互联网 – 亚太地区

# 亚洲游戏：在AI世界中玩转新的增长周期…

行业概览

## 中国市场、日本、韩国及东南亚的主要市场趋势…

亚洲游戏行业有几个独特的优势。 中国结合了稳健的游戏支出、持久的常青游戏大作和不断增长的海外收入。日本正受益于由持续性收入流和更强的IP变现驱动的利润率扩张。韩国仍然是一个高变现率、由MMORPG引领的市场，2026年的强劲发布周期正在拓宽增长空间。东南亚市场规模较小，但拥有快速增长且年轻的人口，参与度高。值得关注的重点公司：腾讯提供了最强大的常青游戏系列与管线可见性组合，而网易则提供了更多的全新游戏选择空间。卡普空提供了对强大游戏系列变现和重复销售的敞口，而科乐美则受益于高利润率的直播服务与经典游戏的复兴。Krafton提供了耐久的《绝地求生》收益加上对新IP的多元化布局。Sea提供了对《和平精英》长久性的敞口，尽管电子商务是关键股价驱动因素。

## 支持性监管 + 强大的游戏产品线

中国的市场前景日益支持，1月至8月26日期间批准了1319款国产游戏，提升了项目储备的可视性。 日本拥有丰富的全球特许经营权发布计划，主要发行商正利用成熟品牌跨平台推广。韩国面临较少的国内审批限制，新产品的执行和获取中国许可证是关键变量。在东南亚，和平精英的势头以及腾讯的内容准入与上市空间相关。中国的项目储备广泛，由腾讯的《王者荣耀》与《怪物猎人：外传》、网易的《安纳塔》以及哔哩哔哩的《露米大师》领衔。韩国拥有最强的发布周期，包括Krafton的《派世界手游》、Netmarble的多元化RPG系列。日本的储备项目以卡普空的《浪人崛起》、任天堂Switch 2驱动的发布计划以及宝可梦系列游戏为核心。

## 由中国引领的人工智能应用普及，但其他国家正迅速追赶。

人工智能目前是生产力、参与度和运营的赋能者，而非创意游戏开发的替代品。 中国出版商处于最前沿。腾讯和网易正在开发、测试、动画、智能NPC和玩家参与度等各个环节应用人工智能。日韩出版商正越来越多地使用人工智能来提高开发效率和内容创作，同时利用强大的IP组合来保持差异化并吸引玩家。Garena使用谷歌的人工智能工具来加速开发、本地化和个性化体验。我们看到所有公司都有机会通过更好的AI应用带来积极惊喜。

## 主要风险：竞争、增长放缓及发布延迟

在中国，主要风险包括监管再次收紧、新游戏表现弱于预期、传统游戏加速衰退以及竞争加剧。 在日本和韩国，主要风险包括主要特许经营权推出的延迟、新发布的变现能力较弱，以及开发成本上升。在东南亚，Sea 的主要风险仍然是 Garena 对《和平精英》的高度依赖，该游戏已进入第九年。

受雇于BofAS的非美国附属机构，且根据FINRA规则未注册/未获得研究分析师资格。 **有关在特定司法管辖区中，具体哪些BofA证券实体对 herein 所述信息承担责任，请参阅“其他重要披露”。BofA证券与其研究报告所涵盖的发行人进行并寻求进行业务往来。因此，投资者应注意，该机构可能存在利益冲突，从而影响本报告的客观性。投资者应将本报告视为其投资决策的单一因素。请参阅第34至36页的重要披露。分析师认证在第29页。价格目标依据/风险在第27页。13016733**

**2026年9月9日**

亚太区股权应付账款

**萨钦・萨格亚尼卡尔** 波福斯印度研究分析师
sachin.salgaonkar@bofa.com

**刘翔** 美林证券（香港）研究分析师
alex.liu3@bofa.com

**长尾良彦** >> BofAS日本研究分析师
yoshitaka.nagao@bofa.com

**金汉春** 美林证券（首尔）研究分析师
jinhan.chun@bofa.com

**潘卡杰・梅亨德拉塔** 波福斯印度研究分析师
pankaj.mehendiratta@bofa.com

**高希克・古鲁穆提，CFA** 波福斯印度研究分析师
kaushik.gurumurthy@bofa.com

**朱安娜** 美林证券（香港）研究分析师
joanna.du@bofa.com

**林志明** >> BofAS日本研究分析师
shinji.masuda@bofa.com

**岛袋健司** >> BofAS日本研究分析师
takeshi.shimazu@bofa.com

**我们对亚太地区的互联网深度分析报告**

比较与对比亚洲电商平台的AI使用情况

亚洲金融科技论坛：分析关键市场的驱动因素 + 专家访谈要点

重温跨境主题的中国：审视亚洲市场的最新趋势

印度与中国的对比：快速商业演化、竞争与用户体验的比较与差异

游戏 – 韩国：发布周期之外的选择性复苏

*报告末尾的词汇表*

# 投资逻辑与催化剂

展品1：比较中国、日本、韩国和东南亚的市场规模、变现、监管和AI采用情况 亚洲游戏市场概览

| 维度 | 中国 | 日本 | 韩国 | 东南亚 |
|---|---|---|---|---|
| 2025年国内市场size | ~US$50bn (RMB 350bn) | ~US$16.1bn (JPY 2.5tn) | ~US$17.8bn (KRW 23.85tn) | US$5.6bn |
| 玩家 | 6.84亿 | 56mn+ | ~33mn (~64% penetration) | >300mn (2026E) |
| 平台组合 | 移动端 ~74%，PC端 ~23%，主机 <5% | 移动端 ~71%，主机 ~17%，PC端 ~12%， | Mobile ~59%, PC/console ~41% | Mobile ~85%+, PC/console <15% |
| 主导流派 | 角色扮演游戏 + 大型多人在线角色扮演游戏 + 射击游戏（三角洲特种部队、荣誉勋章） | MMORPG与策略/卡牌对战游戏融合<br>主要为休闲在线角色扮演游戏和下载 | 大型多人在线角色扮演游戏花费：传奇、存亡竞技、+功夫（自由火、ML、AOV） | |
| Top-3 titles (2026 YTD) | 黑鹰、三角洲特种部队、飞马移动 | eFootball，噬神之击，最后战争：生存 | maplestory休闲，白雪求生，lineage roblox 1.34亿，ML 1.13亿，炉石传说 9400万M | MAU |
| 市场集中度 | 前三名（腾讯/网易/哔哩哔哩）~60%分享 | Top 10 2025 mobile titles ~16.0%,<br>碎片化的 | 前五项（关键结果领域/国家课程标准/国家教育目标/能力/项目）~50% | 《自由之火》在东南亚营收占比达~30%<br>腾讯游戏 |
| 商业模式基因 | 出版社 + 内部开发 + 微信分发 | 硬件 + 一方知识产权生态系统（任天堂/索尼）；移动端使用授权IP，抽卡 + 线上运营 | IP导向工作室；全球发行重点 | 分发/发布平台 + 腾讯ROFR |
| 监管体系 | NPPA许可证门槛供应——支持性<br>2026: 1,319 domestic + 43 imported<br>截至今年迄今为止的批准项 | 自由/自我调节；完全抽卡<br>禁止 | 基本上自由；宝箱概率 分散，按国家划分；IGRS中信息披露规则；印尼简式颠覆风险；越南本地化规则 | |
| 变现 | 尽管出现通缩，ARPPU仍在上升（腾讯PC）2026年第二季度ARPPU为515元人民币 | 整体ARPU值中等到偏高；以IP为主导的游戏倾向于通过抽卡产生较高的每用户平均收入（ARPU）<br>合作与现场运营 | 高ARPU；MMORPG大R玩家；付费中档ARPU；续集 | 通过广告/外观皮肤入金<br>直售消费者支付额增长 |
| 人工智能应用 | 最先进——腾讯动量/GIGA/GVoice；网易全栈；使用AI；哔哩哔哩发现 | 早期 -51% 的受访 CESA 公司32%用于内部引擎早期阶段；Krafton“物理AI”为支柱<br>发展 | | 腾讯-谷歌合作 2月26日为productivity/UX |

花旗全球研究

美国银行全球研究部

## 航天领域关键投资逻辑

图2：区域游戏市场中的我们的精选
核心信念名称融合了增长与盈利能力

| 公司 | 国家 | 投资逻辑 | 市值息税折旧摊销前利润 | 增长率 | EV/EBITDA | | P/E | | P/Sales | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | $mn | 2025-28E | 2027E | 2028E | 2027E | 2028E | 2027E | 2028E |
| 网易 | 中国 | 最强组合，拥有成熟IP矩阵、清晰待开发项目及新作品发布催化剂(1Q27E)，人工智能采用的选择权/运营效率提升 | 76,875 | 15% | 8.8x | 8.2x | 11.0x | 10.4x | 3.7x | 3.4x |
| 卡普空 | 日本 | 提供强大的品牌授权盈利/重复销售机会；<br>提升盈利增长潜力：多媒体策略将电影与游戏相结合 | 15,100 | 22% | 17.1x | 14.7x | 20.7x | 17.7x | 3.7x | 3.4x |
| 科登 | 韩国 | 提供耐久的《绝地求生》收益，并拓展至新的IP——从而更强的盈利可见度 | 7,445 | 10% | 7.1x | 6.5x | 8.8x | 7.6x | 2.1x | 1.9x |
| 海有限公司 | 东南亚 | 提供了解《和平精英》持久性的机会，尽管电子商务是关键。<br>股票驱动 | 69,413 | 40% | 13.0x | 8.7x | 26.7x | 19.0x | 1.7x | 1.4x |

花旗全球研究部估计

美国银行全球研究部

## 跨公司、跨地域的游戏流程

图3：我们在所有关键亚洲市场的深度、多体裁管道支撑着我们对该行业的建设性观点
即将在中国、日本、韩国和东盟地区按平台和目标市场发布的游戏。

| 公司 | 发布 | 平台 | 游戏名称 | 区域 | 类型 |
|---|---|---|---|---|---|
| 中国 | | | | | |
| 腾讯 | 中国 4月26日（全球待定） | PC/Mobile | 《王者荣耀：世界》 | 中国（全球规划） | 开放世界动作角色扮演游戏 |
| | 26-Sep | PC/Mobile | 《王者荣耀：ACE》 | 中国 | 策略英雄卡牌对战游戏 |
| | 2H26 | 移动 | 怪物猎人：荒野 | 中国 | 动作角色扮演游戏 |
| | TBA | 移动 | Rust 移动版 | 全球 | 开放世界生存 |
| | TBA | PC/Console | 灵魂小屋 | 全球 | 模拟人生 |
| | TBA | PC/Mobile/Console | 莫蒂兰之光 | 全球 | 开放世界生存建造 |
| | TBA | PC/Mobile | 命运触发器 | 全球 | 战术英雄射击游戏 |
| 网易 | 26-Aug | PC/Mobile | 无限未来移动 | 中国 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | TBA | PC/Console | 血液信息 | 全球 | 叙事冒险 |
| | 27-Jan | PC/PS5/Mobile | 无尽 | 全球 | 开放世界动作角色扮演游戏 |
| | TBA | PC/Mobile | 瑶瑶奇 | 中国 | Auto-chess |

图3：我们在所有关键亚洲市场的深度、多体裁管道支撑着我们对该行业的建设性观点
即将在中国、日本、韩国和东盟地区按平台和目标市场发布的游戏。

| 公司 | 发布 | 平台 | 游戏名称 | 区域 | 类型 |
|---|---|---|---|---|---|
| 中国 | | | | | |
| | TBA | PC/Mobile | 山海奇旅 | 中国 | 休闲/开放世界 |
| | TBA | 移动 | 雾霭之下 | 中国 | Casual/Extraction |
| | TBA | PC | 塔玛斯：影翳 | Global/China | Action/Extraction |
| 哔哩哔哩 | 26-Sep | 移动 | 卢米大师 | 全球 | 怪物收集角色扮演游戏 |
| | TBA | TBD | 三王 | 中国 | 授权 SLG |
| | TBA | PC/Mobile | 三国：岁月的摧残 | 中国优先 | 战术角色扮演游戏 |
| | TBA | PC/Mobile | 拉格纳罗克在线3 | 中国 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | TBA | PC/Mobile | 迷雾之境：公会战争卡牌游戏 | 中国优先 | 战术卡牌游戏 |
| 韩国 | | | | | |
| 科顿 | 26-Feb | PC | PUBG：盲点 (ARC计划) | 全球 | 战术射击游戏 |
| | 26-May | PC/Console | 《潜行2》 | 全球 | Adventure/Survival |
| | 1H27 | 移动 | 帕鲁世界手游 | TBD | 开放世界 |
| 网易游戏 | 26-Mar | 移动 | 石器时代：怠惰冒险 | 全球 | 收藏版角色扮演游戏 |
| | 26-Mar | PC/手机/主机 | 七宗罪：起源 | 全球 | 开放世界动作角色扮演游戏 |
| | 26-Apr | PC / 手机 | 蒙吉尔：星潜 | 全球 | 动作角色扮演游戏 |
| | 26-Jun | PC / 手机 | SOL:enchant | 韩国 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | 2H26 | PC / 手机 | 《独行：业力》 | 全球 | 动作角色扮演游戏 |
| | 2H26 | Mobile/PC | 香格里拉前哨：七位最强者 | 全球 | 动作角色扮演游戏 |
| **NC** | 26-Feb | PC | 传承经典 | Korea/TW | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | 26-May | PC/Mobile | 传承W | SEA | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | 26-Jun | 移动 | 战锤：重铸手游 | 全球 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | 26-Jun | PC/Mobile | lineage 2M | 中国 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | 3Q26 | PC/Mobile | 爱恩online 2 | 全球 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | 3Q26 | PC/Console | 耗时者 | 全球 | 射击 |
| | 2H26 | PC/Mobile | 零极限突破者 | 全球 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | 2H26 | PC/Console | 灰烬之城 | TBD | 射击 |
| | 2H26 | TBD | 未知衍生作品名称 | TBD | TBD |
| | 2H26 | TBD | 未知衍生作品名称 | TBD | TBD |
| | 2026 | PC/Mobile | 传承M | 中国 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | 2026 | 移动 | 爱恩ON移动 | 中国 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| 珍珠 abyss | 26-Mar | PC/Console | 绯红沙漠 | 全球 | 开放世界动作角色扮演游戏 |
| **Kakao Games** | 26-Feb | 移动 | SMiniz | 全球 | 基于IP的SM偶像休闲 |
| | 26-Mar | PC | 立方体，救救我们 | 全球 | 抽取射击游戏 |
| | 4Q26 | 独角兽领域 | Pc/Mobile | 全球 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | 4Q26 | 阿拉奇纪年 | Pc/Console | 全球 | 在线动作角色扮演游戏 |
| | 4Q26 | 地下城崛起 | PC/Mobile | 全球 | 策略冒险角色扮演游戏 |
| | 1Q27 | 奥丁Q：女武神的召唤 | PC/Mobile | 韩国 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | 1Q27 | 上帝保佑伯明翰 | PC/Console | 全球 | 开放世界僵尸生存模拟器 |
| | 2Q27 | 时间远征 | Pc/Console | 全球 | 在线动作角色扮演游戏 |
| | 2Q27 | 阿拉卡纪元 S：自由海峡 | Pc | 全球 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| 日本 | | | | | |
| 卡普空 | 4-Sep | PC/PS5/XSX/Switch 2 | 《鬼武者：剑之道》 | 全球 | 剑术动作 |
| | 9-Oct | PC/PS5/XSX/Switch 2 | 龙之信条2：黑暗觉醒 | 全球 | 开放世界动作角色扮演游戏 |
| | 2027 | PC/PS5/XSX/Switch 2 | 生化危机维罗妮卡 | 全球 | 生存恐怖 |
| | 2027 | PC/PS5/XSX | 怪物猎人：崛起 | 全球 | 狩猎动作角色扮演游戏 |
| 科纳美集团 | 27-Aug | PC/Mobile/Console | eFootball -赛季更新 | 全球 | 足球模拟 |
| | 27-Aug | PC/PS5/XSX/Switch/Switch 2 | 《合金装备：大师合集》Vol.2 | 全球 | 隐蔽行动 |
| | 24-Sep | PC/PS5 | 寂静岭：城镇毁灭 | 全球 | 心理恐怖生存游戏 |
| | 15-Oct | PC/PS5/XSX/Switch | 吸血鬼猎人罗曼史 | 全球 | 动作平台游戏 / 摩特罗万尼亚 |
| 任天堂 | 16-Apr | 切换 | 汤姆达奇生活：实现梦想 | 全球 | 人生模拟 |
| | 2-Jul | 切换 | 节奏天国：节拍灵魂 | 全球 | 节奏 / 小游戏 |
| | 23-Jul | 切换 2 | 涂地突袭者 | 全球 | 动作 / 射击 |
| | 17-Sep | 切换 2 | 火焰纹章：命运的编织 | 全球 | 战术角色扮演游戏 |
| | 22-Oct | 切换 2 | 任天堂Switch运动乐园 | 全球 | 运动 / 派对 |
| | 2026 | 切换 2 | 塞尔达传说：时之笛 | 全球 | Action-Adventure |

图3：我们在所有关键亚洲市场的深度、多体裁管道支撑着我们对该行业的建设性观点
即将在中国、日本、韩国和东盟地区按平台和目标市场发布的游戏。

| 公司 | 发布 | 平台 | 游戏名称 | 区域 | 类型 |
|---|---|---|---|---|---|
| 中国 | | | | | |
| | 2027 | 切换 2 | 异度神剑：创世记 | 全球 | 动作角色扮演游戏 |
| | 2027 | 切换 2 | 宝可梦风 / 宝可梦浪 | 全球 | 开放世界角色扮演游戏 |
| 世嘉萨米HD | 15-Jan-2027 | PC/PS5/XSX | 地狱空空 | 全球 | Action-Adventure |
| | 18-Feb-2027 | PC/PS5/XSX | 女神异闻录5 重启 | 全球 | 角色扮演 / 社交模拟 |
| | 2027 | PC/PS5/XSX/Switch 2 | 疯狂出租车：世界巡回赛 | 全球 | 街机赛车 / 赛道竞速 |
| | 2027 | TBD | Virtua Fighter 路口 (Virtua Fighter Lùkǒu) | 全球 | 战斗 |
| 科乐美太阁HD | 22-Oct | PC/PS5/XSX/Switch 2 | 进击的巨人3 | 全球 | 行动 |
| | 2027年初 | PC/PS5/XSX/Switch 2 | 卧龙2：余烬之翼 | 全球 | 动作角色扮演游戏 |
| 史克威尔艾尼克斯高清 | 22-Oct | PS5/任天堂Switch/任天堂Switch 2 | 最终幻想：共鸣 | 全球 | 回合制角色扮演游戏 |
| | 3-Dec | PS5/PS5 Pro/XSX/Switch 2 | 龙之信条：枯萎世界 | 全球 | 驯兽角色扮演游戏 |
| | 2027年1月 | PC/PS5/XSX | 最终幻想XIV：永恒冰境 | 全球 | MMORPG 扩展包 |
| 角川书店 | 28-Aug | 切换 2 | 艾尔登法环：褪色版 | 全球 | 开放世界动作角色扮演游戏 |
| | 2026 | 切换 2 | 暮血者 | 全球 | 多人动作 |
| 万代南梦宫HD | 3-Sep | PC/PS5/XSX | 破晓者的血 | 全球 | 开放世界暗黑奇幻角色扮演游戏 |
| | 2-Oct | PC/PS5/XSX | 王牌空战8：天际之翼 | 全球 | 航拍 |
| 东南亚 | | | | | |
| 海 (Garena) | 3Q26 | 和平精英 x 鸣人 合作版 v3 | 移动 | 全球 | 战斗皇家 |
| | 2H26 | 怪物猎人：荒野<br>（与腾讯合作） | 移动 | 最初是东南亚、拉美台湾，中东 | 生存狩猎行动 |
| | 4Q26 | 帕鲁世界在线<br>（由Pocketpair授权） | 移动 | 全球 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| | 2H27+ | 《和平精英》十周年庆典活动 | 移动 | 全球 | 战斗皇家 |

花旗全球研究

美国银行全球研究部

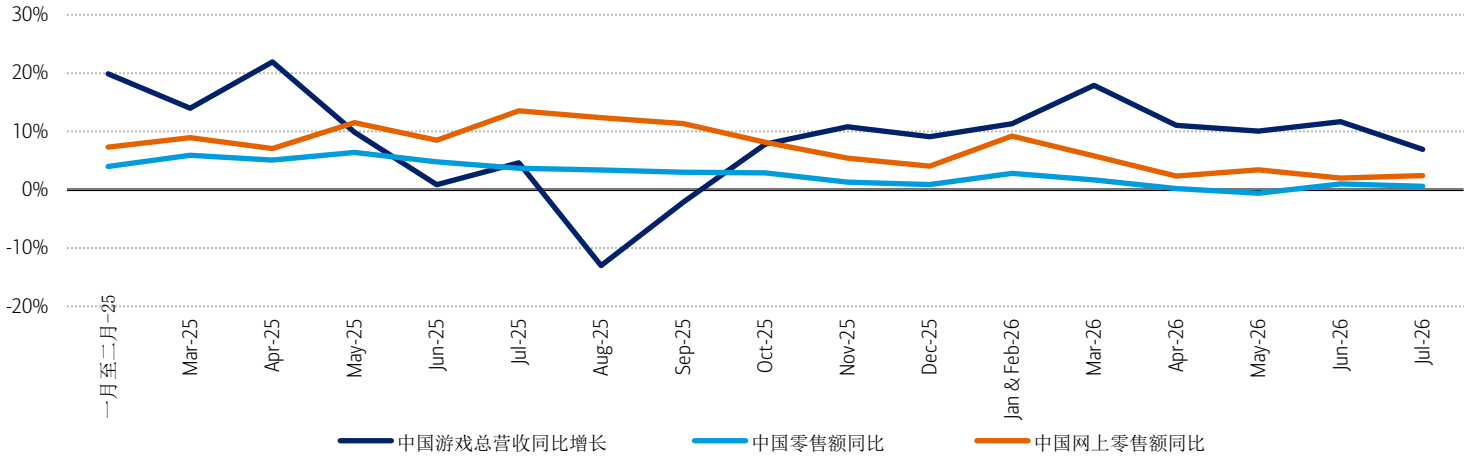
# 中国——网络游戏：消费板块中的一抹亮色

新冠疫情后，中国消费者在体验和服务上的消费意愿相对于实体商品有所提升，其中腾讯、网易、哔哩哔哩、腾讯音乐等数字娱乐领域以及携程等旅游领域是主要受益的互联网行业。

从俯瞰视角来看，鉴于通缩背景下平均销售价格（ASP）展现出的韧性，我们对中国的数字娱乐市场持乐观态度，这一点体现在近年来多个娱乐领域（例如网络游戏和音乐流媒体）的付费用户平均支出逐年增长。

在线游戏是中国收入最高的付费数字娱乐领域。 我们更看好在线游戏板块，并认为鉴于其拥有更持久的旗舰游戏、稳定的竞争格局以及相较于全球同行较低的估值，中国在线游戏板块将迎来结构性估值重估（从当前的10-15倍市盈率提升至20倍市盈率）。

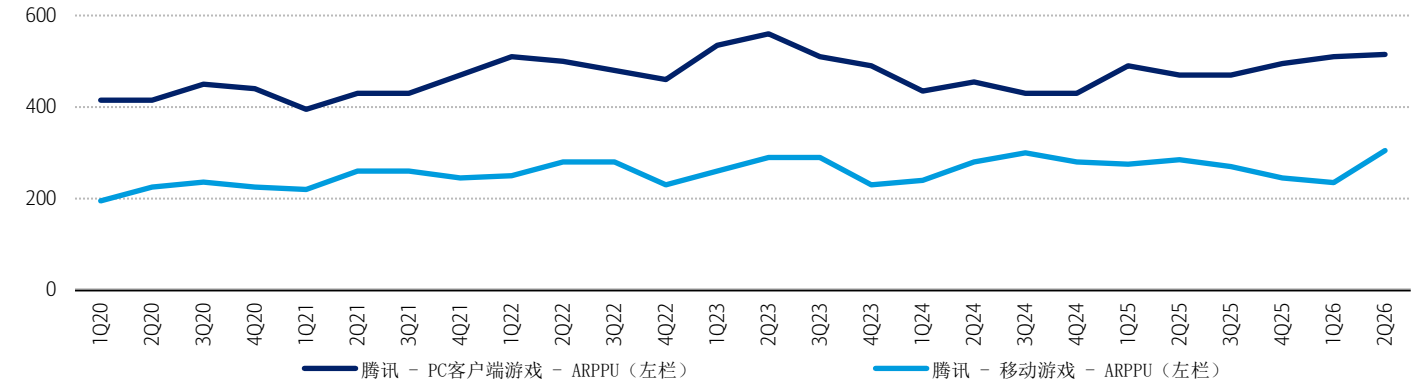
图4：中国游戏总营收年增长率保持稳健，且显著高于零售销售年增长率
中国游戏市场总营收年增长率，中国零售销售年增长率，中国网络零售销售年增长率




来源：NBS，伽马游戏数据，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

图5：尽管处于通缩环境，但每用户数字娱乐支出保持韧性
腾讯PC游戏和移动游戏的ARPPU（人民币）




源自：公司报告，美国银行全球研究

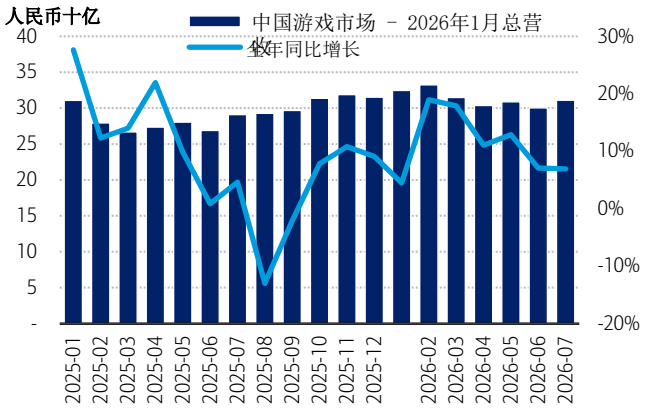
美国银行全球研究部

## 中国网络游戏市场/监管审批概览

根据新芽数据，2026年7月中国在线游戏行业实现稳健增长，总收入达311亿元人民币，同比增长7%，环比增长4%，主要受暑期假期和重点游戏内容更新提振。 手游总收入继续占据主导地位，达231亿元人民币，同比增长8%（占收入比74%）。在长线游戏中，腾讯游戏表现提升，而其他游戏表现疲软。Delta Force PC及主机游戏：由于基数较高，DNF手游、PC及主机游戏在2026年7月的同比增长率放缓至3%。中国开发商海外游戏：自研游戏在海外市场收入达20亿美元，同比增长19%，得益于中国开发商全球化进程加速。

在监管方面，今年至今游戏审批保持良好节奏，在支持性的监管环境下为内容管线提供了更大的可见度。 今年八月，国家新闻出版署（NPPA）批准了209款国产游戏，截至2026年8月，今年累计批准的国产游戏数量达到1319款，而截至2025年8月为1050款。

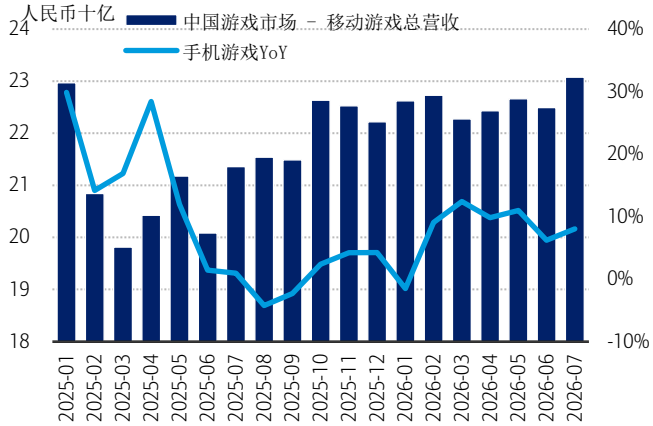
图6：2026年7月中国游戏市场总营收同比增长7%




伽马游戏数据，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

第七项证据：2026年7月中国游戏市场手游总营收同比增长8%

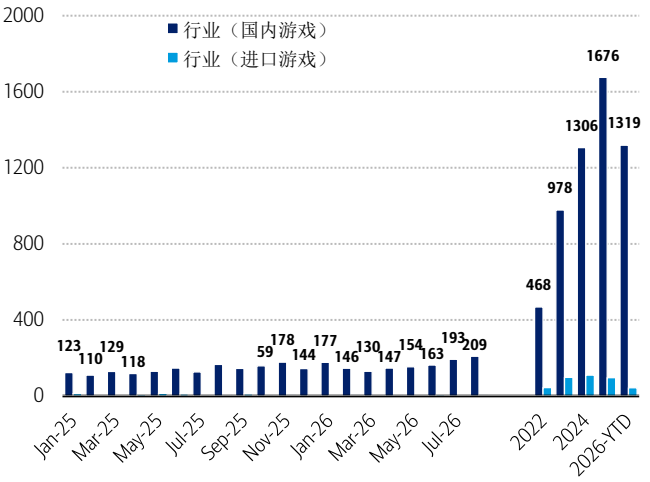



伽马游戏数据，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

第八项证据：截至2026年年初，国内游戏审批总数达到1,319个。

中国的游戏审批数量

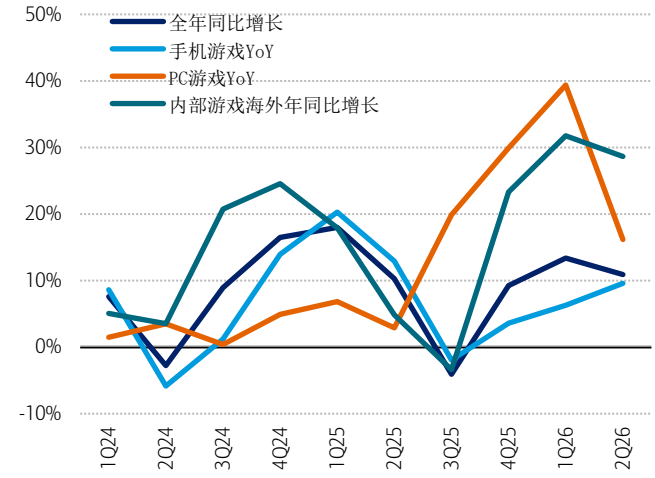



美国国家公共广播电台，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

图9：2026年6月，各细分市场的游戏总营收增长呈现不同趋势。

游戏总营收 - 按季度




伽马游戏数据，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

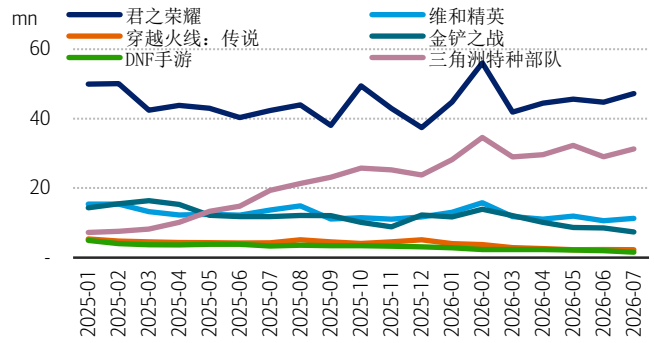
# 稳定的常青标题 – QuestMobile的用户与时间追踪

根据QuestMobile的数据，腾讯的核心常青游戏在2026年7月通常录得更高的月度活跃用户数（DAU）和月度总时长（MoM），而同比（YoY）趋势则呈现分化。其中，时间 delta force 的DAU/时长占比分别达到66%/64%，且分别比和平精英（Peacekeeper Elite）高出178%/147%。网易（NetEase）的核心游戏相比上月有所加强，其中《蛋派对》（Eggy Party）的DAU和时长分别环比（MoM）增长45%和84%。哔哩哔哩（Bilibili）的核心手游在2026年7月呈现分化趋势，DAU总体保持稳定，但时长有所提升。

**腾讯核心游戏日活跃用户趋势**

7月份，《王者荣耀》和《三角洲特种部队》的日活跃用户数（DAU）分别为4720万和3130万，同比增长11%和62%。《守望先锋精英》、《金铲铲之战》、《穿越火线：传说》和《DNF手游》的日活跃用户数同比分别下降18%、38%、47%和54%，至1120万、730万、220万和150万。

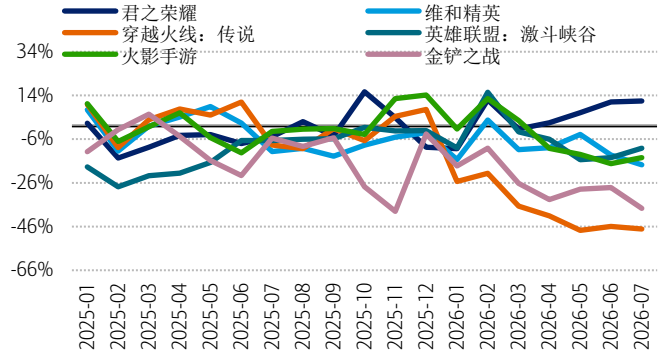
图10：主要游戏DAU在26年7月基本持平
重点游戏DAU趋势




来源：Questmobile，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

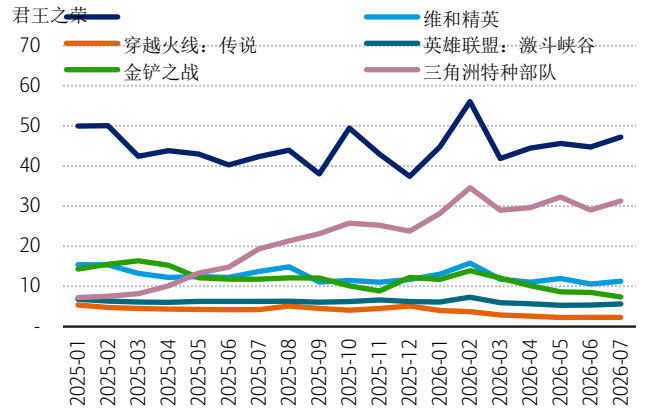
第11项展品：关键标题在6月26日呈现混合的日活跃用户增长趋势
关键游戏年度同比增长DAU




来源：Questmobile，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

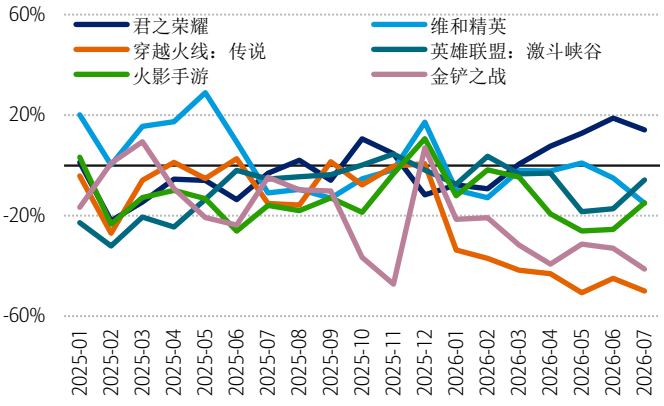
第12项：主要游戏的时间投入环比略有回升，各游戏表现各异，数据截至7月26日。
每月花费的时间




来源：Questmobile，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

第13项展品：2026年7月各主要标题的月度时间花费表现存在差异
月度同比增长时间花费




来源：Questmobile，美国银行全球研究

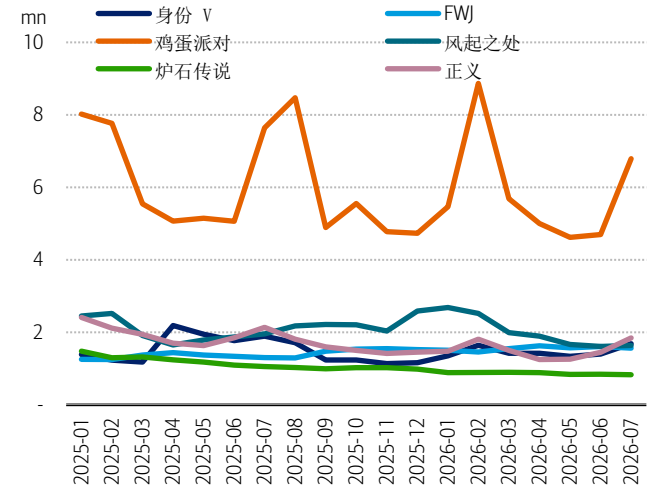
美国银行全球研究部

**网易重点游戏DAU及使用时长趋势**

七月份，网易大部分重点产品的用户参与度较上月有所增强。例如，Eggy Party的日活跃用户数反弹至680万，环比增长45%。正义/身份V/风遇的日活跃用户数分别增长至180万/170万/160万，环比分别增长28%/21%/2%。尽管年活跃用户数的同比增长仍为负数，但这些产品的日活跃用户数降幅持续收窄，表明

提升参与势头。按使用时长计算，Eggy Party 增长至 210 亿分钟，环比增长 84%，同比增长持平。Identity V 同比增长 23% 至 40 亿分钟，而 Justice 的总使用时长同比下降 27% 至 60 亿分钟。

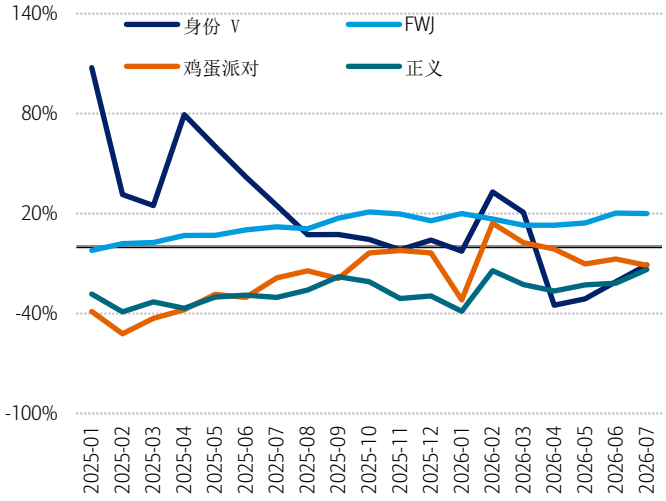
图14：Eggy Party DAU在7月26日DAU趋势中显著反弹




来源：Questmobile，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

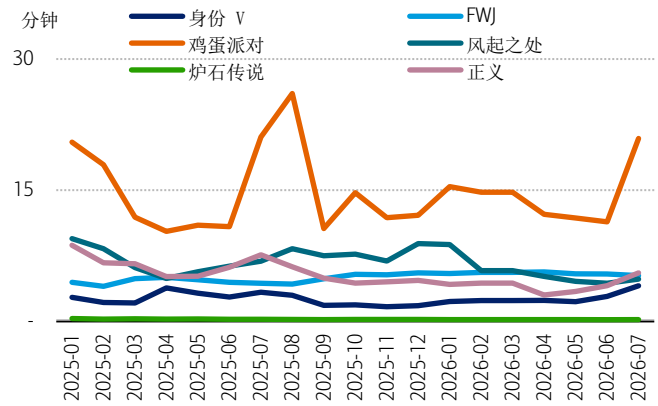
图15：2026年7月日活用户数同比增速加快




来源：Questmobile，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

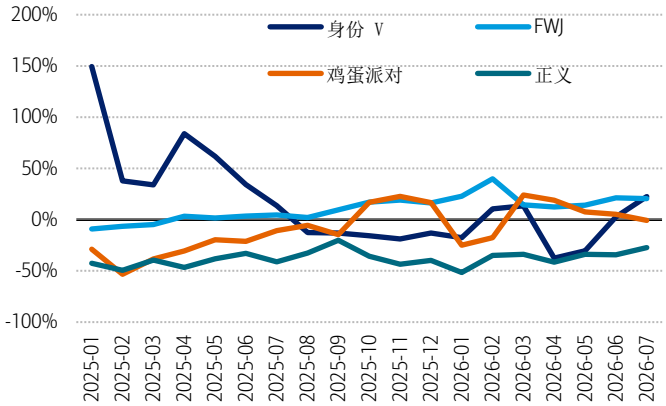
第16项：2026年7月花费时间激增，主要受Eggy派对推动，总花费时间趋势




来源：Questmobile，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

附件17：主要游戏在7月26日的年度同比增长时间继续分化



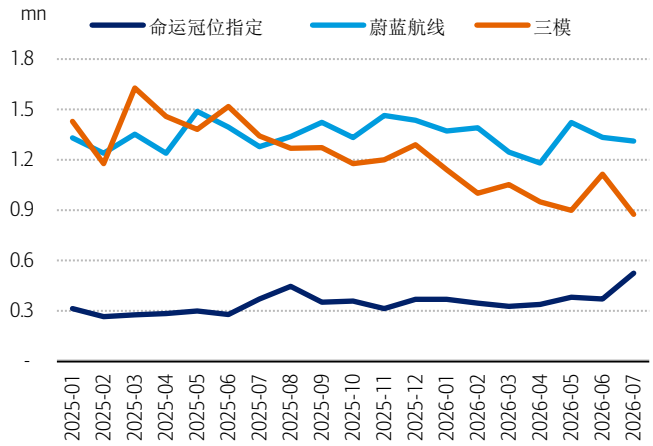

来源：Questmobile，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

**哔哩哔哩重点游戏日活跃用户数及使用时长趋势**

哔哩哔哩旗下关键手游在7月26日呈现不同态势。Fate/Grand Order的日活跃用户数增至500万，同比增长50%。蔚蓝航线日活跃用户数同比持平，为700万，而三毛猫则同比下滑33%至500万。从使用时长来看，Fate/Grand Order增至4亿分钟，同比增长124%。蔚蓝航线降至14亿分钟，同比下滑2%，而三毛猫则同比下滑47%至9亿分钟。

第18项证据：DAU在7月26日呈现混合趋势，命运冠位秩序（Fate Grand Order）上升，而蔚蓝航线（Azur Lane）保持稳定。

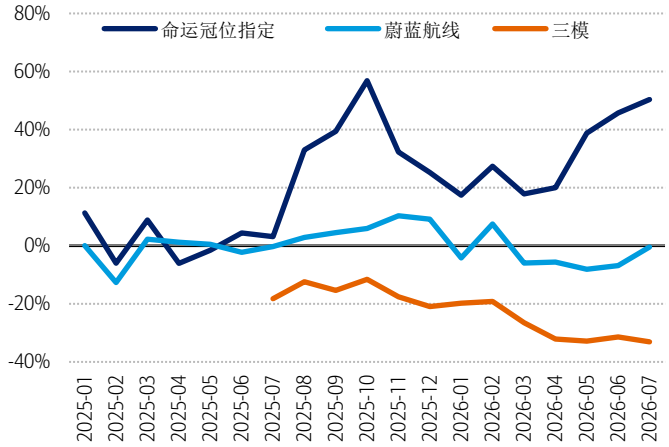



来源：Questmobile，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

第19项证据：2026年7月，主要游戏DAU增长出现分化，由《Fate/Grand Order》引领

年度用户增长率

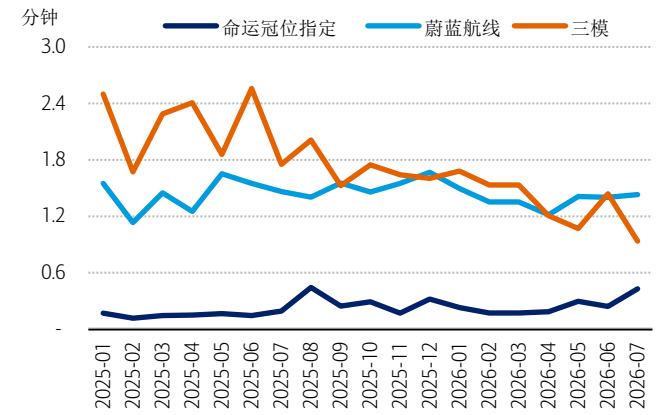



来源：Questmobile，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

图20：2026年7月总时长呈现混合趋势，命运冠位指定（Fate Grand Order）上升，三毛（Sanmou）下降MoM

总耗时趋势

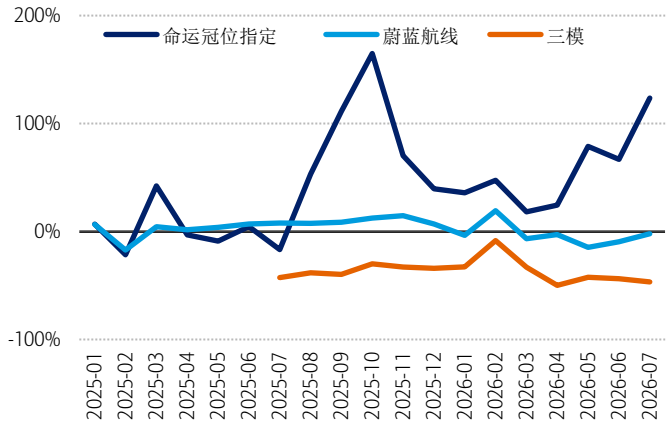



来源：Questmobile，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

第二十一项证据：在2026年7月，花在关键标题上的时间出现增长分化，命运冠位指定（Fate Grand Order）继续保持领先。

年度同比总耗时




来源：Questmobile，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

## 稳定的常青关键标题 – 游戏营收追踪数据来自Sensor Tower

根据Sensor Tower的iOS营收追踪，国内手游营收同比增长+6%（腾讯）、+1%（网易）和-5%（哔哩哔哩）的6月份数据。 在国内手游市场，腾讯的核心传统大作在7月份数据较第二季度有所增长。网易的核心大作月度表现不一：飞升录手游表现疲软，而蛋仔派对、第五人格和纳拉卡表现有所提升。按环比计算，第五人格继续显示出从2025年第四季度末触底的迹象。网易海外手游营收在7月份有所放缓，而腾讯略有上升。哔哩哔哩国内营收尽管有《原神》的支撑，仍同比下降5%。三猫在7月份营收同比下降27%。对于2026年第二季度的预期，我们预计腾讯、网易和哔哩哔哩的总游戏收入同比增长分别为+10%、+7%和-11%。

第二十二项证据：腾讯和网易的关键游戏在2026年7月呈现了混合趋势
每月和每季度iOS游戏收入同比增长TOP榜

| | | 月度同比 | | | | | | 年度同比 | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2026-02 | 2026-03 | 2026-04 | 2026-05 | 2026-06 | 2026-07 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 |
| 腾讯 | | | | | | | | | | | | |
| 王者之荣 | **王者荣耀** | -11% | 35% | -10% | -2% | -4% | 11% | 33% | -4% | -23% | 3% | -5% |
| 维和精英 | **和平精英** | 22% | -4% | 1% | -12% | -25% | -3% | 18% | 11% | -45% | 2% | -12% |
| 金铲之战 | **金铲铲之战** | 7% | -3% | -16% | -24% | -24% | -30% | -3% | 1% | 21% | -14% | -21% |
| 英雄联盟 | **英雄联盟手游** | 20% | -14% | -43% | -39% | -34% | -37% | -44% | -22% | -2% | -19% | -39% |
| DnF | **地下城与勇士：起源** | -71% | -73% | -78% | -31% | -47% | -56% | -63% | -78% | -58% | -62% | -55% |
| 三角洲特种部队*-终极使命 | **三角洲行动** | 22% | -36% | 40% | 11% | -33% | 11% | | | | | |
| VALORANT*-MoM | **无畏契约** | 15% | -12% | -4% | 6% | -7% | -3% | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | | 18% | 10% | 4% | 9% | 5% | 6% | 2% | -8% | -5% | 5% | 6% |
| 海外 | | 1% | -5% | -2% | -7% | -20% | -18% | -19% | 0% | -3% | -3% | -10% |
| Supercell | | -6% | -3% | -2% | -16% | -25% | -33% | -30% | -2% | 5% | -1% | -15% |
| 总计 | | 12% | 5% | 2% | 3% | -5% | **-4%** | -7% | -5% | -5% | 2% | 0% |
| 科瓦奇（Co）报告了总游戏增长 | | | | | | | | 22% | 23% | 21% | 8% | |
| 科瓦奇（Co）报告了国内游戏增长 | | | | | | | | 17% | 15% | 15% | 6% | |
| 科威特报告海外游戏增长 | | | | | | | | 35% | 43% | 32% | 13% | |
| 网易 | | | | | | | | | | | | |
| FWJ手机 | **梦幻西游** | 27% | 20% | 18% | 7% | 45% | -6% | -25% | -10% | 15% | 13% | 22% |
| 余生 | **明日之后** | 23% | 10% | 9% | 8% | 23% | -53% | -19% | 8% | 7% | -11% | 13% |
| 无限边界 | **率土之滨** | 51% | 33% | 5% | 40% | -6% | -13% | -39% | -23% | -1% | 31% | 14% |
| 阴阳师 | **阴阳师** | 51% | 22% | 26% | 14% | 26% | -9% | -40% | -15% | 7% | 0% | 21% |
| 身份 V | **第五人格** | -33% | -59% | -39% | -45% | -31% | -18% | 2% | -41% | -62% | -55% | -39% |
| 暗黑破坏神：不朽 | **暗黑破坏神：不朽** | 18% | -7% | 2% | -16% | -13% | -53% | -36% | 6% | -40% | -16% | -10% |
| 鬼 | **倩女幽魂** | -3% | -3% | -3% | 68% | 20% | -34% | -30% | -7% | -9% | -1% | 30% |
| 无限拉格朗日 | **无尽的拉格朗日** | 81% | 35% | 37% | 30% | 34% | -31% | -13% | 34% | -2% | 36% | 34% |
| 哈利·波特：魔法觉醒 | **哈利波特：魔法觉醒** | 63% | 3% | 48% | 53% | 17% | -41% | -22% | 3% | -36% | 0% | 37% |
| 鸡蛋派对 | **蛋仔派对** | 71% | 78% | 32% | 20% | 41% | 3% | -23% | 81% | 19% | 39% | 32% |
| 西天取经 | **大话西游** | -9% | -17% | -1% | -5% | -11% | -26% | -25% | -5% | 7% | -10% | -5% |
| 移动司法 | **逆水寒** | -42% | -47% | -55% | -52% | -45% | -52% | -58% | -63% | -64% | -61% | -50% |
| 赛车大师 | **巅峰极速** | 0% | 101% | 26% | -3% | -21% | -52% | -37% | -34% | -12% | 7% | -3% |
| 《利刃出鞘》 | **荒野行动** | -18% | -35% | -38% | -23% | -19% | -42% | -9% | -21% | -26% | -22% | -28% |
| 地狱移动 | **永劫无间** | -53% | -54% | -64% | -67% | -44% | -66% | | -77% | -77% | -62% | -60% |
| *风起之处-MoM | **燕云十六声** | 26% | -46% | -16% | 20% | -13% | -48% | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | | -8% | -28% | 12% | 1% | 1% | 1% | -21% | -9% | -8% | -16% | 4% |
| 海外 | | 10% | 0% | 15% | -13% | -22% | -26% | 12% | 28% | 18% | -3% | -9% |
| 总计 | | -5% | -23% | 12% | -2% | -4% | **-5%** | -17% | -3% | -3% | -14% | 2% |
| 科瓦奇（Co）报告了总游戏增长 | | | | | | | | 15% | 13% | 4% | 7% | |
| 哔哩哔哩 | | | | | | | | | | | | |
| 蔚蓝航线 | **碧蓝航线** | 107% | -18% | -7% | -24% | -4% | 27% | -18% | 6% | -6% | -11% | -16% |
| Fate/Grand Order | **命运/冠位指定** | 7% | -32% | -14% | 80% | 72% | -13% | -57% | -14% | 44% | -8% | 37% |
| 守护传说 | **坎公骑冠剑** | -12% | 20% | -45% | -33% | -34% | -61% | -46% | 89% | -3% | -34% | -39% |
| 公主连结！再潜入 | 公主连结Re：潜入 | 75% | 182% | 74% | 33% | 59% | 98% | 79% | 28% | 77% | 19% | 60% |
| 三模 | **三国：谋定天下** | -56% | -38% | -56% | -60% | -5% | -27% | 15% | -74% | -54% | -46% | -37% |
| | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | | -9% | -8% | -21% | -3% | -22% | -5% | 0% | -40% | -18% | -9% | -16% |
| 海外 | | 77% | 196% | 203% | 36% | 55% | 110% | 189% | 118% | -17% | 113% | 82% |
| 总计 | | 2% | 12% | -3% | 3% | -14% | **7%** | 8% | -36% | -18% | 6% | -5% |
| 科瓦奇（Co）报告了总游戏增长 | | | | | | | | 60% | -17% | -14% | -12% | |
| 米哈游 | | | | | | | | | | | | |
| 原神 | **原神** | 163% | 8% | 163% | 35% | -58% | 20% | -47% | 11% | -13% | 6% | -5% |
| 崩坏：星穹铁道 | **崩坏：星穹铁道** | -57% | 19% | -34% | -29% | 68% | -70% | -48% | 10% | 34% | -49% | -23% |
| 无禅区零 | **绝区零** | 3% | 52% | -64% | -2% | -79% | -75% | 0% | -77% | -39% | 17% | -67% |
| | | | | | | | | | | | | |
| 热门游戏 | | 22% | 18% | -10% | 1% | -52% | **-42%** | -36% | -26% | -5% | -11% | -24% |

来源：Sensor Tower，美国银行全球研究

美国银行全球研究部

# 人工智能：对中国游戏开发者的赋能者而非颠覆力量

我们更倾向于在线游戏（腾讯和网易）而非其他娱乐细分领域，因为人工智能提升了玩家的参与度和研发生产力，延长了经典游戏的生命周期，竞争格局稳定，以及估值合理。 领先的中国游戏公司最新的AI部署主要集中于提升开发流程和玩家参与度，而非取代游戏开发者。关于AI对在线游戏行业的颠覆性影响，即使工作室采用AI工具，我们认为人类创造力对于情感叙事和艺术指导仍然是必不可少的。AI无法复制创造令人难忘的角色、叙事以及由社区驱动的在线世界所需的“人文触感”。本质上，玩家追求的是吸引人的游戏玩法，而AI在这方面仍然面临挑战。

**腾讯在8月底的 Gamescom 2026 上发布了其在游戏领域的最新 AI 战略，并将多个自有 AI 平台整合到整个游戏开发流程中。** 一些关键举措包括：Motus，一个端到端的 AI 动画系统，可自动完成 3D 角色的绑定、蒙皮、动作生成和动作细化；GIGA，用于开发能够在动态游戏环境中进行决策和行动的自主 AI 代理；以及 WeTest Acorn AI Studio，该平台使用 AI 代理进行自动化游戏测试。腾讯还展示了 GVoice，该技术可支持 AI 队友、实时语音翻译以及与对话式 NPC 的互动。腾讯不仅应用 AI 来降低生产成本，还实现了更智能的 NPC、更丰富的游戏玩法交互以及更快速的游戏服务内容更新。

**网易已将人工智能定位为核心能力，贯穿游戏开发全生命周期，从概念创作到运营。** 根据网易2026年第二季度财报，人工智能已应用于艺术生成、游戏设计、编程、动画和品质保证等领域，实现更快速、更具扩展性的内容生产。除了开发效率，网易还强调利用人工智能创造更自然、更具响应性的玩家体验，包括在旗舰游戏中实现人工智能赋能的交互和动态游戏系统。公司描述人工智能不仅是生产力工具，更是解锁此前难以实现的新游戏玩法和玩家参与方式的关键，使人工智能驱动的内容创作和智能游戏交互成为网易未来游戏战略的核心支柱。

**哔哩哔哩最新的AI计划专注于游戏生态系统和平台运营。** 公司强调AI是内容创作、推荐、搜索和广告领域的战略重点，利用AI工具提升游戏发现、用户参与度和运营效率。AI帮助创作者生产更多游戏相关内容，同时改善内容分发和个性化推荐，以驱动用户参与。

# 日本：利润扩张正在进行中

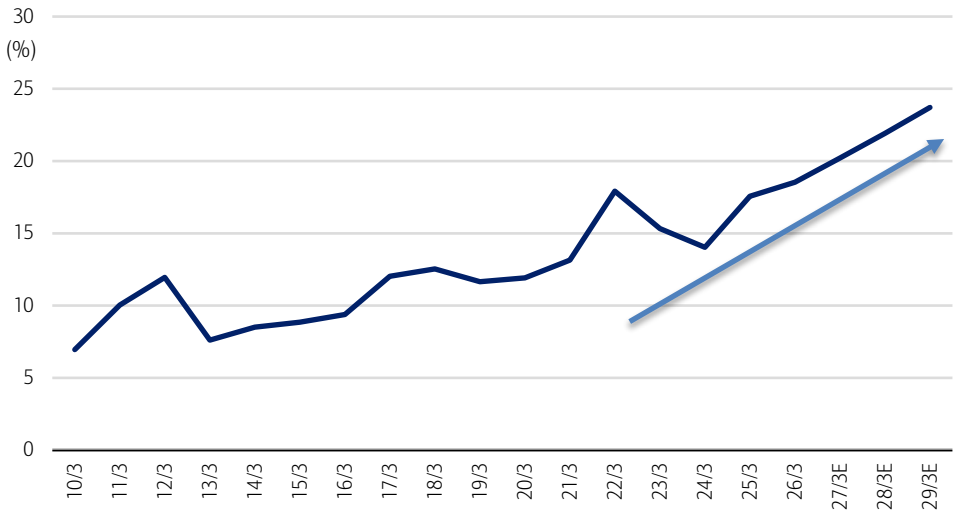
## 结构边际扩张为溢价估值提供了合理性

游戏行业在4月至6月期间的总运营收入（OP）达到3706亿元人民币，同比增长75%，创下历史最高纪录。 我们预计7月至9月期间，该行业的运营收入同比将基本持平，但面临严峻的同比比较基数。然而，在公司层面，我们对卡普空、科乐美和世嘉萨米公司的预测超过了市场预期。尽管一些投资者对行业估值偏高表示担忧，但我们强调，平均运营利润率已高于疫情期间居家隔离时期的水平。我们认为，向更具经常性收入流的持续转变，足以支撑该行业的溢价估值。

## 游戏行业的利润分析

随着游戏板块股价上涨，投资者对估值过高的担忧日益普遍。 科乐美市值为2027财年预期（共识）的24倍，而卡普空为28倍，我们覆盖的游戏板块估值倍数显著高于东证指数。然而，我们认为这些溢价估值是合理的，因为它们反映了盈利质量的结构性改善。最明显的证据可见于整个板块的OP利润率趋势（图表23）。

附件23：我们认为高端估值是合理的 整体游戏板块OP利润率趋势




来源：公司，美国银行全球研究部估计

美国银行全球研究部

游戏行业的整体利润率近期已达到约19%，超过了疫情居家需求激增时期（约2022财年3/22期间）记录的约17-18%的前峰值。 与那个受益于暂时需求激增的时期不同，最近的利润率扩张反映了向高利润持续性收入流的结构性转变，包括任天堂的数字销售占比升至61.5%，科乐美的持续服务游戏贡献日益增长，以及卡普空对重复销售的依赖程度不断提高。

在我们看来，当前行业的估值不应被解读为对另一次居家需求繁荣的折价。 相反，它们反映了由盈利结构改善所驱动的重新估值。我们相信，数字化和更广泛的知识产权变现仍存在进一步的空间，预计该行业的整体营业利润率将在2027财年（FY3/27）之后继续呈上升趋势。只要这种结构性利润率的扩张持续存在，我们认为该行业的溢价估值仍然是合理的。

## 评估生成式AI对游戏公司的影响

谷歌的杰尼3通过用AI推理替代游戏开发中的“中间层”，降低了资产生产的边际成本。这一转变有可能加速微笑曲线的加深，使行业价值向一端的上游IP和计算基础设施以及另一端的下游社区和体验价值两极分化。从中到长期来看，这种动态可能提高高成本开发商（如Square Enix HD）的利润率，同时作为催化剂重新定义拥有强大IP组合的公司（如Bandai Namco HD和Konami集团）的影响力。总之，长期赢家可能是那些能够掌控游戏语境意义（这是AI无法复制的）并拥有狂热粉丝基础的公司，这些粉丝能够维持其平台和品牌的价值。

第二十四项证据：日本公司在专有知识产权资产与内部研发引擎的平衡方面具有独特优势

对主要日本游戏公司的启示

| 人工智能公司战略考量预期影响<br>应用（例如：Genie3） | | |
|---|---|---|
| Square Enix HD (9684) | 非常大：基础<br>利润率的提高 | 摆脱“高成本、长开发周期”模式。<br>人工智能可以替代制作丰富、高保真的产品。<br>如最终幻想游戏所需的环境。 |
| Koei Tecmo HD (3635) | 非常大型：改进了大规模资产生产管道自动化特性<br>节奏 | “幻想式”游戏。 |
| Bandai Namco HD (7832) | 大：相对增长<br>自有知识产权的价值 | 在一个人人都能创造广阔世界的时代，<br>诸如《龙珠》等IP的强大，甚至变得更加<br>pronounced. |
| Konami Group (9766) | 大：加固一个<br>已属高利润模式 | 精灵式AI与标题之间具有强大的兼容性。<br>如 eFootball（环境生成）和恐怖游戏<br>类似《寂静岭》这样的作品。 |
| Capcom (9697) | 媒介：品质提升与<br>分化 | RE引擎的进一步演进。支持中端游戏。<br>要实现AAA级视觉效果——“全方位品质”<br>enhancement.” |
| Nintendo (7974) | 有限：保护<br>体验价值 | 独特的软硬件集成。“玩”<br>定义任天堂游戏的“机制”不能<br>由人工智能复制。受影响最小的是<br>图形的商品化 |

花旗全球研究

美国银行全球研究部

Square Enix 采用的是成本高昂、周期漫长的AAA级开发模式，同时拥有大量需要构建丰富、高保真世界的IP。随着AI技术的应用推进，它是其中利润提升潜力最大的公司之一。Koei Tecmo 凭借其高容量开发风格和自研引擎，很可能利用生成式AI为其项目管线带来显著加速空间。

万代南梦宫，凭借高达和龙珠等强大IP，即使在任何人都能创造自己世界的新时代，也处于绝佳位置来维护以角色为核心的价值。科乐美的战略——结合了在线服务游戏和经典IP的复兴——与人工智能具有很强的协同效应，可能进一步强化其已经具有高利润率模式的持久性。

卡普空已拥有一款高效的内部引擎（RE引擎），这使得通过AI提升中端游戏品质至更高标准的策略成为一条可行的路径。任天堂的核心优势在于其软硬件整合设计以及打造原创游戏体验的独特能力。因此，它相对较少受到图形技术通用化的负面影响。

综合来看，Genie 3带来的结构性变化，与其说是关于“生产效率的差异”，不如说是关于重新定义价值在行业内留存与消散之处。

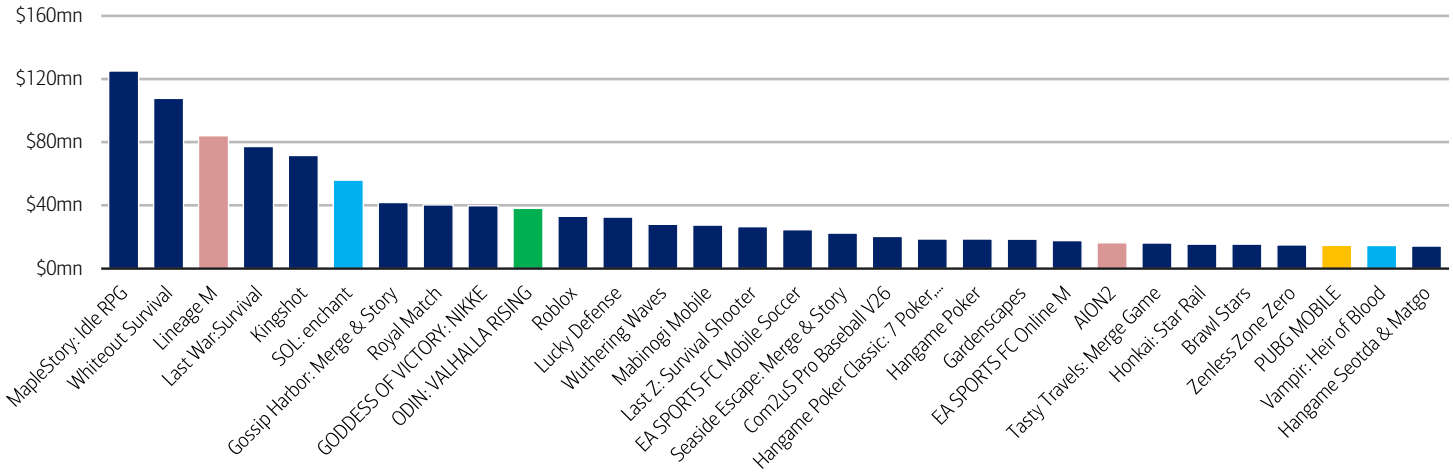
# 韩国：强大的粉丝群体，稳健的变现能力

## 大型多人在线角色扮演游戏继续在收入排行榜上占据主导地位。

韩国的顶级手游市场仍然严重偏向MMORPG游戏，这反映了该类型强大的盈利潜力以及高度投入的粉丝群维持消费的能力。 lineage M 仍位列前五，而其他主要的MMORPG游戏，包括Odin、Aion 2 和 SOL: Enchant，也表现出色。与此同时，《 MapleStory: Idle RPG》的成功表明，强大的IP粉丝基础可以超越传统MMORPG类型，并支持新游戏玩法模式下的盈利。

第25项证据：MMORPG游戏仍主导韩国收入前30榜单； Lineage M凭借其稳固的粉丝市场，在韩国收入前五榜单中依然位列其中。

韩国票房收入前30排行榜




*注意：蓝色高亮部分指Netmarble的游戏，红色高亮部分指NC的游戏，绿色高亮部分指Kakao的游戏。 来源：Sensor Tower*

美国银行全球研究部

## 新标题支持收益增长

我们预计2026年将成为韩国游戏行业的一个重要转折点，这得益于美国银行韩国游戏业务覆盖范围内一系列新游戏的大规模推出。 PA的《猩红沙漠》已定下基调，销量已超过600万份。在Krafton，2027年推出的《派世界手游》和《瓦尔组合》预计将扩大收入基础，超越《绝地求生》。Netmarble以《石器时代：休闲冒险》和《七大死罪：起源》（均于2026年3月推出）的早期贡献开启了2026年。对于NC，包括《Aion 2 Global》（9月26日）和《灰烬之城》（2026年下半年）在内的一系列作品将支持《传奇经典》之后逐步的营收复苏。Kakao Games的复苏曲线则更偏向后期，其《奥丁》和《Project OQ》均计划于2026年下半年推出。

## 个人电脑（PC）：PUBG持续位列Steam畅销榜前列

2017年3月开启测试阶段后，《绝地求生》连续六年都位列Steam畅销游戏榜前列。 它始终与《使命召唤》、《反恐精英》和《Apex英雄》等大作排名相仿。尽管Steam官网未公布精确排名，但每年都确认《绝地求生》位列前1%之内。

第26项展品：Steam平台热门游戏《绝地求生》连续六年位居畅销榜前列，与《使命召唤》、《反恐精英》和《Apex英雄》等其他主要游戏并列。

| 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 绝地求生 | 反恐精英2 | 反恐精英2 | 反恐精英2 | 反恐精英2 | 黑神话孙悟空 | 第一附表 |
| Dota 2 | 赛博朋克 | 永恒 | Dota 2 | 霍格沃茨遗产 | 帕鲁世界 | 反恐精英2 |
| 反恐精英2 | 绝地求生 | Dota 2 | 艾尔登法环 | 博德之门3 | 反恐精英2 | 战地6 |

第26号展品：蒸汽PC畅销品
《绝地求生》连续六年位居畅销榜前列，与《使命召唤》、《反恐精英》和《Apex英雄》等其他主要游戏并列。

| 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 命运2 | Dota 2 | 瓦尔海姆 | 绝地求生 | Dota 2 | Dota 2 | R.E.P.O |
| 侠盗猎车手5 | 怪物猎人世界 | 绝地求生 | Apex英雄 | 使命召唤 | 绝地求生 | 天国：宿命2 |
| 怪物猎人世界 | 彩虹六号：围攻 x | Apex英雄 | 使命召唤 | 绝地求生 | 艾尔登法环 | Apex英雄 |
| 全面战争：三国 | 在美国 | 彩虹六号：围攻 x | 地狱 | Apex英雄 | 博德之门3 | DOTA 2 |
| 战甲 | 《Fall Guys》 | 地狱 | 命运2 | 森林之子 | 命运2 | 怪物猎人：野望 |
| 彩虹六号：围攻 x | 侠盗猎车手5 | 命运2 | 消逝的光芒2 | 星空 | Apex英雄 | 使命召唤 |
| 《影逝二度》 | 命运2 | 日暮死光 | 怪物猎人世界 | 命运2 | 地狱潜水者2 | 绝地求生 |
| 文明VI | 荒野大镖客：救赎2 | 战场 | 大师决斗 | 赛博朋克 | 太空战士 | ARC突袭者 |
| 上古卷轴 | 永恒毁灭 | 侠盗猎车手5 | | | 使命召唤：黑色行动6 | 漫威之敌 |

**Source:** SteamDB

美国银行全球研究部

**同时参赛者同样稳居前十。**

《绝地求生》在同一时期也位列同时在线用户数量前十。2018年同时在线玩家数量达到峰值330万。尽管在2020年至2024年间，面临《赛博朋克2077》和《派世界》等游戏加剧的竞争，但《绝地求生》保持了强劲的参与度，同时在线用户平均为50万至80万，并在2025年流量回升至134.7万同时在线玩家。这一表现进一步巩固了《绝地求生》在Steam上持续作为高流量游戏的地位。

第 27 项：同时在线玩家蒸汽平台排名
《绝地求生》在2018年和2019年位居榜首，但由于新游戏的发布，其流量在2024年下滑至第5名。尽管如此，凭借成功的更新和合作活动，《绝地求生》已连续七年进入前十。

| | 2018 | 交通 (K) | 2019 | 交通 (K) | 2020 | 交通 (K) | 2021 | 交通 (K) | 2022 | 交通 (K) | 2023 | 交通 (K) | 2024 | 交通 (K) | 2025 | 交通 (K) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | PUBG 战场 | 3,257 | PUBG 战场 | 1092 | 反恐精英21309 | 反恐精英21202 | 反恐精英21133 | 反恐精英21819 | | | | | 黑神话 悟空 | 2,416 | Counter Strike 2 | 1,863 |
| 2 | DOTA 2 | 850 | Dota 2 | 1,045 | Cyber punk | 1,054 | Aeternum | 914 | Dota 2 | 1043 | 霍格沃茨遗产 | 879 | 岛屿之域2 | 1102 | PUBG 战场 | 1,347 |
| 3 | 反恐精英2 | 750 | 反恐精英2 | 772 | PUBG 战场 | 926 | Dota 2 | 760 | 埃尔登法环 | 953 | 巴德尔的门3 | 875 | 反恐精英2 | 1,740 | DOTA 2 | 961 |
| 4 | 彩虹六号：围攻 x | 179 | 命运2 | 293 | Dota 2 | 802 | 瓦尔海姆 | 502 | PUBG: 战场 | 700 | Dota 2 | 864 | Dota 2 | 951 | 漫威之敌 | 644 |
| 5 | GTA V 5G | 169 | 侠盗猎车手5 | 205 | 泰拉瑞亚 | 490 | PUBG 战场 | 468 | 极限竞速：地平线 5 | 512 | 鹅鹅 duck | 703 | PUBG: 战场 | 808 | 极限竞速：传奇 | 264 |
| 6 | 战甲 | 132 | Dota：英雄领主 | 202 | 生命之树 | 2 469 | 极限竞速：传奇 | 331 | 战地 | 492 | PUBG: 战场 | 627 | 埃尔登法环 | 781 | R.E.P.O. | 272 |
| 7 | Path of Exile | 123 | 全面战争：三王国 | 192 | 美国 | 447 | 光环：无限 | 273 | 鹅 鹅 鸭子 | 446 | 极限竞速：传奇 | 624 | 燃烧之魂2 | 579 | 德尔塔力 | 247 |
| 8 | 团队 Fortress 2 | 123 | Halo | 161 | 怪兽猎人 | 285 | Rust | 245 | 命运2 | 290 | 子嗣们 森林 | 414 | 竞争对手 | 481 | PEAK | 171 |
| 9 | 杀戮：第五部 | 92 | 彩虹六号：围攻 x | 149 | 侠盗猎车手5 | 269 | 侠盗猎车手5 | 219 | 消逝的光芒2：坚持人 | 275 | 星域 | 331 | 极限竞速：传奇 | 471 | 星露谷物语 | 159 |
| 10 | Payday 2 | 92 | 《影逝二度》 | 125 | 山与剑2 | 248 | 赛博朋克 | 137 | 主角对决 | 263 | 宿命2 | 146 | 地狱潜者2 | 459 | 侠盗猎车手5 | 137 |

Steam DB *注意：流量数字代表一年内的峰值同时在线玩家数

美国银行全球研究部

## 手机端：PUBG Mobile 和和平精英持续产生可观收入

在移动端，PUBG Mobile及其中国版《和平精英》持续产生稳定收入。根据Sensor Tower的数据，在2026年1月至8月期间，这两款游戏分别位列Google Play和iOS年度收入榜的第十名和第十八名。尽管它们在2019年排名更高——分别位列第六名和第八名——但考虑到游戏名称的自然老化，这一下滑是可以理解的。然而，两款游戏的表现依然出色，并保持着在排行榜前列的位置。

第28项证据：按收入排名的全球移动排名
根据Sensor Tower的数据，这两款游戏在2026年1月至8月期间，分别位列Google Play和iOS平台第10名和第18名，反映出这两款游戏持续超越并保持排名靠前的位置。

| 2019年排名 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026年初至今 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 诸侯之礼 | 王者荣耀 | 王者荣耀 | 王者之荣 | 《王者的荣耀》 | 地产大亨GO | 最后一战：生存 | 王者之荣 |
| 2 | 命运/冠位指定 | 维和部队精英 | 原神 | 原神 | 糖果传奇 Saga | 皇家联姻 | 暴风雪求生 | 暴风雪求生 |
| 3 | 糖豆人 骑士之证 奇幻 | 世界 | | 糖果传奇 | 罗布乐思 | 罗布乐思 | 皇家联姻 | 皇家联姻 |
| 4 | 怪兽袭击 | 金币大师 | 金币大师 | 罗布乐思 | 皇家婚配：终战求生 | | 垄断！ | 最后一战：生存 |
| 五 | 款Pokémon GO | 罗布乐思 | 维和精英 | 金币大师（Jīnbì Dàshī） | 垄断大作战 | 糖果传奇 | 王者之荣 | 八卦港：合并 & 故事 |
| 6 | 崩坏：全面战争手游 | 《绝地求生：刺激战场》 | | 维和精英 | 金币大师 | 荣耀王者 | 糖果传奇 | 垄断！ |
| 7 | 帝国时代 | 糖果传奇 Saga | 糖果传奇 | Garena Free Fire：炉石传说 | 无生存 | | 金币大师（Jīnbì Dàshī） | 糖果传奇 |
| 8 | 维和部队精英 | 崛起王国 | 宝可梦GO | 宝可梦GO | 花园仙境 | 硬币大师 | 罗布乐思 | 国王射击 |
| 九 | 种家居风格 | 花园奇缘：绝地求生 | | 萌娘：美丽和平守护者 Derby：赛马 | 精英 | 狂野大乱斗 | 维和精英 | 金币大师（Jīnbì Dàshī） |
| 10 | 龙珠Z 突击战斗 | 怪物袭击 | 萌娘：可爱 Derby：赛马 | 部落冲突 | 崩坏：星穹铁道 | 园林景观 | 宝可梦集换式卡牌游戏 | 守护者精英 |
| 11 | 幻境西行 旅程 | 家园物语：王国崛起 | | 绝地求生：刺激战场 | 宝可梦GO | 宝可梦GO | 八卦港：合并 & 故事 | Garena Free Fire |
| 十二 | 传承M | Garena 炉石传说 | | 怪物袭击 | PUBG Mobile | 守护者精英 | Clash Royale | 罗布乐思 |
| 13 | 哈克雷 | Fate/Grand 订单 | 花园奇缘 | 家园风景 | 家园风景 | 地下城与勇士 移动中国 | Garena Free Fire | 宝可梦GO |
| 14 | Roblox | AFK竞技场 | 生存状态：丧尸战争 | 三国 | 使命召唤 | 崩坏：星穹铁道 | 宝可梦GO | eFootball |
| 十五 | 个铸币官 | 部落冲突 | Fate/Grand Order | Fate/Grand Order | 部落冲突：绝地求生 | | 国王射击 | 三角洲特种部队 |
| 十六 | 座园林景观 | 三国 | Call of Duty®：移动版皇家对决 | | 原神 | 怪物袭击 | 乡镇 | 乡镇 |
| 17 | Puzzle & Dragons 传承 M | 部落冲突 | | 诸侯崛起 | 命运/Grand Order | 部落冲突 | 花园奇缘 | 花园奇缘 |
| 《利刃出鞘》 | 龙珠（Lóngzhū） | 三国 | 花园奇缘 | 乡镇 | 使命召唤®：手游 | | 绝地求生：刺激战场 | 绝地求生：刺激战场 |
| 19 | 王国崛起 奋斗者 | | 怪物袭击 | 使命召唤®：手游 | 腾讯手游助手 | 腾讯手游助手 | 使命召唤®：移动 | 最后的Z：生存射击 |
| 20 | 领主之证 x Transformer模型 | 《利刃出鞘》 | 领主之证 x Transformer模型 | 生存状态 丧尸战争 | 传承M | 乡镇 | 崩坏：星穹铁道 | 王室王国 |

*注意：2026年至今（YTD）指2026年1月至8月
来源：Sensor Tower

美国银行全球研究部

**MAU 仍然稳居前十。**

《绝地求生：刺激战场》的月活跃用户数（MAU）始终排名前10。 根据Sensor Tower的数据，MAU在2020年达到1.45亿的高点，这得益于新冠疫情期间移动游戏的激增。在2023年成功举办合作活动后，MAU再次提升。在2026年上半年另一场大型合作活动之前，截至2026年年初，《绝地求生：刺激战场》的MAU录得8200万。

第29项证据：全球按月活跃用户数排名
2018年3月发布后，《PUBG》一直排名前十。 我们相信，《PUBG Mobile》凭借各种合作活动，将能够在长期内保持当前的月活跃用户规模。

| | 2018 | | 2019 | | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 2023 | | 2024 | | 2025 | | 2026年初至今 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 标题 | MAU mn | 标题 | MAU mn | 标题 | MAU mn | 标题 | MAU mn | 标题 | MAU mn | 标题 | MAU mn | 标题 | MAU mn | 标题 | MAU mn | 标题 | MAU mn |
| 1 | 钢琴块2：111 螺旋跳跃 Game | 139 | 峰回路转手游 | 145 | 趣味钢琴 | | 腾讯天美工作室群 Fire | 188 | Roblox | 199 | Roblox | 268 | Roblox | 320 | Roblox | 378 | Roblox | 463 |
| 2 | 地铁飞人 | 106 | 地铁冲浪者 | 113 | 腾讯天美工作室群 Fire | 141 | Roblox | 162 | 地铁冲浪者 | 198 | 地铁冲浪者 | 197 | 腾讯游戏和平精英 | 234 | 腾讯游戏和平精英 | 246 | 腾讯游戏和平精英 | 274 |
| 3 | 螺旋跳跃 | 105 | 公路飞车 | 105 | 地铁冲浪 | 123 | | | 地铁冲浪者 | 137 | 腾讯游戏和平精英 | 169 | 腾讯游戏和平精英 | 188 | Discord | 195 | Discord | 199 | 块 Blast! | 255 |
| 4 | 糖果传奇 Saga | 94 | 腾讯天美工作室群 Fire | 90 | 大乱斗 | 113 | | | PUBG 移动的 | 137 | Discord | 158 | Discord | 183 | 地铁冲浪者 | 184 | 地铁冲浪者 | 177 | 地铁冲浪者 | 163 |
| 五 | 王之尊 | 75 | 糖果传奇 Saga | 84 | 使命召唤®：移动 | 103 | 冲突 | 132 | 糖果 crush传奇 | 113 | PUBG 移动的 | 112 | 大乱斗 | 135 | 块 Blast! | 140 | 星球大战 | 140 |
| | | | 钢琴块2：趣味钢琴6 Game | | 帝国时代 | 68 | 罗布乐思 | 100 | 战斗星星 | 129 | 战斗星星 | 110 | 糖果 crush传奇 | 112 | 移动传说 | 117 | 移动传说 | 126 | 移动传说 | 136 |

第29项证据：全球按月活跃用户数排名
2018年3月发布后，《PUBG》一直排名前十。 我们相信，《PUBG Mobile》凭借各种合作活动，将能够在长期内保持当前的月活跃用户规模。

| | 2018 | | 2019 | | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 2023 | | 2024 | | 2025 | | 2026年初至今 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 7 | 王者荣耀 67 纸上.io 2 78 | | | | 糖果传奇 Saga | 88 | 糖果 crush传奇 | 103 | PUBG 移动的 | 99 | 移动 传说 | 107 | PUBG 移动的 | 97 | 大乱斗 117 | | 糖果 crush传奇 | 128 |
| 8 | 宝可梦GO 56 | | 荣誉 国王们 | 75 | 家园风光 85 我们 | 100 | | | 移动 传说 | 96 | 大乱斗 85 | | 糖果 crush传奇 | 91 | PUBG 移动的 | 92 | Ludo King | 82 |
| 9 | 移动 52 《狂野飙车》 Bang | 71 | 《花园派对》 78 | | 《传奇：Bang》 | | 移动 传说 | 95 | 冲突 皇家 | 92 | Ludo King | 78 | Ludo King | 83 | 糖果 crush传奇 | 81 | PUBG 移动 | 82 |
| 10 | 八球 46 邪恶之灵 68 | | 众神 77 87 责任®： | | | | 号召 移动 | | 荣誉 国王们 | 79 | 冲突 皇家 | 71 | 荣誉 国王们 | 75 | Ludo King | 80 | 冲突 皇家 | 82 |

*注意：2026年至今（YTD）指2026年1月至2026年8月，PUBG Mobile包括《绝地求生：印度版》
来源：SensorTower

美国银行全球研究部

## 来自Netmarble、NC和Kakao Games的各一款游戏均位列前十五。

超越 Krafton，其他 BofA 覆盖范围内的游戏名称——Netmarble、NC 和 Kakao Games——的不断提升的命中比率体现在收入排名前 15 的游戏数量增长上。根据 Sensor Tower 的数据，Netmarble、NC 和 Kakao Games 在 2026 年 1 月至 8 月期间各有收入排名前 15 的游戏：Lineage M（第 3 名）、SOL: enchant（第 6 名）和 Odin: Valhalla Rising（第 10 名）。尽管 MMORPG 市场的竞争日益激烈，截至 2026 年年初至今，NC、Netmarble 和 Kakao Games 仍凭借收入排名保持在前列。

第30项证据：尽管MMORPG市场的竞争日益激烈，NC、Netmarble和Kakao Games截至2026年年初累计收入仍继续位列前15名。 韩国前15名累计收入

| # | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026年至今 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Linegae M | 传承M | lineage 2M | Linegae2M | 传承M | 传承M | 传承M | 传承M | 枫叶休闲 |
| 2 | 黑土大地的移动版 | Blade &Soul 革命 | 传承M | 传承M | 传承W | 奥丁：瓦尔哈拉崛起 | ：最后之战：生存： | 白化：生存：白化 | |
| 3 | 传承2革命 传承2M | | 诸国崛起：奥丁之崛 | 起 诸国崛起：瓦尔哈拉之崛起 夜鸦 | | | 白茫茫生存：最后之 | 战：生存传承M | |
| 4 | Modoo大理石 | lineage2 革命 | 王国 风：风筝 | 跑酷王国谱系2M | | 传承W | 奥丁：瓦尔哈拉崛起 | Mabinogi 移动：最 | 后之战：生存 |
| 5 | MU 觉醒 | 黑沙漠 移动 | V4 | 传承W | 地下城与勇士： lineage 2M | | 传说 蘑菇 | 七骑士 重生 | 国王射击 |
| 6 | 拉格纳罗克M：永恒 Love | 狂野大乱斗 | 奇迹之剑 云城之歌 | | | FIFA 足球手游 足球 | 皇家联姻 | 奥丁：瓦尔哈拉之崛起 | SOL：附魔 |
| 7 | 王朝崛起：三 王国 | 王国崛起 卡特瑞德 | RUSH+ 原神 | | EA体育 FC在线 M | 考古时代战争 | 传承W | 皇家联姻 | 八卦港：合并 故事 |
| 叫 | 我传奇吧 | EA体育 FC 在线M | AFK竞技场 | 二之鬼：十字架 世界 | 原神 | 原神：世遗2M | | 罗布乐思 | 皇家联姻 |
| 9 | 命运/ grand order | 幻梦之传承： lineage2 革命 王国崛起 | | 冲击：世界 | | EA Sports 足球在线 M | 狂野大乱斗 | RF Online Next | 女神 of 胜利：尼卡 |
| 10 | Pmang 拖克 | Pmang扑克 | Blade&Soul 革命 | 七骑士2 Roblox | | 暴风雪求生 | FIFA 足球手游 足球 | 枫叶休闲 | 奥丁：瓦尔哈拉之崛起 |
| 11 | 区前线 | 叫我传奇，MU的炽 | 天使 | 王国之主：可爱 风：风筝 | Derby: 赛马 | 崩坏：星穹铁道 | 胜利女神：最终Z：尼克凯 | 生存 射手 | 罗布乐思 |
| 十二 | 召唤者战争 | 摩登马宝 | EA体育 FC 网络刀塔 M | 传奇 革命 | 诸国崛起：恶魔M | | 罗布乐思 | 国王射击 | 幸运防御 |
| 13 | 史诗七 | MU觉醒A3：仍活着 | | V4 | 刀塔传奇 革命 | 罗布乐思 | FIFA 足球世界 EA | Sports FC Mobile 足球 | 呼啸海浪 |
| 14 | 明塌3 | 召唤师战争：雷神之锤 原点传说 | | | 奇迹之剑 | 胜利女神：尼克凯 | 九爷 | 女神 of 胜利：尼卡 | 玛宾吉移动版 |
| 15 | 《领主之战：王国》 Wars | 奇迹之剑R2M | | lineage2革命幸存者 | .io | 击杀：世界幸运防御 | I9：炼狱9 | | 最后一站：生存 射手 |

*注意：蓝色高亮部分指Netmarble的游戏，红色指NC的游戏，绿色指Kakao Games来源：Sensor Tower*

美国银行全球研究部

## Krafton (259960 KS)

我们维持买入评级及W340,000的配额，基于2027年14倍的市盈率目标，因为我们相信Krafton将通过2027年更广泛的游戏题材发布继续拓展其收入基础。 PUBG正通过精心设计的模式、全球IP合作和用户生成内容，超越传统竞技场模式（Battle Royale）的变现方式。管理层计划于2026年下半年推出两款新模式，并正在开发2027-28年的多项新模式。

**在《绝地求生》之外进行战略性的知识产权多元化可能有助于缩小估值折价**

我们预计，2027/28财年，非《绝地求生》游戏将贡献总收入的22-23%，而2025年为约10%，因为管理层正积极扩展游戏储备库。 我们预计《绝地求生》收入将实现4%的复合年均增长率（CAGR），而非《绝地求生》收入将实现63%的CAGR（2025-2028年）。几款战略级游戏即将推出，包括《派世界手游》（开放世界模拟）和《无畏契约》（大逃杀）等，计划于2027年及以后上线。Krafton已制定策略，将通过内部开发和第三方投资两种方式获取主要特许知识产权（IP）。我们相信其可能获得发行权或优先谈判权。

**《绝地求生》是世界上最成功的IP系列之一——且仍在持续发展。**

卡普空是韩国领先的电子游戏发行商，以其旗舰系列《绝地求生》（PUBG，即PlayerUnknown’s Battlegrounds）闻名于世，该游戏在PC和移动平台均广受欢迎。PUBG被广泛认为是商业上最成功的IP之一，与《使命召唤》、《反恐精英》和《王者荣耀》并列。在Steam上，PUBG每年都稳居畅销榜前列，与《使命召唤》、《反恐精英》和《Apex Legends》等大作同列。在移动端，PUBG Mobile及其中国版《和平精英》持续产生可观的收入。据Sensor Tower数据，2026年迄今为止，这两款游戏在全球Google Play和iOS平台的总收入排名均位列前10，依据年度收入最高的游戏榜单。

**随着参与度提升，支出增加 + 新内容与成功更新《绝地求生》仍是krafton的关键增长动力，尽管竞争激烈，2024年仍增长+39%。** 2025-26年PC流量激增以及手游稳固的月活跃用户数(MAU)凸显了该系列的持久吸引力及其直播服务战略的有效性。该战略通过《绝地求生》宇宙——一个连接多种内容的整体故事线——促进更深层次的参与和强大的社区病毒式传播。我们预计，通过扩展内容更新和品牌合作（包括超级跑车和偶像合作）将带来进一步的价值变现机会。用户生成内容（UGC）还将允许用户设计皮肤和地图，而krafton的AI驱动型NPS引擎将分析玩家反馈以识别提升满意度的潜在改进点。这些举措共同应能支持用户留存和支出。

## Netmarble (251270 KS)

我们相信，Netmarble如今已成为一个结构更稳健、前景更可预测的公司，与往年相比有所改善。 这种转型得益于多项结构性改进：更强的出版能力、一个可靠且多元化的新游戏储备、更严格的成本控制，以及通过去杠杆化改善后的财务稳定性。这些变化标志着公司与2022-24年期间的明显区别，当时公司因SpinX收购而报告了经营亏损或重大减值损失。

强劲且可持续的盈利复苏：继2022-23年连续两年经营亏损后，我们预计盈利将实现可持续增长，直至2026/27年，OPM（经营利润率）预计将稳步回升至2026-28财年的11-12%。这将使利润率恢复至2018-20年相似或更高的水平，得益于稳固的收入基础和改善的成本结构。我们预计成功的管线更新和成本效率举措将支撑增长。这包括通过Netmarble自有支付方式降低佣金费，并更依赖内部发布的IP。我们相信，这些因素共同为稳定的盈利增长提供了更清晰的路径。

**提升命中率与更强的RPG竞争力：我们观察到Netmarble的命中率出现结构性改善，尤其是在其核心RPG产品线上。** 过去12-18个月内推出的游戏，在排行榜上表现更为稳定，变现周期更长，并在畅销榜上保持了更高的稳定性。重要的是，这些成果反映了其更强的发行能力。根据Sensor Tower的数据，2025年3月推出的《RF Online Next》，在4月下旬之前频繁在韩国Google Play榜单上位列畅销榜榜首，并在7月下旬之前保持了前十名的位置。2025年6月推出的《七骑士：重生》，也展现了持续的商业实力，在6月中旬之前始终位列榜首，并在8月下旬之前保持了前十名的位置。RPG业绩的稳定性表明其命中率出现了结构性改善，并暗示Netmarble已加强其发行与营销能力。我们预计近期推出的游戏将拥有更长的收入尾期，这得益于稳固的受欢迎程度和有效的发行执行。

**提升财务稳健性：通过包括部分出售HYBE股份在内的去杠杆化措施，NHN已显著增强其财务状况。** 净债务在2022年达到1.6万亿韩元峰值后，预计到2026年将下降至1920亿韩元以下，从而缓解了此前对杠杆率和流动性的担忧。该公司财务状况恶化主要源于2021年对移动社交赌场运营商SpinX的收购，该收购使截至2021年底的总债务超过2.4万亿韩元，并导致了重大减值损失。随着这些损失被吸收且财务杠杆正常化，我们预计净债务权益比将从2023年的25%下降至2026年的3%，这将支持更强的财务稳健性并降低盈利波动性。

## 需要关注的重点风险

- **中国射击市场竞争加剧：尽管《绝地求生》在全球仍是竞技场射击游戏的领导者，但中国市场的竞争预计将加剧。** 中国主要游戏发行商腾讯和网易已推出备受瞩目的FPS游戏——拳头游戏的《无畏契约手游》将于2025年8月推出，而《三角洲特种部队手游》则计划于2025年4月推出——这些游戏将直接争夺市场份额。虽然这些新游戏可能会带来挑战，但考虑到《绝地求生》已根深蒂固的生态系统、广阔的开放世界地图设计、独特的圈形系统以及包括武器和皮肤在内的补充性盈利功能，我们并不过于担忧。

- **消费者偏好转变：短视频内容与核心游戏：短视频内容的日益普及，包括抖音和YouTube Shorts，可能对长时长的核心游戏构成长期结构性挑战。** 据韩国游戏振兴院（KOCCA）数据，2021年至2023年间，韩国游戏用户在在线娱乐受众中的占比从71%下降至60%，而短视频内容用户数量翻了一番。Z世代对“小而精”娱乐的偏好表明，单次游戏时长超过30分钟的游戏形式可能在年轻群体中面临较低的参与度。

## 人工智能仍处于早期阶段

我们观察到韩国游戏公司正出现商业模式扩张的早期迹象，包括实体AI计划、AI应用以及拓展移动休闲游戏市场。 这些计划在短期内并非有意义的盈利驱动力，但如果AI应用能提高开发效率、内容生成、增值服务运营或用户个性化水平，它们或许能为长期增长提供动力。

克劳顿将人工智能技术在开发流程中的广泛集成以及物理人工智能的长期能力建设，与《绝地求生》的变现模式并列，视为其三大战略支柱之一。 管理层承认，短期内游戏行业可能受到的冲击有限，但生产力提升和新的内容创作机遇可能成为更突出的行业叙事，因为游戏工作室正试图管理开发成本并加速生产时间表。

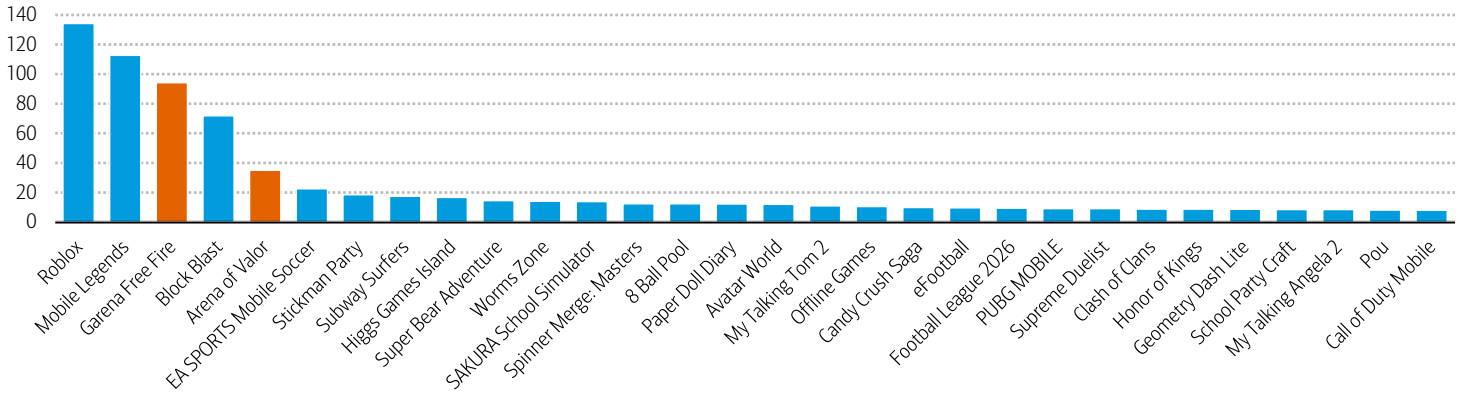
科顿（Krafton）的物理人工智能（物理AI）举措以及NC（网易）对移动休闲游戏的拓展，表明它们很早就开始尝试将其商业模式拓展至传统游戏之外。 然而，我们认为，要采用物理AI，就需要更清晰的商业规模化证据。

# 东南亚：Garena是主导平台

## 东盟：市场规模虽小，但更年轻且增长更快

一个约6800万的年轻、数字原生、精通智能手机的群体直接跳过了移动游戏。 游戏类型份额由战术竞技（和平精英）和MOBA（ Mobile Legends、王者荣耀）领先，休闲/UGC游戏（Roblox、Block Blast）迅速扩张。在东盟六国，月活跃用户最多的前3款游戏是Roblox、Mobile Legends和Garena Free Fire。2025年，东南亚游戏市场收入达56亿美元以上，据Niko Partners预测，到2030年预计将增长至70亿美元。他们还预计今年玩家数量将超过3亿，突显该地区作为全球最大/重要游戏受众之一的地位。印度尼西亚仍然是玩家数量最大的市场，拥有1.26亿以上玩家，并且有望与泰国和菲律宾一起引领下一波收入增长。

第31项：Garena的《自由之火》和《王者荣耀》在东盟月活跃用户数排名前五的移动游戏中。
东盟六国（ASEAN-6）按月活跃用户计的前30款手机游戏应用（按年至今计，百万）

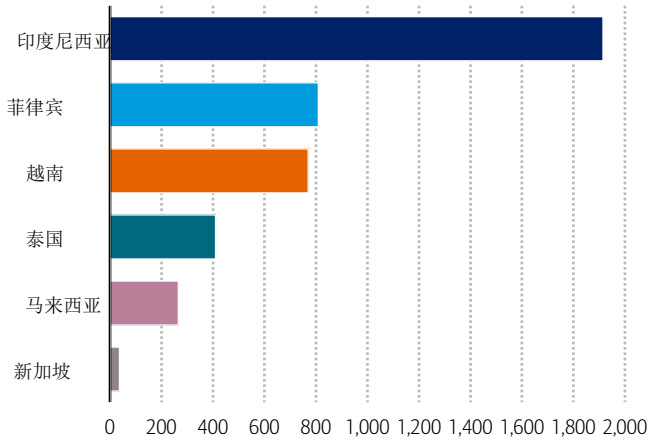



传感器塔楼

美国银行全球研究部

第32项证据：印度尼西亚、菲律宾和越南占据了大部分安装量

游戏应用类别年至今下载量（百万）

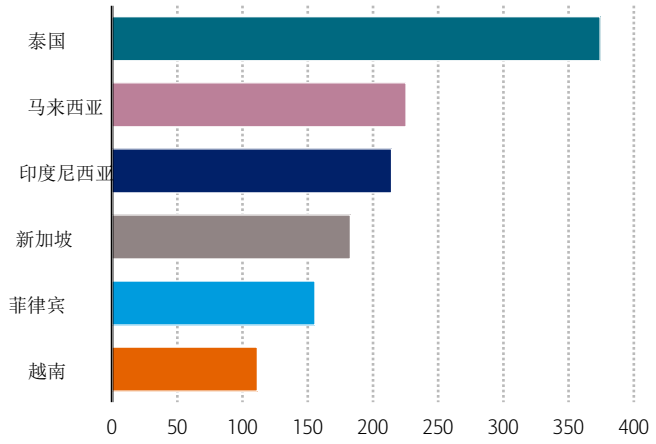



传感器塔楼

美国银行全球研究部

第33项证据：就应用内游戏支出而言，变现领导权已转向泰国

应用内购买收入按市场划分（截至本年至今，单位：百万美元）




传感器塔楼

美国银行全球研究部

# 海的Garena是东盟主导的游戏平台，自由火人气高涨…

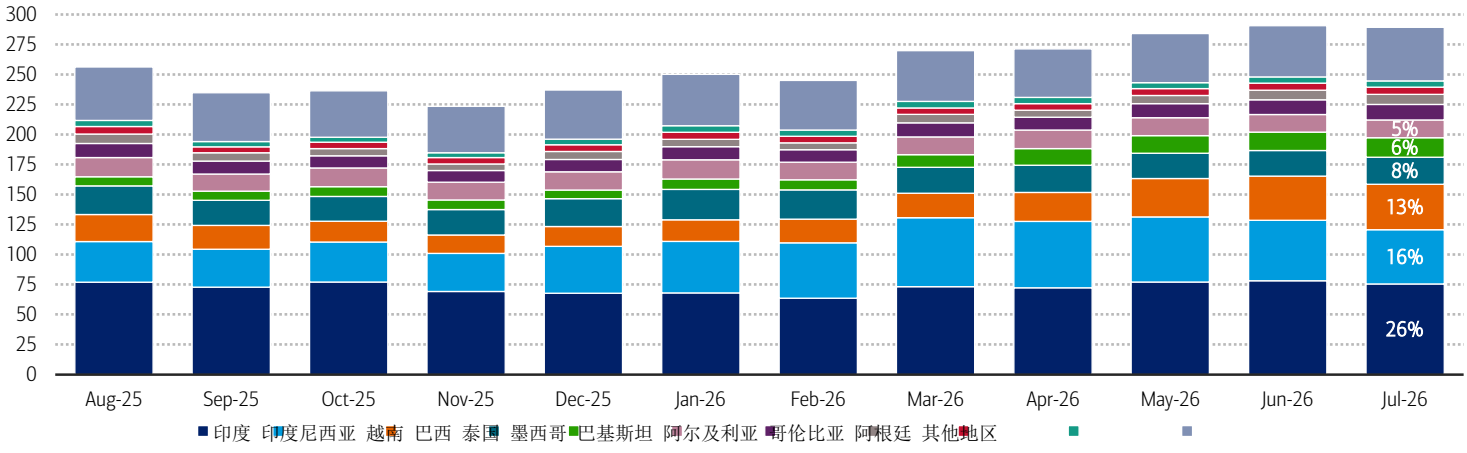
• **对竞技场类游戏有浓厚兴趣：尽管《和平精英》已运营九年，该游戏仍在全球范围内扩大其影响力和规模，并持续吸引超过1亿的平均日活跃用户。** 该团队专注于通过减小数据包大小、提升带宽、减少延迟以及优化新用户体验来改善游戏体验。即使更新内容（例如增加更多功能）也有帮助。

• **合作助力；** 2027年是关键之年，和平精英：2025年，即使在第八年，其合作项目仍积极超出街头预期，由《火影忍者》合作引领，预计2026年第三季度将推出《火影忍者》与《鱿鱼游戏》的合作——这是和平精英的第三年。我们允许其为Garena带来更好的增长。2027年将是其第十年，管理层预计将大力推动，助力游戏整体收入。海洋管理层继续将和平精英视为常青品牌，某种意义上的平台，并朝此方向进行投资。事实上，我们注意到Garena的50%工程师仍在负责和平精英（其余工程师则负责新游戏）。

• **竞争——并非激烈：和平精英的主要竞争者仍然是Battle Royale（大逃杀）类型中的主要游戏：PUBG、Fortnite和使命召唤。** 我们注意到这些游戏存在差异，它们可能并非和平精英的直接竞争者。例如，Fortnite主要在主机平台游玩，而PUBG是包体较大的游戏，并非所有用户都能下载和玩。

• **一个多元化的用户基础：即使到今天，和平精英在游戏玩家中仍然极受欢迎，拥有最多的活跃用户数量。** 从盈利角度来看，Sea 旗下的前两大市场是东南亚和拉丁美洲。下方的展板展示了和平精英在不同地区的受欢迎程度。

第34项：印度和印度尼西亚仍然是《和平精英》的关键参与市场，截至2026年7月，这两个市场约占该游戏全球月活跃用户的42%。 Garena《和平精英》全球月活跃用户数（包括FF Max）




传感器塔楼

美国银行全球研究部

## 超越和平精英：Garena的游戏开发管线

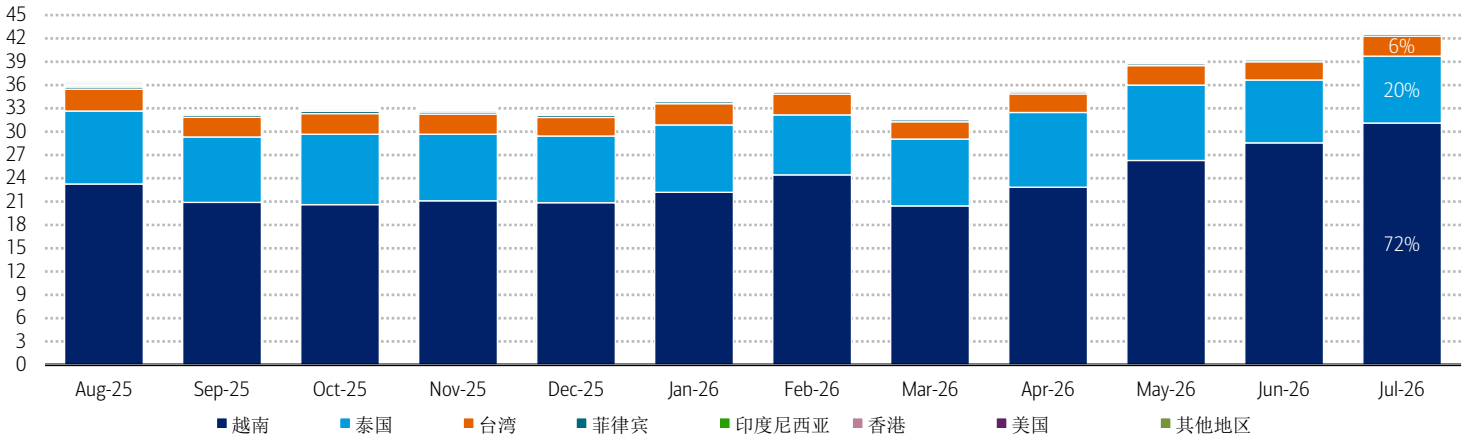
• 已出版或发行的游戏：Garena 拥有的主要游戏包括《王者荣耀》、《三角洲特种部队》、《飞车Online》、《极速漂移》以及《暗夜狂奔》与《速度与激情》（NFS）。

**《王者荣耀》可能是腾讯第二重要的商业品牌。** Sea表示其在2026年第一季度做出了创纪录的贡献，显示出这款游戏依然强劲，尤其是在泰国、越南和台湾等市场。Delta Force是相对较新的产品线，未来可能贡献良好，因为它同时面向PC和移动用户。腾讯将其发布于东南亚、台湾、拉丁美洲、中东和北非。我们预计《Need for Speed》对腾讯EBITDA的贡献应相对较低，因为它将仅在香港、台湾和澳门发行。在其第二季度业绩中，该公司宣布了...的启动。

另一款已发布的游戏《怪物猎人：荒野》。这是一款由腾讯基于卡普空经典系列开发的生存狩猎动作游戏。该游戏已进行多轮封闭测试，包括8月26日开始的第三轮测试。

• **自研游戏：Sea在《和平精英》之外的自研游戏成绩并不突出。**2025年，该公司正在测试一款新的自研游戏《自由城》。《自由城》是一款开放世界剧情游戏，其玩法机制类似《侠盗猎车手》（GTA）系列。然而，这款游戏目前并非管理层的重点——可能影响力有限。随着其二季度的财报发布，Sea管理层宣布了另一款游戏《Palworld Online》。这是一款由Garena根据Pocketpair授权开发和发行的开世界多人生存冒险游戏。对于Sea而言，我们注意到其自研游戏的利润率比第三方游戏高约20-30%（由于支付给开发商的版税，分发游戏的利润率较低）。

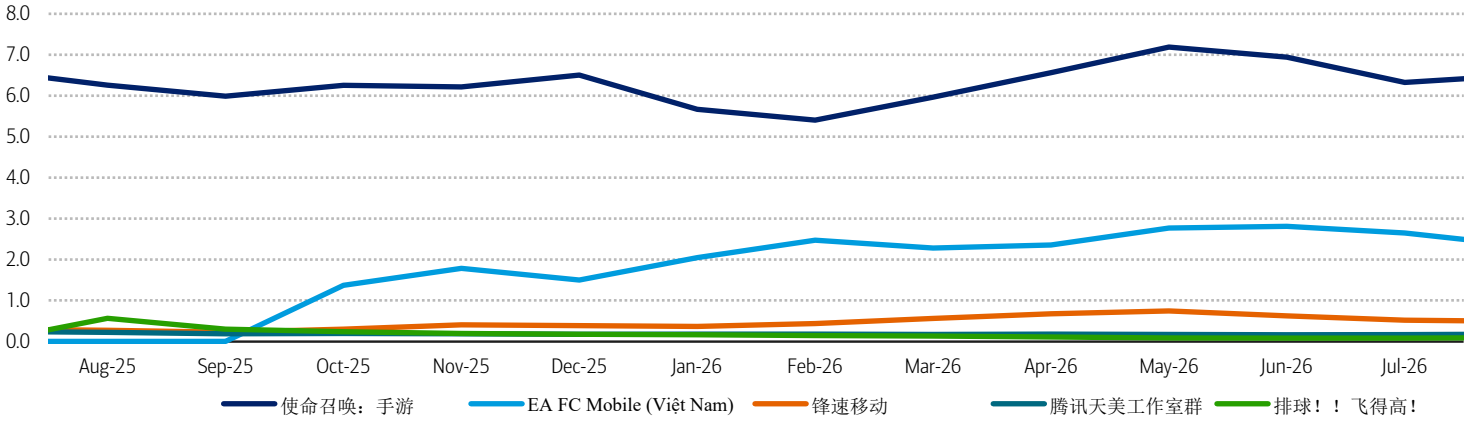
第35项证据：越南仍然是《王者荣耀》的关键增长市场，在2026年7月，《王者荣耀》全球月活跃用户中约占72%。按地区划分的《王者荣耀》全球月活跃用户数（百万）




传感器塔楼

美国银行全球研究部

附件36：在Garena在东盟地区发行的众多游戏中，使命召唤（Call of Duty）表现领先，月活跃用户（MAU）约为650万，其次是EA Sports FC Mobile以及其他少数几款Garena在东盟地区发行的关键游戏，月活跃用户（MAU）约为230万（单位：百万）




传感器塔楼

美国银行全球研究部

## 出版策略与自研策略…

腾讯拥有独占发行权的一些腾讯游戏包括手机MOBA（多人在线战术竞技）游戏《王者荣耀》、赛车游戏《极速漂移》、RPG《月光之刃》（角色扮演游戏）以及生存射击游戏《终末曙光》。除腾讯外，Garena 还发行了其他大型游戏公司的一些游戏，包括 EA 的《FIFA Online》（前身为《FIFA》）和动视的《使命召唤手游》。

未来，我们期望Sea既能专注于发行第三方游戏，也能开发自研游戏。 得益于腾讯带来的良好发行渠道，Sea有空间实现收入多元化。然而，这些游戏对Sea的覆盖范围有限，因为Garena主要在东南亚地区发行这些游戏。但当Garena推出自研游戏时，会全球发行，从而覆盖更广阔的市场。自研游戏的推出频率非常低，因为公司仍在建设其内部研发能力。因此，我们认为在短期内很难预测自研游戏或发行游戏哪将主要驱动EBITDA。

## 需要留意的关键事项…

• **与腾讯的关系：2018年，Garena与腾讯签订了一份为期5年的排他性协议，获得了在东南亚地区发行任何腾讯游戏的优先购买权（ROFR）。** Garena历史上一直挑选优质的腾讯游戏，并在该地区独家发行。该ROFR已于2023年底延长两年。据我们了解，只要双方同意，他们可以无限期地继续延长。腾讯在Sea中持有约18%的股份，但其投票权在Sea中低于10%。我们了解到，腾讯与Sea关系良好。如果Sea无法发行腾讯游戏，任何在此方面的潜在变化都可能对Sea产生负面影响。

• **潜在收购：过去，Sea 曾收购过像 Phoenix Labs 这样规模较小的游戏工作室，以获取自研游戏/增强自身能力。** 我们认为未来仍有空间进行此类小额收购，因为这能让 Sea 获得新游戏并缩短上市时间。然而，这种策略并非易事。这是因为收购方基于目标开发商的过往业绩对其进行了非常早期的赌注，而这种做法并不总能成功，因为开发出的游戏可能缺乏市场吸引力。另一方面，如果新游戏已经成型，那么收购可能会变得具有竞争性，因为可能存在竞价过程。

## 吉娜（Garena）如何使用人工智能？

人工智能正帮助腾讯加速其游戏开发。 2月26日，Sea宣布与谷歌达成一项扩大合作，根据协议，腾讯将使用谷歌的人工智能解决方案来“提升游戏开发和运营的效率”。与其他游戏公司一样，腾讯正利用人工智能来创造更个性化的玩家体验，并支持本地化和内容制作。Sea管理层指出，人工智能是“创意、生产和用户体验”方面的潜在助推器。

# 我们如何评估游戏平台？

中国

**腾讯：对于2026/2027财年，我们预计游戏收入将同比增长8%/8%（对比2025财年同期的22%）。** 在我们的审慎乐观预测（SOTP）中，基于2026年预期调整后净利率为45%的假设，我们给腾讯在线游戏业务的估值是2026年预测市盈率（PE）的15倍。该估值反映了腾讯在全球游戏领域的领先地位，这得益于其国内和国际游戏产品的多元化组合、深厚的游戏储备以及强大的在线服务运营能力。

网易：对于2026/2027财年，我们预计游戏收入将同比增长13%/14%（对比2025财年10%的增长），并且模型毛利率将从2025年的70%提升至2026年的75%。我们基于2026年预期市盈率加上净现金，给予网易15倍的估值，这反映了网易拥有最强大的常青IP组合、可见的游戏储备、能在2027年第一季度立即推出的新游戏催化剂，以及AI应用和运营效率提升的潜力。

日本

**卡普空：我们的目标价基于我们对2027财年每股收益（EPS）的预测180日元和市盈率（PER）约27倍。** 该估值倍数意味着相较于我们游戏与内容板块覆盖的10家公司2026财年共识PER平均约20倍，溢价约35%。我们认为，这一溢价合理，因为公司2028-29财年EPS复合年均增长率（CAGR）为17%，高于板块平均水平10%。我们认为来自重复销售的利润贡献已成为结构性因素，增强了中期增长的信心。

**科纳美集团：我们采用27倍市盈率倍数对2027财年每股收益预测进行估值。** 该倍数较我们覆盖的10家游戏内容公司2026财年预估的约20倍平均市盈率高出约35%。我们认为该溢价是合理的：1）我们对2028财年至2029财年每股收益的复合年增长率预测为17%，超过行业平均水平约10%；2）移动业务约占数字娱乐收入的70%，支撑了更大的经常性收入基础，增强了盈利的持久性，并提升了盈利质量。

**任天堂：我们的预测基于10年的DCF模型，意味着其第三财年（FY3/29）的EPS峰值预测大约有17倍的增长。** 我们仍然保持乐观，原因在于（1）Switch 2提价后盈利结构的改善，（2）自FY3/27下半年起更强大的软件阵容，（3）从媒体内容计划中扩展的IP相关收入，包括《塞尔达传说》真人改编电影自FY3/28起，在《马里奥》电影成功之后。

韩国

科顿：我们将2027年预期每股收益乘以14倍（历史平均），这反映了我们对《绝地求生》增长正常化和新IP扩张执行风险的更为保守的看法。

网易游戏：我们将2027年预期每股收益（EPS）乘以19倍市盈率（P/E），该估值低于股票调整后的历史平均市盈率一个标准差，反映了相对于历史平均市盈率的折让，因为预期增长仍低于2015-22A年期间所见的强劲水平（+14%复合年均增长率）。

NC：我们将2027年预期每股收益（EPS）乘以20倍市盈率（P/E），并考虑了在重大发布后通常六个月会出现约10%的P/E下降（22倍，高于平均值的1个标准差），此前发布周期中已观察到这一现象。

珍珠 Abyss：我们采用 24 倍市盈率，在我们认为即使 CD 发布及 PA 新推出的增值计划启动后，仍能获得高 20% 的归母净利润率的 20 倍历史市盈率基础上，给予 20% 的溢价。

东盟

海信的Garena：我们认为其估值相对于全球同行存在折让：对于2026/2027财年，我们预计现金收入将同比增长8%/4%（对比2024财年7%的增长），并预计EBITDA利润率将略有改善，至2025/2026财年的53%/54%（对比2024财年的52%）。在我们的可比公司分析法（SOTP）中，我们基于2027年的预估，对游戏业务进行12倍EV/EBITDA的估值。鉴于该公司对单一游戏的过度依赖，12倍的EBITDA市盈率相对于全球同行存在折让。随着时间的推移，如果我们认为海信能够实现收入结构的多元化，我们认为这一差距可能会缩小。

附件37：全球游戏同行市值为2027年预期估值比较：全球游戏公司名称，平均交易市值为10倍EV/EBITDA / 15倍P/E

| 类别 | 市值 | 营业收入EBITDA复合年均增长率 CAGR | | P/E (x) 复合年均增长率 | | | 市盈率（x） | | | 电动汽车/销售（x） | | | 市盈率/息税前利润 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 韩国 | ($ bn) | CY25-28E | CY25-28E | CY26E | CY27E | CY28E | CY26E | CY27E | CY28E | CY26E | CY27E | CY28E | CY26E | CY27E | CY28E |
| 科顿 | 7.4 | 16% | 10% | 13.1 | 8.8 | 7.6 | 6.8 | 7.1 | 6.5 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 7.6 | 7.9 | 7.3 |
| NCSOFT | 3.3 | 23% | 66% | 10.7 | 14.3 | 12.9 | 7.7 | 9.5 | 8.6 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 9.9 | 13.1 | 11.5 |
| 网易游戏 | 2.2 | 2% | -2% | 7.9 | 11.5 | 12.2 | 7.6 | 6.8 | 7.4 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 10.1 | 8.8 | 9.7 |
| 珍珠洞窟 | 1.6 | 6% | NM | 8.8 | 21.4 | 21.9 | 5.5 | 11.1 | 11.6 | 2.7 | 4.5 | 4.5 | 6.0 | 13.4 | 14.4 |
| Shiftup* | 1.4 | 8% | 6% | 12.6 | 13.6 | 8.0 | 11.0 | 11.2 | 5.7 | 6.0 | 5.9 | NM | 12.0 | 11.0 | 4.7 |
| Kakao Games | 0.7 | 11% | NM | NA | 24.7 | 25.5 | NA | 18.1 | 24.7 | 3.3 | 1.9 | 2.0 | NM | 34.8 | 62.8 |
| **韩国 – 中位数** | | | | **10.7** | **13.9** | **12.5** | **7.6** | **10.3** | **8.0** | **2.5** | **2.0** | **2.0** | **9.9** | **12.1** | **10.6** |
| **US** | | | | | | | | | | | | | | | |
| AppLovin | 104.4 | 28% | 31% | 19.8 | 16.2 | 13.5 | 17.0 | 14.0 | 11.7 | 14.3 | 11.6 | 9.7 | 16.7 | 13.3 | 11.0 |
| Take-Two | 39.9 | 15% | 89% | 25.4 | 15.1 | 15.9 | 13.1 | 9.0 | 10.5 | 4.3 | 3.8 | 3.9 | 12.3 | 10.6 | 10.5 |
| 罗布乐思 | 32.1 | 12% | -3% | NA | NA | NA | 28.6 | 20.1 | 15.0 | 4.9 | 4.2 | 3.5 | NA | NA | NA |
| **美国 – 中位数** | | | | **22.6** | **15.6** | **14.7** | **17.0** | **14.0** | **11.7** | **4.9** | **4.2** | **3.9** | **14.5** | **11.9** | **10.8** |
| 欧洲 | | | | | | | | | | | | | | | |
| CD Projekt* | 6.4 | 58% | 68% | 56.0 | 24.7 | 13.6 | 46.2 | 15.2 | 10.2 | 27.1 | 10.2 | 1.6 | 55.0 | 21.5 | 11.6 |
| 拥抱集团* | 1.8 | -7% | -17% | 22.3 | 13.3 | 10.7 | 3.5 | 3.3 | 2.9 | 0.9 | 0.8 | 6.3 | 16.8 | 10.4 | 7.1 |
| PlayWay* | 0.4 | 11% | 18% | 9.4 | 9.0 | 8.1 | 6.1 | 5.2 | 4.7 | 4.1 | 3.8 | 8.1 | 7.2 | 6.6 | 5.9 |
| Remedy* | 0.3 | 24% | 31% | 104.7 | 26.0 | 26.6 | 11.7 | 8.6 | 9.2 | 2.2 | 1.9 | 0.9 | 66.1 | 17.9 | 18.9 |
| Huuuge* | 0.3 | -9% | -15% | 5.4 | 3.4 | 4.3 | 1.8 | 2.1 | 2.4 | 0.7 | 0.7 | NM | 1.8 | 1.9 | 2.0 |
| 边境发展* 0.2 | | 2% | 1% | 11.7 | 1.8 | 17.8 | 3.4 | 3.5 | 3.7 | 1.3 | 1.4 | 4.3 | 12.8 | 16.7 | 51.4 |
| 数字兄弟 | 0.2 | 5% | 49% | NA | NA | NA | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 1.5 | 1.5 | 6.2 | 21.1 | 6.3 | 4.4 |
| 十方游戏* | 0.2 | 6% | 3% | 11.3 | 10.2 | 9.5 | 8.0 | 6.7 | 5.6 | 1.6 | 1.5 | 8.1 | 9.3 | 7.7 | 6.8 |
| 11位工作室* | 0.1 | -4% | -9% | 52.0 | NM | 12.4 | 6.6 | 10.0 | 4.9 | 2.7 | 3.0 | 3.4 | 38.4 | NA | 10.3 |
| **欧盟 – 中位数** | | | | **17.0** | **10.2** | **11.6** | **6.1** | **5.2** | **4.7** | **1.6** | **1.5** | **5.2** | **16.8** | **9.1** | **7.1** |
| 日本 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 任天堂 | 71.7 | 8% | 38% | 21.9 | 17.9 | 12.8 | 18.3 | 14.2 | 9.6 | 3.8 | 3.6 | 3.3 | 18.8 | 14.6 | 9.8 |
| 万代南梦宫 | 22.8 | 0.0% | -4% | 27.3 | 26.0 | 25.5 | 14.5 | 14.2 | 13.9 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 16.7 | 16.3 | 15.9 |
| 乐元素 | 15.8 | -0.4% | 5% | 23.9 | 24.4 | 24.0 | 14.4 | 14.2 | 14.0 | 4.3 | 4.4 | 4.4 | 14.9 | 14.6 | 14.4 |
| 卡普空 | 15.1 | 14% | 22% | 24.3 | 20.7 | 17.7 | 20.0 | 17.1 | 14.7 | 9.2 | 8.3 | 7.5 | 20.5 | 17.5 | 15.0 |
| 史克威尔艾尼克斯 | 6.8 | 6% | 9% | 24.2 | 21.2 | 19.3 | 11.7 | 10.5 | 9.4 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 13.3 | 11.7 | 10.4 |
| Sega Sammy* | 4.3 | 8% | 5% | NA | 17.1 | 14.4 | 11.0 | 10.5 | 9.1 | 1.4 | 1.3 | 1.5 | 15.0 | 13.5 | 10.6 |
| DeNA* | 1.7 | -3% | -8% | 11.5 | 7.6 | 15.2 | 7.5 | 7.5 | 7.4 | 1.2 | 1.4 | 0.7 | NA | 10.1 | 10.7 |
| **日本 – 中位数** | | | | **24.0** | **20.7** | **17.7** | **14.4** | **14.2** | **9.6** | **2.3** | **2.2** | **2.2** | **15.8** | **14.6** | **10.7** |
| 中国 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 腾讯 | 512.5 | 10% | 11% | 12.7 | 12.5 | 11.9 | 10.7 | 9.9 | 9.0 | 4.5 | 4.2 | 3.8 | 14.2 | 14.1 | 13.4 |
| 网易 | 76.5 | 10% | 15% | 12.5 | 11.0 | 10.4 | 9.5 | 8.8 | 8.2 | 3.8 | 3.4 | 3.2 | 9.8 | 9.0 | 8.4 |
| 哔哩哔哩 | 6.6 | 8% | 19% | 16.5 | 13.1 | 11.2 | 7.2 | 5.9 | 4.9 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 17.6 | 11.4 | 8.6 |
| **中国 – 中位数** | | | | **12.7** | **12.5** | **11.2** | **9.5** | **8.8** | **8.2** | **3.8** | **3.4** | **3.2** | **14.2** | **11.4** | **8.6** |
| 东南亚 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 海有限公司 | 69.4 | 28% | 40% | 36.4 | 26.7 | 19.0 | 18.6 | 13.0 | 8.7 | 1.9 | 1.5 | 1.2 | 19.5 | 13.5 | 9.0 |
| 全球 | | | | | | | | | | | | | | | |
| **全球-中位数** | | | | **16.5** | **14.7** | **13.5** | **10.1** | **9.9** | **8.7** | **2.3** | **2.2** | **3.3** | **14.5** | **13.1** | **10.4** |

花旗全球研究部估计，*彭博未覆盖公司*的共识估计

美国银行全球研究部

术语表

IP - 知识产权
MMORPG - 大型多人在线角色扮演游戏
RPG - 角色扮演游戏
PUBG - 崩坏3
AI - 人工智能
NPC - 非玩家角色
PC - 个人电脑
HoK - 王者荣耀
FWJ - 奇幻西部旅程
NPPA - 国家新闻出版署
ARPPU - 平均每付费用户收入
ARPU - 平均每用户收入
CESA - 中国计算机娱乐软件协会
KRA - 梦想熊
NCS - 新丽都
NEM - 网石
KAK - 骆驼游戏
PA - 珍珠 abyss
MOBA - 多人在线战术竞技游戏
ML - 移动传奇
AoV - 王者荣耀
ROFR - 优先购买权
DAU/MAU - 日/月活跃用户
IGRS - 印度尼西亚游戏分级制度
BR - 战斗皇家
UX - 用户体验
SLG - 模拟游戏 / 策略游戏
PS5 - PlayStation 5
XSX - Xbox Series X
ASP - 平均售价
TME - 腾讯音乐娱乐
NBS - 国家统计局
CNG - Gamma数据（CNG新游戏研究）
DNF Mobile - 地下城与勇士手游
FGO - Fate/Grand Order
R&D - 研发
GIGA - 通用可编程游戏代理
RE Engine - 月之爪引擎
NPS Engine - 梦想熊自有游戏引擎
KOCCA - 韩国创意内容振兴院
FIFA - 国际足联
EA - 电子艺界
iOS - iPhone操作系统

证据38：所述股票
本报告中提及的股票的价格和评级

| 美国银行股票代码 | 彭博股票代码 | 公司名称 | 价格 | 评分 |
|---|---|---|---|---|
| CCOEF | 9697 JP | 卡普空 | ¥4283 | B-1-7 |
| XKKGF | 293490 KS | Kakao Games | W 8940 | C-3-9 |
| 中非媒体论坛 | 9766 JP | 科纳美集团 | ¥20690 | B-1-7 |
| XKINF | 259960个KS | 科顿 | W 214000 | C-1-9 |
| NETTF | 9999港元 | 网易 | HK$ 183.2 | B-1-8 |
| NTES | 新东方美国 | 网易公司 | US$ 119.45 | B-1-8 |
| XLGHF | 251270 KS | 网易游戏 | W 35350 | B-1-7 |
| XEPAF | 263750个 | 珍珠 abyss 公司 | W 35200 | C-2-8 |
| SE | 美国东南部 | Sea Limited | US$ 113.33 | C-1-9 |
| TCTZF | 700港元 | 腾讯控股 | 港币434元 | B-1-7 |

花旗全球研究

美国银行全球研究部

## 价格目标依据与风险

### Capcom (9697 / CCOEF)

我们价值4,780万港元的报价基于我们对FY3/27每股收益（EPS）的预测180港元以及约27倍的市盈率（PER）。 该估值倍数意味着相对于我们游戏与内容板块所覆盖的10家公司FY26共识PER平均约20倍，溢价约35%。我们认为，这一溢价合理，因为该公司FY3/28-29的EPS复合年均增长率（CAGR）为17%，高于板块平均水平的10%。

下行风险包括：(1) 新版权推出延迟，(2) 往期版权的重复销售低于预期，以及 (3) 全球经济恶化。

**科纳美集团株式会社（9766 / KNAMF）**

我们设定目标市值为28,000日元。 该目标市值是基于我们27倍市盈率（P/E）的预测，即对FY3/27每股收益（EPS）1,037日元的预测得出的。所应用的市盈率倍数相对于我们覆盖的游戏内容公司FY2026E平均20倍市盈率溢价了35%。我们认为，这一溢价是合理的，因为我们的每股收益复合年增长率（CAGR）预测为FY3/28至FY3/29期间约17%，高于我们覆盖范围内的平均水平约10%。

我们PO的下行风险包括：(1) 纸牌游戏收入低于预期，(2) eFootball的收入贡献低于预期，以及 (3) 新游戏发布延迟。 我们PO的上行风险是新游戏发布带来的销售额强于预期。

**高德游戏（XKKGF）**

我们 W7,300 的采购订单基于 2027E 每股收益的 20 倍市盈率计算，该市盈率是 2022-24 年间业务在正常运营条件下（奥丁初期热度消退后，但在因缺乏新发布和积极的企业重组导致 2025 年下滑之前）的平均 12 个月前瞻市盈率。

上行风险：其2026年大型游戏发布的时机和规模——例如奥丁Q、Project OQ和《阿卡西亚编年史》

下行风险：1）在复苏放缓的情况下，韩国MMORPG（大型多人在线角色扮演游戏）领域竞争激烈； 2）消费者偏好转变：短视频内容与核心游戏；3）政府对游戏行业的任何监管。

**克拉通（XKINF）**

我们 W340,000 的采购订单基于 2027 年预期每股收益应用 14 倍市盈率计算得出。 我们认为 14 倍市盈率是合理的，因为 Krafton 的 PUBG 持续性盈利能力和强劲的利润率水平使其能够以历史平均市盈率水平进行交易，而新 IP 的执行风险则限制了溢价空间的进一步扩大。

上行风险：1）韩国价值提升计划，旨在加强股东友好政策； 2）AI驱动的内容拓展；3）技术升级，包括虚幻引擎5、精制模式以及UGC内容。

下行风险：1）中国射击游戏竞争加剧，2）消费者偏好转向短视频内容，3）韩国游戏市场复苏不及预期

**网易公司 (NTES / NETTF)**

我們的投資建議價為1.74美元（27.2港元每股），基於以下兩點：1）以26億美元調整後每股收益（5年歷史平均）的15倍市盈率計算，以及2）NTES的現金估值。

对我们采购订单（PO）的风险包括：1）旧爆款游戏快速老化，尤其是核心手机游戏； 2）新游戏受欢迎程度的不确定性；3）政府监管，包括美国ADR退市及国内在媒体、游戏、内容和彩票销售方面的政策；4）来自手机游戏、主机游戏和虚拟现实游戏的竞争；5）因持有大量现金余额而可能导致的价值破坏性收购或投资；6）用户在各种数字娱乐（包括游戏和流媒体）上花费的时间和消费受到限制；7）支持硬件和自有品牌电子商务等新举措所需成本更高；8）各种数字娱乐业务的高营销、许可和渠道成本。

**网易 (XLGHF)**

我们 W57,000 的采购订单基于 19 倍 2027E 市盈率，这相当于净马布尔的调整后历史平均市盈率低 1 个标准差。 我们的调整后估值基于 2017-2026 年至今的数据，排除了 2023-24 年异常高企的市盈率读数。我们赋予的目标市盈率是平均市盈率低 1 个标准差，而该股票目前正交易在接近平均市盈率低 2 个标准差的水平。我们预计市盈率将从这一低谷水平回升，因为我们预计净马布尔的收入增长将从 2022-24A 年的低迷水平（-0.2% 年复合增长率）中恢复。然而，我们对历史平均市盈率应用折价，因为预期的增长仍然低于 2015-22A 年看到的强劲水平（+14% 年复合增长率）。

我们采购订单（PO）的上行风险包括：(1) 新游戏成功并以可持续的方式推出； (2) 新作的表现超出预期；(3) 监管风险缓解，包括中国游戏许可证的批准。

我们采购订单（PO）的下行风险包括：(1) 关键预期产品出现超出预期的延迟； (2) 国内游戏市场竞争加剧；(3) 游戏行业出现任何政府监管。

**珍珠 abyss 公司 (XEPAF)**

我们40,000美元的采购订单（PO）是基于24倍的目标市盈率（P/E），这比历史平均20倍市盈率（P/E）溢价了20%。 我们认为，这种溢价是合理的，因为新推出的价值提升举措以及为延长发布后管线所做的可见努力。

我们通过将估值锚从 2H26-1H27E 市盈率倍数调整为 2027 年市盈率倍数来修正我们的估值。 我们认为，将估值框架转向 Crimson Desert 事件后的盈利，而不是近期的发布波动，更为恰当。

上行风险包括：(1) 猩红沙漠 (Crimson Desert) 和 DokeV 表现强于预期，(2) 现有和新游戏项目产生可持续收入，(3) 缓解监管风险，包括中国游戏许可的审批。

下行风险包括：(1) 关键预期作品（如DokeV等）出现超出预期的延迟； (2) MMORPG类型竞争加剧；(3) 游戏行业受到政府监管；(4) 消费者偏好转向短视频内容。

**Sea Limited (SE)**

我们的1.43亿美元采购订单（PO）是基于各部分总和估值法得出的。我们估值为每份35美元，或2027年预期企业价值/息税折旧摊销前利润（EV/EBITDA）12倍，略低于交易价格为15倍的全球同行。鉴于Sea公司对一款贡献了约80%以上EBITDA的游戏过度依赖，我们认为这一折扣是合理的。

根据2027年预期市盈率（EV/EBITDA）20倍，Shopee的估值约为每股53美元，该估值高于全球电商公司12倍的市盈率，但低于印度消费科技公司的40倍市盈率。在我们看来，这公允地反映了Shopee的增长潜力、在竞争市场的领先地位以及巴西市场的机遇。

我们以每股37美元的估值评估其数字金融服务业务，包括数字银行，采用EV/IC与EV/调整后EBITDA倍数。 我们使用1倍EV/IC倍数评估数字银行，使用15倍EV/调整后EBITDA倍数评估数字金融服务业务，考虑到目前对贷款组合的信心较低，该估值低于全球同行平均18倍的估值。

我们还调整了每股净现金和少数股东权益，结果为每股18美元。

上行风险：1）盈利能力超预期的收入增长，2）更多自研游戏进展顺利，3）竞争强度下降及电商业务中定位更佳。

下行风险：1）中国电商竞争对手比Shopee更好地利用人工智能，从而在损害Shopee利益的情况下获得市场份额； 2）金融科技业务中不良贷款风险上升；3）电商领域竞争加剧导致利润率下降。

**腾讯控股（TCTZF）**

我們的投資建議價為港幣780元，基於以下估值：1) 線上遊戲市盈率15倍（符合中國遊戲同業水平），2)增值服務市盈率20倍（非遊戲業務，符合中國增值服務同業如TME和中文科學的水平），3)線上廣告市盈率20倍（符合全球廣告型互聯網同業水平），4)金融科技市盈率20倍（符合全球金融科技/支付同業水平），5)雲計算市銷佔率5倍（符合全球公共雲同業水平），6)投資持有價值加淨現金（每股港幣107元）。

下行风险：1）来自新交通平台和媒体格式的竞争； 2）对金融科技、数据收集、共享和使用、竞争、网络游戏、即时通讯、无线服务、应用注册、未成年人保护的监管；当局的干预或所有权也可能给商业决策带来不确定性。游戏监管结果不如预期，3）新游戏动力减弱，4）用于新游戏推广和人工智能的费用及投资，5）宏观疲软影响广告和金融科技业务，6）地缘政治风险，以及若被制裁的风险，7）人工智能投资带来的利润影响。

上行风险：1）宏观经济复苏好于预期且速度快； 2）新游戏表现超出预期；3）与其他互联网平台生态开放产生的协同效应；4）电子商务业务加速增长；5）若公司能从1260 H名单中移除，投资者情绪可能出现的上行风险；6）人工智能应用的突破。

## 分析师认证

我们萨钦·萨格纳卡尔、亚历克斯·刘、陈锦涵和长尾义隆特此证明，本研究报告中我们各自表达的观点准确地反映了我们各自对相关证券和发行人的个人看法。 我们同时证明，我们各自的薪酬的任何部分，现在或将来，均未直接或间接地与本研究报告中提出的具体建议或观点相关。

## 特别披露

根据2019年《外国投资组合投资者条例》（SEBI）及印度证券交易委员会（SEBI）发布的指南，拟交易印度公司普通股的外国投资者（包括个人和机构）必须已根据2019年《外国投资组合投资者条例》（SEBI）申请并获得批准。根据2019年《外国投资组合投资者条例》（SEBI），所有拟交易印度公司普通股的投资者均需获得外国投资组合投资者（FPI）注册。根据与外国人投资相关的印度法律，某些其他实体也有权交易印度公司的普通股。美国银行证券部门保留拒绝向非印度居民提供印度公司普通股研究报告副本的权利。代表此类普通股的美国存托凭证（ADR）不受这些印度法律限制，投资者可根据相关司法管辖区的适用法律进行交易。印度公司的全球存托凭证（GDR）及其全球存托股份（GDS）未根据1933年《美国证券法》（经修订）注册，并且只能在符合《证券法》第144A规则所定义的合格机构买家（QIB）资格的美国境内人士之间进行交易。因此，将不会向非QIB人士提供任何关于印度公司GDR或GDS的研究报告副本。

美国银行证券印度有限公司（BofAS India）受印度证券交易委员会（SEBI）监管，并在印度提供以下服务：研究、股票销售与交易、期货与期权、电子交易、股票资本市场、债务资本市场和并购。SEBI注册号：研究分析师：INH000000503，股票经纪：INZ000217333（国家证券交易所和印度证券交易所的交易和清算成员——资本市场和股票衍生品），商人银行家：INM000011625，CIN 18618。由SEBI、印度证券交易所有限公司研究分析师管理与监督机构（RAASB）的注册以及国家证券市场研究所（NISM）的认可，绝不保证中介机构的业绩或向投资者提供任何回报保证。BofAS India的注册办公地址位于印度孟买 Bandra Kurla Complex G Block, One BKC, A Wing, Ground Floor, Bandra (East), 400 051，电话：+91 22 6632 8000；其合规官（Shervin Purohit）的联系方式为：电话：(91-22) 6632。如有任何具体投诉，请
联系申诉专员（阿米什·沙赫），联系方式为：电话：(91-22)
或者访问 研究 - 美国银行
印度证券监管信息 关于申诉救济机制的更多详情。

8853, Email: shervin.purohit@bofa.com

6632 8000, Email: dg.rsch_in_complaint@bofa.com

日本 – 电信/媒体/互联网/游戏覆盖群组

| 投资评级 | 公司 | 花旗股票代码 | 彭博符号 | 分析师 |
|---|---|---|---|---|
| **BUY** | | | | |
| | 卡普空 | CCOEF | 9697 JP | 长尾良彦 |
| | 赛博代理 (Sàibó Dàilǐ) | CYAGF | 4715 JP | 长尾良彦 |
| | 电通集团股份有限公司 | DNTUF | 4324 JP | 长尾良彦 |
| | GMO互联网集团 | GMOYF | 9449 JP | 长尾良彦 |
| | Go | XKCYP | 581A JP | 长尾良彦 |
| | 科乐美控股 | TKHCF | 3635 JP | 长尾良彦 |
| | 科纳美集团株式会社 | 中非媒体论坛 | 9766 JP | 长尾良彦 |
| | 任天堂 | NTDOF | 7974 JP | 长尾良彦 |
| | 日本电视台控股公司 | NPTVF 的中文翻译是什么？ | 9404 JP | 野口佑介 |
| | 东方乐园 | OLCLF | 4661 JP | 长尾良彦 |
| | 派派股份有限公司 | PAYP | 贝宝美国 | 长尾良彦 |
| | 乐天集团 | RKUNF | 4755 JP | 长尾良彦 |
| | 丽珠控股有限公司 | RCRRF | 6098 JP | 长尾良彦 |
| | 三丽鸥 | SNROF | 8136 JP | 野口佑介 |
| | 世嘉萨米控股株式会社 | SGAMF | 6460 JP | 林志明 |
| | 软银株式会社 | SFBQF | 9434 JP | 田中 隆明 |
| | 时间，Inc. | TMEEF | 215A JP | 野口佑介 |
| | 东映动画 | 托福 | 4816 JP | 野口佑介 |
| | TOHO | TKCOF | 9602 JP | 野口佑介 |
| | 视觉的 | 视界 | 4194 JP | 野口佑介 |
| | 卓越网际有限公司 | SATLF | 3092 JP | 长尾良彦 |
| **中立** | | | | |
| | 富士媒体高清 | FJTNF | 4676 JP | 野口佑介 |
| | 角川集团 | KDKWF | 9468 JP | 长尾良彦 |
| | KDDI | KDDIF | 9433 JP | 田中 隆明 |
| | KDDI | KDDIY | KDDI美国 | 田中 隆明 |
| | 美泰克 | 美中贸易全国委员会 | 9744 JP | 野口佑介 |
| | Mercari | MRCIF 的中文翻译是什么？ | 4385 JP | 长尾良彦 |
| | NTT | NPPXF | 9432 JP | 田中 隆明 |
| | NTT | NTTYY | NTTYY美国 | 田中 隆明 |
| | 佩索尔控股 | 暂无翻译 | 2181 JP | 野口佑介 |
| | 史克威尔艾尼克斯控股公司 | SQNXF | 9684 JP | 长尾良彦 |
| | TBS Holdings | TKOBF | 9401 JP | 野口佑介 |
| | 朝日电视台控股公司 | 电视高级音频/视频混合格式 | 9409 JP | 野口佑介 |
| **表现不佳** | | | | |
| | 万代南梦宫控股 | NCBDF | 7832 JP | 长尾良彦 |
| | 滴普公司 | DPRTF | 2379 JP | 野口佑介 |
| | 华和控股 | 港大 | 2433 JP | 长尾良彦 |
| | nexon | NEXOF | 3659 JP | 长尾良彦 |
| **RSTR** | | | | |
| | Kakaku.com | KKKUF | 2371 JP | 长尾良彦 |
| **RVW** | | | | |
| | LY公司 | 雅霍夫 | 4689 JP | 长尾良彦 |
| | 软银集团 | SFTBF 没有直接的中文对应词。通常需要根据具体语境来解释。可能的含义包括：* **社交恐惧症 | 9984 JP | 长尾良彦 |

APR – 互联网、媒体和软件覆盖群

| 投资评级 | 公司 | 花旗股票代码 | 彭博符号 | 分析师 |
|---|---|---|---|---|
| **BUY** | | | | |
| | 广场 | API | API美国 | 李戴利，CFA |
| | 阿里巴巴集团 | BABA | 巴巴美国 | 乔伊斯• Ju |
| | 阿里巴巴集团 | BABA F | 9988港元 | 乔伊斯• Ju |
| | 阿里巴巴健康 | ALBHF | 241港元 | 庄 Miranda，CFA |
| | Baidu.com | BIDU | 百度美国 | 庄 Miranda，CFA |
| | Baidu.com | 白矮星 | 9888港元 | 庄 Miranda，CFA |
| | 哔哩哔哩 | BILI | 哔哩哔哩美国 | 刘翔 |
| | 哔哩哔哩 | BLBLF | 9626港元 | 刘翔 |
| | CAR集团 | CRSLF | 汽车 | 辛里哈什 • 辛格 |
| | Coupang 的中文翻译是：Coupang | CPNG | CPNG美国 | **赵安雄** (Zhào Ānxióng) |

APR - 互联网、媒体和软件覆盖群

| 投资评级 | 公司 | 花旗股票代码 | 彭博符号 | 分析师 |
|---|---|---|---|---|
| | 达美娱乐 | ABPGF | 1060港币 | 庄哈利 |
| | 德利汇 | XDVLF | 德利维 IN | 萨钦·萨格亚尼卡尔 |
| | 东财 | XEQTF | 300059 CH | 李迈克尔 |
| | 永恒 | XMWRF | 永恒的 | 萨钦·萨格亚尼卡尔 |
| | 摩根大通 | GRAB | 抓住我们 | 萨钦·萨格亚尼卡尔 |
| | HYBE | XBGOF | 352820 KS | 李顺荣 |
| | 艾吉奥 (Le Travenues) | XIXIF | IXIGO 在 | 潘卡杰·梅亨德拉塔 |
| | 京东健康 | JDHIF | 6618 港元 | 庄 Miranda, CFA |
| | JD 工业品 | XJIIF | 7618 HK | 庄 Miranda, CFA |
| | JD.com | JD | 京东美国 | 乔伊斯· Ju |
| | JD.com | JDCMF | 9618 HK | 乔伊斯· Ju |
| | K E控股有限公司 | BEKE | BEKE US | 庄 Miranda, CFA |
| | K E控股有限公司 | XSQRF | 2423港元 | 庄 Miranda, CFA |
| | 金蝶国际软件集团 | KGDEF | 268港元 | 李戴利，CFA |
| | 金山云 | KC | KC美国 | 李戴利，CFA |
| | 金山云 | KCLHF | 3896港元 | 李戴利，CFA |
| | WPS Office | XBKOF | 688111 CH | 李戴利，CFA |
| | 科顿 | XKINF | 259960个KS | 金汉春 |
| | 快手 | KUASF | 1024港币 | 庄 Miranda, CFA |
| | Life360 | LIFX | 0.36天文单位 | 辛里哈什·辛格 |
| | 途牛有限公司 | MMYT | MMYT美国 | 萨钦·萨格亚尼卡尔 |
| | 美图公司 | 美优芙 | 1357港币 | 庄哈利 |
| | 极小极大算法 | MNMXF | 100 港元 | 刘翔 |
| | NAVER Corporation | 国家住房与发展基金 | 035420 KS | **赵安雄 (Zhào Ānxióng)** |
| | 网易 | NETTF | 9999港元 | 刘翔 |
| | 网易公司 | NTES | 新东方美国 | 刘翔 |
| | Paytm | XUXBF | Paytm 在 | 萨钦·萨格亚尼卡尔 |
| | B计划媒体私人有限公司 | XMKTF | B计划 TB | 易姆孔冈亚克·苏帕庞，CFA，CMT |
| | Sea Limited | SE | 美国东南部 | 萨钦·萨格亚尼卡尔 |
| | 求思有限公司 | SKLTF | 瑞典克朗 | 辛里哈什·辛格 |
| | 腾讯控股 | TCTZF | 700港元 | 刘翔 |
| | 企业一号 | XUFCF | Onew TB | 易姆孔冈亚克·苏帕庞，CFA，CMT |
| | 桐城旅游 | TNGCF | 780港元 | 乔伊斯· Ju |
| | 携程集团 | TCOM | TCOM美国 | 乔伊斯· Ju |
| | 携程集团 | TRPCF | 9961香港 | 乔伊斯· Ju |
| | 途虎汽车 | XTCRF | 9690港元 | 庄 Miranda, CFA |
| | 维品会控股有限公司 | VIPS | VIP美国 | 乔伊斯· Ju |
| | 爱克发有限公司 | XROLF | XRO AU | 辛里哈什·辛格 |
| | Z.AI有限公司 | KATJF | 2513香港 | 刘翔 |
| | 智华有限公司 | ZIZTF | 压缩包 | 郭华 |
| **中立** | | | | |
| | 中软国际 | CFTLF | 354港元 | 李戴利，CFA |
| | 致远集团 | GTOFF | GOTO IJ | 萨钦·萨格亚尼卡尔 |
| | 恒顺科技 | XYTGF | 600570 CH | 李戴利，CFA |
| | 信息边缘 | 国际金融与经济论坛 | INFOE IN | 萨钦·萨格亚尼卡尔 |
| | JYP娱乐公司 | ALNNF | 035900 KS | 李顺荣 |
| | kakao Corporation | DAUCF | 035720 KS | **赵安雄 (Zhào Ānxióng)** |
| | 康卓有限公司 | XKLRF | 2076 HK | 庄 Miranda, CFA |
| | 康卓有限公司 | BZ | BZ美国 | 庄 Miranda, CFA |
| | 金山公司 | KSFTF | 3888港元 | 李戴利，CFA |
| | 猫眼娱乐 | 马奥夫 | 1896年香港 | 庄哈利 |
| | 米肖 | XMEEF | 米肖 | 萨钦·萨格亚尼卡尔 |
| | 美团 | MPNGF | 3690港元 | 乔伊斯· Ju |
| | NC | 国家网络安全中心 | 036570 KS | 金汉春 |
| | 奈凯克 | XQQGF | NYKAA IN | 萨钦·萨格亚尼卡尔 |
| | PB金融科技 | XPFXF | 政策BZ IN | 萨钦·萨格亚尼卡尔 |
| | 拼多多股份有限公司 | PDD | PDD美国 | 乔伊斯· Ju |
| | REA集团 | RPGRF | REA AU | 辛里哈什·辛格 |
| | SM Entertainment | 中小企业融资租赁平台 | 041510 KS | 李顺荣 |
| | 味觉 | XPDWF | 蜂鸟外卖 | 萨钦·萨格亚尼卡尔 |
| | 腾讯音乐 | TME | TME美国 | 刘翔 |
| | 腾讯音乐 | TCMEF | 1698港币 | 刘翔 |
| | 威摩 | WEMXF | 2013年香港 | 李戴利，CFA |
| | WiseTech环球有限公司 | WTCHF | 世界贸易中心航空联盟 | 辛里哈什·辛格 |
| | YG娱乐 | XYEIF | 122870 KS | 李顺荣 |

APR – 互联网、媒体和软件覆盖群

| 投资评级 | 公司 | 花旗股票代码 | 彭博符号 | 分析师 |
|---|---|---|---|---|
| | 永洪网络 | XYNIF | 600588 CH | 李戴利，CFA |
| **表现不佳** | | | | |
| | 汽车之家 | ATHM | ATHM美国 | 庄 Miranda，CFA |
| | 汽车之家 | XXYZF | 2518港币 | 庄 Miranda，CFA |
| | 脑蜂解决方案（宝宝树） | XZSQF | 首哭 IN | 萨钦•萨格亚尼卡尔 |
| | DBAPPS安全 | XDBAF | 688023 CH | 李戴利，CFA |
| | 高德公司 | XGCOF | 002410 CH | 李戴利，CFA |
| | 明元云 | XWTAF | 909港币 | 李戴利，CFA |
| | 导航信息 | XWLHF | 002405 CH | 李戴利，CFA |
| | 平安健康科技 | PANHF | 1833香港 | 庄 Miranda，CFA |
| | 启安信 | XQTDF | 688561 CH | 李戴利，CFA |
| | 科技一号有限公司 | THNOF | TNE AU | 郭华 |
| | 雷霆软件 | XSTSF | 300496 CH | 李戴利，CFA |
| | 城市公司 | XURBF | URBANCO 在 | 萨钦•萨格亚尼卡尔 |
| | 维斯特科技 | XVCGF | 002439 CH | 李戴利，CFA |
| | 微博公司 | WB | WB美国 | 庄 Miranda，CFA |
| | 微博公司 | 微播女 | 9898港币 | 庄 Miranda，CFA |

APR – 游戏与休闲险种集群

| 投资评级 | 公司 | 花旗股票代码 | 彭博符号 | 分析师 |
|---|---|---|---|---|
| **BUY** | | | | |
| | 贵族休闲 | ARLUF | 全部澳 | 辛里哈什•辛格 |
| | 阿图尔生活方式 | ATAT | 阿塔特•美国 | 梁荣健，CFA持证人 |
| | 中央广场酒店 | XWTDF | CENTEL TB | 乌多姆维，CFA持证人 |
| | 银河娱乐集团 | GXYEF | 27港元 | 蔡凯文，CFA |
| | H世界集团有限公司 | HTHT | HTHT 美国 | 梁荣健，CFA持证人 |
| | H世界集团有限公司 | HWLDF | 1179港元 | 梁荣健，CFA持证人 |
| | 光与奇迹 | 劳威尔 | LNW AU | 辛里哈什•辛格 |
| | MGM中国 | MCHVF | 2282港币 | 蔡凯文，CFA |
| | 国际小规模 | 明华 | 薄荷结核病 | 乌多姆维，CFA持证人 |
| | 网易游戏 | XLGHF | 251270 KS | 金汉春 |
| | 香格里拉亚洲 | 暂无 | 69港币 | 梁荣健，CFA持证人 |
| | 伊拉瓦纳集团 | XCZVF | ERW TB | 乌多姆维，CFA持证人 |
| **中立** | | | | |
| | 花园度假村 (Huāyuán Dùjiàcūn) | BLBRF | BLOOM PM | 梁荣健，CFA持证人 |
| | 中国旅游集团免税店 | XCTVF | 601888 CH | 梁荣健，CFA持证人 |
| | 新加波 Genting | GIGNF | 杰能斯 | 梁荣健，CFA持证人 |
| | 彩票公司 | LTRCF | TLC澳洲版 | 辛里哈什•辛格 |
| | 美高梅度假村 | MLCO | MLCO美国 | 蔡凯文，CFA |
| | 纳加公司 | NGCRF | 3918港币 | 梁荣健，CFA持证人 |
| | 珍珠 abyss 公司 | XEPAF | 263750个 | 金汉春 |
| | 桑德（中国）有限公司 | 倾斜 | 1928年香港 | 蔡凯文，CFA |
| | 永利澳门有限公司 | WYNMF | 1128香港 | 蔡凯文，CFA |
| **表现不佳** | | | | |
| | BTG酒店 | XYGTF | 600258 CH | 梁荣健，CFA持证人 |
| | 中国中青旅旅游控股股份有限公司 | XCMWF | 600138 CH | 梁荣健，CFA持证人 |
| | Kakao Games | XKKGF | 293490 KS | 金汉春 |
| | 上海锦江国际酒店发展股份有限公司 | XGCQF | 600754 CH | 梁荣健，CFA持证人 |
| | SJM控股有限公司 | SJMHF | 880 港元 | 蔡凯文，CFA |

# 披露

## 重要披露

股权投资评级分布：游戏集团（截至2026年6月30日）

| 覆盖范围 | 数 | 百分比 | 投资银行业务关系[R1] | 数 | 百分比 |
|---|---|---|---|---|---|
| Buy | 16 | 42.11% | Buy | 11 | 68.75% |
| Hold | 16 | 42.11% | Hold | 9 | 56.25% |
| Sell | 6 | 15.79% | Sell | 1 | 16.67% |

股权投资评级分布：科技组（截至2026年6月30日）

| 覆盖范围 | 数 | 百分比 | 投资银行业务关系[R1] | 数 | 百分比 |
|---|---|---|---|---|---|
| Buy | 243 | 60.60% | Buy | 123 | 50.62% |
| Hold | 87 | 21.70% | Hold | 45 | 51.72% |
| Sell | 71 | 17.71% | Sell | 21 | 29.58% |

股权投资评级分布：全球集团（截至2026年6月30日）

| 覆盖范围 | 数 | 百分比 | 投资银行业务关系[R1] | 数 | 百分比 |
|---|---|---|---|---|---|
| Buy | 1987 | 56.11% | Buy | 1190 | 59.89% |
| Hold | 797 | 22.51% | Hold | 496 | 62.23% |
| Sell | 757 | 21.38% | Sell | 391 | 51.65% |

R1 过去12个月内曾是摩根大通证券或其附属机构的投资银行客户的公司。 在本项投资评级分发中，覆盖范围仅限于股票。被评为中性(Neutral)的股票按持有(Hold)计算，被评为表现不佳(Underperform)的股票按卖出(Sell)计算。

基本面权益意见关键：意见包括波动风险评级、投资评级和收益评级。 波动风险评级是衡量潜在价格波动的指标，分为：A-低，B-中，C-高。
投资评级反映了分析师对股票绝对总回报潜力的评估，以及相对于其覆盖板块（定义见下文）内其他股票的投资吸引力。我们的投资评级分为：

| 投资评级 | 总回报预期（自初始日期起的12个月内） | 覆盖簇的评级分散指南[R2] |
|---|---|---|
| **rating)** | | |
| Buy | ≥ 10% | ≤ 70% |
| 中立 | ≥ 0% | ≤ 30% |
| 表现不佳 | N/A | ≥ 20% |

巴克莱全球研究认为，R2评级的离散度可能随时间变化，因为它更能反映覆盖板块中股票的投资前景。

潜在现金股息的指标为：7-相同/较高（股息被认为安全），8-相同/较低（股息被认为不安全）。 收入评级由单一分析师覆盖的股票或两位或多位分析师共享相同行业、部门组成，9-不支付现金股息。覆盖群组
区域或其他分类。该股票的覆盖群组包含在最新一份提及该股票的BofA全球研究报告中。

本研究报告中所提及的证券价格图表可在价格图表网站获取，或致电1-800-MERRILL，将为您邮寄。
BofAS或其附属机构作为报告中推荐的股票证券（网易公司、Sea Limited）的做市商。
BofAS或其附属公司在过去12个月内是本发行人证券公開發行的管理人：腾讯控股。
发行人过去12个月内是或曾是汇丰银行的投资银行客户，以及/或其一个或多个附属公司：Sea Limited、腾讯控股。
波士顿咨询公司（BofAS）或其关联公司在过去12个月内已从发行人处获得非投资银行业务或产品的报酬：卡夫特龙（Krafton）、 Sea Limited、腾讯控股。在过去12个月内，发行人是或曾是波士顿咨询公司（BofAS）及其一个或多个关联公司的非证券业务客户：卡夫特龙、网易公司（NetEase, Inc.）、Sea Limited、腾讯控股。在美国，本报告的零售销售和/或分销只能在这些证券免于注册或已获得销售资格的州进行：卡普空（Capcom）、 kakao Games、科乐美集团（Konami Group）、卡夫特龙、Netmarble、珍珠 abyss 公司（PearlAbyss Corp）、腾讯控股。
BofAS或其关联公司在过去12个月内已从该发行人（腾讯控股）获得投资银行服务的报酬。
BofAS或其附属机构预期将在未来三个月内从本发行人或其附属机构获得投资银行服务报酬，或有意寻求此类报酬：Sea Limited，
腾讯控股
BofAS或其附属机构愿意以主交易为基础，向客户出售或从客户处购买发行人的普通股：网易公司，Sea Limited。
发行人过去12个月内曾为或仍是 BofAS 的证券业务客户（非投资银行）及其一个或多个附属公司（如：Krafton、网易公司、Sea Limited、腾讯控股有限公司）的客户。
美国银行全球研究部人员（包括负责本报告的分析师）的薪酬基于多种因素，其中包括美国银行公司的整体盈利能力，包括其投资银行业务产生的利润。 负责本报告的分析师的薪酬也可能基于多种因素，其中包括与该分析师负责的证券或金融工具类别相关的美国银行销售和交易业务的整体盈利能力。

## 其他重要披露

分析师会不时对所覆盖的发行人进行实地考察。 根据花旗全球研究部的政策，禁止分析师因此类考察而从发行人那里接受任何形式的报酬或差旅费报销。

价格仅供参考。 除非报告中另有说明，否则就任何与股票相关的建议而言，所引用的价格是指报告日期前一个交易日收盘时的公开交易价格；如果报告是在盘中发布，则所引用的价格是指报告日期和时间的交易价格。就债务证券（包括股票优先股和CDS）而言，价格是指报告日期和时间的价格，并来自包括美国银行证券交易台在内的多个来源。本报告中任何建议的制作完成日期和时间应为本报告发布日期和时间，如报告时间戳所述。

非机构投资者或市场专业人士的接收者，在考虑本报告中的信息以作出任何投资决策，或为对其内容进行必要的解释之前，应寻求其独立财务顾问的建议。

花旗集团（BofA）的官员或其一个或多个附属机构（不包括研究分析师）可能对发行人证券或相关投资拥有经济利益。 有关利益冲突的规定，请参阅花旗全球研究（BofA Global Research）的相关政策。

**"美国银行证券"（BofA Securities）包括美国银行证券公司（BofA Securities, Inc.，以下简称"BofAS"）及其附属机构。若投资者对本报告内容有任何疑问，或疑问任何本报告中所述投资建议是否适合该投资者，应联系其美国银行证券代表或美林全球财富管理财务顾问。"美国银行证券"是"美国银行全球研究"的全球品牌。关于美国银行证券非美国附属机构的信息及附属机构研究报告的分配：**

BofAS和/或美林证券、皮尔逊、芬纳和史密斯公司（“MLPF&S”）未来可能在美国分发以下非美国附属机构的信息（简称：法定名称，监管机构）：美林证券（南非）：美林证券南非私人有限公司，受南非金融行业行为监管局监管；MLI（英国）：美林国际，受英国金融行为监管局（FCA）和英国审慎监管局（PRA）监管；BofASE（法国）：美银证券欧洲股份有限公司，受法国银行和证券监管局（ACPR）授权，并受ACPR和法国金融市场监管局（AMF）监管。美银证券欧洲股份有限公司（“BofASE”）注册地址位于法国巴黎75008拉博埃蒂街51号，注册号为842 602 690 RCS Paris。根据法国《货币与金融法典》的规定，BofASE是一家受欧洲中央银行和法国银行和证券监管局（ACPR）授权和监管，并受ACPR和AMF监管的信贷和投资机构；美银欧洲（米兰）：美国银行欧洲指定活动公司，米兰分支，受德国联邦金融监管局（BaFin）、欧洲中央银行（ECB）和爱尔兰中央银行（CBI）监管；美银欧洲（罗马）：美国银行欧洲指定活动公司，罗马分支，受意大利银行、欧洲中央银行（ECB）和爱尔兰中央银行（CBI）监管；美银欧洲（苏黎世）：美国银行欧洲指定活动公司，苏黎世分支，受瑞士金融市场监管局FINMA、欧洲中央银行（ECB）和爱尔兰中央银行（CBI）监管；美银欧洲（马德里）：美国银行欧洲指定活动公司，西班牙分行，受西班牙银行、欧洲中央银行（ECB）和爱尔兰中央银行（CBI）监管；美林证券（澳大利亚）：美林证券股票（澳大利亚）有限公司，受澳大利亚证券和投资委员会监管；美林证券（香港）：美林（亚太）有限公司，受香港证券及期货 Commission（HKSFC）监管；美林证券（新加坡）：美林（新加坡）私人有限公司，受新加坡金融管理局（MAS）监管；美林证券（加拿大）：美林证券加拿大有限公司，受加拿大投资监管组织监管；美林证券（墨西哥）：美林墨西哥，SA de CV，证券公司，受墨西哥国家银行和证券委员会监管；BofAS日本：美
由 BofAS 日本（日本《金融商品及び取引法》下的注册证券经销商，或其获授权的附属机构）在日本分销；由受香港证券及期货事务监察委员会规管的花旗集团（香港）在香港发行及分销；由花旗集团（台湾）在台湾发行及分销；由 BofAS 印度在印度发行及分销；并由受新加坡金融管理局规管的花旗集团（新加坡）（公司注册号：198602883D）在新加坡向机构投资者和/或根据《金融顾问条例》定义的认可投资者发行及分销。花旗集团（新加坡）受新加坡金融管理局规管。花旗集团股票（澳大利亚）有限公司（ABN 65 006 276 795），AFS 许可证 235132（MLEA），仅在澳大利亚向根据《2001年公司法》第761G条定义的“批发”客户分发此信息。除美国银行 N.A. 澳大利亚分行外，MLEA 或其参与准备此信息的任何附属机构均不是《1959年银行法》下的授权存款机构，亦未受澳大利亚审慎监管局规管。在巴西，此信息的发布或分销无需批准，其本地分销由花旗集团（巴西）根据适用法规进行。花旗集团（迪拜国际金融中心）受迪拜金融市场监管机构（DFSA）授权和规管。花旗集团（迪拜国际金融中心）准备和发行的信息是按照 DFSA 商业行为规则的要求进行的。花旗欧洲（法兰克福）在德国分销此信息，并受德国联邦金融监管局（BaFin）、欧洲中央银行（ECB）和德国联邦银行（Bundesbank）规管。花旗证券实体，包括花旗欧洲和花旗证券（法国），可将某些研究服务或研究服务方面外包/授权给花旗证券集团的其它分行或成员。在适用法律允许的情况下，您可能会被授权代表您的服务提供商而由另一家花旗证券实体联系。这不会改变您的服务提供商。有关更多信息，请参阅《通讯免责声明》。

本信息由BofAS及/或其一家或多家非美国附属机构编制并发布。 本信息的作者可能未获得在您所在司法管辖区从事受监管活动的许可，若未获得许可，则不声称具备从事此类活动的能力。在美国，BofAS及/或MLPF&S为该信息的发行人，并对其非美国附属机构向美国BofAS及/或MLPF&S客户分发的信息承担全部责任。任何在美国接收本信息并希望就本信息中讨论的任何证券进行交易的美国人士，均应通过BofAS及/或MLPF&S进行，而非通过此类外国附属机构。香港接收本信息者就有关在此进行证券交易或提供具体证券建议或任何其他由此信息产生或与之相关的事宜，应联系美林证券（亚太）有限公司。新加坡接收本信息者就有关由此信息产生或与之相关的事宜，应联系美林证券（新加坡）私人有限公司。对于非合格投资者、专业投资者或机构投资者的客户，美林证券（新加坡）私人有限公司对分发给新加坡此类客户的信息内容承担全部责任。

**一般投资相关披露：**
台湾读者：此处所提供的信息及任何意见均不构成交易任何证券或其他金融工具的要约或招揽要约。 未经美国银行证券部事先书面许可，任何媒体或个人均不得以任何方式使用、复制或引用本报告的任何部分于台湾。
本文件仅提供一般信息，是为博时证券客户准备的，并打算向其进行一般性分发。 信息本身或所表达任何意见均不构成要约邀请或构成购买或出售任何证券或其他金融工具或与该等证券或工具相关的任何衍生品的要约（例如期权、期货、认股权证和差价合约）。本文件并非旨在提供个人投资建议，且不考虑任何特定个人的具体投资目标、财务状况和特殊需求，亦不针对任何特定个人。本文件及其内容不构成，也不应被视为构成，为美国退休人员收入保障法案（ERISA）、美国税法、投资顾问法或其他目的的投资建议。投资者应就投资本文件讨论或建议的金融工具以及实施投资策略的适当性寻求财务建议，并应理解有关未来前景的陈述可能无法实现。就任何发行购买或认购证券的任何要约做出的任何购买或认购决定，必须完全基于该证券的现有公开信息或与该等要约相关的招股说明书或其他发行文件中的信息，而非基于本文件。

此处所指的证券及其他金融工具，或由美国银行证券部推荐、提供或出售的证券及其他金融工具，均未受美国联邦存款保险公司保险，亦非任何受保险存款机构的存款或其他债务（包括美国银行，N.A.）。一般投资，尤其是衍生品投资，涉及多种风险，包括但不限于市场风险、交易对手违约风险和流动性风险。没有哪种证券、金融工具或衍生品适合所有投资者。数字资产具有极强的投机性、波动性，且大多缺乏监管。在某些情况下，证券及其他金融工具可能难以估值或出售，且可能难以获取关于该证券或金融工具价值或风险的可靠信息。投资者应注意，此类证券及其他金融工具所产生的收入（如有）可能会有波动，此类证券和工具的价格或价值可能会上涨或下跌，在某些情况下，投资者可能会损失其全部本金投资。过往业绩并不必然预示未来表现。税收等级和依据可能发生变化。

本报告可能包含短期交易思路或建议，该思路或建议着重于某个具体的短期催化剂或事件，该催化剂或事件预计将对发行人或市场产生影响，并预期对发行人的证券价格产生短期影响。短期交易思路和建议与股票的基本股权评级不同，且不会影响股票的基本股权评级。基本股权评级反映了对其覆盖群内其他股票相比的投资吸引力以及更长期的预期总回报。短期交易思路和建议可能比股票的基本股权评级更积极或更消极。

美国银行证券部知悉，本报告中所述观点的实施可能取决于投资者“做空”证券或其他金融工具的能力，而此类行为在许多司法管辖区可能受到禁止或限制“卖空”的法规的限制。 我们强烈建议投资者在执行本报告中包含的任何做空观点前，就相关法规的适用性寻求建议。

外币汇率变动可能对本文所述的任何证券或金融工具的价值、价格或收入产生不利影响。 投资此类证券和工具的投资者，包括存托凭证持有人，实际上承担了汇率风险。

波士顿联邦储备银行（BofAS）或其附属机构是交易型金融工具的定期发行者，这些工具与报告中可能推荐的证券相关。 波士顿联邦储备银行（BofAS）或其附属机构可能在任何时候持有报告中讨论的证券和金融工具的多头或空头交易头寸。
美国银行证券部（BofA Securities）通过其美国银行全球研究部（BofA Global Research）以外的业务单元可能已经发布或未来可能发布与本文提供的信息不一致，并得出不同结论的交易观点或建议。此类观点或建议可能反映了准备它们的个人的不同时间范围、假设、观点和分析方法，并且美国银行证券部没有义务确保此类其他交易观点或建议能引起本信息任何接收者的注意。
若收件人根据其与BofAS签订的研究服务合同（该合同收取单独费用）而获得此信息，并且据此BofAS可能被视为投资顾问，则该身份仅限于BofAS直接签约的当事人，且不延伸至本报告的交付（除非BofAS另行书面同意）。若该收件人因涉及本报告所述证券的买卖而使用BofAS的服务，BofAS可能以自己的名义作为交易主体，或代表另一方作为代理人。在涉及任何交易（包括本报告所述的任何证券交易）的执行方面，BofAS始终且持续仅作为经纪商和交易商行事。版权及一般信息：

版权所有 2026 美国银行公司。 保留所有权利。iQdatabase® 是美国银行公司的注册服务商标。本信息专供美国银行证券客户使用，未经美国银行证券明确书面许可，不得以任何全部或部分、任何形式或方式重新分发、重新传输或披露。本文件及其内容仅供信息参考，不可用于培训或开发人工智能（AI）模型，或作为任何 AI 应用（统称为 AI 工具）的输入。未经美国银行全球研究明确书面许可，任何试图利用本文件或其任何内容与 AI 工具相关联的行为均属严格禁止。美国银行全球研究利用人工智能，包括机器学习和其他技术，以提升向客户提供的服务。这些技术协助分析师在其工作中的各个方面，包括但不限于数据分析、内容提取、内容创作、数据聚合和摘要，以及从不同来源识别相关信息。所有 AI 驱动的流程均需经美国银行全球研究员工审核。美国银行证券同时将美国银行全球研究信息分发至内部及客户网站和其他门户，该等信息非公开资料。任何未经授权的使用或披露均属禁止。接收和审阅本信息即构成您同意，未经首先获得美国银行证券授权官员的明确许可，不得重新分发、重新传输或向他人披露本文件所包含的内容、观点、结论或信息（包括任何投资建议、预测或价格目标）。

花旗全球研究部门人员准备的资料基于公开信息。 本资料中陈述的事实和观点未经审阅，也可能未反映花旗证券其他业务领域专业人士所知的信息，包括投行业务人员。花旗证券已为花旗全球研究与某些业务集团之间建立了信息隔离。因此，花旗证券不会披露与这些发行人之间的某些客户关系或从这些发行人处收到的报酬。如果本资料讨论任何法律诉讼或问题，它并非为表达任何法律结论、意见或建议而准备，也无意如此表达。投资者应就本资料主题相关的法律问题咨询其自身的法律顾问。花旗全球研究部门人员对任何花旗证券实体和/或其董事、高管及员工可能作为原告、被告、共同原告或共同被告参与，涉及本资料中提及的发行人的任何法律诉讼的了解，基于公开信息。本资料中与任何此类诉讼相关的事实和观点未经审阅，也未就此进行讨论，也可能未反映花旗证券其他业务领域专业人士就相关法律诉讼或事宜所知的信息。本资料独立于本资料中提及的任何证券发行人准备，并非为任何拟议的证券发行或作为任何证券发行人的代理人。

证券。 BofA及其任何附属机构或其研究分析师均无权代表发行人作出任何陈述或保证。BofA全球研究政策禁止研究人员在发布包含相关评级、建议或投资理念的研究报告之前，向发行人披露任何建议、投资评级或投资理念供其审阅。

本材料中关于可持续性的任何信息，如前所述，是有限的，并非旨在就任何发行人或证券提供任何可持续性声明的全面观点。

此处所涉任何与金融工具税务状况相关的信息，均非旨在提供税务建议，亦不得被任何人用于提供税务建议。我们强烈建议投资者根据其具体情况，向独立税务专业人士寻求税务建议。
此处信息（除与美银证券及其附属公司相关的披露信息外）来源于不同渠道，我们对其准确性不作保证。 本信息可能包含指向第三方网站的链接。美银证券对任何第三方网站的内容或任何包含于第三方网站中的链接内容均不承担责任。此类第三方网站上的内容不属于本信息，亦不据引。链接的包含并不代表美银证券的任何认可或与其存在任何关联。访问任何第三方网站均由您自行承担风险，在向其提交任何个人信息前，您应始终审阅该等第三方网站的条款和隐私政策。美银证券对上述条款和隐私政策不承担责任，并明确否认对此类条款和隐私政策承担任何责任。

所有意见、预测和估算是作者在发布日期时的判断，并可能未经通知而更改。 价格也可能随时更改。美国银行证券部没有义务更新此信息，并且美国银行证券部未来发布关于相关发行人的信息的能力将受适用安静期的约束。因此，您应假定美国银行证券部不会更新其中包含的任何事实、情况或意见。

根据我们分发研究报告及其他法律及美国银行证券政策相关限制适用的各司法管辖区的法律规定的静默期，以及研究报告发布的相关限制，基础股票报告会根据需要定期制作，以保持投资建议的时效性。
某些涉及证券、金融工具和/或发行人的杰出报告或投资意见可能已不再具有时效性。请始终参考最新研究报告。
在做出投资决策前向发行人提供。
在某些情况下，发行人可能被归类为受限，或处于审核中或延长审核状态。 在每种情况下，投资者应将与其（或其证券和/或金融工具）相关的任何投资意见视为暂停或撤回，并且不应依赖与其（或其证券和/或金融工具）相关的分析及投资意见，分析或意见也不应被视为任何形式的要约。BofAS或其任何附属机构的销售人员及财务顾问不得劝购受限或处于审核中的证券或金融工具，且仅能根据公司政策劝购处于延长审核状态的证券。

美国银行证券部门及其任何官员或员工均不对因使用本信息而引起的任何直接、间接或后果性损害或损失承担任何责任。