

迈入景气周期，关注产业趋势与产品潜力 ——游戏行业研究框架

2025/8/25

行业评级：增持

姓名：陈筱（分析师）

邮箱：chenxiao@gtht.com

电话：021-38675863

证书编号：S0880515040003

姓名：杨昊（分析师）

邮箱：yanghao4@gtht.com

电话：021-38032025

证书编号：S0880524020001

投资要点（行业评级：增持）

01

游戏产业链：研发与发行为核心

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

02

行业研究重点指标：政策、景气度、竞争格局

政策端重点关注政策态度和版号供给，近两年来看转向积极，对后续游戏行业景气周期提供了铺垫；产业景气度来看，国内游戏行业市场规模积极向上，其中移动游戏回暖显著，客户端产品稳中有升；格局方面，RPG与SLG供给丰富；腾讯网易份额占据优势，点点互动凭借出海产品快速提升排名。

03

游戏公司研究：以游戏产品为核心的指标观察

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

04

研究与投资思路：游戏产业趋势的判断

1) 用户重度化：小游戏平台付费呈现增加趋势，优质产品带动PC、多端产品市场发展；2) 玩法创新：通过轻量化、休闲玩法+的方式，SLG可以实现用户破圈，突破品类天花板；3) 潜力消费群体：女性用户群体需求与女性向产品的空间；4) 技术变革：AI技术能够从生产和游戏体验环节为游戏行业带来增量。

风险提示：游戏行业竞争加剧，产品开发进展不及预期，AI技术落地不及预期

目录 / CONTENTS

01 游戏产业链：研发与发行为核心

02 行业研究重点指标：政策、景气度、竞争格局

03 游戏公司研究：以游戏产品为核心的指标观察

04 研究与投资思路：游戏产业趋势的判断

01

游戏产业链：研发与发行为核心

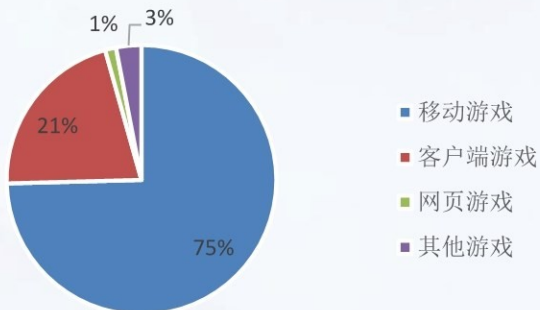
01 游戏大类：移动、联网、内购制游戏为主流

行业报告《迈入景气周期，关注产业趋势与产品潜力》

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

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

图：按平台的游戏分类



图：按联网与否及对抗方式的游戏分类

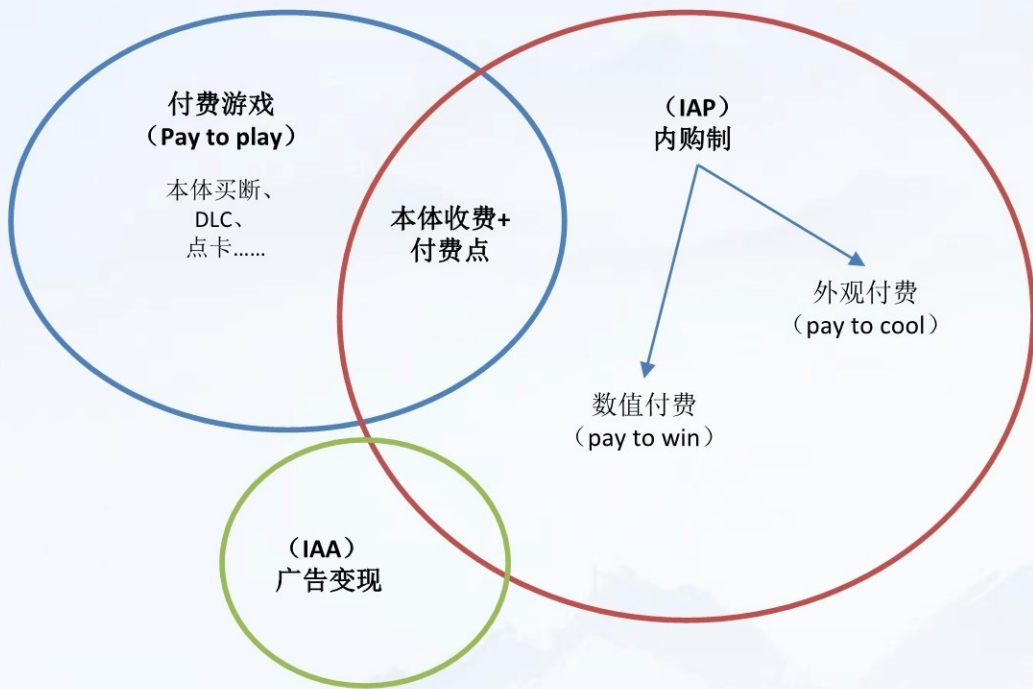
	PVE	PVP	PVPVE
单机游戏	内容向，如《黑神话》	本地联机对抗，如《拳皇》	-
网络游戏	MMO合作刷副本	大多数游戏所属品类，如MOBA、大逃杀、SLG等	加有NPC的PVP，多方对抗，如搜打撤

资料来源：游戏工委，伽马数据，国泰海通证券研究整理

3) 按变现方式分类：包括付费游戏、内购付费、广告变现三大类。

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

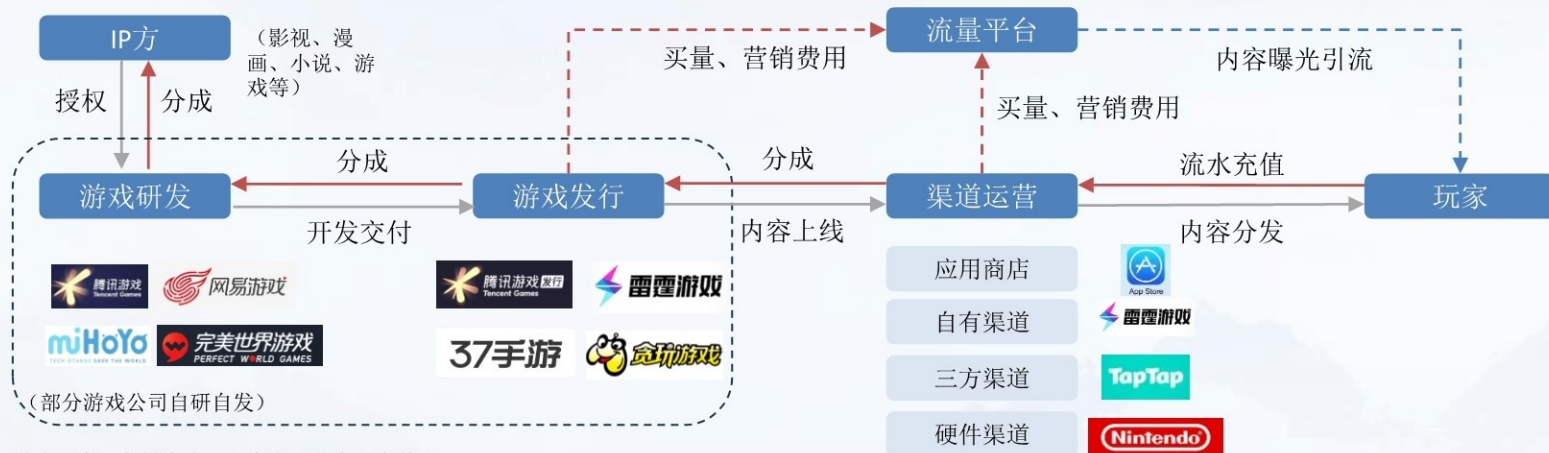
图：按变现方式的游戏分类



资料来源：游戏陀螺，吉比特2024年报，国泰海通证券研究整理

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

图：游戏产业链梳理



资料来源：游戏观察，艾媒咨询，国泰海通证券研究整理

02

行业研究重点指标：政策、景气度、竞争格局

1) 政策态度是游戏行业的重要先行指标，自2025年开始趋于乐观

2023年之前游戏行业所面临的政策主要围绕未成年人防沉迷等方面，以规范化为主。经历多年调整后，政策端开始向积极鼓励过渡，如2025年《提振消费专项行动方案》《网络出版科技创新引领计划》开始鼓励游戏消费与创新。随后多个地方也推出当地的游戏鼓励政策。

表：我国游戏行业相关政策态度开始转向积极鼓励

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

资料来源：中华人民共和国中央人民政府，国家新闻出版署，国泰海通证券研究

表：多地方开始推出支持游戏产业发展政策

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

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

2) 版号发放影响供给端节奏，目前趋于稳定

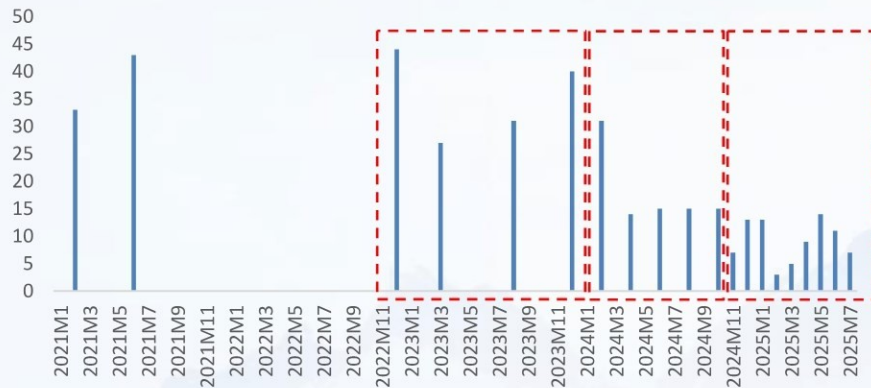
游戏版号是国家新闻出版广播电影电视总局同意相关游戏出版上线运营的批准文件，能够影响未来一段时间游戏产品上线数量的上线，同时也会对相关公司的项目规划产生影响。

版号分为国产版号和进口版号，前者经历过数次停发波动，而自2023年12月开始稳定每月发放90个以上，每月维持同比增长；后者自2023年12月开始发放频率提升至每两月一次，2024年11月开始变为每月一次。

图：国产版号自2021年1月以来的每月发放个数（单位：个）



图：进口版号自2021年1月以来的每月发放个数（单位：个）



资料来源：国家新闻出版署，国泰海通证券研究

大盘景气度：行业数据来看移动端回暖，客户端稳中有增

行业报告《迈入景气周期，关注产业趋势与产品潜力》

年对年来看，游戏行业整体保持向上，特别是24年开始趋势向好。游戏行业除2022年有所下滑，其他年份均保持增长，2024年中国游戏市场实际销售收入3257.8亿元，达到新高，同比增长7.5%。

移动游戏占比近几年稳定在75%上下，增速放缓。中国移动游戏市场自2014年以来经历了大幅度的增长，2024年收入2382亿元，同比增长5%，占比73.1%，同比减少1.8pct

图：2014-2024年中国游戏市场实际销售收入



图：2014-2024年中国移动游戏市场收入



资料来源：游戏工委，伽马数据，国泰海通证券研究

大盘景气度：行业数据来看移动端回暖，客户端稳中有增

行业报告《迈入景气周期，关注产业趋势与产品潜力》

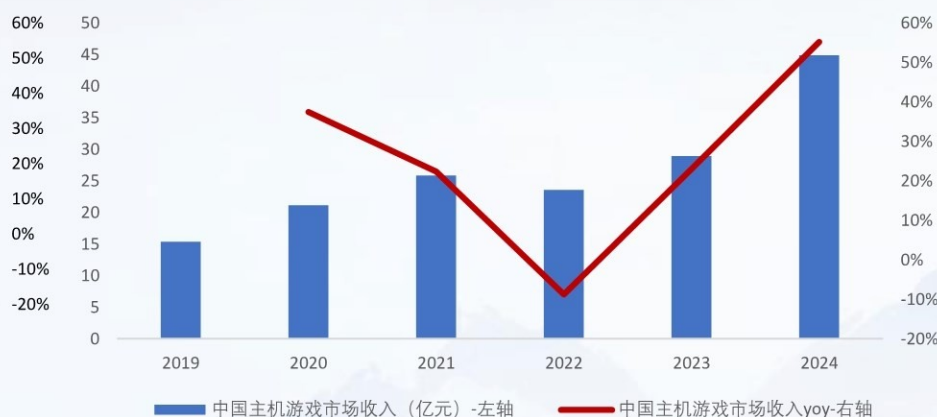
客户端游戏需求稳定，近年有增长趋势。客户端游戏规模自2021年起稳步提升，虽然增速不超过8%，但需求保持稳定，其占比也在近几年稳定20%-23%，2024年收入达680亿元。

重点产品拉动，主机游戏收入快速增长。中国主机游戏市场规模较小，2023年之前一直不超过30亿元，而2024年重磅产品《黑神话：悟空》的出现带来显著拉动，2024年市场收入跃升至45亿元，同比增长达55%。

图：2014-2024年中国客户端游戏市场收入



图：2014-2024年中国主机游戏市场收入



资料来源：游戏工委，伽马数据，国泰海通证券研究

大盘景气度：行业数据来看移动端回暖，客户端稳中有增

行业报告《迈入景气周期，关注产业趋势与产品潜力》

月度数据来看，移动端季节性波动更加明显：

- 移动游戏市场收入体量更大，如2025年6月超过200亿营收，但随着产品周期和淡旺季会有所波动，如1-2月春节和7-8月暑期处于旺季，而3-4月和10-11月是比较明显的淡季。
- 客户端产品收入体量较小，2025年6月58.66亿，但相对稳定，几乎没有波动，同比也维持稳定的小幅增长趋势。

图：2023.01-2025.06中国移动端游戏市场收入



图：2023.01-2025.06中国客户端游戏市场收入

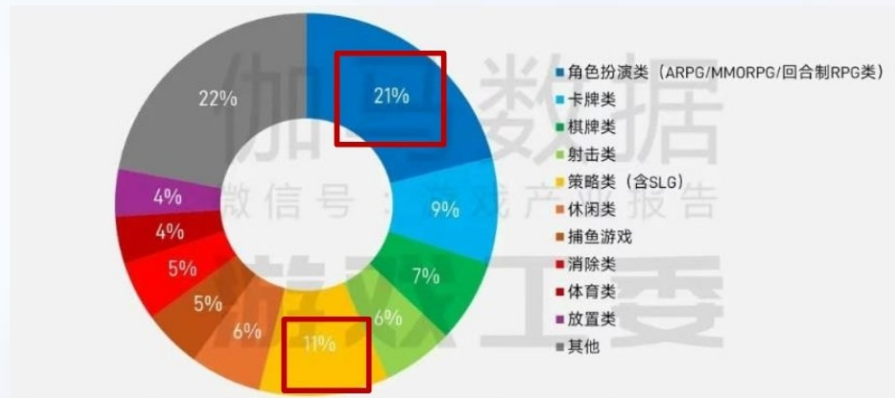


资料来源：游戏工委，伽马数据，国泰海通证券研究

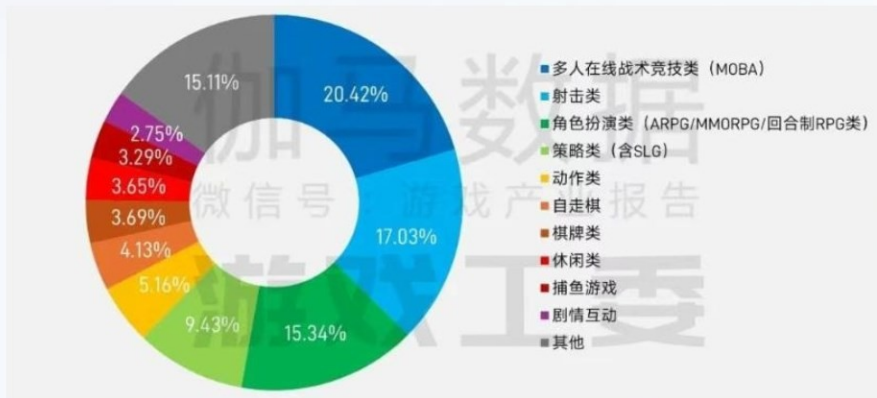
从数量占比上看，RPG与策略类占优。根据2025年1-6月游戏收入前100的游戏分析，其中21款是RPG产品，11款是策略类，9款是卡牌，这三类产品的供给相对丰富、格局分散。

从收入占比上看，MOBA与射击类占优。同样是根据收入前100的游戏分析，收入的20.42%被《王者荣耀》《英雄联盟手游》为代表的MOBA产品收走，17%归于射击类，其在前100产品中也仅有6款，第三名的RPG赛道亿元21%的产品数量收货15.34%的收入，MOBA和射击类两个赛道体现出极高的单体创收能力。

图：2025年1-6月收入前100移动游戏产品类型占比



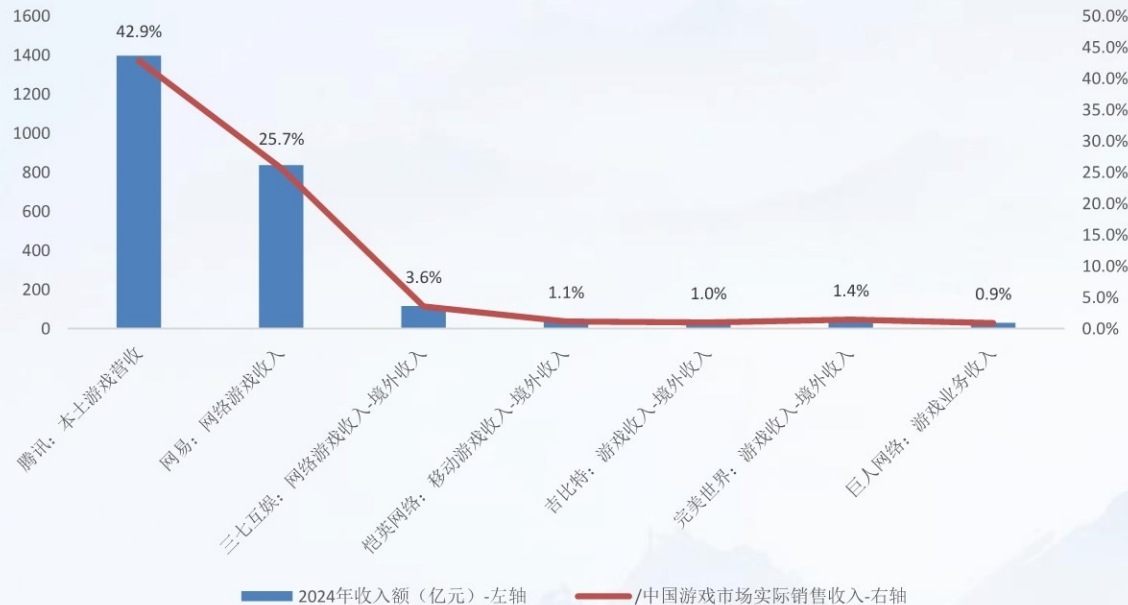
图：2025年1-6月收入前100移动游戏产品收入占比



资料来源：游戏工委，伽马数据

2024年本土游戏收入对比来看，腾讯网易占据60%。2024年中国游戏市场实际销售收入3258亿元，而腾讯本土游戏营收与网易的网络游戏收入分别为1397亿元和836亿元，占总市场份额42.9%和25.7%，其余A股公司国内游戏收入占比均不超过4%。

图：2024年主要游戏公司“本土游戏收入”规模及相对市场份额比例



注：不同公司从流水到收入的确认方法不完全一致，以及大多公司并无独立的国内游戏收入披露口径，此处取各公司接近“本土游戏收入”概念的指标计算方式

资料来源：游戏工委，伽马数据，各公司财报，Wind，国泰海通证券研究

全球移动端收入来看，腾讯网易米哈游稳居前三，点点、心动、哔哩哔哩崛起。根据sensor tower的2024年中国手游发行商收入排名，前三分别是腾讯、网易、米哈游，排名较23年持平。

上市公司中，点点互动（ST华通）凭借《无尽冬日》的优秀表现提升至第4，心动网络、哔哩哔哩排名也有提升显著，另外靠前的还有第6名的三七互娱、第9名的壳木游戏（神州泰岳）、第29名的雷霆网络（吉比特）。

图：2024年中国手游发行商收入TOP30（全球App Store+Google Play）

1	腾讯	-	16	江娱互动	▼
2	网易	-	17	IGG	▼
3	米哈游	-	18	露珠游戏	▲
4	点点互动	▲	19	麦吉太文	▼
5	莉莉丝	-	20	心动网络	▲
6	三七互娱	▼	21	乐元素	▼
7	Joy Net	▲	22	哔哩哔哩	▲
8	柠檬微趣	▲	23	Tap4Fun	▼
9	壳木游戏	-	24	友塔游戏	▼
10	灵犀互娱	▼	25	朝夕光年	▼
11	叠纸网络	▲	26	库洛游戏	▲
12	悠星网络	▼	27	Mattel163	▲
13	途游游戏	▼	28	星合互娱	▼
14	沐瞳科技	-	29	雷霆网络	▼
15	海彼游戏	-	30	游卡网络	▲

资料来源：sensor tower

海外市场收入自2024年开始重启增长。游戏出海在2014-2021年间维持每年15%以上的同比增速，2022-2023年有所下滑，但2024年开始重启增长，达到185.6亿美元的新高，最新2025上半年来看，半年收入95亿美元，同比增长11.1%。

从榜单来看，出海产品与公司较为多元化。除了腾讯、网易、米哈游之外，还有点点互动、壳木游戏、三七互娱等公司有产品进入前30，品类也包括SLG、射击、二次元、消除、模拟经营等多个品类。



图：2024年中国手游收入TOP30（海外App Store+Google Play）

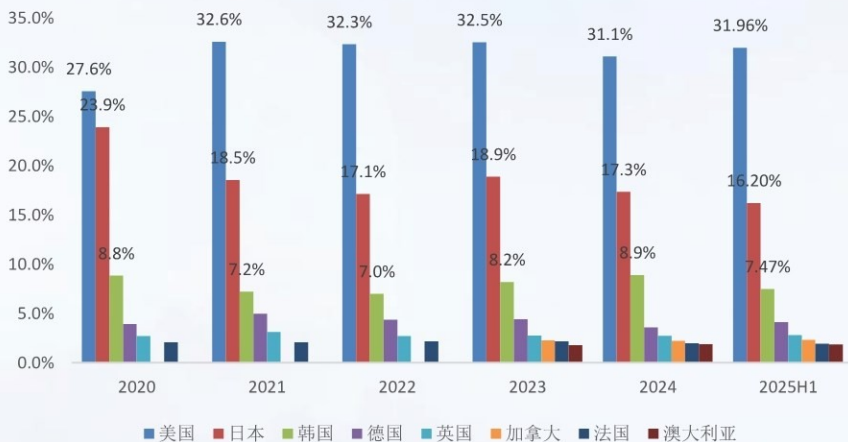


资料来源：游戏工委，伽马数据，sensor tower，国泰海通证券研究

美国、日本、韩国地区是出海重要地区。最新的2025年上半年，出海收入的地区占比中，美国仍然保持第一，占比31.96%，日本、韩国分列二三位，分别为16.2%和7.47%，相对有小幅下降，其余出海重点地区还包括德国、英国、加拿大、法国等欧美地区国家。

策略赛道比重进一步提升。策略类（含SLG）、射击类、角色扮演类是中国移动游戏出海稳定的前三品类，近几年来策略类赛道进一步扩容，2025上半年占比已经达到43.33%，后两者则有小幅度下滑。

图：2020-2025H1中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布



图：2020-2025H1中国自主研发移动游戏出海收入前100类型收入分布



资料来源：游戏工委，伽马数据，sensor tower，国泰海通证券研究

03

游戏公司研究：以游戏产品为核心的指标观察

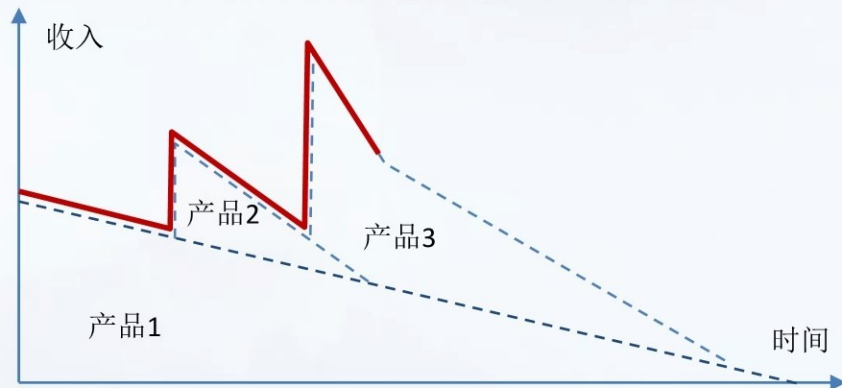
01 游戏公司收入的拆分：流水堆叠的模型

行业报告《迈入景气周期，关注产业趋势与产品潜力》

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

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

图：游戏公司的收入是由不同产品的收入堆叠而成



资料来源：国泰海通证券研究整理

图：游戏公司收入拆分模型

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

产品排期（爆款能力）

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

长线运营能力

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

就单个产品而言，收入的本质是量（MAU）与价（ARPU）的结果，拆分来看

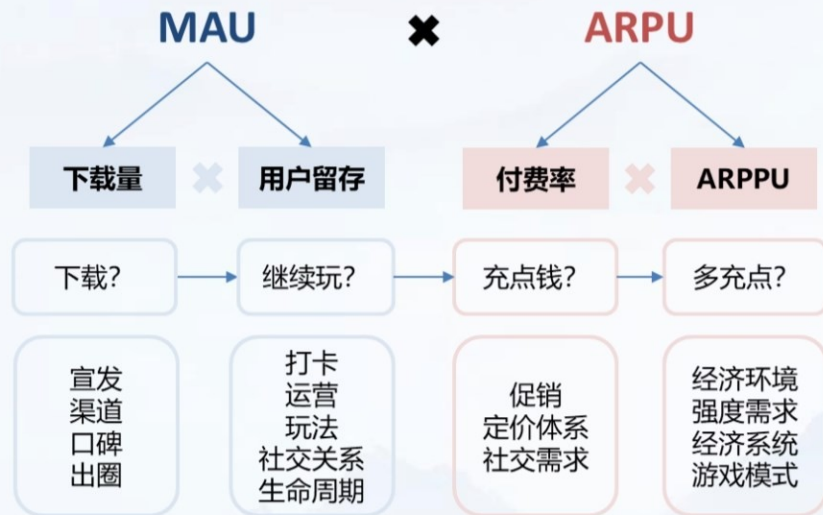
- MAU对应用户的决策是下载并留下的过程，前者要求公司在宣发、渠道、口碑等方面触达尽可能多的目标用户群体，后者则考察产品运营能力，让玩家尽可能的留下，二者也存在一定的矛盾关系，如用户过于泛化可能导致留存困难。
- ARPU对应用户的付费决策，产品可能通过促销、首充等方式提升用户的付费比例，要让ARPPU进一步提升，则要求付费内容具备独特性，如能够显著提升游玩体验（强度）或有独特设计（抽卡模式、高质量的皮肤等）。

收入 =

用户决策

因素

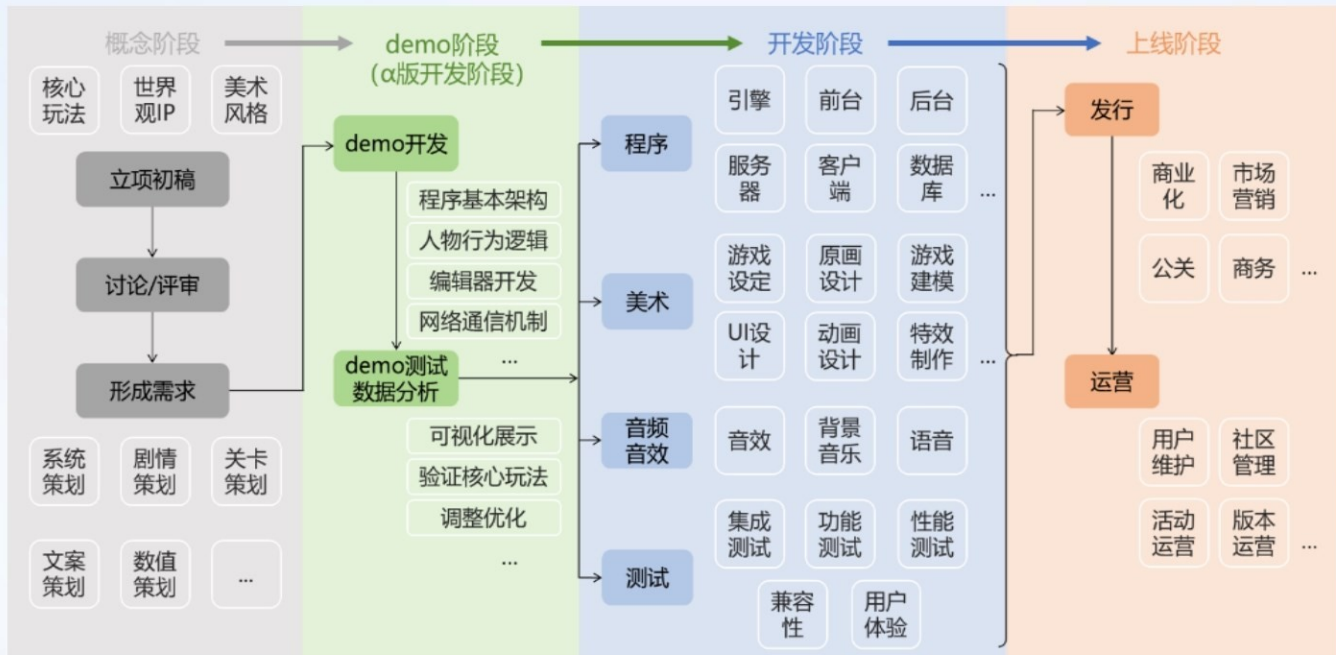
图：游戏产品收入拆分模型



资料来源：国泰海通证券研究整理

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

图：游戏项目从构思到上线流程



资料来源：GameShark、腾讯天美工作室、国泰海通证券研究整理

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

图：游戏公司披露的产品清单（恺英网络2024年年报）

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
梁山传奇	增加收益+打造品牌	已上线	实现稳定收益	增强现金流+持续稳定收益
彩虹艇	增加收益+打造新生态圈	已上线	IP 游戏化，获得高流水	拓展新品类赛道，持续稳定收益
王者传奇 2	战略布局+打造品牌	开发后期	获得长期盈利及品牌影响力	巩固传奇市场，保持稳定收益
纳萨力克：崛起	打造品牌	开发后期	IP 游戏化，获得高流水	战略转型，拓展新品类赛道，持续稳定收益
斗罗大陆：绝世唐门	打造品牌	开发后期	IP 游戏化，获得高流水	打破技术壁垒，提升市场竞争力
盗墓笔记：启程	打造品牌	开发后期	IP 游戏化，获得高流水	战略转型，拓展新品类赛道，持续稳定收益
代号：红月	战略布局+打造品牌	开发后期	获得 IP 玩家忠诚度	拓展老 IP 矩阵，打造新玩家新生态，加速全球化布局
代号：龙族	战略布局+打造品牌	开发后期	获得 IP 玩家忠诚度	拓展老 IP 矩阵，打造新玩家新生态，加速全球化布局
代号：新纪元	战略布局+打造品牌	开发后期	实现稳定收益	增强现金流+扩大市场份额
代号：墨墨	多元化布局	开发中期	新赛道布局，获得高流水	经典 IP 改编，促进多元化发展，拓展新品类赛道
大富翁：头号赢家	多元化布局+打造品牌	开发后期	新赛道布局，实现稳定收益	探索轻量化赛道
代号：黑猫	多元化布局	开发初期	新赛道布局，实现稳定收益	促进公司多元化发展，拓展新品类赛道
代号：龙之谷	增加收益+打造品牌	开发初期	挖掘用户，获得高流水	端游 IP 改编，打造新生态
代号：希望	增加收益+打造品牌	开发初期	新赛道布局，实现稳定收益	促进公司多元化发展，拓展新品类赛道
代号：射雕	增加收益+打造品牌	开发初期	IP 游戏化，实现稳定收益	经典 IP 改编，拓展新品类赛道

表：游戏产品研发阶段可以关注的维度与指标

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

资料来源：恺英网络2024年财报、新浪财经、苏州工业园区管委会、白鲸出海、游侠网、国泰海通证券研究

营销买量支出：游戏行业是互联网流量平台的重要客户，游戏产品一般在上线前就会开始买量投放，后续也会持续投放以获取用户。

- 根据AppGrowing的数据，在主要流量平台如巨量、腾讯、百度、快手上，游戏APP的投放数量都是远高于其他行业。同比来看，2025年1-6月游戏全网在投APP数量都有高于2024年同期，体现了更加丰富和积极的游戏供给。

图：2025年VS2024年 游戏全网在投APP数趋势



资料来源：AppGrowing

图：2025年上半年重点流量平台行业APP数分布



图：2025年上半年手游推广榜



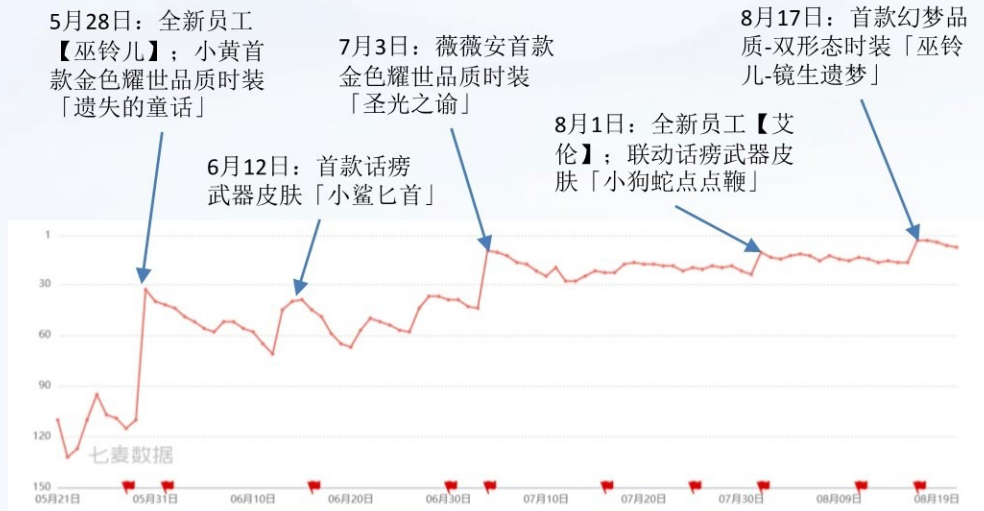
版本更新：游戏上线后会持续进行版本和内容的更新，提前关注版本更新的内容和时间节点，可能对产品用户高峰或流水高峰产生前瞻预期。

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

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



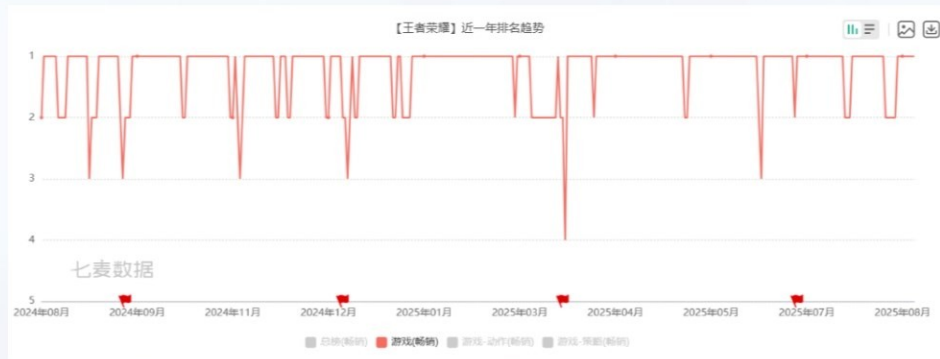
图：《超自然行动组》5月以来的几次重要更新带来iOS游戏畅销榜排名的提升



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

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

图：近一年来看，《王者荣耀》稳居iOS游戏畅销榜前列（截至2025年8月20日）



资料来源：七麦数据

图：2025年8月19日，腾讯新产品《无畏契约：源能行动》上线后空降国内iOS免费榜首

#	应用	总榜	游戏榜	分类排名
1	无畏契约：源能行动 AD Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	1 总榜	1 游戏	1 动作
2	三角洲行动 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	16 总榜	2 游戏	2 动作
3	果汁消不停 旭恒 李	32 总榜	3 游戏	1 休闲
4	我的花园世界 AD 厦门鼓浪屿网络科技有限公司	40 总榜	4 游戏	2 休闲
5	超自然行动组 AD 巨人网络科技有限公司	44 总榜	5 游戏	1 冒险
6	和平精英 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	69 总榜	6 游戏	3 动作
7	王者荣耀 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	74 总榜	7 游戏	4 动作
8	蛋仔派对 网易移动游戏	79 总榜	8 游戏	2 家庭聚会
9	我的世界：移动版 网易移动游戏(MC)	104 总榜	9 游戏	1 角色扮演
10	整理来解压 - 收纳 BoomLabs	116 总榜	10 游戏	2 模拟

07 收入确认：合同负债里的隐藏流水会在后续释放

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

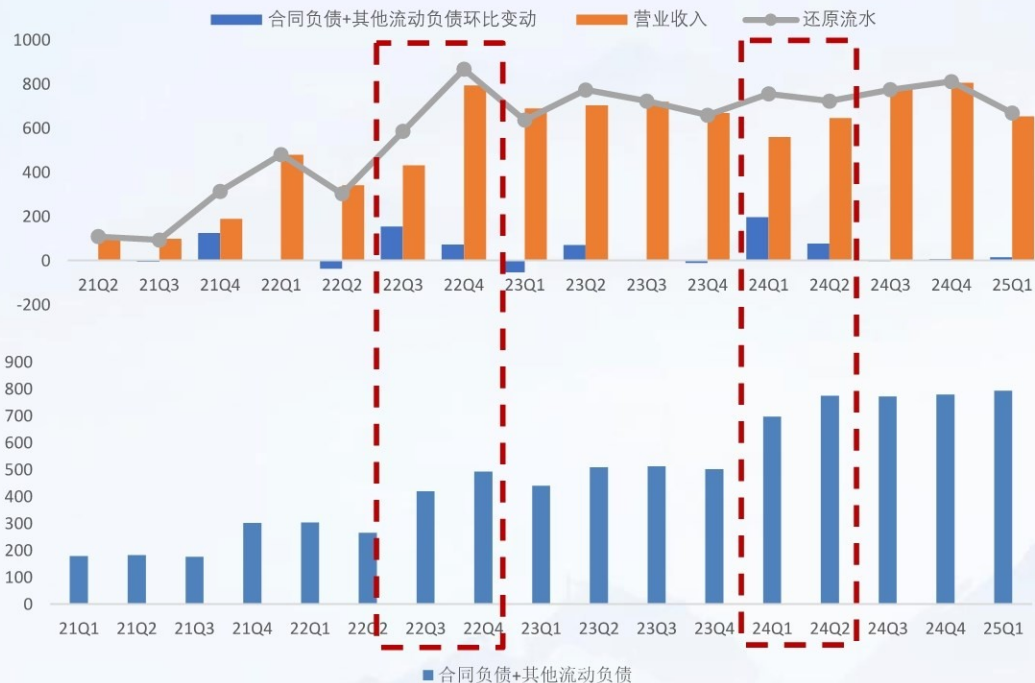
- 对于消耗性道具，按道具预计使用周期估计其预计使用时点并于玩家使用道具时确认收入；
- 对于永久性道具，按付费玩家的预计寿命分摊确认收入；
- 道具的预计使用周期和付费玩家的预计寿命一般由游戏公司根据历史游戏数据而确定。

公司产品流水可能在更晚的财务周期体现为收入，需要还原才能体现当期流水变动真实情况。以冰川网络2021Q1-2025Q1的数据为例，2022Q3和2024Q1产品流水有显著增长，但当季度并未确认太多到收入，体现为合同负债与其他流动负债项目的期末值显著增长，后续季度开始逐步确认为收入并释放利润。

资料来源：吉比特2024年报，冰川网络财报，Wind，国泰海通证券研究

行业报告《迈入景气周期，关注产业趋势与产品潜力》

图：结合营业收入与合同负债、其他流动负债进行流水还原（冰川网络为例，单位：百万元）



04

研究与投资思路：游戏产业趋势的判断

小游戏市场逐渐成熟，内容呈现重度化：

- 小游戏市场规模快速攀升。2024年小程序游戏市场收入同增99%达到398亿元，2025年上半年达到232.8亿元，同比增长40.2%，继续高速增长
- 从top产品品类来看，品类趋于也趋于重度化。如2025年7月畅销榜TOP20来看，其中包括多款SLG、MMO等相对重度的产品
- 内购付费成为主要变现手段。随着小游戏游玩内容丰富、产品的付费点增加，内购收入占比也持续提升，相比2022年的38.8%，2024年已经达到68.7%，远远超过广告变现。

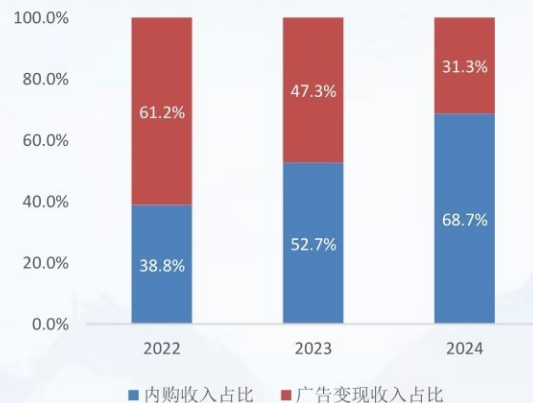
图： 2021年以来小程序游戏市场保持高速增长



图： 2025年7月微信小程序游戏畅销榜前20

排名	游戏	游戏公司	月平均排名	月排名变化
1	向僵尸开炮	大梦龙途	1.4	-
2	三国：冰河时代	欢游互动（北京）	1.8	-
3	无尽冬日	世纪华通	3.1	-
4	龙族之域	上海德寒	3.8	↑3
5	道友来挖宝	深圳雷霖	5.2	↑13
6	灵画师	广州光游	6.9	↑8
7	跃动小子	波克科技	7.6	↓3
8	寻道大千	三七互娱	8.5	↓3
9	时光大爆炸	三七互娱	9.9	↓3
10	雷霆战机：集结	北京爱乐游	10.3	↓2
11	百炼英雄	深圳市九九互动	11	-
12	神器传说	深圳拾光筑梦	12.2	↓2
13	保卫向日葵	深圳市一起梦游	12.9	-
14	主宰世界	四三九九	13.1	↓5
15	青云诀之伏魔	海南元游	14	-
16	腾讯欢乐斗地主	腾讯	17.7	↑8
17	口袋奇兵	江娱互动	17.7	↓1
18	英雄没有闪	三七互娱	18.3	↓6
19	全境守卫	海南临游	19.6	↓2
20	这城有良田	益世界	20.5	↑11

图： 2022年-2024年微信小程序游戏变现收入占比

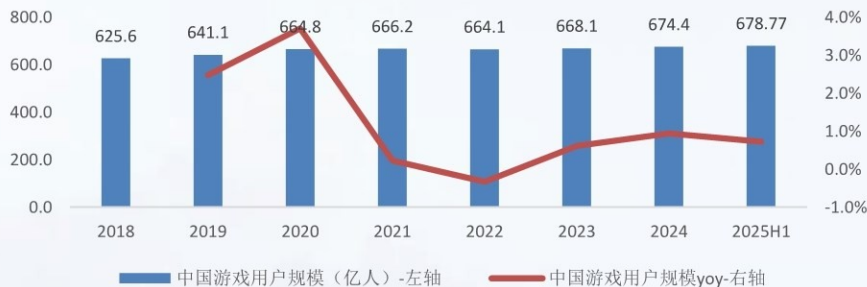


资料来源：游戏工委，伽马数据，游戏茶馆，国泰海通证券研究

用户对产品质量追求提升，PC、多端产品兴起：

- 国内游戏用户渗透率充足但增长触顶。截至2025年上半，我国游戏用户规模约6.79亿，有约一半人口都是游戏玩家，但是增速自从2021年开始就降至1%以下，增长有触顶趋势。
- 爆款产品《黑神话》带来的用户教育。2024年热门国产买断制PC游戏《黑神话：悟空》大火，带动了大量的购机需求，而这一硬件投入催生了更多相关消费，同时大量玩家表示对主机游戏的印象有所提升。

图：2018-2025H1中国游戏用户规模

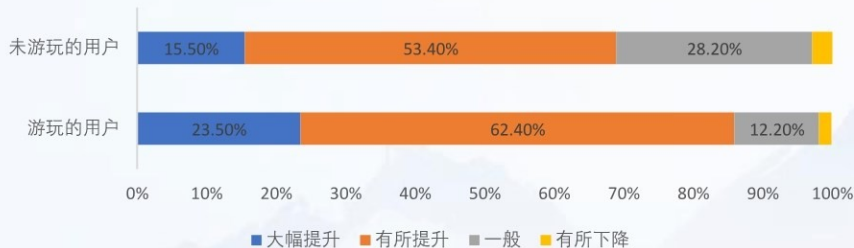


资料来源：游戏工委，伽马数据，国泰海通证券研究

图：购入游戏主机后，用户的后续行动



图：相比未游玩用户，玩过《黑神话：悟空》产品的用户对主机游戏的积极影响提升更显著



- 国内多端/PC端优质供给持续增加。腾讯《三角洲行动》作为多端产品，用户规模持续增加，且体现出极强的用户粘性，根据公司2025年半年报，产品7月的平均DAU已经达到2000万，相比4月的1200万又有显著增加。后续来看，《影之刃：零》《古剑》《黑神话：钟馗》等产品已经在开发中，将持续丰富国产PC游戏供给。

图：《三角洲行动》4月宣布DAU突破1200万后，7月突破2000万



图：《影之刃：零》



图：《古剑》



图：《黑神话：钟馗》



资料来源：《三角洲行动》官网，3DMGAMES，光明网，国泰海通证券研究

《三谋》“降肝减负”定位成功，国内SLG市场迎来轻量化改造浪潮

- 时间成本与价格是玩家进行游戏消费时的重要决策因素。如根据伽马数据的调研，在减少游戏消费的原因中，36.4%的玩家是因为没时间，22.1%的玩家认为价格过高，在消费决策中，56.7%的玩家因为高性价比而付费，54.3%的玩家因为付费便宜会选择付费。
- 《三国：谋定天下》凭借“降肝减负”玩法定位在SLG取得独特优势，存量产品也积极改造。《三谋》在上线时便打出“降肝减负”的标签，上线以来一年也取得了稳定畅销榜前40名的成绩，定位取得了独特的市场地位。

图：《三国：谋定天下》上线以来iOS游戏畅销榜排名

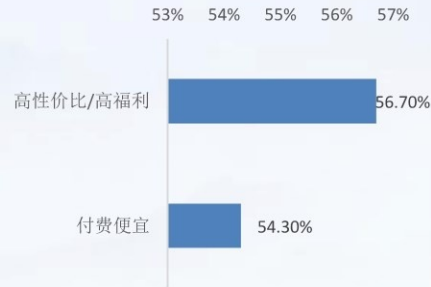


资料来源：伽马数据，七麦数据，国泰海通证券研究

图：玩家减少游戏消费的原因



图：玩家进行游戏付费的原因



图：《三国：谋定天下》以“降肝减负”为核心卖点



出海SLG结合休闲玩法拓宽用户池，在国内市场同样验证。

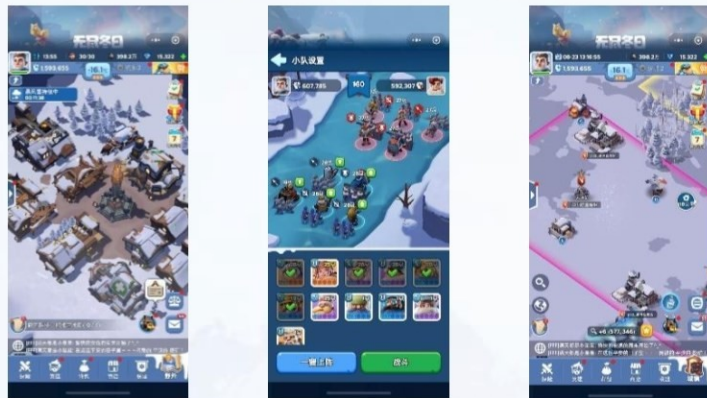
- 海外市场泛休闲赛道容量充足。以美国市场为例，移动游戏以博彩类、消除类为最大赛道，策略类为第三大赛道，后者是国内游戏公司出海的优势赛道，占比40%以上，而借助休闲玩法，有望将这一赛道进一步扩大。
- 《Whiteout Survival》凭借融合玩法突破品类天花板。不同于传统SLG强调硬核、暗黑画风，《WOS》选用更加明媚的画风和轻量的冰雪题材，在游戏早期使用大比例的模拟生存经营等玩法，符合休闲玩家偏好，再在后续引入探险玩法，最终到SLG的对抗内容，这一打法在海外取得成功，达成了亮眼表现。

图：美国移动游戏市场流水TOP100产品各类型流水分布



资料来源：伽马数据，《无尽冬日》实机，国泰海通证券研究

图：玩法从模拟经营到探险，最终加入SLG核心的PVP对抗

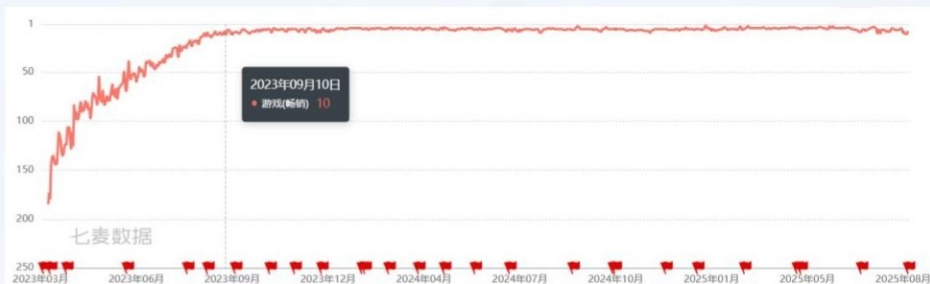


- 《Kingshot》结合塔防与SLG，再次验证融合玩法竞争力。《WOS》自2023年9月至今接近2年稳居在美国iOS畅销榜前10水平，在此基础上，点点又推出了融合塔防玩法的《KingShot》也同样取得了成功，2025年7月中国手游出海排行榜中，《WOS》与《KS》两款产品包揽前二。
- 回归国内市场，休闲玩法+SLG同样验证。《WOS》在国内iOS游戏畅销榜同样稳居畅销榜前10。

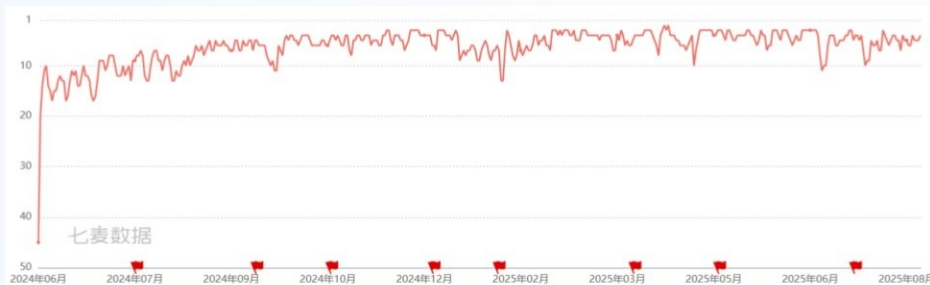
图：2025年7月中国手游海外收入排行，WOS与KS占据前2



图：《Whiteout Survival》在美国iOS游戏畅销榜排名走势



图：《无尽冬日》在中国iOS游戏畅销榜排名走势



资料来源：sensor tower, 七麦数据，国泰海通证券研究

- 女性玩家需求开始被关注，市场规模快速增长。2024年中国女性向游戏市场规模预计达到80亿元，同比增长124%，其中如《恋与深空》《光与夜之恋》等产品已经取得了亮眼成绩。
- 头部产品形成IP化影响力。《恋与深空》2024年初上线，过去19个月基本稳定iOS畅销榜前20名上下，特别是重要更新发布时，数次崇尚畅销榜首，体现了用户群体强大的消费能力，而其影响力更是已经接近“粉丝经济”，在人气角色生日时，会有官方或玩家群体自发安排的应援活动，有着极强的IP影响力。

图：热门乙女向游戏玩家自发的角色生日应援与官方应援



图：中国女性向游戏市场规模



资料来源：伽马数据，七麦数据，竞核，国泰海通证券研究

图：《恋与深空》上线以来iOS游戏畅销榜排名

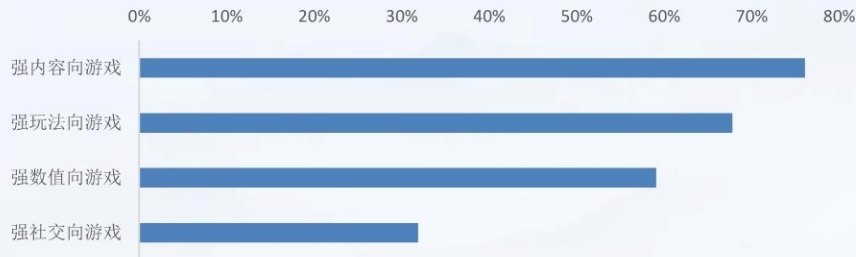


- 从情感类外拓，休闲派对、微恐类也开始受到青睐。根据伽马数据的统计，女性玩家的游戏偏好中最高的是内容向，占比76.1%，其次是玩法向，占比67.8%。近年来也看到如《心动小镇》《超自然行动组》等定位休闲交友，女性用户占比较高，上线后取得了亮眼的成绩。

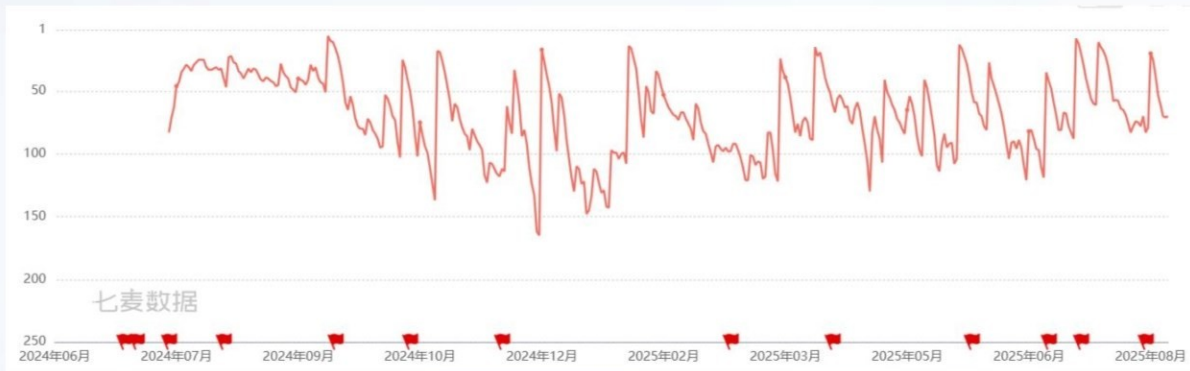
图：恋与深空与心动小镇用户男女比例（2024年11月）



图：女性玩家偏好的游戏类型



图：《心动小镇》上线以来iOS游戏畅销榜排名

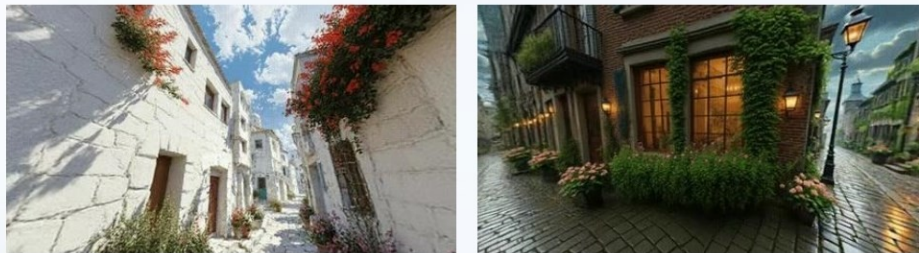


资料来源：伽马数据，七麦数据，手游那些事，国泰海通证券研究

AI生成技术持续进步，可提升生产效率和丰富内容供给

- 2025年7月，腾讯混元3D世界模型1.0发布并开源，作为业界首个开源并兼容传统CG管线的可漫游世界生成模型，用户只需输入一句话或上传一张图片，就能生成一个完整、可漫游的3D世界，这一创新为游戏开发、VR、数字内容创作等领域带来了全新的可能性。
- 混元3D世界模型的技术亮点在于其全方位的场景生成能力和高度的可编辑性。通过结合全景生成与层次化3D重建等技术，混元3D世界模型1.0同时支持文字或者图片输入，实现了可交互、可编辑、高质量的360度可漫游场景生成。通过层次化3D场景表征及生成算法，该模型支持3D Mesh导出，在保证生成场景的逼真度和沉浸感的同时，兼容已有CG管线进行二次开发，如游戏开发、物理仿真、场景编辑等。
- 8月，混元团队进一步推出了混元3D世界模型1.0-Lite版本，让消费级显卡也能跑世界模型。

图：混元世界模型1.0-Lite可以基于图片或文本生成可自由漫游的360°场景



资料来源：腾讯混元 微信公众号

图：混元生成的3D场景支持二次编辑



AI技术可为游戏带来新玩法

- 《和平精英》“绝地指挥”玩法借助AI队友，可提升玩家游玩体验，丰富选择。2025年4月的六周年更新中，《和平精英》“绝地指挥”模式，支持玩家与数字队友组队，通过语音指令，如“带我跳伞”“给我M416”，就能实现协同作战，这一举措能够丰富单排玩家的游玩体验。
- “绝地指挥”2.0上线AI明星队友“花傲天”，具备跨对局的长期记忆能力。作为腾讯游戏首位拥有长期记忆能力的明星AI队友，AI“花傲天”不仅能识别用户的情绪与互动风格，为其打上专属标签，更能长期记住其个人对战习惯、游戏偏好，且都能跨局延续，如AI队友会根据上一局的经历在下一局开始前主动提议：“上一把配合默契，这把咱们还跳P城，怎么样？”

图：《和平精英》绝地指挥模式提供数字队友组队选择



资料来源：和平精英 微信公众号

图：《和平精英》绝地指挥2.0中上线明星AI队友“花傲天”，强调跨局记忆



05

重点公司盈利预测

表：重点公司盈利预测情况

股票代码	证券简称	市值（亿元）	股价（元）	归母净利润（亿元）			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002602.SZ	ST华通	1,033.25	13.91	12.13	-	-	85.17	-	-
002558.SZ	巨人网络	587.20	30.35	14.25	17.64	20.87	41.21	33.30	28.14
002517.SZ	恺英网络	456.13	21.35	16.28	21.31	24.24	28.01	21.40	18.82
002555.SZ	三七互娱	393.34	17.78	26.73	28.54	31.10	14.72	13.78	12.65
603444.SH	吉比特	317.15	440.24	9.45	13.58	15.59	33.56	23.36	20.35
002624.SZ	完美世界	306.13	15.78	-12.88	7.35	14.71	-23.78	41.66	20.81
300002.SZ	神州泰岳	285.24	14.50	14.28	12.79	14.86	19.98	22.31	19.19
300459.SZ	汤姆猫	210.95	6.00	-8.59	-	-	-24.55	-	-
600633.SH	浙数文化	198.83	15.68	5.12	6.58	7.57	38.87	30.23	26.25
300315.SZ	掌趣科技	164.35	6.07	1.11	-	-	148.21	-	-
300113.SZ	顺网科技	186.20	27.24	2.52	3.25	4.05	73.92	57.38	46.03
002174.SZ	游族网络	155.12	16.61	-3.86	-	-	-40.19	-	-
002605.SZ	姚记科技	115.26	27.60	5.39	6.16	6.83	21.38	18.72	16.87
300031.SZ	宝通科技	112.35	4.81	2.10	3.38	4.07	53.52	33.28	27.57
300533.SZ	冰川网络	93.13	15.68	-2.47	-	-	-37.67	-	-
300494.SZ	盛天网络	74.12	39.72	-2.61	1.54	1.77	-28.45	48.25	41.97
300043.SZ	星辉娱乐	59.85	0.00	-4.58	-	-	-13.07	-	-
603258.SH	电魂网络	56.83	440.24	0.31	3.06	3.82	185.85	18.56	14.90

资料来源：Wind，国泰海通证券研究。

预测数据来自Wind一致预期，股价为2025年8月22日收盘价。

06

风险提示

01

风险提示

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

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。分析师薪酬的任何组成部分，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。特此声明。

免责声明

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

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

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

本报告并非意图发送、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国泰海通违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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

国泰海通证券(香港)有限公司依法就研究报告的内容和发布行为对国泰海通证券股份有限公司承担责任。

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

评级说明

		评级	说明
		股票投资评级	
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
		谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
		中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
		减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	行业投资评级	增持	明显强于沪深300指数
		中性	基本与沪深300指数持平
		减持	明显弱于沪深300指数

国泰海通证券研究所

地址：上海市黄浦区中山南路888号

邮编：200011

电话：(021) 38676666

E-mail: research@gtht.com

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所传播与文化团队