游戏板块推荐：关注估值修复与 26-27 年产品周期 20260906

游戏行业 2026 中报综述：渠道让利与 AI 提效驱动利润释放

摘要

- 世纪华通发布高增长持股计划，2027 年营收/净利目标 443 亿/90 亿，隐含净利率升至 20%，董事长提前终止减持释放流动性利好。
- 行业基本盘稳健，2026Q2 A 股游戏营收同比+18%，长线运营产品（如《无尽冬日》）支撑淡季增长，行业营收可预见性显著增强。
- 毛利率进入上行通道，渠道分成比例有望从 30%降至 20%-25%，叠加官网自充值放开，精品化研发商话语权持续提升。
- AI 提效进入深水区，A 股研发费用率同比-1%，GPT-6 赋能 3D 建模大幅降低美术门槛，AI 原生游戏有望提升 TapTap 等平台供给质量。
- 2027 年产品周期可期，腾讯《王者万象棋》、网易《无限大》定档，世纪华通及三七互娱多款出海 SLG/合成类新品流水爬坡势头强劲。
- 板块估值处于历史低位，2026 年 PE 普遍在 10-13 倍，匹配 20%以上利润增速，具备显著的估值修复与 EPS 上修空间。

Q&A

市场如何解读近期世纪华通发布的员工持股计划及其对游戏板块的潜在影响？

世纪华通于 2026 年 8 月 28 日发布了针对其子公司点点互动核心团队的员工持股计划，该计划设定了较高的业绩考核目标，为市场提供了积极指引。具体来看，该计划要求点点互动在 2026 年和 2027 年的营业收入分别达到 375 亿元和 443 亿元，这意味着 2027 年营收需实现双位数增长。在利润方面，2026 年和 2027 年的净利润考核目标分别为 70 亿元和 90 亿元，同样对应着高速增长。值得注意的是，该计划隐含的净利润率目标也在提升，2026 年为 19%，2027 年为 20%。 这一业绩目标的实现，一方面依赖于现有核心产品的稳健表现，如自 2025 年中期以来月流水进入 1 亿美元级别的《King Shot》以及已上线超过三年的《What Survival》（无尽冬日），这两款产品目前年化流水仍在增长，为业绩提[illegible]实基础。另一方面，则需要新产品的成功推动，例如目前月预估流水已超过[illegible]万美元的二次元产品《T4 Travels》，以及在 2026 年七八月份崭露头角[illegible]新品。该业绩目标隐含的假设是，公司有望在 2027 年再推出 1 到 2 款月[illegible]

人在草木间

级与《King Shot》或《T4 Travels》相当的新品。 此外，利润率的提升目标也颇为严苛。通常 SLG 或二次元游戏在推广初期需要较高的投入以换取流水增长，导致前期利润率偏低。而该计划要求在实现营收快速增长的同时提升利润率，显示了公司对新老产品协同发展的信心。该员工持股计划要求员工以每股 6 元多的价格购买，约为公告发布当日股价的 50%，增加了业绩目标的可信度。 同时，世纪华通的第二大股东、董事长于 2026 年 8 月 13 日提前终止了原定为期三个月的减持计划。该计划原拟减持不超过 3%的股份，但实际仅通过集中竞价交易减持了 0.7%后即告结束。这一举动缓解了市场的流动性担忧，减轻了对股价的压制。综上，世纪华通作为 A 股游戏龙头公司，其乐观的业绩指引和流动性风险的落地，对整个游戏板块的估值修复和市场情绪均产生了积极影响。

2026 年第二季度 A 股和港股主要游戏公司的整体业绩表现如何，尤其是在营收和毛利率方面呈现出哪些趋势？

2026 年第二季度，尽管是行业传统淡季，但 A 股和港股主要游戏公司普遍表现出稳健的增长态势。 在营收方面，A 股 24 家主要游戏公司在 2026 年 Q2 整体营收同比增长 18%，环比增长 3%，实现了淡季下的同环比双增长。港股方面，腾讯游戏业务在国内市场表现优异，即便在上半年缺少重大新品发布的情况下，依然实现了良好增速；其海外业务虽稍显疲弱，但公司正通过收并购，特别是针对二次元和休闲游戏品类，积极拓展海外版图。网易在老产品《梦幻西游》和《燕云十六声》的强劲表现带动下，实现了同比 8%的营收增长，环比因季节性因素略有下降。心动公司 2026 年上半年营收同比增长 7%。整体来看，在 2026 年上半年新品相对匮乏（除完美世界的《一拳超人：世界》外）的背景下，游戏公司依靠现有产品的稳健运营实现了营收增长。这主要得益于 2025 至 2026 年间上线的一批产品，如巨人的《超自然》、世纪华通的《King Shot》和《What Survival》、吉比特的《问道》以及腾讯的《三角洲行动》和网易的《燕云十六声》等，这些产品在立项时便以长线运营为目标，其可持续性和稳健性显著优于三至五年前的产品，从而增强了整个行业营收增长的可预见性。 在毛利率方面，A 股游戏板块 2026 年 Q2 的整体毛利率同比提升了 2 个百分点，环比基本持平。港股的腾讯和网易毛利率均实现了同比和环比提升。

2026 年上半年游戏行业的毛利率呈现何种趋势？其背后的驱动因素是什么？

游戏行业整体的利润率呈现提升趋势，这背后一个明显的变化是，无论是国内还是海外，渠道抽成的比例在下降。自 2025 年至 2026 年初，国内的硬核联盟以及全球的苹果和谷歌商店都在向研发方让利。例如，苹果的抽成比例已从 2025 年整体的 30%开始分地区逐步下调。许多以出海营收为主的游戏公司，其海外渠道抽成比例已出现明显下降，这主要得益于谷歌和苹果在各地区的让利政策。中长期来看，整个游戏板块的渠道抽成比例有望从 30%下降至 20%-25%的区间。此外，渠道方也放开了游戏公司官网自充值的权限，理论上使得游戏公司可以绕开渠道实现零分成充值。因此，毛利率的提升反映了游戏精品化和研发商话语权提升的大趋势，渠道持续向研发商让利，这对研发商而言是一个积极的行业趋势，并有

望在长期进一步提升其毛利率。

2026 年第二季度游戏公司的销售费用率表现如何？长期趋势又是怎样的？

从 2026 年第二季度来看，A 股游戏公司的销售费用率处于平稳略增的状态，同比提升 4 个百分点，环比持平。这可能与产品周期性有关，因为 2025 年第二季度大部分 A 股游戏公司的新品尚未完全发力。然而，若将时间线拉长至半年或一年维度，A 股游戏公司的销售费用率呈现长期下降的趋势。这主要是因为买量这一举措具有周期性，前几年市场竞争激烈，但近期市场逐渐认识到，对于大 DAU 驱动或二次元内容向的游戏，纯买量投入的占比正逐渐降低。发行方式日益多样化，除了买量，还可以通过品牌营销、KOL 合作或社区运营等更高性价比的方式进行推广。因此，游戏公司整体的投放意愿和力度长期来看在缓慢下行。对于港股市场，腾讯和网易的销售费用率保持稳定，心动公司的销售费用率则同比下降 1 个百分点，主要因其上半年发行的《心动小镇》海外投放比例不大，该游戏更偏向于社区或品牌营销，而非传统的买量模式。

游戏行业研发费用率的变化趋势如何？人工智能在其中扮演了怎样的角色？

A 股游戏公司在 2026 年第二季度的研发费用率同比下行 1 个百分点。这一趋势背后，AI 的提效作用值得关注。自 2023 年起，大部分游戏公司开始在其财报中提及 AI 的应用。例如，三七互娱在两年前便开始利用 AI 制作发行素材及 2D/3D 美术，AI 制作或替代人力的比例达到 70%-80%。尽管研发费用的下降不能完全归因于 AI，因为自 2022 年以来游戏公司也因产品周期调整等原因在进行人员优化，但游戏公司在应用 AI 方面表现得非常积极，普遍较早地采购 AI 编程工具、部署本地化模型并将其融入工作流。因此，研发费用的下降预计是一个长期趋势。港股方面，腾讯和网易的研发费用率保持稳健。心动公司因其第一方 AI 应用在第二季度为开发者承担了算力成本，导致研发费用率出现阶段性高点，预计下半年将有所收窄。长期来看，游戏公司对 AI 的应用将持续深化，部分公司已开始尝试用小团队完全由 AI 制作游戏，预示着 AI 将为行业带来显著的降本增效。

综合成本与费用变化，2026 年上半年游戏公司的利润表现如何？

2026 年第二季度，A 股游戏公司的归母净利润实现了 28%的同比增长，环比略降主要是受完美世界等个别公司一次性亏损的拖累，但同比增速依然非常可观。港股方面，腾讯的主营业务稳健，老游戏进入利润释放阶段，增速可观。网易若扣除投资收益影响，其经调整后的利润仍有不错的增长。心动公司在剔除上半年 AI 投入的阶段性负向影响后，业务增长同样良好。归母净利润的稳健同比增长，与营收侧的稳健表现和费用侧的收窄趋势相符。行业数据也印证了这一点，根据伽马数据，2026 年上半年国内游戏市场大盘实现了双位数增长，出海市场在个别月份增速接近 30%。这表明 2025 年至 2026 年上线的次新产品表现稳健，而新产品正处于成长阶段。总体而言，中报业绩证明了游戏公司的基本盘非常坚实，即使在上半年缺少重大新品发布的情况下，依然维持了良好的收入和利润增速，

为 2026 年及 2027 年的业绩奠定了基础。

在 2026 年中报季后，市场关注的重点将转向何方？下半年及 2027 年有哪些值得关注的新品？

中报季过后，市场的关注点通常会从业绩表现切换至新的产品周期。2026 年下半年及 2027 年值得关注的新品主要分为两大类。第一类是具有重大影响力的单品，通常拥有大 IP 或由大厂历时数年精心调试后定档上线，代表产品如腾讯的《王者万象棋》和网易的《无限大》。其中，即将于 9 月 10 日上线的《王者万象棋》被认为是腾讯 2026 年最重要的新品之一。

《王者万象棋》这款产品有哪些核心看点和市场潜力？

《王者万象棋》的市场潜力巨大，其核心看点在于：首先，它依托于《王者荣耀》这一顶级 IP，自带庞大的用户基础。其次，它采用了自走棋玩法，腾讯在该品类已有成功先例——《金铲铲之战》。《金铲铲之战》于 2021 年上线，经过一年的孵化期后，在第二、第三年迅速成长为腾讯收入排名前五的大单品，根据第三方数据，其 2025 年的年营收估计在 70 亿以上。考虑到《金铲铲之战》的 IP 是《英雄联盟》，其玩法和用户画像与《王者荣耀》相近，为《王者万象棋》的成功提供了参考。此外，《王者万象棋》在《金铲铲之战》的基础上进行了创新，一方面降低了上手门槛，即使是没接触过自走棋的玩家也能快速入门；另一方面，它通过增加类似卡牌玩法的随机性和策略性环节，增强了策略深度和玩家粘性。

从产品线的角度来看，近期有哪些值得重点关注的新游戏？其市场潜力和上线时间表是怎样的？

近期值得关注的新产品主要分为几条主线。首先是腾讯的《王者万象棋》，其用户基数庞大，得益于《英雄联盟》在国内广泛的受众基础，潜在 DAU 不亚于《金铲铲之战》，且用户粘性与留存率可能更高，商业化潜力巨大。这类大 DAU 游戏的前期表现不一定会呈现爆发式开局，可能不会在首日或首周冲上畅销榜首位，但长期来看，非常有潜力成长为腾讯新款的长线运营游戏。建议以月或季度为周期，持续跟踪其流水趋势。 其次是网易的两款重点产品：一款是《雾海之下》，由收购自成都的原《王者荣耀》团队开发，是一款大 DAU 的“刷子”类游戏。其玩法融合了大 DAU 模式、经过市场验证的“刷子”玩法以及创新的 RPG 养成线，具备爆款潜质。最近一轮测试结果显示，用户粘性超出预期，题材也较为新颖。另一款是备受全球关注的《无限大》，这是一款研发已超 4 年的二次元大世界开放世界游戏，近期已定档于 2027 年 1 月上线。其在玩法层面上接近 GTA 的真开放世界形态，市场期待值很高，后续需关注其测试及上线后的具体表现。 再次是 B 站的《三国王道天下》，这款三国 IP 的 SLG 游戏已在业绩会上宣布定档于 2026 年第四季度上线。与 B 站上一款爆款 SLG《三国志·谋定天下》相比，其玩法更重度，更贴近《三国志·战略版》等经典的国产重度策略 SLG 类型。 此外，单机游戏方面，《影之刃零》作为继《黑神话：悟空》之后的又一款国产 3A 大

作，定档于 10 月 29 日发售。该发售日期使其能够参与今年的 TGA（The Game Awards）评选，并被视为年度游戏奖项的有力竞争者。此前《黑神话：悟空》获得了 TGA 最佳动作游戏奖，而《影之刃零》则有潜力竞争年度最佳游戏这一更高荣誉。其研发商灵游坊是腾讯的战略投资标的，因此该作的成功有望为国产游戏出海及文化输出实现新的突破。 最后，心动公司的《RO2》和《麦芬 2》以及一些重要产品的出海后续发力也值得关注，但目前可见度尚不高，需要持续跟踪其研发和测试进度。

对于出海游戏市场，特别是 SLG 和合成类游戏，其产品测试、上线节奏以及近期表现突出的产品有哪些？

出海游戏的测试和发行模式与传统游戏不同，它们通常没有明确的“定档”日期，而是采用边测试边优化的迭代方式。这类产品，如《无尽冬日》和《Last War: Survival Game》，会从一个小的用户规模（如 1 万用户）开始测试，逐步扩大到 10 万用户，并在此过程中持续调优。因此，对其潜力的判断主要依赖于跟踪其流水曲线，观察其从零增长至月流水百万美元、千万美元的过程。 近期，出海游戏在经历第二季度的淡季后，于七、八月份呈现出新的爬坡势头。世纪华通在 7 月至 8 月期间，同时测试了近十款新的 SLG 和合成类游戏，表现普遍不错。其中，三款产品的流水增长尤为突出： 第一款是 SLG 产品《Lord Rush》，这是一款中世纪写实题材、但画风偏可爱的动漫风格游戏。截至 8 月 30 日，其第三方监测的单日流水已超过 25 万美元。 第二款是《Hotel Legacy》，这是一款酒店经营题材的合成类游戏，玩法上更接近《Gossip Harbor》。截至 8 月 30 日，其日流水也超过了 20 万美元。 第三款是《Top Force》（曾用名《Top General》），这是一款玩具兵人题材的 SLG，它将小游戏前端与模拟经营玩法相结合，是比《Last War》更轻度的融合玩法尝试。截至 8 月 30 日，其日流水超过 14 万美元。这三款产品目前都处于每日流水爬升的状态，若能延续当前趋势，月流水有望达到千万美元级别。 三七互娱的出海产品同样表现亮眼。其年初上线的《Last Ultima》（简称 LA），在 3 月份月流水已达到两三千万美元的水平，并在七、八月份实现了流水的二次显著抬升。根据第三方数据，8 月份的日流水相比年初增长了三倍以上，有潜力达到甚至超过三七互娱在 2021 年发行的《Puzzles & Survival》巅峰时期月流水四五千万美元的量级。 此外，三七互娱的另一款游戏《Zombie Root》采用了“数字出门”这一由《Last War》开创的前置玩法，并融合了末日题材。近期《Last War》因其公司原因减少投放，为同类玩法产品留出了市场空间。《Zombie Root》抓住了机会，其近期的流水曲线非常理想，已接近《Last Ultima》在年初的水平。 这两款产品都有望冲击《Puzzles & Survival》曾创下的高点。 同时，神州泰岳和掌趣科技的几款 SLG 产品表现也优于年初。总体来看，新一代的 SLG 和合成类出海游戏有望在年底跑出新的爆款。

综合来看，2027 年的游戏产品线前景如何？对于行业增长有何展望？

整体来看，市场对于 2027 年的产品线无需过度悲观。虽然目前感觉明年似乎缺少已明确的重大单品，但这主要是因为许多产品尚未正式官宣，通常需要到年底

才能看得更清晰。当前可见的产品情况并不能完全代表明年的整体格局。 一方面，国内大厂的头部产品储备依然值得期待，核心应关注腾讯的《王者万象棋》、网易的《无限大》以及 B 站的《三国王道天下》等。另一方面，出海产品的增长曲线非常可观。世纪华通和三七互娱等厂商的多款产品正在快速爬坡，如果其中能跑出一到两款月流水达到 5,000 万美元甚至 1 亿美元级别的游戏，将为公司带来巨大的营收和利润弹性。考虑到合成类和 SLG 游戏在自研自发模式下，其稳态净利润率有望达到 25%至 30%以上，其长期利润贡献将非常可观。 因此，对于游戏板块，无论是 A 股还是港股，在现有老产品流水保持稳定的基础上，新产品的推出有望在 2027 年实现不错的增长弹性，整体营收前景乐观。

目前 AI 技术对游戏行业的发展趋势产生了哪些影响？

根据近期在 ChinaJoy 的调研以及与各游戏公司的交流，AI 对游戏行业的影响正在逐步显现。各方都在积极关注并探讨 AI 游戏的发展趋势。

目前 AI 技术在游戏行业的生产端有哪些具体应用，以及在哪些核心环节仍面临局限性？

截至 2026 年，各游戏公司已普遍为研发和核心运营岗位配备了 AI 辅助工具，例如 coding copilot，并鼓励员工运用 AI 赋能游戏制作与运营。当前 AI 主要在提升效率和质量方面发挥作用，例如替代部分员工和优化旧的生产管线，从而加快游戏开发速度，简化测试流程，帮助公司提高研发推行频率并降低成本。然而，在直接面向玩家付费的核心环节，如关键美术、皮肤设计、核心策略或数值策划等方面，AI 仍无法替代人工。目前的多模态 AI 在审美和创作质量上，尚未能超越顶尖的游戏美术师。一旦玩家识别出某项美术或皮肤由 AI 生成，可能会引发强烈的负面情绪。这表明游戏公司的核心竞争力，如审美能力和对玩家的深刻理解，是 AI 暂时无法取代的。

AI 原生游戏的发展现状如何，近期发布的 GPT-6 模型在计算机使用能力上的提升，将对游戏研发，特别是 3D 建模领域，带来哪些具体影响？

各大游戏公司，包括恺英网络、巨人网络以及腾讯、网易等，都在积极探索和布局 AI 原生游戏项目，部分已投产品表现良好，市场正关注这些游戏上线后的具体表现。近期发布的 GPT-6 在计算机使用（computer use）能力上实现了核心提升，尤其体现在前端任务完成能力和审美水平上。在游戏和设计场景的测试中，GPT-6 展示了强大的能力。例如，通过自然语言指令，GPT-6 可以调用 Blender 等专业 3D 建模软件的插件，交付一个包含白模、三视图、可 360 度旋转且支持手动调整的 3D 模型或场景。尽管模型本身并非由 GPT-6 直接生成，而是借助了外部软件，但其可用性相较于先前模型有了巨大飞跃。这意味着游戏公司现在可以通过自然语言让 AI 完成复杂的场景建模工作。这一进步并未替代游戏美术，而是放大了开发者的审美水平和公司对用户的认知深度，本质上是进一步降低了

游戏美术的研发门槛，提升了降本增效的潜力。

GPT-6 在 3D 建模方面的技术突破，将如何影响以 TapTap 为代表的游戏平台及其创作者生态？

GPT-6 的技术进步预计将对以 TapTap 为首的平台方产生积极影响。此前，通过 TapTap AI Game Maker 创作的游戏多以 2D 为主，质量相对粗糙，难以有效吸引和留存用户。若能通过 TapTap 的插件集成 GPT-6 的能力，创作者将能够制作出高质量的 3D 建模场景。这将极大提升 TapTap AI Game Maker 供给侧的游戏质量，有助于平台为用户提供大量高品质的 AI 游戏，进而促进用户付费和广告变现。总体而言，无论是多模态模型的发展还是工具使用能力的提升，都对游戏开发及平台工具侧构成了非常有利的促进。

截至 2026 年 9 月初，主要上市游戏公司的估值水平如何，以及从 2027 年的预期来看，其投资价值体现在哪些方面？

截至上周五（2026 年 9 月 4 日），包括 A 股 7 家头部公司以及港股的腾讯、网易和心动在内的重要游戏公司，其 2026 年对应市盈率估值普遍在 10 至 13 倍左右，均低于 15 倍。展望 2027 年，估值水平更低，大部分公司预计在 11 至 12 倍，部分甚至在 10 倍出头的水平。考虑到这些公司利润端普遍拥有同比双位数（20%以上）的增速，当前的估值处于非常便宜的低估区间。

综合来看，当前驱动游戏板块估值修复和业绩上修的核心因素有哪些，以及具体的投资标的建议是什么？

游戏板块的估值修复和每股收益上修存在空间，主要驱动因素包括：首先，市场交易的关注点正从当期业绩兑现迁移至对 2027 年产品线的预期；其次，市场对 AI 与游戏关系的认知正在修复，从年初认为 AI 可能冲击软件行业，转变为当前普遍认为 AI 对游戏研发是促进作用，这将带来贝塔层面的修复；最后，以世纪华通为代表的龙头公司减持落地，有利于 A 股板块整体估值的释放。投资策略方面，港股推荐腾讯和网易；A 股方面，稳健型标的包括世纪华通和恺英网络，高弹性标的包括心动公司和完美世界，而高分红价值的标的则包括吉比特和巨人网络。此外，三七互娱因其收入弹性较大，也具备较好的投资机会。