

二合游戏：全球休闲赛道新增长极

华泰研究

2026 年 9 月 13 日 | 中国内地

深度研究

投资结论

我们看好二合游戏成为全球休闲游戏结构性升级的重要方向。短期看，品类仍处于快速增长阶段，2025 年全球二合游戏同比增长 80%；中长期看，二合有望持续向模拟经营、轻策略等相邻用户市场拓展，我们测算其长期潜在市场空间可达 73-115 亿美元。竞争层面，中国厂商已成为全球赛道的重要主导力量，目前约占全球二合游戏收入的 70%，未来有望凭借工业化研发、全球发行及高频 LiveOps 优势进一步提升份额。若以 80% 的中国厂商份额测算，对应长期收入空间约 58-92 亿美元。建议重点关注具备成熟全球发行能力、工业化研运体系及二合产品布局的相关游戏公司，如腾讯控股、世纪华通、三七互娱。此外，产业链相关公司包括 IGG 等。

增速领跑益智品类，“合成+内容”推动休闲游戏价值重估

二合游戏已成为全球休闲游戏增长最快的细分方向之一。根据 Sensor Tower，2026H1 年全球二合游戏 IAP 收入突破 21 亿美元，2026 年第二季度首次突破 10 亿美元，同比增长 70%。与传统三消主要依靠关卡消耗和单局正反馈不同，二合通过“合成+剧情+经营+养成”的多层内容结构，将用户从短期碎片化消遣逐步导向长期成长和消费。从《Triple Town》验证基础机制，到《Dragons!》丰富外围系统，再到《Mansion》《Gossip Harbor》实现大众化及规模化运营，二合已完成由玩法创新向内容型产品的演进。我们认为，在传统三消逐步成熟的背景下，二合凭借更低的上手门槛、更强的内容承载能力和更长的用户生命周期，有望持续吸收成熟益智及泛休闲用户，并向经营、轻策略等相邻品类拓展。

从“拼玩法”走向“拼体系”，中国厂商工业化能力加速兑现

随着底层合成机制趋于成熟，二合行业的竞争重点已由玩法创新转向内容生产、数值设计、规模化买量和高频 LiveOps 的工业化综合竞争。2025 年，全球上线的 200 余款二合新品中，仅 6 款月流水突破 10 万美元，成功率不足 3%，而收入排名前五的产品均于 2022 年及以前上线，反映内容储备、用户积累和长期运营已形成较高壁垒。中国厂商则凭借过去在三消、SLG 等品类积累的工业化研运能力快速崛起，2025 年全球二合畅销榜 TOP10 中中国内地及香港厂商占据 7 席。我们估算中国厂商目前已占全球二合游戏收入约 70%，全球市场份额仍具提升空间。

IAP 与长线运营持续抬升 LTV，商业化向深度经营演进

商业模式方面，二合游戏通过订单推进、资源管理、剧情解锁、经营建设、收集装扮及限时活动等多层系统不断创造长期消费场景，使用户付费由短期资源购买逐步转向成长效率及内容体验消费，并为赛季活动、高价值礼包等中重度商业化机制提供空间。以头部产品为例，《Gossip Harbor》2025 年末月均活动数量已接近 100 场，玩家同时参与活动峰值可达 8-10 个，高密度 LiveOps 持续拉长用户游戏时长及生命周期。

我们与市场观点不同之处

市场当前更多关注《Gossip Harbor》等头部产品的短期流水增长，而我们认为，二合更大的投资价值在于其代表了休闲游戏内容化、工业化及长期价值经营的结构升级。第一，市场可能将二合视为传统三消之后的新一轮玩法红利，我们则认为其长期空间不应局限于传统益智类游戏市场：基于用户需求向经营及轻策略延伸；第二，市场更关注单一爆款，而我们认为 2025 年新品成功率不足 3% 恰恰表明行业竞争壁垒已由玩法创新转向工业化研运能力，中国厂商目前已占全球收入约 70%，有望凭借成熟的全球买量及 LiveOps 能力持续扩大竞争优势。

风险提示：行业竞争加剧、海外市场经营风险、宏观环境变动。

传媒

增持（维持）

互联网

增持（维持）

夏路路

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

田鹏*

研究员

SAC No. S0570526020003

tianpeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

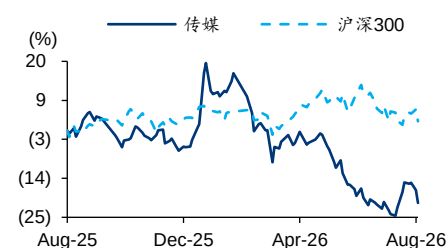
郭嘉靖*

联系人

SAC No. S0570125060041

guojiajing@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
世纪华通	002602 CH	24.52	买入
三七互娱	002555 CH	28.25	买入
腾讯控股	700 HK	632.70	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

投资要点	4
我们与市场观点不同之处	4
一、休闲游戏迈入结构性增长周期，二合品类崛起为核心引擎	5
1.1 二合接棒三消，带动全球休闲游戏增长	5
1.2 复盘：二合增长节奏来自哪里？	7
1.3 竞争格局：头部集中度持续提升，中国厂商后来居上	12
二、赛道方法论	17
2.1 方法论拆解：LiveOps、数值设计与工业化复制打造成功范式	17
2.2 从《Tasty Travels: Game》看二合游戏的增长飞轮	20
2.3 主要产品对比：剧情驱动 vs 玩法驱动，实现差异化竞争	25
三、展望百亿美元级空间：从休闲玩法向高 LTV 内容型产品演进	28
3.1 混合商业化体系持续提升用户价值，付费点覆盖完整游戏生命周期	28
3.2 用户画像：女性及成熟年龄层构成核心用户，用户圈层仍具拓展空间	29
3.3 市场空间：内容持续扩容，二合赛道仍处于成长阶段	30
投资建议	36
腾讯游戏：依托海外并购完善二合赛道布局，平台生态赋能产品长线运营	36
世纪华通：SLG 工业化能力平移至二合赛道，已跑出标杆级出海产品	36
三七互娱：全球买量体系优势突出，储备多款二合新品发力出海休闲赛道	36
风险提示	37

图表目录

图表 1：2025 年全球休闲游戏细分品类 IAP 内购表现概览	5
图表 2：近年三消品类游戏 IAP 收入维持平稳（单位：百万美元）	6
图表 3：近年三消品类游戏下载量不断下滑（单位：百万次）	6
图表 4：二合游戏成为近年休闲类游戏收入的核心增长引擎（单位：百万美元）	7
图表 5：24-25 年海外市场流水 Top200 移动游戏品类分布	7
图表 6：二合游戏历史复盘图	8
图表 7：《Triple Town》游戏画面	8
图表 8：《Dragons!》游戏画面	9
图表 9：《Mansion》游戏画面	10
图表 10：《Gossip Harbor》游戏画面	11
图表 11：2025 年二合游戏头部产品市场份额	12
图表 12：2025 年二合游戏头部产品收入与下载量	12
图表 13：2020 年 6 月以来头部二合游戏收入（单位：万美元）	13
图表 14：头部二合游戏产品信息（按 2025 全年流水排名）	13
图表 15：《Gossip Harbor》活动矩阵展示	14

图表 16: 《Gossip Harbor》广告素材展示	15
图表 17: 头部产品实时运营内容对比	15
图表 18: 二合游戏实时运营活动体系拆解	17
图表 19: 二合游戏《Gossip Harbor》活动频率显著高于三合游戏《Dragons!》	18
图表 20: 《Gossip Harbor》生成器与生成链示例	19
图表 21: 《Gossip Harbor》气泡玩法设计	19
图表 22: 《Travel Town》能量倍增器 (Power Boost)	19
图表 23: 《Travel Town》能量倍增机制数值设计	19
图表 24: 二合游戏循环拆解	20
图表 25: 《Tasty Travels》系统构成	21
图表 26: 《Tasty Travels》空间系统	22
图表 27: 《Tasty Travels》目标系统	22
图表 28: 《Tasty Travels》游戏常驻商店	23
图表 29: 《Tasty Travels》部分限时内购礼包	23
图表 30: 《Tasty Travels》部分实时运营活动展示	24
图表 31: 《Tasty Travels》集卡玩法	24
图表 32: 《Mansion》上线以来单月收入与单月下载量	25
图表 33: 《Mansion》游戏玩法宣传图	25
图表 34: 《Gossip Harbor》上线以来单月收入与单月下载量	26
图表 35: 《Gossip Harbor》实时运营活动数量与类型分布	26
图表 36: 《Travel Town》上线以来单月收入与单月下载量	27
图表 37: 《Travel Town》玩法与界面展示	27
图表 38: 二合游戏目前以 IAP 付费为核心	28
图表 39: 头部二合游戏 ARPU 与三消对比 (以月活用户口径计算)	29
图表 40: 26H1 二合游戏主要用户画像	30
图表 41: 2025 年全球游戏品类流水对比	31
图表 42: 二合游戏在休闲类游戏市场潜在渗透率测算	32
图表 43: 头部二合游戏 ARPU 与头部休闲游戏对比 (以月活用户口径计算, 单位: 美元)	32
图表 44: 二合游戏在模拟经营类游戏市场潜在渗透率测算	33
图表 45: 头部二合游戏 ARPU 与头部模拟经营游戏对比 (以月活用户口径计算, 单位: 美元)	33
图表 46: 二合游戏在策略类游戏市场潜在渗透率测算	34
图表 47: 头部二合游戏 ARPU 与头部休闲游戏对比 (以月活用户口径计算, 单位: 美元)	34
图表 48: 26H1 中国厂商占据二合手游 Top 10 中占 6 席	35
图表 49: 重点公司一览表	37
图表 50: 重点公司最新观点	37

投资要点

二合游戏开启休闲品类新一轮升级，内容化趋势打开长期成长空间

二合游戏正在成为全球休闲游戏市场中增长最快的细分赛道，其崛起本质是休闲游戏由玩法驱动向内容驱动的结构升级。区别于传统三消主要依靠关卡设计和单局体验驱动用户留存，二合通过“合成+剧情+经营+养成”的融合模式，将玩家需求从简单消遣拓展至情感体验、成长反馈和长期陪伴，显著提升产品生命周期。复盘行业发展历程，从《Triple Town》验证合成机制，到《Dragons!》探索外围玩法，再到《Mansion》《Gossip Harbor》等产品推动品类大众化，二合已完成从玩法创新到商业模式成熟的演进。我们认为，二合并非简单替代三消，而是在休闲游戏内容化趋势下形成的新一代产品形态，有望持续承接成熟休闲品类用户迁移，成长为继三消之后益智游戏市场的重要增长方向。

竞争核心转向工业化研运能力，中国厂商有望持续扩大优势

随着二合底层玩法逐渐成熟，单纯依靠机制创新已难以形成长期竞争壁垒，行业竞争正由早期玩法验证阶段转向产品工业化能力的综合竞争。头部产品的成功更多依赖内容生产能力、全球买量体系、数据驱动优化以及高密度活动运营体系。以《Gossip Harbor》《Tasty Travels》等产品为代表，中国厂商通过将三消、SLG等成熟品类中的买量策略、数值设计和实时运营经验迁移至二合赛道，实现快速突破。相比欧美厂商更偏重轻量化玩法和品牌叙事，中国厂商更加擅长通过丰富外围系统、高频活动运营和规模化投放提升用户留存及商业化效率。我们认为，二合赛道正在复制中国厂商在SLG等全球化品类中的成长路径，未来随着行业进入工业化竞争阶段，具备研运一体化能力和全球发行能力的头部厂商有望持续提升市场份额。

商业模式向中重度演进，用户生命周期价值仍具提升空间

二合游戏正在突破传统休闲游戏以广告变现为主的商业模式，通过以内购（IAP）为核心、广告（IAA）为补充的混合商业化体系提升用户价值。相比传统休闲游戏主要围绕单局体验设计付费点，二合通过成长系统、剧情推进、装扮收集、赛季活动等长期目标构建持续消费场景，使玩家付费从单纯购买资源转向购买成长效率和内容体验。随着LiveOps体系不断成熟，二合产品逐渐引入赛季通行证、限时活动、高价值礼包等中重度商业化机制，用户ARPU及生命周期价值仍具提升空间。同时，AI在剧情生成、美术资产生产、广告素材优化及数据分析等环节的应用，有望进一步提升内容生产效率，降低运营成本，推动行业进入更高效的工业化发展阶段。

我们与市场观点不同之处

目前市场对于二合游戏的关注更多集中于短期爆款产品表现及赛道流水增长，而我们认为二合品类的长期价值并非来自单一玩法创新，而是休闲游戏由轻度玩法向内容化、工业化和长期价值经营演进的重要方向，具体表现为：1）二合并非简单复制三消后的短周期玩法红利，而是通过“合成+剧情+经营+养成”的融合模式提升内容承载能力，有望突破传统休闲游戏生命周期限制，持续承接三消等成熟品类用户迁移并打开长期市场空间；2）在玩法机制逐渐成熟背景下，二合竞争壁垒正由单纯规则创新转向工业化研运能力，中国厂商凭借在三消、SLG等全球化品类中积累的买量体系、数据驱动运营能力以及高频LiveOps经验，有望持续强化竞争优势并提升全球市场份额；3）二合游戏正在推动休闲游戏商业模式升级，通过成长体系、剧情推进、装扮收集及赛季活动等机制，将用户付费从短期资源消费转向长期内容消费，推动用户生命周期价值（LTV）提升；同时，AI在剧情生成、美术资产生产、广告素材优化及运营分析等环节的应用，有望进一步提升内容供给效率，降低工业化生产成本，打开二合赛道长期商业化空间。



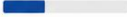
一、休闲游戏迈入结构性增长周期，二合品类崛起为核心引擎

1.1 二合接棒三消，带动全球休闲游戏增长

休闲游戏市场已进入结构性分化阶段。过去十年，休闲游戏凭借低门槛、高触达和广泛的覆盖，始终是全球移动游戏规模最大的细分市场之一。随着用户获取成本持续提升，以及头部产品生命周期不断延长，行业增长已由依赖用户规模扩张转向依赖运营效率提升。根据 AppMagic，2025 年全球休闲游戏市场规模（以 IAP 收入为口径，下同）约 210 亿美元，同比下降 0.7%，整体进入存量竞争阶段。

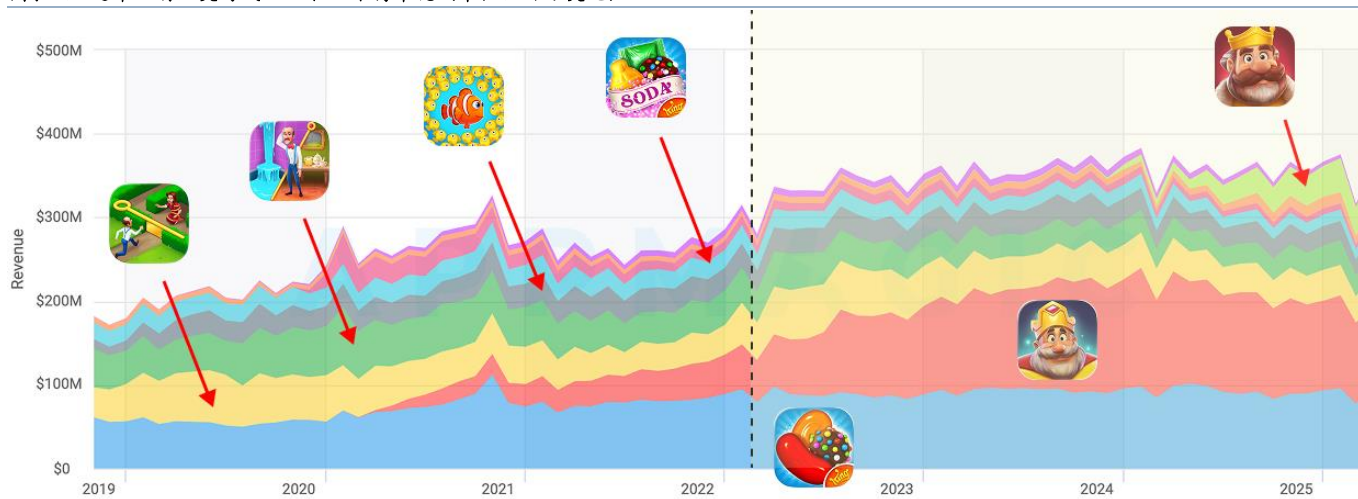
在行业整体放缓背景下，益智游戏展现出显著的结构性增长韧性。根据 AppMagic 发布的《Casual Gaming Report 2025》，2025 年全球休闲游戏收入排名前三的细分品类中，仅有益智（Puzzle）品类实现正增长，全年收入超过 82 亿美元，同比增长 7.6%，下载量同比增长 9.9%；同期博彩（Casino）和模拟经营（Simulation）收入均出现不同程度下滑。益智游戏展现出显著强于行业整体的成长韧性，也为二合等新兴玩法的快速崛起提供了市场基础。

图表1：2025 年全球休闲游戏细分品类 IAP 内购表现概览

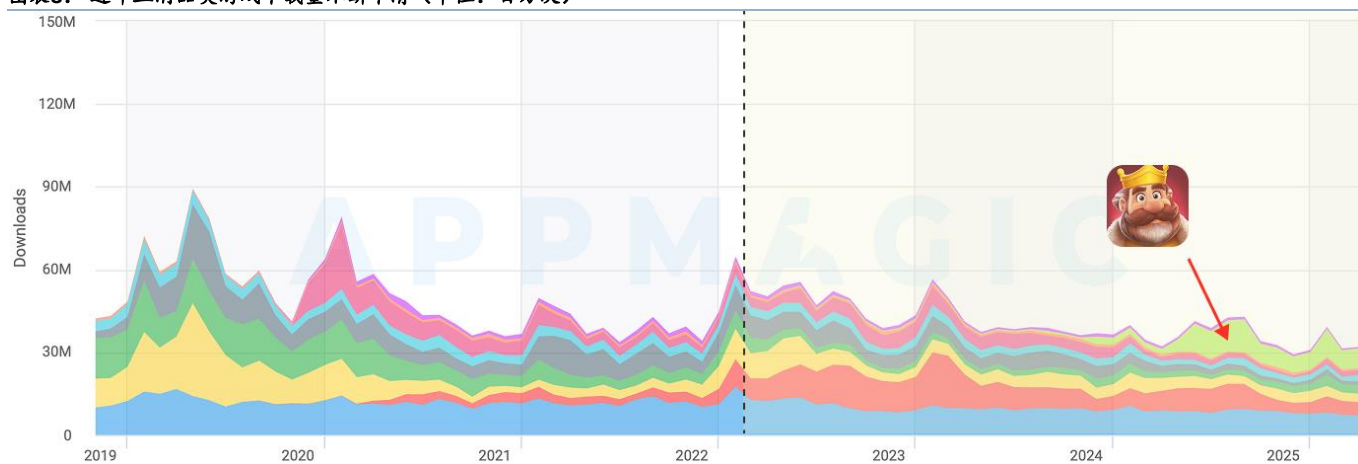
细分品类	收入 (\$)	收入 YoY	下载量	下载量 YoY	新上线应用数	新上线应用数 YoY
 三消游戏	4,771M	-0.1%	811M	-8%	367 	~0%
 二合合并	1,407M	+80%	507M	+9%	535 	+38%
 排序解谜	279M	+116%	992M	+21%	2,061 	+122%
 块消	213M	+898%	1,476M	+52%	1,857 	+161%
 螺丝益智	177M	+102%	520M	+13%	563 	-14%
 休闲赌场	2,378M	-3%	186M	+11%	68 	+119%
 农场	955M	-2%	317M	+2.6%	118 	+55%

注：收入单位为美元；下载量单位为次；新上线应用数为 2025 年新上线应用数量
资料来源：Appmagic，华泰研究

益智游戏内部的增长动能正在发生切换，传统三消逐渐进入成熟期，二合成为承接行业增长的新一代核心玩法。根据 AppMagic，2025 年全球三消游戏 IAP 收入约 48 亿美元，同比下降 0.1%，下载量同比下降 8%。《Royal Match》《Candy Crush Saga》《Gardenscapes》等头部产品仍保持稳定流水贡献，但行业整体已进入存量竞争阶段。过去三年，全球三消游戏 IAP 收入基本维持在 50 亿美元左右，未出现明显增长；同期月均下载量则由约 9000 万次下降至 7000 万次左右，累计降幅超过 20%，反映出新品供给与用户增长均趋于放缓。此外，另一传统益智玩法点消（二消）同样缺乏增长动力，2025 年市场规模约 4.66 亿美元，同比增长仅 0.8%，下载量则同比下降 32%。

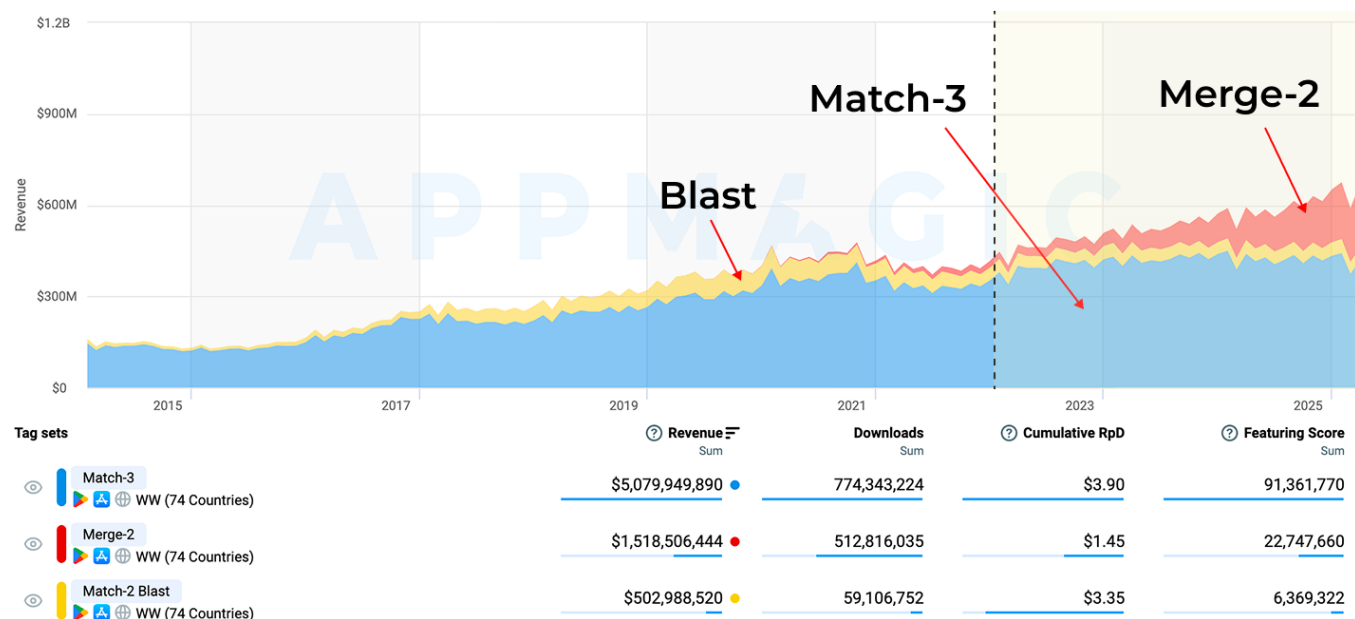
图表2：近年三消品类游戏 IAP 收入维持平稳（单位：百万美元）


资料来源：Appmagic，华泰研究

图表3：近年三消品类游戏下载量不断下滑（单位：百万次）


资料来源：Appmagic，华泰研究

相比之下，（二合）成为益智游戏中增长最快的细分方向。Appmagic 数据显示 2025 年全球游戏收入达到 14 亿美元，同比增长 80%，下载量达到 5.07 亿次，同比增长 9%，无论收入增速还是用户增长均显著领先于其他益智品类。从市场结构来看，收入规模已相当于三消市场的近三分之一，而这一比例在 2023 年尚不足 10%；头部产品《Gossip Harbor》《Seaside Escape》均进入海外移动游戏流水 Top200。我们认为，二合游戏的快速崛起并非单一玩法创新所带来的短期红利，而是休闲游戏由规则创新迈向内容运营、由流量驱动转向 LTV 驱动背景下的结构性升级。

图表4：二合游戏成为近年休闲类游戏收入的核心增长引擎（单位：百万美元）


资料来源：Appmagic，华泰研究

图表5：24-25 年海外市场流水 Top200 移动游戏品类分布


资料来源：伽马数据，华泰研究

1.2 复盘：二合增长节奏来自哪里？

复盘休闲合成类游戏发展历程，二合游戏增长节奏呈现阶段式上升特征。自 2000 年代移动互联网兴起以来，三消长期占据休闲游戏主导地位。2010 年前后，合成玩法开始萌芽，并在规则设计、外围系统及商业模式等方面持续演进，逐步由单一策略玩法发展为融合经营、养成、叙事等多元内容的成熟品类。2021 年以来，随着二合规则完成市场验证，并叠加高频 LiveOps 与成熟买量体系，二合游戏进入快速扩张阶段，成长为全球休闲游戏市场增长最快的细分赛道之一。

图6：二合游戏历史复盘图

	1. 起步期 (2010-2015) 合成玩法雏形诞生	2. 成型期 (2015-2020) 混合玩法逐步涌现	3. 扩张期 (2020-2022) 二合游戏赛道开辟	4. 成熟期 (2022至今) 工业化竞争加剧
★ 阶段特征	- 合成玩法萌芽，主要以三合形式存在 - 内容相对纯粹，策略性重于休闲性	- 三合合成+经营/养成混合玩法涌现 - 内容厚度提升，长线运营初步验证	- 二合玩法诞生并快速扩张 - 门槛降低，碎片化体验更友好	- 二合赛道工业化竞争加剧 - 中国厂商崛起，竞争格局重塑
📊 市场背景	- 三消游戏从PC迁移至移动端快速扩张 2012年Candy Crush Saga爆发，下载量一年突破5亿次	- 三消混合玩法率先商业化成功 - Playrix等头部厂商验证混合玩法可行性	- 三消市场增长放缓，存量竞争加剧 - 疫情推动全球在线时长上升	- 三消由头部产品主导，增速放缓 - 二合成为休闲增长最快赛道
🎮 玩法演进	- 首创合成底层规则与空间管理机制 - 数字合并降低门槛，培育用户群体	- 合成玩法与经营、养成、叙事结合 - 棋盘复杂度提升，资源系统丰富	- 合成规则从“三合”简化为“二合” 2D网格化设计，轻门槛高易用性	- 二合+剧情/模拟经营/美食等深度融合 - 精细化运营+高频活动驱动商业成功
🏆 代表产品	 《Triple Town》 (2010)  《2048》 (2014)	 《Merge Dragons!》 (2017)  《Merge Magic!》 (2018)  《EverMerge》 (2019)	 《Merge Mansion》 (2020)  《Love & Pies》 (2020)  《Travel Pies》 (2020)	 《Gossip Harbor》 (2022)  《Tasty Travels》 (2024)
📈 市场表现	- 合成游戏尚属于小众玩法 - 以三合为主，缺乏长线运营框架	- 三合仍占合成赛道主导 - 头部产品收入峰值突破1.8亿美元	- 二合下载量快速增长 - 验证二合玩法巨大市场潜力	2023年二合收入超越三合 (3.9亿 vs 2.8亿) 《Gossip Harbor》2025年收入达40亿元
💡 核心规律	- 建立合成底层规则 - 培育早期用户心智	- 混合玩法提升可玩性与LTV - 验证长线运营与付费模型	- 降低认知负担，扩大用户规模 - 疫情催化用户时长与付费提升	- 精细化运营能力成为核心壁垒 - 全球化买量+本地化运营提升变现效率

资料来源：Sensor Tower, Appmagic, Appstore, 华泰研究

1) 起步期 (2010 年-2015 年)：合成玩法诞生，奠定底层规则。这一阶段，三消游戏完成了由 PC 向移动端的迁移，市场规模快速扩张。2012 年《Candy Crush Saga》将三消玩法推向全球，上线一年下载量突破 5 亿次，并长期位居全球手游收入榜前列，为后续休闲玩法的发展奠定了市场基础。

同期，合成玩法尚处于萌芽阶段。2010 年发布的《Triple Town》首创合成类玩法，玩家可在 6x6 的棋盘网格中将三个相邻的相同元素合并为更高级的建筑，为该品类确立了即时合并乐趣与长期建造目标相结合的设计范式。随后，2014 年的《Threes!》《2048》等数字合成游戏进一步简化玩法规则，降低了用户理解门槛，为合成玩法积累了更广泛的用户基础。总体而言，这一阶段的合成产品仍以三合规则为核心，玩法相对单一，更偏策略体验，尚未形成成熟的长线运营体系，也尚未发展出独立品类的长线运营框架。

图7：《Triple Town》游戏画面



资料来源：Triple Town, 华泰研究

2) 成型期（2015 年-2020 年）：“合成+X”推动内容扩容，混合模式初步验证。随着三消市场逐渐成熟，混合玩法开始成为休闲游戏的重要发展方向。Playrix 先后推出的《Fishdom》（2015 年）、《Gardenscapes》（2016 年）和《Homescapes》（2017 年）是“三消+模拟经营”混合玩法在休闲手游市场最早取得较大规模商业成功的产品系列，有力证明了混合玩法能够有效提升可玩性与用户 LTV。在该趋势下，Gram Games 2017 年发布的《Dragons!》首次将经营养成融入传统三合玩法，创新性地引入资源收集、巨龙养成和营地建设等外围系统，令棋盘更复杂、可交互物品更多，使合成玩法由单局体验逐步演化为长线成长产品，2019 年峰值收入超 1.8 亿美元。此后，“合成+X”混合玩法的探索进一步涌现，《Magic!》《Ever》《Mergical》等产品分别融合养成、童话叙事、小岛建设等内容，不断丰富合成玩法的内容厚度和运营空间。在此阶段，合成品类的内容厚度与长线运营能力持续提升，逐步具备承载经营、养成和叙事内容的能力，为后续二合游戏商业化爆发奠定了基础。

图表8：《Dragons!》游戏画面



资料来源：Dragons，华泰研究

3) 扩张期（2020 年-2022 年）：规则革新开启二合时代。2020 年前后，三消市场格局在这一时期进一步向头部集中，整体增速放缓，行业增长主要依靠头部产品对存量用户的深度变现。相比之下，合成赛道内部则迎来了结构性变革，并自此接替三消成为休闲市场中增速最快的细分方向。2020 年《Mansion》首次将合成规则从三合简化为二合，通过采用二维棋盘设计，有效降低了玩家认知门槛和操作复杂度。该游戏同时采用合成与庄园装修、悬疑叙事的混合玩法，天然适合碎片化游戏场景，上线一年内累计下载量破千万次，验证了二合玩法的商业潜力。同期《Love & Pies》《Travel Town》等产品迅速跟进，分别探索“二合+剧情叙事”与“二合+城镇建设”等不同方向，不断丰富二合产品形态。该时期，二合规则进一步降低了用户学习成本，同时保留了资源规划和长期成长的乐趣，在疫情期间线上娱乐需求提升的背景下迅速扩大用户覆盖范围，并推动合成品类进入高速增长阶段。

图表9: 《Mansion》游戏画面



资料来源：Mansion，华泰研究

4) 成熟期（2022 年至今）：工业化竞争加剧，中国厂商引领赛道发展。2022 年以来三消市场进一步进入存量竞争阶段，《Candy Crush Saga》《Royal Match》等产品仍保持稳定流水贡献，但新品突破难度持续提升。二合赛道则凭借更低的玩法门槛、更丰富的内容承载能力以及成熟的 LiveOps 运营体系，逐渐承接部分三消用户，成为休闲游戏中增长最快的新兴品类。

我们认为这一阶段最大的转变在于，行业竞争已由玩法创新转向工业化研运能力的全面竞争。从全球趋势看，融合类玩法已成为大势所趋。在伽马数据（CNG）发布的《2025 全球移动游戏市场企业竞争力报告》中提到，2025 年海外流水 TOP200 移动游戏中，跨品类融合产品流水占比从 24 年的 42% 升至 45.1%，主要来自 SLG 类及合成类产品。2022 年，柠檬微趣推出的《Gossip Harbor》将短剧式剧情叙事、高密度限时活动运营和规模化买量深度结合，推动二合游戏进入内容持续运营时代，产品 2025 年收入已突破 40 亿元。2023 年，根据 AppMagic 数据，二合游戏年收入首度超越三消游戏，成为合成赛道的主流方向；同年，柠檬微趣凭借《Gossip Harbor》《Seaside Escape》等爆款产品成为合成手游赛道收入最高发行商。2024 年，世纪华通推出融合合成与美食模拟经营的《Tasty Travels》，SensorTower 数据显示其上线以来全球累计收入已超 16 亿元，为二合品类中的新兴增长力量。在此阶段，二合赛道内部的竞争已从单一玩法验证转向工业化研运能力的综合比拼，主导权也逐渐由欧美厂商向中国厂商转移。

图表10: 《Gossip Harbor》游戏画面



资料来源: Gossip Harbor, 华泰研究

复盘合成类游戏的发展历程, 我们认为二合游戏的崛起是规则简化、内容深化、运营工业化共同作用的结果。整体来看, 二合游戏本质上遵循了休闲游戏行业“规则简化—内容扩容—运营高频”的成长路径。三消游戏通过“消除+经营”打开市场空间, 二合则通过“剧情+经营”产品的内容厚度与商业化能力形成下一代产品形态。在这一阶段, 玩法只是进入产品的入口, 剧情、经营、养成、LiveOps 和社交运营成为决定生命周期与商业价值的核心。

第一, 规则简化实现用户规模扩张。早期《Triple Town》确立了合成玩法的核心框架, 但三合机制对空间规划和资源管理要求较高, 高策略属性令用户覆盖范围有限。2020 年《Mansion》首次将“三合”简化为“二合”, 大幅降低认知门槛, 并结合二维棋盘设计提升碎片化体验, 使合成玩法从策略玩家进一步扩展至大众休闲用户, 实现了用户规模的第一次跃迁。

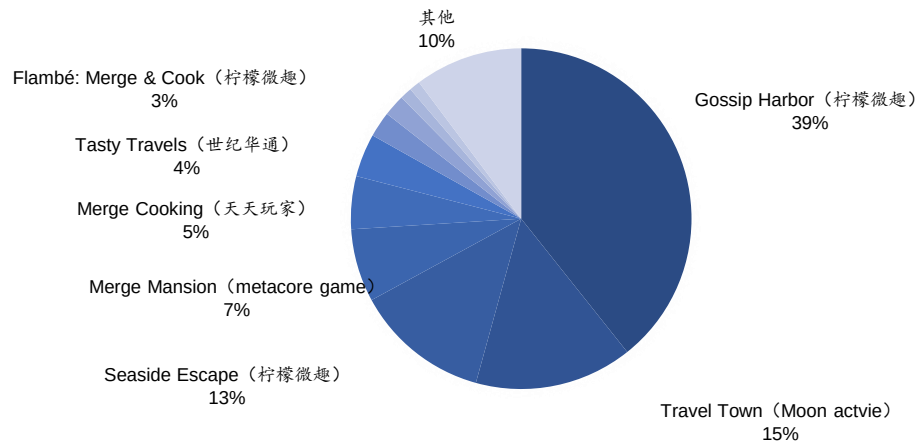
第二, 内容深度提升推动商业模式升级。早期合成游戏主要依靠单一玩法循环驱动用户留存, 而 2017 年《Dragons!》率先引入经营养成系统, 将资源收集、角色成长与基地建设融入合成玩法, 验证了“合成+X”模式的商业可行性。随后,《Ever》《Magic!》等产品进一步融合叙事、经营与养成元素, 推动合成品类从单局体验向长周期运营产品转型。进入二合时代后,《Gossip Harbor》《Travel Town》等产品则进一步强化剧情叙事与模拟经营, 将用户消费内容从玩法本身延伸至角色关系、故事推进和场景建设, 用海边餐厅、甜品店、小镇建设等题材使合成游戏逐步具备接近中度游戏的生命周期和付费深度。

第三, 工业化运营决定竞争优势。随着玩法逐渐成熟, 行业竞争重心由规则创新转向内容生产和 LiveOps 运营。《Gossip Harbor》通过周更剧情、高密度限时活动及持续买量, 证明了工业化内容生产体系能够持续提升用户留存及生命周期价值, 也成为二合赛道建立竞争壁垒的重要方式。这一阶段, 中国厂商也依托成熟的全球发行能力、买量体系及运营经验迅速取得领先。以柠檬微趣《Gossip Harbor》、世纪华通《Tasty Travels》为代表的中国厂商出海产品, 已占据全球二合市场的绝大部分份额。

1.3 竞争格局：头部集中度持续提升，中国厂商后来居上

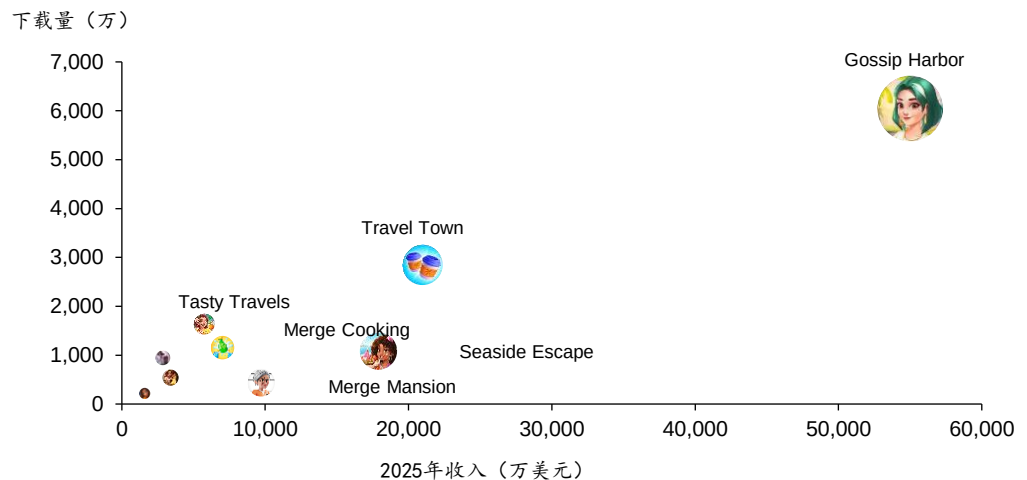
二合游戏市场已进入头部集中、强者恒强的发展阶段。根据 AppMagic, 2025 年全球二合 CR10 超过 80%，其中仅《Gossip Harbor》单款产品市场份额近 40%，头部产品与长尾产品之间已形成明显断层。与此同时，2025 年收入排名前五的产品均于 2022 年及以前上线；2025 年全年上线的 200 余款二合新品中，仅有 6 款产品月流水突破 10 万美元，成功率不足 3%。头部产品凭借长期运营积累了丰富的内容储备、稳定的用户基础及成熟的数据优化体系，逐步形成较高的工业化壁垒。

图表11：2025 年二合游戏头部产品市场份额



资料来源：AppMagic, 华泰研究

图表12：2025 年二合游戏头部产品收入与下载量



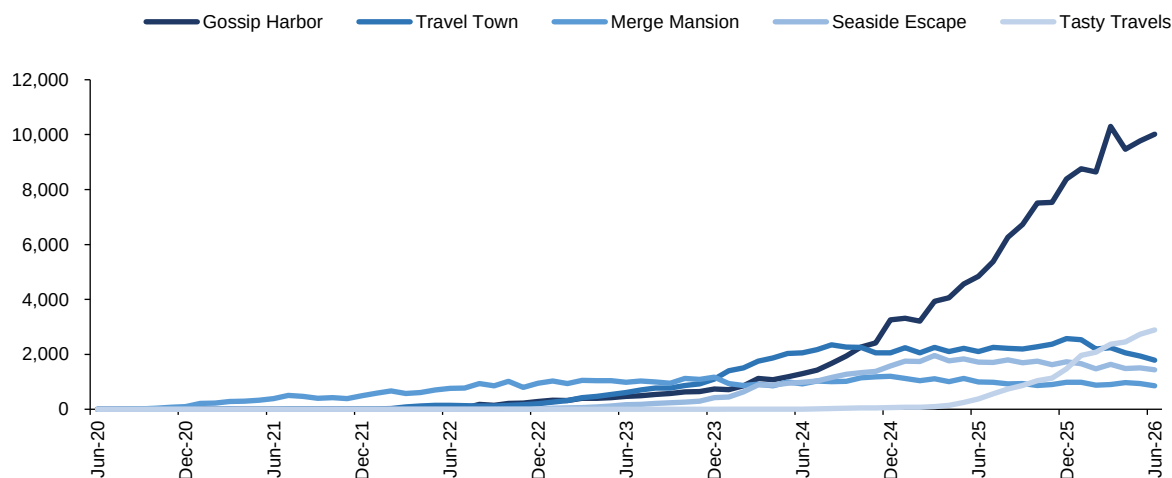
注：图标大小代表 2025 年产品市占率，计算方式为产品收入/二合游戏总收入

资料来源：AppMagic, 华泰研究

从产品梯队来看，目前二合赛道已形成较为清晰的三级竞争格局。1) 第一梯队为柠檬微趣的《Gossip Harbor》，Sensor Tower 数据显示截至 26 年 6 月其单月流水已超 1 亿美元，单款产品收入已接近行业第二至第五名产品总和。产品于 2022 年上线，将二合玩法、短剧式叙事及高频 LiveOps 深度融合，并依托持续买量实现快速增长；2) 第二梯队主要包括世纪华通旗下的《Tasty Travels》、Moon Active 旗下的《Travel Town》和柠檬微趣旗下的《Seaside Escape》，截至 26 年 6 月单月流水分别达 2900 万/1800 万/1400 万美元。《Tasty Travels》主打餐厅经营，通过串联各地美食主题持续吸引玩家好奇心；《Travel Town》采用无叙事、纯合成+经营的差异化路线，2024 年一度成为全球月收入最高的合成手游；《Seaside Escape》则以女演员回乡重建小镇为核心叙事，采用自动建造模式进一步简化家装玩法，2025 年流水位居当年品类第三；3) 第三梯队及其后相对差距较小，主要产品包括柠檬微趣的《Flambé: & Cook》，其 2025 年全年流水已在品类中位列第 8 名，展现了良好的增长潜力。

而在欧美老牌产品中，《Mansion》作为曾经的二合品类开创者，现影响力逐渐消退，流水进入下滑通道；《Hotel Empire》与《Prison》等产品收入增长相对平缓。

图表13：2020年6月以来头部二合游戏收入（单位：万美元）



资料来源：Sensor Tower，华泰研究

中国厂商完成主导权切换，工业化能力构筑竞争优势。长期以来，全球休闲游戏市场主要由欧美厂商主导，尤其是在三消赛道，《Candy Crush Saga》等产品长期占据收入榜前列，中国厂商始终未能实现真正突破。柠檬微趣此前推出《Jellipop Match》《Munchkin Match》《梦幻蛋糕店》等三消产品，但整体商业表现相对有限，仅有麦吉太文的《Project Makeover》等少数产品取得阶段性成功。对于二合游戏，在2022年及以前，市场同样由《Mansion》《Travel Town》《Love & Pies》等海外产品主导，中国厂商处于相对边缘位置。伴随柠檬微趣等厂商开始切入合成赛道，2021年《County》初步验证了品类潜力，2022年《Gossip Harbor》跑通了“二合+剧情叙事+高频运营”的产品模型，成为全球爆款。这一路径被验证后，三七互娱、世纪华通等更多中国厂商迅速跟进。根据 AppMagic，2025年全球合成游戏畅销榜前10名中，中国内地及香港厂商已占据7席，厂商包括柠檬微趣、点点互动、天天玩家（Happibits）、蓝色奥义、及疯狂游戏（Hortor Games）。

图表14：头部二合游戏产品信息（按2025全年流水排名）

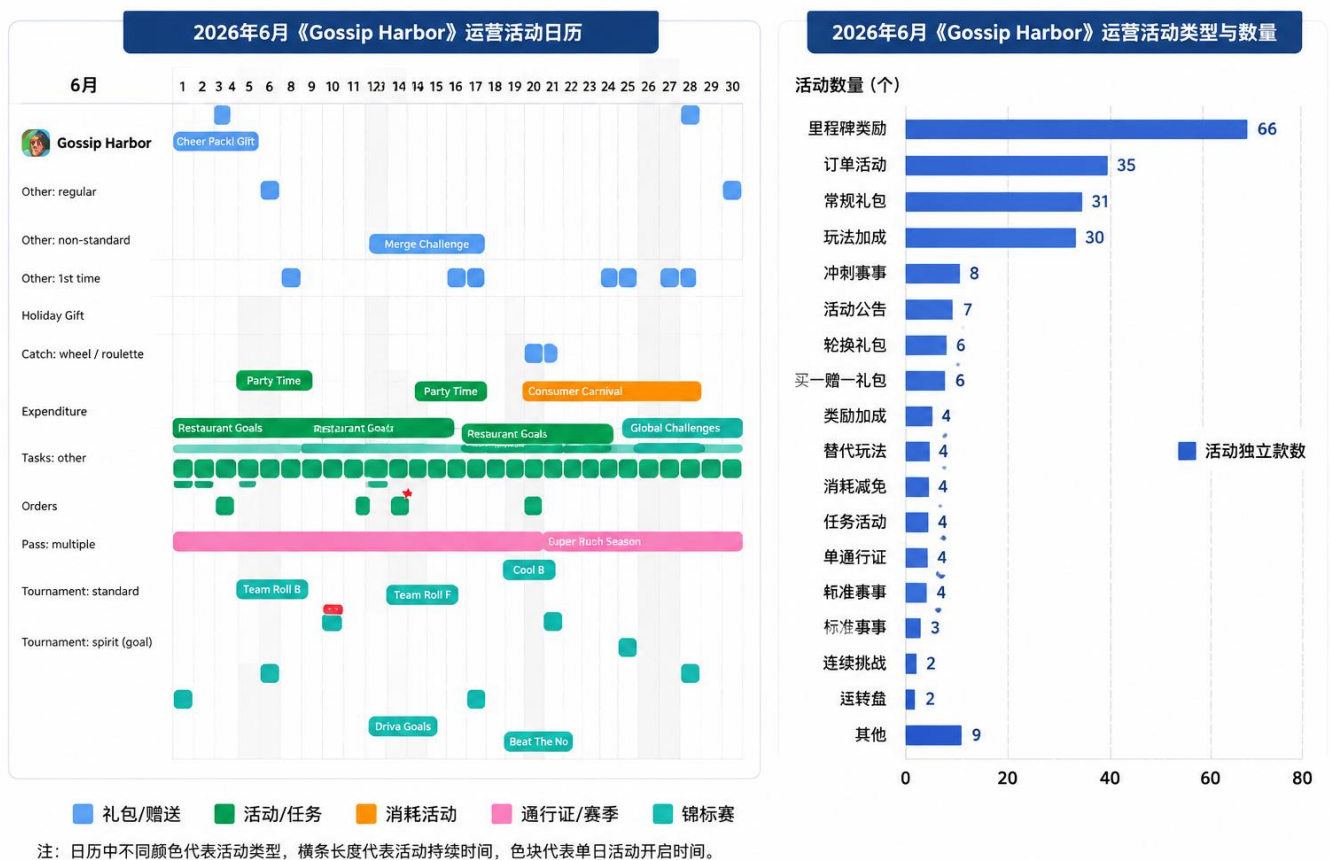
游戏名	国家	厂商	题材	上线时间	简介
 Gossip Harbor: Merge & Story	中国	柠檬微趣 (Microfun)	剧情叙事，餐厅经营	2022年6月	以独立女性修复餐厅的短剧式叙事驱动合成循环
 Travel Town - Merge Adventure	以色列	Moon Active	旅行，城镇建设	2020年7月	探索并结识村民，通过合成物品帮助其修缮小镇
 Seaside Escape: Merge & Story	中国	柠檬微趣 (Microfun)	剧情叙事，度假村经营	2022年9月	以女演员回乡重建海滨小镇为剧情主线
 Merge Mansion: Mystery Puzzles	芬兰	Metacore Games Oy	剧情叙事，庄园装修	2020年6月	二合品类开创者，玩家在修缮庄园过程中揭开家族秘密
 Merge Cooking	中国	Happibits	美食烹饪	2022年2月	较早的美食烹饪题材二合，引入食材加工的拟真流程
 Tasty Travels: Merge Game	中国	点点互动 (Century Games)	美食烹饪，环球旅行	2023年12月	精简了食材加工步骤，交付节奏快速的美食题材二合
 Flambé: Merge & Cook	中国	柠檬微趣 (Microfun)	美食烹饪，餐厅经营	2024年10月	融合餐厅经营与二合玩法，保留了食材烹饪操作
 Merge Hotel Empire: Design	以色列	Moon Active	酒店经营	2022年3月	玩家协助主角将破旧庄园改造为豪华度假村
 Merge Prison: hidden puzzle	中国	蓝色奥义 (Blue Ultra)	悬疑解谜	2024年2月	以越狱为背景，通过合成解谜道具推动逃脱剧情
 Fatgoose Go: Merge & Story	中国	Hortor Games	健身房经营	2022年3月	玩家扮演店长，通过合成食材为肥鹅打造健身房

资料来源：AppStore，AppMagic，华泰研究

我们认为，当前二合游戏的竞争已由玩法创新转向产品、买量及运营能力的综合竞争，中国厂商的领先优势，本质上来自更工业化的研运体系。不同于早期依靠玩法创新驱动增长，当前头部产品的核心竞争力更多体现在内容生产效率、用户获取能力以及长期运营水平，而这恰恰是中国厂商过去多年在 SLG、三消及模拟经营赛道积累的核心能力。

1) 在产品设计上，中国厂商以更高内容密度驱动 LTV。欧美手游开发者过去推崇精简、流畅、轻量化的设计哲学，以二合赛道较早期产品《Travel Town》为例，其小镇建设方式为简单线性解锁，无复杂剧情与自由装修，主打简易合成游戏体验；相比之下，中国厂商在系统设计上更倾向于叠加多层次的可玩内容。如《Gossip Harbor》将二合玩法与剧情叙事、餐厅装修、专辑收集等多层系统深度绑定，并从玩家首次进入游戏起就将限时优惠、活动预告等运营机制嵌入其体验流程。其商业表现也证实，在玩家能够持续获得正向反馈的前提下，更高的系统复杂度与更庞大的内容供给有望跑出更高的用户留存与变现效率。

图表15：《Gossip Harbor》活动矩阵展示



资料来源：独立出海联合体公众号，华泰研究

2) 在买量策略上，中国厂商更强调 ROI 导向的效果营销。相较于欧美厂商品牌化叙事的慢养策略，中国厂商倾向于以高情感冲击力素材放大流量漏斗顶端。《Mansion》等欧美老牌产品通常将游戏本身的故事性延伸至广告素材中，根据 SensorTower，2025 年其前 25 名广告创意中高达 72% 为影视级品牌叙事类型，广告更强调世界观及故事表达，而玩法展示相对较少。我们认为此类策略有助于建立长期 IP 认知和品牌资产，但在规模化获客阶段的效率相对不占优势。相比之下，根据 Gamelook，柠檬微趣的《Gossip Harbor》前 25 名广告创意中约 44% 为震惊体或假玩法等引流素材，能够凭借紧迫叙事、冲突强烈的危机情节在信息流中快速吸引用户注意力；约 24% 为实机画面或实时运营活动，能够与其高频的内容更新形成协同。我们认为此类买量策略有助于广泛触达并吸引女性用户等核心目标群体，在同等投放量级下能够获取相对更高的用户转化效率。

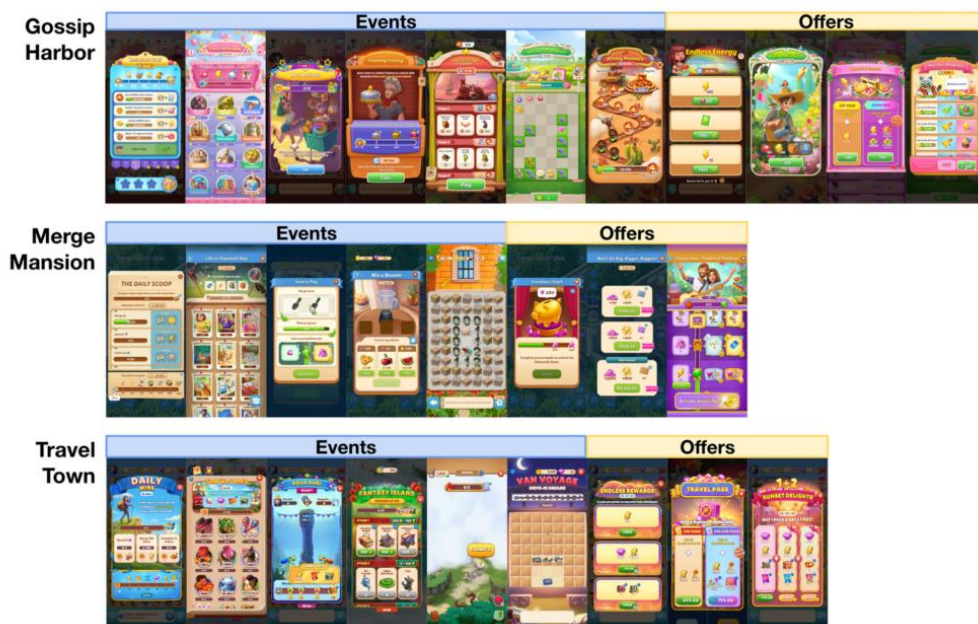
图表16: 《Gossip Harbor》广告素材展示



资料来源: Gossip Harbor, 华泰研究

3) 在运营模式上, 中国厂商通过高频 **LiveOps** 持续放大生命周期价值。相较于海外厂商《Mansion》平均每月一次重大更新以及《Travel Town》每月两次的更新频率, 《Gossip Harbor》目前平均每周更新一次剧情, 月均活动场次由 2023 年的约 20 场逐步攀升至 2025 年末的近百场, 并行活动数量最多可达 8 至 10 个; 在活动类型周期上, 《Gossip Harbor》已构建了涵盖不同时间尺度的活动矩阵, 包括 24 小时限时活动、3 天订单玩法、7 天集卡活动、15 天装修任务、20 天订单挑战及 30 天赛季体系等, 多层活动相互嵌套, 使玩家始终拥有新的成长目标, 进而延长游戏生命周期并进一步放大用户 LTV。

图表17: 头部产品实时运营内容对比



资料来源: NAAVIK, 华泰研究

综合来看，我们认为，当前二合赛道的竞争范式已经转向工业化内容能力。不同于三消等策略性相对更强、更倚重关卡设计与数值打磨的品类，二合游戏本身规则相对简单，底层机制容易复制，单纯依靠玩法创新已难以建立长期竞争壁垒，因而竞争更多体现在对核心用户群体的触达及运营中。具体而言，产品设计决定用户生命周期价值（LTV），买量体系决定获客效率（CAC），LiveOps 运营决定生命周期长度（Retention）。三者共同构成二合游戏的工业化竞争体系，也是当前头部厂商建立竞争优势的核心来源。中国厂商能够实现后来居上，源自于其更早建立起以内容生产、数据驱动和精细化运营为核心的工业化能力。我们认为，随着行业逐步进入存量竞争阶段，这一能力的重要性有望进一步提升，头部厂商的领先优势也将持续强化。

二、赛道方法论

2.1 方法论拆解：LiveOps、数值设计与工业化复制打造成功范式

自 2020 年二合赛道兴起以来，头部产品已逐渐探索出一套相对成熟的方法论体系。分析当下头部产品的共性，我们认为其成功路径主要围绕三个方向：通过高密度 LiveOps 延长产品生命周期，通过精密玩法与数值设计提升用户留存和商业化效率，并借助成熟品类经验迁移不断降低研发与发行成本。我们认为，这三项能力共同构成了当前二合赛道最重要的竞争壁垒，也是头部产品持续领先的核心原因。

首先，二合游戏的长期运营普遍依赖高密度 LiveOps，以此在轻量化游戏机制上建立可持续的内容体系。二合玩法本身学习成本低、操作门槛低，能够快速覆盖大众用户，但也意味着底层玩法较难持续提供新鲜感。因此，真正决定产品生命周期的环节主要在于内容运营的密度与质量。目前头部二合产品普遍建立起了多层次的活动体系：每日通过签到、日常任务培养玩家登录习惯；周度通过排行榜、订单挑战及周常任务维持玩家活跃；长期则依托集卡、赛季通行证、节庆活动及主题装修等玩法，为玩家提供持续的成长目标和阶段性期待。不同周期活动彼此嵌套，并与主线剧情、棋盘推进共同构成完整的运营节奏，有效避免内容空窗期导致的用户流失。从内容供给能力来看，高密度 LiveOps 往往需要成熟的工业化团队支撑。以《Gossip Harbor》为例，为支撑其周更剧情、月均近百场活动的运营节奏，根据 NAAVIK 2026 年 5 月 17 日发布的《The Eastern Playbook for Dominating Western Audiences》分析，其研发运营团队预计占柠檬微趣 400 余名员工的 50%-75%。我们认为，高内容产能配合多元付费方案能够有效拓宽产品的商业化空间，也在一定程度上抬高了赛道进入门槛，构成了头部厂商的护城河。

图表18：二合游戏实时运营活动体系拆解

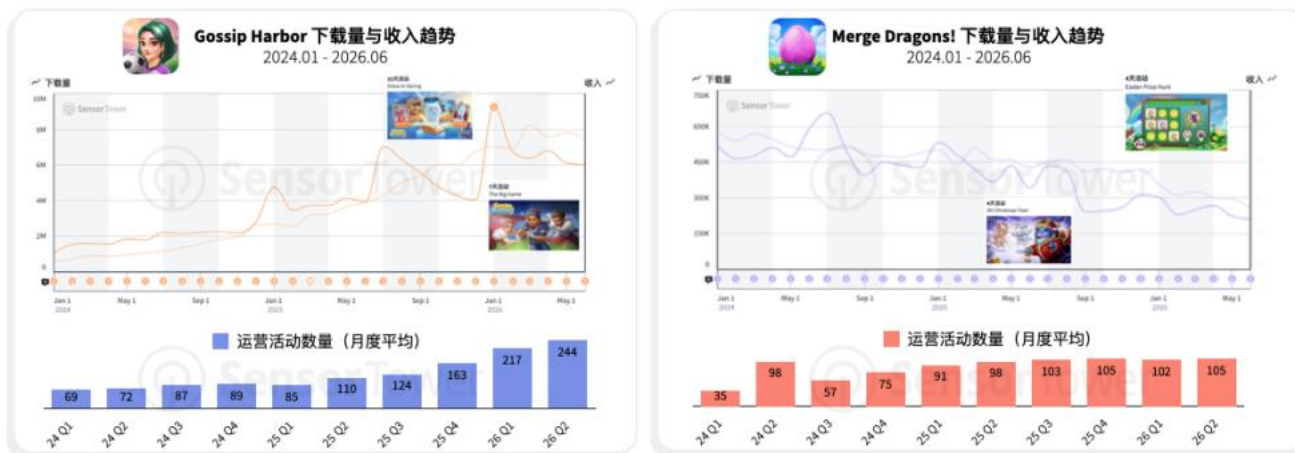
活动类型	周期	常见活动内容	作用	示例 (Gossip Harbor)
小时活动	1-2小时内	限时迷你任务	1) 在短时间内提供高密度目标，延长单次游戏时长，增强沉浸感； 2) 与其他活动形成联动，构建多层紧迫感，为限时消费创造窗口。	
日度活动	1天内	每日签到 玩家竞赛 每日进度目标	1) 通过可预期的每日任务体系，建立玩家每日登录习惯； 2) 在完成主线合成订单时提供额外的活动奖励，增强收获感和正反馈。	
周度活动	7天	每周任务 排行榜竞赛 周末竞速赛	1) 通过任务进度系统维持玩家参与度，形成稳定游玩节奏； 2) 引入社交竞争机制，周末赛制集中消耗玩家在周中积累的资源，提升周活跃峰值与留存深度。	
月/赛季活动	15-30天	卡牌相册 探索活动 节庆主题活动	1) 利用收集心理设定长期目标牵引，驱动持续游玩； 2) 结合限时奖励和稀有道具，维持中长期内玩家对游戏的期待感和参与度。	

资料来源：Gossip Harbor Fandom Wiki，华泰研究

图表19：二合游戏《Gossip Harbor》活动频率显著高于三合游戏《Dragons!》

二合依托高频LiveOps驱动增长，三合转向常态化运营

数据来源：Sensor Tower 应用表现洞察



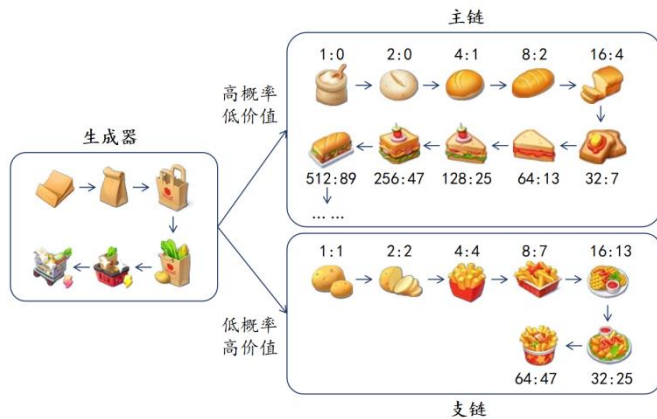
资料来源：Sensor Tower，华泰研究

其次，精密的玩法与数值设计，使二合游戏能够在极低学习成本下仍保持长期策略深度。虽然二合玩法规则极其简单，但头部产品通过资源循环、随机反馈及经济系统设计，不断提升玩家策略空间和付费意愿，使其在内容深度与商业价值上并不逊于其他休闲子品类。

1) 合成路径设计鼓励持续决策，驱动策略深度。二合游戏的核心循环中天然存在持续决策压力：不同生成器产出不同类型的物品、各阶物品分别满足不同订单、不同订单对应不同奖励，玩家需要根据剩余能量、订单需求及棋盘空间，不断调整当前最优合成路径，决定哪些资源立即交付、哪些继续向高阶合成。这种持续决策不仅构成了二合游戏的轻度策略深度，增加了可玩性，也构成了二合游戏最核心的轻策略体验，也不断强化玩家的资源规划意识。尤其当目标物品接近完成时，玩家为了缩短最后阶段的等待时间，付费意愿往往显著提升。因此我们认为，订单系统本质上不仅是任务系统，更是二合游戏最核心的资源调度系统，也是驱动长期留存的重要来源。

2) 随机反馈机制制造惊喜感，带来重复游玩动力。主流二合游戏的素材产出机制普遍带有一定随机性，其不确定性持续刺激提高玩家的资源投入意愿，例如，同一生成器通常能够随机产出不同素材，玩家需要不断重复点击，在普通素材不断占据棋盘空间的情况下追求高价值资源；生成器还可能随机掉落高阶素材，并配合“幸运”“神奇”等音效和视觉反馈，为玩家创造类似抽奖的惊喜体验；此外，合成过程中随机出现的限时气泡，则进一步强化即时决策压力，使玩家在短时间内评估物品价值并完成付费选择。我们认为，随机机制的核心价值在于玩家可接受范围内持续制造“接近成功（Near Miss）”与“意外奖励（Surprise Reward）”的双重体验，不断强化重复游玩行为，提高用户停留时长及付费意愿。

图表20: 《Gossip Harbor》生成器与生成链示例



注：数字 (X:Y) 中 X 代表生成该物品所耗能量，Y 代表该物品价值
 资料来源：Gossip Harbor，华泰研究

图表21: 《Gossip Harbor》气泡玩法设计



资料来源：Gossip Harbor，华泰研究

3) 能量倍率机制加速经济循环，提高生命周期价值。能量倍增机制的设计逻辑是使玩家在单次操作中消耗多倍能量以满足其快速成长的需求，最早由《Travel Town》于 2023 年初引入，随后迅速成为行业标配。在此机制下，玩家能够以正常速度的 2/4/8/16 倍速度消耗能量，在维持单位能量期望收益不变的前提下，跳过低阶产出，直接按不同概率产出不同的高阶物品。一方面，该设计能够显著降低重复操作时间，满足重度玩家快速推进任务的需求；另一方面，也同步提升了资源消耗速度，加快游戏经济系统循环，从而带来更高的生命周期价值。本质上，Power Boost 并不是简单提升游戏效率，而是在不改变单位资源价值的前提下压缩玩家时间成本，加快资源周转速度。这意味着其能够改善短期体验，但同时也要求产品拥有更加稳健的经济系统及内容储备，否则容易导致内容消耗过快、成长节奏失衡。

图表22: 《Travel Town》能量倍增器 (Power Boost)



资料来源：PocketGamer，华泰研究

图表23: 《Travel Town》能量倍增机制数值设计

物品阶段	物品价值	能量倍率				
		1	2	4	8	16
1阶段	1	60%				
2阶段	2	30%	60%			
3阶段	4	10%	30%	60%		
4阶段	8		10%	30%	60%	
5阶段	16			10%	30%	60%
6阶段	32				10%	30%
7阶段	64					10%
8阶段	128					
单位能量价值		1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

资料来源：游戏进化论，华泰研究

除产品设计外，二合赛道的快速成熟还受益于成熟品类经验的持续迁移。当前二合头部厂商普遍拥有三消、SLG 及模拟经营等成熟品类的研发经验，并将经过验证的方法论快速复制至二合赛道。根据公司官网，柠檬微趣的三消游戏《宾果消消消》2016 年日活即突破千万；点点互动的 SLG 游戏《Whiteout Survival》和《Kingshot》长期位列全球手游收入榜前列。由于二合与 SLG 均为内容驱动型品类，作为新兴后来者，二合也得以复用已验证的打法：1) 在买量上，二合产品普遍借鉴 SLG 的大规模买量体系。以点点互动《Tasty Travels》为例，公司依托《Whiteout Survival》《Kingshot》等 SLG 产品积累的全球发行能力，在 80 余个国家和地区持续进行规模化买量，2026 年 5 月日均广告投放量基本保持在 1 万组以上；2) 在素材优化上，二合厂商同样借鉴了《Whiteout Survival》等已验证的破圈路径，在素材端通过假玩法、冲突剧情等轻量化内容快速扩大用户触达面，再通过真实玩法筛选高价值用户，实现规模化获客；3) 在成本控制方面，成熟的数据中台、ROI 监控体系以及自动化买量平台，也帮助厂商持续优化投放效率，降低单位获客成本。

2.2 从《Tasty Travels: Game》看二合游戏的增长飞轮

为进一步理解二合游戏的产品逻辑，本节以世纪华通旗下点点互动于 2023 年底推出的《Tasty Travels》为例，对二合游戏的核心玩法框架进行拆解。《Tasty Travels》作为赛道中的后发产品，在沿用二合基础玩法框架的同时，充分吸收了《Mansion》《Travel Town》《Gossip Harbor》等头部产品的成熟经验，在玩法设计、经济系统及实时运营等方面均具有较强代表性。我们认为，其产品设计较完整地体现了当前主流二合游戏“资源生成—策略决策—订单交付—成长反馈”的增长飞轮，也反映了二合赛道产品设计的共性逻辑。

图表24：二合游戏循环拆解



资料来源：华泰研究

《Tasty Travels》以环球美食经营为背景，核心玩法为通过订单系统将合成操作与长期成长目标衔接。该游戏成长主线极为明确：玩家通过消耗能量从生成器获得基础物品，将两个相同物品不断合成为更高阶素材，并交付顾客订单获取金币、建筑材料及经验值等资源；随后利用获得的资源升级建筑、解锁新区域及新的生成器，再进入下一轮循环。随着游戏推进，实时运营活动逐步加入，使一次合成行为能够同时推进主线任务、活动进度及赛季目标，不断强化玩家成长反馈，最终形成长期留存与商业化能力兼具的增长闭环。

进一步拆解来看，该增长飞轮本质是通过资源约束推动玩家付费意愿，主要由产出系统、空间系统、目标系统及经济系统四个核心模块共同构成：

图表25：《Tasty Travels》系统构成



资料来源：Tasty Travels，华泰研究

1) 产出系统：生成器构成资源循环的起点。生成器（Generator）是二合游戏最核心的资源生产系统，也是整个增长飞轮的起点。玩家几乎所有的游戏行为都始于点击生成器获取基础素材，再围绕这些素材展开合成、订单交付及成长升级，因此生成器既承担资源供给功能，也决定了游戏整体节奏。根据产出方式的不同，《Tasty Travels》中的生成器主要分为四类：

- 1) 基础生成器：**玩家每次点击均需消耗能量，生成器会按照既定概率产出一条或多条合成链上的基础素材，并有一定概率直接掉落更高阶物品，是游戏最主要的资源来源；
- 2) 次级生成器：**此类生成器通常由基础生成器所产出的中间物品进一步合成获得，承担了后期高阶订单的重要供给任务，但在完成若干次产出后即会耗尽消失；
- 3) 自动生成器：**无需消耗能量，按照固定时间自动向周围空格产出物品，通过稳定资源补充降低玩家等待成本；
- 4) 一次性生成器：**玩家通常通过订单奖励、实时运营活动或商城礼包获得，点击次数耗尽后即消失，例如能够产出金币与钻石的神灯、产出建筑材料的工人等，这类生成器通常承担活动奖励兑现或商业化投放的功能。

整体而言，各类生成器配合随时可查阅的合成链能够为玩家提供从无序到有序的渐进完满感，并且生成器普遍存在冷却时间，游戏通过供需关系带来的资源压力控制玩家的成长节奏，构成了最重要的商业化入口。

2) 空间系统：有限棋盘面板持续制造空间管理压力。如果说生成器负责创造资源，那么棋盘空间则决定了资源如何被使用。空间系统本质上是二合游戏最核心的策略系统，其通过持续制造资源取舍，赋予轻量玩法长期可玩性。《Tasty Travels》的棋盘采用固定网格设计，所有生成器、合成物品及订单素材均需占据有限格位。根据开放程度不同，棋盘格子主要分为三类：已解锁区域可供玩家自由操作；半解锁区域需要将指定物品拖拽至对应位置完成修复后方可开启；未解锁区域则需随着玩家等级提升或剧情推进逐步开放。

随着游戏推进，玩家需要同时保留多个生成器、不同合成链上的素材以及等待交付的订单物品，而高阶物品往往需要经历十余次甚至数十次连续合成才能完成，占据大量棋盘空间。与此同时，玩家在合成过程中还会随机掉落金币、经验等奖励物品，进一步压缩可操作空间，使棋盘始终处于接近饱和状态。为缓解玩家的操作压力与空间管理压力，《Tasty Travels》引入了背包设计，玩家可随时将棋盘上的任意物品拖拽至背包中存放，需要时再取回。然而背包初始仅提供 7 个槽位，付费扩展采用递增定价，新槽位价格逐级上涨，从而将空间压力转化为了直接的付费动机。我们认为，空间不足与订单进度之间的张力构成了持续的决策压力，贯穿玩家体验全流程，并同时构成了二合游戏的核心玩法机制与商业化设计支点。

3) 目标系统：短期订单与长期成长共同形成持续目标牵引。《Tasty Travels》全流程目标简洁明了，短期以交付顾客订单为目标，为合成行为赋予即时的目的性与回报。游戏屏幕上方持续刷新顾客订单，要求玩家交付特定高阶物品或物品组合。订单交付后获得的金币与建筑材料则流向长期目标，即建筑的升级与解锁。改造建筑后可解锁新的合成链、提高已有生成器的产出效率、投放新生成器、提升高阶物品的出现概率等，形成正反馈循环，进而使玩家产生情感动机，拉升长线留存。在玩家渡过新手期后，伴随实时运营活动的解锁，完成订单还将获得用于特定活动的道具或积分。活动任务与日常订单叠加，在基础目标之上附加了额外的进度条与阶段奖励，使玩家一次合成操作能够同时推动主线成长、活动进度及长期赛季目标，投入意愿进一步增强。

图表26：《Tasty Travels》空间系统



资料来源：Tasty Travels，华泰研究

图表27：《Tasty Travels》目标系统



资料来源：Tasty Travels，华泰研究

4) 经济系统：资源循环决定游戏节奏与商业化效率。经济系统贯穿玩家体验全流程，较于传统休闲游戏以单一货币为主的设计，二合游戏通常采用多资源循环体系，如《Tasty Travels》的经济系统主要由能量、金币及钻石三类资源组成：能量是玩家推进进度的核心消耗品，每次点击生成器均消耗 1 点能量，若开启能量助力模式则消耗 2 点，且能量自然恢复速度较慢，储存上限仅为 100 点，若不造成能量浪费则需每 3 小时上线一次，有效提升了玩家单日活跃度；金币是驱动设施升级与地图解锁的基础货币，主要来源于交付客户订单，在玩家合并物品时也有概率掉落；钻石主要通过各类活动与内购获得，能够购买能量与特定高阶合成物，在玩家仅差少数关键物品即可推进合成链时能够直接补齐缺口，大幅改善其游戏体验。三种资源协同配合构成了游戏的经济系统，在控制玩家游戏节奏的同时，也在关键的进度瓶颈处创造了付费动机。

图表28：《Tasty Travels》游戏常驻商店



资料来源：Tasty Travels，华泰研究

图表29：《Tasty Travels》部分限时内购礼包



资料来源：Tasty Travels，华泰研究

从游戏生命周期角度而言，《Tasty Travels》在玩家体验的不同阶段采用了差异化的设计策略。游戏在前期通过降低操作压力与认知负荷帮助玩家快速建立游戏习惯，中期以分层活动矩阵持续维持活跃度，长期则通过持续的成长反馈与内容迭代维持玩家留存，进而提升用户生命周期价值。

1) 短期上手：该阶段的核心任务是让玩家在低压力环境下建立操作习惯与玩法认知，从而为后续付费转化奠定行为基础。游戏在前期做了显著的体验优化，多次赠送大量能量，且初期订单任务较简单，多为单个低阶物品，体力需求低，确保了玩家游玩体验的顺畅。在游戏的前 3 至 5 个小时内，唯一的主线即是合成与交付订单，并不引入实时运营活动或集卡等副玩法，确保新手玩家能够聚焦于核心合成机制。这种设计避免了早期信息过载导致的流失，使玩家在尚未感知到资源约束的阶段就已形成稳定的登录与操作习惯。

2) 中期展开：该阶段的核心任务是通过分层活动体系逐步提升玩家参与深度与付费意愿。在渡过新手期后（即游戏等级达到 17 级），玩家的目标将从单一的订单与建筑升级逐步向外扩展，实时运营活动开始介入日常节奏，主要包括：每日签到与日常任务维持登录习惯；数小时至数天的限时小活动提供高密度目标，直接延长玩家的单次游戏时长；周常美食任务以 7 天为周期更新一组目标任务，连续三周达成目标可获得丰厚奖励，鼓励玩家保持长期活跃与持续投入；不定期的限时节庆主题活动在特定时间窗口内制造了紧迫感，并创造了热点话题，构成了有效的付费驱动；周期数十天的季节集卡玩法则为玩家设定了贯穿赛季的中长期目标，并通过卡牌交易引入了社交属性，玩家可将重复卡牌赠予好友，促进了玩家间的传播扩散。

图30: 《Tasty Travels》部分实时运营活动展示



资料来源: Tasty Travels, 华泰研究

图31: 《Tasty Travels》集卡玩法



资料来源: Tasty Travels, 华泰研究

整体而言，各类活动相互嵌套、滚动开启，补充了主线游戏内容，而并不脱离合成主线。活动的积分道具通常来源于主棋盘的合成动作，而能量、钻石与宝箱等活动奖励又能回流至主棋盘，重新服务于合成与订单交付进程。因此，密集的活动矩阵不仅丰富了游戏的商业化空间，也使得每次操作能够同时推进多个目标的达成，放大了玩家单次行为的目的性与收益，进而增强了可玩性。

3) 长期展开: 该阶段的核心任务是通过合成物品、完成订单、升级解锁建筑的正反馈循环，为玩家构建一条持续延伸的成长路径。进入游戏后期，玩家的核心驱动力逐渐由完成单个订单转向经营世界的持续扩张。此阶段，《Tasty Travels》通过不断扩展地图、增加生成器种类及丰富合成链，持续创造新的成长空间，使玩家始终拥有下一阶段的发展目标。同时，当部分生成器对应的成长目标完成后，系统会逐步移除相关生成器及对应物品链，并引入新的资源体系。这一设计有效避免了棋盘长期积累大量无用物品导致的操作复杂度持续上升，使有限棋盘始终保持合理的信息密度。

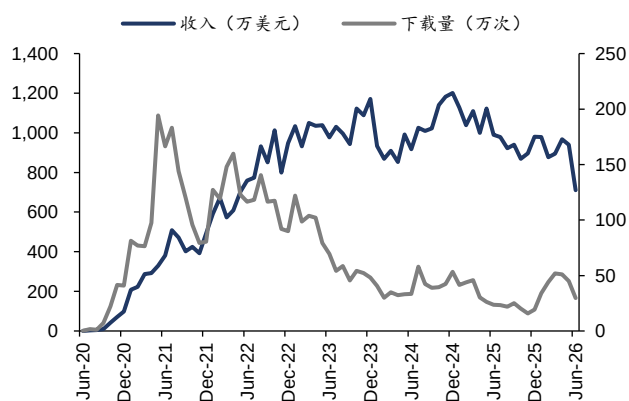
综合上述分析可见,《Tasty Travels》的吸引力来源于多种心理机制的综合运用。1) 即时反馈与心流设计: 玩家每次合成操作均是对棋盘空间的释放,且通常伴随醒目动画与音效,反馈颗粒度极细。此外,游戏还优化了订单交付体验,玩家点选顾客后将自动高亮可交付物品,订单迅速结算的爽感也构成了前期留存的重要支撑;2) 目标牵引与未完成焦虑: 蔡格尼克效应表明未完成的任务占据更多注意力,驱使用户持续投入。游戏将长线目标拆解为多个小步骤,通过订单系统、生成器解锁、建筑修复等机制构成持续的任务闭环,令玩家始终有明确的下一个目标;3) 情感代入与成长叙事: 不断解锁陌生地块、丰富经营版图的过程为玩家提供了可视化的成就感,合成链本身的收集属性也能够激发玩家的探索欲和完成欲;4) 策略性与成就感: 二合游戏玩法规则简单但仍保有一定策略深度,不同生成器的产出比例、棋盘空间的资源规划、订单优先级排序等构成了可持续的学习与决策空间。

2.3 主要产品对比: 剧情驱动 vs 玩法驱动, 实现差异化竞争

由于二合游戏规则本身较为简单,玩法复制成本相对较低,厂商更倾向于通过叙事内容、目标用户、LiveOps 策略及经济系统设计建立竞争壁垒,也因而形成了不同的增长轨迹与用户画像。复盘目前全球收入排名靠前的产品,我们认为当前头部产品主要形成了三种具有代表性的发展路径:《Mansion》则代表品类创新+品牌运营模式,《Gossip Harbor》代表剧情驱动+高密度运营模式,《Travel Town》代表玩法驱动+数值优化模式。三者分别对应不同的产品理念,也反映出二合赛道由玩法竞争逐步演进至内容竞争的发展趋势。

1) 《Mansion》:《Mansion》是最早开辟二合赛道的经典之作。该游戏由芬兰开发商 Metacore 于 2020 年中旬推出。彼时全球合成游戏市场仍以横版大地图的三合玩法为主,而《Mansion》首次将合成规则从三合简化为二合,并采用 2D 网格视角,为玩家带来了更轻量化的全新游玩体验。作为品类开创者,《Mansion》凭借先发优势在 2023 年及以前长期领跑二合赛道,据 Metacore 官方数据,游戏上线 5 年累计下载量达 6000 万次,累计收入突破 7 亿美元,充分展示了二合品类的商业潜力。

图表32:《Mansion》上线以来单月收入与单月下载量



资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

图表33:《Mansion》游戏玩法宣传图



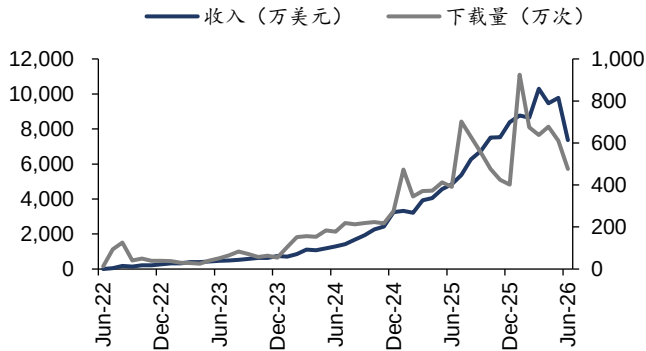
资料来源: App Store, 华泰研究

与后续产品相比,《Mansion》的最大贡献在于完成了二合玩法的市场教育。游戏围绕神秘庄园和家族秘密展开剧情,通过持续推进剧情驱动玩家完成合成任务,同时配合大量影视化品牌广告,在全球建立了较高的产品认知度。早期,其广告创意更多聚焦悬疑叙事而非玩法展示,在品牌塑造方面具有较强代表性。

然而,随着越来越多后来者进入市场,《Mansion》的领先优势逐渐减弱。一方面,其 LiveOps 密度明显低于《Gossip Harbor》等新一代产品,重大版本更新频率相对有限;另一方面,二合玩法逐渐成熟后,先发优势不断被削弱,市场竞争重心也由玩法创新转向内容生产效率和运营能力。

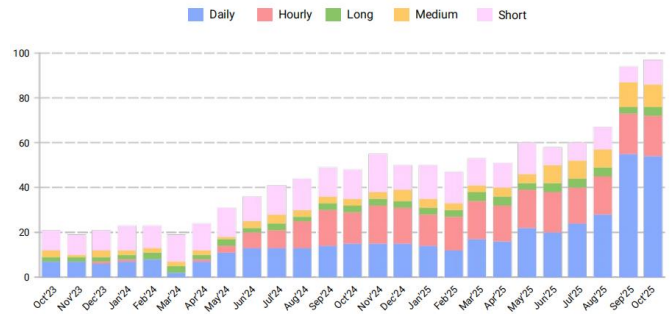
2) 《Gossip Harbor》：《Gossip Harbor》目前是全球二合赛道收入断层领先的产品，也是近年来增长最快的休闲手游之一。游戏由柠檬微趣于 2022 年 7 月推出，以单亲母亲重建餐厅为故事背景，将婚姻背叛、家族秘密等高情绪张力剧情融入二合玩法，通过连续不断的悬疑叙事驱动玩家持续推进主线。根据 Sensor Tower 数据，2026 年以来，《Gossip Harbor》已连续五个月位居中国手游出海收入榜首，2026 年 3 月单月流水突破 1 亿美元，成为目前二合品类商业化能力最强的产品。

图表34：《Gossip Harbor》上线以来单月收入与单月下载量



资料来源：Sensor Tower，华泰研究

图表35：《Gossip Harbor》实时运营活动数量与类型分布



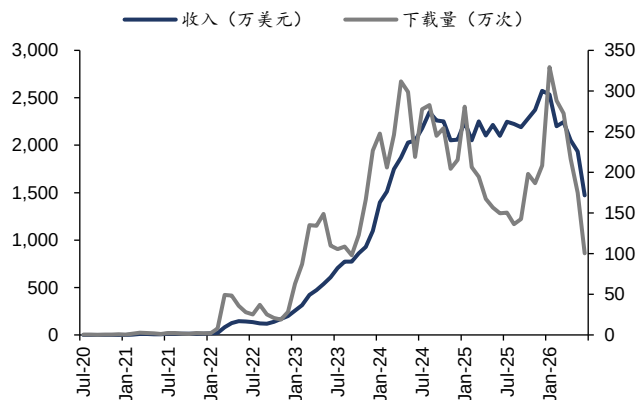
资料来源：AppMagic，华泰研究

实时运营活动的引入时机与密度是《Gossip Harbor》的重要差异化优势。区别于多数产品将实时运营放在中后期，《Gossip Harbor》在玩家进入游戏后的极早阶段便开始构建 LiveOps 体系。玩家达到 5 级（约 30 分钟游戏时长）即可解锁集卡玩法，随后陆续开放竞速挑战、餐厅经营、周常任务等运营活动，使玩家在形成核心玩法认知的同时，迅速建立对活动节奏和限时奖励的预期。相比之下，《Tasty Travels》等产品通常在 17 级以后才逐步开放运营玩法，更强调新手阶段对核心机制的学习。《Gossip Harbor》较早引入 LiveOps 有助于尽快将玩家纳入持续运营体系。一方面，丰富的目标层级能够提升玩家前期留存率；另一方面，也能够更早培养玩家参与活动、购买礼包及限时优惠的消费习惯，从而提高长期 LTV。

除了活动引入时间更早之外，《Gossip Harbor》最大的优势还体现在极高的运营密度。根据 AppMagic 统计，截至 2025 年底，游戏月均活动数量已接近 100 场，同时在线活动峰值达到 8 至 10 个，涵盖小时活动、日常任务、限时竞赛、集卡玩法及赛季活动等多个层级。其中，大量 24 小时以内的小型活动不断制造短期目标，与长期剧情更新形成交织，使玩家几乎始终处于目标任务的成长循环之中。我们认为，《Gossip Harbor》的成功本质来自于其内容供给能力，将剧情更新、高频 LiveOps 及商业化设计深度融合，使二合产品逐步具备接近中度游戏的内容消费能力。

3) 《Travel Town》：作为二合赛道的早期经典产品之一，《Travel Town》创新性地融合了二合与经营建造题材。该游戏由英国开发商 Magmatic Games 于 2020 年中发布，2022 年被以色列厂商 Moon Active 收购后，依托后者成熟的全球发行体系和运营能力进入快速增长阶段。游戏以帮助居民重建海滨小镇为背景，通过订单系统推动合成与建造循环，整体成长路径清晰，但剧情存在感相对较弱，更强调持续的合成体验。根据 Sensor Tower 数据，《Travel Town》自上线以来流水稳步攀升，2024 年 1 月以近 1400 万美元的单月流水首度超过了老牌产品《Mansion》，位列二合品类第一，此后连续 9 个月领跑二合赛道，展现了较强的商业竞争力。

图表36: 《Travel Town》上线以来单月收入与单月下载量



资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

图表37: 《Travel Town》玩法与界面展示



资料来源: Travel Town, 华泰研究

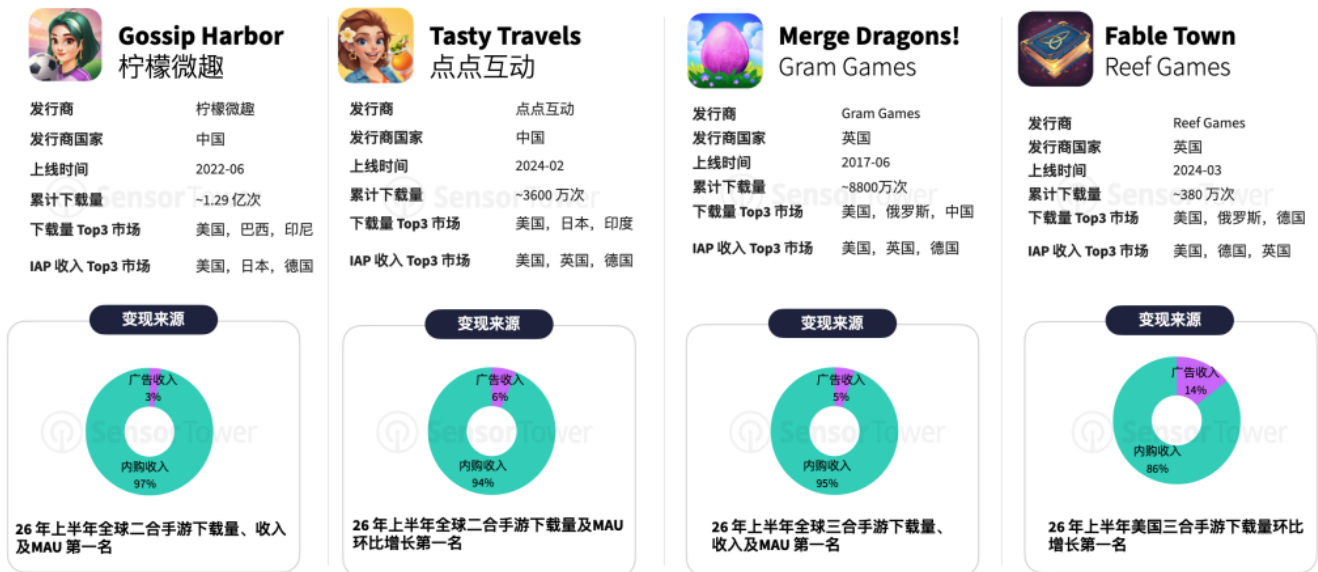
《Travel Town》的一大特色在于聚焦核心二合玩法，精简外围元素。与《Gossip Harbor》等游戏的经营装修玩法不同，《Travel Town》的城镇建设基本没有自定义选项，仅是解锁新物品生成器、推动主线发展的手段。与此同时，《Travel Town》围绕合成体验进行了大量底层数值优化。例如，开发团队通过长期测试，将棋盘空闲格数量控制在约 20%至 25%，在保证操作流畅性的同时维持适度空间压力，使玩家始终保持资源规划需求。此外，游戏于 2023 年率先推出 Power Boost（能量倍增器）机制，使玩家能够消耗更多能量直接获取高阶素材，在减少重复点击的同时加快资源循环速度。该机制随后迅速成为二合行业标准配置，也成为推动商业化效率提升的重要创新。然而作为早期入局者，近年来受《Gossip Harbor》等高密度运营产品冲击影响，以及产品本身进入生命周期中后期、内容更新节奏与活动密度难以与竞品抗衡，增长逐渐趋于平缓。

三、展望百亿美元级空间：从休闲玩法向高 LTV 内容型产品演进

3.1 混合商业化体系持续提升用户价值，付费点覆盖完整游戏生命周期

二合游戏当前已形成较成熟的混合变现体系（Hybrid Monetization），整体收入仍以 IAP（内购）为核心，IAA（广告）更多承担用户获取、用户分层及低付费用户变现功能。从商业化结构来看，当前头部二合产品已建立了一套覆盖用户完整生命周期的消费路径：新用户通过广告及低价礼包完成转化，中期用户通过资源消费形成稳定付费习惯，核心用户则通过活动和成长体系贡献高 ARPU。

图表38：二合游戏目前以 IAP 付费为核心



资料来源：Sensor Tower，华泰研究

1) 新用户主要通过 IAA 及小额付费实现流量变现。二合游戏具备较强的大众属性，大量用户属于轻度体验型玩家，其付费意愿有限。因此，头部产品通常保留激励视频广告作为补充收入来源，例如通过观看广告获取少量能量、额外奖励或活动积分，在降低流失率的同时实现低付费用户价值挖掘。同时，低门槛礼包、首充优惠等设计能够降低首次付费门槛，推动部分非付费用户向轻付费用户转化。

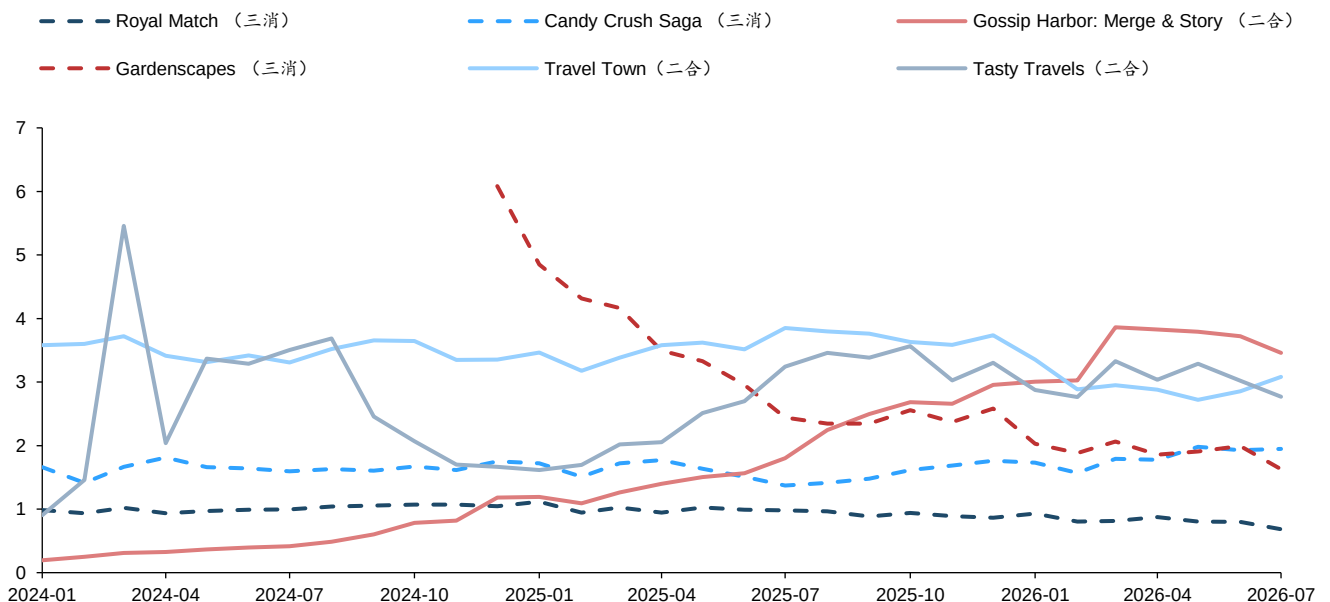
2) 中期用户主要贡献资源消费体系收入。随着游戏生命周期延长，玩家对于效率提升和进度推进产生持续需求，形成稳定消费习惯。围绕这一群体，厂商通常设计月卡、周礼包、能量包、资源礼包等高频消费商品，通过较低客单价、高购买频次提升用户贡献。相比传统休闲游戏依靠一次性广告曝光，二合游戏能够通过长期资源消耗机制不断创造消费场景。

3) 高价值用户则通过赛季体系和限时活动实现深度变现。头部产品通常借鉴 SLG 等重度品类经验，引入赛季通行证、排行榜竞争、限定装饰、高阶礼包等机制，提高核心玩家消费上限。尤其是在限时活动中，玩家往往已经投入大量时间完成阶段目标，此时通过购买礼包或活动货币完成最终奖励获取，能够显著提升单次消费金额。

从长期商业化趋势来看，二合游戏的 ARPU 已逐步超越传统三消，头部产品展现出更高的商业化效率和用户价值上限。根据 Sensor Tower，2025 年以来《Gossip Harbor》《Travel Town》《Tasty Travels》等头部二合产品 ARPU（以月活用户计算）整体维持在约 3 美元以上，明显高于《Royal Match》《Candy Crush Saga》等传统三消产品约 1-2 美元的水平，部分时期甚至达到其 2 倍左右。我们认为，这一差异的核心在于二合游戏已突破传统休闲游戏以购买体力、缩短等待时间或增加尝试次数为主的单一商业化模式，通过持续叠加剧情、经营、收集、装扮及实时运营等外围系统，使玩家的消费对象由单纯购买游戏资源进一步扩展至获取和推进游戏内容。

以《Gossip Harbor》《Tasty Travels》等产品为例，玩家付费目标已不再局限于获得更多能量，而是进一步服务于餐厅建设、区域解锁、剧情推进及限定内容收集等长期成长目标。相较于传统三消围绕单局或单关进度的资源型消费，二合游戏的付费行为更多与长期内容体验和成长进程绑定，因而具备更强的持续性和更高的用户生命周期价值。这一逻辑亦与 SLG 中的城市建设和战力成长存在一定相似性：玩家付费并非仅追求单次收益，而是通过缩短成长周期、加快内容解锁持续提升后续游戏体验。因此，我们认为二合虽然仍具备休闲游戏低门槛、碎片化的基本属性，但其商业化逻辑已逐步向中重度游戏模式演进。

图表39：头部二合游戏 ARPU 与三消对比（以月活用户口径计算）



资料来源：Sensor Tower，华泰研究

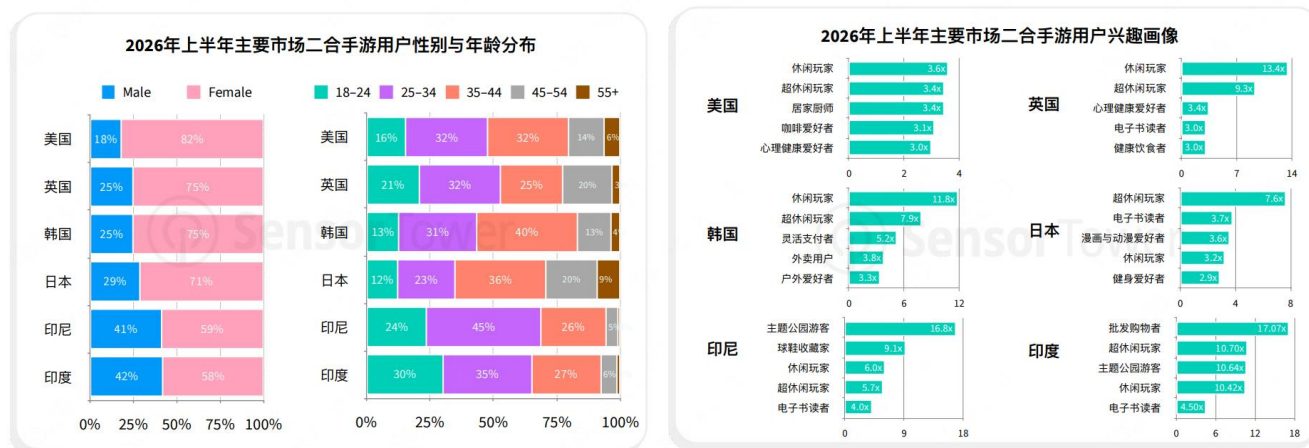
3.2 用户画像：女性及成熟年龄层构成核心用户，用户圈层仍具拓展空间

二合游戏的快速崛起，本质上来自其对传统休闲游戏未充分覆盖用户群体的挖掘。相比三消强调关卡挑战、SLG 强调策略竞争，二合通过低操作门槛、情绪价值和长期成长反馈，将用户范围进一步拓展至女性及成熟年龄层群体。

女性用户构成二合游戏最核心的消费群体，SensorTower《2026 年全球合成手游市场洞察报告》统计主要国家女性用户占比达 70%。相比传统游戏，如 SLG 等更强调竞争、操作和胜负反馈，二合游戏更加重视情感体验和成长反馈，因而女性玩家占比大幅领先。玩家通过不断完成订单、修复建筑、装饰空间、推进剧情，持续获得可视化的成长结果，而装修、收集、养成等外围系统进一步强化了玩家的投入感和成就感。尤其是在《Gossip Harbor》等产品中，厂商通过短剧化叙事、人物关系和家庭情感冲突增强剧情吸引力，使玩家消费目标由单纯完成任务逐渐转变为推动角色成长和探索故事发展，更契合女性用户对于情感陪伴、剧情体验和成就反馈的需求。

成熟年龄层用户亦构成重要增量群体。在欧美市场，二合游戏用户主要为 25-44 岁，在印度、印尼等新兴市场则以 18-34 岁为主。我们认为二合玩法规则极其简单，不存在复杂操作要求，也没有竞技压力，玩家可以根据自身时间自由安排游戏节奏，因此天然适配更广泛年龄层的休闲需求。同时，整理、收纳、合成等玩法具有较强的解压属性，叠加剧情推进和经营建设带来的长期目标，使产品用户年龄边界持续向 30 岁以上乃至 40 岁以上群体延伸。

图表 40：26H1 二合游戏主要用户画像



资料来源：Sensor Tower，华泰研究

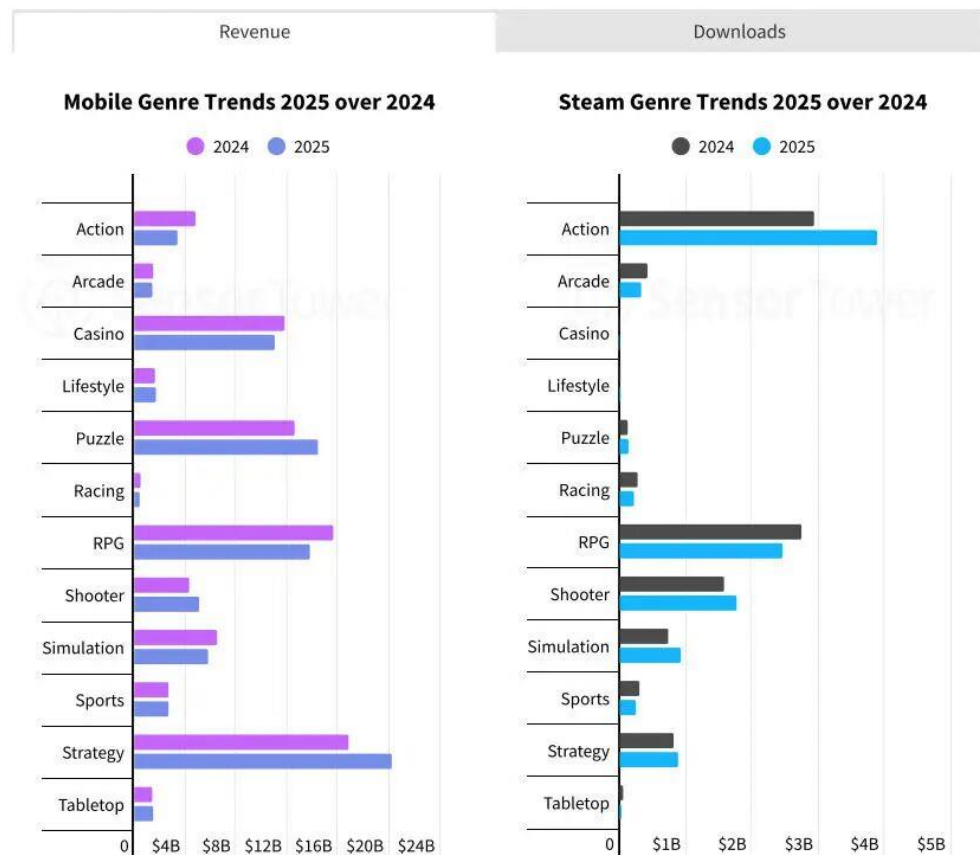
此外，我们认为目前二合游戏用户圈层仍具有进一步扩张空间。1) 二合游戏通过“合成+剧情+经营+养成”的融合模式，正在突破传统休闲游戏边界，逐步吸引短剧、女性泛娱乐以及模拟经营类用户。相比传统三消主要依靠关卡挑战驱动用户留存，二合通过角色成长、剧情推进和场景建设增强情感连接，使其具备承接泛娱乐用户的能力。2) 另一方面，我们认为二合仍具备向传统休闲用户迁移的空间，推动其成为覆盖更广泛休闲用户群体的新型内容载体。

3.3 市场空间：内容持续扩容，二合赛道仍处于成长阶段

我们认为，当前二合游戏仍处于成长周期。行业厂商经过多轮版本迭代，积累了海量内容储备、沉淀用户行为数据、形成稳定的运营体系，为长生命周期提供逻辑支撑。从已上线产品实际表现看，当前头部核心产品自 2022-2023 年上线至今，已经完整经历 4 个运营年度，仍处于高速增长状态中。新品方面亦呈现高景气度，以世纪华通 2023 年的产品《Tasty Travels》为例，截至 2026 年 6 月单月流水达 3000 万美元；华通新品《Hotel Legacy: Game》《Just Desserts》《Family Farm》均实现月流水数百万美元以上的成绩，证明二合新品仍在持续跑出。在此背景下，我们认为未来二合游戏的市场空间将主要来自产品内容深化、题材拓展、AI 赋能及渠道扩张四个方向。

二合品类有望继续承接泛休闲类市场用户迁移。我们认为，二合品类未来增长在于其通过“合成+剧情+经营+养成+策略”等融合玩法，持续突破传统休闲游戏边界，吸引更广泛的泛休闲用户群体。相比传统三消主要依靠关卡挑战、数值难度和胜负反馈驱动留存，二合游戏通过资源管理、空间规划、角色成长、剧情推进及场景建设等机制，进一步增强了长期目标感和情感连接，使其能够承接模拟经营、装饰养成、剧情互动等多个细分品类用户。同时，二合玩法保留了休闲游戏低门槛、碎片化的特点，又通过更丰富的系统深度提升用户生命周期价值，有望逐步扩大市场容量。

图表41：2025 年全球游戏品类流水对比



资料来源：SensorTower，华泰研究

产品形态持续丰富，有望进一步扩大用户边界。目前头部产品已逐渐形成两条不同的发展路径：一类以《Travel Town》为代表，更强调玩法体验，通过精细数值设计提升合成乐趣；另一类则以《Gossip Harbor》为代表，更强调剧情驱动，将短剧叙事、情感冲突与经营成长深度结合。我们认为，两种路径并非相互替代，而是分别覆盖不同用户需求，未来仍有望共同推动品类扩容。与此同时，产品题材也正持续突破传统家装、餐厅等领域。近年来已有产品逐步拓展至好莱坞娱乐、时尚换装、悬疑探案、监狱经营、美食经营等多个方向，并通过 IP 联动（如《Hello Kitty My Dream Store》）、异步竞技、排行榜、公会等外围玩法进一步增强社交属性，提高用户长期留存。

AI 有望进一步提升行业工业化效率。二合产品高度依赖广告素材测试、本地化运营和高频内容生产，AI 将在素材生成、剧情创作、美术资产制作、多语言适配等环节提升研发效率，同时优化买量 ROI。此外，小游戏等新渠道也具备较高适配性。二合玩法操作简单、碎片化属性强，与轻量游戏平台用户需求高度匹配。随着小游戏生态持续扩张，二合产品有望获得新的用户入口，并降低对于传统买量模式的依赖。

基于上述因素，我们对二合市场空间进行测算。我们认为二合品类的市场空间不应仅以传统 Puzzle 市场进行衡量，其成长路径更类似于 SLG，通过“核心玩法+外围系统”的融合不断拓宽用户边界。SLG 在发展过程中通过策略、战争、社交及养成等元素融合，逐步突破传统策略游戏边界并承接模拟经营、MMO 等品类用户；类似地，二合通过“合成+剧情+经营+养成+轻策略”的融合模式，正在从传统益智休闲向更广泛的泛休闲市场扩张。在用户层面，二者也实现了错位竞争：SLG 用户以男性为主，而二合女性用户占比较高，二合市场扩张有望通过融合型玩法覆盖更多此前未被充分触达的女性及泛休闲用户，从而打开更大的潜在用户池。具体看，我们通过对核心玩法重合度/用户需求迁移率/产品覆盖率/商业转化率假设进行敏感性测算，得出中期维度下：



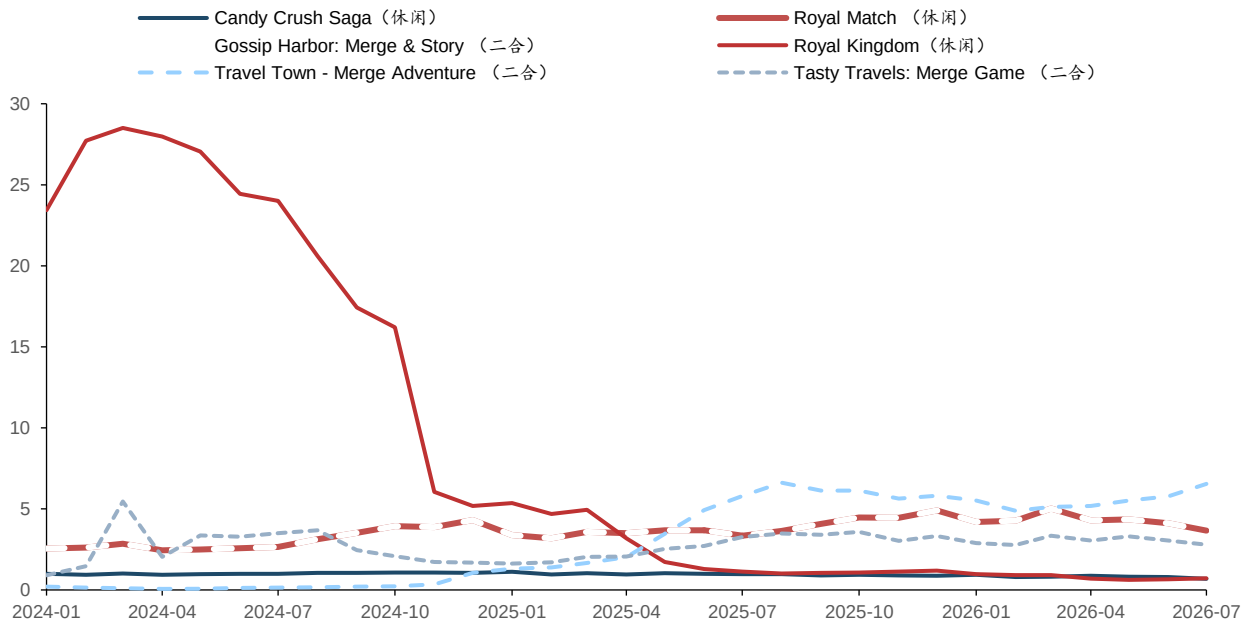
- 1) 休闲类游戏仍是二合最直接的用户迁移来源。二合的核心合成玩法与传统 Puzzle 具有较高重合度，同时通过订单、剧情、经营及养成等外围系统延长用户生命周期。根据 Sensor Tower 数据（下同），2025 年全球休闲类手游 IAP 收入约 170 亿美元（Puzzle+LifeStyle，缺乏博彩类游戏口径，总体口径略低于 Appmagic 数据 210 亿美元），在我们的中性/乐观假设下，二合游戏有望长期获取休闲类游戏市场 22%-33% 的份额，对应约 37-57 亿美元市场空间；

图表42：二合游戏在休闲类游戏市场潜在渗透率测算

假设指标	保守	基准	乐观	指标含义
核心玩法重合度	60%	70%	80%	合成/消除、关卡、资源获取等核心玩法与休闲玩法重合程度
用户需求迁移率	25%	30%	35%	休闲用户愿意尝试二合产品的比例
二合产品覆盖率	70%	80%	85%	二合产品对目标用户需求的覆盖程度
商业化转化系数	120%	130%	140%	二合用户ARPU相对于休闲用户的折算
最终渗透率	12.60%	21.84%	33.32%	前述指标乘积
休闲类游戏市场规模（亿美元）	170亿			
渗透空间（亿美元）	21	37	57	

资料来源：Sensor Tower，华泰研究

图表43：头部二合游戏 ARPU 与头部休闲游戏对比（以月活用户口径计算，单位：美元）



资料来源：Sensor Tower，华泰研究

- 2) 模拟经营是二合向泛休闲市场延伸的重要增量空间。随着《Gossip Harbor》《Travel Town》等产品不断强化建筑升级、场景建设、资源管理及经营成长等机制，二合与模拟经营品类的边界持续模糊，部分用户需求已经从单纯的合成消除转向“经营+成长+剧情”的复合体验。若以约 70 亿美元的全球模拟经营游戏市场作为潜在市场池，在我们的中性/乐观假设下，二合游戏有望长期获取 23%-33% 的市场份额，对应约 16-23 亿美元增量空间。

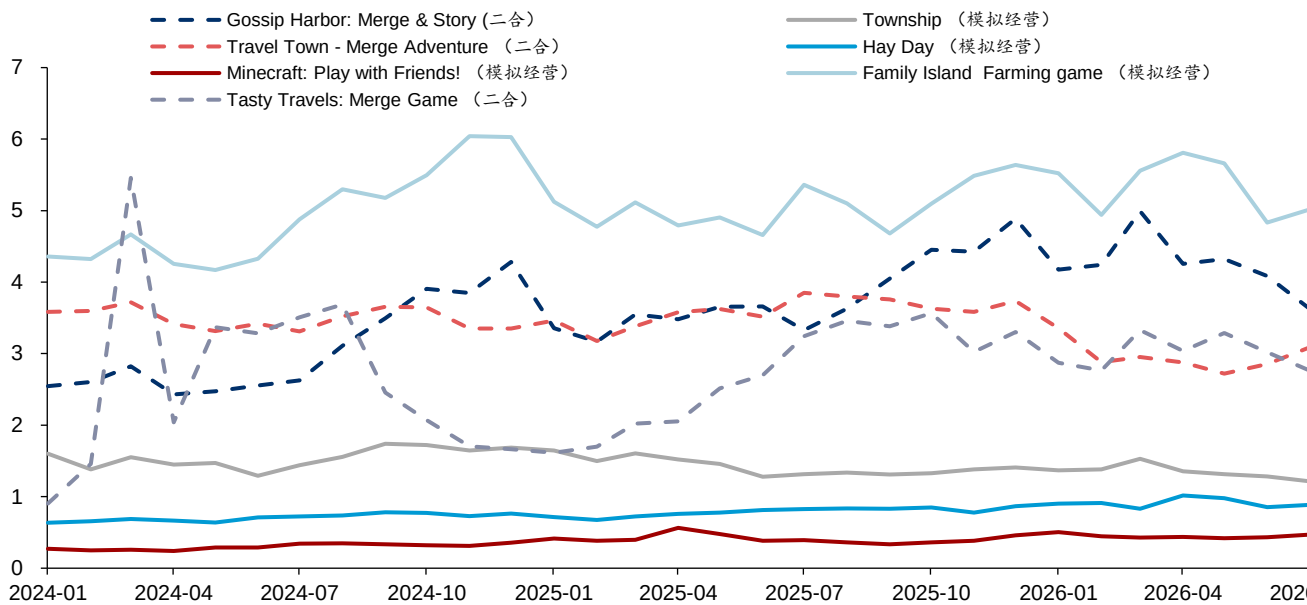


图表44：二合游戏在模拟经营类游戏市场潜在渗透率测算

假设指标	保守	基准	乐观	指标含义
经营需求重合度	55%	65%	75%	经营核心玩法与二合玩法重合程度
用户迁移率	25%	30%	35%	经营类游戏用户愿意尝试二合产品的比例
二合经营内容覆盖率	80%	90%	90%	二合产品对目标用户需求的覆盖程度
商业化转化系数	120%	130%	140%	二合用户ARPU相对于经营类游戏用户的折算
最终渗透率	13.20%	22.82%	33.08%	前述指标乘积
模拟经营类游戏市场规模（亿美元）	70亿			
渗透空间（亿美元）	9	16	23	

资料来源：Sensor Tower，华泰研究

图表45：头部二合游戏 ARPU 与头部模拟经营游戏对比（以月活用户口径计算，单位：美元）



资料来源：Sensor Tower，华泰研究

3) 轻策略元素有望进一步打开二合的用户及商业化边界。二合产品近年来逐步加入空间管理、资源规划、订单优先级、排行榜、异步竞技等机制，在保持低操作门槛的同时增加策略深度，使产品逐步具备轻策略属性。考虑到二合并非直接与传统4X、战争SLG竞争，我们仅考虑策略市场中与二合玩法及用户需求重合度较高的部分，及女性用户需求部分。若以约200亿美元的全球策略游戏市场作为参考市场，在我们的中性/乐观假设下，二合游戏有望长期获取10%-18%的份额，对应约20-35亿美元潜在空间。

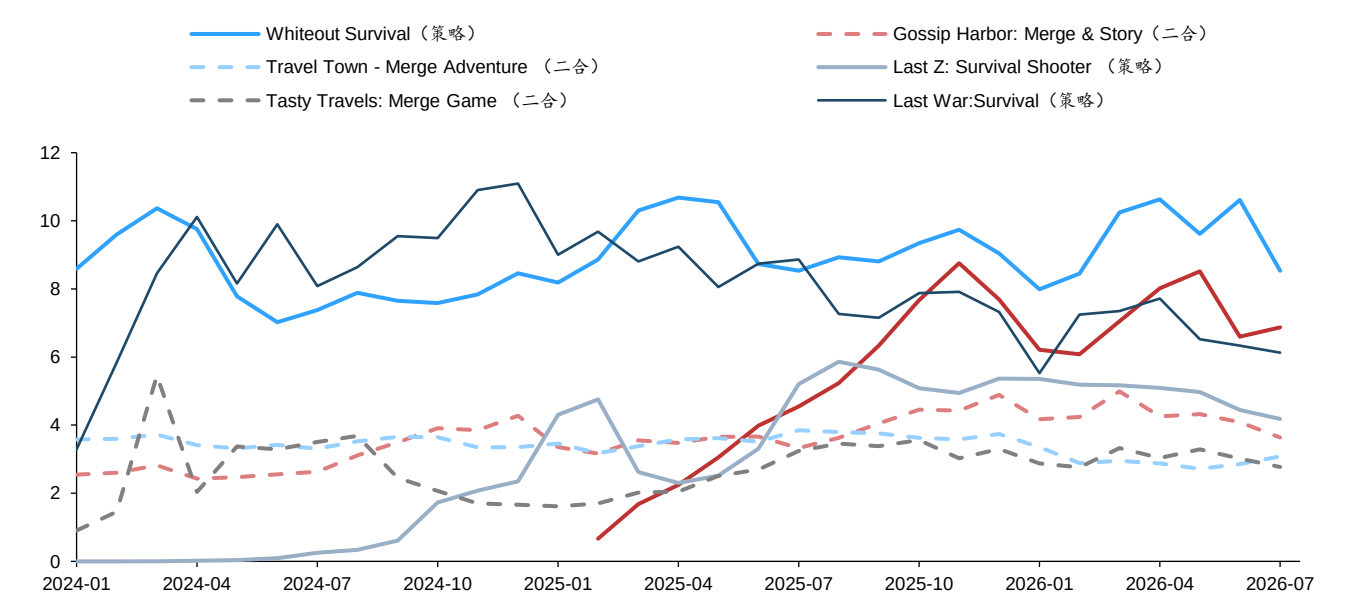


图表46：二合游戏在策略类游戏市场潜在渗透率测算

假设指标	保守	基准	乐观	指标含义
策略需求重合度	50%	60%	70%	策略核心玩法与二合重合程度
用户迁移率	25%	30%	35%	策略类游戏用户愿意尝试二合产品的比例
二合策略内容覆盖率	70%	80%	90%	二合产品对目标用户需求的覆盖程度
商业化转化系数	60%	70%	80%	二合用户ARPU相对于策略类游戏用户的折算
最终渗透率	5.25%	10.08%	17.64%	前述指标乘积
策略类游戏市场规模 (亿美元)	200亿			
渗透空间 (亿美元)	11	20	35	

资料来源：Sensor Tower，华泰研究

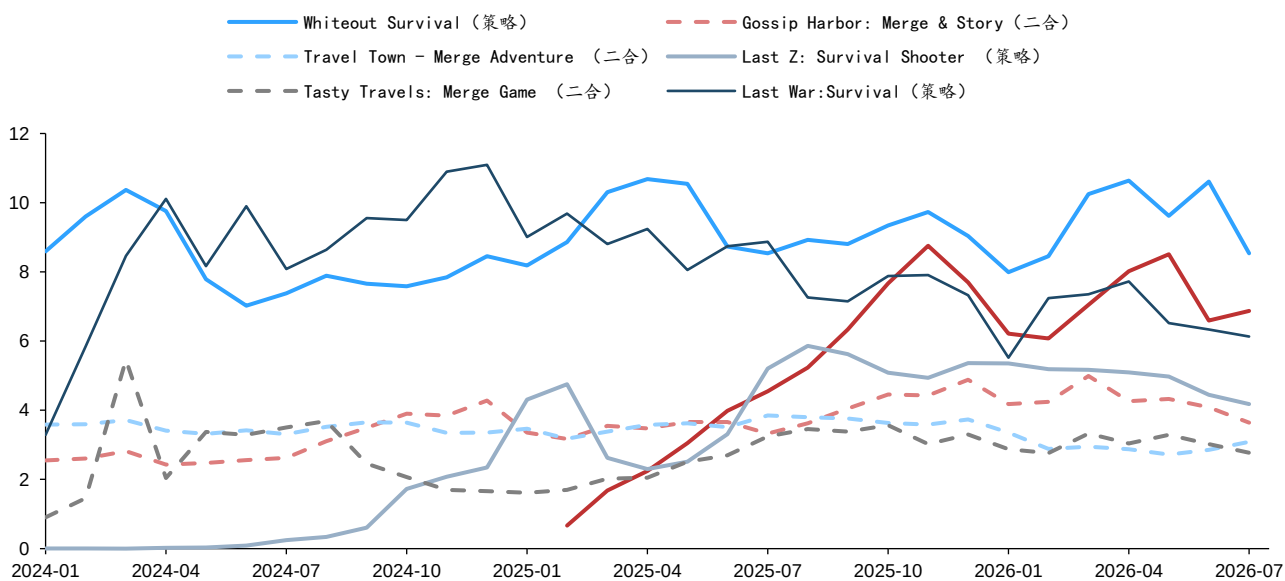
图表47：头部二合游戏 ARPU 与头部休闲游戏对比（以月活用户口径计算，单位：美元）



资料来源：Sensor Tower，华泰研究

综上，我们测算二合游戏空间可达 73-115 亿美元，对应相关市场渗透率 16.5%-26.1%。我们认为这一空间可以类比 SLG 由单一范式向融合玩法迭代扩张的历史发展路径：1) 从收入维度看，2025 年二合品类全球收入规模已达 14 亿美元，同比增速 80%；对比三消品类近三年约 50 亿美元的稳态收入，二合相对三消的收入占比已从 2023 年不足 10% 提升至接近 1/3，3 年维度下用户向融合玩法迁移的产业逻辑已经得到初步数据验证；2) 回溯 SLG 行业历史，品类本身整体增长见顶之后，依靠融合副玩法改造，25 年全球 SLG 流水单年实现约 30% 增量，该增量弹性对于我们二合渗透率假设的量级具备参考意义。

基于 80% 市占率假设，我们进一步测算中国厂商的收入空间中值为 75 亿美元。根据 Sensor Tower 统计，2025 年全球游戏畅销榜 TOP10 中，中国及中国香港厂商已占据 7 席，在 26H1 占据 6 席。我们估算，2025 年中国厂商约占全球游戏收入的 70%。未来伴随中国厂商持续发挥研发效率、买量能力及 LiveOps 运营优势，我们预计其全球市场份额有望进一步提升至 80% 左右。基于全球市场约 94 亿美元的中性预测，对应年中国厂商收入规模约 75 亿美元。

图表48：26H1 中国厂商占据二合手游 Top 10 中占 6 席


资料来源：Sensor Tower，华泰研究

投资建议

我们认为，二合游戏正推动全球休闲游戏从传统玩法驱动向内容驱动升级，核心投资逻辑主要包括：1) **品类空间扩容**，赛道由二合玩法向模拟经营、策略类玩法扩散，我们测算长期潜在市场空间可达 73-115 亿美元；2) **竞争壁垒由玩法转向工业化研运能力**，2025 年全球上线 200 余款二合新品中，仅 6 款月流水突破 10 万美元，成功率不足 3%，头部市场向具备内容生产、全球买量及高频 LiveOps 能力的厂商集中，其中中国厂商已占全球二合游戏收入约 70%；3) **长线运营持续抬升用户价值**，“合成+剧情+经营+养成”不断丰富内容消费场景，高频活动及持续内容更新有望延长产品生命周期、提升 LTV。我们重点推荐兼具全球化发行、规模化买量及长线运营能力的头部游戏公司：1) 直接受益于二合赛道增长并已形成头部产品矩阵的世纪华通；2) 具备全球化流量生态及平台级研发运营能力的腾讯；3) 拥有成熟全球买量体系和工业化发行能力的三七互娱。

腾讯游戏：依托海外并购完善二合赛道布局，平台生态赋能产品长线运营

1) 通过海外收购锁定标杆二合产品，搭建全球化休闲矩阵：腾讯借助 Supercell 先后收购《Mansion》开发商 Metacore、《Love & Pies》开发商 Trailmix，手握全球现象级二合标杆产品《Mansion》《Love & Pies》；旗下 Miniclip 持续孵化、发行混合休闲新品，依托海外渠道网络持续测试差异化二合题材。公司依托混元大模型与 VISVISE AI 工具链，实现二合游戏场景、道具、剧情素材自动化生产，缩短新品原型验证与版本迭代周期。

2) 长期看全球流量协同优势：腾讯拥有微信小游戏、海外休闲发行网络双重流量底座，能够实现二合产品多端同步测试、跨区域数据验证；依托海量休闲用户行为数据持续优化投放策略与分层运营。未来持续推进 AI 赋能 UGC 编辑器，降低轻度休闲内容创作门槛，持续孵化二合 + 解谜、二合 + 建造融合新品，依托全球发行网络拉长产品生命周期。

世纪华通：SLG 工业化能力平移至二合赛道，已跑出标杆级出海产品

1) 点点互动打造爆款二合产品矩阵，验证品类商业化能力：旗下《Tasty Travels: Game》融合美食、旅行、餐厅经营二合玩法，跻身全球二合手游收入第一梯队；公司同步推进多题材新品如《Hotel Legacy: Game》《Just Desserts》《Family Farm》，形成题材差异化布局。公司将 SLG 成熟的数据驱动研发、高频 LiveOps 运营体系平移至休闲赛道，依托 AI 资产平台实现场景、道具批量产出，支撑长线版本更新。

2) 全球化发行网络形成协同壁垒：Century Games 发行版图覆盖全球主要市场，具备成熟多区域本地化、投放优化体系。公司构筑“SLG + 休闲”双轮增长曲线，二合品类作为全新增长曲线，与《Whiteout Survival》《Kingshot》等长青产品实现投放、渠道、用户资源复用，持续挖掘海外女性休闲用户增量。

三七互娱：全球买量体系优势突出，储备多款二合新品发力出海休闲赛道

1) 依托“小七”大模型搭建休闲工业化管线，持续布局二合赛道：公司储备多款融合题材二合新品，如《Hope: Build & Story》等。此外公司 AI 工具全面应用于游戏概念美术、关卡素材、广告创意生成与多语言本地化，有效降低新品研发与投放试错成本，支撑内部赛马机制快速筛选潜力题材。

2) 全球化投放中台助力新品起量：公司拥有成熟全球买量体系，能够快速完成新品多区域灰度测试，精准筛选高潜力市场。过往代表作《Puzzles & Survival》成功验证出海方法论，未来有望将融合设计思路复制至二合赛道，探索二合+生存、模拟经营创新模式，优化海外收入结构，打造第二增长曲线。



图表49：重点公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
世纪华通	002602 CH	买入	13.92	24.52	102,600	0.76	1.22	1.47	1.65	18.30	11.38	9.49	8.44
腾讯控股	700 HK	买入	447.80	632.70	4,076,389	28.58	28.87	28.47	33.52	13.55	13.42	13.61	11.56
三七互娱	002555 CH	买入	18.17	22.25	40,196	1.31	1.24	1.25	1.37	13.86	14.70	14.53	13.23

图表50：重点公司最新观点

股票名称	最新观点
世纪华通 (002602 CH)	世纪华通发布 2025 年报及 2026 年一季报，公司 25 年全年实现营业收入 378.98 亿元 (yoy+67.55%)；归母净利润 56.05 亿元 (yoy+362.02%)，符合业绩预告区间 (55.5-69.8 亿)；扣非后归母净利润 56.38 亿元 (yoy+243.12%)，低于业绩预告下沿 (区间 58.0-63.3 亿)；26Q1 实现营业收入 110.10 亿元 (yoy+35.2%, qoq+3.1%)；归母净利润 20.27 亿元 (yoy+50.2%, qoq+62.4%)；扣非后归母净利润 19.78 亿元 (yoy+46.9%, qoq+47.2%)。公司收入与利润延续高增长态势，主要受益于核心游戏产品流水强劲释放、海外业务持续扩张及经营效率提升。我们看好公司全球化游戏发行能力，维持“买入”评级。 我们认为公司全球化竞争力突出、休闲类游戏即将成为第二增长曲线，我们调整 26-27 年归母净利润预测为 90.1/108.1 亿元 (前值为 86.1/106.4 亿元，上调幅度 4.7%/1.7%)，并新增 28 年归母净利润预测为 121.6 亿元。当前可比公司 2026 年平均 PE 为 16.1X (前值为 26 年 20.5X)，考虑公司已进入规模效应释放阶段，给予公司 26 年 20XPE (前值 26 年 21X)，维持目标价 24.52 元。 风险提示：新品上线表现不及预期、买量成本提高、行业政策风险。 报告发布日期：2026 年 04 月 30 日 点击下载全文：世纪华通(002602 CH,买入)：期待休闲赛道成为第二增长曲线
腾讯控股 (700 HK)	腾讯 2Q26 业绩：营收同增 11%，高于 VA 一致预期 1% (下同)。分业务看，VAS、广告、金科收入分别同比增长 8/22/9%，对应毛利率同比改善 3.5 /-0.2/0pct。经调整归母净利润同增 8.5% (符合预期)；剔除 AI 产品后经调整经营利润同增 19%至 861 亿。展望 26-27 年，腾讯 Capex 爬坡与收入兑现存在时间错配，拖累整体利润增速；然而我们看好公司长期投资价值，同时公司的主业利润率仍在上升通道。近期积极因素：① WorkBuddy 凭借开放的平台化模式率先突围；②混元 3 正式版性能跃升，管理层表示大参数模型混元 4 有望于年底发布，规划未来步入第一方阵。维持“买入”评级。 展望 26-28 年，我们上调腾讯营收 1/1.3/1.4%，主因腾讯长期 AI 能力有望改善并释放利润，下调经调整归母净利润 2.1/7.4/4.9%至 2623 亿、2586 亿与 3045 亿元，主因 Capex 投入持续增加，带动折旧费用攀升。我们根据 SOTP 估值，给予腾讯目标价 632.7 港币 (前值 654.78 港币)，对应腾讯 26 年 18.8 倍 PE 估值 (前值对应 19.2 倍)。维持“买入”评级。 风险提示：AI 投入导致利润低于预期，新游匮乏导致流水不及预期，宏观因素导致广告增长低于市场预期，AI 迭代不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 13 日 点击下载全文：腾讯控股(700 HK,买入)：2Q 业绩符合预期, AI 加码推升 Capex
三七互娱 (002555 CH)	三七互娱发布 2026 年半年报，公司 26H1 实现营业收入 72.75 亿元 (yoy-14.3%)，归母净利润 17.66 亿元 (yoy+26.1%)；其中 26Q2 收入 35.54 亿元 (yoy-16.2%, qoq-4.5%)，归母净利润 8.93 亿元 (yoy+4.9%, qoq+2.3%)，扣非后归母净利润 4.06 亿元 (yoy-52.2%, qoq-33.4%)。公司收入仍受到长线产品流水自然回落及新品处于引入期的影响，但后续海外新品《Last Asylum: Plague》《RO 仙境传说：世界之旅》等有望逐步释放增量。我们认为，公司新一轮产品周期仍在推进，维持“买入”评级。 公司新产品周期仍处于逐步释放阶段，海外 SLG、RPG 及休闲产品矩阵持续完善，AI 赋能有望进一步提升研发、素材生产及发行效率。考虑老游戏生命周期及新产品投入，我们小幅下调公司 26-28 年归母净利润预测为 27.34/27.66/30.39 亿元 (前值为 31.92/34.60/37.26 亿元，下调幅度为 -14.3%/-20.06%/-18.44%)。当前可比公司 2026 年平均 PE 为 13.0X (前值为 26 年 14.7X)，考虑公司新品储备丰富、海外增长确定性较高，并具备 AI 赋能估值溢价空间，给予公司 26 年 18X PE，下调目标价至 22.25 元 (估值前值 19.6X PE，目标价 28.25 元)，维持“买入”评级。 风险提示：新品上线表现不及预期、买量成本提高、行业政策风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 26 日 点击下载全文：三七互娱(002555 CH,买入)：关注新品起量进展

风险提示

行业竞争加剧：二合游戏商业模式已逐步成熟，吸引行业厂商进入赛道。若买量成本进一步提升、新产品同质化程度加深，或影响行业整体盈利能力。

海外市场经营风险：当前头部二合产品收入主要来自海外市场，未来若海外宏观经济波动、汇率变化、平台政策调整或地区监管趋严，可能影响产品发行节奏及商业化表现。

宏观环境变动：全球宏观环境变动，或影响个股买量成本、玩家付费意愿等诸多因素。

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、田鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、田鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司