

产品从换皮到长周期，游戏行业增长确定性提升

——2025 情绪价值系列报告之游戏

核心观点

- 游戏行业长期抗宏观逆风韧性强：**随着经济增长，边际上物质消费增长对于人类的多巴胺分泌逐渐衰减，我们发现无论是在发达国家日本这“失去的十年”还是美国这类经济上行的发达国家市场，游戏产业增速都会显著高于 GDP 和社零增速。25Q1 中国国内游戏行业同比增长 18%，大幅跑赢社零的 4.6%。
- 国内市场：优选长周期赛道具备研发优势的企业。**中国游戏市场较为特殊，在供给端是政策主导市，版号数量直接决定了行业增速和企业立项信心。2025 年监管层面有较大的变化，**版号试点属地办理直接使得产品修改和审批加速，版号下发速度逐月上行。**在游戏行业整体快速增长的背景下，不同品类依然有所分化——低 ARPU 产品抗通缩能力更强，即**竞技、消除等低 ARPU 品类的流量和付费行为增长，RPG 等高 ARPU 品类宏观层面承压。**另外，随着 AI 助力游戏版本更新加速，头部游戏市场份额提升，生命周期增长，短周期游戏的生存空间持续被挤压，因此，我们建议关注在长生命周期赛道具备开发优势的企业——经过量化分析，我们认为**头部竞技、消除、回合、SLG 等赛道的半衰期相对较长。**
- 海外市场：中国游戏厂商境外市占率持续提升且有望继续增长。**在边际成本递减的产业里，我们认为本土市场份额第一的国家在出海环节会让其产品具备绝对的竞争优势——最大的市场支撑起更高的单项目开发预算从而产生对海外竞品降维打击的产品。中国手游出海市场份额从 2018 年的 22% 提升至 2024 年的 28%，2024 年新上线的头部游戏中 TOP16 榜单中国厂商可以占据 12 席。政策方面对于出海扶持和激励使得全球化产品占比持续增长，**优先出海后等版号强化产品抗风险能力。**赛道方面，随着微信小游戏壮大，出海优势品类也从**传统 SLG、电竞赛道扩展到了休闲合成品类。**另一方面，随着中国手游产品开发预算逐年增长，部分头部项目投入已超过了传统 3A 主机的预算，未来可以预见**多端产品占比持续增长从而开始在 PC、主机领域对境外厂商构成竞争优势。**
- 行业催化：**全球头部市场针对**苹果闭源和高渠道费**等问题展开诉讼和监管侧调整，**中国市场也有望在落地后使得游戏行业利润率得到大幅提升。**

投资建议与投资标的

近期关注苹果渠道费变化，如中国地区落地对于游戏板块利润有较大增厚，此外此前被苹果掣肘的游戏渠道有望因此重新开源而受益。**首先，我们建议关注在游戏渠道和长周期品类有优势的厂商：心动公司** Tap 游戏渠道有望因苹果调整而获益，公司旗下《心动小镇》、《火炬之光》等多款老游戏环比增长，新游戏《伊瑟》境外游戏榜多地区高位。**腾讯控股**小程序 iOS 端有望因苹果开源受益并收取渠道费，多款头部老游戏 2025 年流水创新高，新常青树产品《三角洲行动》贡献显著增量。**ST 华通**在 SLG 和休闲等长周期赛道类具备研发优势《无尽冬日》畅销榜持续创新高，《kingshot》、《Tasty Travels: Merge Game》海外开始上量。**巨人网络**在休闲竞技类长周期赛道具备研发优势，新游《超自然行动组》畅销榜持续创新高。**恺英网络**旗下传奇 996 盒子平台积累大量用户，平台有望受益于 iOS 开源，且有望从传奇拓展到其他情怀类品种；AI 陪伴类产品《EVE》6 月开启测试阶段。**其次，我们建议关注今年有重点项目储备的厂商：三七互娱、吉比特、完美世界、网易、神州泰岳等。**

风险提示

游戏延期风险、产品竞争风险、政策风险、假设条件变化影响测算结果、游戏流水不及预期风险

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

传媒行业

报告发布日期

2025 年 07 月 06 日



证券分析师

项雯倩

021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003
香港证监会牌照：BQP120

李雨琪

021-63325888-3023
liyuzhi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001
香港证监会牌照：BQP135

金沐阳

jinmuyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860525030001

联系人

沈熠

shenyi1@orientsec.com.cn

相关报告

短剧流水全球高企，中小企业有望海外站稳 2025-06-01
稳高台：——2025 情绪价值系列报告之短剧
国内外 AI 投入力度不减，AI 浪潮势能充足：——AI 周度跟踪 2025 年第 7 期 2025-05-22
景气度趋势延续，Q2 消费复苏可期：—— 2025-05-21
2025 年 4 月社零数据点评

重大投资要素

我们区别于市场的观点

随着游戏行业进入下半年，市场担心随着去年同期诸多头部游戏上线带来基数走高，增速有下行风险；以及游戏板块热度增长估值走高，行业增速是否能持续从而匹配当前估值。

而我们认为，一方面从竞争压力层面，去年同期正是因为大产品集中供给使得中小企业产品竞争压力加大，上线持续延期；而今年没有集中化大爆品反而使得中小企业产品上线压力减小。另一方面，政策层面的版号属地办理带来了供给加速；全球范围内关于苹果反垄断判决和监管法案又不断推进，如中国地区落地有望使得苹果渠道进一步开源、降费，带动游戏板块整体利润率提升从而消化估值。第三方面，游戏行业产品结构已从过往的一波流换皮产品转向长周期项目，新品上线对于公司业绩的拉动也从过往的一次性驱动变为当前的更高能见度和更长周期性，我们认为这一转变会使得在长周期产品研发具备竞争优势的公司和短周期公司产生估值分化。

核心变量

供给侧：监管层面，文娱行业当前属于宽松周期，无论是游戏属地版号办理试点还是出口激励政策都意味着游戏供给总量持续上行。头部产品市场份额生命周期因为 AI 的帮助在持续增长，同时也意味着新产品想要击穿市场进入前列的难度在增长。企业开发思路从同数值换皮演变为对长周期产品的追求，因此竞技、休闲消除、回合制、SLG（模拟策略类游戏，后文以 SLG 简称）等长周期产品储备激增。我们认为长周期产品对企业的永续现金流贡献与换皮产品对企业的一次性贡献理应匹配不同估值，随着部分企业长周期产品占比增长，困扰游戏投资最大的确定性问题得以部分解决。

需求侧：大文娱和游戏子行业的消费结构都从相对高 ARPU（每用户平均收入，后文以 ARPU 简称）品种切换为低 ARPU 品种。因此我们会发现不同品类产品跑出了差异化趋势，休闲、竞技等低 ARPU 品类上行，MMORPG（大型多人在线角色扮演游戏，后文以 MMORPG 简称）等高 ARPU 品类下行，部分高 ARPU 品类例如 SLG 则通过休闲化、降肝减氪等方式泛化品类用户实现增长。

股价上涨的催化因素

2025 年，全球范围内针对苹果垄断的诉讼和整改方案持续推进。我们参照海外苹果渠道调整方案来看，主流市场大多已实现开侧载、开三方支付，并且下调苹果渠道抽成。我们认为一旦中国整改方案出台，有望实现游戏渠道的开源及游戏厂商利润率的显著提升。

投资建议与投资标的

首先，我们建议关注在游戏渠道和长周期品类有优势的厂商：

心动公司：旗下 TapTap 游戏平台 IOS 渠道有望在苹果渠道调整方案出台后开源获得更多流量，TapTap PC 版本及直播功能 2025 年陆续进入测试环节有望驱动用户时长增

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

长。Taptap 平台与大 DAU 游戏协同效应明显，公司旗下《心动小镇》、《火炬之光》等多款老游戏环比持续增长，新游戏《伊瑟》境外游戏榜多地区高位。

腾讯控股：小程序 IOS 端有望在苹果渠道调整方案出台后开源并收取渠道费，社交流量叠加 AI 化开发优势驱动公司常青树游戏版更加速、粘性增强，多款头部老游戏 2025 年流水创新高，预期新常青树产品《三角洲行动》贡献显著增量。

ST 华通：公司在 SLG 和休闲等长周期赛道类具备研发优势，《无尽冬日》畅销榜持续创新高，《kingshot》、《Tasty Travels: Merge Game》海外开始上量。

巨人网络：公司在休闲竞技类长周期赛道具备研发优势，新游《超自然行动组》畅销榜持续创新高，后期有卡牌、《五千年》（三国 SLG）项目等待上线。

恺英网络：公司旗下传奇 996 盒子平台积累大量用户，平台有望受益于 IOS 开源，且有望从传奇发展到其他情怀类品种。AI 陪伴类产品《EVE》6 月开启测试阶段，旗下有《斗罗大陆：诛邪传说》、《盗墓笔记：启程》等诸多产品获得版号等待上线。

其次，我们建议关注今年有重点项目储备的厂商：

三七互娱：重点自研项目《斗罗大陆：猎魂世界》7.11 即将上线。

吉比特：公司自研产品《杖剑传说》在畅销榜 top20，后续有代理 SLG 游戏《九牧之野》预计 2025.11.17 上线。

完美世界：重点开放世界游戏《异环》已进入二测，与竞品《无限大》（网易），《望月》（诗悦）相比无论 TapTap 预约量还是用户评分都处于领先。我们认为开放世界游戏复杂的开发能力积累会在下一步跟 AI 世界模型的融合中让公司处于领先竞争位置。

网易：常青树游戏《第五人格》（非对称性竞技）畅销榜持续走高，《燕云十六声》等多端产品发力，后续有《漫威秘法狂潮》、《命运群星》等产品预期暑期上线。

神州泰岳：公司 SLG 游戏《Age of Origins》海外维持高位，两块 SLG 游戏《Stellar Sanctuary》《Next Agers》已进入测试阶段。

风险提示

游戏延期风险、产品竞争风险、政策风险、假设条件变化影响测算结果、游戏流水不及预期风险

目录

1 国内市场：情绪价值驱动游戏行业抗宏观逆风韧性增强	7
1.1 中国市场：政策环境宽松驱动产品供给加速	7
1.1.1 近两年版号审批效率提升，月度下发数量持续攀升	8
1.1.2 2025 年多地试点游戏属地办理流程，版号审批有望进一步提速	9
1.2 AI 驱动头部效应加剧，优选长周期品类	9
1.2.1 供给侧：厂商向竞技、策略 SLG 类长周期赛道迁移	10
1.2.2 需求侧：休闲、竞技类等低 ARPU 游戏抗宏观逆风能力更强	12
2 海外市场：中国厂商市场份额有望继续提升	14
2.1 政策持续鼓励出海，出口转内销强化企业抗风险能力	15
2.2 中国厂商把控移动 SLG、电竞市场，即将突破休闲赛道	16
2.3 引擎升级驱动多端产品增长，中国 PC、主机游戏海外竞争力持续提升	18
3 行业催化：IOS 有望开源、“减税”驱动利润率提升	20
4 投资建议	22
5 风险提示	23

图表目录

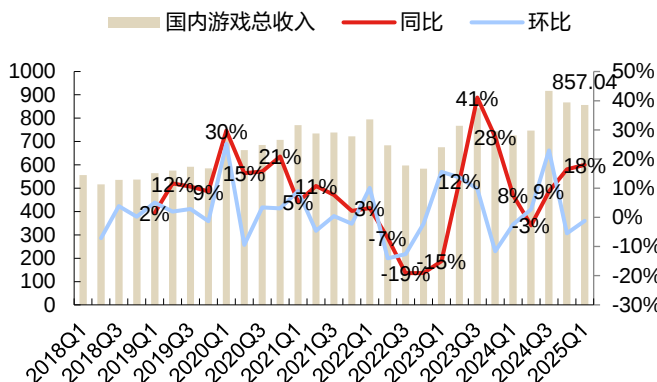
图 1：中国国内游戏总收入（亿）景气度高	7
图 2：中国移动游戏收入（亿）景气度高	7
图 3：低景气度发达国家：日本游戏行业增速跑赢 GDP、社零	7
图 4：高景气度发达国家：美国游戏行业增速跑赢 GDP、社零	7
图 5：2018、2021、2022 游戏版号停滞、放缓发放	8
图 6：2018、2021、2022 游戏运营单位数量大幅下滑	8
图 7：版号正常下发年度游戏增速跑赢社零增速	8
图 8：2023 年以来游戏版号发放数量持续攀升	8
图 9：近 3 年中国手游 APP 投放素材持续增长	9
图 10：2024 年中国手游 APP 投放数量下滑	9
图 11：2024 年（1-11 月）中国游戏上线数占过审比仅 10%左右	10
图 12：AI 驱动游戏版更频率持续提升	10
图 13：中国移动游戏市场收入集中度提升（仅 App Store）	10
图 14：中国 APP 游戏赛道总用户时长加权平均半衰期差异	11
图 15：中国 APP 游戏赛道总用户时长算数平均半衰期差异	11
图 16：腾讯头部游戏用户时长半衰期高于网易、米哈游	11
图 17：射击、消除、棋牌等低 ARPU 赛道老游戏用户时长增长（亿分钟）	12
图 18：腾讯游戏时长（亿分钟）市占率提升	13
图 19：《三角洲行动》成为唯一新进头部游戏（亿分钟）	13
图 20：《超自然行动组》IOS 畅销榜持续提升	14
图 21：中国手游市场收入全球第一（亿美元）	14
图 22：中国市场手游收入（亿美元）市占率占全球 1/3	15
图 23：中国厂商境外手游收入（亿美元）市占率持续提升	15
图 24：中国手游供给增多驱动境外市场恢复增长（亿美元）	15
图 25：2021 中国手游 Top30 产品 40%仅做海外	16
图 26：2024 中国手游 Top30 产品 17%仅做海外	16
图 27：2024 年海外移动新游收入 TOP16 中国占 12 席	18
图 28：世纪华通美区 IOS 游戏畅销榜排名多款持续增长	18
图 29：中国市场手游收入增长（亿）而占比开始走低	19
图 30：2024 游戏大型产品 UE 引擎占开发引擎主导	19
图 31：UE 引擎占比持续增长	19
图 32：Steam 全球（2025/1/14~1/21）周收入畅销榜榜 Top10 中国占 6 席	20
表 1：2025 年游戏行业支持性政策	9

表 2：2025 年游戏出海支持性政策.....	16
表 3：2024 年海外移动游戏收入榜 TOP30 中国占 10 席.....	17
表 4：全球主流市场 IOS 渠道反垄断调整变化.....	21

1 国内市场：情绪价值驱动游戏行业抗宏观逆风韧性增强

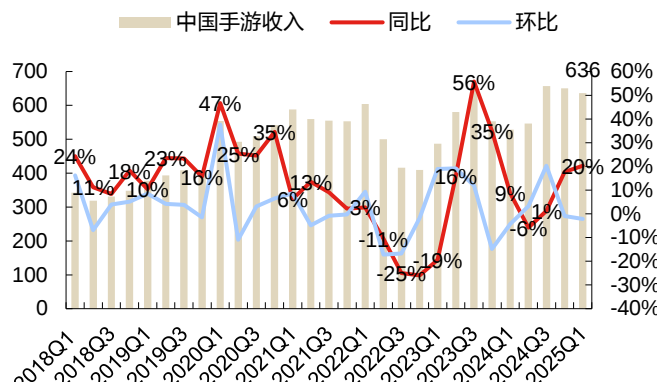
25Q1 中国国内游戏行业总收入 857 亿，同比增长 18%，手游收入为 636 亿，同比增长 20%。《王者荣耀》（腾讯）、《穿越火线》（腾讯）等头部常青树游戏在 Q1 春节档创历史新高，新头部游戏《无尽冬日》（世界华通）、《地下城与勇士》（腾讯）、《三角洲行动》（腾讯）、《燕云十六声》（网易）贡献增量，行业增速大幅跑赢社零的 4.6%。

图 1：中国国内游戏总收入（亿）景气度高



数据来源：伽马数据，东方证券研究所

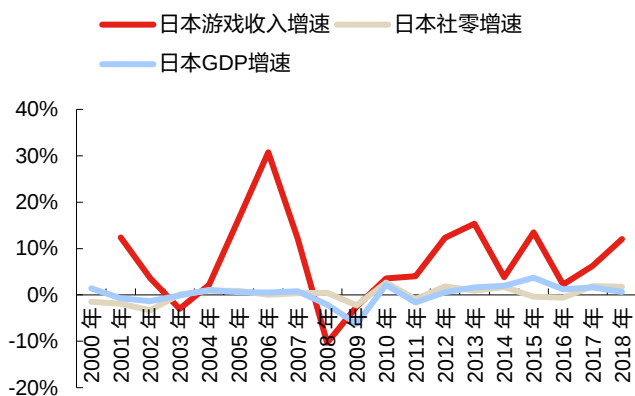
图 2：中国移动游戏收入（亿）景气度高



数据来源：伽马数据，东方证券研究所

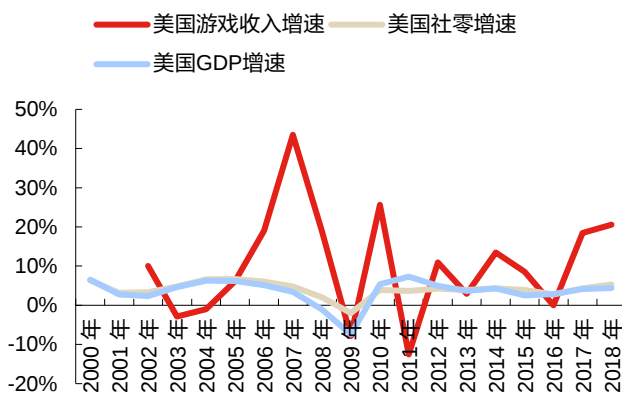
随着经济增长，边际上物质消费增长对于人类的多巴胺分泌逐渐衰减，而精神层面情绪价值的重要性逐渐体现。游戏产业虽然是一个成熟行业，但在过去 25 年中，我们观察不同经济增速背景下的发达国家，不难发现一个共通点：无论是在经济增长的美国市场还是在经济下行的日本市场，游戏产业都处在一个增长跑赢 GDP 和社零增速的状态。长期来看，游戏行业抗宏观逆风的韧性凸显。

图 3：低景气度发达国家：日本游戏行业增速跑赢 GDP、社零



数据来源：Famitsu, ifind, 东方证券研究所

图 4：高景气度发达国家：美国游戏行业增速跑赢 GDP、社零



数据来源：美国娱乐软件协会, ifind, 东方证券研究所

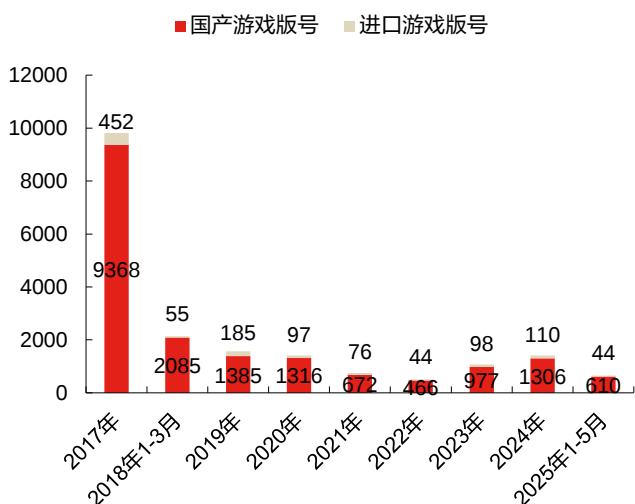
1.1 中国市场：政策环境宽松驱动产品供给加速

中国文娱市场是政策主导市场，供给端受到行政审批监管影响较大。复盘中国游戏增长趋势，跟版号下发节奏息息相关。例如，在 2018 年 3 月版号审批工作因机构改革暂停，直到当年 12 月才恢复；随后随着机制理顺，版号发放逐步走向常态化，但在总量和内容上的管控相比以往更加严

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

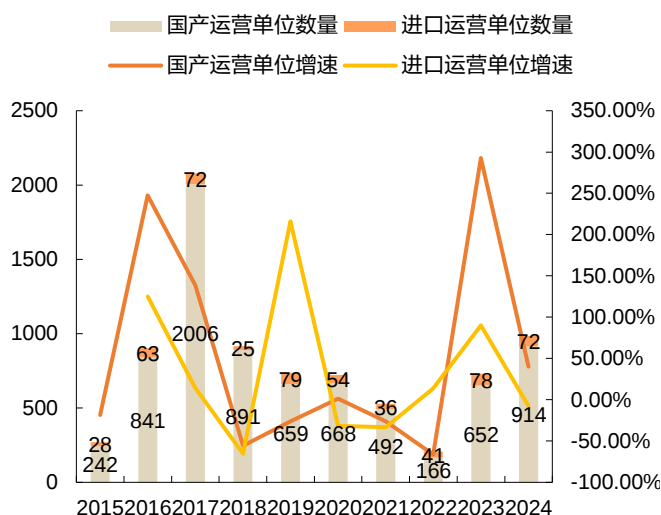
格。我们对对应看到因为 2018 年版号数量相对应 2017 年大幅减少，2018 年获得版号的运营单位数量也对应大幅下滑。2019 年虽然恢复发号，但是发布了较多无效版号——很多获版号的中小企业没有扛过 2018 年已经倒闭；另外，获得版号的运营单位又进一步收缩。因此我们也对应看到 2018 年 2019 年游戏产业增速大幅下滑，2019 年甚至跑输社零。

图 5：2018、2021、2022 游戏版号停滞、放缓发放



数据来源：国家新闻出版署版署，东方证券研究所

图 6：2018、2021、2022 游戏运营单位数量大幅下滑



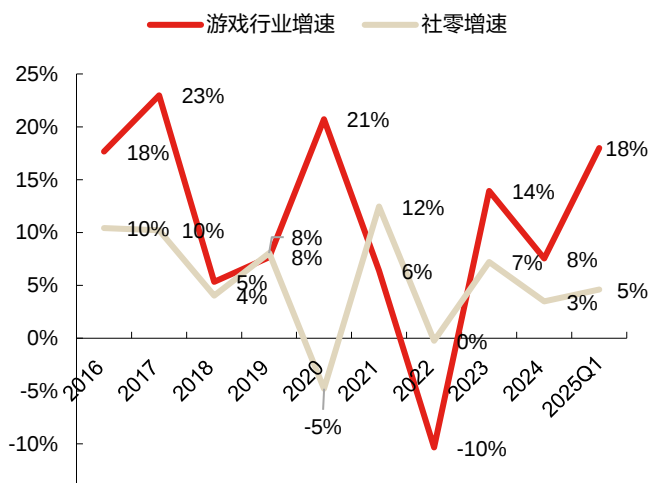
数据来源：国家新闻出版署版署，东方证券研究所

2020 年疫情线上流量高增，版号常态化，产业又恢复了 20%+ 高增长。而 2021-2022 年，版号下发速度放缓甚至暂停，使得供给端以及获得版号的游戏运营单位数量进一步持续走低，2021 年叠加了前一年疫情线上时长增长的高基数，增速开始跑输社零；2022 年因版号数量下达到历史新低，行业出现负增长。

1.1.1 近两年版号审批效率提升，月度下发数量持续攀升

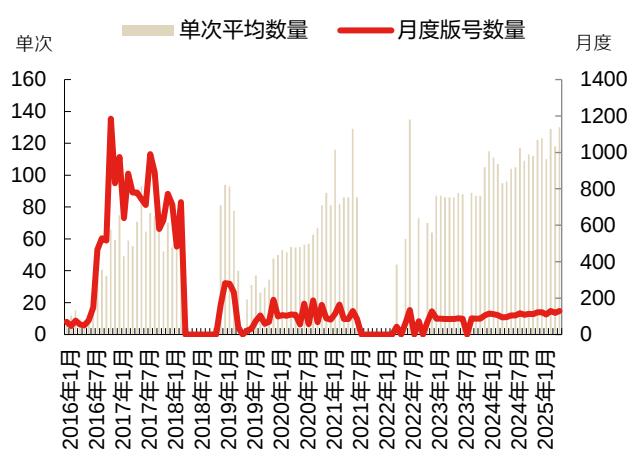
我们回归到 2023 年以后的版号下发趋势，除了常态化月度及时发放，单次版号数量也在持续走高，对应获得版号的运营单位也在陆续增长。

图 7：版号正常下发年度游戏增速跑赢社零增速



数据来源：伽马数据，Wind，东方证券研究所

图 8：2023 年以来游戏版号发放数量持续攀升



数据来源：国家新闻出版署，东方证券研究所

1.1.2 2025 年多地试点游戏属地办理流程，版号审批有望进一步提速

2025 年，从国务院到地方，多地提出**游戏版号属地办理试点**等游戏支持性政策。我们预期游戏供给因版号审批效率提升而持续加速，游戏厂商营商环境优化。

表 1：2025 年游戏行业支持性政策

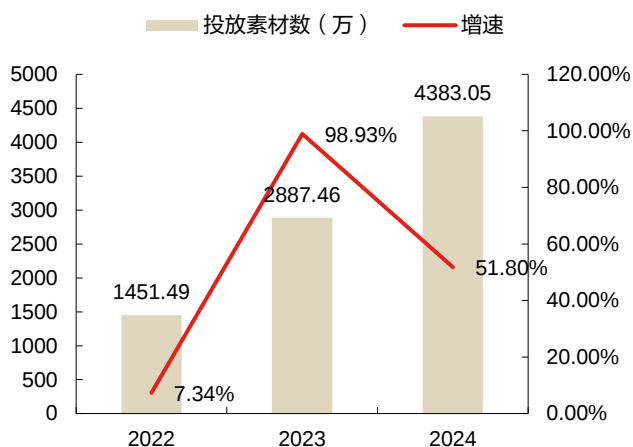
时间	地区	文件	内容
2 月 13 日	杭州	《杭州市推进全球数贸港核心区建设实施方案（2025—2027 年）（征求意见稿）》	做强数字媒体、数字影视、动漫游戏等数字产品贸易，建设数字贸易特色园区，引领数字贸易与动漫游戏、中医药、知识产权、影视、技术服务、人工智能、安防等产业协同发展。简化数字内容发行许可审批流程和专供出口的数字内容国内销售行政审批，争取国家支持杭州在网络游戏管理方面给予更多权限，增加杭州网络游戏版号数量。
2 月 14 日	上海	《上海市网络游戏行业协会关于本市网络游戏管理相关政策的通知》	内容涵盖 ICP 证前置审查、国产小程序游戏备案、测试游戏备案、实名认证系统接入初审等事项，明确了各项业务的申请主体、条件、申报材料要求及报送途径。同时，《通知》提到“上海网络游戏出版申报服务平台”，游戏企业在平台注册登记后，即可与明确具备资质的上海网络游戏出版单位合作，进行游戏版号的申报及进度查询。
4 月 11 日	全国	商务部下发《关于加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》文件	统筹电信与游戏产业发展，支持开展国产网络游戏属地管理试点。
5 月 22 日	广东	《关于推动广东网络游戏产业高质量发展的若干政策措施》	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，为企业提供更加便捷的政务服务。

数据来源：国务院，杭州市人民政府，上海市网络游戏协会等，东方证券研究所

1.2 AI 驱动头部效应加剧，优选长周期品类

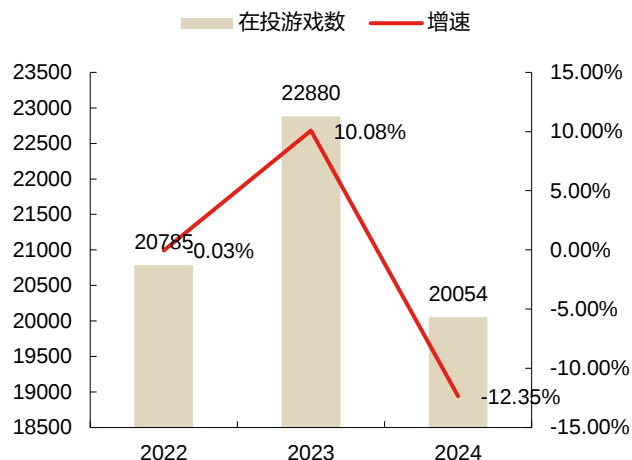
2024 年中国 APP 游戏在投素材增长 51.8%，但与此同时在投游戏数量下降 12.35%，在 AI 助力下，投放素材生成速度加快，老游戏版更速度加速使得老游戏留存和生命周期延长，而新游戏产品创意和品质如果在没有击穿市场头部老游戏的情况下，洗量难度大幅增加。因此随之而来的是企业对游戏管线储备布局持续向常青树品类靠拢。

图 9：近 3 年中国手游 APP 投放素材持续增长



数据来源：DataEye，东方证券研究所

图 10：2024 年中国手游 APP 投放数量下滑



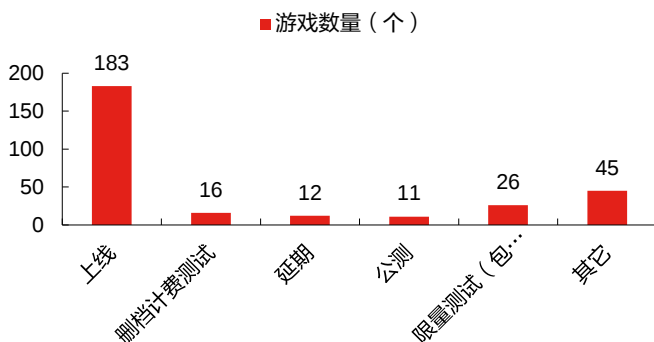
数据来源：DataEye，东方证券研究所

2024 年《DNF》等小游戏上线，更多企业选择“雪藏”或者延期上线获得版号的产品，而是更加强化版本更新去提高用户粘性。根据巨量引擎，2024 年 1-11 月，中国上线 183 款游戏，只占过

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

审数量 10% 左右。而随着 AI 的助力，老游戏的版更更加频繁，2024H2，APP 游戏版更大推数量同比增长 428%。

图 11：2024 年（1-11 月）中国游戏上线数占过审比仅 10% 左右



数据来源：巨量引擎，东方证券研究所

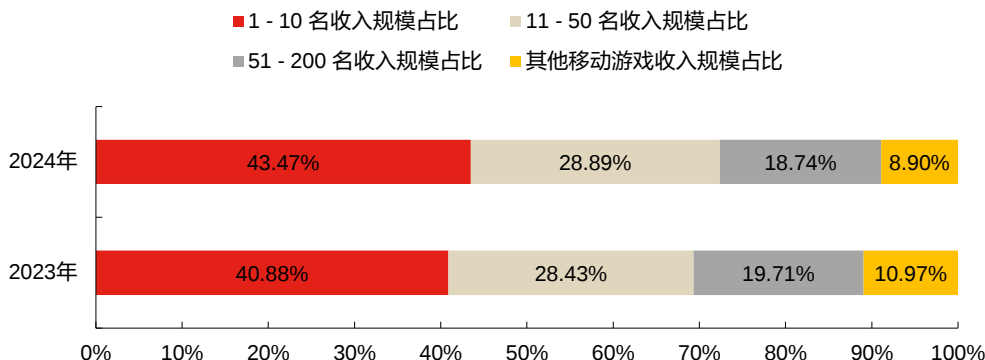
图 12：AI 驱动游戏版更频率持续提升



数据来源：巨量引擎，东方证券研究所

2024 年，除了 AI 助力头部游戏生命周期延长外，我们也可以发现头部产品市场集中度持续提升。根据点点数据，Top10 游戏 2024 年收入同比增速为 27%，高于 10-50 名增速的 21%，高于 51-200 名增速的 13%，而 200 名开外的产品去年收入下滑了 3%。

图 13：中国移动游戏市场收入集中度提升（仅 App Store）



数据来源：点点数据，东方证券研究所

1.2.1 供给侧：厂商向竞技、策略 SLG 类长周期赛道迁移

不同游戏品类有着不同的生命周期，对于游戏产业投资而言此前最大的困扰是换皮短周期游戏居多，而爆品能见度又较低，同时如果遇到监管收缩期版号停发，换皮游戏厂商面临的风险就会愈发暴露。但随着产品开发重度化，AI 辅助游戏版更加速，我们发现头部项目生命周期在延长，市场份额持续走高，因此厂商纷纷希望将更多的研发力量投入到长周期头部项目中。

然而哪些赛道是更为长周期的赛道？

我们对中国头部 1115 个头部游戏进行量化处理，采用 Questmobile 月度游戏总时长分析了各手游赛道从游戏上线用户总时长到衰减到一半时长所经历的时间。统计了不同赛道的流量加权半衰期和算数平均半衰期。

加权半衰期可以提现头部游戏生命周期长短的特征：

- 1、规则类游戏加权半衰期长（不卖数值从而不容易造成通货膨胀），例如 MOBA（腾讯《王者荣耀》），消除（腾讯《天天爱消除》），传统棋牌（腾讯《欢乐斗地主》，版号已停发，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

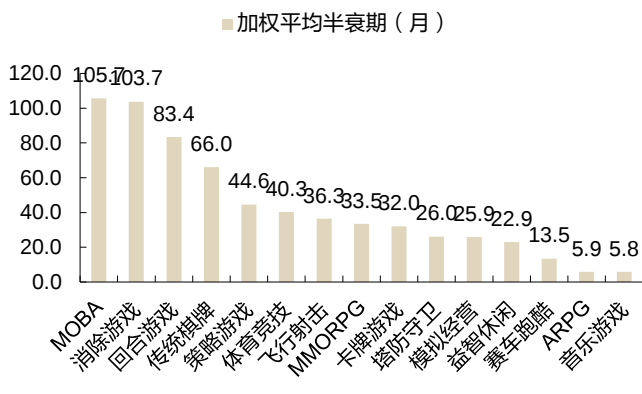
没有增量产品），体育竞技（网易《实况足球》），飞行射击（腾讯《和平精英》）。

2、迭代速度较快的、更讲究策略思考和社交关系的加权半衰期长，例如回合游戏（网易《梦幻西游》，吉比特《问道》）、策略 SLG（世纪华通《无尽冬日》）。

有些品类加权半衰期长，但算数半衰期短表明了普通游戏成功概率较低，也需要谨慎参与：例如消除赛道

因此对于游戏厂商来说，想要推出新的头部长周期产品，综合考虑概率和生命周期，大 DAU 电竞赛道（包括 MOBA、体育竞技、飞行射击，一般自带流量的平台型公司更容易参与）、回合制赛道、策略 SLG 赛道是很好的选择——相对几率更大，且头部项目生命周期平均值较长。

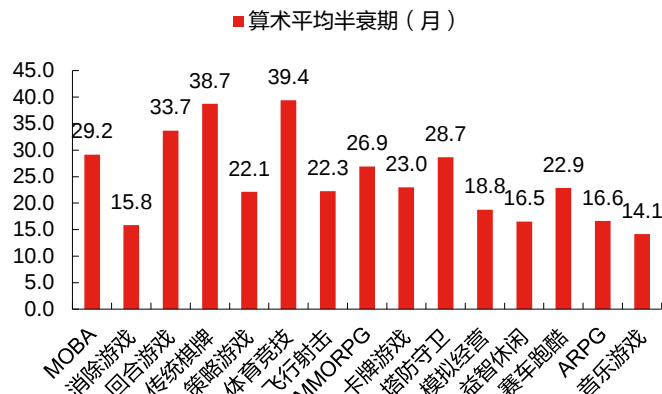
图 14：中国 APP 游戏赛道总用户时长加权平均半衰期差异



数据来源：Questmobile，东方证券研究所

备注：以各产品总时长为权重赋权计量的半衰期，头部项目权重更高

图 15：中国 APP 游戏赛道总用户时长算数平均半衰期差异

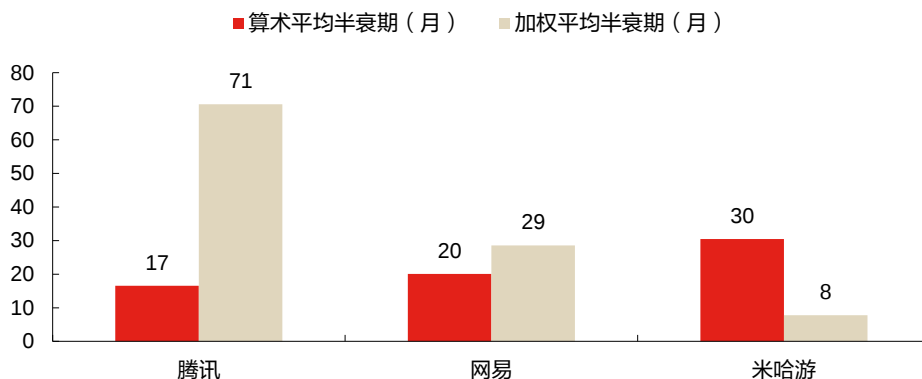


数据来源：Questmobile，东方证券研究所

备注：各产品相同权重计量的半衰期

从时长来看，因为腾讯占据更多数值平衡性高的大 DAU 电竞赛道，加权平均半衰期最高，达 71 个月，网易和米哈游以 MMORPG、ARPG、卡牌等赛道为主导，半衰期相比腾讯较短。

图 16：腾讯头部游戏用户时长半衰期高于网易、米哈游



数据来源：Questmobile，东方证券研究所

从近期趋势来看，游戏厂商纷纷在努力向长周期赛道耕耘，大厂腾讯、网易主要在大 DAU 电竞品类博弈。而中小企业主要在 SLG 赛道角逐，例如世纪华通除了 2024 年爆品《无尽冬日》（休闲 SLG）外，近期有《Kingshot》（SLG）也持续创新高；巨人网络储备《五千年》（自研三国 SLG）；吉比特储备《九牧之野》（代理三国 SLG）；恺英网络储备《三国：天下归心》（自研三国 SLG）、《蒸汽堡垒》（自研末日生存 SLG）、《织田信长的野望》（自研 SLG）；三七互娱储备《代号正奇 SLG》（自研写实三国 SLG）、《代号：XSSLG》（自研美式卡通生存 SLG）、《代号：GMSLG》（自研东方玄幻 SLG）等。因此，我们判断 SLG 赛道尤其是三国 SLG 题材将会面临激烈竞争，赛道虽好，但并非所有产品都能突出重围。我们相对更为看好经过

海外市场验证的产品，例如世纪华通的《Kingshot》等，有望复刻《无尽冬日》出口转内销的成功案例。

1.2.2 需求侧：休闲、竞技类等低 ARPU 游戏抗宏观逆风能力更强

整个游戏行业甚至整个娱乐板块消费在过去一两年中呈现出一个明显的现象：**低 ARPU 品种抗通缩能力更强——即小额消费类游戏和娱乐类的时长和 ARPU 呈现出提升的趋势；而高 ARPU 游戏和娱乐品种承受了下行压力。**

游戏行业整体：2024 年游戏行业整体使用时长达 87016 亿分钟，yoy+2%。25Q1 使用时长达 22338 亿分钟（yoy-3%,qoq+9%）。总体稳定。

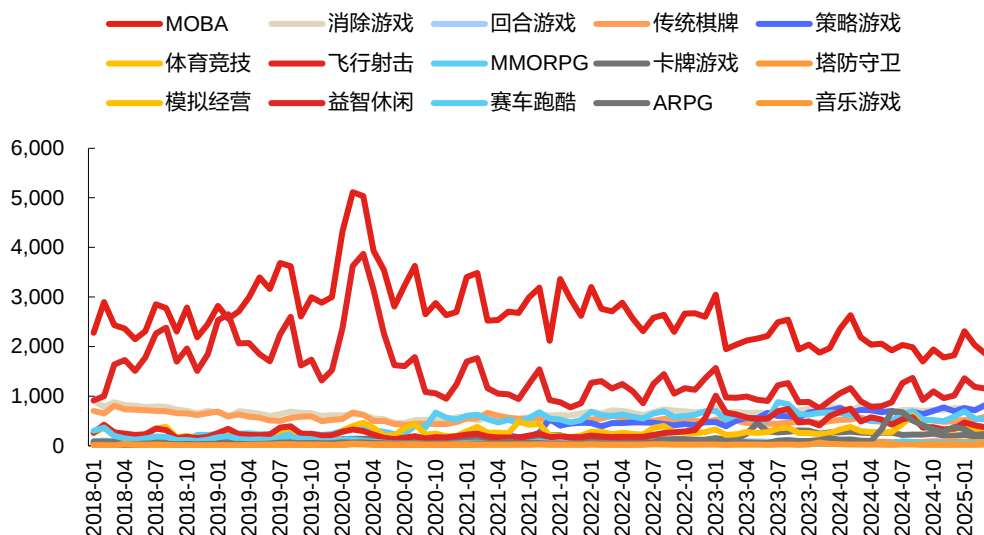
从赛道来看，仅凭老游戏驱动增长的品类几乎都集中在低 ARPU 品类：

- 飞行射击（低 ARPU）：2024 年板块整体使用时长达 12211 亿分钟，yoy+0%。25Q1 使用时长达 3704 亿分钟（yoy+19%,qoq+21%）。主要系《和平精英》增长。
- 休闲消除（低 ARPU）：2024 年板块整体使用时长达 8735 亿分钟，yoy+3%。25Q1 使用时长达 2270 亿分钟（yoy-1%,qoq+3%）。主要系《开心消消乐》、《天天爱消除》增长。
- 传统棋牌（低 ARPU）：2024 年板块整体使用时长达 6154 亿分钟，yoy+8%。25Q1 使用时长达 1635 亿分钟（yoy+1%,qoq+9%）。主要系《天天象棋》增长。

也有赛道流量不增长，但 ARPU 增长驱动了总体流水增长：

- MOBA（低 ARPU）：2024 年板块整体使用时长达 24475 亿分钟，yoy-7%。25Q1 使用时长达 6205 亿分钟（yoy-14%,qoq+12%）。主要受《王者荣耀》影响，《王者荣耀》虽然时长下滑，但通过商业化皮肤等加强，根据腾讯财报 25Q1 流水创历史新高，说明 ARPU 显著增长。

图 17：射击、消除、棋牌等低 ARPU 赛道老游戏用户时长增长（亿分钟）



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

而高 ARPU 赛道如果有流量或者流水增长的，毫无例外都是上线了新的头部游戏，而且新项目能突出重围都有一个特点：主打“降肝减氪”。

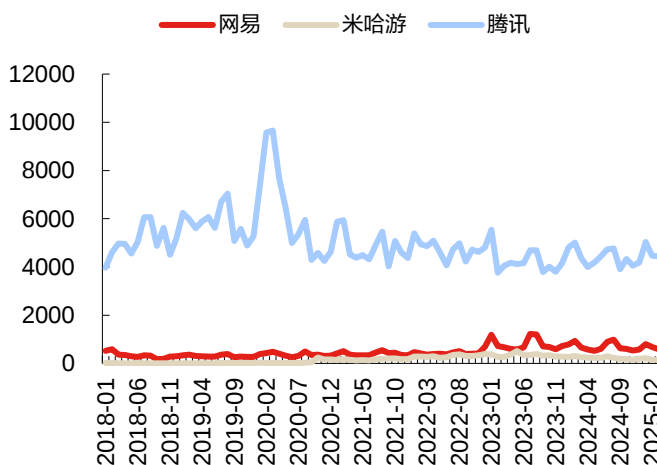
- ARPG：2024 年板块整体使用时长达 4067 亿分钟，yoy+273%。25Q1 使用时长达 793 亿分钟（yoy+125%,qoq-20%）。2024 年板块增长主要系《DNF 手游》上线影响，DNF 手游商业化相对端游就更为克制，数值策划就对稀有装扮合成的费用大幅下调，装扮合成器价格由 10 元下调至 5 元，且单次合成消耗装扮合成器由 2 个下调为 1 个。

- 策略游戏：**2024 年板块整体使用时长达 8350 亿分钟，yoy+19%。25Q1 使用时长达 2301 亿分钟（yoy+7%,qoq+6%）。主要系《无尽冬日》、《三国：谋定天下》上线驱动增长，《无尽冬日》用休闲向玩法拉低了 SLG 门槛，《三谋》用“降肝减氪”对 4X SLG 玩法进行改良。

虽然同一类型游戏不同产品 ARPU 也会有较大差异，但我们一般会发现休闲游戏和竞技类游戏（讲究数值平衡，不卖数值）ARPU 较低，而 RPG、SLG 等高度数值售卖的游戏 ARPU 较高。而休闲和电竞平衡性游戏品类主要集中在腾讯，亦或是自带流量的平台具备更高的发行优势。

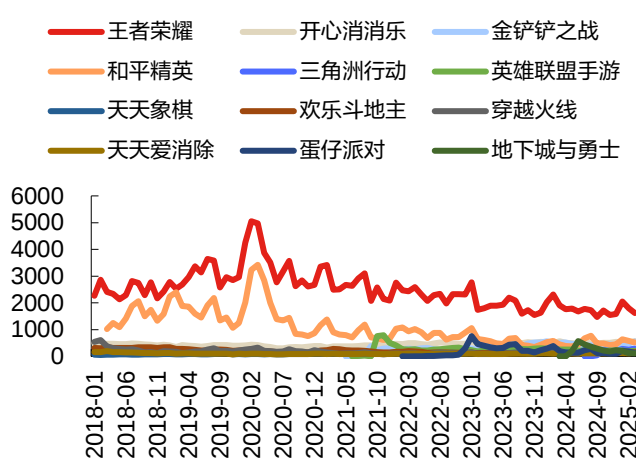
腾讯：24 年时长 52787 亿分钟（yoy+4%），市场份额 61%（yoy+1pp）。25Q1 时长 13948 亿分钟（yoy-2%，qoq+11%）。2024 年主要系《金铲铲之战》、《DNF》贡献增量，25 年腾讯射击游戏《三角洲行动》成为 25Q1 唯一闯入流量 top10 的新游戏。

图 18：腾讯游戏时长（亿分钟）市占率提升



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 19：《三角洲行动》成为唯一新进头部游戏（亿分钟）

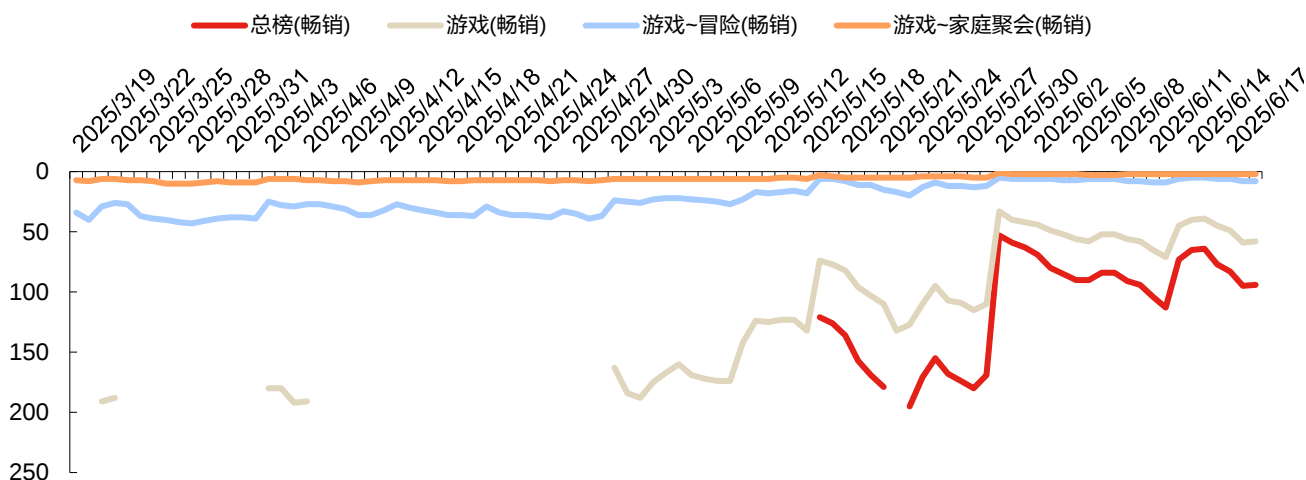


数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

电竞大类是一个特殊的赛道，根据产业认知：手游 500 万或端游 200 万是一条是否能长青的生死线。这就意味着，在前期需要非常高昂的销售费用投入或者极为优异的社群营销带来自然流量裂变。我们一般认为，该品类主要适合腾讯等自带流量的平台型公司适合参与。

巨人网络：是少数在休闲竞技类游戏中有诸多突破中小企业——休闲叠加竞技意味着产品 ARPU 较低的同时又需要巨大流量支持去支撑竞技品类对 DAU 的要求。因此产品留存、粘性指标如果不大幅超过行业水平，产品差异化不够显著，用户非常容易被竞品洗走导致血本无归。而巨人网络虽然不自带流量，旗下却已成功孵化 3 款休闲竞技类产品，包括 2015 年上线《球球大作战》，根据 Questmobile 数据，至今在休闲竞技品类时长仅次于腾讯斥巨资买量的《元梦之星》，2023 年上线的《太空杀》，以及近期持续上量的《超自然行动组》（太空杀迭代产品）。

图 20: 《超自然行动组》IOS 畅销榜持续提升



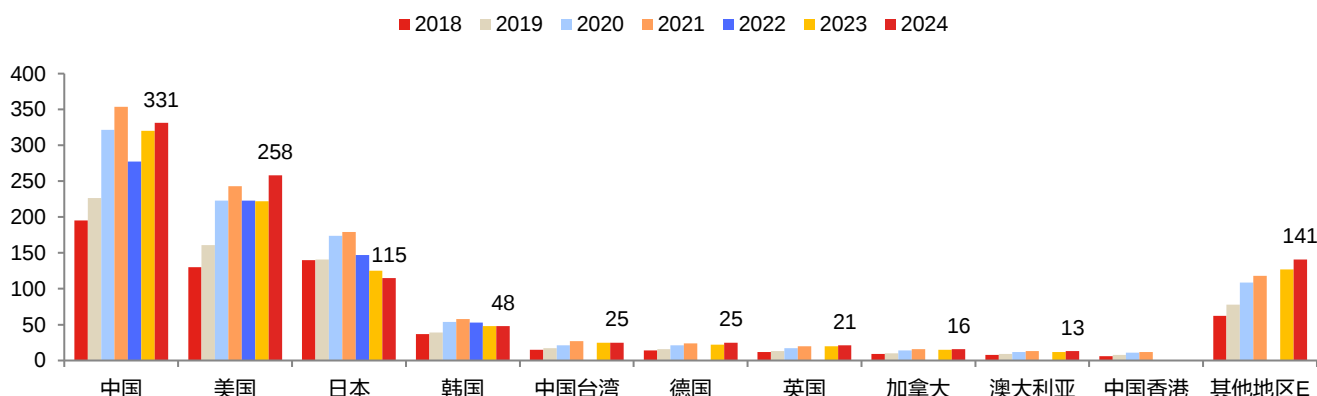
数据来源：七麦数据，东方证券研究所

宏观层面，我们认为如果宏观经济转暖，消费升级重新开始，那么则有利于高 ARPU 的 ARPG、MMORPG、SLG 等品类持续拓展大盘，A 股游戏公司、以及网易、米哈游等传统优势品类都集中在上述赛道。如若宏观环境延续，我们则认为需要具体观察游戏公司在玩法、社群创新上做出的突破。

2 海外市场：中国厂商市场份额有望继续提升

无论是电影市场、还是游戏市场，都有一个共同特性，扩市场的边际研发成本投入极低。在这种边际成本递减的行业里，什么情况下一国产业有能力垄断全球市场？我们得出了一个非常简单的结论：当本国产业市场规模占全球主导地位之时，本国厂商就有能力逐渐侵蚀海外市场——如果一国产业在全球市场规模占据较大优势，其本国公司单产品投入就可以做到最高，获得更高质量的产出，从而在全球竞争中占据优势，产品远销海外，反过来带来边际成本摊薄，逐渐进一步提高自身研发投入。

图 21: 中国手游市场收入全球第一（亿美元）

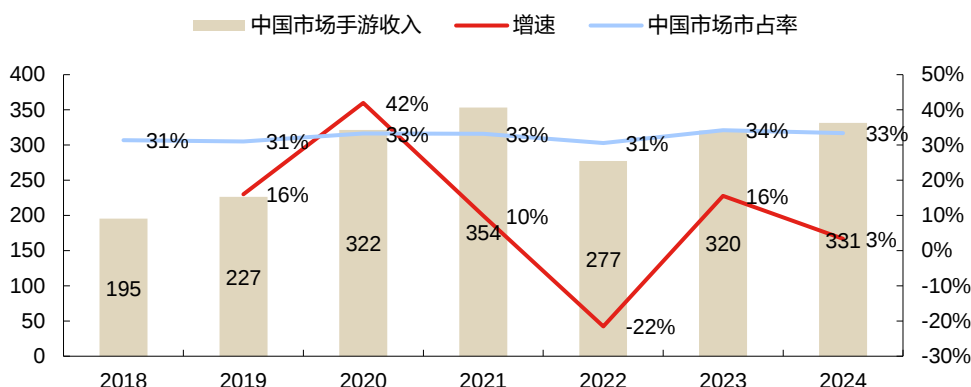


数据来源：Sensor Tower，伽马数据，东方证券研究所

中国移动互联网自 2015 年以来发展就处于领先地位，手游市场占全球市场份额的 1/3，一直以来都是全球第一大市场。因此无论从中国手游市场份额还是程序员劳动力价格都在全球竞争构成领先优势。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 22：中国市场手游收入（亿美元）市占率占全球 1/3



数据来源：伽马数据，Sensor Tower，东方证券研究所

经过 6 年的发展，中国厂商境外游戏市占率从 2018 年的 22%，提升至 2024 年的 28%，也意味着全球手游供给受中国厂商和监管政策的影响逐渐加大。

2020 年，境外疫情带来的线上红利，使得海外手游大盘高增 28% 至 645 亿美元。

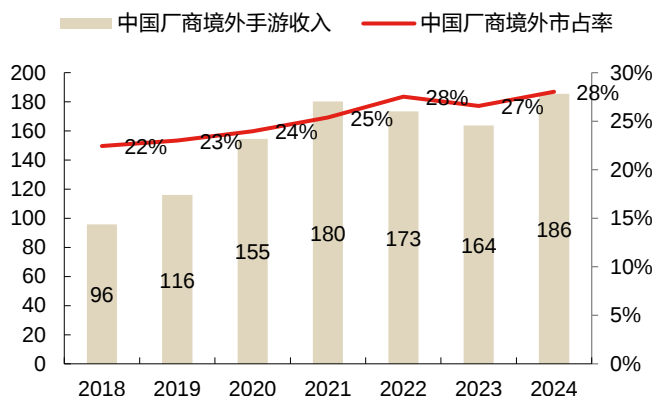
2021 年，疫情管制对于线上红利仍然持续。

2022 年，境外疫情优先恢复，线上红利消失+经济景气度低+中国版号收缩带来的中国产品供给减少使得境外手游增速转负为-11%。

2023 年，低经济景气度延续，但中国版号恢复正常带来中国出海产品也同时增长，因此下滑趋势有所好转。

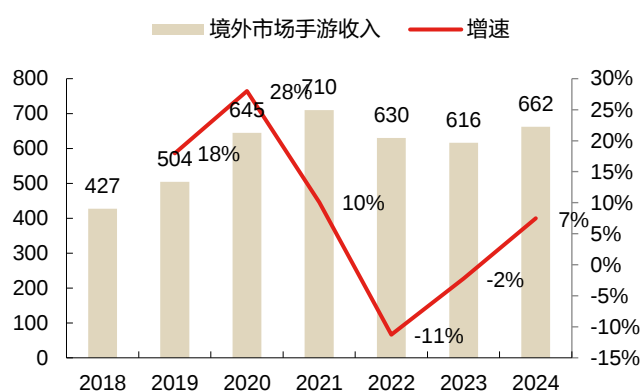
2024 年，版号政策有所放松，境外地区允许优先上线，出口转内销产品开始增多。

图 23：中国厂商境外手游收入（亿美元）市占率持续提升



数据来源：伽马数据，Sensor Tower，东方证券研究所

图 24：中国手游供给增多驱动境外市场恢复增长（亿美元）



数据来源：Sensor Tower，东方证券研究所

2.1 政策持续鼓励出海，出口转内销强化企业抗风险能力

2021 年，中国头部出海游戏产品中，仅做海外市场的占比约为 40%；2024 年，中国头部出海游戏产品中，仅做海外市场的占比约为 17%，全球同步发行及出口转内销的产品占比越来越高。

随着政策对出口转内销的态度支持，游戏企业在国内等待版号的途中就可以优先上线境外市场，从而降低项目现金流压力，提高产品抗风险能力。2025 年 2 月，浙江在《关于支持浙产游戏出海的若干措施（征求意见稿）》就提到了积极探索专供海外市场的游戏审批、出口游戏转内销的绿色通道。

图 25：2021 中国手游 Top30 产品 40%仅做海外



数据来源：Sensor Tower，东方证券研究所

图 26：2024 中国手游 Top30 产品 17%仅做海外



数据来源：Sensor Tower，东方证券研究所

2025 年，强调了多年的游戏出海也不再是口号，从国务院到地方连续下发了多个支持性政策文件，尤其是近期浙江省出台的《关于支持游戏出海的若干措施》文件，更是将具体的服务方案和对口部门落到实处，在具体的线上申报、跨境结算便利化、辅助企业境外维权法律服务、人才及其家属引入、高校人才支持、资金支持、信贷支持等多维度提供帮助。

表 2：2025 年游戏出海支持性政策

时间	地区	文件	内容
2025/4/11	全国	商务部下发《关于加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》文件	支持电信服务及相关数字产业开发发展： 发展游戏出海业务，拓展应用场景，布局从 IP 打造到游戏制作、发行、海外运营的产业链条。
2025/5/22	广东	广东省委宣传部下发《关于推动广东网络游戏产业高质量发展的若干政策措施》	打造出海产业集群： 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。支持企业参加国际知名游戏展会，根据需求并购或入股海外优质企业和团队。支持各地整合创意设计、电竞硬件、游艺设备、IP 运营等上下游相关产业链资源协同出海发展。在广州市、深圳市试点建设省网络游戏出海服务中心，为企业提供境外市场研究、政策法律咨询、运营发行服务等一站式服务。
2025/6/10	浙江	浙江省商务厅等 17 部门下发《关于支持游戏出海的若干措施》文件	优化游戏产品审批流程、依法依规探索游戏领域出口管理制度创新、提升游戏国际合规水平、加强游戏出海知识产权保护、支持引进游戏相关领域国际人才、加强游戏相关专业人才培养、加大游戏出海资金扶持力度、优化数字文化产业投融资和出口信保服务、探索建立和完善游戏出海统计机制。

数据来源：国务院，浙江商务厅，广东宣传部，东方证券研究所

2.2 中国厂商把控移动 SLG、电竞市场，即将突破休闲赛道

2024 年海外移动游戏收入榜前 30，中国厂商占 10 席；第二名日本占 6 席。国际市场上核心赛道分别为 SLG、电竞、卡牌、消除、博彩。且以上赛道根据我们前述量化分析（见图 14）几乎都是半衰期较长的常青树赛道。

- **电竞、SLG 赛道：**电竞、SLG 等中重度游戏赛道几乎都被中国厂商把控，但是在休闲向市场此前缺乏头部产品。

- 卡牌：尤其二次元卡牌日本厂商占优
- 消除、博彩：被美国、土耳其、俄罗斯公司占领

表 3：2024 年海外移动游戏收入榜 TOP30 中国占 10 席

排名	游戏名	全年流水 (亿元)	游戏类型	开发公司	公司国家
1	Last War: Survival	135.32	生存策略（跑酷割草休闲+SLG）	FUNFLY PTE. LTD（元趣娱乐）	中国
2	大富翁 GO!	133.11	休闲益智（博彩：骰子）	Scopely	沙特
3	Royal Match	127.52	休闲消除（消除）	Dream Games	土耳其
4	Roblox	103.63	沙盒创作（UGC）	Roblox Corporation	美国
5	糖果粉碎传奇	100.08	休闲消除（消除）	King（属于动视暴雪）	美国
6	金币大师	99.21	休闲益智（博彩：老虎机）	Moon Active	以色列
7	无尽冬日	93.79	策略生存（SLG）	点点互动	中国
8	宝可梦 GO	70.59	AR 探索 / 收集养成	Nantic(Scopely 收购)	沙特
9	荒野乱斗	69.91	多人对战（MOBA）	Supercell（腾讯）	中国
10	怪物弹珠	58.55	卡牌对战	Mixi	日本
11	天堂 M	56.54	MMORPG	NCSOFT	韩国
12	梦幻花园	53.37	模拟经营（消除+模拟经营）	Playrix	俄罗斯
13	崩坏：星穹铁道	48.59	回合制 RPG	米哈游	中国
14	实况足球	43.98	体育竞技	科乐美（Konami）	日本
15	绝地求生 M	43.84	战术竞技（射击）	腾讯	中国
16	部落冲突	42.54	策略经营（SLG）	Supercell（腾讯）	中国
17	原神	42.05	开放世界 RPG	米哈游	中国
18	梦想城镇	40.45	模拟经营	Playrix	俄罗斯
19	赛马娘	38.66	养成竞技	Cygames	日本
20	文明霸业	36.14	战争策略（4X SLG）	常游网络	中国
21	使命召唤手游	36.01	FPS	腾讯	中国
22	梦幻家园	35.2	休闲模拟（消除+模拟经营）	Playrix	俄罗斯
23	梦幻水族箱	34.52	休闲消除（消除+养鱼）	Playrix	俄罗斯
24	Fate/Grand Order	33.83	卡牌 RPG	Delightworks、TYPE-MOON	日本
25	旭日之城	32.92	策略生存（SLG）	壳木游戏	中国
26	Free Fire	32.12	战术竞技（射击）	Garena（大股东腾讯）	新加坡、中国
27	宝可梦 TCG Pocket	31.78	卡牌对战	DeNA、Creatures	日本
28	智龙迷城	29.61	消除 RPG	GungHo Online Entertainment	日本
29	Toon Blast	29.07	休闲消除	Peak Games	土耳其
30	突袭：暗影传说	28.37	RPG	Plarium	以色列

数据来源：点点数据，东方证券研究所

但是从增量新游方面，进入头部榜单前 16 名的产品除了 4 个为日韩游戏外，其余 12 个都是中国企业的产品。

图 27：2024 年海外移动新游收入 TOP16 中国占 12 席

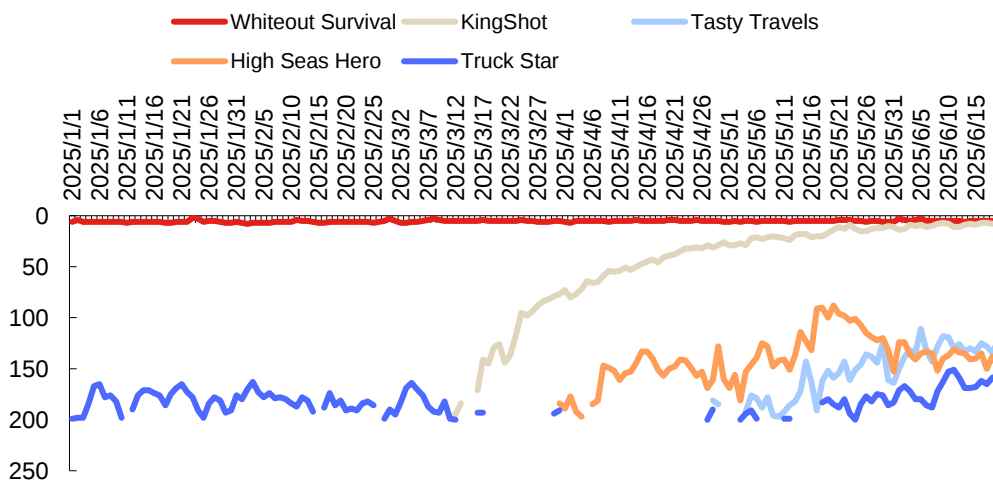


数据来源：点点数据，东方证券研究所

且从方向上我们也开始看到休闲游戏的身影，例如 4399《菇勇者传说》（对应国服微信小游戏《冒险大作战》）、海彼游戏《卡皮巴拉 GO!》。我们认为随着国内微信小游戏崛起，休闲向游戏供给将大幅增长驱动中国厂商在国际休闲市场抢占更多份额。

当前中国市场休闲游戏开发占据优势的除了 4399、海彼游戏、柠檬微趣等非上市公司外，部分中重度游戏厂商也在开发融合类产品，尤其是优势赛道 SLG 和休闲品类的融合。以世纪华通为例，除了核心爆款《Whiteout Survival》（休闲 SLG）外，2025 年陆续推了《Truck Star》（消除+改装车）、《King Shot》（4X SLG，当前已进入出海产品头部）、《High Seas Hero》（4X SLG）、《Tasty Travels》（合成+餐厅模拟经营，上量趋势良好）。

图 28：世纪华通美区 iOS 游戏畅销榜排名多款持续增长



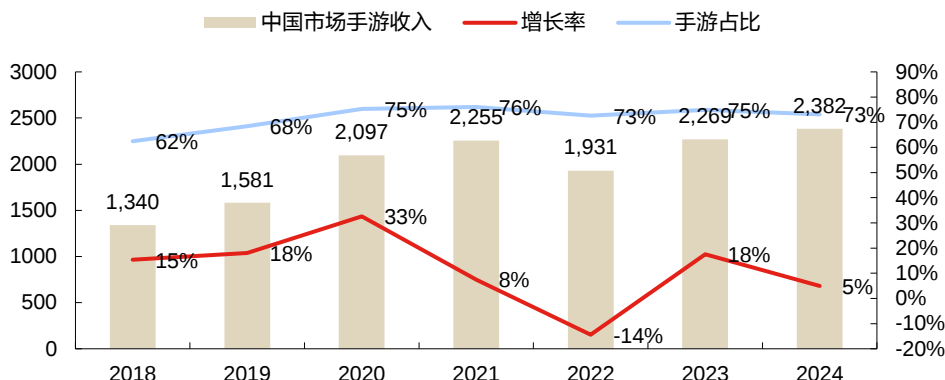
数据来源：七麦数据，东方证券研究所

2.3 引擎升级驱动多端产品增长，中国 PC、主机游戏海外竞争力持续提升

中国游戏市场一直以来手游占游戏大盘主导地位，比例在 70%左右。中国游戏厂商的研发注意力也一直在移动游戏。但随着移动设备性能提升，移动端产品美术、内容等开发量级逐渐与 PC、主机游戏趋同，部分头部项目投入已超过了传统 3A 主机的预算。移动游戏对 UE5 等高性能引擎

的使用占比持续提升，同时副产物就是可以实现一次开发，PC、主机等多端同屏上线。未来可以预见多端产品占比持续增长从而开始在 PC、主机领域对境外厂商构成竞争优势。

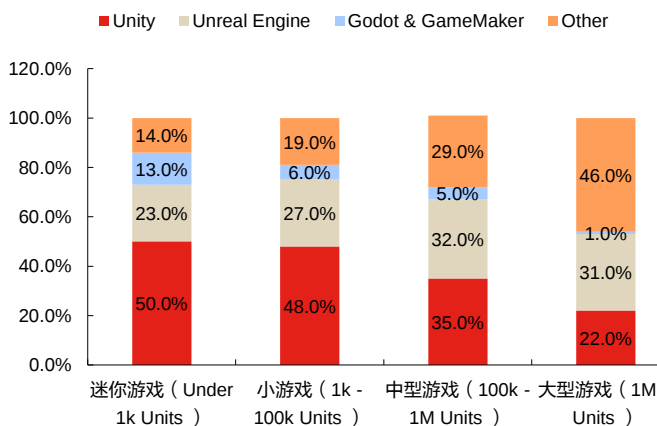
图 29：中国市场手游收入增长（亿）而占比开始走低



数据来源：伽马数据，东方证券研究所

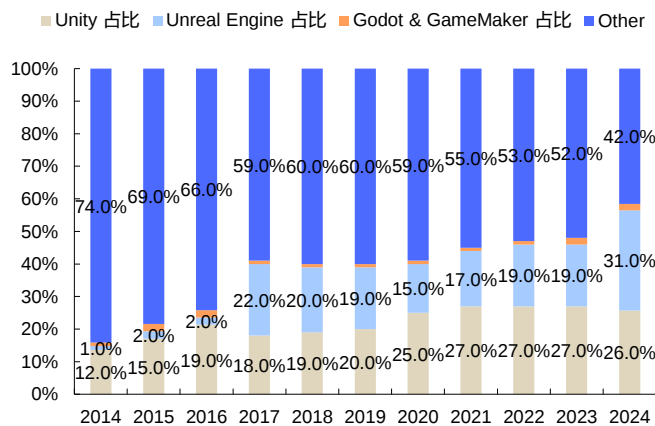
根据 VGI 的图表，可以看到小型游戏和独立开发者更喜欢用 Unity，但在大型游戏中，UE 引擎的使用率达到了 31%。而近几年全球市场随着游戏产品重度化，UE 引擎市场占有率从 2023 年的 19% 增加到了 2024 年的 31%。头部游戏《幻兽帕鲁》和《黑神话：悟空》，它们都是用 UE5 制作的。

图 30：2024 游戏大型产品 UE 引擎占开发引擎主导



数据来源：VGI, 东方证券研究所

图 31：UE 引擎占比持续增长



数据来源：VGI, 东方证券研究所

近期中国头部重点项目跨端产品占比在持续提升：例如网易新头部项目《燕云十六声》、腾讯新常青树项目《三角洲行动》、心动网络新游《伊瑟》、完美世界重点开放世界储备项目《异环》等都是跨端产品。

从大厂比例来看，2025 年腾讯游戏新品发布会中的 46 款产品，跨端的占七成，两年前这一比例约只占五成。

一方面，随着跨端产品占比提升，PC、主机渠道内容供给会撬动更多核心游戏玩家接入产品而放量，我们也预期跨端产品会因为 PC 无渠道费、低买量、更高核心用户留存而得到利润率提升。

另一方面，除了去年《黑悟空》这一纯 PC 爆品游戏外，多端产品占比的提升也有望让中国厂商在移动游戏市场之外，进一步打开海外 PC、主机游戏空间。我们以 2025 年年初的一期 Steam 全球畅销榜为例，前 10 名中有 6 款游戏由中国公司自主开发或收购的海外工作室开发，创造了中国

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

厂商有史以来在 Steam 最好成绩，入榜游戏分别是：第三名：《漫威争锋》（网易）、第五名：《流放之路 2》（腾讯）、第六名：《三角洲行动》（腾讯）、第七名：《星际战甲》（腾讯）、第九名：《七日世界》（网易）、第十名：《永劫无间》（网易）。

图 32：Steam 全球（2025/1/14~1/21）周收入畅销榜 Top10 中国占 6 席

排名	游戏名称	价格	变更	周销量
1	PUBG: BATTLEGROUNDS	免费开玩	▲ 3	409
2	Counter-Strike 2	免费开玩	▼ 1	650
3	漫威争锋	免费开玩	▼ 1	7
4	Dota 2	免费开玩	▲ 2	373
5	Path of Exile 2 (在您的地区不可用)			9
6	三角洲行动	免费开玩	▲ 24	7
7	Warframe	免费开玩		112
8	《EA SPORTS FC™ 25》	-60% HK\$ 455.00 HK\$ 187.60	▲ 13	27
9	七日世界	免费开玩	▲ 32	28
10	永劫无间	免费开玩	▲ 7	7

数据来源：Steam，东方证券研究所

3 行业催化：IOS 有望开源、“减税”驱动利润率提升

自从 2021 年 9 月《堡垒之夜》开发商 Epic 对苹果提起诉讼以来，全球市场对苹果开源、“降税”就期待不断，但是中国市场并未有一个明确的时间表。2025 年，2 月 5 日，据彭博社报道，中国市场监管总局正在为可能的反垄断调查做准备，重点关注苹果公司对应用开发者收取的高额佣金及其封闭的应用生态系统，我们认为未来监管部门下场后，IOS 封闭和“高税额”的状况有望迎来转机。

我们参考全球主流市场，美国、欧盟、日本等市场都要求苹果公司打开第三方商店下载并允许用户采用第三方支付，我们认为经过中国监管机构调查结果及调整方案出台，很有可能也会参照全球其他主流市场要求苹果打开第三方商店下载和三方支付。

1) 对部分渠道的 alpha 影响：如果三方下载和支付打开，我们认为此前被苹果掣肘较为严重的渠道将会获益：例如【腾讯的微信小程序渠道】，微信小游戏和短剧等业态因苹果垄断，在 IOS 系统上无法支付充值，腾讯也无法获得 IOS 渠道小程序收入。再例如，【心动公司 Taptap 游戏平台】，因为苹果不允许三方商店下载，TapTap 在 IOS 系统用户极少。【恺英网络 996 盒子】集中在安卓渠道，IOS 用户极少。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2) 对游戏行业整体利润率的 beta 影响：企业净利率提升幅度有望达 39.6%~66%，2024 年游戏平均在 10%左右，如果加入网易、腾讯等大厂，利润率将更高，或在 15%。

我们不妨以欧盟和美国的执行方案推测对于游戏行业利润率提振的影响：

- 以欧盟为例，调整后开放了三方支付和三方下载，那么我们按照 33%的 IOS 流水占比和 18%的渠道抽成下调幅度去假设，中国按照欧盟调整方案执行后净利率有望提升： $33\% (\text{苹果流水占比}) \times 18\% (\text{渠道费下降幅度}) / 15\% (\text{原始净利率水平}) = 39.6\%$
- 以美国最新判决为例，要求更严格执行三方支付开源和执行三方支付 0 抽成，那么如果按照 33%的 IOS 流水占比和 30%的渠道抽成下调幅度去假设，中国按照美国方案执行后净利率有望提升： $33\% (\text{苹果流水占比}) \times 30\% (\text{渠道费下降幅度}) / 15\% (\text{原始净利率水平}) = 66\%$
- 但我们估计游戏企业大概率会将更多的预算进行广告投流从而从其余线上板块抢夺更多的时长来做高游戏流水大盘，而利润率实际增长幅度或因广告预算追加低于前述估算值。

表 4：全球主流市场 IOS 渠道反垄断调整变化

国家	关键诉讼	调整日期	处罚标准	三方支付抽成比例		是否允许用户从第三方商店下载	是否允许用户使用第三方支付（可否 IAP）
				标准企业	小型企业		
中国	2025 年 2 月 5 日，据彭博社报道，中国市场监管总局正在为可能的反垄断调查做准备，重点关注苹果公司对应用开发者收取的高额佣金及其封闭的应用生态系统。			30%	15%	否	否
美国（调整前）	2021 年 9 月《堡垒之夜》开发商 Epic 对苹果提起诉讼			27%	12%	否	允许在 APP 内置链接引导用户在 APP 外交易
美国（调整后）	2025/4/30，根据美国加州北区地方法院的裁决，Apple 并未遵循法庭发布于 2021 年的禁令，其行为已经构成藐视法庭			官包会“切支付”，应用外 0%	应用外 0%	是	允许在 APP 内置链接引导用户在 APP 外交易和第三方支付
美国（调整后）	2025 年 6 月 4 日，美国联邦第九巡回法院发布裁定，驳回了苹果公司要求在上诉阶段暂缓执行加州地区法院最新禁令的紧急动议			官包会“切支付”，应用外 0%	应用外 0%	是	允许在 APP 内置链接引导用户在 APP 外交易和第三方支付
欧盟（调整前）				30%	15%	否	否
欧盟（调整后）	2022 年 11 月 1 日《数字市场法案》	2023 年 5 月 2 日生效	年收入 10%，屡禁不止 20%	17%	10%	是	允许在 APP 内置链接引导用户在 APP 外交易和第三方支付

欧盟（调整后）	2025 年 6 月 26 日《数字市场法案》	12%		是	欧盟用户也可以在第三方应用商店与外部网站下载 App，并完成购买，苹果抽成仅 5%
韩国		26%	11%	否	允许在 APP 内置链接引导用户在 APP 外交易和第三方支付
日本（调整前）		30%	15%		允许某些阅读类应用第三方支付
日本（调整后）	2024 年 6 月《智能手机特定软件竞争促进法》	2025/12/1，将解禁第三方应用商店和支付与计费系统，只是对侧载规定尚不明确		是	允许在 APP 内置链接引导用户在 APP 外交易和第三方支付

数据来源：DataEye，点点出海等，东方证券研究所

4 投资建议

近期关注苹果渠道费变化，如中国地区落地对于游戏板块利润有较大增厚，此外此前被苹果掣肘的游戏渠道有望因此重新开源而受益。

首先，我们建议关注在渠道和长周期品类有优势的厂商：

心动公司(02400，未评级)：旗下 TapTap 游戏平台 IOS 渠道有望开源，TapTap PC 版本及直播功能 2025 年陆续进入测试环节有望驱动流量和时长增长。Taptap 平台与大 DAU 游戏协同效应明显，公司旗下《心动小镇》、《火炬之光》等多款老游戏环比持续增长，新游戏《伊瑟》境外游戏榜多地区高位。

腾讯控股(00700，买入)：小程序 IOS 端有望开源并抽取渠道费，社交流量叠加 AI 化开发优势驱动公司版更加速、粘性增强，多款常青树游戏 2025 年创新高，预期新常青树游戏《三角洲行动》贡献显著增量。

ST 华通(002602，未评级)：公司在 SLG 和休闲等长周期赛道类具备研发优势。《无尽冬日》畅销榜持续创新高，《kingshot》、《Tasty Travels: Merge Game》海外开始上量。

巨人网络(002558，未评级)：公司在休闲竞技类长周期赛道具备研发优势，新休闲竞技游戏《超自然行动组》畅销榜持续创新高，后期有卡牌、《五千年》（三国 SLG）项目等待上线。

恺英网络(002517，未评级)：公司旗下传奇 996 盒子平台积累大量用户，平台有望受益于 IOS 开源，且有望从传奇发展到其他情怀类品种。AI 陪伴类产品《EVE》6 月开启测试阶段，旗下有《斗罗大陆：诛邪传说》、《盗墓笔记：启程》等诸多产品获得版号等待上线。

其次，我们建议关注今年有重点项目储备的厂商：

三七互娱(002555，增持)：重点自研项目《斗罗大陆：猎魂世界》7.11 即将上线。

吉比特(603444，增持)：公司自研产品《杖剑传说》在畅销榜 top20，后续有代理 SLG 游戏《九牧之野》预计 2025.11.17 上线。

完美世界(002624，增持)：重点开放世界游戏《异环》已进入二测，与竞品《无限大》（网易），《望月》（诗悦）相比无论 TapTap 预约量还是用户评分都处于领先。我们认为开放世界游戏复杂的开发能力积累会在下一步跟 AI 世界模型的融合中让公司处于领先竞争位置。

网易-S(09999，买入)：常青树游戏《第五人格》（非对称性竞技）畅销榜持续走高，《燕云十

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

六声》等多端产品发力，后续有《漫威秘法狂潮》、《命运群星》等产品预期暑期上线。

神州泰岳(300002，未评级)：公司 SLG 游戏《Age of Origins》海外维持高位，两块 SLG 游戏《Stellar Sanctuary》《Next Agers》已进入测试阶段。

5 风险提示

游戏延期风险：游戏项目测试环节暴露出的问题具有不可预测性，如调整内容超预期游戏将有延期上线风险

产品竞争风险：当前全球市场玩法大类拓展空间有限，如同期有同类产品上线将会有更大的流量争夺。

政策风险：政策收缩或版号获得速度低于预期将会给游戏产品上线带来风险。

假设条件变化影响测算结果：文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险

游戏流水不及预期风险：产品开发不及预期或者游戏获客成本上升等因素会导致流水不达预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。