核心机制高度契合。同时，“传奇”IP游戏以“强社交+强竞争”为核心的生态，促使用户通过持续付费维持竞争优势。用户属性带来的付费基础，与游戏机制激发的付费动力相互强化，共同构成了“传奇”IP用户的高价值付费闭环。

图 42：用户月均游戏付费情况



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

图 43：付费游戏用户月均付费分布

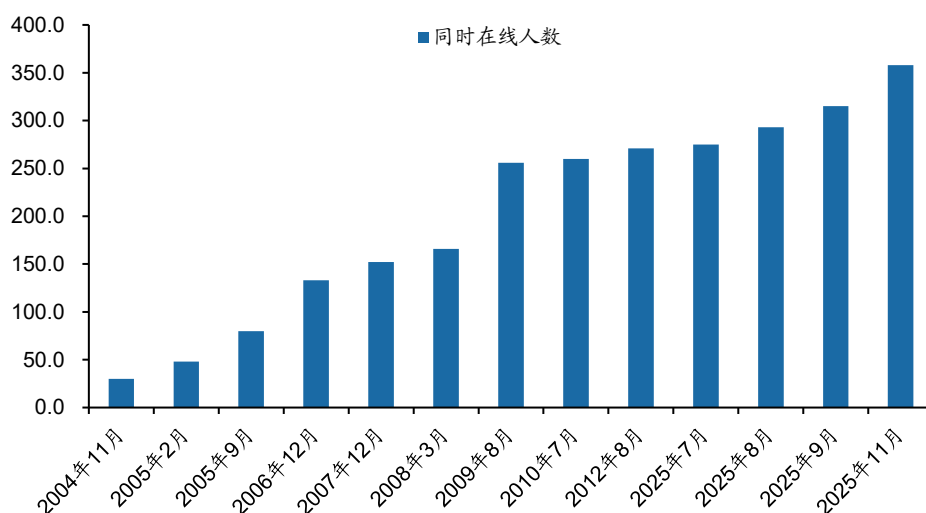


数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

《梦幻西游》作为2002年持续至今的产品也有类似的因素，我们在前文讨论了其社交和经济系统对用户留存的作用，而近期，梦幻西游畅玩服的表现进一步证明了其产品具备充足的情怀用户，这些用户可能是不同时期的玩家，在付费玩法更新后持续回流，进一步提升了用户活跃，提升了产品的运营表现。

畅玩服（亦是怀旧服）为长线IP形成了一个用户回流窗口。无论是梦幻怀旧服还是魔兽怀旧服都表现出了出色的玩家回流表现，同时非网易系的其他厂商也实现了通过畅玩服、游戏迭代带来的用户增量，表明经典IP的持久生命力，短期内梦幻仍然处于增长区间，魔兽的泰坦重铸怀旧服同样具备优质的用户获取。网易作为经典MMO头部公司，头部IP多样化，有可能将方法论复制，形成持续性的玩家回流，为自身基本盘实现稳健支撑。

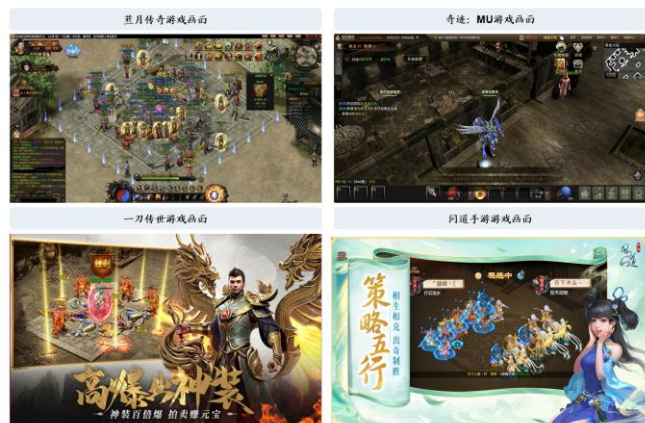
图 44：梦幻西游最高同时在线用户数（单位：万人）



数据来源：梦幻西游官网，广发证券发展研究中心

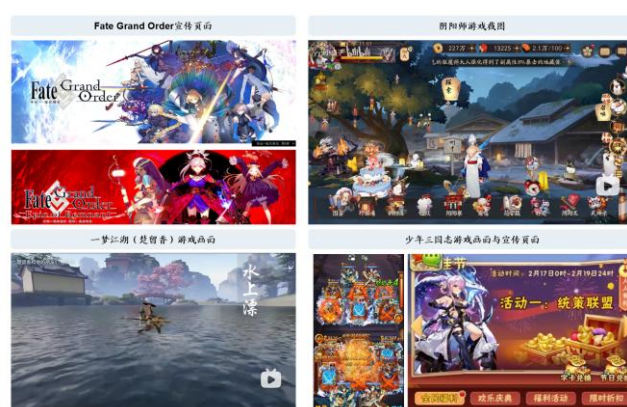
在手游阶段，产品的发展出现明显加速，移动端的第一类长青产品有所减少，早期阶段的产品多聚焦碎片化时间，产品生命周期较短，且在产品端更多以端游改编作为主要重磅产品，其生命周期较同IP端游普遍较短。在原生IP产品方面，我们认为可以作为第一类长青产品讨论的早期的长线游戏包括《阴阳师》、《FGO》、《明日方舟》及女性向的《暖暖》系列等。与此前的以MMO为主的品类相比，二次元类产品显著增加，显示出新一代玩家的偏好变迁。而在运营模式上，移动游戏阶段与此前端游阶段具备相同特征，例如通过持续的内容更新迭代回流用户、通过不断的拓展玩法给予玩家新体验，以及在同IP基础上发布新产品拓展产品边界等。

图 45：经典IP产品游戏美术风格



数据来源：各产品官网，广发证券发展研究中心

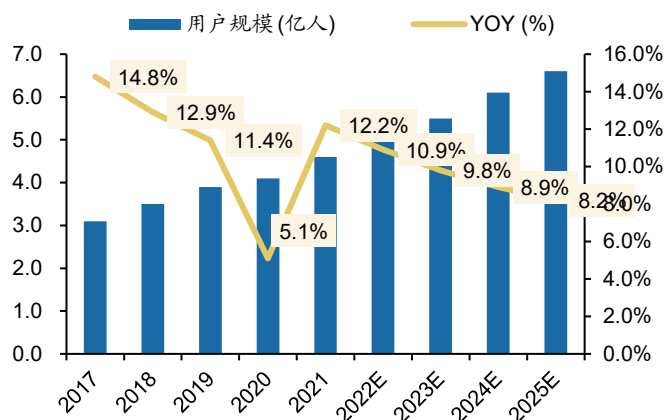
图 46：移动端原生IP游戏美术风格



数据来源：各产品官网，广发证券发展研究中心

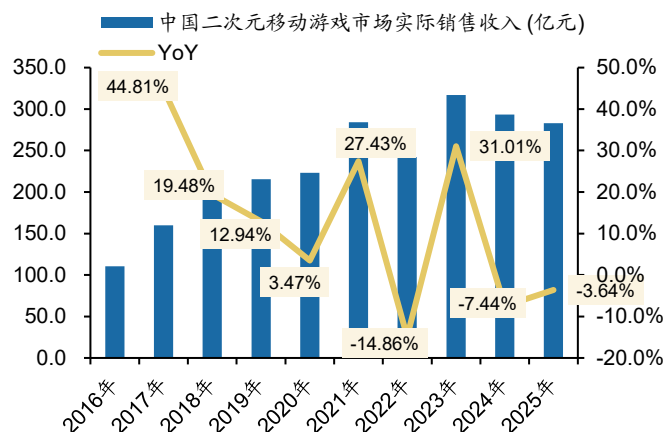
在2020年后，随着终端隔阂逐步打破，移动游戏用户与PC游戏界限变得模糊，内容丰富度高，玩法较为复杂的游戏成为新一代的爆款产品，在这个时期的经典产品具备更加精细的美术能力，丰富的游戏内容资源和多个终端适配的玩法。《原神》、《崩坏：星穹铁道》、《燕云十六声》等新产品成为了内容端新的爆款范式。而这些范式的形成基础则是由于二次元用户及重度用户的持续增长，可以看出，国内二次元群体持续增长，但二次元游戏规模则是在2020年后再度迎来突破，具备典型供给推动需求的特点。

图 47：二次元用户规模变化



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

图 48：二次元移动游戏市场规模及增速

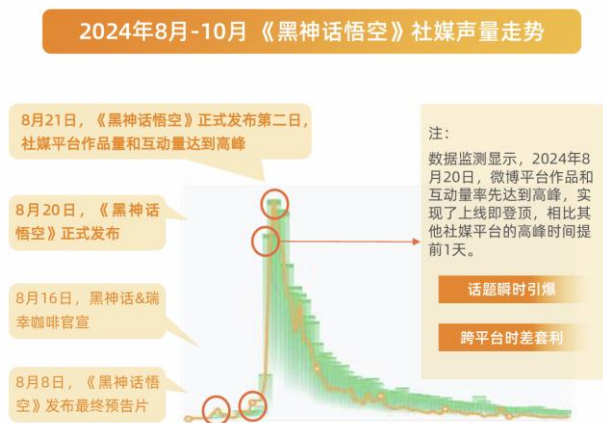


数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

从游戏机终端的发展和高品质买断制单机产品的销量可以从另一个视角解释《燕云十六声》等武侠类MMO产品的成功。根据伽马数据，国内游戏机用户近年来高速增长，我们认为这是玩家对深度游戏内容的消费需求增加所致，而近年来满足需求的产品相对稀缺，因此高品质的内容端产品成为了新一代的爆款。典型案例即为黑神话悟空，根据微博新榜报告，产品上线后迅速在互联网引发热烈讨论，相关话题持续霸榜微博热搜第一。“文化力量+产品稀缺属性”带动全球对该游戏的关注，使得

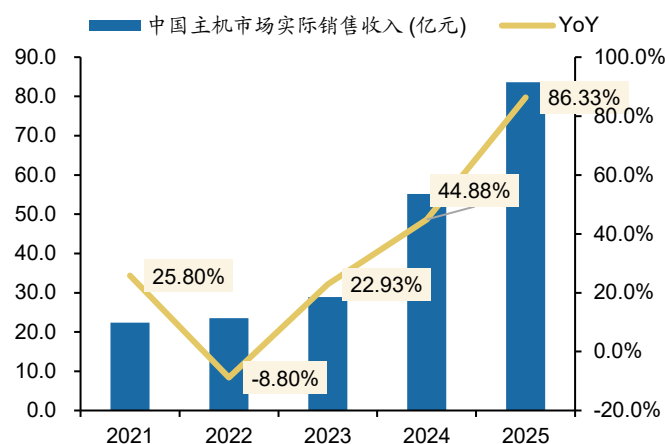
该游戏发售3天，全平台销量即已超过1000万套，全平台最高同时在线人数达300万人。我们认为，新一代的高品质内容游戏（新MMO、多端二次元游戏等）亦有望成为新一代的长青游戏。

图 49: 《黑神话：悟空》彰显用户对高品质产品的需求



数据来源：微博新榜，广发证券发展研究中心

图 50: 主机销售收入提升表明中国重度游戏市场持续扩张



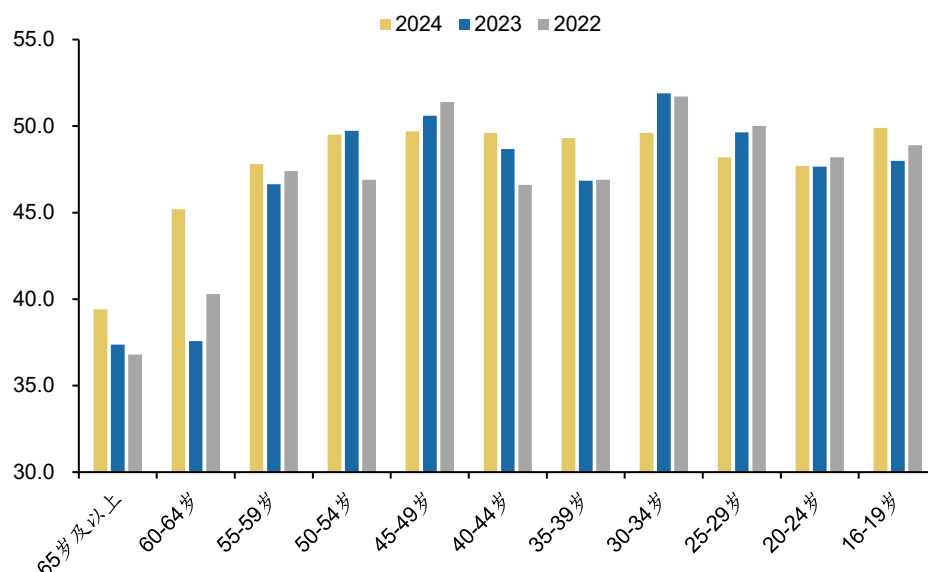
数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

综合以上案例，我们认为，第一类以内容为主导的长青游戏与玩家的时代兴趣紧密相连。在产品周期层面，这类游戏通常伴随一代核心用户的成长，凭借巨大的用户基数，沉淀了相当一部分核心用户。这些用户持续回流，且付费能力与意愿随年龄增长而提升，为游戏提供了长期生命力。

2. 第一类长青游戏经久不衰的内在原因：代际变化下稳定的稳定用户群

第一类长青游戏的长期运营与代际的闲暇时间具备内在联系。根据国家统计局数据发布的城镇就业人员平均工作时间，30-34岁是工作时长最高的年龄段，而在35岁后，就业人员的平均工作时长呈现下降趋势，因此用户的闲暇时间呈现出在大学以前阶段相对较多，在工作及工作一段时间后，闲暇时间减少，工作到一定阶段后，闲暇时间再次增加的过程。

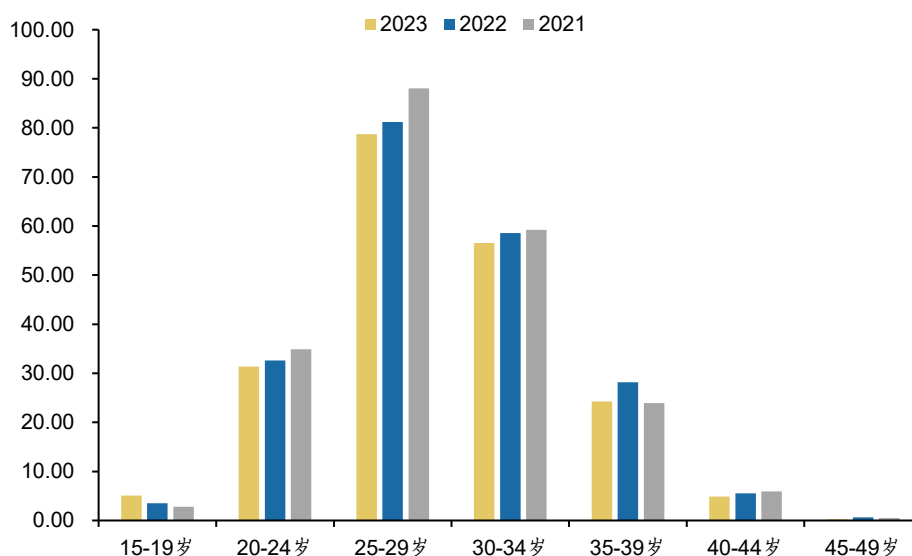
图 51：中国城镇就业人员周平均工作时间（单位：小时）



数据来源：国家统计局， ，广发证券发展研究中心

在生育方面，25-34是我国生育率最高的年龄段，因此在该年龄的用户除在工作中较为繁忙外，闲暇时间还会更多的被小孩占据，因此30岁左右的用户被工作和家庭两个方面占据了更多时间，使得用户在宏观层面的可游戏时间减少，而在一定年龄后，工作上的时长平均有所下降，同时家庭对时间的占据随着孩子年龄的增加，逐步减少，用户可用于游戏的闲暇时间在逐步增加，但随着年龄的增长，新游戏学习成本的提升，这批用户可能更加倾向自身更加熟悉的产品，这使得第一类长青产品有持续不断的用户回流，可以通过怀旧服等方式不断延长产品的生命周期。

图 52：不同年龄段的生育率情况（‰）



数据来源：国家统计局， ，广发证券发展研究中心

（二）第二类长青游戏：以服务为核心的长青游戏：持续吸引年轻用户，跨越代际壁垒

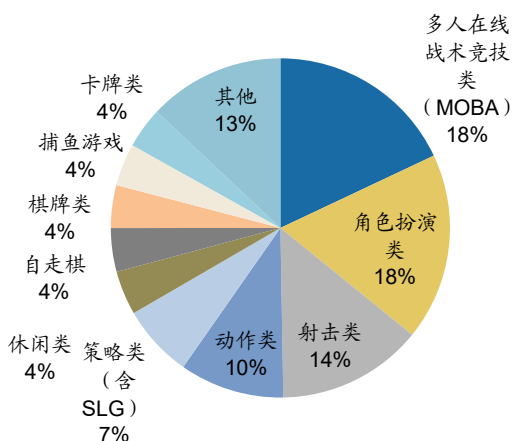
我们将产品在设计之初就以“服务化、可持续”为理念的产品称为GAAS类长青游戏，GAAS（Game as a Service）由海外对买断制单机游戏长期运营的讨论演化而来，我们将GAAS类长青游戏定义为不以内容消耗为核心，通过玩法使用户持续体验的产品类型。这类产品以公平竞技、UGC内容等模式为主，相较于第一类产品，第二类产品受技术更迭的影响较小，能跨越多个世代持续吸引用户，且头部效应更强。此外，我们认为SLG、休闲等既有一定内容迭代，且带有部分PVP属性的产品兼具两类游戏的特征，我们不对该类产品做额外的分析。

1.最璀璨的明珠，竞技驱动型：通过单局公平竞技或PVP模式使得玩家有持续体验

我们认为，竞技是人的核心需求，竞技类产品通过游戏形式满足人类永无止境的竞争需求，在需求端具备长期稳定性。竞技类游戏精准锚定人类对抗本能与社交需求的底层逻辑。回望游戏演进史，从1962年的《Spacewar!》的本地双人对战原型，到1998年发行的RTS游戏《星际争霸》将PVP拓展至策略层面从而推动电竞雏形形成，再到2005年推出的世界级大作《魔兽世界》通过“联盟vs部落”阵营对立设计将PVP深度嵌入MMO叙事框架，再到以《第五人格》为代表的非对称PVP，以及现在大热的“大逃杀”、“搜打撤”等游戏类型，玩法迭代始终围绕玩家追求的社交联结与竞争快感。因此竞技游戏依赖于PVP的规则对抗和策略博弈，多变的对战结果能不断为玩家提供新鲜感与挑战感，同时通过赛事体系和社区建设等运营手段为玩家创造社交认同感，从而实现长青特质。

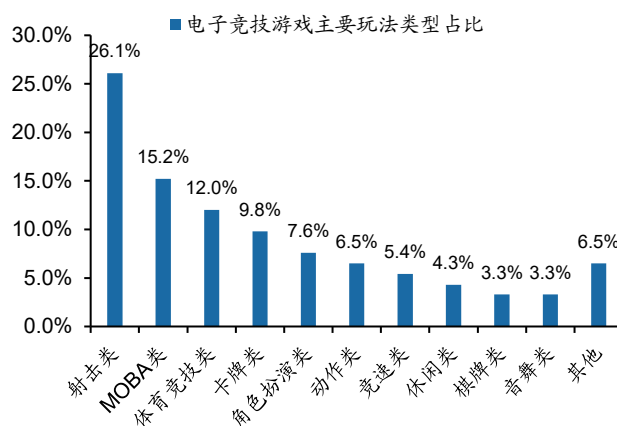
竞技类产品用户规模大，MOBA和射击是电竞核心品类。从游戏品类及用户规模来看，若以电子竞技用户规模作为广义的竞技品类游戏的代表，其规模达到4.9亿人。而在品类方面，MOBA与FPS为两大核心支柱。据伽马数据发布的《2024年中国游戏产业报告》，在2024年收入前100的移动游戏中，MOBA类型以18%的比例位居收入榜之首，射击品类占收入比重14%。如果以电竞层面的玩法来衡量，射击及MOBA类产品也在品类层面占据头两名。

图 53：2024收入前100移动游戏产品类型收入分布



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

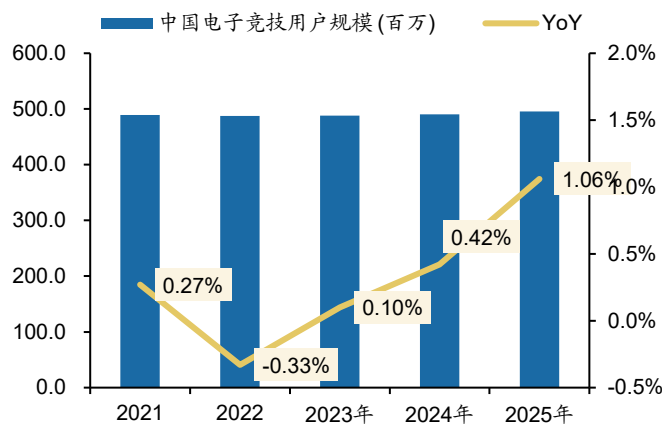
图 54：2024年电子竞技游戏主要玩法类型占比



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

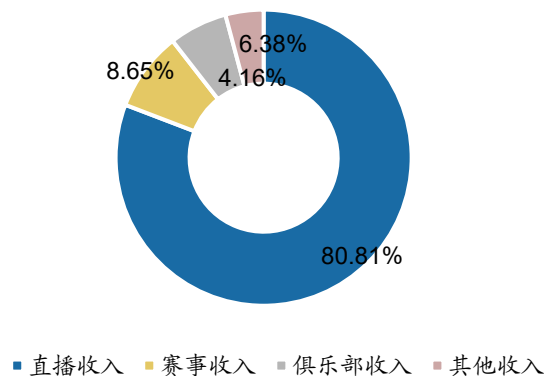
电竞赛事使得竞技驱动类产品获得更加广泛的关注，扩大潜在用户规模。根据伽马数据，国内电竞用户规模达到4.95亿，并保持小幅增长，具备极高的用户基数，而在电竞的收入层面，直播占据电竞产业收入的81%，赛事占比8.65%。电竞作为用户广泛参与的项目，具备游戏外强劲的收入获取能力，为竞技类产品的用户增长提供了强劲支撑。

图 55：中国电子竞技用户规模



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

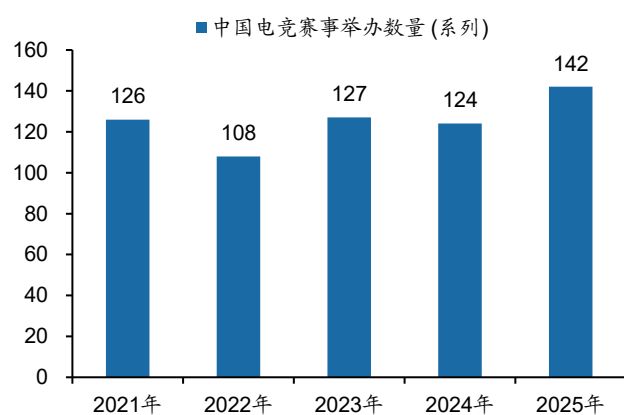
图 56：2025年电竞产业收入来源分布



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

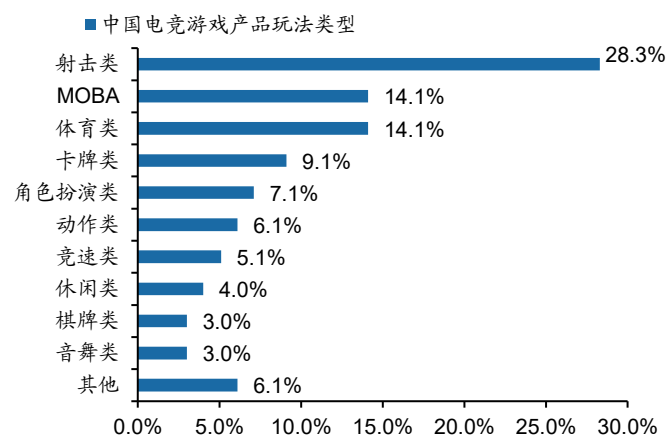
电竞自身影响力同步提升，与游戏相辅相成，射击与MOBA是竞技类核心品类。根据伽马数据，国内电竞系列赛事数量持续提升，至2025年，全年共具备142场系列赛事，较此前年份有所增加，显示出电竞自身规模的持续发展，而在品类上，射击、MOBA、体育是电竞主要玩法类型，三者合计占电竞玩法的近60%。我们认为，竞技品类与电竞赛事相辅相成，共同推动的游戏的长青运营，通过电竞，游戏获得了新的用户与持续的关注度，而游戏的持续迭代，则为电竞创造源源不断的新打法与观赏度，两者共同推动了用户规模和收入的增长。

图 57：中国电竞赛事举办数量有所增加



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

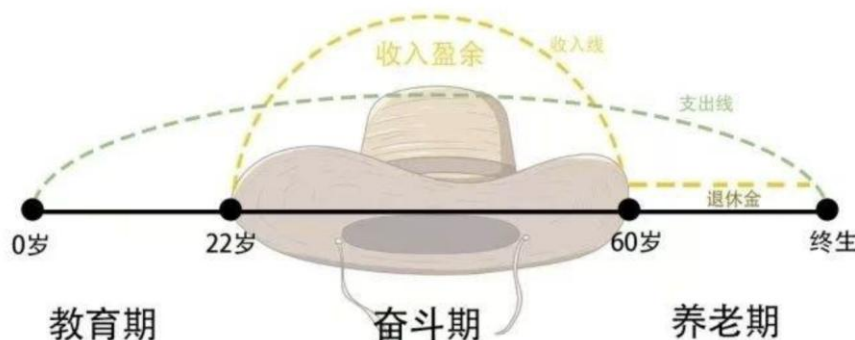
图 58：2025年中国电竞游戏产品玩法类型分布



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

公平竞技类产品具备持续吸引年轻玩家的游戏基础，使其可以穿越代际周期。与内容消耗型产品不同，公平竞技类游戏的核心卖点在于玩家的体验，我们参考弗兰科·莫迪利安尼提出的生命周期假说，该假说衍生出了理财的草帽曲线，对于年轻用户而言，自身通常处于没有额外收入的状态，在这个过程中，付费相对较低、且付费对游戏体验影响较小的公平竞技类产品具备更强的吸引力。

图 59：理财的“草帽曲线”



数据来源：会计百科，广发证券发展研究中心

对于年轻用户，MMO/SLG等数值体验类的产品需要持续付费获得核心体验，而年轻用户普遍付费能力一般，难以和年龄更大的老用户相比；因此公平竞技类游戏成为了年轻用户的首选。而公平竞技类产品通常具备一定的平台特点，越多用户游玩，其系统越成熟，初期体验越好，通过AI或者匹配机制调整给新手玩家足够的容错空间，使其迅速获得正反馈。而年轻用户出色的学习能力和反应能力亦是这类游戏的核心竞争力之一，使得新老用户的竞技水平差异可以迅速减小，公平竞技类产品容易持续获取年轻用户，实现游戏产品的代际变迁，且加强了单一赛道内的头部效应。

公平竞技产品通过克服数值焦虑的稳定单局体验，贴合最大公约数人群人性的竞技与社交需求；带来不断扩容的用户群，叠加时不时回流的核心用户推动DAU的天花板提升。整体社群的ARPU值也随着商业化动作和平台化的设计得到深挖。最终实现DAU与ARPU的双击增长，贡献更长期的利润。

2. 创造驱动型：用户驱动内容成就源源不断的新体验，延长游戏生命周期

GAAS类长青游戏的第二个实践者是用户生成内容（UGC）游戏，通过UGC，产品有效破解了游戏的内容瓶颈，通过大量的用户创造的关卡，为玩家提供源源不断的游戏体验。这类产品的典型代表包括《Roblox》、《Minecraft》、《蛋仔派对》。

UGC通过有效的创作者激励形成了丰富的内容更新能力，使得玩家能获得不同的体验。以《蛋仔派对》为例，根据其官方微博，该产品在2023年8月的MAU已经突破1亿，同时游戏内的UGC地图数量也已经突破1亿，形成了极其突出的新内容生产能力，而同样类似的架构还有和平精英旗下的UGC平台绿洲启元，根据游戏矩阵报道，绿洲启元里有头部创作小团队单月创收突破2000万元。

图 60: 《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

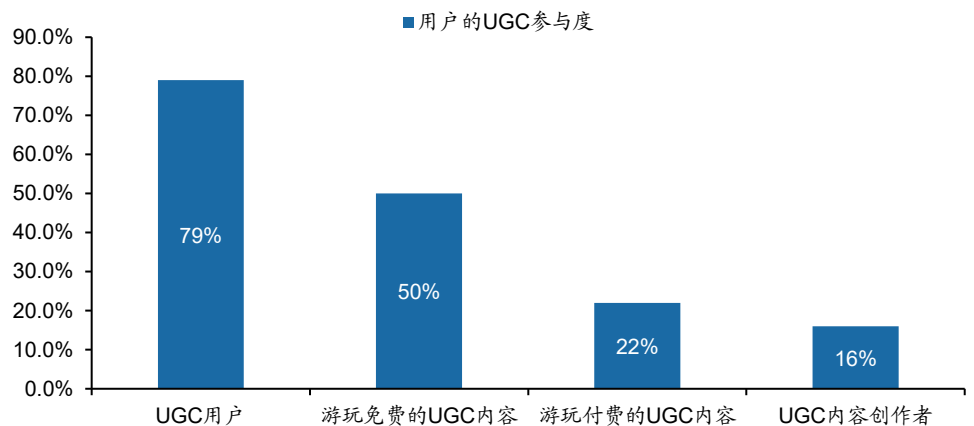
图 61: 和平精英UGC平台绿洲启元DAU突破5800万



数据来源: 和平精英官方公众号, 广发证券发展研究中心

UGC游戏具备较强的用户参与感, 能形成从玩家到创作者的转化, 提升产品粘性。根据贝恩咨询的调研, 79%的被调研玩家体验过UGC产品, 调研用户中的16%自身就是UGC创作者。我们认为, UGC用户一方面具备更多的可选内容, 另一方面可以有更高的产品参与度, 一旦成为资深用户, 还有开发者社交及游戏体验者的正反馈, 这些都有利于提升产品的粘性。

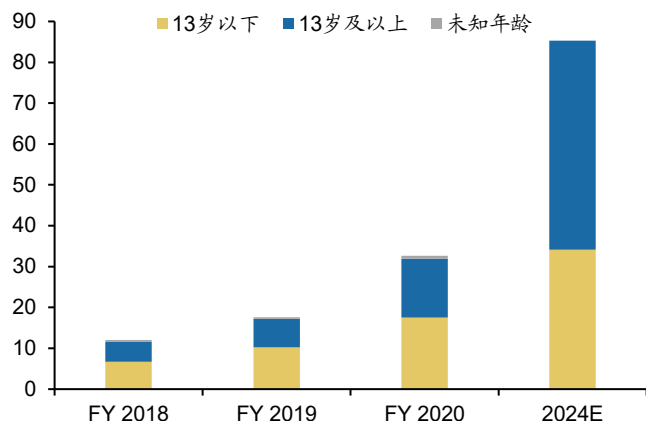
图 62: 参与用户生成内容的玩家比例



数据来源: 贝恩咨询, 广发证券发展研究中心

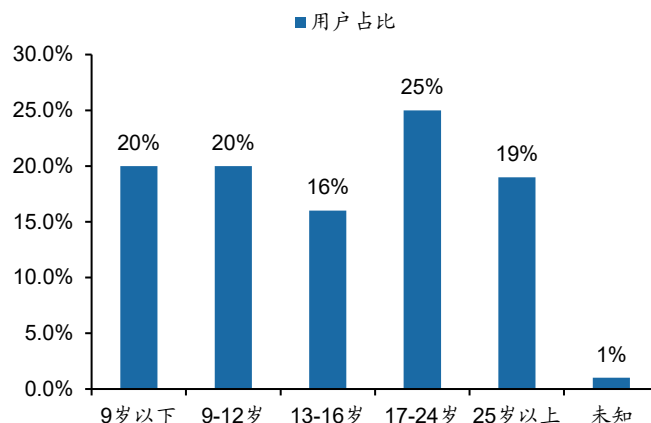
UGC类产品以青少年用户为主, 且用户画像相对稳定。在2020年, Roblox招股书显示其13岁以下用户DAU为1750万, 而在2024年财报显示, 公司13岁以下用户占比约为40%。第三方机构Venuelabs显示, Roblox在2025年用户中, 绝大部分为青少年用户, 19岁及以上用户占比约45%。随着年龄的增长, 公司产品的用户结构并未呈现出明显的跟随代际提升的状态, 表明其产品能持续吸引年轻用户, 而根据公司财报电话会, Roblox估计, 截至2025年12月31日, 公司18岁及以上的用户群体增长率超过50%, 且该群体的变现能力比年轻群体高出40%。表明随着代际的变迁, 留存的用户们的付费能力会有显著提升。

图 63: Roblox不同年龄的DAU情况 (百万)



数据来源: Roblox 招股书及财报, 广发证券发展研究中心

图 64: Roblox 活跃用户年龄分布



数据来源: Venuelabs, 广发证券发展研究中心

综合来看,UGC平台类游戏与竞技类游戏有相似之处,即可以持续的吸引年轻用户,因此受代际变迁的影响较小。从平台用户画像来看,UGC类产品更加容易吸引年轻用户加入,同时Roblox的用户变迁也展示出,其用户画像的稳定性。我们认为,UGC平台有与竞技类游戏相类似的特征,即用户的付费对体验的影响相对较少,且可以持续游玩(区别于买断制产品)。同时,我们认为年轻用户学习能力更强,具备更多的时间及热情投入非专业创作。根据KAIST(韩国科学技术院)的学者在2025年发表论文《Leveling Up Together: Fostering Positive Growth and Safe Online Spaces for Teen Roblox Developers》中对Roblox青少年创作者的访谈显示,青少年参与Roblox开发的首要动机是内在的兴趣和乐趣,而非外在压力。这种“玩中学”的模式是他们持续投入和成长的基础。除此之外,开发者可以在社区中交流进一步增加成就感,对青少年形成“资源获取→技能提升→社交互动→建立关系→获得认可→自信心增强→更积极参与→技能再提升”的正向循环,激励年轻创作者。总的来看,UGC平台通过自身独特的创作机制与开发者社区,使得青少年用户在创作过程中成长并获得激励,持续吸引年轻用户的参与。

(三) 游戏内容衍生形成IP, 从游戏拓展成为流行文化

IP化是游戏衍生的另一类路径,与前两类长青范式的产品有所不同,其并非是在一款或一类产品上进行持续迭代,而是将游戏世界观推广,形成泛娱乐产品,(注:此处讨论的IP化与前文传奇IP授权的含义并不相同,衍生不仅在于游戏与游戏间的知识产权授权,而是游戏内拓展到游戏外,形成新的文化现象),通过跳脱出游戏本身,将游戏与泛娱乐结合,从而加强同IP产品的竞争力,将游戏从内容本身变成一种文化符号。

根据全球知名媒体特许经营权调查机构Civixplorer发布的2025年“全球最赚钱媒体特许经营权”排行榜,多款以电子游戏为原生的IP进入榜单,包括宝可梦、超级马力欧、使命召唤等。

表 8：2025年全球文娱领域IP收入榜单

序号	特许经营名称	版权所有者/公司	IP 收入（十亿美元）
1	宝可梦	宝可梦公司	\$288.00
2	Hello Kitty	三丽鸥	\$88.50
3	Winnie the Pooh	Disney	\$76.70
4	米老鼠和朋友们	Disney	\$74.00
5	星球大战	Disney	\$73.70
6	超级马力欧	任天堂	\$57.30
7	Anpanman	Froebel-kan, TMS, NTV	\$56.50
8	迪士尼公主	Disney	\$46.30
9	漫威电影宇宙	Disney	\$45.10
10	JUMP 漫画（《周刊少年 Jump》）	集英社	\$40.00
11	魔法世界（《哈利·波特》）	华纳兄弟探索、J.K.罗琳	\$37.70
12	龙珠	集英社，东映，鸟山明	\$31.60
13	变形金刚	孩之宝、多美	\$30.00
14	蜘蛛侠	迪士尼、索尼影业	\$29.00
15	蝙蝠侠	华纳兄弟探索	\$28.00
16	高达	万代南梦宫	\$26.90
17	芭比	Mattel	\$26.20
18	海贼王	集英社，东映	\$23.80
19	北斗神拳	Coalmix, Toei Animation	\$22.50
20	玩具总动员	Disney	\$21.80
21	赛车总动员	Disney	\$21.80
22	火影忍者	Shueisha, TV Tokyo	\$20.90
23	游戏王	科乐美、集英社	\$20.30
24	使命召唤	微软	\$20.00
25	中土世界（《指环王》）	Ennercar Group, Tolkien Estate	\$19.90
26	詹姆斯·邦德	亚马逊米高梅影业、Danjaq	\$19.90

数据来源：Civixplorer，广发证券发展研究中心

全球头部游戏公司已经将游戏向文化影响力拓展，使得游戏成为文化符号，持续吸引新用户。以宝可梦为例，通过长期的IP化运营，充分扩张其产品在全领域的影响力，根据三文游统计，其官方店铺“宝可梦中心”线上商城中，商品数量前三的分别是杂货（3696）、文具（3646）和娃娃·玩具（2691），此外也有服装、厨房用品、卡牌、手机电脑用品、包类、日用品、零食等众多类目商品。根据文创潮报道，宝可梦的主要合作方包括伊藤园、三洋食品、资生堂、小学馆、软银、第一屋制面、多美、Misdo甜甜圈、日本生命、日本麦当劳、万代、优衣库、全家便利店、宝洁、丸美屋、森永制果、尤妮佳、读卖新闻东京总部、乐天等等。横跨日本几乎所有商业领域，通过在多元化领域的授权合作，实现宝可梦的商品化，放大IP价值的同时创造更多与消费群体的接触路径。

图 65: “宝可梦中心”线上商城的综合销量榜



数据来源: 三文游, 广发证券发展研究中心

图 66: 宝可梦联动热门街机



数据来源: 文创潮, 广发证券发展研究中心

在游戏本身的迭代上, 则可以通过持续推出新产品保留用户, 并逐步拓展品类边界。宝可梦IP2021年以来共推出多款主机与手游, 其中主机系列保持一年1-2款新品的节奏, 而手游则基本保持每年1款的新品节奏, 有规律的新游戏更新节奏为IP保持热度。

表 9: 宝可梦IP2021年以来发行的新游戏

游戏名称	发行平台	发行时间
《新宝可梦随乐拍》	Nintendo Switch	2021 年 4 月 30 日
《宝可梦大集结》	Android / iOS / Nintendo Switch	2021 年 7 月 21 日
《宝可梦晶灿钻石 / 明亮珍珠》	Nintendo Switch	2021 年 11 月 19 日
《宝可梦传说 阿尔宙斯》	Nintendo Switch	2022 年 1 月 28 日
《宝可梦朱 / 紫》	Nintendo Switch	2022 年 11 月 18 日
《宝可梦 Sleep》	Android / iOS	2023 年 7 月 19 日
《宝可梦 朱 / 紫 零之秘宝》	Nintendo Switch	2023 年 9 月 13 日 (前篇) 2023 年 12 月 14 日 (后篇)
《名侦探皮卡丘 闪电回归》	Nintendo Switch	2023 年 10 月 6 日
《宝可梦集换式卡牌 Pocket》	Android / iOS	2024 年 10 月 30 日
《宝可梦传说 Z-A》	Nintendo Switch	2025 年

数据来源: 三文游, 任天堂官网, 广发证券发展研究中心

(四) 从长青游戏的演绎再看游戏公司在 AI 发展中的壁垒: 社交体验与玩家习惯难以被替代

从长青游戏的演化路径来看, 游戏公司在AI浪潮中具备自身独特的壁垒。我们认为, 长青游戏依赖游戏公司持续研发积累与运营能力, 这些能力在短期内难以被AI所取代。无论是MMO品类丰富的社交生态, 还是类似《原神》等内容型产品等持续更新的庞大内容世界都难以短时间被AI取代, 而对于长青游戏而言最核心的壁垒在于用户体验不可迁移, 一旦成为产品的长期受众, 其社交、兴趣在游戏内容中沉淀, 这些产品即能够形成较强的壁垒。对于竞技与UGC驱动的产品而言, 以《蛋仔派对》和

Roblox为例，UGC生态的本质是将单一的游戏内容开发转变为由创作者驱动的、无限供给的平台经济。AI技术的介入，将较大幅度的降低UGC创作的门槛（如智能建模、辅助编程、音乐生成），放大平台的网络效应。对于竞技类产品，除同样具备一定平台特征外，优秀的玩法匹配、成熟的系统机制及长时间构建的用户玩法和场外的电竞生态均是AI难以复制的产业壁垒。

最后，穿越周期的IP运营能力，同样难以被AI取代。典型顶级IP不仅是商业收入的保障，更是连接一代代用户情感的文化符号。在AI生成内容增加的环境下，优质的、具有情感内核的IP资产具备长期的稀缺性。具备强大IP孵化与延展能力的公司，能够利用AI技术更高效地围绕核心世界观开发多元化的衍生内容（如动画、音乐、虚拟偶像），拓展IP的边界和影响力。头部游戏公司对IP的深度掌控和长期培育能力，将成为其在AI发展中区别于单纯技术追随者的新的壁垒。

四、投资建议

长青游戏正在成为全球游戏产业的明珠，产品的平台化演进也是当前头部游戏公司的发力重点。在移动端，据巨量引擎及伽马数据统计，2025年TOP100游戏中老产品收入占比预计将高达94.8%，市场格局上存量产品明显主导；以Steam为代表的PC端，上线超过一年的老游戏用户时长占比亦达到86%；这其中还有部分长青产品正在通过平台化实现明显的第二成长曲线。我们认为拥有长青游戏和与之匹配的运营能力已成为衡量公司核心竞争力的重要标尺。

多维度的长线运营能力，是长青游戏的基石；长青游戏的生命周期远长于行业平均。我们认为，游戏的长线运营依托于（1）优秀的品质基础，能在线上后获得足够多用户的产品，足够多的用户沉淀是长青的基础；（2）不同品类产品的生命周期有所差异，竞技类、休闲类等产品的生命周期通常强于其他品类。（3）长青运营对厂商的内容迭代能力与社交生态构建能力提出更高要求，高频次、高质量的内容更新与深度的用户社交关系相互强化，共同构成用户留存的基石。（4）长青游戏具备更强的商业化挖掘空间，用户付费随游戏时长的增长而逐步释放，成为产品收入持续增长的核心驱动力；因此才有更绵长的第二成长曲线；而这类产品的生命周期，以及回收期的利润率弹性与常规产品存在显著差异。

从长青游戏的演化路径来看，我们认为有两类产品形态。第一类为伴随用户成长的内容型游戏，以《梦幻西游》《原神》《传奇》等为代表，这类产品凭借深厚的用户情感积淀与代际回流能力，形成了稳定的用户基本盘，其价值释放往往通过怀旧服、畅玩服等模式实现周期性激活。我们认为具备经典IP储备与成熟用户运营经验的公司，有望持续享受这批高粘性用户的消费力提升（DAU稳定，ARPU提升）。**第二类为持续吸纳跨代际用户的服务型游戏**，以《王者荣耀》《蛋仔派对》等竞技类与UGC平台类产品为代表，其核心壁垒在于通过公平竞技机制或创作者生态持续吸引年轻用户，实现跨代际的用户迭代与生态自我进化。这类产品的投资价值更多体现在用户规模的持续扩张与商业模式的多元延展能力上；第二成长曲线通常体现在DAU与ARPU的双击。

投资建议。我们认为当前长线运营公司的增长开始呈现平台化特点，长青游戏理念一定程度上熨平了产品周期带来的业绩不确定性；我们认为当前的市场一方面过度担忧了AI对行业的冲击，另一方面低估了长青游戏的潜力；并未给出应有的估值溢价。在此基础上，我们优先推荐运营能力领先，具备多款长青产品运营的公司，包括腾讯控股（多款竞技+社交品类，长青游戏中的旗舰）、网易等；同时，基于第一类长青游戏的分析，我们推荐拥有经典游戏IP，具备优秀老游戏激活能力的恺英网络、吉比特等；推荐大单品储备的完美世界；基于第二类长青产品的分析，我们推荐在SLG领域深耕，具备优秀运营能力的世纪华通、神州泰岳、三七互娱等；推荐拥有竞技赛道产品《超自然行动组》的巨人网络等。关注具备优质产品储备的心动公司等。

五、风险提示

（一）游戏行业监管加强风险

政府对游戏内容、未成年人使用等加强监管，对游戏厂商未来发展提出更高要求。

（二）行业竞争加剧风险

游戏行业版号修复，产品推进正常进行，随着产品品质的提升，用户倾向的变化，行业竞争有可能加剧，新兴领域方面，行业对小游戏关注加强，诸多厂商向此布局，可能对业务形成挑战；行业内利用AIGC技术的主体预计有所增加，存在行业竞争加剧的风险。

（三）产品上线不及预期的风险

游戏行业作为创意行业，用户兴趣可能发生变化，因此可能出现产品上线表现不及预期的风险。

广发传媒与互联网行业研究小组

- 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。
- 周 皓**：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**：资深分析师，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。
- 宾特丽亚**：高级分析师，硕士，毕业于清华大学，2026 年加入广发证券，曾任职于光大证券，2 年证券行业研究经验。
- 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	gfzqyf@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。