

传媒行业深度研究报告

二次元开放世界游戏：席卷全球，新潮将至

- 二次元游戏：全球游戏市场中闪亮的“中国名片”。**其全球市场规模预计超 1000 亿元，头部产品年流水达百亿量级，其中中国游戏公司占据绝对优势。用户结构上，国内以 25 岁左右年轻用户为主，在女性用户中仍有渗透空间。核心卖点上，以“角色塑造”作为内容与商业化的核心，切中年轻用户为“情绪付费”的消费趋势。基于持续更新的高质量内容、角色群像及社区运营，头部二次元游戏往往具备高 IP 价值。竞争格局上，近年来米哈游《原神》稳居赛道 Top1，而第 2-10 名并未固化，新游戏仍有望以高品质及差异化玩法跻身第一梯队。
- 二次元赛道中的“开放世界”品类，则是放眼整个游戏行业，壁垒极高、回报丰厚的独特品类。**二次元开放世界游戏研发门槛极高，需兼具 3A 级的内容质量与持续的用户运营能力，具备相应能力的研发商及其游戏产品相对稀缺。目前狭义上在运营的仅有米哈游《原神》与库洛游戏（已被腾讯收购）《鸣潮》，完美世界《异环》作为该品类第三款重磅产品，定档 2026 年 4 月上线。基于全球、多端（移动+PC+主机端）的庞大用户基础，以及较高的内容品质和已验证的长线运营模式，该品类游戏的流水上限、下限俱高，利润率或可达 50% 以上，且生命周期相对较长。
- 《异环》凭借高内容品质与差异化的特色玩法，有望成为新一代二次元开放世界头部产品。**从 2026 年 2 月结束的三测表现来看，《异环》在“都市幻想”题材、UE5.5 支撑的高画质表现、独特的大世界探索体验和都市经营玩法，以及创新性的角色陪伴体验上，均与《原神》、《鸣潮》形成显著差异化，但角色美术设计方面则略有短板。养成及付费设计方面，《异环》顺应行业趋势，相较同品类产品进一步“降肝减氪”。整体来看，《异环》可触达的用户范围，有望从核心二次元用户扩展至对都市题材、载具玩法等感兴趣的泛游戏用户。
- 《异环》有望为完美世界带来较大业绩弹性。**基于全方面的品质与玩法升级，《异环》商业化成绩有望超过苏州幻塔工作室前作《幻塔》（首年流水 30 亿元）。而参考同品类产品，我们认为《异环》首 12 个月流水有望达到 40-70 亿元区间。流水持续性方面，同为二次元开放世界的《原神》、《鸣潮》次年流水均实现逆跌。考虑到开放世界类游戏通过大版本更新的“主题公园”式特性，以及苏州幻塔工作室较高的研发效率，我们认为《异环》次年流水有望实现与首年持平或增长。利润率方面，我们认为《异环》项目流水利润率天花板或可达 50% 以上；报表端口径，考虑到上线前期收入确认周期尚未稳定，以及相应的成本费用率错配，预计 2026 年产品净利润率相对较低，于后续年份逐步提升。
- 投资建议：**我们看好高品质二次元游戏的全球市场机会。从 2026 年 2 月三测表现来看，经过与同品类产品的多维度横向对比，我们认为《异环》基于高游戏品质及差异化玩法，有望成为新一代二次元开放世界头部产品，为完美世界带来较大业绩弹性；同时验证了完美世界旗下苏州幻塔工作室行业领先的研发实力，且考虑到该品类游戏较长的生命周期及较高 IP 价值，有望给予高于 A 股游戏板块平均的估值水平。建议关注《异环》研发商完美世界，关注拥有该品类储备产品的网易-S（储备《无限大》）、腾讯控股（控股库洛游戏）。
- 风险提示：**产品上线进度不及预期，行业竞争加剧，宏观经济波动，估值中枢下行风险

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：姚蕾

邮箱：yaolei@hcyjs.com

执业编号：S0360525120007

证券分析师：丁子然

邮箱：dingziran@hcyjs.com

执业编号：S0360525120009

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	138	0.02
总市值(亿元)	18,432.14	1.43
流通市值(亿元)	16,989.43	1.64

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.2%	5.6%	31.8%
相对表现	-2.2%	0.9%	6.5%



相关研究报告

《传媒行业周观察(20260406-20260410): 阿里两大模型登顶榜单, AI 应用《EVE》上线》

2026-04-12

《传媒行业周观察(20260330-20260403): Seedance 2.0 助推多模态应用, 业绩期回归基本面》

2026-04-06

《传媒行业周观察(20260323-20260327): OpenAI 关停 Sora, AI 漫剧及 AI 真人剧持续发酵》

2026-03-30

投资主题

报告亮点

目前市场上对于二次元游戏市场，以及二次元开放世界游戏品类的研究较为稀缺。本篇报告中：**行业层面**，我们从市场规模、受众群体、核心卖点、IP 价值、竞争格局等多维度展开，详细阐述了全球二次元游戏市场特性。**品类层面**，我们从产业角度出发，深度研究了二次元赛道中“开放世界”品类在研发壁垒、流水规模、利润空间、生命周期等维度的特殊之处，及相应的投资价值。**产品层面**，我们对《异环》游戏产品进行玩法与付费方面的详细拆解，与同品类产品进行横向对比，进而给出商业化成绩预测，测算对其研发商完美世界的业绩弹性影响，并给出投资建议。

投资逻辑

我们看好高品质二次元游戏的全球性市场机会。从 2026 年 2 月三测表现来看，经过与同品类产品的多维度横向对比，我们认为《异环》基于高游戏品质及差异化玩法，有望成为新一代二次元开放世界头部产品，为其研发商完美世界带来较大业绩弹性；同时，《异环》验证了完美世界旗下苏州幻塔工作室行业领先的研发实力，且考虑到该品类游戏较长的生命周期及较高 IP 价值，有望给予高于 A 股游戏板块平均的估值水平。**建议关注《异环》研发商完美世界，以及头部游戏研发商网易-S、腾讯控股。**

目 录

一、重新认识二次元开放世界游戏品类.....	7
（一）二次元游戏：全球游戏市场中闪亮的“中国名片”	7
1、市场简介：全球超 1000 亿规模，国产游戏优势显著	7
2、受众群体：年轻用户为主，女性是重要增量	9
3、核心卖点：情感需求，“角色”为王	11
4、IP 价值：头部游戏衍生品年化 GMV 预计达数十亿元.....	14
5、竞争格局：Top1 稳固，2-10 名未固化.....	14
（二）二次元+开放世界游戏：壁垒极高、回报丰厚的独特品类	15
1、研发壁垒高：需要成熟团队进行长周期、高投入	15
2、流水体量大：头部产品流水可达百亿量级	20
3、利润率高：优质内容的强议价能力压缩成本、费用率	23
4、生命周期长：次年流水逆跌，长期塑造“主题公园式”体验	27
二、《异环》：有望成为新一代二次元开放世界头部产品	29
（一）完美世界旗下苏州幻塔工作室：品类研发实力行业领先	29
（二）《异环》拆解：基于高游戏品质，凸显差异化体验	30
1、世界观：差异化的都市幻想题材，具备先发优势	30
2、引擎：UE5.5 拉高画质上限，提升 PC 及主机端用户体验	32
3、玩法：“都市经营”体验拓圈泛用户、提升沉浸感	34
4、角色：美术相对短板，创新陪伴玩法有望提升用户付费意愿	36
5、养成及付费：高性价比多元付费，顺应“降肝减氪”行业趋势.....	38
三、《异环》有望为完美世界带来较大业绩弹性	42
（一）流水规模及持续性预计较高	42
（二）利润率天花板较高，报表端有望陆续释放	43
四、投资建议	44
五、风险提示	44

图表目录

图表 1	二次元游戏的特点	7
图表 2	中国二次元游戏发展历程：后《原神》时代百花齐放	8
图表 3	中国二次元移动游戏市场规模及增速	9
图表 4	国内二次元手游：国产及进口占比（2024H1）	9
图表 5	中国泛二次元用户人数（亿人）	9
图表 6	哔哩哔哩 2018-2025 年 MAU 及增速	9
图表 7	中国泛二次元用户年龄分布（2021 年）	10
图表 8	中国手游大盘用户年龄分布（2025 年 8 月）	10
图表 9	二次元游戏与手游用户性别分布对比	10
图表 10	女性月活 TOP10 的手机游戏（2025 年 8 月）	10
图表 11	00 后月均个人可支配收入（2022 年）	11
图表 12	00 后&90 后各领域消费支出占比（2022 年）	11
图表 13	不同游戏品类对比：玩家数量、付费水平、头部产品流水规模、付费逻辑 ..	12
图表 14	《原神》角色抽卡界面	12
图表 15	《原神》角色抽卡概率	12
图表 16	《原神》为角色推出专属剧情“传说任务”，加深角色塑造	13
图表 17	《原神》游戏流水趋势图	13
图表 18	2021-2025 年天猫双十一潮流玩具销售榜（店铺累积 GMV 排名，标注部分为 二次元游戏相关店铺）	14
图表 19	2021-2025 年，国产二次元游戏产品全球移动端（iOS+Googleplay）流水 Top10 变化	14
图表 20	部分头部开放世界游戏研发成本及研发周期	15
图表 21	《原神》地图一角	16
图表 22	《原神》上线不到 1 年即推出 32 个角色	16
图表 23	《原神》“芙宁娜”角色建模及动作模组	16
图表 24	《原神》主线剧情预计超过 90 个小时	17
图表 25	《荒野大镖客 2》主线剧情预计 50+小时	17
图表 26	以《原神》为例：开放世界游戏的场景设计，需要独特的生产管线	17
图表 27	以《原神》为例：开放世界游戏的角色设计，需要独特的生产管线	18
图表 28	同为开放世界的《燕云十六声》采取三条创意管线并行开发的模式	19
图表 29	基于用户反馈，《原神》对角色“钟离”进行重做加强	19
图表 30	二次元赛道中，开放世界品类（《原神》、《鸣潮》）的流水占比、单款产品流水 均最高	20

图表 31	全球、多端发行，有望触达全球 33 亿游戏用户（亿人，2023 年口径）	21
图表 32	全球、多端发行，有望触达全球 13216 亿元市场规模（亿元，2025 年口径）	21
图表 33	《原神》获 2021 年 TGA 最佳移动游戏	22
图表 34	《鸣潮》获 2024 年 TGA 最佳移动游戏提名	22
图表 35	《原神》位列 2022 年全球 PC 端游戏 MAU 第 18 名	22
图表 36	《鸣潮》《原神》位列 2025 年全球 PC 端游戏时长第 18/19 名	22
图表 37	《原神》2022 年获索尼 PS 年度游戏大奖	23
图表 38	《鸣潮》2024 年获索尼 PS 年度合作伙伴奖	23
图表 39	米哈游 2022 年净利润率预计 50%+，高于多数游戏上市公司	23
图表 40	移动端、PC 端、主机端主要渠道抽成比例，及《原神》《鸣潮》上线情况	24
图表 41	2024 年 1-10 月国内流水 TOP30 新游&投放素材量（DataEye 口径）	24
图表 42	《原神》上线前日本秋叶原铺量广告	26
图表 43	《鸣潮》上线初期日本秋叶原铺量广告	26
图表 44	《原神》Twitch 直播峰值观看人数趋势	26
图表 45	《鸣潮》Twitch 直播峰值观看人数趋势	26
图表 46	2020 年《原神》国内直播热度趋势	26
图表 47	2020 年《原神》国内手游直播热度位列 Top4	26
图表 48	《原神》《鸣潮》移动端上线前 2 年，月均流水均呈现爬坡趋势	27
图表 49	《原神》《鸣潮》通过大版本焕新拉长生命周期	28
图表 50	苏州蜗牛游戏 2016 年 1 月国内流水位居前三	29
图表 51	《太极熊猫》15 年 1-11 月国内流水排名前九	29
图表 52	《幻塔》：国内领先的二次元大世界 MMO 游戏	29
图表 53	《幻塔》移动端流水趋势（仅 iOS+GooglePlay，万美元）	30
图表 54	《异环》的题材与世界观设定与《原神》《鸣潮》形成较大差异化	30
图表 55	都市幻想风格：延展性强，爆款内容积淀深厚	31
图表 56	《异环》相较竞品具备先发优势	32
图表 57	UE5.5 引擎大幅拉高《异环》都市场景画质上限	33
图表 58	《异环》三测手机、PC 端不同画质对比	33
图表 59	《异环》剧情致敬动漫《JOJO 的奇妙冒险》	34
图表 60	《异环》三测主线+番外剧情内容超过 10 小时	34
图表 61	《异环》中独特的载具玩法-第一视角	35
图表 62	《异环》中独特的载具玩法-适配都市场景	35
图表 63	全球最畅销的买断制游戏 Top10 中，有两款均为“车”类游戏	35
图表 64	《异环》都市大亨系统	36

图表 65 《异环》三测监狱玩法引发较高讨论度	36
图表 66 《异环》三测优化清单：重点优化经营玩法	36
图表 67 《异环》三测优化清单：将拓展多个经营玩法	36
图表 68 《异环》三测 PV 中新角色美术水平提升显著	37
图表 69 《异环》角色同乘体验	37
图表 70 《异环》三测角色陪伴玩法获社区好评	37
图表 71 《原神》中“圣遗物”养成系统较为复杂	38
图表 72 《异环》三测中“空幕”养成系统进一步优化	38
图表 73 《异环》角色抽卡相较于《原神》、《鸣潮》价格更低	38
图表 74 《异环》三测中加入角色外观付费点	39
图表 75 《原神》2021 年国服移动端付费结构	40
图表 76 《鸣潮》上线首年（2024.5.23-2025.5.22）国服移动端付费结构	40
图表 77 《异环》三测付费设计	41
图表 78 《异环》预约量超过 3000 万	42
图表 79 《异环》开启“预抽卡”等预热活动	42

一、重新认识二次元开放世界游戏品类

（一）二次元游戏：全球游戏市场中闪亮的“中国名片”

1、市场简介：全球超 1000 亿规模，国产游戏优势显著

二次元游戏的定义：并非指特定“玩法”，而是一种“题材”。整体而言，有以下特点：

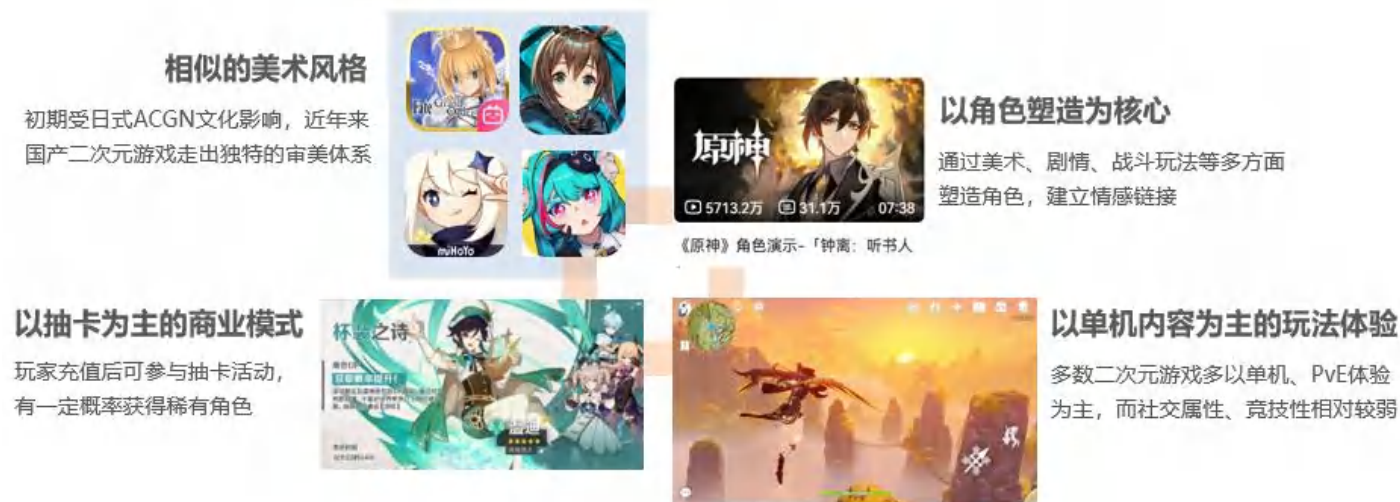
1) **美术风格**：受日式 ACGN（动画、漫画、游戏、轻小说）文化影响，二次元游戏在画风、人物塑造等方面有相似之处。2019 年后，随着《明日方舟》《原神》热度迅速提升，国产二次元游戏在全球范围内建立 IP 影响力，也逐步跳脱出了“日式 ACGN”的范畴，形成独有的审美和玩法体系。

2) **以角色塑造为核心**：通过角色立绘、角色建模、角色配音、剧情推进、战斗玩法等多个方面塑造“角色”，以建立玩家与角色之间的感情链接；

3) **以抽卡为主流商业模式**：抽卡，也称为扭蛋、Gacha，指玩家充值后可参与抽卡活动，有一定概率获得稀有角色；

4) **以单机剧情、PvE 为主的玩法体验**：与 MOBA、MMO、SLG 等以多人竞技（PvP，Player versus Player）、社交体验为主的玩法不同，多数二次元游戏多以单机、PvE（Player versus Environment）体验为主，包括大世界探索、卡牌战斗、ARPG、恋爱养成等玩法；而社交属性、竞技性相对较弱。

图表 1 二次元游戏的特点



资料来源：TapTap，AppStore，Bilibili，《原神》游戏截图，华创证券

二次元游戏发展历程：历经十余年，米哈游《原神》大幅推升流水天花板。

阶段一：2016 年之前，萌芽期。从日本引入的《百万亚瑟王》等代理产品、米哈游《崩坏学园 2》等国产自研产品上线。彼时，二次元游戏仍以 2D 美术为主，玩法以卡牌、射击、换装等相对轻度的品类为主，赛道规模仍较小。

阶段二：2016-2019 年，国产游戏开始崭露头角。进口游戏方面，2016 年哔哩哔哩（以下简称“B 站”）引入《FGO》，推动 B 站 2017 年游戏业务收入同比增长 502%至 20.6 亿元。

国产游戏方面，网易《阴阳师》、米哈游《崩坏三》、叠纸网络《恋与制作人》、鹰角网络《明日方舟》、库洛游戏《战双帕弥什》相继上线，3D 美术、ARPG 等相对重度玩法开始出现，研发门槛提升。**商业层面**，国产二次元游戏流水规模提升至数十亿元量级（其中《阴阳师》月流水峰值超过 10 亿元）；**用户层面**，在核心二次元群体中培养品牌心智。

阶段三：2020 年后，后《原神》时代百花齐放。2020 年米哈游《原神》横空出世，系领先的全球、多端同步上线的二次元开放世界游戏，成为全球范围内的现象级产品。**商业层面**，年流水峰值预计超过 300 亿元，大幅推升了赛道天花板；**用户层面**，推动二次元游戏向泛用户群体大规模扩圈。后续，米哈游《崩坏：星穹铁道》《绝区零》、叠纸网络《恋与深空》、库洛游戏《鸣潮》等也均取得商业上的成功。

图表 2 中国二次元游戏发展历程：后《原神》时代百花齐放



资料来源：七麦数据，TapTap 发现好游戏公众号，TapTap，游戏茶馆公众号，游戏研究社公众号，华创证券综合整理

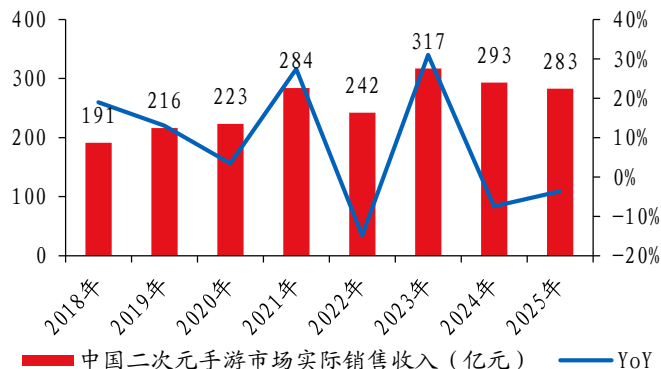
市场规模：二次元游戏全球市场规模预计超 1000 亿元，其中国产游戏占绝对优势。

国内：2020 年《原神》大幅推升二次元游戏流水天花板后，市场规模逐年增长。**1) 移动端：**据中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据，中国二次元移动游戏市场规模从 2018 年的不到 200 亿规模，提升至 2023 年的 300 亿以上规模，5 年增长 66%。**2) PC 端：**多个头部二次元游戏 PC 端流水体量预计较大，其中《原神》《崩坏星穹铁道》《鸣潮》均为 2024 年以来各月“网吧热力榜”Top30 常客；据上海徐汇官方发布，《明日方舟：终末地》开服两周，国内市场 PC 端流水占比近 60%。因此，我们预计国内二次元游戏实际市场规模约 400 亿元。

海外：**1) 国产游戏：**预计海外市场空间高于国内（或 500 亿元以上），其中 I) 移动端：据点点数据及我们估算，头部国产二次元游戏《原神》《崩坏：星穹铁道》《鸣潮》《绝区零》等移动端海外流水占比均超过 40%。II) PC+主机端：考虑到海外用户游戏偏好，二次元游戏的 PC+主机端海外流水预计高于国内；其中《明日方舟：终末地》开服两周，海外市场中 PC+PS 端流水合计占比达 70%。**2) 非国产游戏：**以日韩厂商的移动端游戏为主，据点点数据，2025 年《FGO》、《赛马娘》等 6 款头部非国产二次元游戏的海外移动端流水约 150 亿元。再考虑到较为零散的长尾游戏，我们预计二次元游戏海外市场规模在 700 亿元以上。

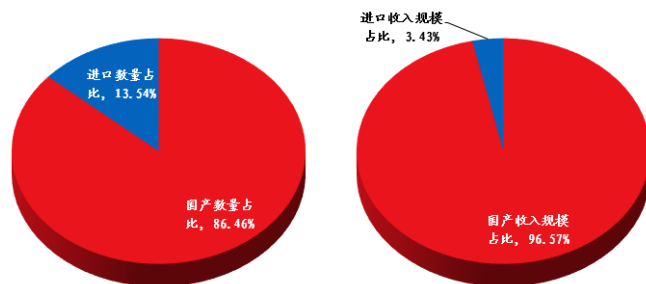
国产游戏占据绝对优势。根据点点数据，2024H1 国内二次元移动游戏市场中，国产游戏数量占比 86%，收入占比 97%，显著高于进口游戏，占据绝对优势。海外市场上，头部国产二次元游戏以高品质实现多端发行，相较仅以移动端为主的非国产二次元游戏，亦占据领先地位。

图表 3 中国二次元移动游戏市场规模及增速



资料来源：中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据，华创证券

图表 4 国内二次元手游：国产及进口占比（2024H1）

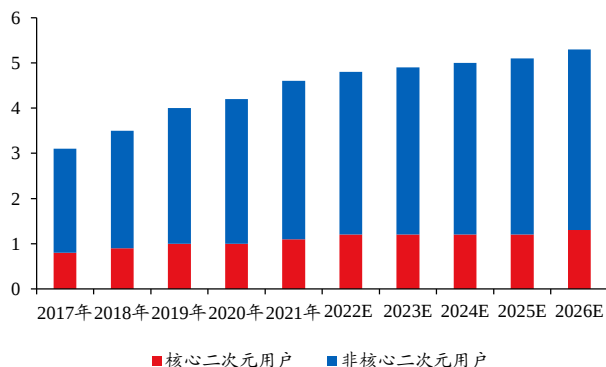


资料来源：点点数据，华创证券

2、受众群体：年轻用户为主，女性是重要增量

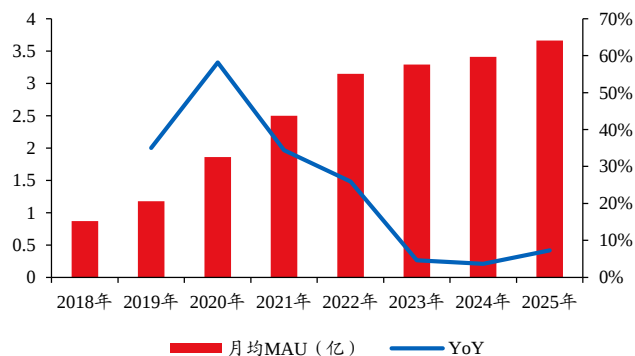
过去十年，二次元核心用户、泛用户大幅增长。据灼识咨询，2017-2026 年，中国泛二次元用户（包括对二次元文化有一定理解、有相关消费行为的人）规模预计持续增长，预计从 3.1 亿人增长至 5.2 亿人。其中：1）**核心二次元用户**（包括持续、重度消费二次元内容、广泛参与相关活动、向周围人传播相关内容的爱好者）规模预计从 2017 年的 0.8 亿人增长至 2026 年的 1.3 亿人；2）**非核心二次元用户** 预计从 2017 年的 2.3 亿人增长至 2026 年的 4.0 亿人，二次元文化在泛用户中实现较大规模破圈。另一参考口径是哔哩哔哩（下称 B 站）作为泛二次元文化传播的主要阵地，其月均 MAU 从 2018 年的 0.87 亿增长至 2025 年的 3.68 亿。

图表 5 中国泛二次元用户人数（亿人）



资料来源：灼识咨询公众号《中国二次元内容行业白皮书》，华创证券（注：2022-2026 年系灼识咨询预测数据）

图表 6 哔哩哔哩 2018-2025 年 MAU 及增速

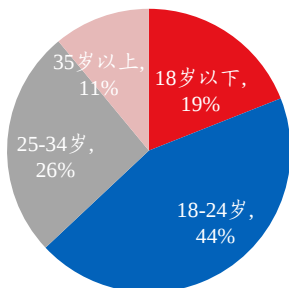


资料来源：Bloomberg，华创证券

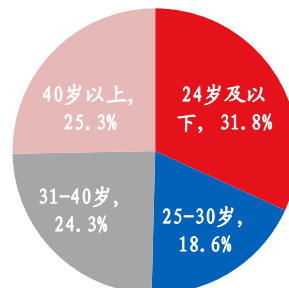
年龄分布：30 岁以下为中坚群体，相较手游大盘更年轻。据灼识咨询 2021 年数据，中国泛二次元用户中，24 岁及以下用户占比达 63%，成为主力群体；据 Questmobile2025 年数据，中国手游用户大盘中 24 岁以下用户占比仅为 32%。相比之下，二次元用户较大盘

显著更年轻。参考 B 站 2025 年用户平均年龄（26 岁），2026 年中国泛二次元用户或集中于 30 岁以下（95 后）的年轻群体。

图表 7 中国泛二次元用户年龄分布（2021 年）



图表 8 中国手游大盘用户年龄分布（2025 年 8 月）

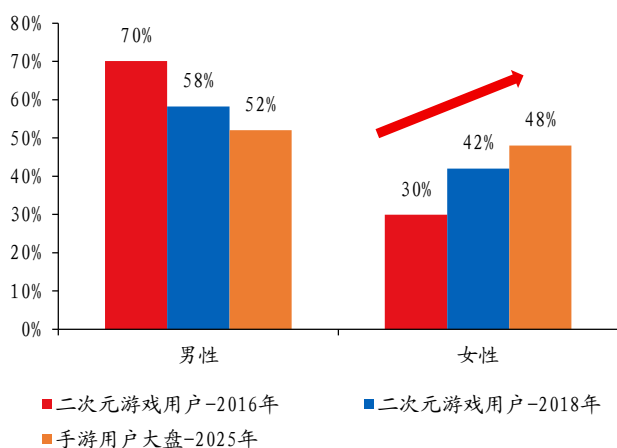


资料来源：灼识咨询公众号《中国二次元内容行业白皮书》，华创证券

资料来源：Questmobile 公众号《2025 年手机游戏行业发展分析报告》，华创证券

性别分布：女性仍有渗透空间，或系新一代二次元游戏必争之地。据 B 站公布数据，2016 年的中国二次元游戏用户仍以男性为主，女性占比仅有 30%。2020 年后，随着《原神》等超头部游戏吸纳泛二次元用户，以及“恋与”系列等女性向游戏崛起，二次元游戏中女性用户占比或逐步提升。而从游戏用户大盘来看，2025 年国内女性游戏用户占比已达到 48%。因此，二次元游戏用户中，女性占比仍有提升空间。如何用二次元游戏擅长的“优质内容”，进一步吸引原本聚集于超休闲、大 DAU、恋爱向等品类中的女性用户，或是二次元市场规模后续增长的重要驱动力。

图表 9 二次元游戏与手游用户性别分布对比



图表 10 女性月活 TOP10 的手机游戏（2025 年 8 月）

所属行业	游戏名称	活跃渗透率TGI
消除游戏	开心消消乐	12,578.0 154.0
MOBA	王者荣耀	5,222.5 80.2
飞行射击	和平精英	2,491.2 94.0
益智休闲	蛋仔派对	1,927.0 115.6
益智休闲	我爱喝果汁	1,064.8 142.8
飞行射击	三角洲行动	937.2 38.1
飞行射击	无畏契约	876.9 54.1
模拟经营	我的世界	587.7 106.1
模拟经营	恋与深空	582.0 177.0
消除游戏	天天爱消除	543.9 130.6

资料来源：触乐公众号，游戏陀螺公众号，Questmobile 公众号，华创证券

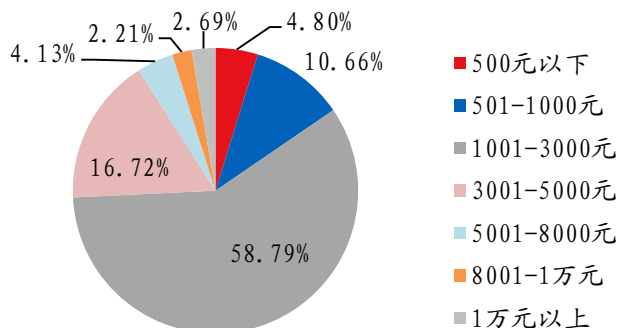
资料来源：Questmobile 公众号，华创证券

注：2016/2018/2025 年非统一统计口径，仅作参考数量级预估

用户消费能力增强，愿意为情绪价值买单。据第一财经 2022 年对于 00 后消费习惯的问卷调查，59%受访者过去一年的月平均可支配收入在 1001-3000 元区间，26%受访者超过 3000 元（对应全年可支配收入超过 3.6 万元，已超过 2021 年全国居民可支配收入中位数

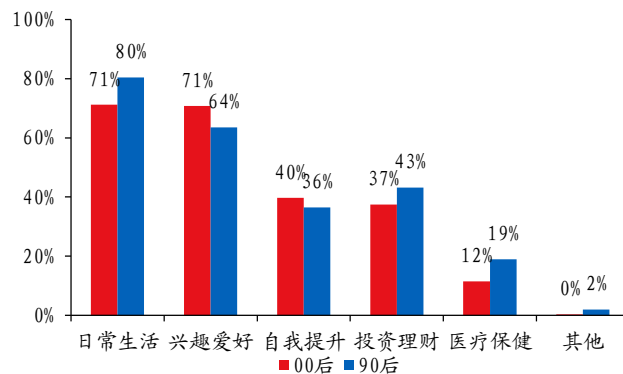
3.0 万元)。2026 年,随着 00-05 后进入 21-26 岁,从校园进入职场,可支配收入水平有望进一步提升。从消费偏好来看,由于生活压力较小,同时父母一代受教育程度相对较高,成长环境较开放,00 后相较于 90 后,对于兴趣爱好、情绪消费的投入比例更大。

图表 11 00 后月均个人可支配收入 (2022 年)



资料来源: 第一财经 YiMagazine 公众号, 华创证券

图表 12 00 后&90 后各领域消费支出占比 (2022 年)



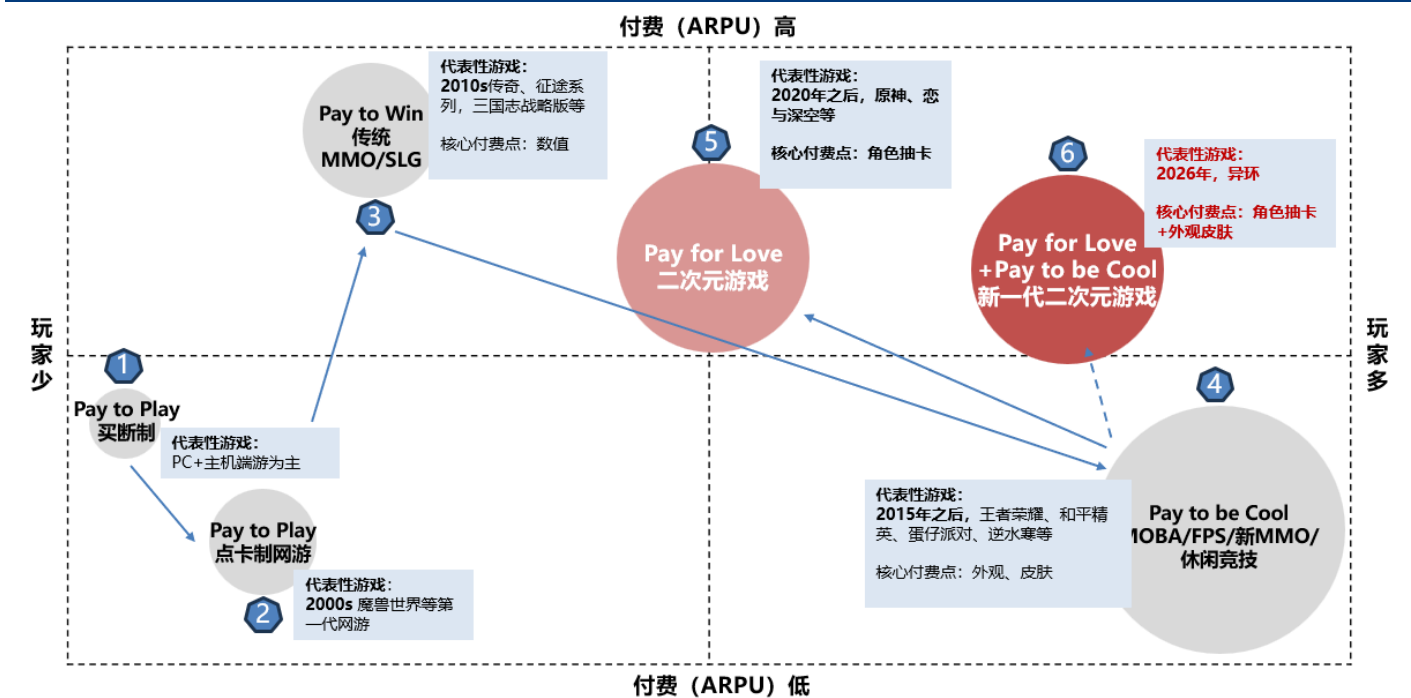
资料来源: CBDTimes 公众号, 华创证券

3、核心卖点: 情感需求, “角色”为王

二次元游戏下属的细分玩法品类多样, 但大多数围绕一个核心: 角色塑造。按照用户付费逻辑, 我们将二次元游戏与其他游戏品类进行对比:

- 1) Pay to Play:** 用户为获得游戏本体, 或游戏时长进行直接付费。代表性产品包括 PC、主机端为主的买断制游戏, 以及国内 2000 年代盛行的“点卡制”网游;
- 2) Pay to Win:** 用户为游戏数值付费, “充钱则变强”。代表性品类包括传统 MMO、SLG 类产品 (如《征途》《传奇》《三国志战略版》等), 多为社交属性较强的品类;
- 3) Pay to be Cool:** 用户为外观付费, “充钱则能拥有更好看的皮肤”, 外观一般不显著影响游戏数值体系。代表性品类包括 MOBA (如《王者荣耀》)、FPS (如《和平精英》)、年轻向 MMO (如《逆水寒手游》)、休闲竞技 (如《超自然行动组》), 多为社交属性较强的品类;
- 4) Pay for Love:** 用户为角色付费, “充钱则能拥有自己喜爱的角色或解锁与喜爱角色互动的内容或场景”。代表性品类包括二次元游戏 (如《FGO》、《原神》等) 及部分女性向游戏 (如《恋与深空》), 多为社交属性较弱、偏单机体验的品类;
- 5) Pay for Love+Pay to be Cool:** 新一代二次元游戏 (如《异环》) 尝试以角色抽取为主、外观皮肤付费为辅的混合式变现方法。

图表 13 不同游戏品类对比：玩家数量、付费水平、头部产品流水规模、付费逻辑



资料来源：华创证券

“角色”是二次元文化的灵魂，承接年轻用户的情感需求。二次元人物角色是一种典型的符号消费，在 2000 年初仍小众的二次元文化圈，爱好者们就将不同角色贴上不同的“萌属性”标签，以展示自己的审美品味、寻找同好、建立兴趣社交圈层。

在游戏行业，单个二次元角色的商业价值则被进一步放大：

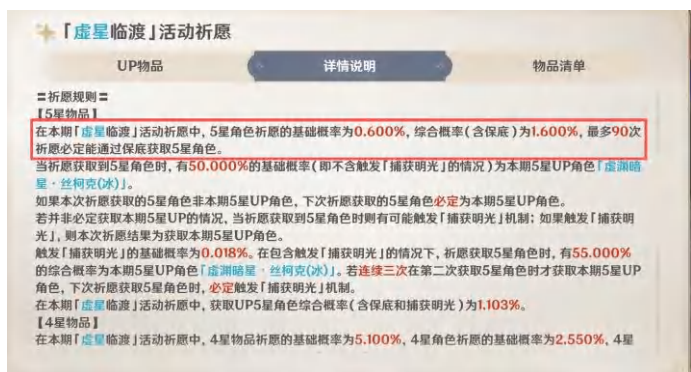
1) 与“抽卡”商业模式的结合：“抽卡”模式源于日本的扭蛋机 (Gatcha)，用户可付费购买“抽取角色的次数”，每次抽取有一定概率获取角色。类似心理学中的“斯金纳箱”，用稀缺感勾起玩家的收集欲、用概率波动带来情绪刺激，再用“保底机制” (即抽取次数达到一定量级后 100% 获取特定角色) 留住玩家。

图表 14 《原神》角色抽卡界面



资料来源：《原神》游戏截图，华创证券

图表 15 《原神》角色抽卡概率



资料来源：《原神》游戏截图，华创证券

2) 与高质量内容和持续运营 (Live-options) 结合：目前的头部二次元游戏，无一不将大量的研发资源投入到游戏角色的塑造上，包括角色美术、动作、剧情等多个维度。据米哈游创始人蔡浩宇 2021 年在 GDC 上的分享，不同于以“情节”作为叙事核心的电视剧

和动画,《原神》从立项初期开始,所有叙事均围绕着角色展开,在庞大世界观下进行多线平行叙事;在此基础上每年推出约 17 个新角色,为每一个角色的充分塑造奠定基础。在游戏厂商的持续运营下,玩家能够与角色“并肩作战”、在虚拟世界中共同进行长达数年的冒险,角色的养成乐趣、情绪价值体验被进一步放大。

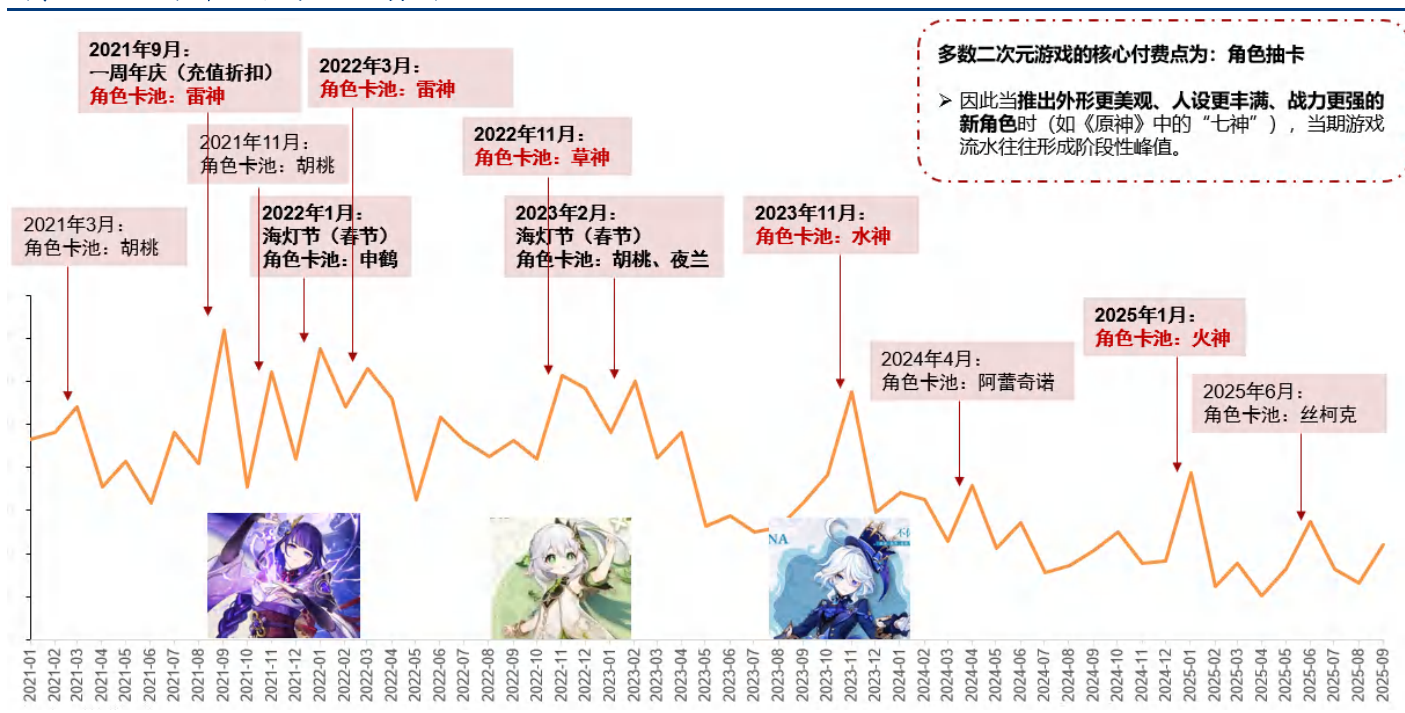
图表 16 《原神》为角色推出专属剧情“传说任务”,加深角色塑造



资料来源:《原神》游戏截图, 华创证券

体现到流水曲线上,二次元游戏的收入波动与角色受欢迎程度呈现正相关,流水曲线往往呈“锯齿状”。以《原神》为例,每 21 天更新角色卡池,推动流水形成阶段性峰值。其中,当推出外形更美观、人设更丰满、战力更强的新角色时(如《原神》中的“七神”),则推动当期流水冲高。例如,据点点数据,《原神》4.2 版本推出高人气角色“芙宁娜”(水神),推动卡池所在的 21 天(2023/11/8-2023/11/28)全球 iOS+Googleplay 流水超过 9 亿元(不包括国内安卓端、全球 PC 及主机端)。

图表 17 《原神》游戏流水趋势图



资料来源: 点点数据, 原神 Wiki, 华创证券

4、IP 价值：头部游戏衍生品年化 GMV 预计达数十亿元

头部二次元游戏往往也具备高 IP 价值。作为以“塑造角色”为核心卖点的游戏种类，用户对游戏角色的喜爱，不仅体现为游戏内的“为爱付费”，也外溢为游戏外购买 IP 衍生品及体验式消费的意愿。据 2021-2025 年天猫双十一潮玩销售榜，多款二次元游戏处于前列，其中 2022-2025 年均有 5 家以上二次元游戏相关店铺进入前十。其中：1) 据 Suplay 招股书，其于 2022 年起与米哈游合作推出 IP 衍生品，其中仅 2024 年推出的“阮·梅造物”迷你手办一个系列，截至 2025 年底的 GMV 已超过 5000 万；2) 据叠纸游戏招聘，“叠纸心意旗舰店”2024 年 GMV 超过 10 亿元；2025 年双十一期间，“叠纸心意旗舰店”超过泡泡玛特，成为天猫潮玩销售榜 Top1，参考泡泡玛特 2025 年天猫旗舰店收入（近 18 亿元），我们预计叠纸游戏 2025 年 IP 衍生品 GMV 或超过 20 亿元。

图表 18 2021-2025 年天猫双十一潮流玩具销售榜（店铺累积 GMV 排名，标注部分为二次元游戏相关店铺）

2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
泡泡玛特	泡泡玛特	光与夜之恋	米哈游	叠纸心意
万代	万代	万代	叠纸心意	泡泡玛特
原神	米哈游	三月兽	泡泡玛特	米哈游
米哈游	原神	米哈游	万代	原神
偶像梦幻祭	光与夜之恋	泡泡玛特	明日方舟	万代
寻找独角兽	偶像梦幻祭	叠纸心意	代号鸢	吉伊卡哇
塑唐	叠纸心意	明日方舟	原神	明日方舟
52toys	宝可梦	原神	光与夜之恋	光与夜之恋
变形金刚	明日方舟	宝可梦	三月兽	TOPPS
暴雪	寻找独角兽	塑唐	bilibili	宝可梦

资料来源：文创潮公众号，浪潮新消费公众号，华创证券

注：“米哈游”系 miHoYo 旗舰店，仅售卖“崩坏”系列 IP 产品，而原神、绝区零均有专属旗舰店

5、竞争格局：Top1 稳固，2-10 名未固化

超头部产品优势显著，但竞争格局并未固化。过去 5 年国产二次元游戏产品全球流水 TOP10 榜单中，米哈游《原神》持续排名第一；TOP10 榜单未固化，每年均有 1-4 款新产品进入 TOP10：2023 年米哈游《崩坏：星穹铁道》，2024 年叠纸《恋与深空》、米哈游《绝区零》上线当年（统计口径未满 12 个月）即空降 TOP3，2025 年次新游戏《鸣潮》也跻身 TOP3。新游戏仍有望以高品质及差异化玩法跻身第一梯队。

图表 19 2021-2025 年，国产二次元游戏产品全球移动端（iOS+Googleplay）流水 Top10 变化

流水规模排名	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-9 月
1	原神	原神	原神	原神	原神
2	明日方舟	明日方舟	崩坏：星穹铁道 (NEW)	恋与深空(NEW)	恋与深空
3	阴阳师	幻塔(NEW)	明日方舟	绝区零(NEW)	鸣潮
4	火影忍者	火影忍者	火影忍者	崩坏：星穹铁道	绝区零
5	碧蓝航线	碧蓝航线	碧蓝航线	火影忍者	火影忍者
6	砍公骑冠剑(NEW)	阴阳师	阴阳师	明日方舟	明日方舟

7	崩坏3	光与夜之恋	以闪亮之名(NEW)	鸣潮(NEW)	崩坏：星穹铁道
8	闪耀暖暖	崩坏3	重返未来：1999(NEW)	碧蓝航线	少女前线2：追放(NEW)
9	未定事件簿(NEW)	砍公骑冠剑	光与夜之恋	世界之外(NEW)	碧蓝航线
10	光与夜之恋(NEW)	未定事件簿	幻塔	重返未来：1999	光与夜之恋

资料来源：点点数据，华创证券

注：标注部分系当年上线的新游戏

（二）二次元+开放世界游戏：壁垒极高、回报丰厚的独特品类

“开放世界”品类：游戏工业皇冠上的明珠。其原型来自海外PC、主机端精品游戏，如任天堂《塞尔达：旷野之息》、Bethesda《上古卷轴：天际》、Take Two《GTA5》《荒野大镖客2》、From Software《艾尔登法环》等。研发成本普遍在1亿美元以上，部分可高达10亿美元以上。特点包括：

- 1) **大世界地图**：提供广阔、连续、无需频繁加载的地图供玩家探索，充满可交互的元素（收集材料、随机事件、日常生活经营等）；
- 2) **高自由度**：“所见即所得”，支持玩家自由探索；
- 3) **“量大管饱”的内容**：包括丰富的背景故事、演出化的叙事体验、持续更新的优质内容。

目前，国产二次元开放世界游戏仅跑出米哈游《原神》、库洛游戏《鸣潮》两款，另有完美世界《异环》定档2026年4月上线。该品类结合了海外3A大作的精良品质，以及国内手游行业的持续运营+强商业化，推高流水上限。

二次元+开放世界游戏，有以下三个特点：

1、研发壁垒高：需要成熟团队进行长周期、高投入

二次元开放世界游戏研发门槛高：长周期、高投入。海外开放世界3A大作的研发普遍在1亿美元以上，研发周期在5年以上。而国产二次元开放世界游戏的研发门槛不逊于此，如《原神》2017年立项，2020年9月上线，研发投入1亿美元以上，上线前研发团队规模超过400人，上线后逐步扩展至1000人以上；《鸣潮》研发周期超3年，研发投入或超过10亿元，上线前团队规模约500人，上线后逐步扩展至千人规模。**整体来看，游戏行业中，有充足资金和人才储备、达到二次元开放世界游戏研发门槛的公司相对稀缺。**

图表 20 部分头部开放世界游戏研发成本及研发周期

游戏名称	开发成本（亿美元）	研发商	研发周期（年）	研发团队规模（人）
《侠盗猎车手6（GTA6）》	10+	Take Two	8+	3000
《地平线：西之绝境》	2.12	索尼	5+	300+
《荒野大镖客2》	3+	Take Two	8	2000
《赛博朋克2077》	1.74	CDPR	4.5	5000+
《侠盗猎车手5（GTA5）》	2.7	Take Two	5	近2000
《原神》	1+	米哈游	3+	400+

《鸣潮》	1+	库洛游戏	3+	500
------	----	------	----	-----

资料来源：Gamelook 公众号，触乐公众号，Polygon 公众号，游戏智库公众号，Steam 社区公众号，游戏那点事 Gamez 公众号，腾讯游戏频道公众号，网易雷火 UX 用户体验中心公众号，21 世纪经济报道公众号，游戏葡萄公众号，华创证券

注：各产品的开发成本、研发周期、团队规模数据口径或不完全相同，仅供参考

长周期、高投入的背后，是二次元开放世界游戏庞大的内容量。不同于海外买断制游戏，国产二次元开放世界游戏采取持续运营模式。如《原神》上线 5 年多以来，基本维持每 42 天一个大版本的更新节奏，包括新角色、新地图、新剧情、新活动等的同步推出。

1) 地图面积：截至 2026 年，《原神》上线五年余，已推出七个“国家/地区”的 3D 地图，其地形建筑、人文风貌等各不相同，供玩家持续探索。

图表 21 《原神》地图一角



资料来源：米哈游，华创证券

2) 角色数量及精度：截至 2025 年 7 月，《原神》上线近 5 年以来，上线角色超过 100 个，平均每年推出近 20 个新角色。每个角色均有独立的 3D 美术设计、战斗方式和剧情塑造。

图表 22 《原神》上线不到 1 年即推出 32 个角色



资料来源：游戏葡萄公众号，华创证券

图表 23 《原神》“芙宁娜”角色建模及动作模组



资料来源：B 站《原神》官方账号，华创证券

3) **剧情时长**: 据 B 站实况视频统计, 截至 2026 年 1 月“月之四”版本,《原神》仅主线剧情时长已累计超过 90 个小时, 超过《荒野大镖客 2》(剧情时长约 50 小时) 等海外开放世界 3A 游戏。

图表 24 《原神》主线剧情预计超过 90 个小时



【原神】主线剧情合集, 更新至月之四【如果在冬夜, 一个旅人】【...】
UP 老沃柑 · 2025-12-19

图表 25 《荒野大镖客 2》主线剧情预计 50+小时



【完结】老戴《荒野大镖客2》这不是一款游戏, 是一种生活方式 完...
UP 老戴在此 · 2018-10-26

资料来源: 哔哩哔哩, 华创证券

注: 截至 2026 年 1 月

资料来源: 哔哩哔哩, 华创证券

注: 截至 2026 年 3 月

庞大的游戏内容量与较高的更新频率, 对团队的研发能力提出严苛的要求:

1) **地图编辑和性能优化能力**: 开放世界的“开放”不仅是面积的扩张, 更是内容密度的指数级增长。二次元风格要求每一个场景都具备能让玩家“打卡”级别的构图, 因此对研发团队的地图编辑、性能优化能力提出了极高的要求。例如, 米哈游创始人蔡浩宇在 2021 年 GDC 分享中提到, 在进行《原神》场景设计时, 项目组为地形、草地、岩石、树木、天气等定制了独特的生产管线, 使得 3D 场景既能够批量生产, 又可保持一致的动漫美术风格。

图表 26 以《原神》为例: 开放世界游戏的场景设计, 需要独特的生产管线



资料来源: 游戏葡萄公众号, 华创证券

2) 角色美术与高精度建模能力：角色是二次元游戏的灵魂，而开放世界环境对角色资产的质量要求远超传统 RPG。

建模精度层面，角色 3D 建模的“面数”是衡量建模精细程度的标准之一，而头部二次元游戏角色建模面数已从 2016 年《崩坏三》的 1.5 万面，提升至《鸣潮》、《明日方舟：终末地》的 8-10 万面。

研发管线层面，据米哈游创始人蔡浩宇 2021 年 GDC 分享，为了让 3D 角色建模 1: 1 还原 2D 设计稿、动态光照下保持动画级的美感，团队专门为角色面部制作了手绘阴影蒙版，会根据主光源的方向进行自动调整。据 Gamelook 公众号引述库洛游戏 2025 年校招资料，《鸣潮》中单个角色的研发周期超过 400 天，角色相关的策划职能分工达 8 种以上，单个角色相关的需求数量超过 100 个，调整优化次数超过 200 次。

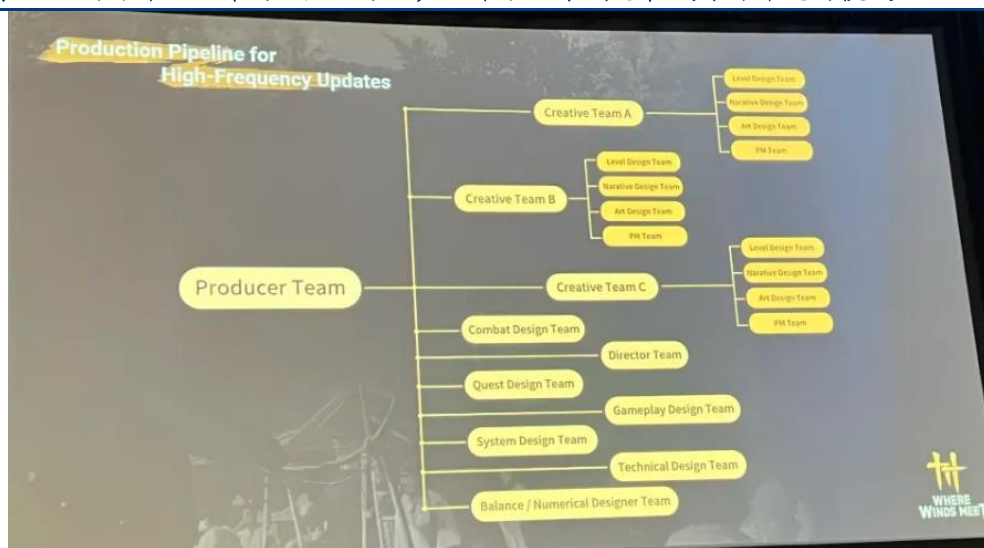
图表 27 以《原神》为例：开放世界游戏的角色设计，需要独特的生产管线



资料来源：游戏葡萄公众号，华创证券

3) 庞大团队的并行研发能力：据《原神》原制作人采访，在维持每 42 天更新一个大版本的背后，每个大版本的开发周期长达一年时间，以此推断，研发团队长期保持着**同步开发多个版本的节奏**。据同为开放世界品类的《燕云十六声》制作人 2026GDC 分享，为保障内容产出的频率和质量，团队中分出**三条创意管线并行**，每条管线包含独立的关卡、叙事、艺术及 PM 团队，其他的关键内容设计团队（如战斗、导演、技术策划等）会作为独立团队，与三条创意管线合作，完成对应版本的设计内容。在数百上千人的大型团队中进行并行研发，对团队的磨合程度及组织效率提出了较高的要求。

图表 28 同为开放世界的《燕云十六声》采取三条创意管线并行开发的模式



资料来源：游戏葡萄公众号，华创证券

4) 研发“软实力”：对泛二次元用户群体的深度理解。在复杂的工业化流程之外，更难以被量化衡量，但对于产品成功而言同样重要的，是项目组对于“二次元”用户群体需求的深刻洞察，以从游戏设计的各个方面满足其需求。举例来看，角色设计方面，在传统 RPG 游戏中，角色的战斗力强弱往往由底层的数学逻辑和机制设计决定（如为平衡玩家的对战体验，设计坦克、输出、辅助/治疗等多个职业）；而在二次元游戏中，玩家付费的核心驱动力来自于对角色的情感投射，因此角色的战斗力设计还需要与“人设”匹配。如《原神》上线初期，玩家曾因角色“钟离”的战斗性能与其“代表中华文化的武神”形象不符，而引起国内社区内的舆论争议；后续米哈游团队罕见地于角色上线 20 天后推出新版本，对其进行重做加强，使得此次争议得到解决。因此，二次元游戏研发经验丰富的团队，有望积累更为深厚的用户理解，从而提升后续产品的成功概率。

图表 29 基于用户反馈，《原神》对角色“钟离”进行重做加强

关于钟离相关问题的说明

发布时间 2020/12/07

亲爱的旅行者们，你们好。

最近，我们陆续收到旅行者对钟离相关问题的反馈。最早从线下测试开始，开发组就持续高度关注着钟离角色的表现，我们对大家的反馈进行了分析和整理，并进行了多轮内部讨论。十分抱歉，由于我们回应较晚，给大家带来了不好的感受。其实在钟离角色正式上线后，不管是大家在社区的相关讨论，还是游戏内获取、培养以及实际使用钟离的情况，我们都在从各个维度持续关注和跟踪着这件事。

.....

在属性培养方面，不同于追求伤害属性的角色，钟离是一个以生命值为主要收益属性的角色。生命值对钟离技能的加强，大多是生存能力的提升。比起强大的输出能力，钟离起到的更多效果是在各种伤害环境中，给玩家带来稳定与安全。

所有针对关卡、大世界、系统乃至角色本身的调整，我们都会基于角色战斗数据、用户反馈和角色设定综合评估的结果，谨慎判断并合理制定方案。目前，关于钟离的深入分析已在进行中。在未来的版本中，我们还会根据分析结果持续评估和打磨，让每一位旅行者喜爱的角色都有发挥能力的舞台，还请各位旅行者继续保持耐心等待。

此外，在旅行者的反馈中，我们也发现当前的钟离角色的确存在 bug，钟离激活命之座第 2 层「石右：八荒耀玉而明」后，施放元素爆发时有概率无法触发元素共鸣「坚定之岩」的伤害提升效果。现技术人员正在修复中，预计将在 2020/12/10 的更新中进行修复并发放相应补偿。

资料来源：原神官网，华创证券

2、流水体量大：头部产品流水可达百亿量级

据点点数据，仅统计全球移动端 iOS+Google play 口径流水：与同为二次元题材的其他游戏品类相比，二次元开放世界品类（《原神》、《鸣潮》）流水占比、单款产品流水体量均为最高。其中：

《原神》：据点点数据，《原神》2022 年全球 iOS+Googleplay 口径流水达到 124 亿元，其中未包括国内移动安卓端、全球 PC 及主机端流水。据竞核估算，《原神》2023 年全球实际流水在 300 亿元以上。

《鸣潮》：据点点数据，《鸣潮》2025 年全球 iOS+Google play 口径流水为 26 亿元，其中未包括国内移动安卓端、全球 PC 及主机端流水。2024 年 11 月，腾讯控股通过旗下公司增持《鸣潮》研运方库洛游戏，成为其控股股东。并表后，据腾讯控股 2025 年业绩公告，其本土市场、国际市场游戏收入 2025 年同比分别增长 18%/33%，《鸣潮》对其业绩增长产生重要贡献。假设《鸣潮》2025 年全球移动端流水为 38 亿元，全球 PC 及主机端流水占比 50%，则全球实际流水预计约为 76 亿元。

图表 30 二次元赛道中，开放世界品类（《原神》、《鸣潮》）的流水占比、单款产品流水均最高

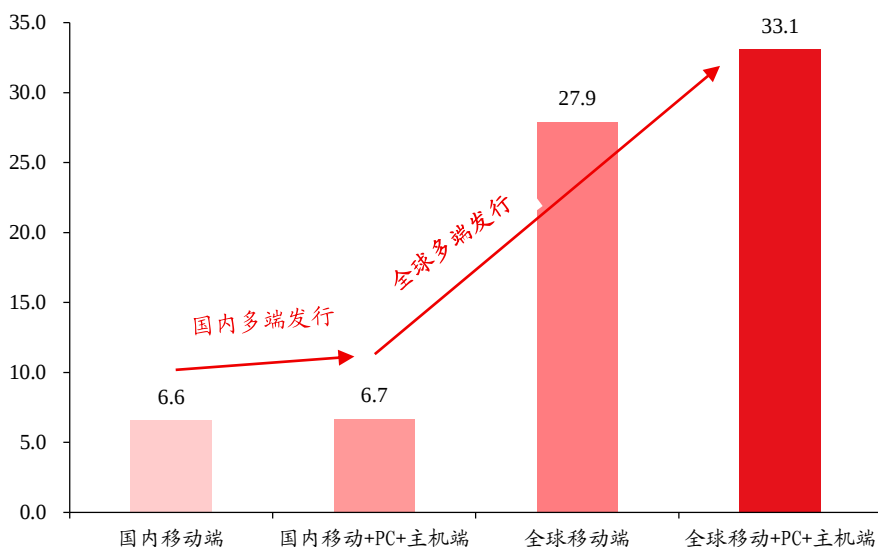


资料来源：点点数据（仅全球 iOS+GooglePlay，不包括国内移动安卓端、全球 PC 及主机端流水），华创证券

为什么成功的二次元开放世界游戏流水下限、上限均较高？

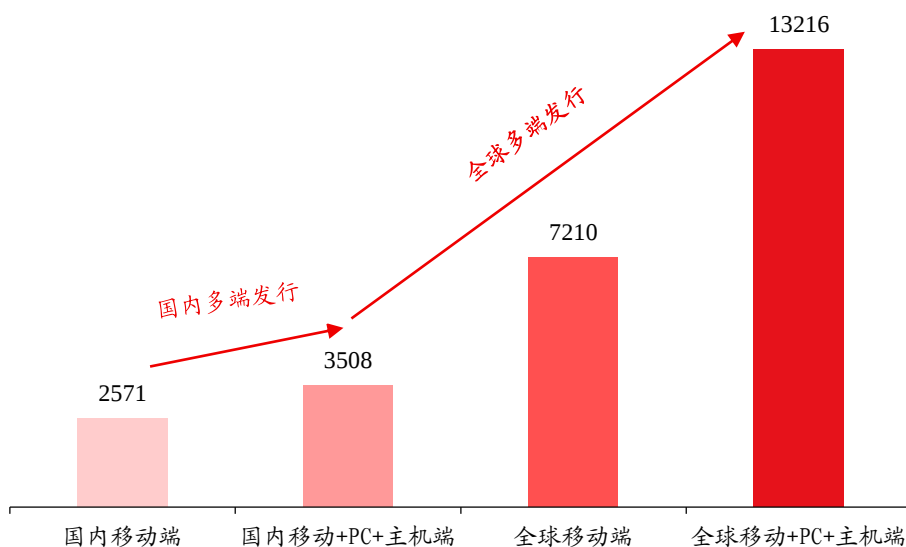
全球多端发行带来的规模优势：全球、多端上线的游戏，相较于仅在国内上线的游戏，可触达的用户和市场规模均扩大 4 倍以上。1) **用户规模：**据 Newzoo 预测，2023 年全球游戏用户规模达 33 亿，是国内手游用户规模（伽马数据口径，6.6 亿）的 5 倍。2) **市场规模：**据 Newzoo 预测，2025 年全球游戏市场规模 13216 亿元（其中移动端 7210 亿元、PC 端 2793 亿元、主机端 3213 亿元），是国内手游市场规模（伽马数据口径，2571 亿元）的 5 倍以上。

图表 31 全球、多端发行，有望触达全球 33 亿游戏用户（亿人，2023 年口径）



资料来源：伽马数据，Newzoo，华创证券

图表 32 全球、多端发行，有望触达全球 13216 亿元市场规模（亿元，2025 年口径）



资料来源：伽马数据，Newzoo，华创证券

《原神》《鸣潮》两款二次元开放世界游戏均选择全球、多端发行。其中《原神》于 2020 年 9 月全球同步上线 PC、移动、PS4 端，2021 年 4 月上线 PS5 平台，2024 年 11 月上线 Xbox，是全球首批多端同步上线的游戏。《鸣潮》于 2024 年 5 月上线全球移动端、PC 端，并于 2025 年 1 月上线 PS5 平台。两款游戏均凭借优异品质，获得商业化与口碑的双赢。

1) 移动端：I) 对于手游用户，游戏品质优势凸显：在 PC 及主机端上足以与海外 3A 大作媲美的游戏品质，对其他移动端游戏形成“降维打击”，提升玩家付费意愿。《原神》于 2021 年获得有“游戏界奥斯卡”之称的 TGA “最佳移动游戏”，系国产原创 IP 游戏首次获得该奖项；《鸣潮》也于 2024-2025 年连续提名 TGA 最佳移动游戏奖项。

II) 对于 PC 及主机游戏用户，填充玩家的碎片化时间：考虑到多数 PC 及主机端游戏玩家，同时也是移动端游戏用户，手机端《原神》《鸣潮》也有助于该类玩家利用碎片化时

间体验轻度玩法（如做每日任务等），提升用户时长。

图表 33 《原神》获 2021 年 TGA 最佳移动游戏



资料来源：TGA 官网，华创证券

图表 34 《鸣潮》获 2024 年 TGA 最佳移动游戏提名



资料来源：鸣潮官方公众号，华创证券

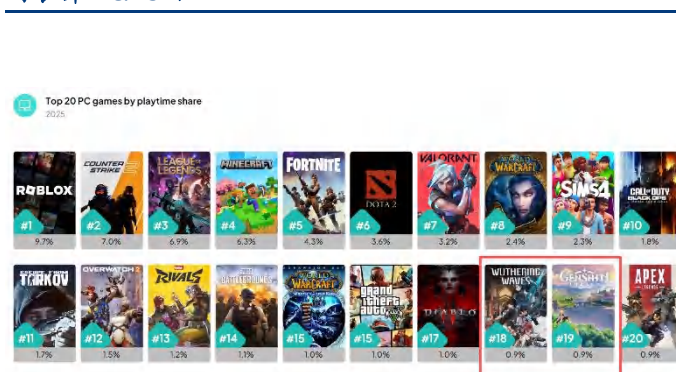
2) PC 端：据 Newzoo 2022 年数据，《原神》当年位列全球 PC 端游戏 MAU 第 18 名，超过《Dota2》、《魔兽世界》；2025 年数据，《鸣潮》《原神》分别位列全球 PC 端游戏时长第 18/19 名，高于《Apex》。

图表 35 《原神》位列 2022 年全球 PC 端游戏 MAU 第 18 名

Average MAU in 2022 - PC only			
Rank	Game	Platforms	Release Date
1	ROBLOX	ROBLOX	2006
2	Minecraft	Minecraft	2011
3	Fortnite	EGS	2017
4	The Sims 4	Origin, Steam, EGS	2014
5	Call of Duty: Modern Warfare II/Warzone 2.0	Steam, Battlenet	2022
6	League of Legends	Riot	2009
7	Counter-Strike: Global Offensive	Steam	2012
8	Valorant	Riot	2020
9	Grand Theft Auto V	Steam, EGS, Rockstar	2013
10	Call of Duty: Modern Warfare/Warzone	Battlenet	2019
11	Overwatch 1 & 2	Battlenet	2016
12	Apex Legends	Steam, Origin	2019
13	Rocket League	EGS	2015
14	Fall Guys	EGS	2020
15	Destiny 2	Steam, EGS	2017
16	Tom Clancy's Rainbow Six: Siege	Steam, EGS, Uplay	2015
17	Cyberpunk 2077	Steam, EGS	2020
18	Genshin Impact	EGS, Hoyoverse	2020
19	Dota 2	Steam	2013
20	World of Warcraft	Battlenet	2004

资料来源：Newzoo，华创证券

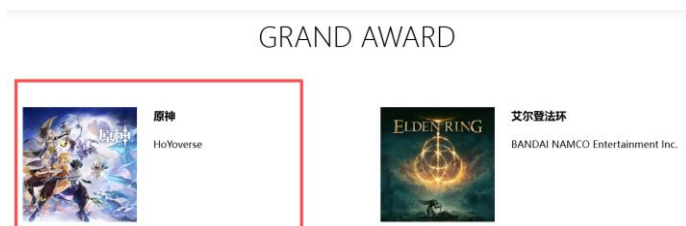
图表 36 《鸣潮》《原神》位列 2025 年全球 PC 端游戏时长第 18/19 名



资料来源：Newzoo，华创证券

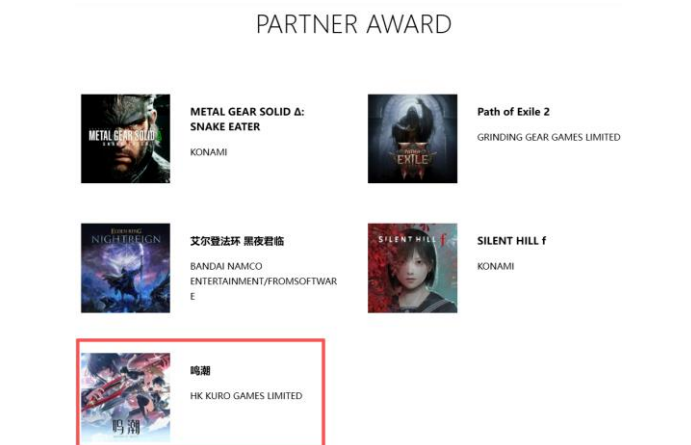
3) 主机端：《原神》于 2021/2022/2023 年连续三年获得索尼 PS 年度游戏大奖（GRAND AWARD），其中 2022 年与《艾尔登法环》共同获选，后者 2022 年前三季度 PS 端销售额预计近 30 亿元。《鸣潮》于 2024 年获得索尼 PS 年度合作伙伴奖（PARTNERS AWARD）。该两项奖项的评选标准，均与游戏在索尼 PS 平台上部分地区的流水/销售直接相关。

图表 37 《原神》2022 年获索尼 PS 年度游戏大奖



资料来源：索尼，华创证券

图表 38 《鸣潮》2024 年获索尼 PS 年度合作伙伴奖

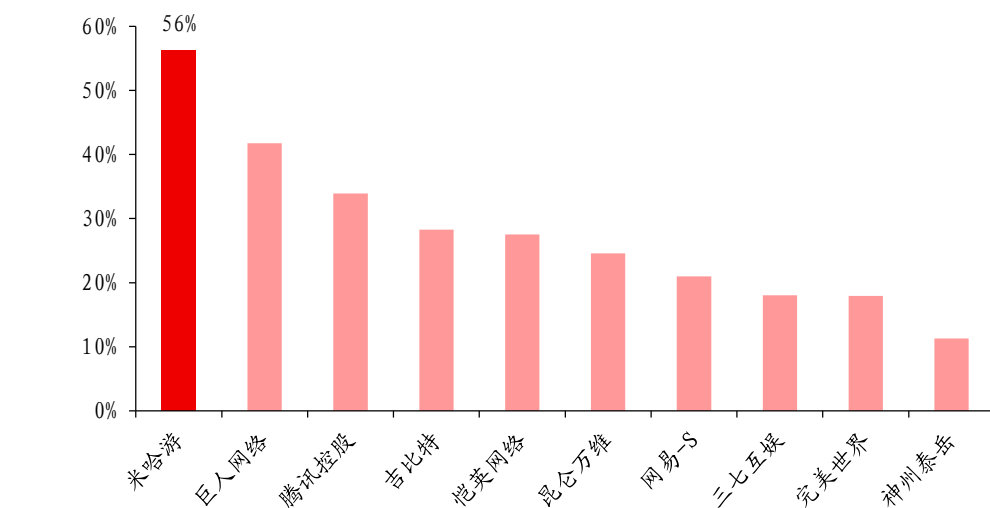


资料来源：索尼，华创证券

3、利润率高：优质内容的强议价能力压缩成本、费用率

《原神》2022 年净利润率预计高于 50%。据《光明日报》，上海米哈游网络科技有限公司 2022 年主营业务收入 273.4 亿元，净利润 161.45 亿元，对应净利润率高达 59%；据 MiniMax 招股书，米哈游 2022 年国内市场收入近 300 亿元，净利润超过 160 亿元，对应净利润率约为 53%。考虑到《原神》为 2022 年米哈游收入主要来源，预计该产品 2022 年净利润率高于 50%。

图表 39 米哈游 2022 年净利润率预计 50%+，高于多数游戏上市公司



资料来源：光明日报，MiniMax 招股书，华创证券

注：非上市公司（米哈游）采取净利润率口径，上市公司采取归母净利润率口径

高利润率的背后：

1) 渠道抽成比例低：移动、PC 端以官服为主。作为强内容型游戏，头部二次元开放世界游戏以官服为主，对传统分发渠道的依赖度较低。如《原神》2020 年上线时，国内移动端除官网之外的首发平台仅有 AppStore、B 站，以及零分成平台 TapTap 与好游快爆，PC 端则仅上线官网。此外，2026 年 2-3 月苹果、谷歌相继下调抽成比例、放宽外链跳转

及第三方支付政策，也有望推动《原神》《鸣潮》等海外移动端渠道分成比例长期收窄，利润率进一步提升。

图表 40 移动端、PC 端、主机端主要渠道抽成比例，及《原神》《鸣潮》上线情况

平台	渠道	抽成比例	备注	《原神》上线情况	《鸣潮》上线情况
移动端	安卓端官网下载	0%	-	2020 年首发上线	2024 年首发上线
	TapTap	0%	-	2020 年首发上线	2024 年首发上线
	AppStore	<30%	多地区降至 30%以下/ 支持跳转外链	2020 年首发上线	2024 年首发上线
	Googleplay	<30%	多地区降至 30%以下/ 支持跳转外链	2020 年首发上线	2024 年首发上线
	Bilibili	50%	-	2020 年首发上线，设专属服务器	2024 年首发上线，设专属服务器
	硬核联盟等国内安卓渠道	<=50%	部分渠道对特定游戏分成比例降至 30%	部分上线，且不设渠道服，均为官服	部分上线，且不设渠道服，均为官服
PC 端	官网下载	0%	-	2020 年首发上线	2024 年首发上线
	Epic Games	12%	-	2021 年 6 月上线	2024 年首发上线
	Steam	20%-30%	-	未上线	2025 年 4 月上线
	WeGame	30%	-	未上线	2024 年首发上线
主机端	索尼 PS	30%	-	2021 年 4 月上线	2025 年 1 月上线
	Xbox	30%	-	2024 年 11 月上线	未上线
	Nintendo shop	30%	-	未上线	未上线

资料来源：TapTap 公众号，Gamelook 公众号，界面新闻公众号，游戏那点事 Gamez 公众号，蓝鲸科技公众号，触乐公众号，机核公众号，各平台，华创证券

2) 销售费用率低：全生命周期角度，对买量依赖度较弱。二次元开放世界游戏社交属性较弱，主要以高品质内容吸引用户，对传统买量的依赖度相对较低。

I) 传统买量：上线初期及周年庆活动进行买量，且控制投放规模。《原神》：据 Dataeye 数据，2020 年《原神》上线首年，在信息流买量上投入较小，上线当日达到投放峰值，也不过日投 285 组素材，远远低于头部买量产品动辄日均 3-4000 组的投放规模。《鸣潮》：据 Dataeye 数据，2024 年 1-10 月国内流水 Top30 的移动端新游中，《鸣潮》图片素材投放数量为列第 26，视频素材投放数量排名第 9，排名相对其他大体量游戏较低。

图表 41 2024 年 1-10 月国内流水 TOP30 新游&投放素材量（DataEye 口径）

游戏名称	图片素材（万组）	视频素材（万组）
向僵尸开炮	100	43
野兽领主：新世界	33	51
无尽冬日	25	9
三国：谋定天下	17	12
最强祖师	12	17
浮生忆玲珑	12	4.7

荒野迷城	12	10
时光杂货店	10	3.5
斗罗大陆：史莱克学院	9.5	15
冒险大作战	9	6.6
剑与远征：启程	8.9	8.2
西游：笔绘西行	8.3	5.7
地下城与勇士：起源	8	16
仙境传说：爱如初见	5.7	7.6
龙族：卡塞尔之门	4.5	3.7
世界启元	4.3	2.8
永劫无间	3.7	32
恋与深空	3.3	5.8
星球：重启	2.6	3.6
三角洲行动	2.1	11
出发吧麦芬	1.9	2.7
绝区零	1.8	22
女神异闻录：夜幕魅影	1.8	4
白荆回廊	1.8	4.3
萤火突击	1.8	23
鸣潮	1.7	15
射雕	1.5	1.3
极品飞车：集结	1.2	4.8
世界之外	1.1	2.8
心动小镇	0.05	0.16

资料来源：DataEye 游戏观察公众号，华创证券

II）品牌营销：全球线上 KOL+线下强曝光相结合

i) 在重视实体广告的海外市场，通过大规模投放户外广告实现强曝光。如《原神》2020 年上线前后，在国内北上广深等一线城市，以及海外日本秋叶原、美国时代广场、意大利米兰大教堂等多个标志性地点铺设巨幅广告；并瞄准当地漫展文化，在纽约、洛杉矶、法国以及多伦多 Anime North 漫展等重要漫展上，频繁占据中心展位。据公众号“广告狂人”测算，《原神》上线后 2 年在日本秋叶原的一些固定广告位投入超过 5000 万元。《鸣潮》2024 年 5 月上线前后，也在美国、日韩等重点商圈进行大规模线下宣传展示。

图表 42 《原神》上线前日本秋叶原铺量广告



资料来源：广告狂人公众号，华创证券

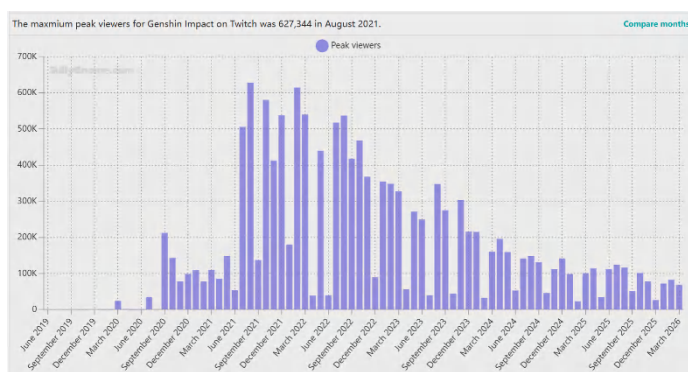
图表 43 《鸣潮》上线初期日本秋叶原铺量广告



资料来源：广大大出海笔记公众号，华创证券

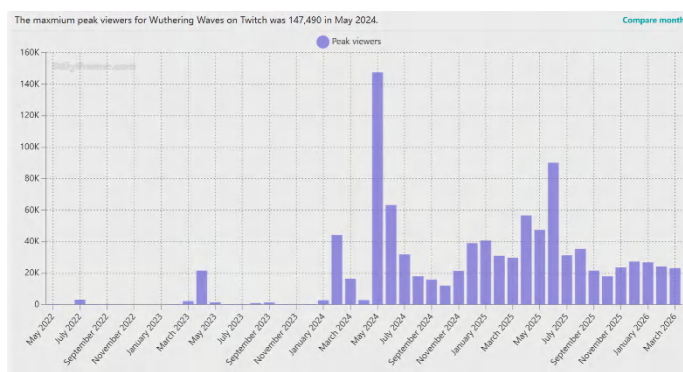
ii) 线上方面，合作知名 KOL、建立二创生态，提升全球社媒平台影响力。《原神》《鸣潮》在上线初期及重要版本更新节点，均在国内 B 站、抖音，海外 Youtube、Twitch、X、Discord、Reddit、TikTok 等多平台进行内容向宣发，包括开启创作者激励计划、与头部 KOL 合作，推动各平台热度大幅提升，将游戏影响力从核心二次元群体推广向泛用户。

图表 44 《原神》Twitch 直播峰值观看人数趋势



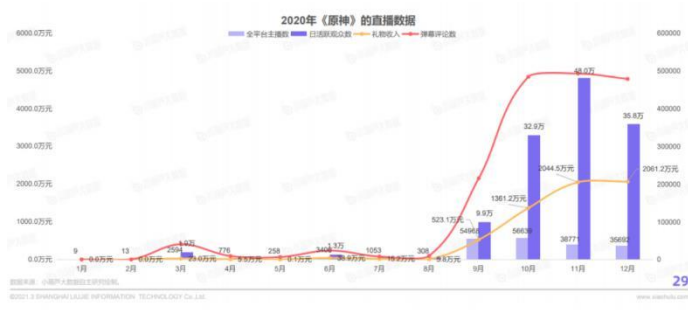
资料来源：Sullygnome，华创证券

图表 45 《鸣潮》Twitch 直播峰值观看人数趋势



资料来源：Sullygnome，华创证券

图表 46 2020 年《原神》国内直播热度趋势



资料来源：小葫芦大数据公众号，华创证券

图表 47 2020 年《原神》国内手游直播热度位列 Top4

游戏名称	日活跃观众数	主播数	礼物收入	礼物数	日均送礼人数	弹幕评论数	直播累计时长(年)
王者荣耀	255.7万	659.3万	20.38亿	50.09亿	25.4万	59.29亿	10,151
和平精英	167.0万	385.0万	10.60亿	25.01亿	21.0万	31.68亿	4,893
CF手游	12.3万	23.9万	0.58亿	1.23亿	0.5万	2.03亿	566
原神	10.8万	13.1万	0.61亿	0.41亿	0.6万	1.77亿	457
QQ飞车手游	8.1万	7.9万	1.21亿	1.72亿	1.0万	2.69亿	267
第五人格	5.8万	8.2万	0.61亿	1.29亿	0.6万	1.26亿	229
明日之后	5.8万	35.0万	0.53亿	1.80亿	0.8万	1.96亿	304
排球大作战	5.3万	11.1万	0.43亿	0.43亿	1.1万	1.16亿	138
迷你世界	3.9万	17.3万	0.26亿	0.69亿	0.5万	0.97亿	183
使命召唤手游	1.4万	7.1万	0.03亿	0.03亿	0.0万	0.17亿	54

资料来源：小葫芦大数据公众号，华创证券

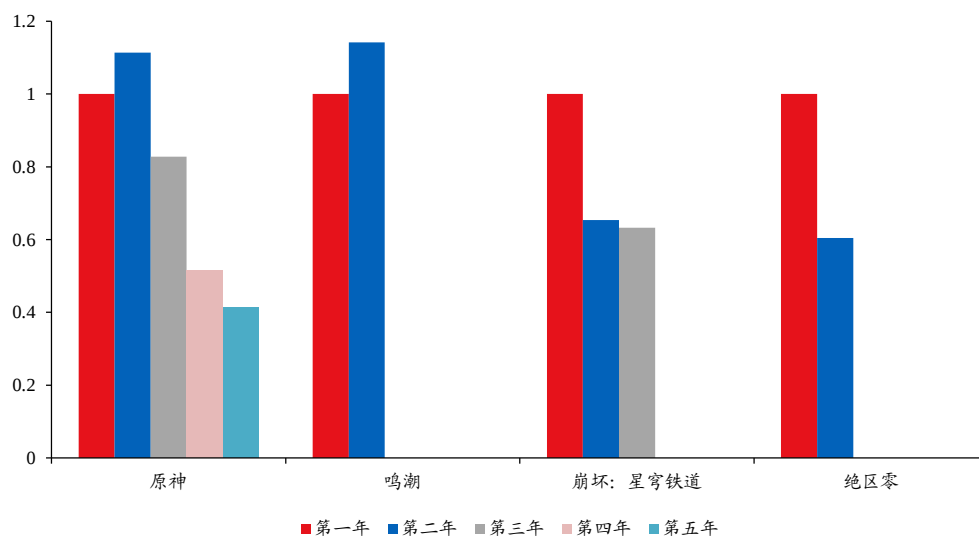
4、生命周期长：次年流水逆跌，长期塑造“主题公园式”体验

头部二次元游戏生命周期较长，其中《原神》《鸣潮》流水均在第二年实现逆跌。据点点数据，对比 4 款头部二次元游戏上线后的移动端逐年月均流水，我们发现开放世界玩法的《原神》《鸣潮》上线后第二年月均流水均实现逆跌。

其中：1)《原神》上线前三年流水相对稳定高位，第四年后逐步下滑（部分受 2023 年同为米哈游出品的《崩坏：星穹铁道》上线形成分流），截至 2025 年平均月流水为 2021 年的 41%水平，预计仍有年化 100 亿以上规模。

2)《鸣潮》2024 年 5 月上线，上线后第二年（因未到整年，仅计算 2025 年 6 月-2025 年 12 月的月均流水）同比第一年增长 14%，且在 2026 年 2 月推出的 3.1 版本推出人气角色“爱弥斯”后，版本首日流水创历史新高。

图表 48 《原神》《鸣潮》移动端上线前 2 年，月均流水均呈现爬坡趋势



资料来源：点点数据，华创证券

注：以第一年数据为基准，其中《原神》因 2020 年 9-12 月缺乏数据来源，故以 2021 年作为上线第一年

背后原因系：1) 两款游戏的首发“基数”较低：其中《原神》作为首款二次元+开放世界游戏，上线首年仍处于争议及摸索期，次年产能稳定后“稻妻”大版本推出，在全球范围内实现进一步破圈；《鸣潮》上线初期也遇到优化效果及剧情争议，在 2025 年 1 月 2.0 版本后游戏品质全面迭代升级，实现口碑及商业化成绩大幅回升。

2) 开放世界玩法塑造“主题公园”式体验，随地图更新拉长生命周期：对于开放世界二次元游戏，新版本的推出往往伴随着大规模的地图更新，包括全新的地形地貌、生态系统和解谜机制，如《原神》2.0 “稻妻”版本的日式风格，《鸣潮》2.0 “黎那汐塔”的海滨城邦，均与 1.0 版本形成较大差异化，吸引老用户回流并促进拉新。

图表 49 《原神》《鸣潮》通过大版本焕新拉长生命周期



资料来源：《原神》、《鸣潮》游戏截图，华创证券

二、《异环》：有望成为新一代二次元开放世界头部产品

（一）完美世界旗下苏州幻塔工作室：品类研发实力行业领先

苏州幻塔工作室：国内 Top3 游戏公司出身，研发积淀深厚。《异环》研发方为完美世界旗下苏州幻塔工作室，核心团队成员出身于苏州蜗牛游戏。蜗牛游戏曾是 2010 年代国内头部游戏研发商，旗下“九阴工作室”研发的《九阴真经》系国内首款大世界沙盒+MMO 游戏，“黑金工作室”研发的《太极熊猫》2015 年 1-11 月位列国内手游流水第九名。据游戏新知，蜗牛游戏 2016 年 1 月国内移动端流水位列全国第三，仅次于腾讯、网易。自 2018 年提交招股书但上市未果后，蜗牛游戏国内团队陆续出走。其中由原“黑金工作室”负责人张御创立的“苏州循塔”（后更名为苏州幻塔）于 2018 年底被完美世界收购。

图表 50 苏州蜗牛游戏 2016 年 1 月国内流水位居前三

公司排行榜			
iOS - 游戏 - 中国 - 2016年1月			
#	收入排行	总部	应用
1	Tencent (腾讯)	=	251
2	NetEase (网易)	=	198
3	Snail Games (游戏蜗牛)	=	22
4	Supercell	=	4
5	Duoyi (多益网络)	▲2	12
6	Happy Elements (乐元互动)	=	32
7	Elex Technology (智明星通)	▼2	36
8	KingNet (恺英网络)	=	23
9	Youzu (游族)	=	10
10	Kunlun (昆仑万维)	▲41	90

资料来源：游戏新知公众号，华创证券

图表 51 《太极熊猫》15 年 1-11 月国内流水排名前九

收入排名	开发商名称	代表游戏	国家
1	腾讯	《全民突击》	中国
2	网易	《梦幻西游》	中国
3	多益网络	《神武 2》	中国
4	Supercell	《部落冲突》	芬兰
5	掌趣科技	《拳皇 98 终极之战》	中国
6	乐元互动	《开心消消乐》	中国
7	完美世界	《神雕侠侣》	中国
8	龙图游戏	《刀塔传奇》	中国
9	本公司	《太极熊猫》	中国
10	智明星通	《列王的纷争》	中国

资料来源：蜗牛数字招股书，华创证券

2021 年推出首款二次元大世界 MMO《幻塔》。2018 年被完美世界收购后，苏州幻塔工作室的首款游戏为二次元大世界 MMO 游戏《幻塔》，其于 2021 年 12 月上线国内，由完美世界发行，首月流水近 5 亿元；2022 年 8 月上线海外，大部分地区由腾讯发行，获得 TGA 2022 年最佳移动游戏提名。截至 2022 年底，《幻塔》全球累计流水超过 30 亿元。

图表 52 《幻塔》：国内领先的二次元大世界 MMO 游戏



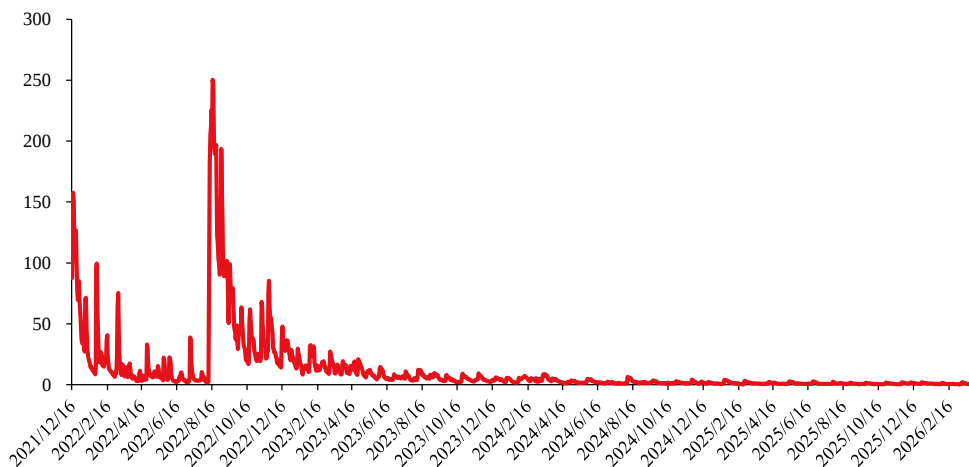
资料来源：幻塔官方公众号，游戏葡萄，华创证券

如何看待《幻塔》的商业化成绩？

1) 从生命周期看，《幻塔》流水持续性较弱。据点点数据，《幻塔》2023/2024 年月均流水分别降至 2022 年的 28%/8%。背后原因主要系，重内容、聚焦角色塑造的二次元题材，与《幻塔》重数值、重社交的核心 MMO 玩法形成一定冲突，影响玩家的长期留存及付

费意愿。叠加流水占比较高的海外地区由腾讯发行，长期来看对完美世界的业绩贡献较为有限。

图表 53 《幻塔》移动端流水趋势（仅 iOS+GooglePlay，万美元）



资料来源：点点数据，华创证券

2) 从研发管线看，《幻塔》为团队积累了二次元+开放世界的研发经验。作为《原神》之后的第一批二次元大世界游戏，《幻塔》验证了苏州幻塔团队领先于市场的研发实力，同时为后续开发《异环》积累了经验。与相似题材的竞品相比，《异环》研发节奏较快、团队人效预计较高（截至 2025 年 11 月不到 400 人），或也与《幻塔》积淀的可复用素材及研发管线有关。

（二）《异环》拆解：基于高游戏品质，凸显差异化体验

1、世界观：差异化的都市幻想题材，具备先发优势

对于重内容的二次元开放世界游戏，题材（包括世界观设定、美术风格等），是构建“虚拟世界”的基石，也是决定玩家“第一眼印象”的门面。其中：《原神》作为品类开创者，采取的是“田园牧歌式”的奇幻题材，色彩明亮鲜艳、卡通感较强；《鸣潮》则采取“末日启示录”的奇幻世界观设定，美术风格饱和度较低、写实感较强，首发地图“瑠璃”具有明显的末日废土风格。而《异环》则采用截然不同的“都市幻想”世界观，首发地图“海特洛市”采取夜幕中霓虹闪烁的“赛博朋克”美术风格，与同赛道产品形成较大差异化，对二次元玩家形成视觉冲击。

图表 54 《异环》的题材与世界观设定与《原神》《鸣潮》形成较大差异化



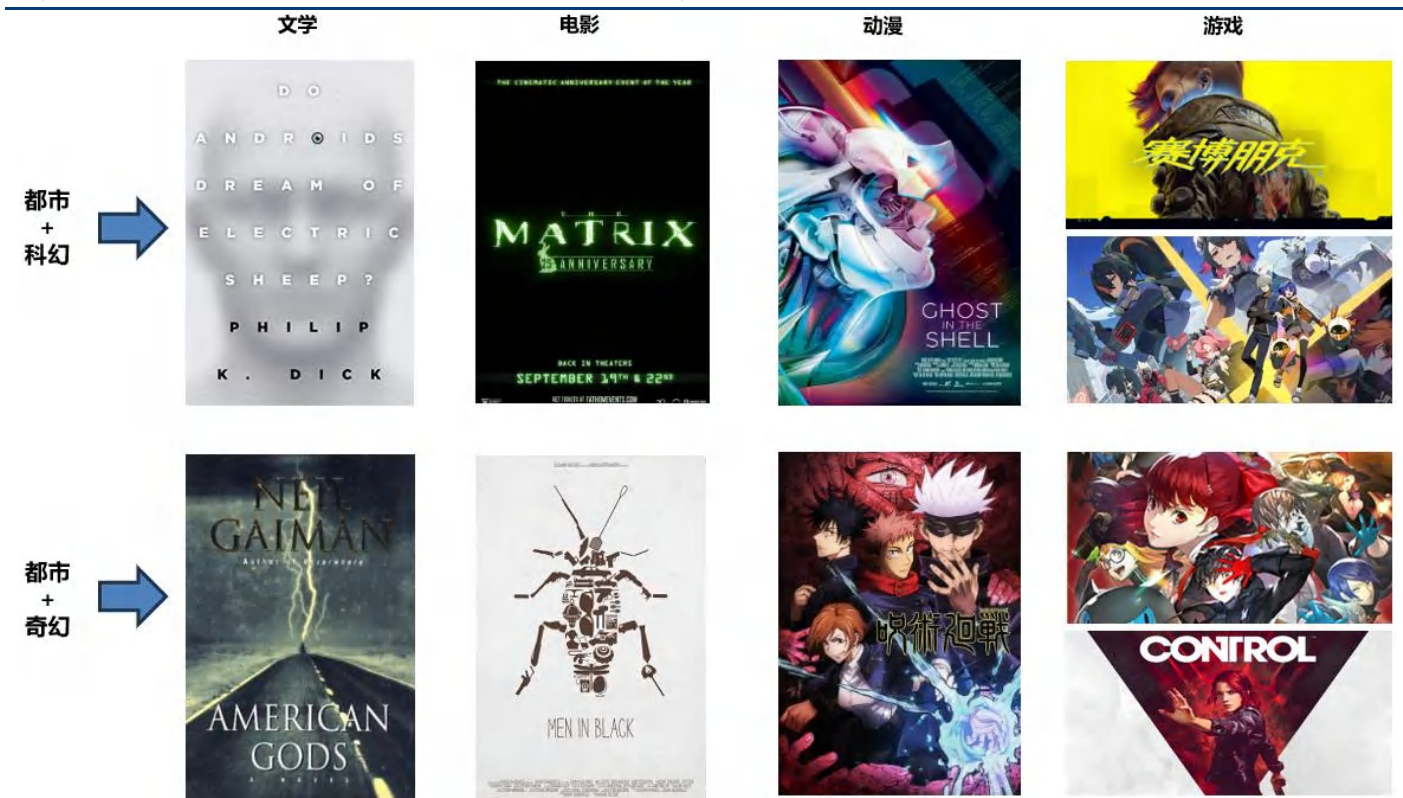
资料来源：《原神》，《鸣潮》，《异环》，华创证券

都市幻想题材：延展性强、具有强大号召力的全球流行文化。从科幻文学作品（代表性作品包括菲利普·迪克《仿生人会梦见电子羊吗？》、尼尔盖曼《美国众神》等），到好莱坞大片，以及日本、美国的动画长篇，“都市幻想”题材历经数十年，已形成全球性的流行文化。其包容度较高，可分为：**1）都市+科幻题材**，代表性作品包括《攻壳机动队》动漫系列（1995 年推出，全球 DVD 销量数百万计）、《黑客帝国》电影系列（总票房约 16 亿美元）；**2）都市+奇幻题材**，代表性作品包括《黑衣人》电影系列（总票房近 20 亿美元）、《咒术回战》动漫（漫画累计销量过亿册）等。

在游戏行业，都市幻想题材也孵化过多款长生命周期的爆款系列产品。其中日本世嘉自 90 年代起推出的《女神异闻录》系列（都市+怪谈风格），截至 2024 年全球销量突破 2350 万份。2020 年由波兰游戏公司 CDPR 推出的 3A 大作《赛博朋克 2077》，则验证了都市+科幻风格的受众之广泛：截至 2025Q3，其全球销量突破 3500 万份。

从用户角度，二次元游戏用户对都市幻想题材接受度较高，而后者受众更为广泛，有望助力新游向泛二次元用户、都市幻想题材爱好者群体进行扩圈。

图表 55 都市幻想风格：延展性强，爆款内容积淀深厚



资料来源：豆瓣、Bilibili、世嘉、Gamelook，华创证券

多款新品锚定“都市幻想”题材，《异环》具备先发优势。都市幻想题材全球受众范围广、久经商业化验证，且可延展性强，与需要不断扩充地图的开放世界品类契合度高，有望成为下一个二次元开放世界游戏“风口”。因此，多家头部厂商新作均锚定这一题材，除完美世界《异环》外，还包括网易《无限大》、米哈游《Varsapura》。

而从研发进度上看，《异环》于 2024 年 7 月首发 PV，后续已完成三轮测试，并定档 2026 年 4 月上线，显著领先于两款竞品。相较之下，网易《无限大》首发 PV 较早（2023 年 8 月），但测试进度较缓慢（公开进行招募的仅包括 2025 年 1 月的线下技术性测试，及 2025 年 9 月 TGS 线下 30 分钟试玩），尚未进行大规模公开测试；米哈游《Varsapura》

2025 年 12 月首发 PV，尚未进行公开招募的测试。

图表 56 《异环》相较竞品具备先发优势

游戏名称	《异环》	《无限大》	《Varsapura》
研发商	完美世界	网易	米哈游
游戏类型	二次元开放世界	二次元开放世界	二次元开放世界（偏写实画风）
题材	都市幻想	都市幻想	都市幻想
首发 PV 时间	2024 年 7 月	2023 年 8 月	2025 年 11 月
测试/上线进程	2024 年 11 月一测； 2025 年 6 月二测； 2026 年 2 月三测； 2026 年 4 月全球上线	2025 年 1 月线下技术测试； 2025 年 9 月 TGS 线下 30 分钟试玩	尚未进行公开招募的测试
			

资料来源：Bilibili，异环官方公众号，TapTap 服务号公众号，游戏葡萄公众号，华创证券

2、引擎：UE5.5 拉高画质上限，提升 PC 及主机端用户体验

游戏引擎作为底层的游戏开发工具，部分决定了一款产品的画质上限：

《原神》因上线时间较早，使用 Unity 3D 引擎制作，其特点系多端兼容性高、定制化自由度高，与《原神》卡通感较强的画风适配度高，而在物理光照、材质质感等拟真性能上，引擎上限较低；

《鸣潮》2024 年上线，采取 UE4 引擎制作，UE4 系上一代 3A 工业标准的代表，自带强 PBR（Physically-Based Rendering，物理真实渲染）材质系统、粒子特效系统及可视化编程工具，相较 Unity 引擎拟真感更强，而移动端优化难度较大；

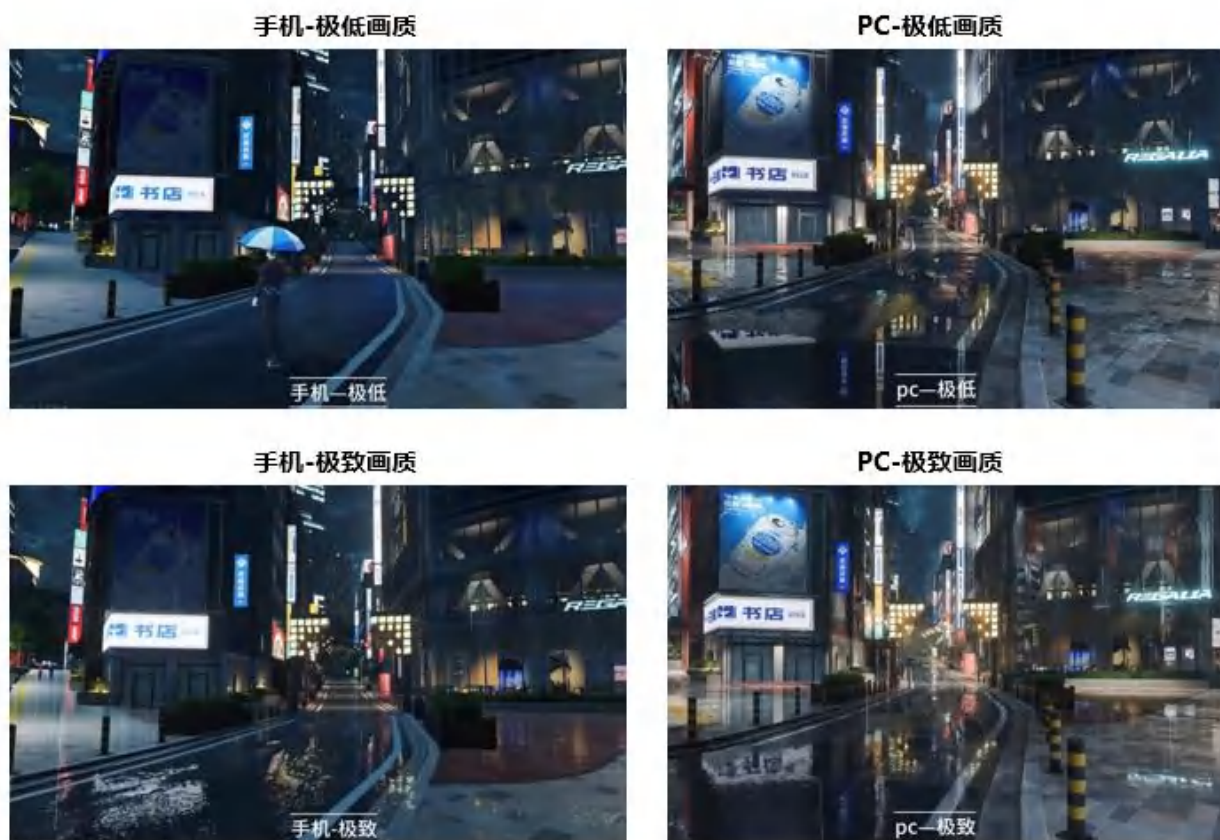
《异环》采用 UE5.5 引擎制作，在建模细节处理、逼真的实时光影效果等方面领先于行业，与《异环》现代都市设定，及赛博朋克风格的场景美术适配度高。高楼大厦、玻璃幕墙、雨夜霓虹、雪天街道的漫反射等复杂的光影场景，在 UE5.5 引擎的支撑下，画质上限被极大拉高，提供较强的视觉冲击，在高配置终端体现得尤为显著，有望吸引海外广泛的高配置 PC 及主机端游戏用户。相应地，移动端优化难度也相对较大。

图表 57 UE5.5 引擎大幅拉高《异环》都市场景画质上限



资料来源:《异环》官网, 游戏新知公众号, 华创证券

图表 58 《异环》三测手机、PC 端不同画质对比



资料来源: B 站 UP 主“是鱼刺 ya”, 华创证券

3、玩法：“都市经营”体验拓圈泛用户、提升沉浸感

大的玩法框架上，《异环》与现有的二次元开放世界游戏相似，均采用“主线剧情、大世界探索、战斗养成系统”三线并行的结构。其中在大世界探索、养成系统两方面，《异环》都基于“都市幻想”的独特题材，为玩家带来与《原神》、《鸣潮》极具差异化的体验。

1) **主线剧情：充满二次元致敬元素、轻松幽默的“都市轻喜剧”。**《原神》、《鸣潮》的主线剧情随大版本更新同步推出（节奏通常为 42 天/一个大版本），单次更新的内容量转化为体验时长或长达数小时，且伴随着丰富的动画演出效果，为玩家提供堪比“交互式动漫番剧”的观演效果。

《异环》亦不例外，据 B 站实况视频，三测中包含的主线+番外剧情体验时长超过 10 小时。其剧情风格定位于“都市轻喜剧”，主角跟随游戏角色逐一探索都市怪谈背后的故事，多以单元剧形式展开，叙事方式相较于《原神》、《鸣潮》更为轻松幽默。此外，《异环》剧情中不乏对于经典动漫的致敬元素，有助于吸引核心二次元玩家。

图表 59 《异环》剧情致敬动漫《JOJO 的奇妙冒险》



资料来源：触乐公众号，华创证券

图表 60 《异环》三测主线+番外剧情内容超过 10 小时



资料来源：Bilibili，华创证券

2) **大世界探索：极具差异化的载具系统。**大世界探索（又称“跑图”）是开放世界品类独有的游戏体验类型，玩家可凭个人喜好，以各种方式自由探索广袤的虚拟世界，期间可欣赏美景、采集物资、进行战斗、解谜关卡、偶遇 NPC 完成各种支线任务等。**丰富、有差异化的大世界探索内容，是二次元开放世界游戏提升用户时长及留存数据的利器。**

《原神》、《鸣潮》中，玩家探索世界的主要方式为奔跑、攀爬、飞行，而《异环》在其之上，基于特色都市地图中广阔的“城市路网”，新增了“载具系统”（可狭义理解为车辆驾驶系统）。三测中已上线轿车、跑车、摩托车、卡车、小电驴等多种载具形式。相较于奔跑、飞行，驾驶车辆使得玩家的移动速度呈指数级提升，不仅解决了“跑图”的枯燥感，还自带爽快感和视觉冲击力（如漂移、氮气加速、雨夜狂飙等玩法）。

图表 61 《异环》中独特的载具玩法-第一视角



资料来源：游戏葡萄公众号，华创证券

图表 62 《异环》中独特的载具玩法-适配都市场景



资料来源：游戏葡萄公众号，华创证券

载具类玩法作为“枪车球”中的“车”，全球用户基础高达数亿人，在欧美、日本、中东等汽车文化较浓厚的地区接受度尤其高。从产品维度，“车”类玩法中诞生多款全球畅销的头部游戏，包括：日本任天堂《马力欧卡丁车 8》（截至 2024 年销量超过 7000 万份）、美国 Take-Two《GTA》系列（截至 2025 年 8 月全球销量超过 4.55 亿份）等。而《异环》作为创新型地加入载具玩法的二次元开放世界游戏，在 2026 年 2 月三测中进一步打磨驾驶手感，有望触达全球更为广泛的受众群体。

图表 63 全球最畅销的买断制游戏 Top10 中，有两款均为“车”类游戏

排名	游戏名称	预估销量	发行年份	开发商 / 发行商
1	俄罗斯方块	5.2 亿份	1984	多家开发商
2	我的世界	3.5 亿份	2011	Mojang Studios
3	侠盗猎车手 5 (GTA5)	2.25 亿份	2013	Take Two
4	Wii Sports	8290 万份	2006	任天堂
5	荒野大镖客：救赎 2	8200 万份	2018	Take Two
6	马力欧卡丁车 8 / 豪华版	7059 万份	2014	任天堂
7	绝地求生	7500 万份	2017	Krafton
8	泰拉瑞亚	6400 万份	2011	Re-Logic
9	巫师 3：狂猎	6000 万份	2015	CD Projekt RED
10	超级马力欧兄弟	5800 万份	1985	任天堂

资料来源：投中网公众号，游戏新知公众号，3DM 游戏网公众号，触乐公众号，GameFlash 公众号，游民星空公众号，游戏葡萄公众号，心动 XD 公众号，中关村在线公众号，华创证券

注：各游戏销量统计口径、时间或有差异，仅作数量级预估

3) 都市经营系统：三测重点优化对象，大幅提升沉浸感。《异环》在 2026 年 2 月三测中，相较于前两次测试，重点更新其“都市大亨”系统，构建了更为丰富的都市玩法体系，包括但不限于：赛车、钓鱼、店铺经营、组乐队（音游）、送外卖、开滴滴、打麻将、医院探险、搜打撤、监狱系统等。这一系列与都市生活强相关的经营活动，让玩家获得“真实地生活在一个自给自足的超自然都市世界”的沉浸式体验，同时可赚取收益，用于在游戏内“买车买房”、获取角色外观等，形成货币体系产出消耗循环。

图表 64 《异环》都市大亨系统



资料来源：《异环》游戏截图，华创证券

图表 65 《异环》三测监狱玩法引发较高讨论度



资料来源：Bilibili，华创证券

相较于《原神》、《鸣潮》，《异环》都市经营系统适配性更高、延展性更强，体验差异化显著。三测期间，监狱逃生等玩法在 B 站等内容平台上小规模出圈。据《异环》三测优化清单，都市经营系统也系项目组聚焦的内容模块，上线后有望进一步丰富玩法种类，减弱玩家在主线剧情“长草期”的无聊感、提升时长与留存率。

图表 66 《异环》三测优化清单：重点优化经营玩法

+	调优房屋装潢系统，优化摆放手感与功能细节，新增部分可交互家具
+	更新角色霸遇玩法，新增部分语音和动作表现
+	拓展都市闲趣「车辆赛事」玩法：新增 AI 车手、角色同乘、全新赛道、匹配积分与段位、好友排名等功能，匹配模式调整为 4 人模式
+	优化「轨外之境」玩法的功能细节，保障挑战过程中的流畅体验
+	优化都市闲趣「雨燕出行」玩法，后续将有机会接到剧情角色订单
+	优化都市闲趣「一吻」玩法，增加更多教学内容，优化细节表现和数值体验
+	优化都市闲趣「海上钓客」玩法的美术表现与数值体验
+	优化都市闲趣「小小麻雀」玩法：新增单人 PVE 模式、AI 托管、表情包互动等功能，优化美术表现和玩法体验细节
+	优化都市闲趣「混账方块」玩法体验，新增单人 PVE 模式

资料来源：异环官方公众号，华创证券

图表 67 《异环》三测优化清单：将拓展多个经营玩法

+	拓展「拘留所」玩法：新增逃脱路线、打工方式，优化奖励与体验细节
+	拓展异象委托「噩梦缠身」玩法：开放全新区域与通关结局，优化体验细节
+	拓展都市闲趣「粉爪大劫案」玩法：新增多人联机模式、增加对局中路线和关卡的随机性、怪物与物件刷新逻辑调整、掉落物和奖励体系优化，提升玩法节奏与趣味性，适当加快单局游戏节奏

资料来源：异环官方公众号，华创证券

4、角色：美术相对短板，创新陪伴玩法有望提升用户付费意愿

正如前文中提到，角色是二次元游戏的“灵魂”。优秀的角色塑造（包括美术、剧情、动作、数值等多个维度），是二次元游戏吸引用户、促进付费的必经之路。

从三测表现来看，《异环》角色美术相较于二测有所提升，包括优化了脸部建模精细度等。此外，2025 年 12 月发布的三测 PV 中出现了多个新角色，其美术效果相较首批老角色进一步提升，有望在正式上线后逐步推出。但截至目前，《异环》的角色美术相较于《原神》、《鸣潮》仍有一定差距。

图表 68 《异环》三测 PV 中新角色美术水平提升显著



资料来源：《原神》、《鸣潮》、《异环》游戏截图，《异环》“共存测试”PV，华创证券

在《原神》、《鸣潮》中，玩家与角色在主线剧情之外的互动相对较少。在长时间的大世界探索 and 养成中，玩家也可逐步提升好感角色的“亲密度”数值，但可获得的额外奖励相对较少（仅限于角色特殊语音、文字形式的剧情等），且较难主动触发与好感角色之间的互动体验。

而《异环》在三测中新增了“角色陪伴系统”，创新性地将角色“好感度”数值转化为日常化的、真实的陪伴关系。例如：I）在主线剧情之外，角色会随机刷新在地图的各个角落，让玩家有机会在街头巷尾“偶遇”喜爱的角色，并展开生活化的剧情；II）玩家可通过给角色“送小礼品”等方式提升好感度，随着数值提升，可逐步解锁多种交互方式：邀请角色入住自己家、拥抱、牵手逛街、一起驾车出行等。因此，《异环》中的游戏角色，不仅是玩家共同冒险的战友，更是一起经营生活的亲密朋友、恋人。在 B 站等社媒平台上，三测中的陪伴玩法也引起较高关注度，获得核心二次元玩家的好评。

因此我们认为，虽然《异环》中的角色美术目前与头部产品仍有差距，但更深度的陪伴体验有望加深玩家与角色之间的情感链接，从而促进用户留存、付费。

图表 69 《异环》角色同乘体验



资料来源：游戏葡萄公众号，华创证券

图表 70 《异环》三测角色陪伴玩法获社区好评



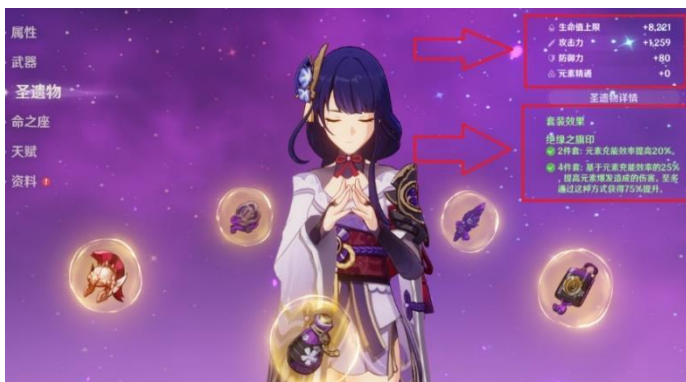
资料来源：Bilibili，华创证券

5、养成及付费：高性价比多元付费，顺应“降肝减氪”行业趋势

在养成及付费体验上，《异环》顺应行业趋势，在《原神》、《鸣潮》基础上进一步“降肝减氪”，即重复化的养成时间更少、抽卡单价更低。

1) 养成系统：类《原神》“圣遗物”系统，但相对克制。角色养成往往是二次元游戏中最消耗玩家时间的玩法之一。为了给喜爱的角色提供最好的装备，以提升其战斗体验，玩家需花费大量时间重复“刷副本”，以在随机性极强的副本产出、装备升级中获得想要的“词条”（即装备属性）。而这也容易导致玩家对重复化的战斗产生厌倦，从而影响长期留存率。《异环》则将养成中的不确定性进一步降低：刷取出装备后，各条属性都被固定，减少了玩家的“重复无谓劳动”时间。

图表 71 《原神》中“圣遗物”养成系统较为复杂



资料来源：《原神》游戏截图，华创证券

图表 72 《异环》三测中“空幕”养成系统进一步优化



资料来源：游戏葡萄公众号，华创证券

2) 付费设计：高性价比叠加多元付费点，有望促进付费率提升

从三测付费测来看，《异环》的付费设计逻辑为：在《原神》、《鸣潮》的基础上降低单价、拓展多元付费点、提升付费率。

其中，主要有角色、外观两种付费点：

I) 角色：核心付费点，抽取成本较行业水平大幅下降。与《原神》、《鸣潮》相比，《异环》取消了“保底”机制，使得玩家抽取单个限定角色的成本分别下降了 50%/44%。同时取消了“武器卡池”，玩家可通过刷取副本等方式免费获得武器。

图表 73 《异环》角色抽卡相较于《原神》、《鸣潮》价格更低

付费项目		《原神》	《鸣潮》	《异环》
	单次抽卡成本	160 原石（约合 10 元）	160 星声（约合 10 元）	160 骰子（约合 10 元）
	五星/S 级角色产出基础概率	0.60%	0.80%	1.87%
角色	角色池“保底”设计	小保底：90 抽（有 50% 概率获取当期限定角色） 大保底：180 抽（100% 可得当期限定角色）	小保底：80 抽（有 50% 概率获取当期限定角色） 大保底：160 抽（100% 可得当期限定角色）	保底：90 抽 无“大小保底”机制，90 抽即 100% 可得当期限定角色
	获取单个当期限定角色所需成本 (假设“运气”最差)	1800 元	1600 元	900 元

武器	五星/S级武器出货基础概率	0.70%	0.80%	可通过副本等途径免费获取，无需抽卡/购买
	武器池“保底”设计	小保底：80抽（有50%概率获取当期限定武器） 大保底：160抽（100%可得当期限定角色）	保底：80抽保底无“大小保底”机制，80抽即100%可得当期限定武器	
	获取单个当期限定武器所需成本 （假设“运气”最差）	1600元	1600元	0元

资料来源：《原神》，《鸣潮》，《异环》，华创证券

II）外观：占比预计较《原神》、《鸣潮》更高，有望成为重要付费点。《异环》三测中，新增“角色外观”付费点。如S级角色“娜娜莉”有4套特殊时装（分别为学生制服、居家服、cos服、运动装），需通过直接付费购买、角色抽卡满赠、角色陪伴玩法解锁、游戏内道具兑换4种方式分别获取。定价方面，直接付费的时装外观售价为1980异晶（约合198元）。据官方PV，上线后《异环》的多数S级角色或都将推出多套特殊时装，外观付费占比相较于《原神》、《鸣潮》或大幅提升。

我们认为，时装、外观在二次元开放世界游戏中，能够丰富角色在大世界中的展示效果，符合用户“为爱付费”的核心驱动力。

图表 74 《异环》三测中加入角色外观付费点

《异环》S级角色“娜娜莉”

三测中“娜娜莉”4套时装外观

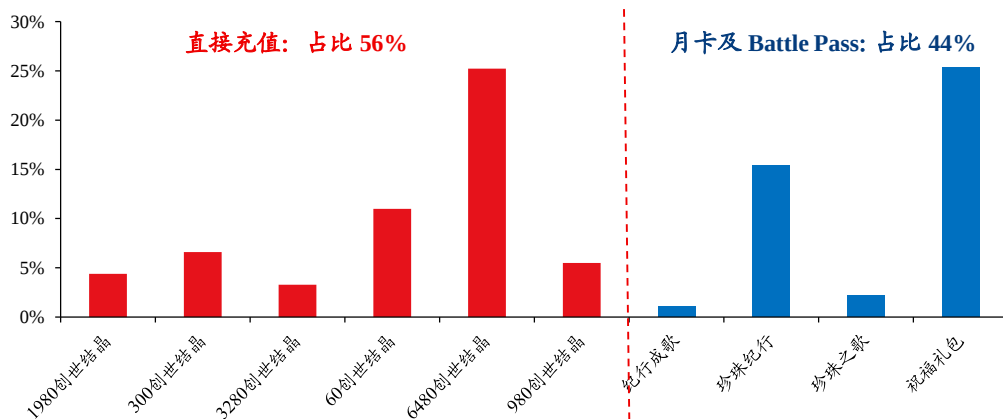


资料来源：《异环》游戏截图，华创证券

III）养成与付费的平衡：月卡+Battle Pass

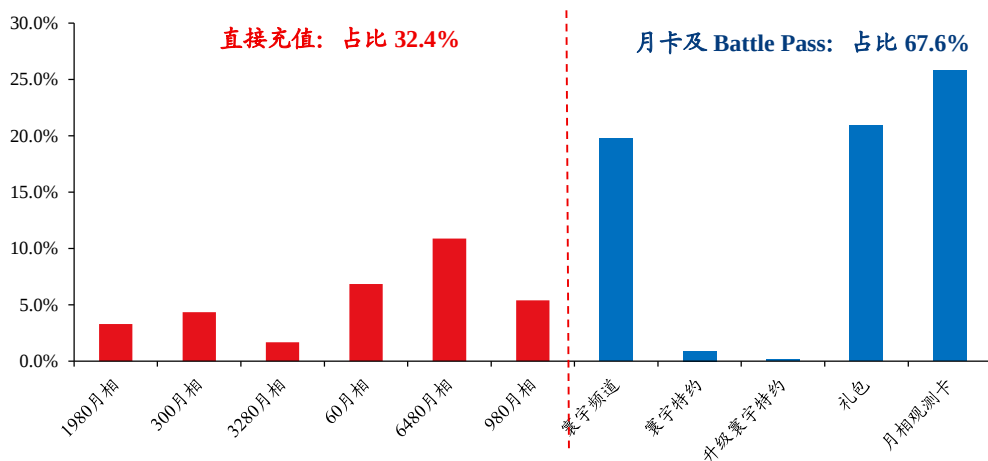
为了平衡玩家在时间、金钱上的花费，目前的头部二次元游戏已形成较为成熟的付费体系。在《原神》《鸣潮》中，玩家可通过两种方式获得抽卡道具：1）直接充值，多来源于较高ARPU的用户，以及用户的“冲动消费”；2）购买月卡及battle pass：玩家可通过消耗时间（如连续登录游戏30天），以相较于直接充值更低的价格获取抽卡道具，有助于维持中低ARPU玩家留存。

图表 75 《原神》2021 年国服移动端付费结构



资料来源：点点数据，华创证券

图表 76 《鸣潮》上线首年（2024.5.23-2025.5.22）国服移动端付费结构



资料来源：点点数据，华创证券

从《异环》三测来看，其付费机制设计与《原神》、《鸣潮》相似，同样分为面向高 ARPU 用户、冲动消费场景的直接充值，以及面向中低 ARPU 用户、平衡时间与金钱消耗的月卡与 Battle Pass。考虑到《异环》相较同品类产品更低的抽卡价格，以及都市经营、角色陪伴等拉长用户时长、提升用户留存的多种玩法设计，其上线后预计呈现相对大 DAU、中低 ARPU 的付费结构，其中性价比更高的月卡及 Battle Pass 在流水中占比或较高。

图表 77 《异环》三测付费设计



资料来源:《异环》游戏截图, 华创证券

三、《异环》有望为完美世界带来较大业绩弹性

（一）流水规模及持续性预计较高

《异环》已定档 4 月全平台、全球上线。分渠道：将同步上线 1) 移动端 iOS、安卓、鸿蒙；2) PC 端（包括 Apple Mac）；3) 主机端 PlayStation5。

分地区：将于 4 月 23 日上线国内，4 月 29 日上线海外地区。截至 4 月 7 日，《异环》已开通全球多社交媒体平台账号，并开启“预抽卡”等预热活动。

从预约量来看，截至 4 月 16 日，《异环》全球预约量超过 3000 万（目标 3500 万），已达到二次元游戏第一梯队（参考《明日方舟：终末地》、《鸣潮》、《绝区零》上线前预约量分别超过 3500 万/3200 万/4000 万）。其中国内 TapTap 预约量 613 万（居游戏预约榜第一名），B 站预约量 230 万（居游戏预约榜第一名）。同时，《异环》官方账号粉丝数超过 500 万。

图表 78 《异环》预约量超过 3000 万



资料来源：异环官网，华创证券

图表 79 《异环》开启“预抽卡”等预热活动



资料来源：异环官网，华创证券

如何看待《异环》的商业化成绩：

行业层面，二次元游戏全球市场规模预计超 1000 亿元，头部产品年流水达百亿量级，其中国产游戏公司占据绝对优势。用户结构上，国内以 25 岁左右年轻用户为主，在女性用户中仍有渗透空间。核心卖点上，二次元游戏以“角色塑造”作为内容与商业化的核心，切中年轻用户“情绪消费”的付费习惯。基于持续更新的高质量内容、角色群像及社区运营，头部二次元游戏往往具备高 IP 价值，IP 衍生品年化 GMV 可达 10 亿元以上。

品类层面，我们认为“二次元开放世界”研发门槛极高，需兼具 3A 级的内容质量与持续的用户运营能力，因此符合条件的研发商相对稀缺。基于全球、多端（移动+PC+主机端）用户基础，以及较高的内容品质和持续运营，该品类游戏的流水上限、下限俱高，项目利润率可达 50% 以上，且生命周期相对较长。

产品层面，从《异环》2026 年 2 月结束的三测表现来看，其在“都市幻想”题材、UE5.5 支撑的高画质表现、独特的大世界探索体验和都市经营玩法，以及创新性的角色陪伴体验上，均与已上线的同品类竞品《原神》、《鸣潮》形成差异化优势，而相比待上线的竞品《无限大》、《Varsapura》具有显著的先发时间窗口优势；角色美术设计方面则略有短板。养成及付费设计方面，《异环》相较同品类产品进一步“降肝减氪”。整体来看，《异

环》可触达的用户范围，有望从核心二次元用户扩展至对都市题材、载具玩法等感兴趣的泛游戏用户，并以更高的性价比、更多元的付费点形成相对大 DAU、中低 ARPU 的付费结构。

基于全方面的品质与玩法升级，《异环》商业化成绩有望超过苏州幻塔工作室前作《幻塔》（首年流水 30 亿元）。参考同为二次元开放世界品类的米哈游《原神》（年流水峰值预计超过 300 亿元）、库洛游戏《鸣潮》（首年流水预计约 76 亿元），以及 2026 年 1 月上线的二次元大世界建造类游戏《明日方舟：终末地》（首两周流水 12 亿元），我们认为《异环》首 12 个月流水有望达到 40-70 亿元区间。

流水持续性方面，同为二次元开放世界的《原神》、《鸣潮》次年流水均实现逆跌。考虑到开放世界通过大版本更新焕新游戏的“主题公园”式特性，以及苏州幻塔工作室的较高研发效率，假设未出现重大运营事故，我们认为《异环》次年流水有望实现与首年持平或增长。

（二）利润率天花板较高，报表端有望陆续释放

参考同品类产品，我们认为《异环》移动、PC 端官服占比预计较高，从而降低渠道分成比例；营销方式上，长期来看对传统买量预计依赖度有限，而更聚焦于国内外线上内容社区传播，以及线下品牌广告，因此预计销售费用率相对较低。参考米哈游 2022 年国内净利润率超过 50%，《异环》长线净利润率天花板预计较高。

体现在完美世界报表端，仍需考虑或有的流水-收入递延确认周期。若当期收入确认体量小于实际游戏流水，则各项成本费用/营收比率，相对于业务侧口径（成本费用/流水比率）也将相对更高。因此，考虑到截至 2026 年底，《异环》上线不满一年，当期公司报表端《异环》净利润率或相对较低；而在后续年份中，随着收入递延周期、各项成本费用率的逐步稳定，《异环》净利润率有望逐步释放至 50% 水平。

四、投资建议

我们看好高品质二次元游戏在全球年轻用户群体中的市场机会。从 2026 年 2 月三测表现来看，经过与同品类产品的多维度横向对比，我们认为《异环》基于高游戏品质及差异化玩法，有望成为新一代二次元开放世界头部产品，为其研发商完美世界带来较大业绩弹性；同时，《异环》验证了完美世界旗下苏州幻塔工作室行业领先的研发实力，且考虑到该品类游戏较长的生命周期及较高 IP 价值，有望给予高于 A 股游戏板块平均的估值水平。建议关注《异环》研发商完美世界，以及头部游戏研发商网易-S、腾讯控股。

五、风险提示

产品上线进度及流水不及预期风险：游戏作为内容产业，通过研发产品，上线获取收入和利润，若产品上线进度不及预期，或者上线后流水表现不及预期，最终将导致利润表现不及预期；

游戏口碑声誉风险：若游戏上线后在用户群体中发生舆情，或引发口碑声誉风险，进而造成流水利润表现不及预期；

行业竞争加剧风险：若行业竞争加剧，公司存量产品流水可能会承受压力，新上线产品成功率也有可能降低，进而造成利润表现不及预期；

宏观经济波动风险：游戏行业属于消费行业，若宏观经济波动，可能导致业绩表现不及预期；

估值中枢下行风险：AI 等新技术的应用对行业发展影响存在不确定性。

传媒组团队介绍

首席研究员：姚蕾

同济大学学士，香港大学硕士。曾任职于方正证券、国海证券、国联民生证券，2019年开始担任团队首席分析师，2025年加入华创证券研究所。2019-2020、2022-2023年新财富传播与文化行业第4/5/入围/入围，2019-2020、2022-2023年卖方水晶球分析师第3/3/入围/5名(2019-2020年为公募类)，2023年金牛奖第5名，2023年金麒麟菁英分析师第1名，2023年choice最佳分析师前3名，2022年上证报最佳分析师第4名。作为团队核心成员，2014-2017年新财富传播与文化行业第4/1/2/2名，2015-2017年中国保险行业协会最受欢迎卖方分析师第2/1/1名，2014-2017年卖方水晶球分析师第1/2/2/1名。

研究员：丁子然

美国罗切斯特大学金融硕士，曾任职于华安证券、国联民生证券。2025年加入华创证券研究所。主要研究方向为游戏、AI等。

高级分析师：郭子萱

哥伦比亚大学硕士，曾任职于瑞银证券，2023年加入华创证券研究所。

研究员：刘玉洁

新加坡国立大学硕士，武汉大学学士。曾任职于招商证券，2026年加入华创证券研究所。主要研究方向为泛娱乐、IP、出版等。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522