下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

| 证券研究报告 |

2Q26游戏财报总结

——业绩高增，AI催化，带动估值修复

2026.09.09

分析师：康雅雯
执业证书编号：S0740515080001
Email：kangyw@zts.com.cn

分析师：朱骏楠
执业证书编号：S0740523080003
Email：zhuqn01@zts.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

- **2Q26季报关键点：收入与毛利再创历史新高，归母净利润为历史次高但环比小幅回落；板块利润向头部集中的程度显著加深，尾部亏损面扩大；估值回落至2022年以来3%分位，EPS与PE的背离进一步加大。（注：选取14家A股游戏公司）**

- **利润集中度显著抬升，但收入集中度基本持平。**2Q26归母净利润CR5达99.2%（1Q26为90.5%，同口径+8.7pct）；而收入CR5为79.6%，较1Q26同口径的80.9%微降1.3pct——利润集中度跳升的主因是尾部亏损扩大，14家样本中有5家单季亏损。实现收入与归母净利润同环比双升的公司为世纪华通、吉比特、富春股份。

- **行业：增长引擎正在降速。**客户端游戏同比由2月的+56.7%降至7月的+3.4%，自研出海由+40.5%降至+18.8%，国内总规模7月同比+6.9%为2026年以来最低。而14家选取A股公司样本收入同比+21.6%、跑赢行业10.7pct——呈现出超额来自出海与集中度，而不是行业景气。

- **EPS与PE持续背离。**2026年初以来游戏板块持续回调：截至2026年9月4日，近一年累计下跌13.93%，同期沪深300上涨4.19%，明显跑输；年初至今的回撤发生在板块归母净利润连创新高的同时，是估值单边消化、而非盈利能力证伪。

- **估值方面：**截至2026年9月4日，板块PE-TTM为19.98x（剔除当期亏损公司口径），处于近5年以来18.08%分位、中位数23.9x。对照关键时点：2023年内高点为45.45x，当前估值已接近2022年以来的底部区域。

- **短期催化：**OpenAI 于2026年9月3日发布 GPT-6 Astra，从提示词生成3D世界与游戏资产，并可通过计算机使用直接操作 Blender / Unreal等引擎。

- 投资建议：当前板块处于估值的底部，中报披露完毕头部公司整体EPS兑现较好，有望启动一波资金回流带来的估值回归行情。**建议关注：世纪华通、恺英网络、巨人网络、吉比特、完美世界。**

- 风险提示：产品延期上线风险；产品上线表现不及预期风险；行业政策及监管风险；预测假设与数据统计相关风险；研报使用信息更新不及时风险

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

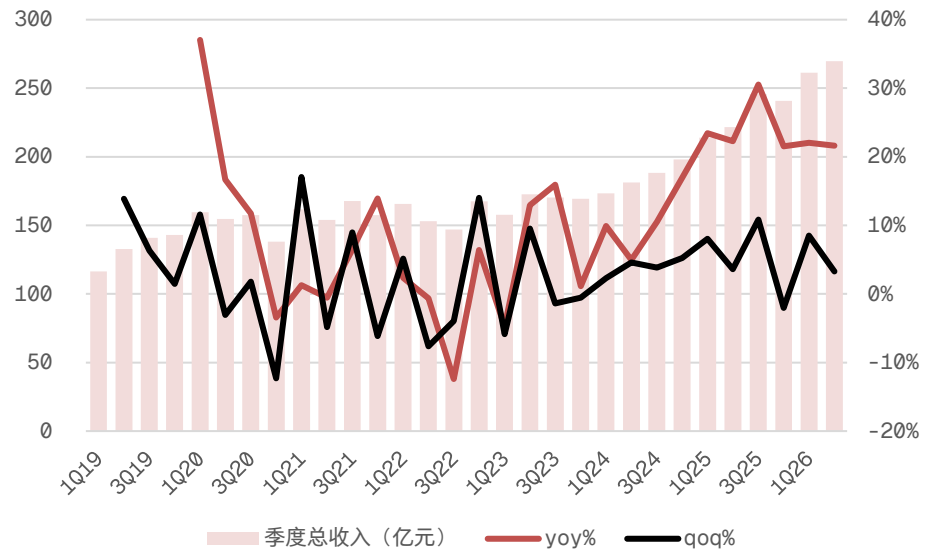
1 财务各项指标对比与投资建议

下载日志已记录，仅供内部参考

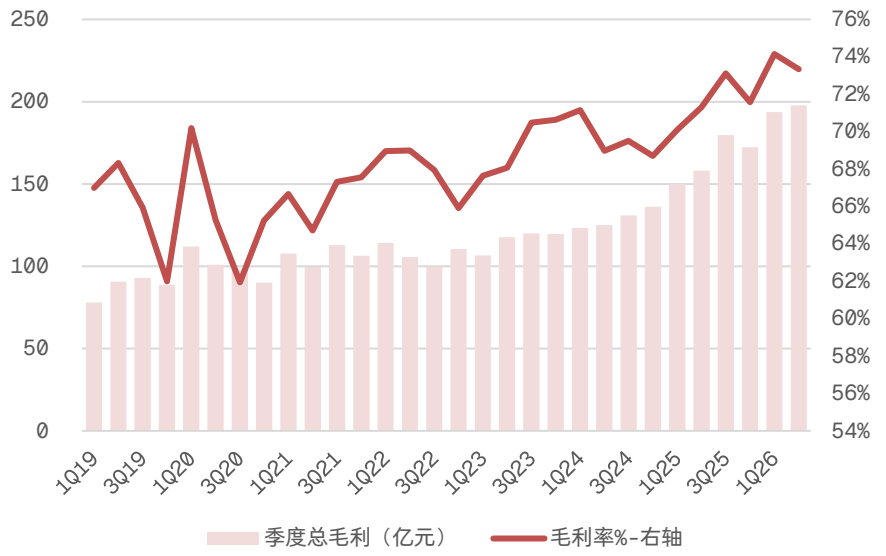
季度收入同比仍超20%

- 14家A股游戏公司作为测算基准：
- **1）收入：**2Q26实现总收入269.7亿，同比增长21.6%，环比增长3.3%，季度总收入持续新高，同比增速较1Q26的22.1%基本持平，在去年同期高基数上仍维持20%以上的增长。
- **2）毛利：**2Q26实现毛利197.8亿，较1Q26的193.7亿环比提升。
- **3）毛利率：**2Q26整体毛利率73.3%，较1Q26的74.2%小幅回落0.8pct，但较去年同期的71.3%仍提升2.0pct，自3Q20以来的波动攀升趋势未被打破。环比回落并非渠道结构逆转，而是2Q集中上线的新品在初期需支付更高的渠道与CP分成；用户涌入官服与TapTap等第三方非抽成平台、自研游戏收入占比提升这两条中期逻辑仍在兑现。

季度总收入与同环比增速



季度总毛利及毛利率



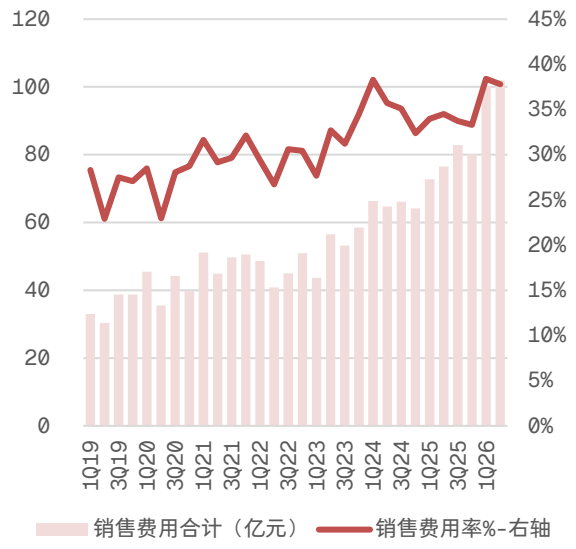
数据来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

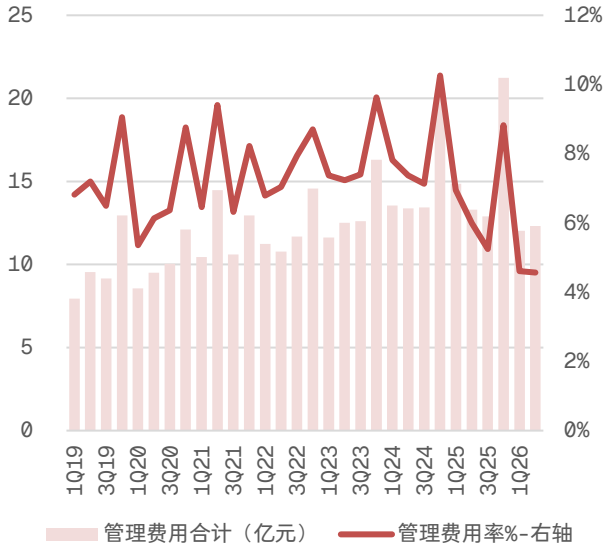
销售费用开支维持高位，管理、研发费用率走低

- **1）研发投入：**2Q26研发费用开支21.9亿，环比1Q26的20.2亿提升8.7%，同比+9.3%，绝对额上突破了前几个季度的20亿上下的平台略有提升。
- 研发费用率：2Q26为8.13%，较1Q26的7.73%（2019年以来最低）回升0.41pct，但仍处历史较低水平。AI在预研期降本提效的作用显现，研发费用结构逐步演变，从人员密集变成了高效率高品质高回报。
- **2）管理费用：**2Q26合计开支12.3亿，管理费用率4.57%，创2019年以来季度新低（前低为1Q26的4.60%）。
- **3）销售费用：**2Q26开支101.9亿，销售费用率37.8%，较1Q26的38.4%小幅回落0.6pct，但较2Q25的34.5%抬升3.3pct，仍处2019年以来的高位区间，销售费用是收入的前置指标，高位开支意味着接下来季度的收入依旧有保障。
- 总结：研发+管理费用率合计12.70%，仍处历史低位，AI时代下的降费提效并未反转；但销售费用率连续多个季度维持在35%以上，说明行业供给提升与买量竞争仍在延续，费用端的红利正在从"三费齐降"收窄为"管理与研发降、销售不降"。

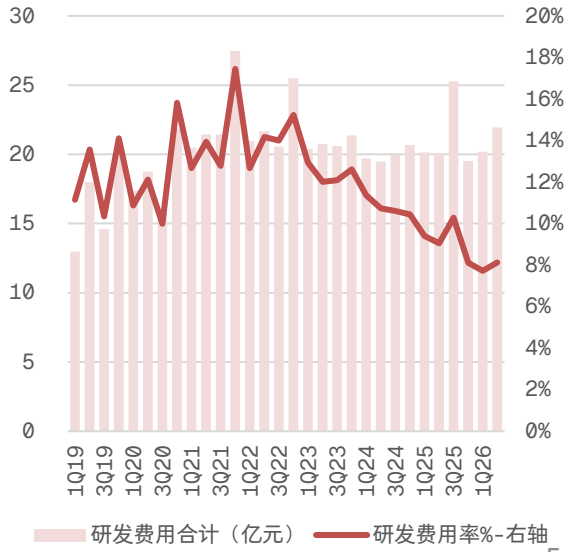
季度销售费用开支及费用率



季度管理费用开支及费用率



季度研发费用开支及费用率



数据来源：Wind，公司公告（巨潮资讯网），中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

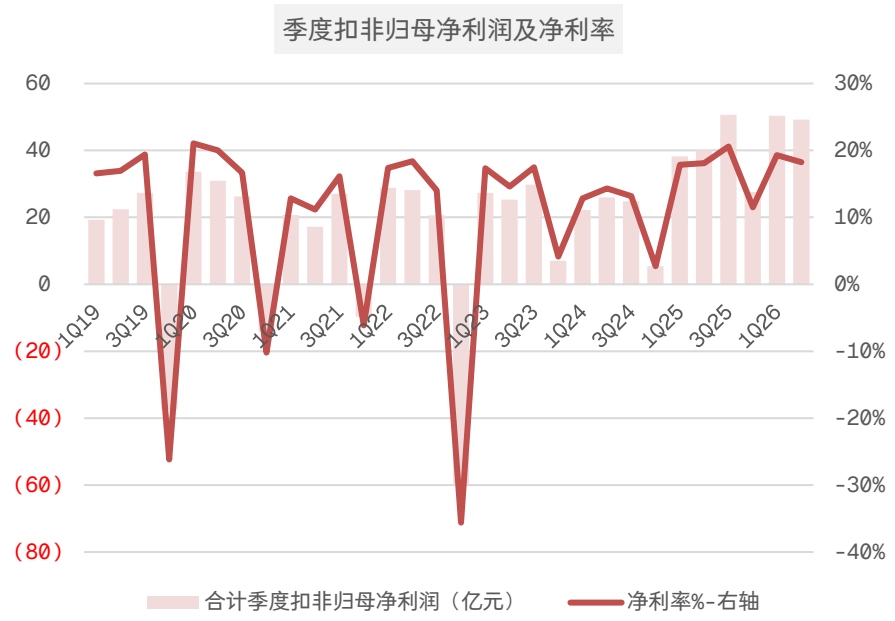
扣非利润维持高位，但未突破25Q3高点

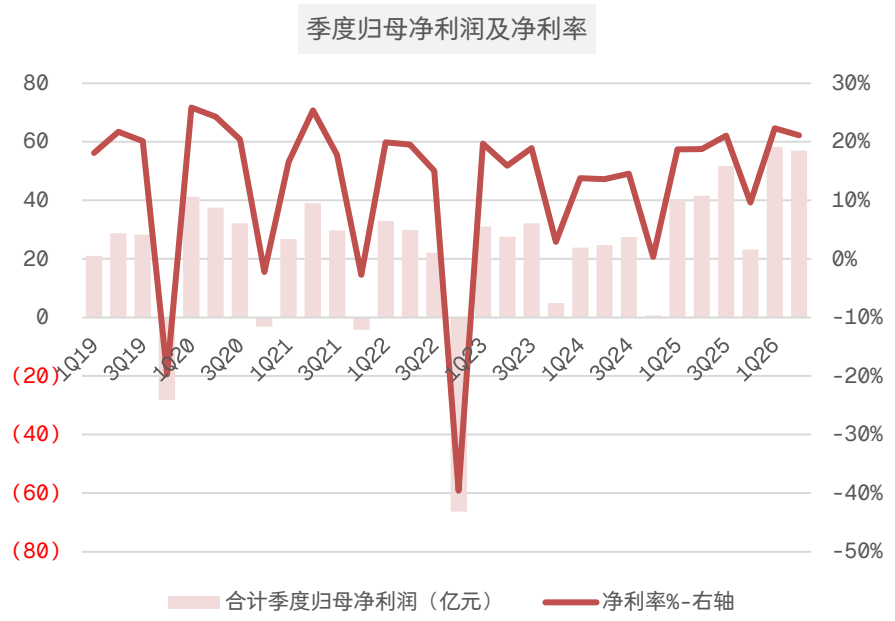
- **1）净利润：**2Q26实现整体归母净利润57.0亿，较去年同期41.6亿大幅提升，同比增长37.2%；环比1Q26的58.3亿回落2.3%，为2019年以来第二高。单季度归母净利率21.1%，较1Q26的22.3%回落1.2pct，但较2Q25的18.7%仍提升2.4pct。

- **2）扣非净利润：2Q26整体扣非归母净利润49.2亿，同比+22.6%，扣非净利率18.3%，扣非/归母为86.4%，与1Q26的86.4%基本持平，主业经营性盈利的占比稳定在八成半以上，利润构成没有变差。**

- 可以看到，2026年上半年板块的利润获取能力整体维持在历史高位：1Q26与2Q26分别为历史第一与第二高的单季归母净利润，合计115.4亿，较2025年同期的81.6亿增长41.3%。环比的小幅回落主要来自毛利率的高位回落与研发投入的回升，而非收入端失速——2Q26收入仍是历史最高的一个季度。

- 结构上，边际增速减弱是产品周期带来的结构。无论是收入端还是利润端，环比增速在爆款产品进入到稳定运营期后，纳新放缓。





数据来源：Wind，公司公告（巨潮资讯网），中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

公司间收入与净利润趋势：板块内分化加剧

■ **收入端趋势变化：**

■ 2Q26收入排名TOP5的公司为：1）世纪华通（qoq+0.9%）；2）三七互娱（qoq-4.5%）；3）恺英网络（qoq+15.9%）；4）巨人网络（qoq+1.4%）；5）吉比特（qoq+1.7%）。CR5（当季前五合计份额）为79.6%，较1Q26同口径的80.9%微降1.3pct，收入集中度基本持平。

■ 收入增速较快的仍是规模本就靠前的头部公司，但从CR5看，收入端的集中度并未继续抬升，真正在抬升的是利润端。

■ **净利润趋势变化：**

■ 2Q26归母净利润排名TOP5的公司为：1）世纪华通（qoq+22.1%）；2）巨人网络（qoq-1.5%）；3）三七互娱（qoq+2.3%）；4）恺英网络（qoq-17.0%）；5）吉比特（qoq+10.9%）。CR5为99.2%，较1Q26同口径的90.5%大幅提升8.7pct——但这一跳升的主因并非头部更强，而是尾部转亏：14家中5家单季亏损（完美世界、盛天网络、电魂网络、掌趣科技、冰川网络），合计拖累-4.11亿。

■ 整体看，2Q26实现收入与归母净利润均同环比双升的公司为**世纪华通、吉比特、富春股份**

■ 头部公司业绩仍在兑现，但板块内部的分层比1Q26更为明显。

收入（百万元）	2Q19	2Q20	2Q21	2Q22	2Q23	2Q24	2Q25	2Q26	1Q26	yoy%	qoq%
世纪华通	4,762.7	3,963.8	3,312.7	2,930.3	3,026.9	5,014.4	9,062.4	11,106.6	11,010.5	22.6%	0.9%
三七互娱	2,824.0	3,645.6	3,721.1	4,003.0	3,995.8	4,481.8	4,242.8	3,554.3	3,720.4	-16.2%	-4.5%
恺英网络	380.8	388.8	539.7	980.6	1,021.5	1,247.6	1,225.2	2,575.4	2,221.2	110.2%	15.9%
巨人网络	625.6	530.3	469.0	483.5	935.9	730.7	938.4	2,360.2	2,328.5	151.5%	1.4%
吉比特	565.0	669.4	1,269.5	1,281.3	1,204.6	1,032.4	1,382.2	1,879.5	1,847.4	36.0%	1.7%
神州泰岳	351.3	742.6	1,024.2	1,090.1	1,441.5	1,564.5	1,361.2	1,832.8	1,401.0	34.6%	30.8%
完美世界	1,614.6	2,569.1	1,975.6	1,795.0	2,556.2	1,430.9	1,667.9	1,579.9	1,171.2	-5.3%	34.9%
冰川网络	87.7	99.3	106.2	340.8	704.1	645.7	603.1	569.3	620.8	-5.6%	-8.3%
姚记科技	410.4	484.3	1,013.9	888.5	1,157.9	926.8	659.5	533.3	788.9	-19.1%	-32.4%
游族网络	897.0	1,305.4	822.9	479.1	371.6	366.6	328.6	342.3	354.0	4.2%	-3.3%
盛天网络	126.2	219.9	318.7	413.6	382.7	286.0	317.8	284.3	279.5	-10.5%	1.7%
掌趣科技	340.5	517.3	466.0	319.1	212.5	212.0	196.0	149.0	184.8	-24.0%	-19.4%
富春股份	121.0	107.3	104.8	82.9	101.8	59.5	98.1	113.4	102.7	15.6%	10.4%
电魂网络	158.3	232.2	245.0	206.4	162.6	134.6	91.8	92.8	90.3	1.0%	2.8%

净利润（百万元）	2Q19	2Q20	2Q21	2Q22	2Q23	2Q24	2Q25	2Q26	1Q26	yoy%	qoq%
世纪华通	981.8	798.7	1,865.1	276.7	434.8	506.8	1,306.5	2,475.4	2,027.3	89.5%	22.1%
巨人网络	228.8	210.1	253.5	228.2	418.8	365.3	429.2	1,063.9	1,080.4	147.9%	-1.5%
三七互娱	578.7	970.9	736.9	935.2	451.5	648.5	851.1	893.0	873.3	4.9%	2.3%
恺英网络	-41.9	20.5	128.1	379.0	434.4	382.9	431.9	647.8	780.6	50.0%	-17.0%
吉比特	252.0	227.9	535.6	338.7	369.4	264.5	361.4	574.0	517.5	58.8%	10.9%
神州泰岳	-111.8	72.7	76.7	159.1	225.9	336.0	270.8	210.8	171.1	-22.1%	23.2%
游族网络	234.3	131.7	75.4	-9.0	-94.9	-12.6	25.5	148.9	103.8	485.1%	43.5%
姚记科技	88.4	137.0	168.4	98.8	209.3	133.3	115.1	76.3	139.8	-33.7%	-45.4%
富春股份	8.0	2.9	6.9	8.3	8.6	-18.9	-19.8	21.2	12.2	-	73.3%
冰川网络	50.5	58.1	20.9	82.6	-28.9	-69.6	147.0	-12.9	-9.8	-108.8%	-
掌趣科技	24.3	349.3	104.3	55.6	75.9	83.1	19.9	-17.8	54.1	-189.5%	-133.0%
电魂网络	44.5	108.6	106.2	74.0	39.3	12.9	-10.9	-36.2	-22.6	-	-
盛天网络	10.4	13.3	31.5	64.0	72.3	-10.2	26.9	-123.0	4.5	-557.6%	-2862.6%
完美世界	534.3	656.3	-206.6	297.2	138.6	-147.1	201.0	-221.1	102.7	-210.0%	-315.3%

数据来源：Wind，公司公告（巨潮资讯网），中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

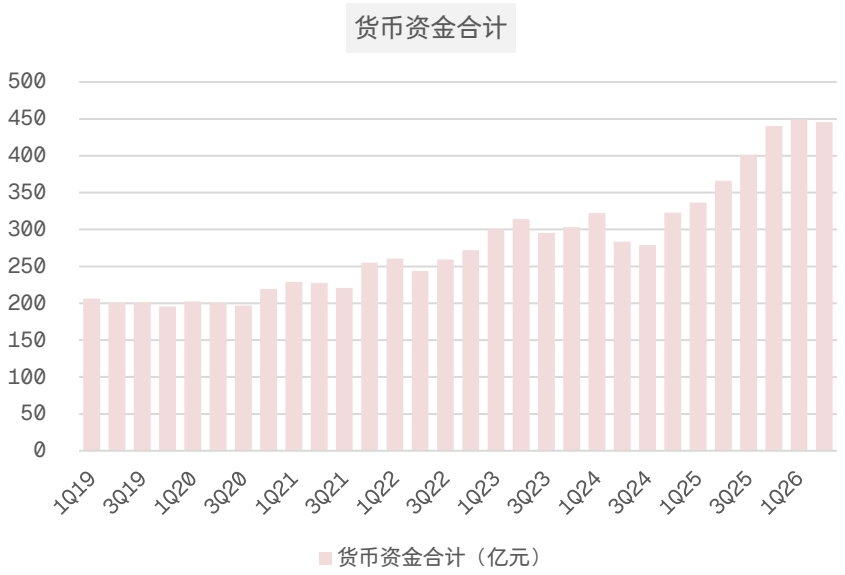
经营性净现金流环比大幅改善，货币资金维持高位

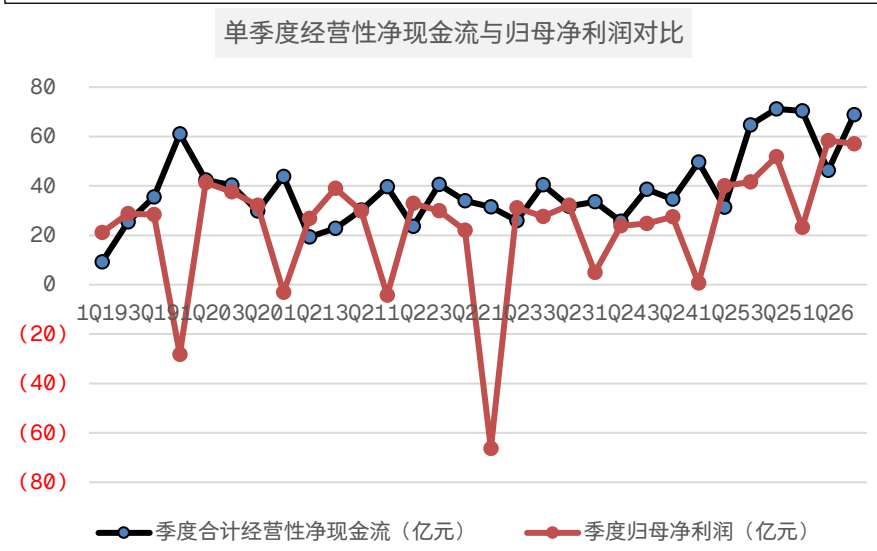
- **1）财务费用：**季度财务费用自1Q22以来长期为负，反映A股游戏公司杠杆率下降、借款减少。2Q26财务费用为+0.47亿，较1Q26的-0.39亿由负转正，主要与利息收入随现金收益率下行而减少有关，绝对额仍极小、对利润影响可忽略。

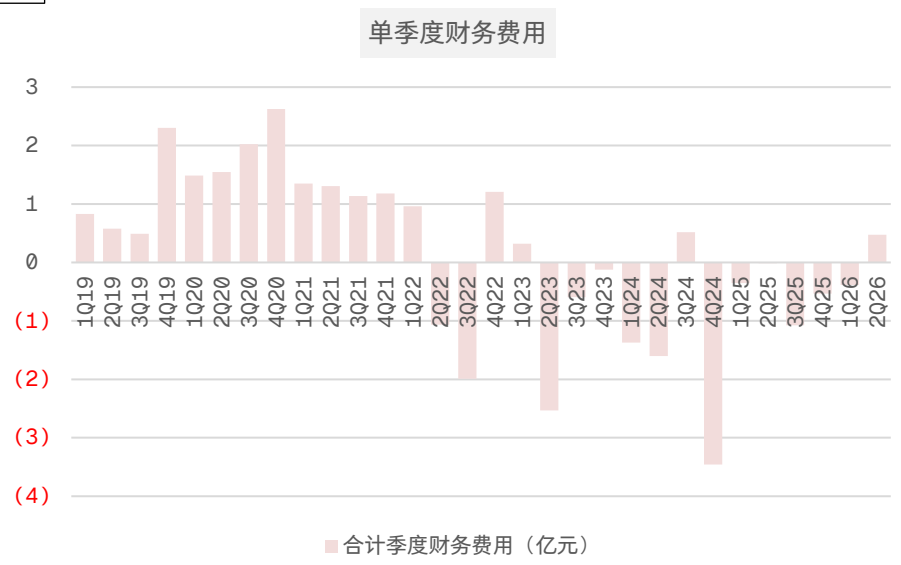
- **2）货币资金储备维持高位：**2Q26末合计445.5亿，较1Q26末的448.8亿（2019年以来最高）微降0.7%，仍为历史次高；较2Q25末的365.9亿增长21.7%。

- 不过边际上有两处变化：财务费用26Q2转正，为3Q24以来首次；货币资金26Q2环比下降0.7%，结束此前连续6个季度上升，同为3Q24以来首次环比下降。

- **3）经营性净现金流环比大幅改善：**2Q26单季度经营性净现金流68.9亿，环比1Q26的46.2亿大幅提升49.0%；同比+6.4%，为2019年以来第三高。经营性净现金流/归母净利润为1.21x，高于1Q26的0.79x，利润的现金含量在改善，这是本季报表质量最正面的一处边际变化。







数据来源：Wind，公司公告（巨潮资讯网），中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

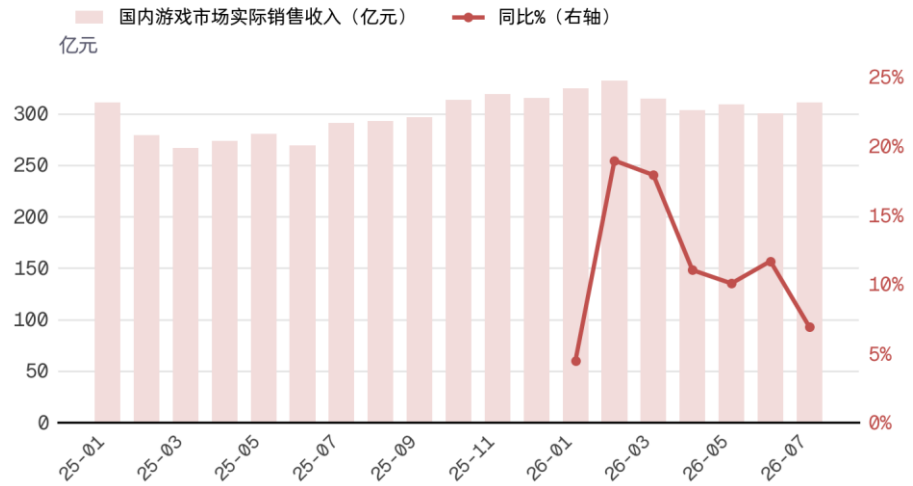
2 行业景气：月度数据与结构

下载日志已记录，仅供内部参考

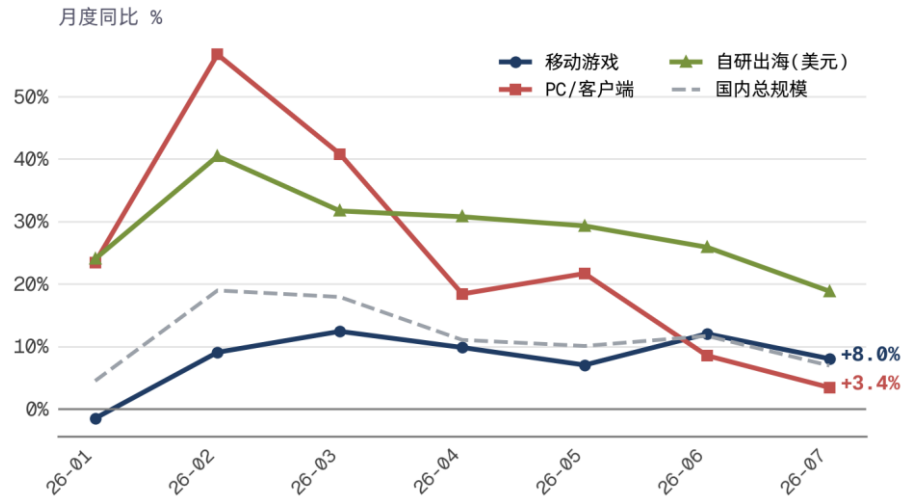
行业月度数据：增长引擎正在降速

- **1）增量结构：**2026H1国内市场同比增量+204.50亿元，其中移动端贡献+99.01亿（48%）、客户端贡献+98.85亿（48%）——占比2026H1中71.7%规模的移动端与只占24%的客户端，各贡献了约一半增量。
- **2）行业整体增长正在降速：**2026年7月既是Q3第一个月、也是暑期档第一个月，环比+3.5%符合季节性，但同比+6.9%是2026年以来最低的一个月。客户端游戏同比由2月的+56.7%一路降至7月的+3.4%；自研出海由+40.5%降至+18.8%；国内总规模由+19.0%降至+6.9%。三条增长曲线同步向下，随着2025年下半年基数上行，增速有进一步放缓的压力。
- **3）移动端基本盘稳定但增长较缓：**19个月月度值在198.15~230.75亿之间（极差16.5%），2026年前7个月波动区间仅8.02亿元。7月230.75亿是19个月最高值，但同比仅+8.0%。

国内游戏市场月度收入与同比增速



国内游戏市场移动、PC、出海同比趋势



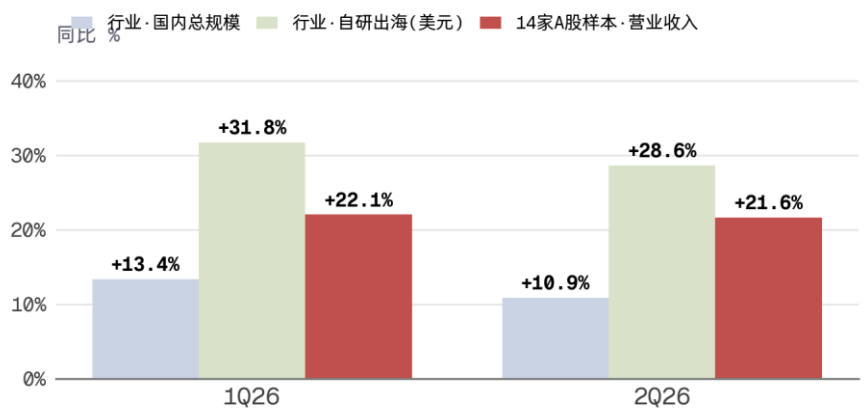
数据来源：中国音数协游戏工委月度数据，公司公告（巨潮资讯网），中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

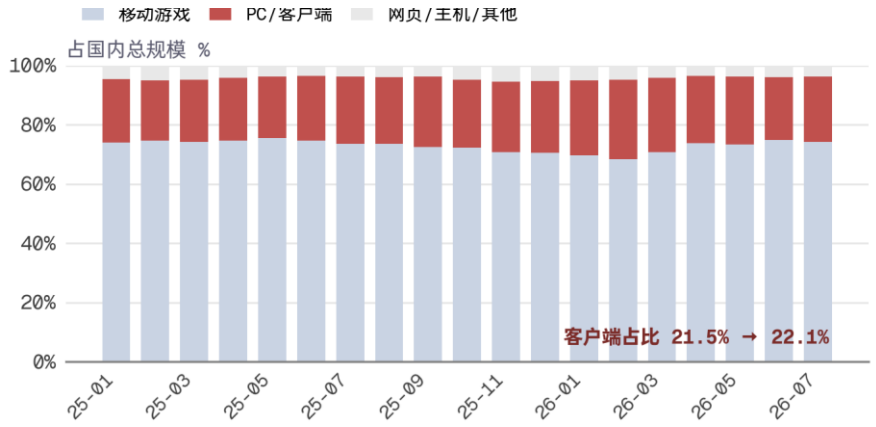
样本跑赢行业10.7pct：超额来自出海与集中度

- 2Q26：行业国内总规模同比+10.9%，而14家A股样本收入同比+21.6%，样本跑赢行业10.7pct；1Q26这一差值为8.7pct——差距还在扩大。
- 超额的两个来源：① 出海。行业口径的"国内市场实际销售收入"不含出海，而自研出海2Q26同比+28.6%（美元口径），上市样本中世纪华通、三七、完美、吉比特的境外收入均在放量；② 集中度。2Q26归母CR5 99.2%（1Q26为90.5%，同口径+8.7pct）；收入CR5 79.6%（1Q26同口径80.9%）基本持平——超额更多来自利润端的集中，而非收入端。
- 板块的Beta已经不是行业景气度——行业国内增速正滑向个位数，而样本收入仍有20%以上。真正决定个股的是：是否站在出海以及头部规模效应之上，行业整体分化明显。

国内游戏市场与A股公司样本对比



移动、PC以及其他游戏收入月占比趋势



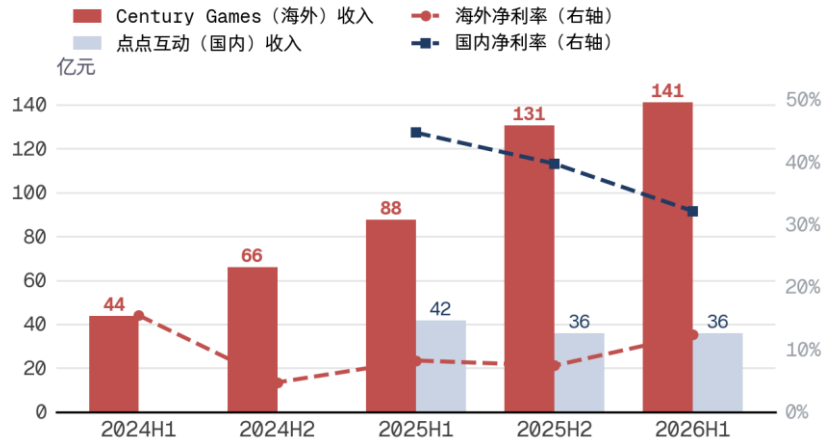
数据来源：中国音数协游戏工委月度数据，公司公告（巨潮资讯网），中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

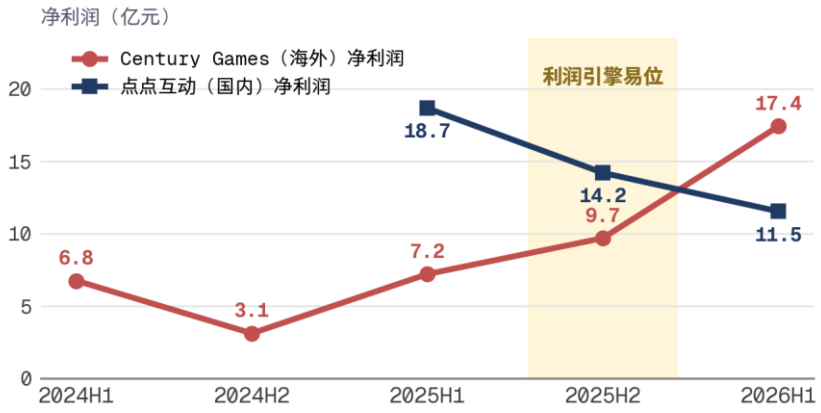
案例：世纪华通的利润引擎国内到海外的切换

- 世纪华通点点旗下两个业务品牌——Century Games（海外）与点点互动（国内）——两家合计已占公司营业收入的80%（2024H1时为47%）。
- 1）海外在加速：Century Games 收入由 2024H1 的 43.74亿 增至 2026H1 的 141.07亿，两年 3.2 倍；仅 2025H1→2026H1 就 +61.0%。净利润 7.21→17.42亿（+141.5%），净利率由 8.2% 修复至 12.3%。
- 2）国内利润率下降：点点互动2025H1、2025H2、2026H1收入 41.75→35.74→35.91亿，同比 -14.0%；净利润 18.66→14.20→11.54亿，同比 -38.2%——连续两个半年度环比下滑（收入已基本走平，但利润仍在掉），净利率由 44.7% 一路降至 32.1%。
- 3）2025H1 点点互动的净利润还是 Century Games 的 2.59 倍；到 2026H1，Century Games 已是点点互动的 1.51 倍。利润引擎在一年之内完成了国内→海外的转换。

世纪华通旗下点点国内和海外业务收入和利润率对比



世纪华通旗下点点国内和海外业务半年度利润趋势



数据来源：世纪华通官方公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

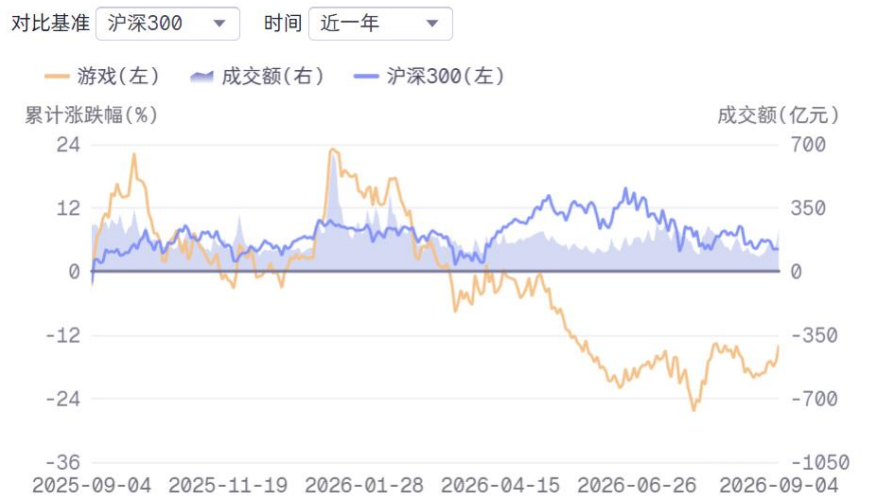
3 投资建议与风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议：估值回落至3年低位，EPS与PE背离加大

- 2026年初以来游戏板块持续回调：截至2026年9月4日，近一年累计下跌13.93%，同期沪深300上涨4.19%，明显跑输；年初至今的回撤发生在板块归母净利润连创新高的同时，是估值单边消化、而非盈利能力证伪。
- **估值方面：**截至2026年9月4日，板块PE-TTM为19.98x（剔除当期亏损公司口径），处于近5年以来18.08%分位、中位数23.9x。对照关键时点：2023年内高点为45.45x，当前估值已接近2022年以来的底部区域。
- **短期催化：**OpenAI 于2026年9月3日发布 GPT-6 Astra，从提示词生成3D世界与游戏资产，并可通过计算机使用直接操作 Blender / Unreal等引擎。
- 投资建议：当前板块处于估值的底部，中报披露完毕头部公司整体EPS兑现较好，有望获得一波资金回流带来的估值水平回归行情。**建议关注：世纪华通、恺英网络、巨人网络、吉比特、完美世界。**

游戏板块与沪深300累计涨跌幅对比（%）



游戏板块PE-TTM估值水平



数据来源：ifind，opneai官网，中泰证券研究所（数据截至2026年9月4日）

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

■ 产品延期上线风险

1）产品测试存在不确定性，若测试效果未达到预期，上线时间可能延期，延期会导致预期的当期收益无法兑现，影响利润释放

2）版号审批的不确定性，下一批发放时间存在不确定性，若未能通过审核，则需重新修改提交，影响游戏上线

3）同时期买量成本高企，精品较多，亦会影响产品的上线节奏，导致延期

■ 产品上线表现不及预期风险

1）由于游戏为文化产品，非标且不确定性较大，上线前测试表现与最终正式推出时的表现存在偏差，则可能出现产品不达预期的情况，进而影响业绩兑现

■ 行业政策及监管风险

1）国家对未成年人游戏防沉迷监管趋于严格，游戏公司运营存在不合规风险

■ 预测假设与数据统计相关风险

1）市场空间、潜在利润空间等测算偏差风险（报告内涉及测算均基于一定前提假设条件，存在实际达不到，不及预期风险）

2）统计数据偏差风险（报告内部分统计数据或因统计方法局限性或样本不足存在与实际情况偏差风险，仅供参考

■ 研报使用信息更新不及时风险

下载日志已记录，仅供内部参考

重 要 声 明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。