

出海打开全球视野，AI 重塑内容生态

——游戏行业研究框架

2026/06/19

行业评级：增持

姓名：陈筱（分析师）

邮箱：chenxiao@gtht.com

电话：021-38676666

证书编号：S0880515040003

姓名：陈星光（分析师）

邮箱：chenxingguang@gtht.com

电话：021-38676666

证书编号：S0880525040043

投资要点（行业评级：增持）

01

游戏产业链：研发与发行为核心

当前游戏以移动、联网、内购制游戏为主流，产业链则包括IP、研发、发行、渠道等多个环节，多数游戏公司从事研发和发行环节，将产品交给渠道商，通过流量平台买量获取用户，最终从用户充值流水中获得受益。

02

行业研究重点指标：政策、景气度

政策端重点关注政策态度和版号供给，近两年来看转向积极，对后续游戏行业景气周期提供了铺垫；产业景气度来看，国内游戏行业市场规模积极向上，ARPU提升是核心驱动。

03

游戏公司研究：以游戏产品为核心的指标观察

游戏公司的收入主要来自新产品的增量流水和存量产品的持续贡献，用户获取、留存、付费等多个环节共同决定了产品的最终表现，因此研究中可重点观察项目储备、投入程度，后续持续关注买量力度、更新节奏、排行榜表现，报表层面关注合同负债的还原。

04

研究与投资思路：游戏产业趋势的判断

1) AI赋能：AI全链路渗透游戏研运环节，大幅缩减美术、文案、本地化制作周期，显著降低项目研发与长线运营成本，实现行业效率全面提升，未来也有望诞生新玩法，打开行业增长空间；2) 出海：全球需求仍存广阔增量，近期点点互动、柠檬微趣等厂商产品在海外攻城拔寨，验证了中国游戏厂商的研发实力和强大运营能力，未来叠加政策支持引导，以及AI赋能研发运营，海外蓝海空间持续打开，出海将成为行业长期核心增长曲线。

风险提示：游戏行业竞争加剧，产品开发进展不及预期，AI技术落地不及预期

目录 / CONTENTS

01 游戏产业链：研发与发行为核心

02 行业研究重点指标：政策、景气度、竞争格局

03 游戏公司研究：以游戏产品为核心的指标观察

04 研究与投资思路：游戏产业趋势的判断

01

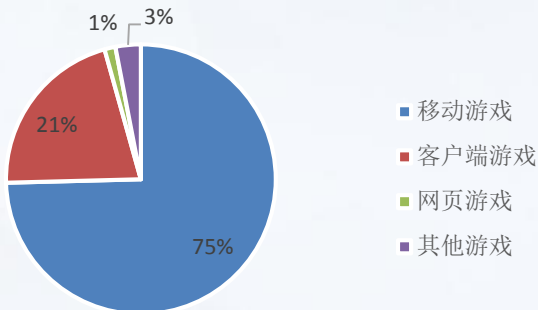
游戏产业链：研发与发行为核心

01 游戏分类：移动、联网、内购制游戏为主流

1) 按照平台分类：包括移动端、客户端、主机、网页，其中移动端包括APP和小程序。移动端游戏以智能手机、平板为载体，客户端游戏则一般指PC联网游戏，需要下载专门的应用程序，主机则包括PC、playstation、xbox等，以买断制为主，根据2025年上半年的中国游戏市场数据，移动端占比为第一大品类，客户端占比，主机和网页端占比较小。

2) 按照联网与否可分为单机游戏和网络游戏。单机的核心体验是PVE，如《黑神话：悟空》这类产品，更偏向于为内容向产品，玩家对游玩内容进行单次或多次重复的体验，也有部分PVP的形式（如本地联机对抗）；后者包括PVE、PVP、PVPVE，强调玩法，玩家可以重复游玩，通过PVE的协作（如MMO合作刷副本），PVP的对抗（如玩家对战、MOBA、SLG），PVPVE的多方对抗（如搜打撤）等方式增加游玩体验。

图：按平台的游戏分类



图：按联网与否及对抗方式的游戏分类

	PVE	PVP	PVPVE
单机游戏	内容向，如《黑神话》	本地联机对抗，如《拳皇》	-
网络游戏	MMO合作刷副本	大多数游戏所属品类，如MOBA、大逃杀、SLG等	加有NPC的PVP，多方对抗，如搜打撤

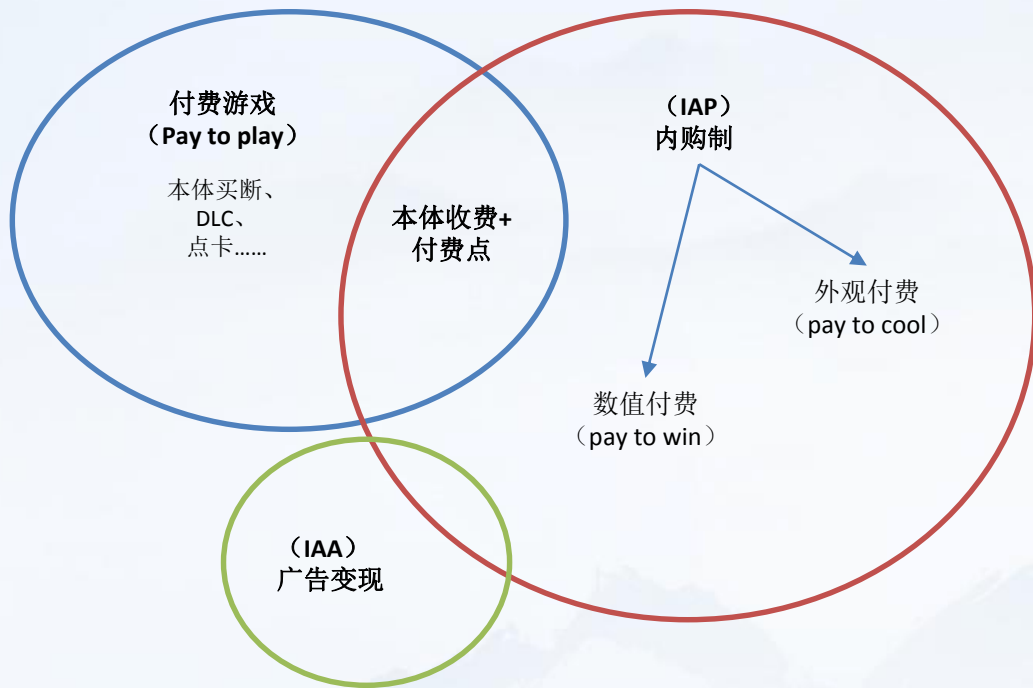
资料来源：游戏工委，伽马数据，国泰海通证券研究整理

01 游戏分类：移动、联网、内购制游戏为主流

3) 按变现方式分类：包括付费游戏、内购付费、广告变现三大类。

付费游戏主要是买断制、DLC购买或游戏点卡模式，内购付费可包括数值付费（购买强度）、和外观付费（买皮肤），付费游戏和内购游戏之间存在交集，大量买断制游戏已经开始通过内购方案丰富变现渠道；广告变现则是主要通过向用户播放广告的方式，从广告主处获取受益，一般也会搭配内购付费，但是付费游戏则一般不会设置广告变现。

图：按变现方式的游戏分类



资料来源：游戏陀螺，吉比特2024年报，国泰海通证券研究整理

02 游戏产业链：IP、研发、发行、渠道

- 1) 从IP方到玩家的内容链条：研发商经IP方授权（或无）进行项目开发，完成后交由发行商进行宣发等工作，渠道运营完成内容分发触达用户；当前有不少游戏公司会采取自研自发的模式，甚至自建渠道，完成更多产业链的覆盖。
- 2) 从玩家到IP方的现金流链条：玩家充值到渠道商（如AppStore、华为商店、雷霆游戏等），扣除渠道费用（部分无渠道费用）后依次分给发行方、研发方、IP方，完成价值分配，各环节之间视强弱关系分配比例。
- 3) 以流量平台为中介的流量链条：发行方或渠道运营方向流量平台（如腾讯、抖音、百度等）支付买量、营销费用，从而获得对用户群体的曝光，形成有效引流。

图：游戏产业链梳理



资料来源：游戏观察，艾媒咨询，国泰海通证券研究整理

02 游戏产业链：渠道让利利好上游内容研发商

2026年3月Google与Epic Games之间的诉讼达成和解，目前双方达成一致的内容包括：1) Google Play商店的抽成比例下调至20%，订阅服务的抽成降至10%。2) Google允许开发者在App内提供自己的支付系统，不再强制使用Google的结算通道。3) 上述承诺将一直持续至2032年9月30日。随后，苹果也宣布将适用于中国内地（大陆）App Store的iOS及iPadOS佣金率将进行调整。Apple App内购买及付费App的标准佣金率将由目前的30%改为25%。我们认为苹果和谷歌下调渠道分成，将直接降低精品游戏研发商的渠道成本，显著增厚毛利率与净利率水平，全面提升盈利质量与现金流表现。

谷歌和苹果近期渠道让利示意图



02

行业研究重点指标：政策、景气度分析

01 政策端指标：政策态度积极化，版号供给平稳

1) 政策态度是游戏行业的重要先行指标，自2025年开始趋于乐观

2023年之前游戏行业所面临的政策主要围绕未成年人防沉迷等方面，以规范化为主。经历多年调整后，政策端开始向积极鼓励过渡，如2025年《提振消费专项行动方案》《网络出版科技创新引领计划》开始鼓励游戏消费与创新，随后多个地方也推出当地的游戏鼓励政策。2026年3月发布的“十五五”规划两次提及“网络游戏”，并提出“推动优质网络文学、网络游戏、影视动漫、精品展览等出海”。

表：我国游戏行业相关政策态度开始转向积极鼓励

政策名称	发布时间	发布部门	政策要点
关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知	2019年10月25日	国家新闻出版署	严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长。每日22时至次日8时，网络游戏企业不得以任何形式为未成年人提供游戏服务。网络游戏企业向未成年人提供游戏服务的时长，法定节假日每日累计不得超过3小时，其他时间每日累计不得超过1.5小时。规范向未成年人提供付费服务。网络游戏企业须采取有效措施，限制未成年人使用与其民事行为能力不符的付费服务。网络游戏企业不得为未满8周岁的用户提供游戏付费服务。同一网络游戏企业所提供的游戏付费服务，8周岁以上未满16周岁的用户，单次充值金额不得超过50元人民币，每月充值金额累计不得超过200元人民币；16周岁以上未满18周岁的用户，单次充值金额不得超过100元人民币，每月充值金额累计不得超过400元人民币。
关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知	2021年8月30日	国家新闻出版署	严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间。自本通知施行之日起，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20时至21时向未成年人提供1小时网络游戏服务，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务。严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。
未成年人网络保护条例	2023年10月24日	国务院	网络游戏、网络直播、网络音视频、网络社交等网络服务提供者应当采取措施，合理限制不同年龄阶段未成年人在使用其服务中的单次消费数额和单日累计消费数额，不得向未成年人提供与其民事行为能力不符的付费服务。
《提振消费专项行动方案》	2025年3月16日	中共中央办公厅、国务院办公厅	将中华优秀传统文化融入产品设计，支持开发原创知识产权（IP）品牌，促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费，开拓国货“潮品”国内外增量市场。
《网络出版科技创新引领计划》	2025年4月18日	国家出版总署、发改委、网信办等10部委	1）充分发挥财政资金的引导作用，支持网络出版领域科技创新，聚焦网络出版底层关键技术，示范带动社会资源支持科技创新。2）支持符合条件的网络出版企业通过挂牌上市、发行债券、并购重组、再融资等方式进行融资，助力科技创新。积极为网络出版企业科技创新提供多种形式的融资对接服务，更好发挥国家产融合作平台等作用
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》	2026年3月13日	中华人民共和国中央政府	1）引导规范网络文学、网络游戏、网络视听等健康发展。 2）推动优质网络文学、网络游戏、影视动漫、精品展览等出海。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府，国家新闻出版署，国泰海通证券研究

01 政策端指标：政策态度积极化，版号供给平稳

表：多地方开始推出支持游戏产业发展政策

政策名称	发布时间	发布部门	政策要点
《关于推动广东网络游戏产业高质量发展的若干政策措施》	2025年5月22日	中共广东省委宣传部	1.支持原创网络游戏精品、支持游戏科技创新 ，鼓励企业围绕游戏领域“卡脖子”技术开展研发，支持人工智能等前沿科技在游戏研发中的运用，支持游戏先进技术向其他领域转化应用。重点对虚拟引擎研发、游戏大模型训练、算力效率提升、先进技术转化、数据安全保障等领域进行支持； 给予最高500万元的一次性扶持奖励。 2.提升行政服务效率，优化国产网络游戏属地试点办理流程，提升办理效率 ，在广州、深圳两地分设游戏企业服务中心。 3.支持小程序游戏发展 ，吸引更多中小微开发者围绕平台在广东集聚，鼓励平台让利反哺中小微开发者。 4.打造产业集群 ：支持有条件的地区规划建设一批高规格、专业化的游戏产业园区；推动游戏与文旅、制造业、新消费等产业跨界融合； 引导支持游戏企业带动更多中小微企业出海发展 ，打造“粤产游戏出海矩阵”“游戏企业出海联盟”，整合资源，集中力量推动更多广东原创游戏走向国际市场，扩大粤产游戏海外影响力，在广州市、深圳市试点建设省网络游戏出海服务中心。
《关于支持游戏出海的若干措施》	2025年6月10日	浙江省商务厅、浙江省宣传部等多个部委	1) 优化游戏产品审批流程 ：发挥国产网络游戏属地管理试点省优势，在做好网络游戏内容监管、服务管理的基础上，不断优化“统一申报、线上审读、流程公开、便捷高效”的游戏申报网办、掌上办服务体系，提升网络游戏内容审读和申报效率。 2) 加大游戏出海资金扶持力度 ：充分发挥中央外经贸专项资金等中央及省级专项资金撬动作用，支持游戏出海。鼓励有条件的地市加大政策支持力度，推动游戏做大做强、国际化发展。
《关于促进北京市游戏电竞行业高质量发展的支持办法（暂行）》	2025年6月19日	中共北京市委宣传部等多部委	提高审核质量效率，压缩审核周期 ； 完善版权服务机制，对游戏作品中的美术、音乐和视频等素材作品著作权登记，由22个工作日压缩至10个工作日内完成 ； 加强精品创作扶持，重点项目给予500万以下或50万以下奖励 ； 激励技术创新应用，根据项目可纳入支持范围的投资给予最高不超过3000万元奖励 ； 支持赛事活动举办，对赛事举办给予不超过500万元奖励 ； 鼓励支持出海发展，根据项目可纳入支持范围的投资给予最高不超过3000万元奖励。
《上海市促进软件和信息服务业高质量发展的若干措施》	2025年6月27日	上海市人民政府办公厅	1) 激发软信业经营主体发展活力 ：对优质企业、经营规模突破的中小企业、小微企业给予一次性现金奖励； 2) 推动数字内容产业在沪集聚发展 。支持有条件的区建设数字内容产业集聚区，推动数字游戏、数字影视、数字音乐、网络直播、短剧、短视频等领域内容生产、产品服务与运营发行，创新孵化、登记、交易、融资阶梯式服务模式， 适时开展外资游戏企业在沪研发的游戏产品视同国产游戏的政策试点，支持数字内容项目开展版权质押融资试点。

资料来源：广东省人民政府，浙江省商务厅，开放北京，上海市人民政府，国泰海通证券研究

01 政策端指标：政策态度积极化，版号供给平稳

2) 版号发放影响供给端节奏，目前趋于稳定

游戏版号是国家新闻出版广播电影电视总局同意相关游戏出版上线运营的批准文件，能够影响未来一段时间游戏产品上线数量的上线，同时也会对相关公司的项目规划产生影响。

从监管层面看，游戏版号发放已进入常态化阶段，2025 年全年共发放国产版号 1532 款，同比增长 29%，月度发放节奏稳定，每月均超100个，审批预期明确，行业供给侧持续改善，为产业稳健发展提供了坚实政策保障。

图：2023年以来游戏版号发放数量（单位：个）



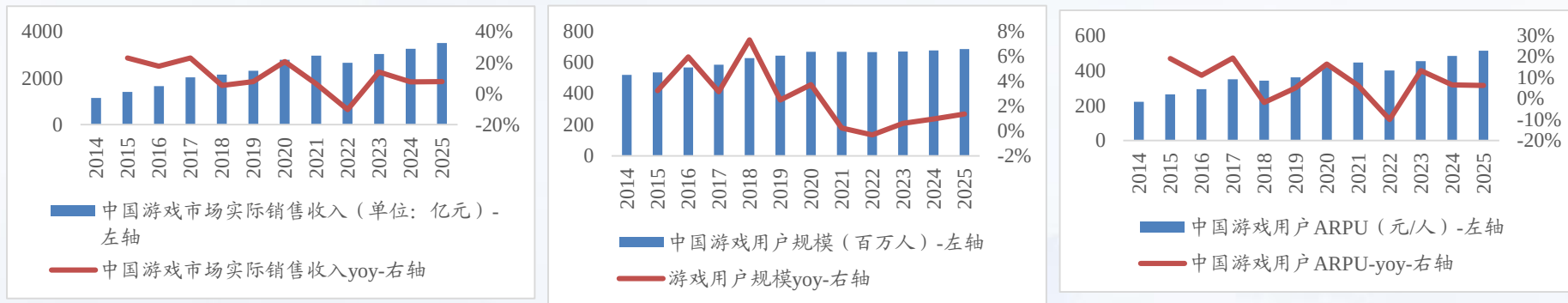
资料来源：国家新闻出版署，国泰海通证券研究

02 景气度分析：行业景气度高，增长由ARPU驱动

从行业维度看，2025年，国内游戏市场实际销售收入3507.89亿元，同比增长7.68%，用户规模6.83亿，同比增长1.35%。行业保持稳健增长。其中2025年国内移动游戏市场实销收入2570.76亿元，同比增长7.92%，自研游戏海外市场实际销售收入204.55亿美元，同比增长10.23%，增速均超过行业整体。

我们认为游戏属于可选消费领域，依托大众常态化娱乐需求支撑，行业增长韧性充足，受宏观经济波动影响较小。近年来行业用户规模基本保持稳健，行业规模增长主要靠人均付费（ARPU）驱动，2026年1-3月，中国游戏市场实际销售收入为971.72亿元，环比增长2.54%，同比增长13.38%，行业整体发展保持平稳向好。

图：我国游戏市场销售收入及用户数、ARPU



02

景气度分析：25年A股游戏公司迎来产品大年，26年高增长有望延续

A股游戏公司2025年迎来产品景气周期，世纪华通（《Kingshot》）、巨人网络（《超自然行动组》）、吉比特（《杖剑传说》《问剑长生》《道友来挖宝》）等新品表现出色，带来的流水和利润的爆发，是行业内的白马公司2025年收入和利润实现快速增长的关键。展望2026年，我们认为由于游戏产品生命周期较长，且利润相较营收具有一定滞后性，预计2026年游戏板块利润仍将处于释放阶段

图：2025年游戏白马营收、利润增速及核心产品介绍

公司代码	公司简称	2025年营收（亿元）	2025年营收增速（%）	2025年归母净利润（亿元）	2025年归母净利润增速（%）
002517.SZ	恺英网络	53.2	4.0	19.0	16.9
002555.SZ	三七互娱	159.7	-8.5	29.0	8.5
002558.SZ	巨人网络	50.5	72.7	17.5	23.1
002602.SZ	世纪华通	379.0	67.5	56.1	362.0
002624.SZ	完美世界	66.6	19.6	7.3	-156.8
603444.SH	吉比特	62.0	67.9	17.9	89.8
加总		771.01	34.40	146.88	122.65

公司代码	公司简称	2025年核心产品表现及展望
002517.SZ	恺英网络	2025 年，公司旗下游戏盒子持续深耕传奇游戏垂类赛道，依托独家传奇系列 IP 的授权优势，进一步巩固了在国内传奇游戏领域的头部平台地位。2025年公司平台业务实现营收12.2亿元，同比增长30%
002555.SZ	三七互娱	2025年，公司放置 ARPG 游戏《英雄没有闪》APP 首发上线后迅速登顶 iOS 免费榜，冲进 iOS 游戏畅销榜前五，公司时代进阶模拟经营游戏《时光大爆炸》凭借差异化题材与轻量化模拟经营体验，在上线后快速完成用户积累，APP 端首发即登上免费榜第一；在微信小游戏平台，位列人气榜前三、畅销榜前四。公司自研生存题材 RPG 手游《生存33天》一经上线便获得了较高的用户关注度和讨论热度，在微信小游戏、抖音小游戏及 TapTap 等平台畅销榜迅速登顶，
002558.SZ	巨人网络	《超自然行动组》于2025年1月23日正式上线，其“中式微恐+搜打撤”的差异化玩法，深度契合年轻玩家核心诉求，迅速崛起为手游市场现象级爆款，成为公司业绩增长的核心驱动力。从运营数据来看，该产品市场热度持续走高：长期位居 iOS 免费榜 TOP10，iOS 畅销榜最高排名达第 4 名，DAU突破1000万大关，跻身国内游戏市场千万 DAU 级别长青游戏行列；截至 2026 年第一季度末，累计注册用户超 2 亿，累计贡献流水收入突破 50 亿元。
002602.SZ	世纪华通	现象级爆款产品《Whiteout Survival》在上线三年后再创新高，在中国手游出海榜中位居第一；爆款新品《Kingshot》创造了 SLG 产品快速增长的奇迹，在中国手游出海榜位居第三。：二合产品《Tasty Travels：Merge Games》进入休闲二合类游戏前 5 名，中国手游出海榜 TOP15。
002624.SZ	完美世界	公司2025年《诛仙世界》《女神异闻录：夜幕魅影》《诛仙 2》等游戏先后在国内外不同区域上线，为2025年营收、利润带来显著业绩增量。
603444.SH	吉比特	《杖剑传说（大陆版）》《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（境外版）》《道友来挖宝》等新游贡献增量营业收入。

资料来源：wind，世纪华通、巨人网络、三七互娱、恺英网络、完美世界、吉比特公司2026年年报，国泰海通证券研究

03

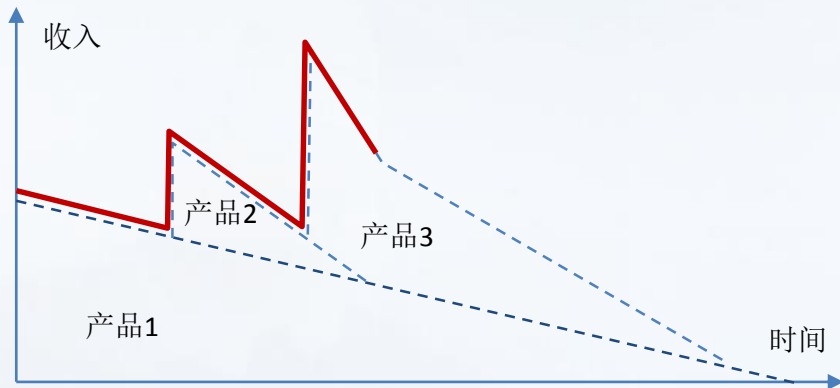
游戏公司研究：以游戏产品为核心的指标观察

01 游戏公司收入的拆分：流水堆叠的模型

游戏公司收入来自产品流水的堆积，核心指标是存量产品的流水稳定（长青逻辑）和新游戏增量（爆品逻辑）

- 大多数游戏公司从事产品的研发与发行，采用项目制的模式，收入来自多个游戏项目在财务周期内的收入堆叠。
- 新游戏方面，核心关注公司产品排期，爆品能够带来显著的业绩弹性，但预测较为困难，各家公司有自己的核心优势，如网易积极创新，腾讯擅长把玩法产品化，米哈游工业化能力能够产出3A级别的手游，海外的动视暴雪等游戏公司形成IP，有稳定用户群体。
- 存量游戏重点考察流水稳定性，能够长线运营的产品一般能够在社交关系维系、资产保持、内容迭代、玩法创新等方面表现突出，长青产品可以为游戏公司提供有效的基本盘。

图：游戏公司的收入是由不同产品的收入堆叠而成



资料来源：国泰海通证券研究整理

图：游戏公司收入拆分模型

$$\text{游戏公司收入} = \text{新游戏} + \text{存量游戏} * (1 - \text{衰退系数})$$

产品排期（爆款能力）

- 创新能力（网易）
- 产品化能力（腾讯）
- 工业化能力（米哈游）
- IP化（动视暴雪）
-

长线运营能力

- 社交关系（大DAU）
- 资产保值（经济系统）
- 内容迭代（版本更新）
- 玩法创新（副玩法）

02 游戏产品收入的拆分：量价模型

就单个产品而言，收入的本质是量（MAU）与价（ARPU）的结果，拆分来看

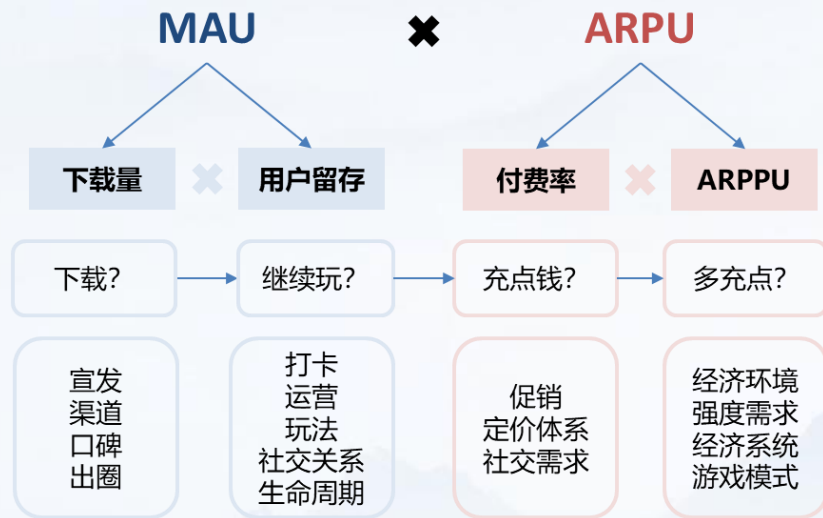
- MAU对应用户的决策是下载并留下的过程，前者要求公司在宣发、渠道、口碑等方面触达尽可能多的目标用户群体，后者则考察产品运营能力，让玩家尽可能的留下，二者也存在一定的矛盾关系，如用户过于泛化可能导致留存困难。
- ARPU对应用户的付费决策，产品可能通过促销、首充等方式提升用户的付费比例，要让ARPPU进一步提升，则要求付费内容具备独特性，如能够显著提升游玩体验（强度）或有独特设计（抽卡模式、高质量的皮肤等）。

收入 =

用户决策

因素

图：游戏产品收入拆分模型



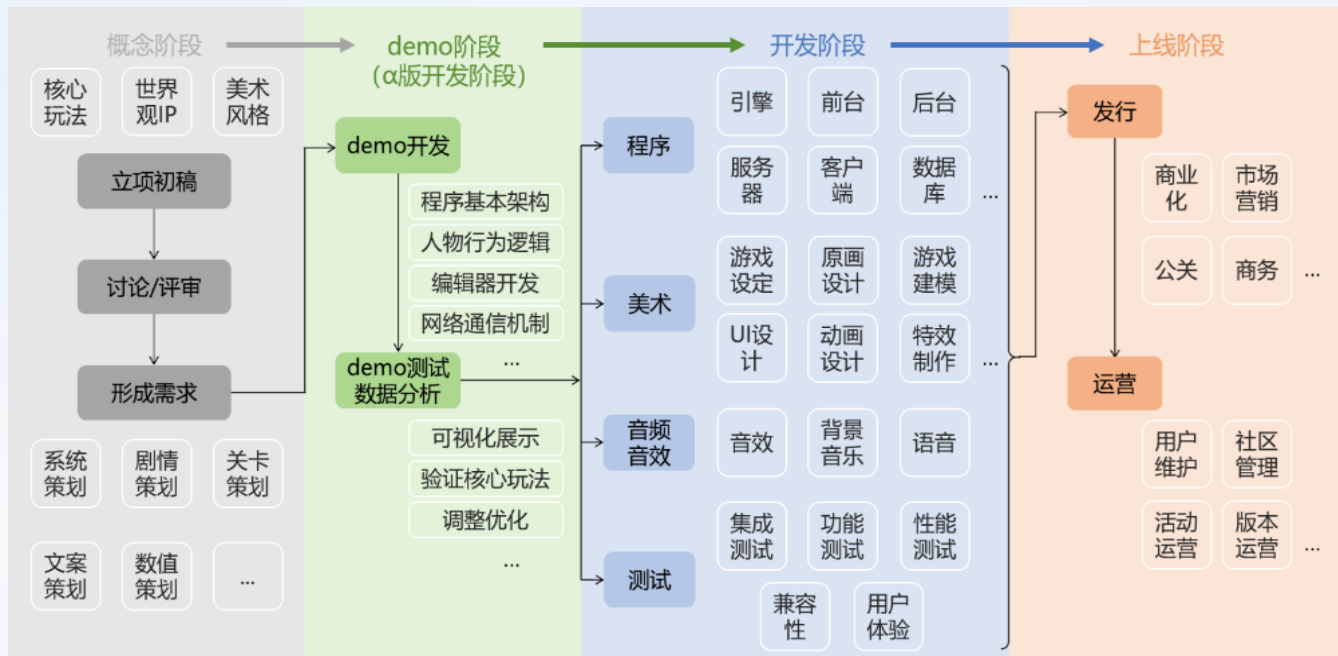
资料来源：国泰海通证券研究整理

03

游戏产品开发：包括四大环节，开发与运营阶段较为关键

- 1) 概念阶段，策划人员需要讨论并确立游戏项目的玩法、世界观、风格等主基调方向，从而完成系统、剧情、关卡等内容的策划工作。
- 2) demo开发，一般涉及简单的开发工作，开发者会做出一个“草稿”从而对策划概念进行验证和调整。
- 3) 开发阶段，一旦确认游戏的方向，产品进入正式开发，就涉及到程序（代码）、美术（图像、3D、视频）、音频音效等多个生产环节，中间也会有各种测试，这一阶段也是游戏生产需要人员、时间、金钱最多的环节。
- 4) 上线运营阶段，游戏开发完毕后上线，进入宣发和运营状态，游戏产品与其他内容产品的一个巨大差异在于，其上线后仍然需要持续更新和维护，如推出新资料片、新的付费项目等，或多或少仍然涉及各类开发工作。

图：游戏项目从构思到上线流程



资料来源：GameShark、腾讯天美工作室、国泰海通证券研究整理

04

研发阶段指标：关注公司披露在研清单，以及研发团队情况

- 产品pipeline是新产品预期的重要起点。游戏公司一般会在“立项完成”后，即开发阶段开始对外披露，相关的pipeline列表也是判断游戏公司在手储备及后续业绩增量的重要依据。
- 可持续关注研发团队背景与研发进度：随着开发进程的推进，可重点关注游戏制作人背景、项目投入规模、团队规模、PV质量、测试数据等。

图：游戏公司披露的产品清单（三七互娱2025年年报）

产品来源	产品名称	品类题材画风等	拟发行地区
自研	斗破苍穹：斗帝之路	Q 版玄幻 RPG	全球
自研	斗罗大陆：传承	Q 版玄幻 RPG	全球
自研	小头盖大冒险	Q 版魔幻 RPG	全球
自研	荒漠沙舟	美式卡通生存 SLG	全球
自研	代号 YCSLG	生存题材 SLG	全球
自研	代号 KGSLG	中世纪题材 SLG	全球
自研	代号 ZRRPG	Q 版探险 RPG	全球
自研	代号 MLRPG	西方魔幻 RPG	全球
自研	代号 MRRPG	Q 版生存 RPG	全球
自研	代号 Hope	生存题材二合	境外
自研	代号 FMR	真实足球卡牌 SLG	全球
代理	赘婿	古风水墨模拟经营	全球
代理	斗破：莫欺少年穷	东方玄幻 MMORPG	境内
代理	斗破苍穹：萧炎传	东方玄幻 RPG	境内
代理	斗罗大陆：零	东方玄幻卡牌 RPG	境内
代理	爪爪大乱斗	Q 版动物休闲对战	境内
代理	代号 ZT	古代农场女性向	境内
代理	代号 ZH	Q 版古风休闲	境内
代理	代号 K3	生存题材 SLG	境外

表：游戏产品研发阶段可以关注的维度与指标

关注维度	信息指标举例	案例
制作人/项目组经验	是否有类似项目经历 过往风格 为何选择该立项	巨人网络《原始征途》手游，创始人史玉柱亲自监制，上线后成绩斐然
项目投入规模	项目组人数是否在增加 项目预算情况	幻塔团队开发《异环》项目，团队扩大到400人
PV质量	内容是否具有吸引力或关注度 是否体现核心玩法 是否实机演示	恺英网络《EVE》首发PV上线B站两天内突破百万观看
测试数据	实机体验效果 用户导入 留存数据 付费情况	《黑神话：悟空》性能测试工具上线，Steam同时在线达到了85277人。

资料来源：三七互娱2025年年报、恺英网络2025年年报、新浪财经、苏州工业园区管委会、白鲸出海、游侠网、国泰海通证券研究

05

发行阶段指标：版本更新情况

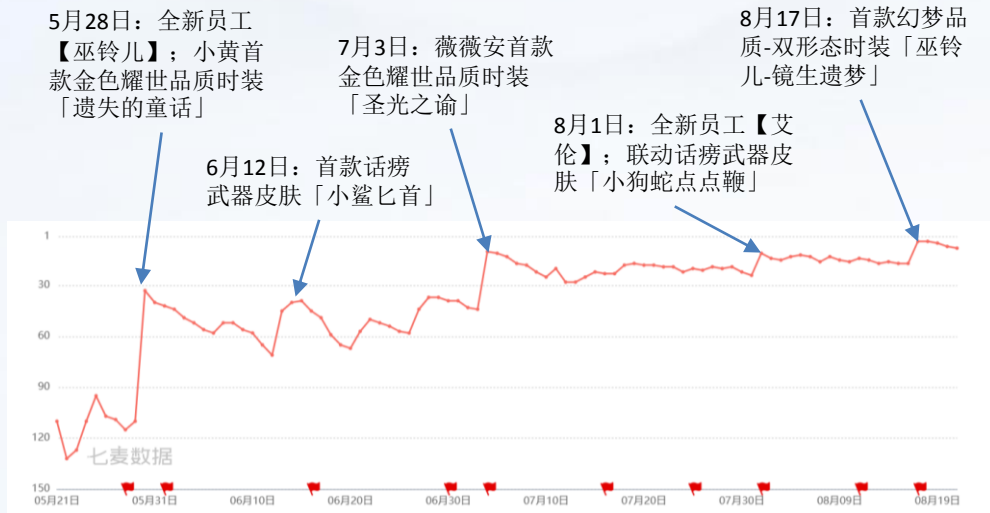
版本更新：游戏上线后会持续进行版本和内容的更新，提前关注版本更新的内容和时间节点，可能对产品用户高峰或流水高峰产生前瞻预期。

- 腾讯《三角洲行动》年初公布了其全年四个赛季的规划，其中包含部分高期待更新如S2的夜间模式。
- 巨人网络《超自然行动组》自2025年5月开始积极推进内容更新和商业化，多个人气角色或时装的更新上线带来iOS游戏畅销榜排名的提升

图：2025年1月14日，Timi Studio Group公布《三角洲行动》2025年四个赛季的内容规划



图：《超自然行动组》5月以来的几次重要更新带来iOS游戏畅销榜排名的提升



资料来源：3DMGAMES，七麦数据，“超自然行动组”官方公众号，国泰海通证券研究

06

跟踪指标：ios免费榜与畅销榜对应用户导入与付费

- 免费榜体现下载热度，榜单排名往往变动比较大，一般在新产品上线或重要版本更新（用户破圈或召回）时值得关注，可能会有较好表现，能够体现用户导入的规模。
- 畅销榜体现收入趋势，榜单排名相对稳定，若畅销榜排名有显著提升，说明商业化取得变现成绩，对于存量产品，更需要关注排行榜名次的稳定性，体现流水的可持续性。

图：2026年6月12日，IOS畅销榜和免费榜单

游戏名	免费榜排名	研发商
王者荣耀	1	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd
三角洲行动	2	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd
无畏契约：源能...	3	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd
苍蓝前线	4	Shanghai Lingyu Technology Co., LTD
和平精英	5	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd
开心消消乐	6	乐元素
猫猫物语 - 喵喵...	7	鑫沈
蛋仔派对	8	网易移动游戏
我的世界：移动版	9	网易移动游戏 (MC)
金铲铲之战	10	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd

游戏名	畅销榜排名	研发商
王者荣耀	1	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd
和平精英	2	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd
三角洲行动	3	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd
无尽冬日	4	Shanghai Qingdi Technology Company Limited
无畏契约：源能行动	5	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd
FC足球世界-杯赛	6	Tencent Mobile Games
梦幻西游	7	网易移动游戏
金铲铲之战	8	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd
开心消消乐	9	乐元素
穿越火线-枪战王者	10	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd

资料来源：七麦数据，国泰海通证券研究

07 收入确认：合同负债里的隐藏流水会在后续释放

玩家充值或者使用虚拟货币购买道具时，充值款先确认为合同负债，后续根据各游戏产品中的虚拟游戏道具类别分别确认收入。虚拟游戏道具被分类为消耗性道具以及永久性道具。

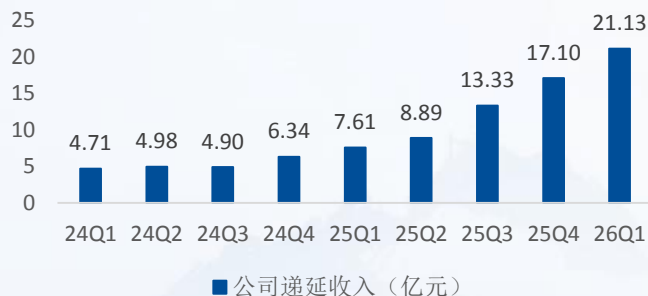
- 对于消耗性道具，按道具预计使用周期估计其预计使用时点并于玩家使用道具时确认收入；
- 对于永久性道具，按付费玩家的预计寿命分摊确认收入；
- 道具的预计使用周期和付费玩家的预计寿命一般由游戏公司根据历史游戏数据而确定。

公司产品流水可能在更晚的财务周期体现为收入，需要还原才能体现当期流水变动真实情况。以板块龙头公司巨人网络为例，公司在2025年成功发行爆款产品《超自然行动组》，25年三季度开始，公司合同负债同比和环比均大幅提升，我们预计合同负债有望在后续逐渐确认为收入、利润，为公司贡献盈利增长。

图：巨人网络24Q1-26Q1营业收入（单位：亿元）



图：巨人网络24Q1-26Q1合同负债快速增长（单位：亿元）

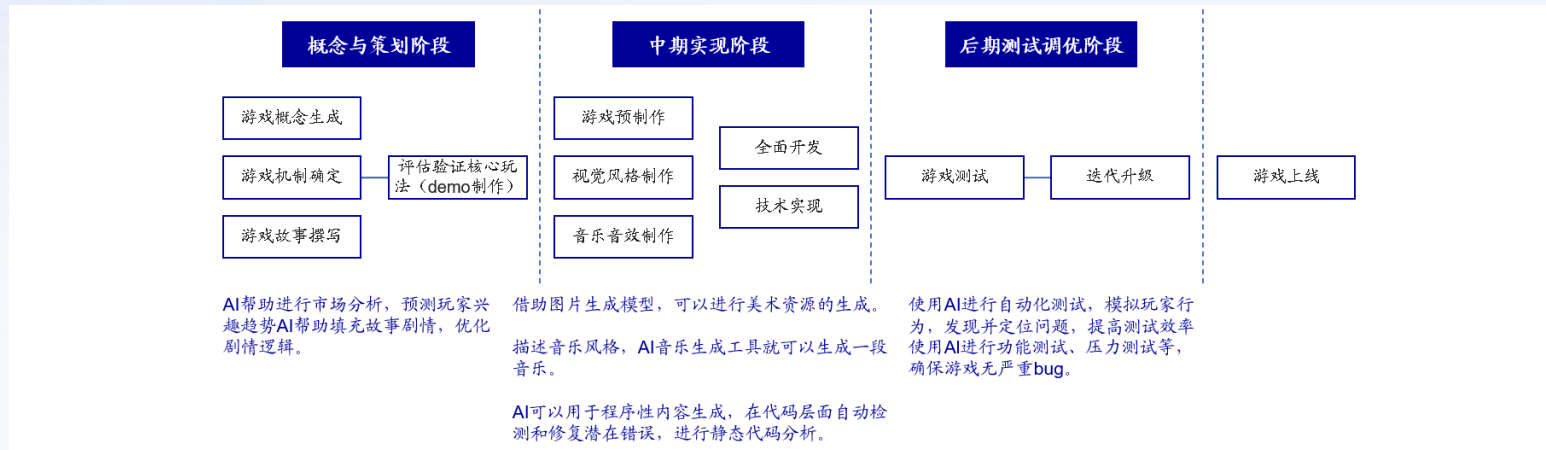


04

研究与投资思路：游戏产业趋势的判断

01

AI新技术有望提升研发效能



目前AIGC已经广泛应用于游戏研发、运营、发行等环节中。在内容生产端，AI绘图、AI建模等自动化内容生产工具可以帮助减少生产高质量内容所需的时间和资源，带来更高效的工作流程和更快的交付时间；在内容消费端，由生成式大模型驱动的智能NPC可以为用户提供开放式、个性化的游戏体验，AIGC还可用于分析玩家行为和喜好，对游戏进行智能调优，增强游戏可玩性，提高用户留存率等关键指标。展望未来，AIGC在游戏行业的应用与实践将愈加广泛，基于 AI 技术的游戏新玩法、新体验会不断涌现。

01 AI新技术有望提升研发效能

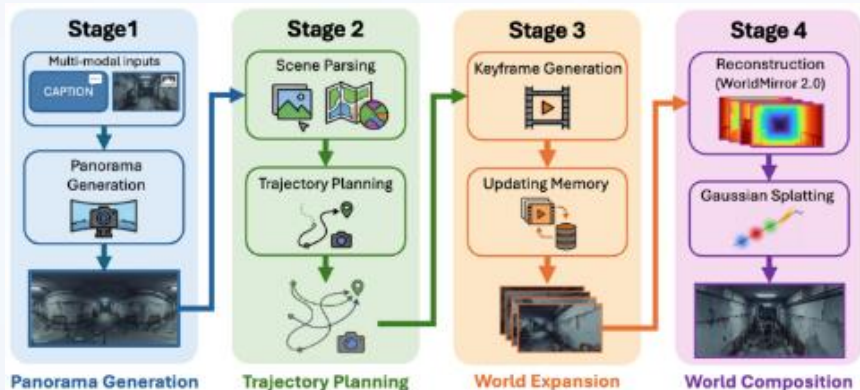
25年6月，恺英网络对外发布Soon平台，该平台专为游戏行业打造的AI全流程开发平台，可以凭借对多模态大模型能力的深度整合，实现了从美术资产生成到代码部署全流程的自动化操作，无论是角色、场景、动画的制作，还是数值参数及代码系统的搭建，都能通过AI实现全自动生成，极大地缩短了传统游戏开发周期，从数月的漫长等待一举跃升至小时级，充分赋能游戏行业向全自动AI转型。

作为游戏行业龙头，腾讯也非常注重AI大模型和游戏等业务的结合，26年4月，公司正式发布并开源混元3D世界模型 2.0（HY-World 2.0），有望大幅降低了美术与关卡设计的门槛。更重要的是，它打通了从创意到落地的“最后一公里”，让 AI 不再停留在概念生成阶段，真正融入游戏工业化管线，有望重构中小团队乃至头部厂商的研发效率曲线。

图：Soon大模型应用示例



图：混元世界模型以3D生成为主轴，统一空间理解、生成、重建



资料来源：恺英网络官方公众号，腾讯混元公众号，国泰海通证券研究。

请参阅附汪免责声明

01

AI新技术有望带来游戏玩法革命

图 AI陪伴应用EVE海报及首日上线表现



4月10日，恺英网络战略投资的自然选择，旗下AI陪伴应用EVE正式上线，该应用具备拥有超拟人对话、多模态互动、实时 3D 通话、沉浸式剧情、丰富互动场景等核心功能，可实现有思想情感的拟人化交流，提供沉浸式 3D 实时互动体验，还能随好感度提升解锁剧情，并包含陪伴、家园、朋友圈、小剧场等多元场景，为用户带来持续新鲜的使用体验。AI EVE前期进行了两轮测试，包含送奶茶等服务功能，一度引发社交破圈。在商业化上，该产品采用订阅服务模式，分为初心卡（68元/月）、暖心卡（128元/月）、清新卡（328元/月）三个付费等级。我们认为，该产品依托年轻群体，用户使用粘性高，清晰的分层付费设计有望匹配不同用户需求，随着后续B端服务功能的逐步完善与生态拓展，有望打开AI陪伴赛道的商业化空间。

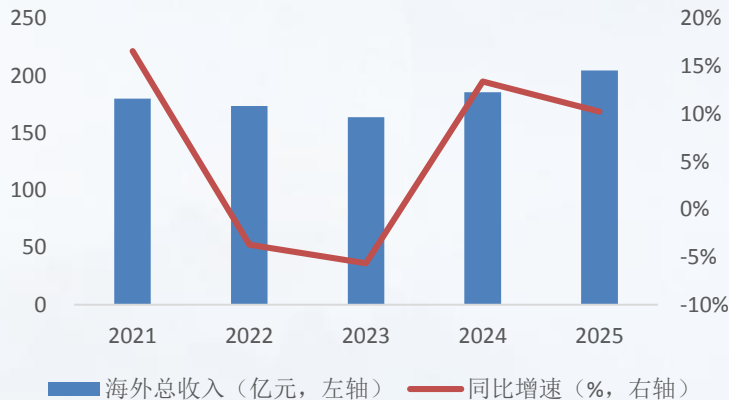
资料来源：七麦数据，游戏葡萄公众号，国泰海通证券研究。

02

海外市场增速广阔，出海有望打开中长期增长天花板

2025 年我国自研游戏海外收入突破 200 亿美元，连续六年规模超千亿人民币，移动游戏作为出海基本盘实现 184.78 亿美元收入，增速 13.16%，增速高于国内。我们认为全球需求仍存广阔增量，近期点点互动、柠檬微趣等厂商产品在海外攻城拔寨，验证了中国游戏厂商的研发实力和强大运营能力，未来叠加政策支持引导，以及AI 赋能研发运营，出海有望成为游戏公司核心增长引擎，打开公司中长期增长天花板。

图：我国游戏海外总收入及增速



图：我国移动游戏海外总收入及增速



02 游戏出海：从品类突围到文化破圈

我们认为，中国游戏厂商出海主要经历三个发展阶段，2016-2018 年，中国游戏出海以 SLG 品类为核心，智明星通《列王的纷争》、IGG《王国纪元》等产品奠定行业基础，网易《荒野行动》则实现射击品类突破。2020-2023 年，米哈游《原神》《崩坏：星穹铁道》引领二次元游戏出海浪潮，推动产品矩阵多元化发展。2024-2025 年，SLG 融合玩法、合成赛道轻量游戏表现亮眼，点点互动、柠檬微趣多款产品在海外大放异彩，同时，游戏科学《黑神话·悟空》、网易《燕云十六声》等 3A 国风游戏获得海外认可，出海路径进一步拓宽。

图：中国游戏出海及阶段分析

时间	出海情况分析	重点厂商及产品表现梳理
2016-2018年	SLG手游为主导，虽然也有部分其他品类突破（比如网易《荒野行动》在日本表现出色），但整体出海产品仍聚焦SLG赛道，代表性游戏如《列王的纷争》、《王国纪元》、《万国觉醒》等。	2016：主要聚焦传统战争策略类游戏，重点产品包括智明星通（中文传媒）《列王的纷争》、IGG《王国纪元》，年流水在5-10亿美元
		2017：射击类产品火爆，网易《荒野行动》在日本取得突破。
		2018-2019年：SLG融合玩法开始逐步盛行，代表作品SLG+RTS玩法：莉莉丝《万国觉醒》、三七互娱《Puzzle&Survival》（三消+SLG）、FunPlus《State of Survival》（生存类SLG）
2020-2023年	米哈游引领二次元游戏出海，中国产品实现多元化	2020-2023年：米哈游《原神》、《崩坏：星穹铁道》相继出海，中国二次元产品第一次走向世界
2024-2025年	SLG+融合玩法进一步发扬光大（点点互动），二合等轻度游戏在欧美取得突破（柠檬微趣），3A级中国文化游戏获得海外认可（网易、游戏科学）	SLG+融合：点点互动《WOS》、《Kingshot》，在海外月流水达到1-2亿美元。 合成赛道：柠檬微趣《Gossip Harbor》、《Seaside Escape》；点点互动《Tasty Travel》。 3A国风文化游戏：游戏科学《黑神话·悟空》、网易《燕云十六声》

05

重点公司盈利预测

01 重点游戏白马公司盈利预测及估值

表：重点游戏公司盈利预测情况

公司代码	公司简称	总市值	归母净利润（亿元）			PE（倍）	
			2025	2026E	2027E	2026E	2027E
002602.SZ	世纪华通	976.62	56.05	90.76	115.27	11	8
002558.SZ	巨人网络	461.46	17.55	45.45	54.04	10	9
002555.SZ	三七互娱	394.44	29	31.34	35.66	13	11
002517.SZ	恺英网络	314.7	19.04	26.55	30.83	12	10
002624.SZ	完美世界	258.4	7.31	17.95	21.66	14	12
603444.SH	吉比特	237.35	17.94	19.57	22.32	12	11

资料来源：Wind（股价为2026年6月16日收盘价），国泰海通证券研究。

06 / 风险提示

01 风险提示

- 游戏行业竞争加剧：游戏产业包括研发、发行、投流等多环节，若产品供给增加，可能带来发行和买量成本的抬升。
- 产品开发进展不及预期：游戏公司业务高度依赖产品效果，若开发进度放缓或上线效果未达预期，可能对相关公司业绩带来压力。
- AI技术落地不及预期：AI技术对游戏的生产和体验都有帮助作用，但当前AI技术还未达到可完全应用状态，后续效果存在不确定性。

免责声明

国泰海通培训体系

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准	股票投资评级	增持
		谨慎增持
		中性
		减持
投资评级分为股票评级和行业评级。	行业投资评级	无评级
		增持
		中性
		减持

国泰海通证券研究所

地址：上海市黄浦区中山南路888号
邮编：200011
电话：（021）38676666
E-mail: research@gtht.com

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所传媒团队