仅供内部参考，请勿外传

世纪华通（002602.SZ）

2026 年 06 月 30 日

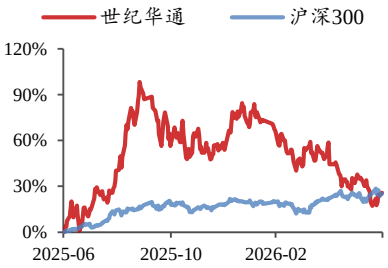
掌握掘金密码，SLG/休闲双金矿持续寻宝

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2026/6/29
当前股价(元)	13.87
一年最高最低(元)	22.49/10.61
总市值(亿元)	1,022.31
流通市值(亿元)	942.72
总股本(亿股)	73.71
流通股本(亿股)	67.97
近 3 个月换手率(%)	121.09

股价走势图



数据来源：聚源

方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

● **全球 SLG 龙头，第二曲线休闲赛道成果初现，给予“买入”评级**

世纪华通以汽车零部件起步，收购点点互动、盛趣游戏等优质资产进军游戏，2023 年起连推《Whiteout Survival》《Kingshot》（简称《KS》《WOS》）两款现象级新游，实现营收 2022-2025 年 CAGR 49%，归母净利润 2023-2025 年 CAGR 227%。据 Sensor Tower，公司旗下《KS》《WOS》《Tasty Travels：Merge Game》（简称《TTM》）分列 5 月出海手游收入榜第 2/3/5，《WOS》《KS》印证“SLG+X”有效性，《TTM》第 5 彰显休闲游戏研运实力，我们看好公司沿成功路径高速迭代打造新标杆游戏，老游戏费用减投或逐步释放利润，预计 2026-2028 年归母净利润为 88.8/107.4/118.1 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.5/9.5/8.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **点点互动：厚积薄发，沿 SLG/休闲成功路径高速迭代，挖掘下一标杆游戏**

点点互动 2011 年推出首款休闲页游，此后深耕休闲/SLG，曾代理首款登顶美国 iOS 畅销榜的中国游戏（SLG《阿瓦隆之王》），2018 年发力自研，我们认为休闲/SLG 这类长生命/高 LTV/高获客成本的游戏考验厂商对“内容设计-买量策略-商业化”的细节理解，公司在大量 A/B 测试中积累丰富经验，使其判断内容潜力更快、获取用户更准、变现更顺，奠定成功基础。《WOS》2023 年上线，营销素材主打休闲，以“模拟经营+放置养成”留住中轻度玩家，再通过联盟协作等逐步实现重度转化，累计收入超 45 亿美元；《KS》2025 年上线，复用《WOS》数值结构、运营活动等，但选用轻松、中性的美术风格，强调塔防等轻度玩法，累计收入超 10 亿美元。国产休闲游戏《Gossip Harbor》月流水超 10 亿元（GameLook 数据），《TTM》凭丰富副玩法及精细买量快速崛起。公司敏锐捕捉风向，结合不同玩法/题材高频迭代，在测 SLG/休闲新游众多，或孕育新一款大体量游戏。

● **盛趣游戏：国内游戏先驱，围绕经典 IP 持续掘金，在研大 IP 游戏丰富**

盛趣游戏旗下精品游戏众多，注册用户超 22 亿，坐拥“传奇”等经典 IP（“传奇”为中国大陆独占权益，伽马数据预计 2025 年“传奇”IP 市场规模约 356 亿元），斤 IP 游戏体验，同时通过授权拓展电影、舞台剧等 IP 变现机制。在研游戏 IP 覆盖《饥荒》、《彩虹岛》等，新游上线有望驱动业绩增长。

● **风险提示：**老游戏流水下滑、新游流水不及预期、游戏行业政策影响等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	22,620	37,898	47,769	51,466	55,457
YOY(%)	70.3	67.5	26.0	7.7	7.8
归母净利润(百万元)	1,213	5,605	8,884	10,742	11,809
YOY(%)	131.5	362.0	58.5	20.9	9.9
毛利率(%)	65.8	69.9	71.5	72.5	73.4
净利率(%)	5.4	14.8	18.6	20.9	21.3
ROE(%)	4.1	18.3	22.7	22.8	21.4
EPS(摊薄/元)	0.16	0.76	1.21	1.46	1.60
P/E(倍)	84.3	18.2	11.5	9.5	8.7
P/B(倍)	4.0	3.3	2.6	2.2	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1、 世纪华通：并购转型游戏，跻身全球顶尖 4
1.1、 汽零厂商转型游戏，打造出海手游王国 4
1.2、 现象级新游开启新一轮业绩高增期 6
2、 点点互动：出海游戏领军者，攀登 SLG/休闲游戏高峰 7
2.1、 国产游戏出海提速，策略类优势稳固，休闲类逐步崛起 7
2.2、 十五年沉淀厚积薄发，SLG 全球龙头发力休闲赛道 9
2.2.1、 深耕休闲、SLG 赛道，研发及买量经验丰厚 9
2.2.2、 两大标杆印证“SLG+X”，多点创新挖掘增量市场 10
2.2.3、 休闲布局成果初现，二合、三消或构建第二成长曲线 14
3、 盛趣游戏：国内游戏先驱，围绕经典 IP 持续掘金 17
4、 盈利预测与投资建议 22
4.1、 假设及财务预测 22
4.2、 估值与投资建议 23
5、 风险提示 23
附：财务预测摘要 24

图表目录

图 1： 汽车零部件厂商持续收购优质游戏资产，前瞻布局云数据服务 4
图 2： 截至 2026Q1 末，董事长王佶合计持股约 14.7% 6
图 3： 2025 年公司实现营收 378.98 亿元，同比+67.55% 6
图 4： 2025 年公司实现归母净利润 56.05 亿元，同比+50.18% 6
图 5： 2022-2025 年，移动端游戏营收占比由 49%提升至 86%（单位：亿元） 7
图 6： 2022-2025 年，移动端游戏毛利率由 61%提升至 73%（单位：%） 7
图 7： 2022-2025 年，公司期间费用率稳定在 50%左右 7
图 8： 2025 年公司毛利率、净利率分别为 70%、15% 7
图 9： Newzoo 预计 2025 年全球游戏市场规模达 1967 亿美元，同比增长 7.5% 8
图 10： Newzoo 预计 2025 年移动游戏占全球游戏市场规模的 55% 8
图 11： 分品类看，2024 年策略游戏为全球移动游戏最大细分市场 8
图 12： 2026 年 1-5 月中国自研游戏海外收入约 104 亿美元，同比增长 31% 9
图 13： 海外市场收入前 100 的自研移动游戏中，策略类游戏收入占比稳居第一 9
图 14： 2020-2025 年，海外市场收入前 100 的自研移动游戏中，广义休闲类游戏收入占比持续提升 9
图 15： 点点互动深耕大休闲、大 SLG 赛道，游戏开发及买量推广经验丰厚 10
图 16： 2025H1 海外 SLG 手游收入前十中六款游戏上线时间早于 2021 年 11
图 17： 国内《率土之滨》《三国志·战略版》在上线超 5 年后内地 iOS 游戏畅销榜排名仍常居 Top 40 11
图 18： 《无尽冬日》以“模拟经营+放置养成”留住中轻度玩家，再通过联盟协作等玩法逐步实现重度转化 12
图 19： 女性玩家是《Whiteout Survival》的重要组成部分 12
图 20： 2025 年 6 月以来《Whiteout Survival》美国 iOS 游戏畅销榜排名多位于前十 12
图 21： 《奔奔王国》复用《无尽冬日》成熟活动日程、变现机制及数值体系 13
图 22： 《奔奔王国》营收增长对《无尽冬日》《Last War：Survival》影响有限 13
图 23： 点点互动沿“SLG+X”不断测试新品 14
图 24： 2025 年三消游戏收入 Top 10 中，7 款游戏在 2020 年以前上线 14

仅供内部参考，请勿外传

图 25： 二合品类开创游戏《Merge Mansion》位列 2025 年二合游戏收入排行榜第 4 14
图 26： 《Gossip Harbor》ARPDAU 显著高于其他同类游戏 15
图 27： 《Gossip Harbor》平均每月更新次数显著高于其他同类游戏 15
图 28： 《Gossip Harbor》广告素材中"实机画面/内容/实时运营"类型占比相对其他同类游戏高 15
图 29： 2026 年 3 月《Tasty Travels: Merge Game》近 30 天 IAP 收入升至二合游戏全球收入榜第 2 16
图 30： 《Tasty Travels: Merge Game》的字体显示和道具提示比同类手游更大更清晰 16
图 31： 《Tasty Travels: Merge Game》玩量上亦效仿休闲 SLG，投放众多“副玩法”剧情 16
图 32： 《Gossip Harbor》上线后逐步加密运营活动 16
图 33： 点点互动已有至少三款二合游戏在测 17
图 34： 2026 年 4 月以来《Hotel Legacy: Merge Game》下载量及流水加速攀升 17
图 35： 2025 年以来《Truck Star》美国 iOS 畅销榜排名震荡走高 17
图 36： 盛趣游戏是中国游戏行业先驱，经典 IP 游戏开发及发行经验丰富 18
图 37： 2014 年《龙之谷：破晓奇兵》上映 19
图 38： 旗下 IP 用于舞台剧、小说、长/短剧制作 19
图 39： 世纪华通携手恺英网络、天穹互动等拓展传奇 IP 生态 20
图 40： 伽马数据预计 2026 年“传奇”IP 市场规模将超过 400 亿元 20
图 41： “传奇”IP 受众粘性高 20
图 42： DataEye 研究院预计 2025 年国内传奇类游戏私服累计流水占总流水比例达 39% 21
图 43： 据伽马数据调研，听说过但没玩过“传奇”类游戏的受访者占总样本的 50% 21

表 1： 游戏是支柱业务，数据中心绑定战略客户 4
表 2： 管理层游戏产业工作经验丰富 5
表 3： 策略类游戏单次下载收入居游戏品类前列 11
表 4： 盛趣游戏旗下经典 IP 游戏众多 18
表 5： 经典 IP 新游及在测游戏丰富 21
表 6： 我们预计移动端游戏业务将持续驱动公司业绩增长 22
表 7： 我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.21/1.46/1.60 元，当前股价对应 PE 分别为 11.5/9.5/8.7 倍 23

仅供内部参考，请勿外传

1、 世纪华通：并购转型游戏，跻身全球顶尖

1.1、 汽零厂商转型游戏，打造出海手游王国

世纪华通以汽车零部件业务起步，持续收购优质游戏资产打造出海游戏王国。2014 年，公司通过收购运动休闲竞技类网游平台运营商天游软件、页游研发商七酷网络进军游戏产业。2018 年，公司收购全球头部模拟经营社交游戏厂商点点互动。2019 年，公司完成盛趣游戏并购，收获《传奇》《龙之谷》等经典 IP 相关游戏开发经验。2023 年后，点点互动推出《Whiteout Survival》、《Kingshot》两款自研 SLG 手游，带动公司于 2025 年跃居 Sensor Tower 中国手游发行商全球收入榜亚军。此外，公司前瞻布局算力产业，2022 年整合深圳数据中心项目、长三角数据中心项目及其他相关业务，成立“人工智能云数据事业部”。

图1：汽车零部件厂商持续收购优质游戏资产，前瞻布局云数据服务



资料来源：公司公告、公司官网、游戏茶馆公众号、开源证券研究所

游戏是支柱业务，数据中心绑定战略客户。游戏业务 2025 年营收占比超 95%，核心主体为点点互动及盛趣游戏，其中点点互动和 Century Games（点点海外品牌）收入约 300 亿元，占总营收比例达 79%，主要由《Whiteout Survival》《Kingshot》等手游贡献。云数据服务包含深圳、上海数据中心项目；深圳数据中心 2022 年中标华为云项目；上海数据中心是腾讯的主力服务园区，规划建设数万个机柜，2025 年年报披露累计已交付上万个机柜并逐步投入运营。

表1：游戏是支柱业务，数据中心绑定战略客户

业务板块	2025 年收入及占比	2025 年毛利率（%）	业务详情
移动端游戏	324.70 亿元（85.68%）	73.09	2025 年点点互动及 Century Games 贡献移动端游戏收入约 298 亿元，代表游戏包括《Whiteout Survival》《Kingshot》《Tasty Travels:Merge Game》《无尽冬日》《奔奔王国》
电脑端游戏	34.54 亿元（9.11%）	68.29	主要为盛趣游戏旗下《热血传奇》《传奇世界》《冒险岛》《风云》《永恒之塔》《龙之谷》《传奇 3》《最终幻想 14》《传奇永恒》等
网页端游戏	2.38 亿元（0.63%）	77.90	点点互动旗下页游包括《Family Farm》《Royal Story》《Hayppy Acres》，七酷网络旗下页游包括《热血战纪》《天神传奇》《传奇国度》
云数据服务	0.20 亿元（0.05%）	-55.19	提供互联网数据中心综合服务、设备租赁及其他解决方案。项目分别位于长三角和粤港澳大湾区，其中深圳数据中心项目 2022 年中标华为云项目，2025 年将服务拓展至物流相关行业；上海数据中心规划建设数万个机柜，2025 年年报披露累计已交付上万个机柜并逐步投入运营
汽车零部	14.91 亿元	14.01	从事各种汽车用塑料零部件及相关模具的研发、制造和销售，是上汽大众、上

仅供内部参考，请勿外传

业务板块	2025 年收入及占比	2025 年毛利率（%）	业务详情
件	（3.93%）		汽通用、一汽集团、东风集团、广州本田的定点配套 A 级供应商，也是德国马勒集团、法国法雷奥集团、美国 Vista-Pro 公司等海外企业的国内供应商，已获比亚迪、问界汽车、长安等新能源车企的新能源配套项目
其他	2.25 亿元（0.59%）	14.61	/

资料来源：Wind、公司公告、IDC 圈公众号、开源证券研究所

管理层游戏产业经验丰富，董事长王佶是天游软件创办人，何九如、李纳川、方辉曾分别任职于腾讯、创梦天地或其他游戏大厂。管理架构稳定，多位高管在集团内部任职超 10 年。

表2：管理层游戏产业工作经验丰富

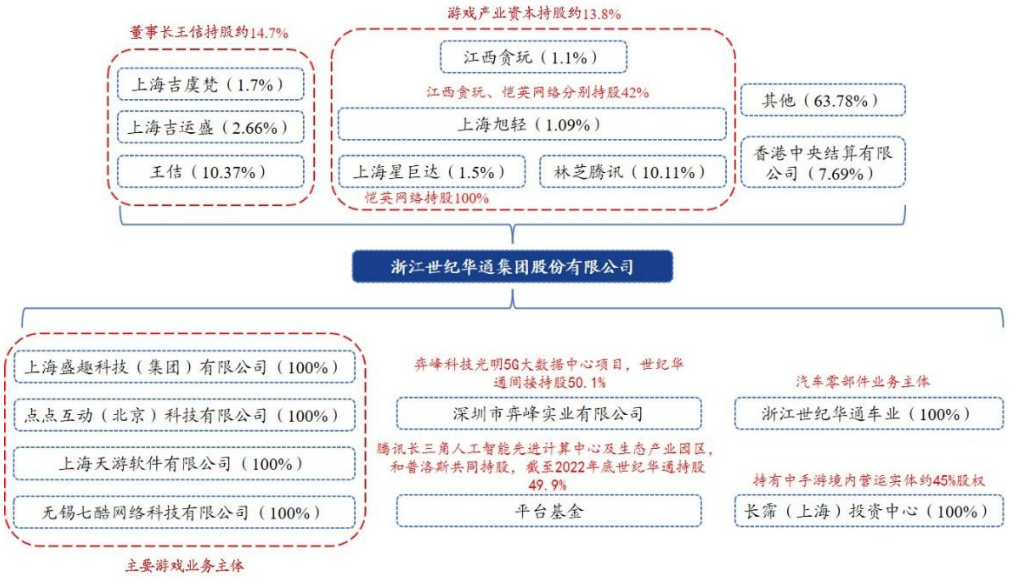
姓名	职位	履历
王佶	董事长、董事	复旦大学计算机学士，上海天游软件创办人，曾获“2008 年度新锐人物奖”、“2010 年度上海市软件行业标兵”及“2012 年度上海实施发明创新成果优秀企业家”等称号。
谢斐	职工董事、总裁	英国肯特大学工商管理硕士；曾任华数传媒副总裁；2016 年 5 月起担任盛趣游戏首席执行官；曾获“中国游戏产业十大影响力人物”、“互联网年度风云人物”、“上海文化企业十大年度人物”等称号。
钱昊	董事、财务总监	在财务类专业领域拥有近 20 年工作经验；曾任职于普华永道中天会计师事务所、安永华明会计师事务所；曾任上海丽人丽妆化妆品财务总监；2016 年 9 月起担任盛趣游戏财务总监。
何九如	董事	曾任多家游戏公司产品出版及发行事务顾问，有丰富的传奇游戏发行运营和 IP 维权相关法务经验。2024 年 3 月起任浙江世纪华通集团董事。
李纳川	董事	曾就职于毕马威、招商证券；2013 年加入腾讯，现任腾讯游戏商务部副总经理、祖龙娱乐非执行董事。2021 年 8 月起任浙江世纪华通集团董事。
赵骐	董事	曾任职于上海国和律师事务所、太平洋房屋服务等；2011 年 9 月起担任上海天游软件法务总监、2013 年 2 月起兼任工会主席。
黄怡	副总裁、董事会秘书	曾就职于德意志银行(中国)、光大证券、东方时尚驾驶学校。2023 年 2 月起任浙江世纪华通集团董事会秘书、副总裁。
方辉	首席战略官	北京大学硕士；曾任职于中信证券、腾讯科技战略投资部、创梦天地。2020 年 5 月加入浙江世纪华通集团，并于 2020 年 10 月起担任首席战略官。

资料来源：iFinD、公司公告、开源证券研究所

产业资本重仓持股，截至 2026Q1 末，腾讯、恺英网络、贪玩合计持股约 13.8%，恺英网络、贪玩与公司就传奇 IP 游戏合作紧密；董事长王佶直接及间接持股约 14.7%。2026 年 5 月，公司公告大股东王佶及一致行动人上海吉运盛拟分别通过集中竞价/大宗交易减持不超过总股本的 1%/2%，减持资金用于偿还债务，减持完成后王佶及一致行动人持股约 11.8%，仍为公司第一大股东。截至 6 月 25 日，6 月内非机构专用营业部卖出 4000 万股，折价率在 3%左右。

仅供内部参考，请勿外传

图2：截至 2026Q1 末，董事长王佶合计持股约 14.7%

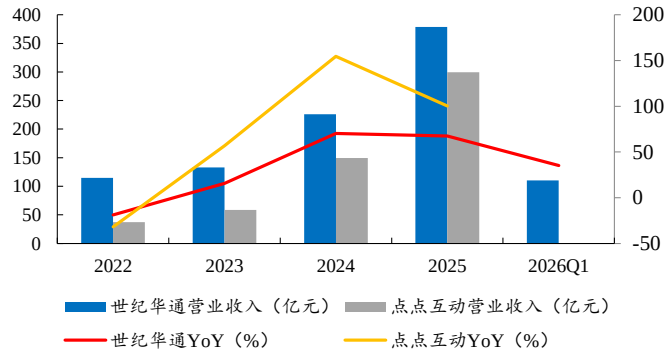


资料来源：iFinD、Wind、各公司公告、开源证券研究所（注：上海吉运盛指上海吉运盛商务信息咨询合伙企业，上海吉虞梵指上海吉虞梵企业管理咨询合伙企业，林芝腾讯指林芝腾讯科技有限公司，上海星巨达指上海星巨达网络科技有限公司，上海旭轻指上海旭轻企业管理合伙企业，江西贪玩指江西贪玩信息技术有限公司）

1.2、 现象级新游开启新一轮业绩高增期

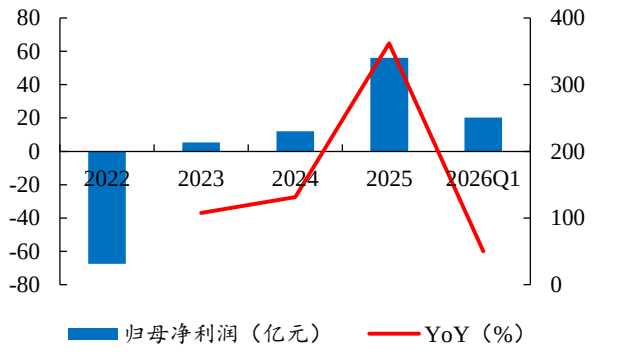
点点互动推动整体营收高增，利润步入快速释放期。公司营收由 2022 年的 115 亿元增长至 2025 年的 379 亿元，CAGR 达 49%，主要系点点互动营收由 2022 年的 37 亿元增长至 2025 年的 300 亿元，CAGR 达 100%，底层驱动力系《Whiteout Survival》《Kingshot》境内外版本陆续上线。2022 年，公司计提资产减值约 65 亿元，主要系收购游戏主体商誉减值及长期股权投资减值，利润承压。此后，公司开启新一轮利润增长，归母净利润由 2023 年的 5 亿元增长至 2025 年的 56 亿元，CAGR 达 227%。

图3：2025 年公司实现营收 378.98 亿元，同比+67.55%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（注：图中点点互动收入包括 Century Games 部分）

图4：2025 年公司实现归母净利润 56.05 亿元，同比+50.18%

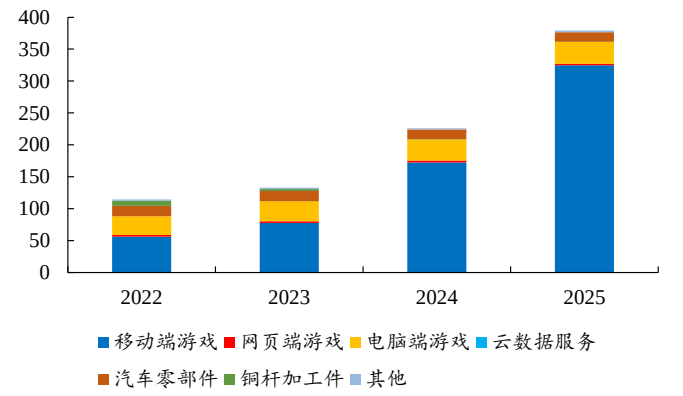


数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

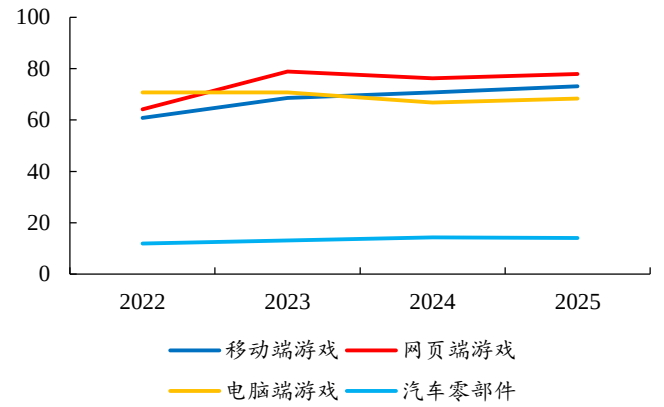
移动端游戏毛利率稳步提升，2022-2025 年，移动端游戏收入 CAGR 达 79%，自研手游收入占比提升推动移动端游戏毛利率由 61%提升至 73%。端游收入稳步增长，由 2022 年的 29 亿元增长至 2025 年的 35 亿元，CAGR 达 5%。

图5：2022-2025 年，移动端游戏营收占比由 49%提升至 86%（单位：亿元）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

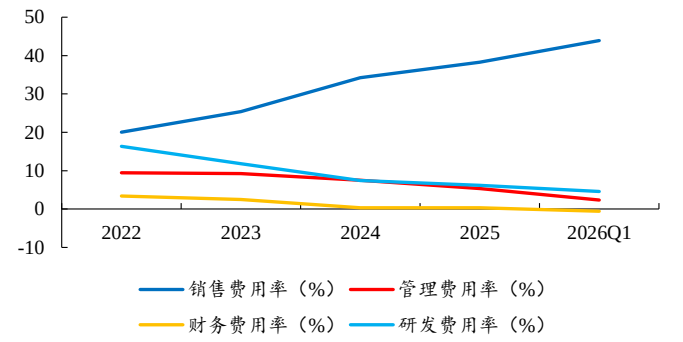
图6：2022-2025 年，移动端游戏毛利率由 61%提升至 73%（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

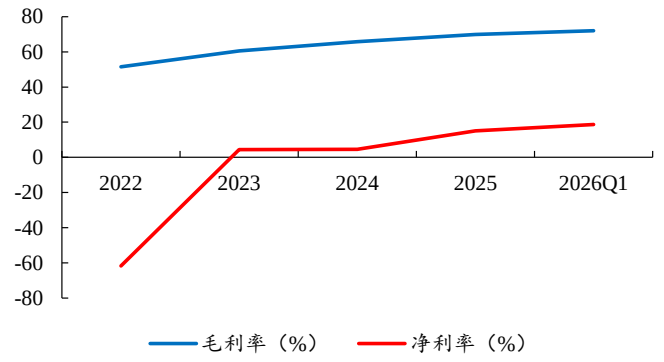
期间费用率稳定，盈利能力持续提升。2022-2025 年，公司期间费用率稳定在 50%左右，销售费用率由 20.0%提升至 38.3%，主要系新游推广力度加大，收入规模扩大摊薄其他费用；整体毛利率由 51.5%提升至 70.0%，带动净利率由-61.7%提升至 15.1%。2026Q1，公司盈利能力延续上行趋势，毛利率、净利率分别为 72.1%、18.6%。

图7：2022-2025 年，公司期间费用率稳定在 50%左右



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图8：2025 年公司毛利率、净利率分别为 70%、15%



数据来源：Wind、开源证券研究所

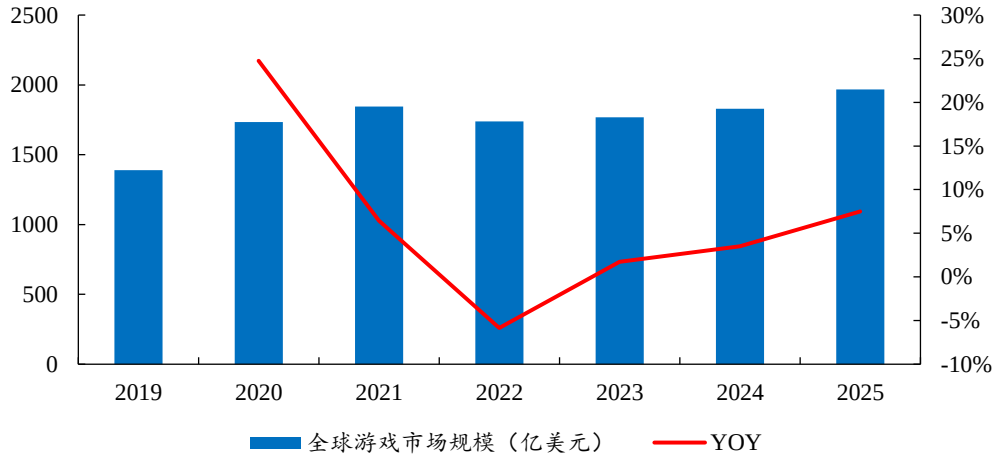
2、 点点互动：出海游戏领军者，攀登 SLG/休闲游戏高峰

2.1、 国产游戏出海提速，策略类优势稳固，休闲类逐步崛起

全球游戏市场空间广阔，据 Newzoo 估计，2025 年全球游戏市场规模达 1967 亿美元，同比增长 7.5%。Newzoo 预计 2025-2028 年全球游戏市场规模 CAGR 将达 4.9%。

仅供内部参考，请勿外传

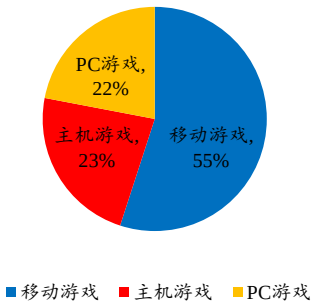
图9：Newzoo 预计 2025 年全球游戏市场规模达 1967 亿美元，同比增长 7.5%



数据来源：Newzoo、独立出海联合体公众号、开源证券研究所（注：2019-2023 年数据为 Newzoo 2025Q1 估计数据）

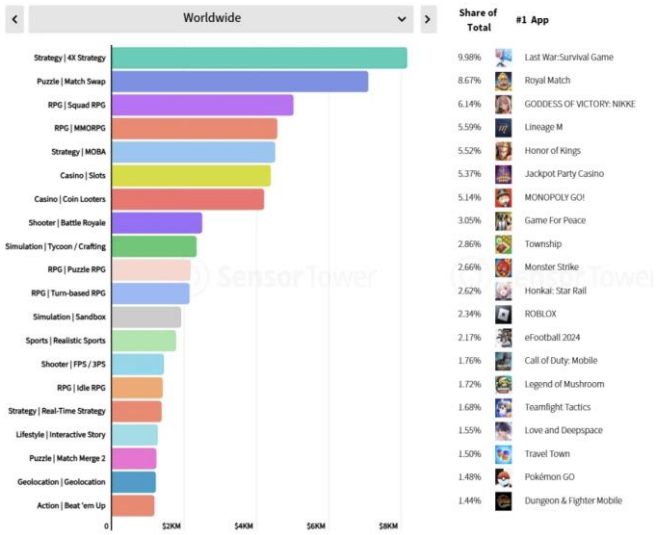
移动设备为主要游戏平台，策略类、休闲类是主要移动游戏细分市场。Newzoo 预计 2025 年移动/主机/PC 游戏分别占全球游戏市场规模的 55%/23%/22%。据 Sensor Tower，分品类看，2024 年，策略游戏在全球消费者支出方面位居榜首，总额达 175 亿美元，休闲益智类达 122 亿美元。

图10：Newzoo 预计 2025 年移动游戏占全球游戏市场规模的 55%



数据来源：Newzoo、开源证券研究所

图11：分品类看，2024 年策略游戏为全球移动游戏最大细分市场

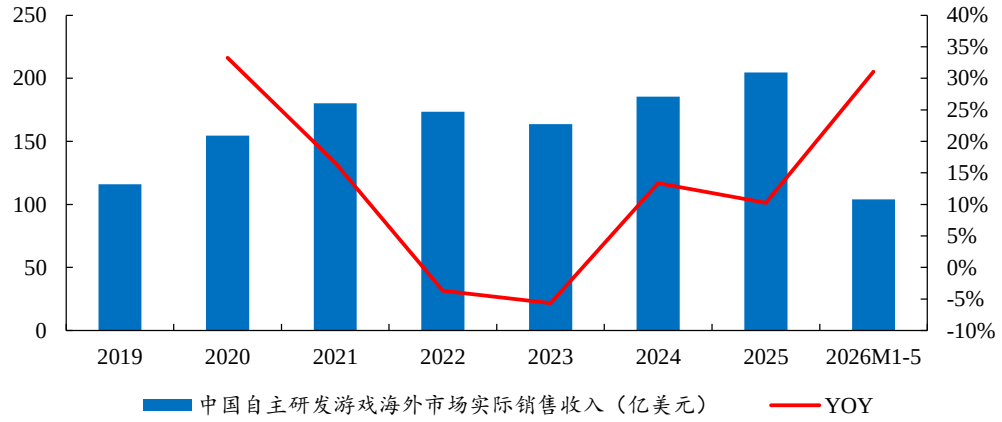


资料来源：GameLook

国内自研游戏出海收入规模持续增长，由 2019 年的 116 亿美元增长至 2025 年的 205 亿美元，CAGR 达 10%。2026 年 1-5 月中国自研游戏海外收入同比增长 31%，增速提升。

仅供内部参考，请勿外传

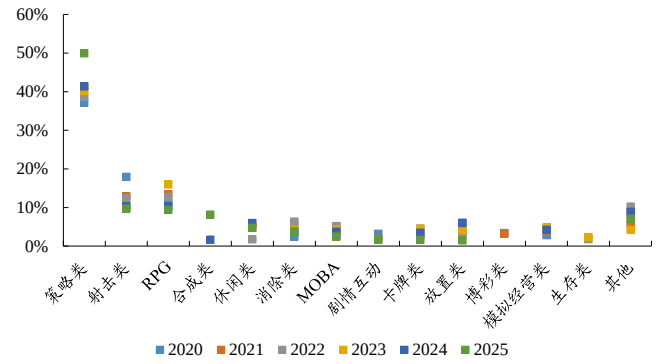
图12：2026 年 1-5 月中国自研游戏海外收入约 104 亿美元，同比增长 31%



数据来源：游戏产业报告公众号、河南省网络文化协会公众号、开源证券研究所

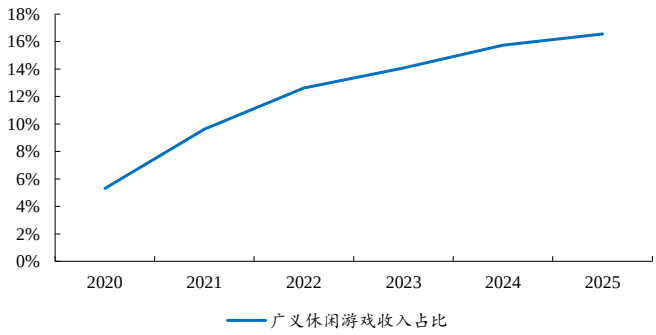
分品类看，策略类为传统出海强势品类，广义休闲类游戏逐步崛起。2020-2025 年，海外市场收入前 100 的自研移动游戏中，策略类、射击类、RPG 游戏收入占比稳居前三，广义休闲类游戏收入占比持续提升，其中合成类游戏增势迅猛。

图13：海外市场收入前 100 的自研移动游戏中，策略类游戏收入占比稳居第一



数据来源：游戏产业报告公众号、河南省网络文化协会公众号、开源证券研究所

图14：2020-2025 年，海外市场收入前 100 的自研移动游戏中，广义休闲类游戏收入占比持续提升



数据来源：游戏产业报告公众号、河南省网络文化协会公众号、开源证券研究所（注：广义休闲包括合成类、休闲类、消除类、模拟经营类游戏）

2.2、 十五年沉淀厚积薄发，SLG 全球龙头发力休闲赛道

2.2.1、 深耕休闲、SLG 赛道，研发及买量经验丰厚

点点互动前身为 FunPlus 北京工作室，2011 年推出首款休闲模拟经营社交页游《Family Farm》，其月收入达 100 万美元。2012-2014 年，公司探索不同题材、不同融合玩法休闲游戏，2014 年在 Facebook 已拥有超 1.4 亿注册用户、1500 万月活。2016-2017 年，公司于海外代理 FunPlus SLG 工作室研发的《阿瓦隆之王》《火枪纪元》，其中《阿瓦隆之王》是首款登顶美国 iOS 畅销榜的中国游戏。2018-2022 年，公司强化研发，推出超 40 款自研游戏，覆盖三消、RPG 等众多品类，其中休闲类游

仅供内部参考，请勿外传

戏《菲菲大冒险》海外月下载量超 100 万次、月流水超 5000 万（Sensor Tower 数据），《Frozen City》《Valor Legends: Eternity》等月流水达千万级。

我们认为，游戏研发及推广过程涉及大量 A/B 测试，包括美术设计、商城界面、产品定价、素材设计、广告入口等；丰富的开发、买量经验或有助于点点互动更快地判断内容潜力，更精准地获取用户并设计变现障碍更低的商业化机制；公司在 SLG、休闲赛道成功案例或源于行业 know-how 的厚积薄发。

图15：点点互动深耕大休闲、大 SLG 赛道，游戏开发及买量推广经验丰厚



资料来源：公司公告、游戏葡萄公众号、Sensor Tower 公众号、游戏茶馆公众号等、开源证券研究所

2.2.2、 两大标杆印证“SLG+X”，多点创新挖掘增量市场

SLG 是长生命周期、高 LTV、高壁垒的黄金赛道。据点点数据统计，2025H1 海外 SLG 手游收入前十中六款游戏上线时间早于 2021 年，其中 2016 年 4 月上线的《Evony》2025H1 流水预估达 15 亿元，国内头部 SLG 长青特征同样显著，《率土之滨》/《三国志·战略版》分别于 2015/2019 年上线，2026 年内地 iOS 游戏畅销榜排名依旧常居 Top 40。据 Appmagic，以 SLG 为代表的策略类游戏 2024/2025 年 RPD 在 6 美元左右，显著高于射击等其他游戏品类，单用户价值突出，这间接推升 SLG 付费用户获取成本及游戏回本周期，据 GameLook，SLG 回本周期常在 1 年，高投入、慢回本考验厂商的资金实力、投放策略。

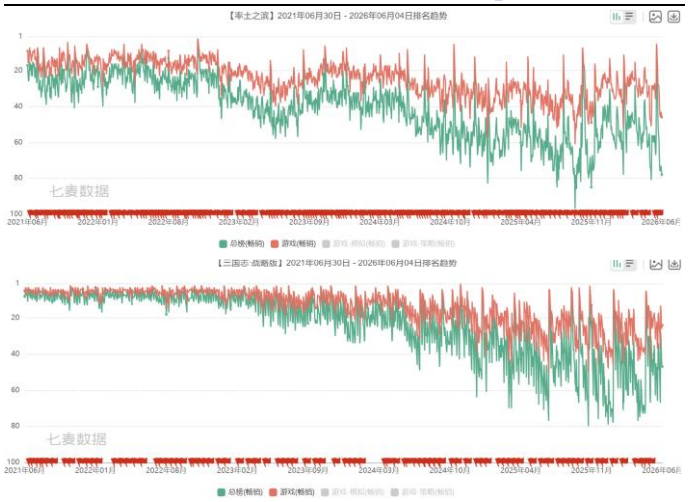
仅供内部参考，请勿外传

图16：2025H1 海外 SLG 手游收入前十中六款游戏上线时间早于 2021 年



资料来源：点点数据、开源证券研究所

图17：国内《率土之滨》《三国志·战略版》在上线超 5 年后内地 iOS 游戏畅销榜排名仍常居 Top 40



资料来源：七麦数据

表3：策略类游戏单次下载收入居游戏品类前列

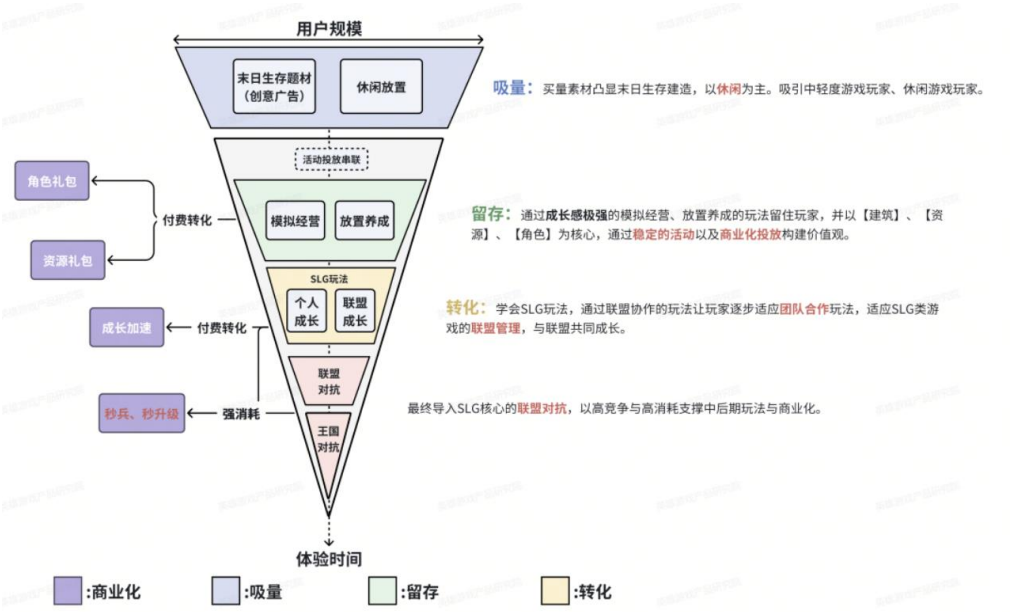
游戏种类	2024 年下载量（亿次）	2025 年下载量（亿次）	2024 年收入（亿美元）	2025 年收入（亿美元）	2024 年 RPD（美元/次）	2025 年 RPD（美元/次）
策略类	18	21	110	130	6.11	6.19
RPG	14	13	130	110	9.29	8.46
射击类	22	24	30	30	1.36	1.25
模拟类	40	43	30	30	0.75	0.70
体育类	10	11	10	10	1.00	0.91
动作类	22	22	20	10	0.91	0.45
竞速类	11	9.568	3.52	3.01	0.32	0.31
冒险类	1.633	1.76	1.68	1.77	1.03	1.01

数据来源：Appmagic、开源证券研究所

SLG 代表作《无尽冬日》融合轻度玩法实现用户拓圈。2023 年 2 月，公司于海外正式推出《无尽冬日》（英文名《Whiteout Survival》），该游戏以休闲画风素材吸引中轻度玩家，通过模拟经营、放置玩法和交互社交维持玩家留存，并逐步导入联盟协作等 SLG 玩法完成玩家转化。据 TMI 腾讯营销洞察《SLG 品类增长白皮书（2022 版）》，传统 SLG 游戏 88%用户为男性，而据公司披露，《无尽冬日》女性用户占比超 20%，拓圈明显。据 Sensor Tower，截至 2026 年 3 月，《无尽冬日》全球累计收入超 45 亿美元（不含国内安卓等）。2025 年 6 月以来《Whiteout Survival》美国 iOS 游戏畅销榜排名多位于前十，反映游戏上线三年后用户留存稳定。

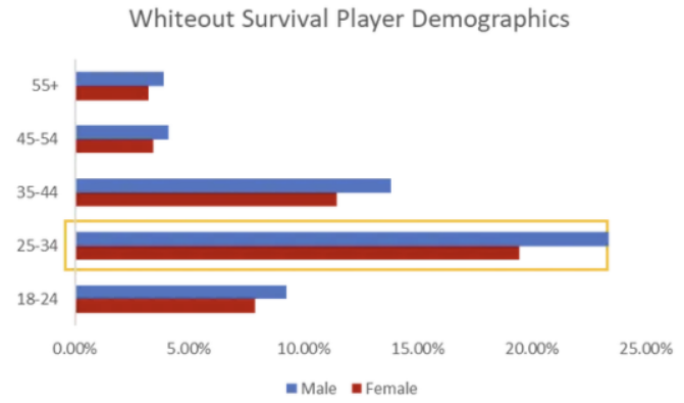
仅供内部参考，请勿外传

图18：《无尽冬日》以“模拟经营+放置养成”留住中轻度玩家，再通过联盟协作等玩法逐步实现重度转化



资料来源：英雄游戏研究院公众号

图19：女性玩家是《Whiteout Survival》的重要组成部分



资料来源：Sensor Tower

图20：2025 年 6 月以来《Whiteout Survival》美国 iOS 游戏畅销榜排名多位于前十

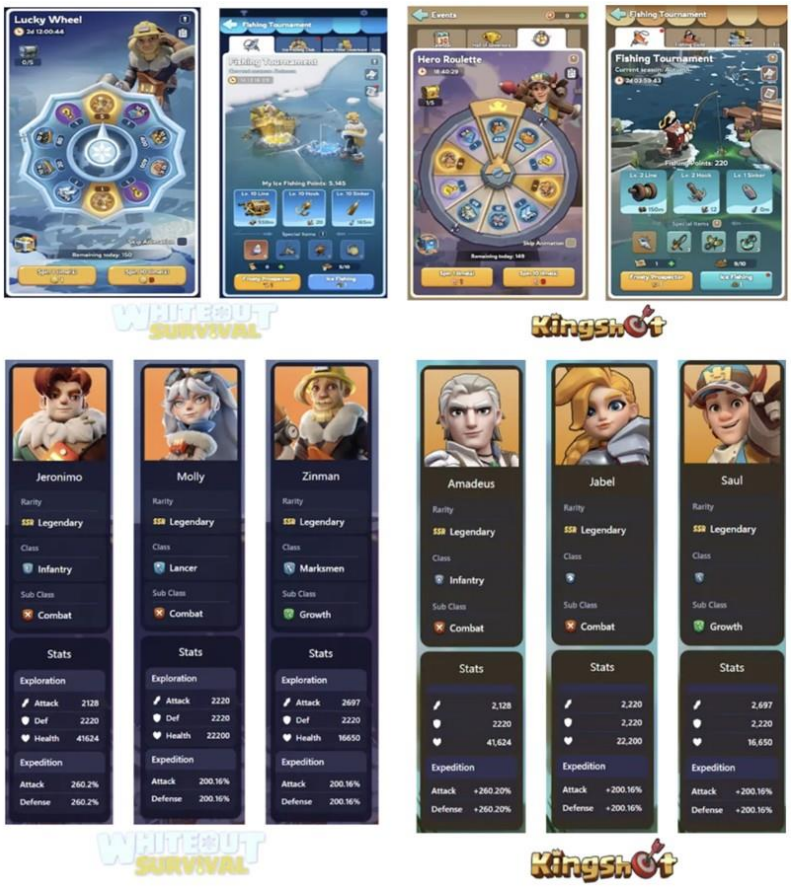


资料来源：七麦数据

《奔奔王国》再验证“SLG+X”模式，复用内容降低成本，调整题材及玩法扩大市场。《奔奔王国》（英文名《Kingshot》）借鉴《无尽冬日》角色设定、数值结构、装备系统、运营活动与变现机制等，有效降低开发成本；同时，瞄准未充分挖掘群体，选用相较《无尽冬日》轻松、中性的美术风格，强调塔防与放置机制等轻度玩法，打开增量市场，截至 2025 年 10 月，其营收增长对《无尽冬日》《Last War：Survival》等头部游戏影响有限。据 Sensor Tower，截至 2026 年 3 月，《奔奔王国》全球累计收入超 10 亿美元（不含国内安卓等）。

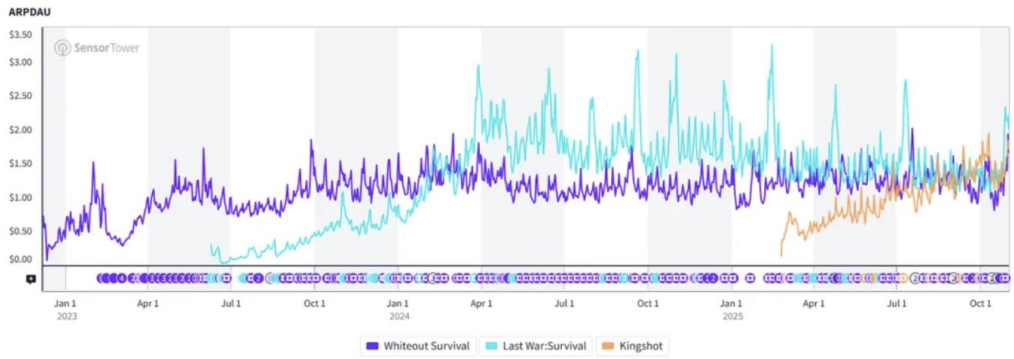
仅供内部参考，请勿外传

图21：《奔奔王国》复用《无尽冬日》成熟活动日程、变现机制及数值体系



资料来源：游戏那点事 Gamez 公众号

图22：《奔奔王国》营收增长对《无尽冬日》《Last War：Survival》影响有限



资料来源：Sensor Tower

点点互动贯彻“SLG+X”思路，结合不同玩法、题材高频测试新品，有望持续拓展 SLG 游戏受众。公司以成熟的 SLG 变现模型为基础，不断尝试开箱、塔防等成熟休闲玩法及年代穿越、修仙等差异化题材，降低买量成本的同时挖掘潜在 SLG 玩法受众，我们看好高频测试孕育下一大体量游戏。

仅供内部参考，请勿外传

图23：点点互动沿“SLG+X”不断测试新品

游戏名	类型	游戏特点	示意图
天天农场	SLG+模拟经营	年代穿越题材，将模拟经营玩法与60、70年代的农耕生活结合，将SLG的联盟对抗与农场社群的壮大结合，用穿越叙事串联起成长线	
九霄仙府	SLG+模拟经营	修仙题材，自动战斗闯关被包装成抵御精怪，开箱升级装备被包装成宗门打造仙物，模拟经营玩法以仙门洞府的形式呈现	
隆隆冒险号	SLG+开箱	卡通+战舰（军事）+海怪（外星人、机器人）题材的开箱玩法	
Lordrush	SLG+塔防	与《Kingshot》相似，差异点为采用写实中世纪美术方案	
Top General	SLG+放置RTS塔防	冰雪军事题材，同场景显示基地和战场，提供产出战斗消耗同屏的即时体验	

资料来源：游戏日报、GameLook、Google Play 等、开源证券研究所（注：不同测试阶段游戏名可能调整）

2.2.3、 休闲布局成果初现，二合、三消或构建第二成长曲线

休闲游戏生命周期长、天花板高，过去主要由海外厂商主导。据 Appmagic，2025 年三消游戏占休闲益智游戏总收入的 58%以上，全球收入前十的三消游戏中，7 款在 2020 年以前上线，2012 年上线的《Candy Crush Saga》2025 年收入约 10 亿美元，位列第 2，收入前五大游戏均源自海外厂商。2020 年，芬兰游戏厂商开创“二合一”玩法，推出《Merge Mansion》，其 2025 年收入约 0.97 亿美元，位列 Appmagic 二合游戏收入榜全球第 4。

图24：2025 年三消游戏收入 Top 10 中，7 款游戏在 2020 年以前上线

应用程序	当前收入 $	收入增长%	当前下载量	下载量增长%	首次发布
游戏 休闲 益智 三消游戏	$4 771 092 133	-0,07%	811 504 744	-7,64%	
1 Royal Match Dream Games	$1 374 263 390	-1,16%	85 380 564	-26,36%	Jul 18, 2020
2 Candy Crush Saga King	$1 011 009 231	+3,14%	111 400 951	-3,03%	Oct 19, 2012
3 Gardenscapes Playrix	$396 407 424	-12,86%	50 532 286	-5,09%	Jun 04, 2016
4 Homescapes: Match 3 Games Playrix	$277 563 489	-13,46%	28 911 796	+7,66%	Jul 26, 2017
5 Fishdom Playrix	$254 446 684	-18,39%	27 386 109	-53,26%	Aug 12, 2013
6 Royal Kingdom Dream Games	$246 026 471	+1 558,46%	83 057 473	+830,35%	Mar 20, 2023
7 Candy Crush Soda Saga King	$161 075 038	-19,37%	25 571 771	-21,06%	Jun 10, 2014
8 开心消消乐® 乐元素	$119 404 008	+29,15%	14 577 927	-3,44%	Feb 27, 2014
9 Matching Story - Puzzle Games VERTEX GAMES PTE. LTD.	$91 744 595	+39,09%	9 319 232	+55,91%	May 25, 2021
10 Project Makeover Magic Tavern, Inc.	$85 024 422	-27,64%	20 510 059	-61,97%	Nov 19, 2019

资料来源：Appmagic

图25：二合品类开创游戏《Merge Mansion》位列 2025 年二合游戏收入排行榜第 4

应用程序	当前收入 $	收入增长%	当前下载量	下载量增长%	首次发布
游戏 休闲 益智 二消合并：融合玩法	$1 399 414 884	+81,79%	309 083 286	+35,03%	
1 Gossip Harbor®: Merge & Story Microfun Limited	$549 998 919	+222,95%	60 461 275	+142,09%	Jun 02, 2022
2 Travel Town - Merge Adventure Moon Active	$209 694 223	+5,72%	28 502 028	-11,62%	Jul 10, 2020
3 Seaside Escape®: Merge & Story Microfun Limited	$178 920 541	+56,24%	10 857 012	-16,25%	Sep 16, 2022
4 Merge Mansion: Mystery Puzzles Metacore Games Oy	$97 067 021	-9,00%	4 374 759	-18,01%	Jun 17, 2020
5 Merge Cooking® Happibits	$70 185 801	+214,60%	11 544 215	+61,61%	Feb 22, 2022
6 Tasty Travels: Merge Game Century Games Pte. Ltd.	$57 437 271	+2 707,88%	16 391 899	+1 537,01%	Dec 22, 2023
7 Flambé: Merge & Cook Microfun Limited	$33 937 891	+2 044 351,27%	5 390 593	+36 214,96%	Oct 14, 2024
8 Merge Hotel Empire: Design Moon Active	$28 537 503	+40,85%	9 481 250	+44,69%	Mar 18, 2022
9 Merge Prison : hidden puzzle Blue Ultra Game Limited	$15 916 478	+159,92%	2 172 004	-14,04%	Feb 29, 2024
10 Fatgoose Go: Merge & Story Horior Games	$14 424 113	-11,28%	384 261	-70,08%	Mar 24, 2022

资料来源：Appmagic

《Gossip Harbor》领衔突破，月流水十亿元彰显国产休闲游戏出海高度。柠檬

仅供内部参考，请勿外传

微趣二合游戏《Gossip Harbor》2022 年推出，2025 年登顶 Appmagic 二合游戏收入排行榜，据 GameLook，2026 年 2 月全球流水超 10 亿元。《Gossip Harbor》2025 年美国地区平均 ARPDAU 达 1.04 美元，显著高于《Travel Town》的 0.38 美元、《Merge Mansion》的 0.30 美元，我们认为高频内容更新是高 ARPDAU 的支柱，活动密集确保玩家永远有短、中、长的游戏目标，避免出现内容空窗期而流失，丰富实机内容亦被用作广告素材助力用户获取；内容更新除要求产能匹配外，还需要精密的数学模型支撑核心循环、平衡随之增加的系统复杂度，否则激进的运营活动反而会蚕食游戏经济（拉低 ARPDAU）或引发玩家倦怠（损伤长期留存）。

图26：《Gossip Harbor》ARPDAU 显著高于其他同类游戏

Game	Release Year	Years Active	2025 Performance KPIs						D365 RPD (US, All time)
			Downloads (Global)	Revenue (Global)	Avg. DAU (Global)	Avg. ARPDAU (US)	D1 Retention (US)	D365 Retention (US)	
Gossip Harbor	2022	~4 years	55.4M	$652M	5.6M	$1.04	44%	5%	$10.79
Travel Town	2021	~6 years	21.7M	$268M	2.5M	$0.38	37%	3%	$7.60
Merge Mansion	2020	~6 years	3.4M	$120M	1.5M	$0.30	52%	7%	$6.06

资料来源：GameLook

图27：《Gossip Harbor》平均每月更新次数显著高于其他同类游戏

Game	2025 Revenue	Avg. Updates per Month	Avg. Content Velocity per Month
Gossip Harbor	$652M (+240% YoY)	~4	+4 Content Updates +2 Events
Travel Town	$268M (+13% YoY)	~2	+2 Content Updates +1 Event
Merge Mansion	$120M (Flat YoY)	~1	+1 Content Updates +0.5 Events

资料来源：GameLook

图28：《Gossip Harbor》广告素材中"实机画面/内容/实时运营"类型占比相对其他同类游戏高

Top 25 Creatives by Impression Share (over 2025), split by Creative Type

Game Name	Cinematic / Brand / Narrative	Gameplay / Content / Live-ops	UGC / Influencer	Shocking / Fake Ads	Playables
Gossip Harbor	1 4%	6 24%	2 8%	11 44%	5 20%
Merge Mansion	18 72%	0 0%	1 4%	1 4%	5 20%
Travel Town	0 0%	1 4%	3 12%	15 60%	6 24%

资料来源：GameLook

《Tasty Travels: Merge Game》凭丰富副玩法及精细化买量快速崛起。点点互动 2024 年于海外 iOS 端推出《Tasty Travels: Merge Game》，2026 年 3 月产品近 30 天 IAP 收入升至二合游戏全球收入榜第 2，据 GameLook，2026 年 5 月流水已超过 2.5 亿元。对比《Gossip Harbor》强调剧情驱动，《Tasty Travels: Merge Game》在内容上侧重于游戏的经济系统与数值设计，通过前期慷慨的奖励与体力折扣、更强且更即时的合成反馈培养玩家的消费习惯，通过和 Facebook 深度绑定的卡牌交换系统构建社交系统维系长线留存；买量上亦更多效仿休闲 SLG，投放众多“副玩法”剧情。商业化方面，区别于《Gossip Harbor》与高频限时活动强绑定的变现机制，《Tasty Travels: Merge Game》主要靠中后期升级所需资源大幅上升及生成器短链合成物的概率加重商业化。**我们认为《Tasty Travels: Merge Game》的成功主要归因于点点互动在 SLG 领域积累的副玩法设计及买量经验，参考《Gossip Harbor》，运营活动密**

仅供内部参考，请勿外传

度提升或推动玩家留存率及流水提升。

图29：2026 年 3 月《Tasty Travels: Merge Game》近 30 天 IAP 收入升至二合游戏全球收入榜第 2

Merge2 Genre Last 30 days IAP revenue

Rank	App / Publisher	Revenue Absolute	Revenue PoP % Growth
1	Gossip Harbor: Merge & Story / Microfun	$93,670,527	↑ 10.3%
2	Tasty Travels: Merge Game / Century Games	$23,112,553	↑ 15.3%
3	Travel Town - Merge Adventure / Magmatic Games	$22,876,686	↓ 3.5%
4	Seaside Escape: Merge & Story / Microfun	$16,191,594	↑ 3.7%

资料来源：GameRes 游资网公众号

图30：《Tasty Travels: Merge Game》的字体显示和道具提示比同类手游更大更清晰



资料来源：广大大出海笔记公众号

图31：《Tasty Travels: Merge Game》买量上亦效仿休闲 SLG，投放众多“副玩法”剧情



资料来源：广大大出海笔记公众号

图32：《Gossip Harbor》上线后逐步加密运营活动



资料来源：GameRes 游资网公众号

点点互动休闲游戏储备丰富，有望打造第二成长曲线。点点互动已在测试至少三款二合游戏，甜品题材二合《Just Desserts》宣传中侧重剧情，与《Tasty Travels: Merge Game》形成差异；《Family Farm Merge》采用家庭农场题材，或可复用《Family Farm》等老游戏买量经验；《Hotel Legacy: Merge Game》测试进展相对领先，据点点出海公众号，其已登陆全球近 170 个国家及地区，2-4 月的月下载分别是 5/12.4/24.4 万，月流水分别是 73/108 万美元。除二合游戏外，2024 年推出的改装卡车题材融合三消手游《Truck Star》亦持续迭代，2026 年 1 月位列 Sensor Tower 中国出海手游收入榜第 29，美国 iOS 畅销榜排名震荡走高。

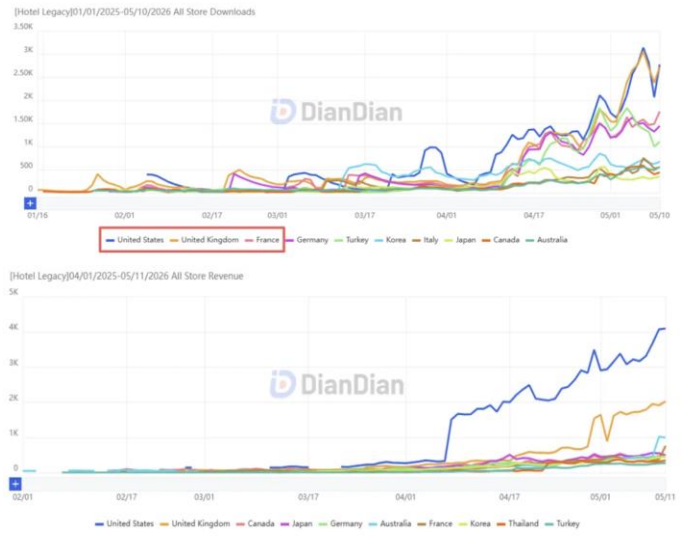
仅供内部参考，请勿外传

图33：点点互动已有至少三款二合游戏在测

游戏名	类型	示意图
Hotel Legacy: Merge Game	酒店题材二合	
Just Desserts	甜品店题材二合	
Family Farm Merge	家庭农场题材二合	

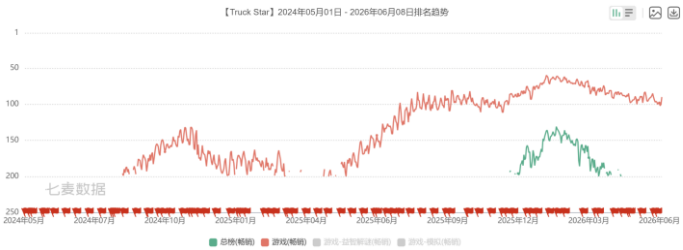
资料来源：点点出海公众号、GameLook、开源证券研究所

图34：2026 年 4 月以来《Hotel Legacy: Merge Game》下载量及流水加速攀升



资料来源：点点出海公众号

图35：2025 年以来《Truck Star》美国 iOS 畅销榜排名震荡走高



资料来源：七麦数据

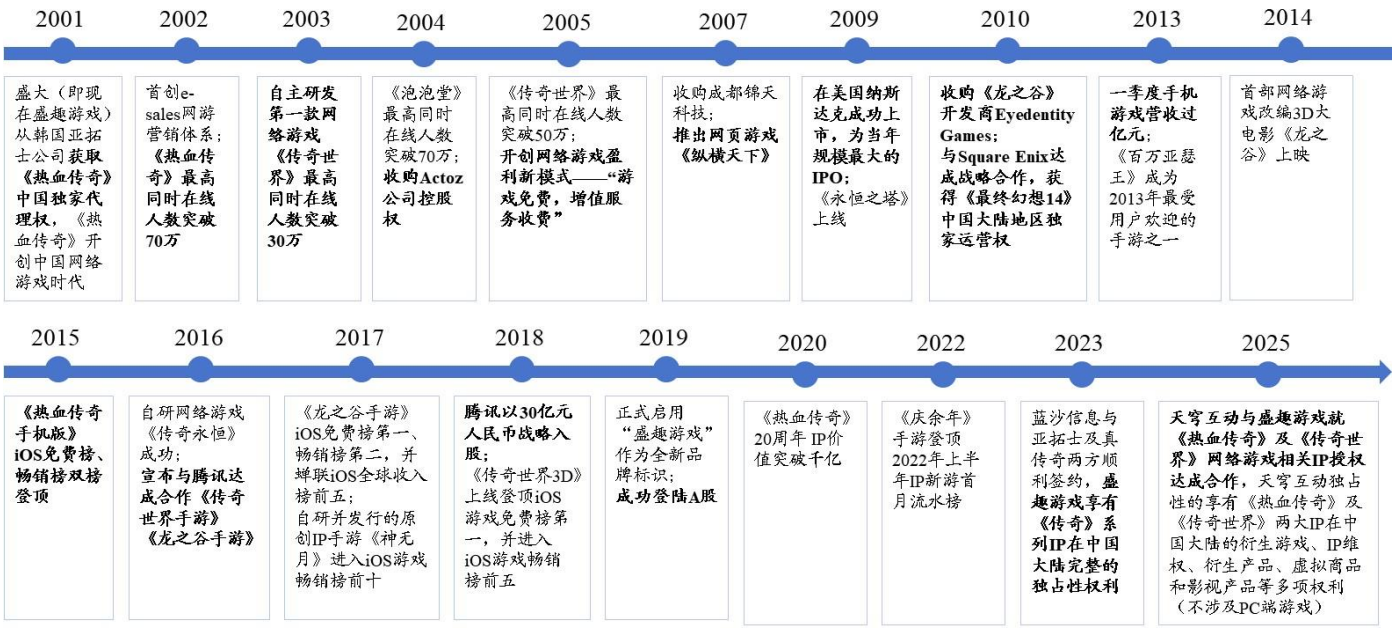
3、 盛趣游戏：国内游戏先驱，围绕经典 IP 持续掘金

盛趣游戏是中国游戏行业先驱，2001 年运营的《热血传奇》创下当时全球大型

仅供内部参考，请勿外传

多人在线游戏运营纪录；2005 年，首创免费模式，引领了全球游戏行业商业模式变革。公司先后推出和运营了《热血传奇》《传奇世界》《泡泡堂》《龙之谷》《最终幻想 14》等精品游戏，注册用户超 22 亿。此外，公司通过收购 Eyedentity Games 等逐步控制上游优质 IP。2023 年，公司获得《传奇》系列 IP 在中国大陆完整的独占性权利。

图36：盛趣游戏是中国游戏行业先驱，经典 IP 游戏开发及发行经验丰富



资料来源：公司官网、CMGE 中手游公众号、开源证券研究所

盛趣游戏坐拥众多经典 IP，结合玩家需求及技术发展持续迭代游戏，提供焕新体验。旗下 IP 长青，《热血传奇》端游上线于 2001 年，2015 年推出的《热血传奇手机版》累计流水超 100 亿元，2025 年推出的多端互通手游《传奇新百区-盟重神兵》是截至 2026 年 1 月单日预估收入最高的传奇类产品。公司围绕经典 IP，持续革新画质、引入新玩法，据公司官网，截至 2026 年，公司共有近 50 款游戏在持续贡献利润，在运营产品中自研产品占比达到 50%以上。

表4：盛趣游戏旗下经典 IP 游戏众多

IP 系列	游戏名	上线时间	游戏简介	上线表现
传奇系列	热血传奇（PC）	2001 年	奇幻类 2DMMORPG，玩法包括职业搭配、玩家 PK、万人攻城、行会战争等	最高同时在线人数超 70 万
	热血传奇手机版	2015 年	旗下热血工作室以同名端游为基础开发，继承端游的经打怪掉宝、经典三职业设置、自由 PK、行会争霸以及沙巴克攻城等元素	截至 2021 年累计流水超 100 亿元
	传奇新百区-盟重神兵	2025 年	多端互通手游，以《热血传奇》端游新百区为蓝本，首次推出高清重制的游戏画面，继承端游打怪爆宝、自由 PK、万人攻沙、怪物攻城等核心玩法，并将端游中备受好评的装备追溯、金令系统、分身修炼等新系统悉数融入	2026 年 1 月，官方披露为目前单日预估收入最高的传奇类产品
传奇世界系列	传奇世界（PC）	2003 年	旗下传世工作室自研大型 MMORPG，以人、修罗和魔族的三界纷争为世界观，传承打宝 PK、杀人红名、千人攻沙等经典特色	累计注册用户过亿

仅供内部参考，请勿外传

IP 系列	游戏名	上线时间	游戏简介	上线表现
	传世挂机	2015 年	传奇系热血放置手游，沿袭传世题材，结合端游超经典内容，以休闲放置类玩法及全面突破的画面品质，为玩家带来挂机 2.0 体验	官方透露，游戏开测即全线飘红，首日最高在线创同类型游戏新高
	传奇世界手游	2016 年	改编自经典端游《传奇世界》IP 的 MMORPG 手游，复刻端游战法道三职业、打宝、红名、PK 爆物、行会攻沙等经典元素	/
	传奇世界 3D	2018 年	旗下起源工作室自研 3D-MMORPG 手游，以全 3D 呈现的角色和场景给予玩家全新的视觉体验，融入创新的立体式攻沙玩法	上线首日拿下内地 iOS 游戏免费榜 Top1、畅销榜 Top13
龙之谷系列	龙之谷（PC）	2010 年	3D 无锁定竞技网游，凭借其独特的操作方式、梦幻的游戏画面、爽快的连招战斗和激烈的 PVP 体验，成为备受玩家欢迎的动作网游	国服上线第三天最高同时在线人数突破 70 万
	龙之谷手游	2017 年	还原经典端游 IP 的 3D 动作冒险手游，	首月流水超 10 亿，累计注册用户达 2100 万
	龙之谷 2	2020 年	龙之谷 IP 的续作手游，沿用 3D 无锁定的操作模式，丰富多流派的职业 BD 套路，引入非对称竞技玩法、大地图、动态成长城市等众多前沿设定	2020 年 10 月游戏陀螺预估全平台月流水过亿
	龙之谷世界	2025 年	龙之谷复刻版手游，原版剧情、副本 1:1 复刻端游体验	伽马数据估计首月流水超 3 亿
其他	辐射：避难所 ONLINE、最终幻想、云海之下、永恒之塔、彩虹岛、冒险岛、庆余年、血族、传奇天下、泡泡堂、光明勇士、神无月、传奇永恒等			

资料来源：公司官网、公司公众号、证券之星公众号、游戏那点事 Gamez 公众号、GameLook、游戏葡萄公众号、游戏陀螺公众号、游戏产业报告公众号等、开源证券研究所

盛趣游戏持续丰富 IP 变现机制，2014 年基于《龙之谷》网游改编的《龙之谷：破晓奇兵》大电影国内票房约 5753 万元（数据源自娱乐独角兽公众号）。公司亦通过对外授权，携手恺英网络、天穹互动等拓展《热血传奇》《传奇世界》在衍生游戏、衍生产品、虚拟商品及影视领域的市场。

图37：2014 年《龙之谷：破晓奇兵》上映



资料来源：豆瓣电影

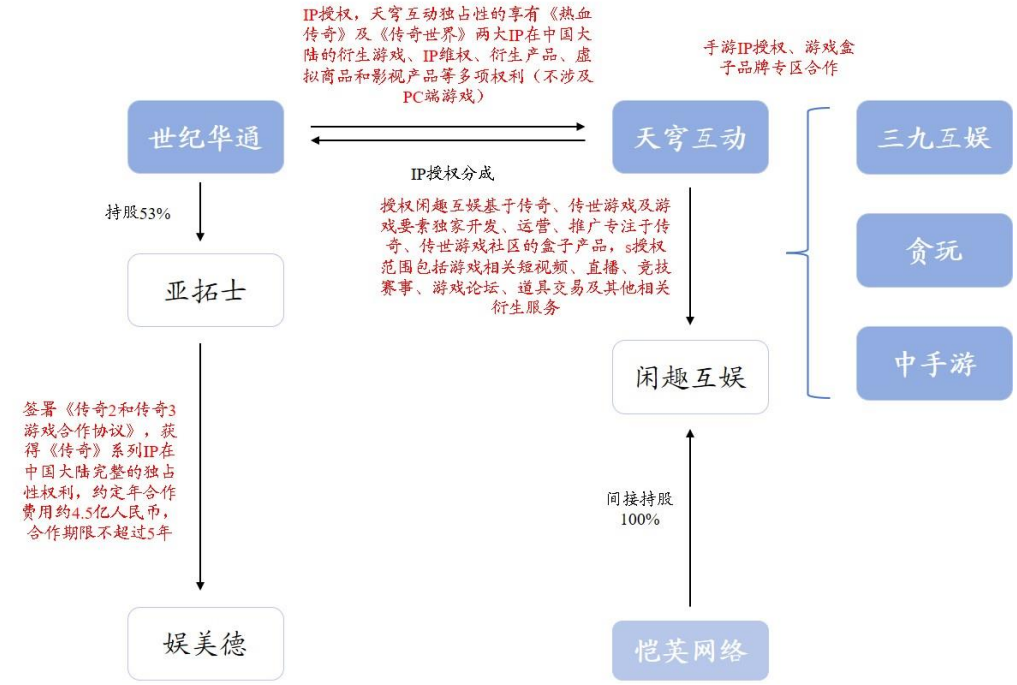
图38：旗下 IP 用于舞台剧、小说、长/短剧制作



资料来源：GameLook、公司公众号

仅供内部参考，请勿外传

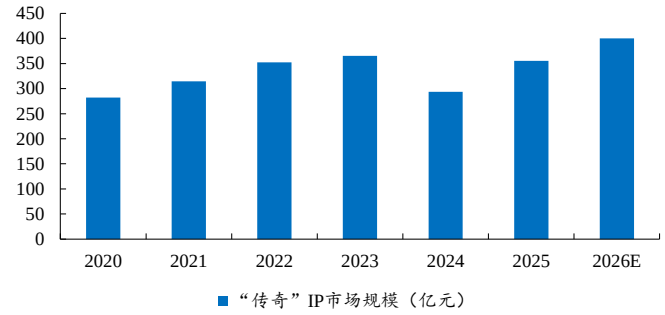
图39：世纪华通携手恺英网络、天穹互动等拓展传奇 IP 生态



资料来源：公司公告、CMGE 中手游公众号、玩心不止 Forever 公众号等、开源证券研究所（注：以 1 人民币=223.69 韩元进行换算）

传奇 IP 受众稳定，私服整治、玩法创新有望推动 IP 市场规模增长。据伽马数据，2025 年“传奇”IP 市场规模达 355.5 亿元，并连续多年保持在 300 亿元左右，在 2025 年仍持续游玩的用户中，近 57%接触该 IP 约十年，反映高受众粘性。DataEye 研究院预计 2025 年国内传奇类游戏私服累计流水占总流水比例达 39%，随正版游戏生态完善及 IP 维权推进，私服玩家有望被逐步转化。据伽马数据调研，听说过但没玩过“传奇”类游戏的受访者占总样本的 50%，潜在玩家广泛，《烈焰觉醒》在传奇大框架内融入仙侠内容有效破圈，我们看好玩法创新持续转化潜在玩家。

图40：伽马数据预计 2026 年“传奇”IP 市场规模将超过 400 亿元



数据来源：游戏产业报告公众号、开源证券研究所（注：版权方面包含正版及灰黑产，终端方面包含移动游戏，客户端游戏，网页游戏）

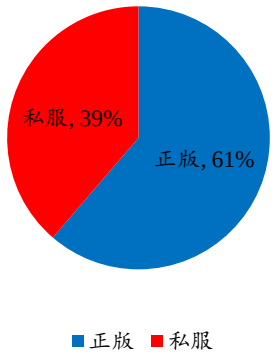
图41：“传奇”IP 受众粘性高



资料来源：游戏产业报告公众号

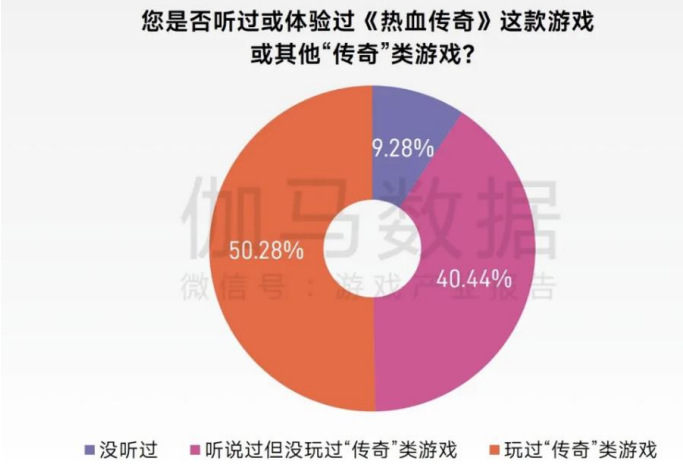
仅供内部参考，请勿外传

图42：DataEye 研究院预计 2025 年国内传奇类游戏私服累计流水占总流水比例达 39%



数据来源：DataEye 游戏观察公众号、开源证券研究所

图43：据伽马数据调研，听说过但没玩过“传奇”类游戏的受访者占总样本的 50%



资料来源：游戏产业报告公众号

盛趣游戏持续挖掘经典 IP，储备游戏丰富。在研游戏 IP 覆盖《饥荒》、《彩虹岛》、《永恒之塔》、《龙之谷》等，其中由公司研发、腾讯发行的《饥困荒野》全平台预约量超 1000 万，官方披露测试数据优秀，预计 2026 年暑期档上线。

表5：经典 IP 新游及在测游戏丰富

游戏	产品简介	测试进展/上线表现
传奇新百区合击-盟重神兵	端手互通游戏，复刻《盟重神兵》的新百区合击版，保持经典的同时加入大量适配现在玩家的创新玩法	2026 年 2 月上线，公测开服 4 组服务器爆满，连续加开新服
传奇世界无双	传奇世界 IP 官服首款手游，对比《传奇世界》，缩小重氪玩家与平民玩家战力差距，偏向社交属性的团队玩法	2026 年 6 月 26 日公测
饥困荒野	由盛趣研发、腾讯发行并基于经典 IP《饥荒》打造的手游，截至 2025 年 6 月，《饥荒》销量近 3000 万，Steam 好评率超 95%，《饥困荒野》针对移动端重塑交互设计，丰富玩法并引入社交体系	全平台预约量超 1000 万，官方披露“测试数据非常爆炸”，预计 2026 年暑期档上线
彩虹岛：经典	盛趣与韩国 Actoz Soft 联合开发的官方首款正版手游，《彩虹岛》累积注册用户数已近 1800 万	游戏预约量超 150 万，2026 年 5 月开启三测预约，二测老用户留存率达 90%，预计 2026H2 上线
永恒之塔手游	与版权方 NCsoft 合作开发《永恒之塔》手游，《永恒之塔》国服注册用户过亿，2021 年“怀旧服”全区服排队玩家峰值预估在十万，2025 年开放的“怀中怀”服务器排队人数一度过万	预计根据 2026H2 测试数据确定上线时间
龙之谷多端版	《龙之谷》多端（iOS 端、安卓端、PC 端）互通版	2026 年 4 月开启小范围技术封测

资料来源：公司官网、公司公众号、游戏那点事 Gamez 公众号、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 假设及财务预测

移动端游戏：据 Sensor Tower 公众号，2026 年 5 月点点互动旗下《Kingshot》《Whiteout Survival》《Tasty Travels：Merge Game》分别出海手游收入榜第 2/3/5，其中《Tasty Travels: Merge Game》海外收入环比增长 12%，《Kingshot》收入环比增长 11%。我们看好高频内容更新下，《Whiteout Survival》流水维持高位，《Tasty Travels: Merge Game》《Kingshot》持续突破，预计 2026-2028 年移动端游戏收入 421/456/493 亿元，分别同比+30%/+8%/+8%；苹果、谷歌等渠道分成比例下降大势所趋，毛利率分别为 74%/75%/76%。

电脑端/网页端游戏：国内端游市场景气，我们看好盛趣游戏围绕经典 IP 持续创新游戏体验，预计 2026-2028 年电脑端游戏收入 36/38/40 亿元，分别同比+5%/+5%/+5%；成本结构稳定，毛利率分别为 68%/68%/68%。网游主要为点点互动旗下休闲游戏，我们预计业务稳定，2026-2028 年网页端游戏收入 2/2/2 亿元，毛利率分别为 78%/78%/78%。

云数据服务：深圳数据中心项目 2022 年中标华为云项目，2025 年将服务拓展至物流相关行业，我们看好云计算需求带动业务增长，预计 2026-2028 年云数据服务收入 0.4/0.8/1.6 亿元；业务仍处战略投入期，毛利率分别为 0%/0%/0%。

汽车零部件：公司积极布局新能源市场，加强与比亚迪、问界汽车等下游客户合作，业务整体成熟，我们预计 2026-2028 年汽车零部件收入 15/15/15 亿元，毛利率分别为 14%/14%/14%。

表6：我们预计移动端游戏业务将持续驱动公司业绩增长

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营收（亿元）	226.20	378.98	477.69	514.66	554.57
YOY	70.27%	67.55%	26.05%	7.74%	7.75%
毛利率	65.80%	69.95%	71.45%	72.45%	73.40%
移动端游戏收入（亿元）	172.65	324.70	421.48	456.24	493.44
YOY	121.54%	88.07%	29.81%	8.25%	8.15%
毛利率	70.72%	73.09%	74.09%	75.09%	76.09%
电脑端游戏收入（亿元）	33.23	34.54	36.27	38.08	39.99
YOY	6.05%	3.97%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	66.81%	68.29%	68.29%	68.29%	68.29%
网页端游戏收入（亿元）	2.88	2.38	2.38	2.38	2.38
YOY	9.34%	-17.15%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	76.20%	77.90%	77.90%	77.90%	77.90%
汽车零部件收入（亿元）	15.28	14.91	14.91	14.91	14.91
YOY	-3.08%	-2.39%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	14.32%	14.01%	14.00%	14.00%	14.00%
云数据服务收入（亿元）	0.06	0.20	0.40	0.80	1.60
YOY	199.26%	215.96%	101.69%	100.00%	100.00%
毛利率	-457.92%	-55.19%	0.00%	0.00%	0.00%
其他收入（亿元）	2.11	2.25	2.25	2.25	2.25

仅供内部参考，请勿外传

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
YOY	-59.27%	6.59%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	20.98%	14.61%	14.61%	14.61%	14.61%

资料来源：Wind、开源证券研究所（注："其他"项口径包含铜杆加工件业务）

4.2、 估值与投资建议

巨人网络、三七互娱、恺英网络、吉比特、完美世界均为 A 股游戏行业头部上市公司。我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.21/1.46/1.60 元，当前股价对应 PE 分别为 11.5/9.5/8.7 倍，低于行业可比公司均值。我们看好公司存量游戏持续突破，高频测试挖掘下一款现象级游戏，首次覆盖，给予"买入"评级。

表7：我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.21/1.46/1.60 元，当前股价对应 PE 分别为 11.5/9.5/8.7 倍

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE（X）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002558.SZ	巨人网络	27.23	0.92	2.30	2.58	2.77	29.50	11.83	10.56	9.83
002555.SZ	三七互娱*	18.90	1.31	1.43	1.57	1.71	14.42	13.20	12.04	11.03
002517.SZ	恺英网络	16.17	0.89	1.30	1.54	1.66	18.15	12.39	10.53	9.76
603444.SH	吉比特	359.00	24.90	26.77	30.27	32.70	14.42	13.41	11.86	10.98
002624.SZ	完美世界	12.69	0.38	0.87	1.15	1.29	33.68	14.56	11.07	9.81
			均值				22.03	13.08	11.21	10.28
002602.SZ	世纪华通	13.87	0.76	1.21	1.46	1.60	18.24	11.51	9.52	8.66

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：除标"*"公司盈利预测是 Wind 一致预测外，其余公司盈利预测源自开源证券研究所，收盘价为 2026 年 6 月 29 日数据）

5、 风险提示

老游戏流水下滑：行业新游供给丰富，玩家游戏偏好及付费意愿受宏观环境及心理因素等影响，老游戏活跃用户规模及付费意愿可能不及预期。

新游流水不及预期：新游上线后表现受玩家偏好、竞品进展等影响，流水或低于预期。

游戏行业政策影响：国内政策影响游戏版号的发行，海外政策影响游戏内容设计等，政策变动影响公司游戏收入。

仅供内部参考，请勿外传

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	12252	18977	27925	36154	45227
现金	6528	11808	20941	28429	37639
应收票据及应收账款	3495	4048	4146	4339	4463
其他应收款	676	1559	1258	1777	1494
预付账款	109	157	162	181	188
存货	761	766	749	784	769
其他流动资产	683	640	669	645	674
非流动资产	26673	25452	25151	24713	24465
长期投资	1499	609	609	609	609
固定资产	1424	1265	1275	1122	996
无形资产	2049	1565	1449	1377	1315
其他非流动资产	21701	22013	21818	21605	21545
资产总计	38924	44429	53076	60867	69692
流动负债	11530	10349	10551	10233	10948
短期借款	847	888	888	888	888
应付票据及应付账款	1051	1088	1110	1175	1203
其他流动负债	9632	8374	8553	8170	8857
非流动负债	1944	2860	2685	2500	2323
长期借款	0	810	635	451	273
其他非流动负债	1944	2050	2050	2050	2050
负债合计	13474	13209	13235	12733	13271
少数股东权益	642	554	733	950	1188
股本	7453	7371	7371	7371	7371
资本公积	15117	14455	14455	14455	14455
留存收益	5042	10659	17003	24126	31354
归属母公司股东权益	24809	30666	39107	47184	55233
负债和股东权益	38924	44429	53076	60867	69692

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5046	8564	10415	10342	13178
净利润	1045	5718	9063	10959	12047
折旧摊销	897	882	579	637	563
财务费用	82	136	68	-21	-110
投资损失	484	242	-51	-51	-51
营运资金变动	1488	1111	674	-1263	649
其他经营现金流	1051	475	81	81	81
投资活动现金流	-1337	-1313	-104	-26	-141
资本支出	578	847	278	199	315
长期投资	-761	-421	0	0	0
其他投资现金流	2	-45	174	174	174
筹资活动现金流	-971	-2846	-1177	-2829	-3827
短期借款	381	41	0	0	0
长期借款	-2875	810	-175	-184	-177
普通股增加	0	-82	0	0	0
资本公积增加	17	-661	0	0	0
其他筹资现金流	1506	-2953	-1003	-2645	-3650
现金净增加额	2758	4254	9133	7488	9210

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	22620	37898	47769	51466	55457
营业成本	7736	11390	13637	14179	14752
营业税金及附加	53	86	108	117	126
营业费用	7742	14512	18172	18977	21011
管理费用	1695	2017	2070	2115	2161
研发费用	1680	2340	2645	2748	2854
财务费用	82	136	68	-21	-110
资产减值损失	-769	-214	-214	-214	-214
其他收益	61	114	114	114	114
公允价值变动收益	-125	122	122	122	122
投资净收益	-484	-242	51	51	51
资产处置收益		12	0	0	0
营业利润	2045	7006	10939	13222	14533
营业外收入	24	44	44	44	44
营业外支出	622	63	63	63	63
利润总额	1447	6987	10920	13203	14514
所得税	402	1269	1856	2245	2467
净利润	1045	5718	9063	10959	12047
少数股东损益	-168	113	179	217	238
归属母公司净利润	1213	5605	8884	10742	11809
EBITDA	2329	7858	11420	13673	14820
EPS(元)	0.16	0.76	1.21	1.46	1.60

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	70.3	67.5	26.0	7.7	7.8
营业利润(%)	105.6	242.6	56.1	20.9	9.9
归属于母公司净利润(%)	131.5	362.0	58.5	20.9	9.9
获利能力					
毛利率(%)	65.8	69.9	71.5	72.5	73.4
净利率(%)	5.4	14.8	18.6	20.9	21.3
ROE(%)	4.1	18.3	22.7	22.8	21.4
ROIC(%)	3.4	16.9	21.6	21.9	20.6
偿债能力					
资产负债率(%)	34.6	29.7	24.9	20.9	19.0
净负债比率(%)	-4.2	-27.7	-46.3	-54.2	-62.9
流动比率	1.1	1.8	2.6	3.5	4.1
速动比率	0.9	1.7	2.5	3.4	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.9	1.0	0.9	0.8
应收账款周转率	7.5	10.3	12.0	12.5	13.0
应付账款周转率	7.2	10.7	12.5	12.5	12.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.76	1.21	1.46	1.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	1.16	1.41	1.40	1.79
每股净资产(最新摊薄)	3.49	4.16	5.31	6.40	7.49
估值比率					
P/E	84.3	18.2	11.5	9.5	8.7
P/B	4.0	3.3	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	43.7	12.0	7.4	5.6	4.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

仅供内部参考，请勿外传

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn