仅供内部参考，请勿外传

2026 年 6 月 18 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

游戏板块处估值底部，关注新产品线催化

——游戏行业跟踪研究报告

互联网与传媒

买入（维持）

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：陈磊

执业证书编号：S0930526050003

010-56513114

chenlei2@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

精品化兑现周期来临，新游有望推动业绩上行与估值重塑——网易-S（9999.HK）点评报告（2026-05-28）

要点

事件：

游戏板块年内出现较大幅度调整，我们认为主要原因是较多游戏公司产品周期处过渡期，叠加前期获利盘涌出，部分板块表现强势吸引较多增量资金等原因。展望未来，应关注新产品周期近期开启的公司。同时，AI 降本、海外市场发展持续发力有望助力板块复苏。

点评：

游戏板块估值已处底部：经过前期持续调整，游戏板块估值已回落至历史底部分位，具备较高的安全垫。截至 2026 年 6 月 15 日，A、H 港股主流游戏龙头 2026 年 P/E 估值水平普遍在 11-13 倍。

估值处于低位的核心原因在于市场风险偏好压制与板块缺乏整体性催化，而非行业基本面恶化。2025 年国内游戏市场实际销售收入超 3500 亿元，同比增长 7.68%，用户规模达 6.83 亿，两项指标均创历史新高。行业基本面的稳健性与估值的低位形成反差，使得板块在当前位置的下行空间有限，具备中长期配置价值。

反弹还需催化，产品线是核心：我们认为，当前时间点游戏板块呈现了以下特点：在经历过去十余年的几波主题性投资，如 2022 年的元宇宙等，市场环境趋于成熟，由过去的主题性投资风格主导，如对档期和概念的炒作转向对游戏本身好玩、卖座与否的跟踪以及产品线、流水、利润等指标的跟踪。因此，我们认为，游戏公司未来产品线的研判成为了当前时间点游戏公司行情的主要催化剂。同时，由于单个公司研发能力和重点有限，难以长时间稳定输出多个爆品，而是以“研发-营销-持续运营-再研发新品”的循环进行，因此我们认为游戏板块作为成长板块，同时将会呈现一定程度上的周期性。

过去两至三年内的市场展现了上述规律，巨人网络的《超自然行动组》在 2025 年 5 月流水开始爬升后，股价随即进入上升周期，近期虽有调整，但仍高于 2025 年 5 月前的水平；世纪华通的《无尽冬日》2024 年底流水开始爬升，股价随即逐步上升。

除核心催化产品线外，AI 和海外市场持续助力

AI 技术全链路参与，提质降本逻辑逐步验证

AI 技术已从概念落地为游戏行业的生产基础设施，在研发、运营、投放全链条实现规模化应用，提效降本的效果持续验证。中国音数协游戏工委数据显示，AI 在中国游戏研发端的整体普及率已达 86.4%，覆盖概念设计、资产生成、代码开发、智能 NPC、音效制作等全流程环节。

目前，AI 的降本增效的效果已在头部厂商得到验证：在美术生产环节，传统人工需 5-7 天完成的复杂角色调试工作，AI 管线仅需几分钟，生产效率最高可提升 8 倍。在运营投放环节，AI 生成的广告素材可使广告回报率显著提升，同时大幅降低买量素材的制作成本。随着 AI 技术的持续迭代，其不仅能压缩研发成本、缩短项目周期，还将通过智能 NPC、动态剧情等玩法创新，创造新付费场景，打开行业长期增长空间。

仅供内部参考，请勿外传

出海收入稳步扩容，成为头部公司核心增长极

国内市场进入存量竞争的背景下，出海已成为游戏公司的必选战略，中国自研游戏的全球竞争力持续提升。2025 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 205 亿美元，同比增长 10.23%，规模连续六年超过千亿元人民币。其中自研移动游戏海外收入 184.78 亿美元，同比增长 13.16%，增速显著高于国内市场。

从市场结构看，美、日、韩仍是核心成熟市场，合计占比接近 58%，同时拉美、中东等新兴市场的渗透率持续提升；品类方面，策略类（含 SLG）仍是出海主力，占海外收入前 100 款游戏的近 50%，射击、角色扮演品类紧随其后。出海业务不仅贡献了收入增量，也平滑了国内市场的周期波动，成为支撑游戏公司估值的重要逻辑。

投资建议：

我们认为优先关注近期新产品周期将开启的公司，维持行业“买入”评级。

推荐：

网易-S：《遗忘之海》7 月将上线，后续还有《无限大》《归唐》等大体量产品储备。预计公司 2026-2028 年营收分别为 1249/1436/1516 亿元，非国际会计准则下的利润分别为 412/486/516 亿元，维持“买入”评级。风险提示：新游上线进度或质量不及预期，宏观经济增速下滑导致可选消费受损，国际贸易政策变化导致游戏出海业务受损等。

建议关注：

完美世界：《异环》首月流水破 10 亿元，同时后续大 IP 新作储备丰富，包括《梦幻新诛仙：轻享》《代号普洱》《代号 MT1》《代号 J1》《代号 F》《代号 U1》《代号 ZH》等。我们认为公司 25Q4 和 26Q1 处于费用高峰期和产品线低估，因此业绩水平有所下滑。预计 26Q2 公司将首先迎来营收端的增长，随着《异环》产品的成熟，26H2 销售费用有望下降，从而带来利润端的增量。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 96/109/116 亿元；归母净利润分别为 19.4/22.6/24.4 亿元（上调 75.3%/新增/新增），其中，26E 归母净利润上调原因是看好《异环》等新游带来的营收和利润增量。当前（2026-06-17）股价对应 P/E 分别为 13/11/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：新游上线进度或质量不及预期，宏观经济增速下滑导致可选消费受损，国际贸易政策变化导致游戏出海业务受损等。

吉比特：年内多款新品上线海外，包括《杖剑传说》5 月上线欧美等。我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 66/70/74 亿元，归母净利润分别为 19.4/21.5/23.2 亿元（上调 68.5%/新增/新增），其中，26E 归母净利润上调原因是看好《杖剑传说》等新游在中国大陆和境外发行后带来的营收和利润增量。当前（2026-06-17）股价对应 P/E 分别为 12/11/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：新游上线进度或质量不及预期，宏观经济增速下滑导致可选消费受损，国际贸易政策变化导致游戏出海业务受损等。

世纪华通：休闲类产品线有望形成第二成长曲线。

腾讯控股：《三角洲行动》年内有望释放较高利润及《彩虹六号》国服 6 月 17 日测试等。

风险提示：版号监管政策变化，新品表现不及预期，海外市场不及预期等。

仅供内部参考，请勿外传

表 1：重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）			投资评级
			25A	26E	27E	25A	26E	27E	
9999.HK	网易-S	195.50 (HKD)	5.94	11.68	13.77	36	15	13	买入
002624.SZ	完美世界	12.71	0.38	1.00	1.17	35	13	11	买入
603444.SH	吉比特	324.99	24.90	26.95	29.79	13	12	11	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-06-17；汇率按 1HKD=0.87CNY 换算

仅供内部参考，请勿外传

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。



光大证券研究所

上海

静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼