分析师：乔琪
登记编码：S0730520090001
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

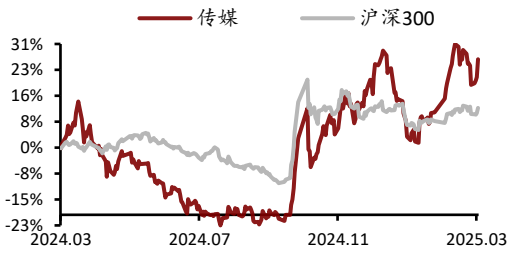
游戏行业专题：市场景气，产品突破，AI 赋能，政策回暖

——传媒行业专题研究

证券研究报告-行业专题研究 **同步大市(维持)**

发布日期：2025 年 03 月 07 日

传媒相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《传媒行业月报：DeepSeek R1 引强烈关注，《哪吒 2》大幅抬高票房天花板》2025-02-13

《传媒行业分析报告：春节档量价齐升刷新纪录，《哪吒 2》抬高国内票房天花板》2025-02-09

《传媒行业月报：CES 展端侧 AI 引关注，春节假期将至关注电影市场表现》 2025-01-16

联系人：李智
电话： 0371-65585629
地址： 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼
地址： 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- **2024 年国内游戏产业具有较多亮点。**（1）国内整体市场规模稳步提升，游戏玩家数量、ARPU 值等多项数据创新高，显示市场保持较高的需求景气度，手游、端游以及主机游戏多点开花，共同推动国内游戏市场规模增长。（2）《黑神话：悟空》引发国内外游戏从业者和玩家的广泛关注，高品质 3A 游戏领域的突破证明国内游戏产业逐步进入厚积薄发的阶段，为国内游戏公司投入高品质游戏研发提供信心，通过提供高品质游戏为游戏消费需求带来长期动力，推动市场健康发展。（3）游戏出海竞争力不断增强，海外市场高流水头部产品中来自中国的游戏数量持续增长，随着国内游戏公司在海外游戏市场经验的积累，国内游戏出海竞争力有望进一步提升。（4）技术突破和进步催动 AI 技术加速向游戏产业渗透，一方面能够辅助游戏产业的研发，帮助游戏研发流程整体效率提升，另一方面通过 AI 的生成等功能加强游戏的创意和可玩性，吸引用户注意，带动付费意愿提升。（5）政策口风回暖，媒体加大对游戏产业的正面报道，同时版号扩容有助于增加游戏内容供给，国家以及地方政府对于文化和游戏产业的扶持政策更加频繁。

- **2025 年国内游戏产业表现可期。**在玩家层面将继续保持旺盛的娱乐和娱乐消费需求，经济政策目标有望带动娱乐消费需求的进一步回升，为国内游戏市场增长提供动力。在核心的内容供给层面，上市公司体系内以及上市公司体系外的游戏公司都具有较多的游戏储备，为行业供给端提供保障。同时以 AI 技术为基础核心的原生 AI 游戏目前尚处于空白地带，一旦出现有望进带动更多创意玩法以及市场关注，驱动游戏板块估值进一步提升。

  建议关注游戏产品储备丰富、产品研发实力强、估值水平合理的游戏公司，建议关注恺英网络、三七互娱、吉比特、完美世界。

风险提示：宏观经济环境影响娱乐消费，政策发生超预期变化，游戏产品品质不及预期，海外市场竞争加剧，AI 技术应用落地进展及效果不及预期，板块估值中枢下移

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

内容目录

1. 游戏市场规模稳步提升，长期发展空间可期 4
1.1. 市场规模稳步提升，手游、端游、主机齐头并进 4
1.2. 宏观数据稳健增长，文娱消费需求增长空间大 6
1.3. 高品质游戏领域迎突破，产业厚积薄发 7
1.4. 海外竞争力持续提升，游戏出海战略坚定 8
1.5. 小程序游戏赛道快速增长，提供行业增量 12
1.6. AI+游戏趋势明朗，应用空间广阔 15
2. 政策回暖，经济、文化、科技价值受重视 19
2.1. 版号适度扩容，供给端有望改善 19
2.2. 国家、地方文化产业扶持政策共同发力 20
3. 游戏指数估值回升，机构关注度高 26
3.1. 指数跑赢基准指数，近期交易活跃度提升 26
3.2. 整体估值略高于历史均值，但核心标的估值合理 27
3.3. 基金减仓游戏，但仍是重要关注主要方向之一 29
4. 投资建议 30
5. 风险提示 30

图表目录

图 1：中国游戏市场实际销售收入 4
图 2：中国游戏市场用户规模 4
图 3：中国整体游戏市场 ARPU 值 4
图 4：中国整体游戏市场销售收入（月度） 5
图 5：中国移动游戏、客户端游戏、主机游戏市场实际销售收入 5
图 6：中国移动游戏、客户端游戏、主机游戏市场实际销售收入（月度） 5
图 7：中国 GDP（左轴）与人均 GDP（右轴） 6
图 8：城镇居民消费支出累计值同比增速 6
图 9：游戏消费上升的主要因素 7
图 10：《黑神话：悟空》对主机市场的后续影响 8
图 11：中国自主研发游戏海外市场收入 9
图 12：中国自主研发游戏海外市场收入（月度） 9
图 13：中国手游出海地区收入占比 9
图 14：全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中国产移动游戏发行商数量 10
图 15：全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中国产移动游戏产品数量 10
图 16：2024 年中国手游收入 TOP30 11
图 17：2024 年中国手游发行商收入 TOP30 11
图 18：ST 华通海外营业收入增速与占比（右轴） 11
图 19：神州泰岳海外营业收入增速与占比（右轴） 11
图 20：小程序游戏市场规模 12
图 21：小程序游戏收入模式结构 12
图 22：2024 年 10 月微信小程序 MAU 规模 TOP10 行业 12
图 23：微信小程序典型行业用户使用总时长占比 12
图 24：2024 年 10 月微信小程序用户使用黏性 13
图 25：2024 年 10 月微信小程序游戏月活用户规模 TOP10 13
图 26：入榜微信小程序游戏生命周期分布 14

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 27：入榜且上线超 1 年的微信小程序游戏平均生命周期（年）.....14
图 28：2024 年 10 月微信小程序用户使用黏性.....14
图 29：AI 技术在哪些层面展开实质性应用.....15
图 30：《暗区突围》语音指挥 AI F.A.C.U.L.....16
图 31：《逆水寒》自捏江湖友人功能.....16
图 32：蛋仔派对“蛋码”功能.....17
图 33：游戏研发流程.....17
图 34：研发层面感知到 AI 技术对于整体项目效率提升的比例.....18
图 35：恺英网络“形意”大模型.....18
图 36：腾讯 AI 引擎 GiiNEX.....19
图 37：游戏版号发放情况（年度）.....20
图 38：游戏版号发放情况（月度）.....20
图 39：游戏板块近五年行情走势.....27
图 40：传媒子版块市盈率（ttm，整体法，剔除负值）（2025.3.5）.....28

表 1：中、日、韩、美、德五国游戏市场对比.....6
表 2：部分关于文化产业、数字产业发展相关国家政策文件.....21
表 3：部分省市游戏产业扶持政策.....23
表 4：游戏板块二级市场涨跌幅.....27
表 5：游戏板块上市公司市盈率水平.....28
表 6：基金重仓游戏公司持股变动（以 2024Q4 持仓市值排序）.....29
表 7：2023-2024 年传媒行业前十大基金重仓标的（按持股总市值排序）.....29

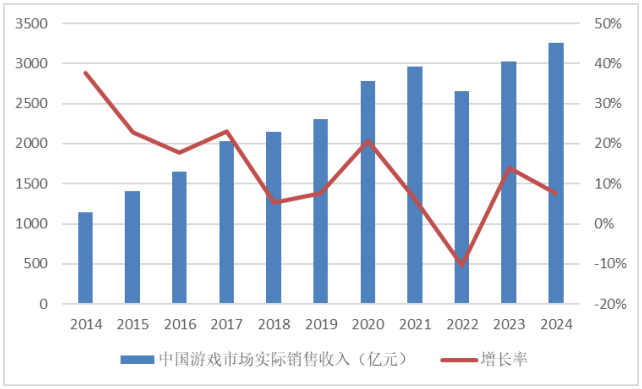
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

1. 游戏市场规模稳步提升，长期发展空间可期

1.1. 市场规模稳步提升，手游、端游、主机齐头并进

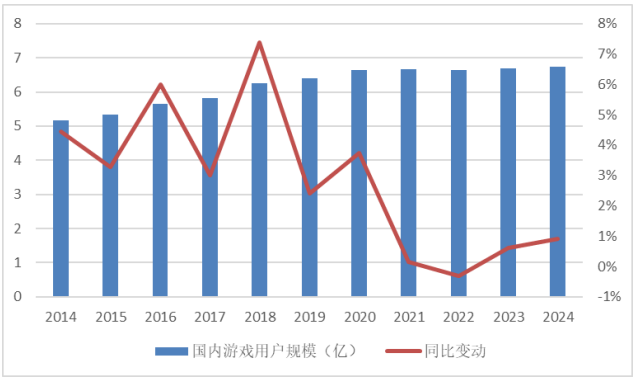
根据伽马数据和游戏工委联合发布的《中国游戏产业报告》数据，2024 年国内游戏市场规模约 3257.83 亿元，同比增长 7.53%，用户规模约 6.74 亿，同比增长 0.90%，用户 ARPU 值约 485.52 元，同比增长 6.73%。市场规模、用户数量、ARPU 值数据均创历史新高，国内游戏行业基本面稳固，市场能够维持比较高的景气度，玩家的游戏意愿和消费意愿都有不同程度的提升。

图 1：中国游戏市场实际销售收入



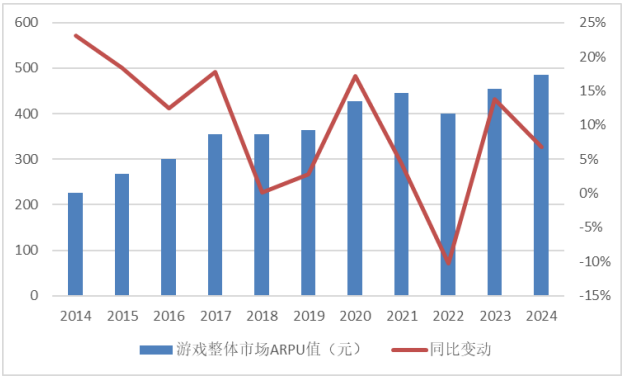
资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

图 2：中国游戏市场用户规模



资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

图 3：中国整体游戏市场 ARPU 值



资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

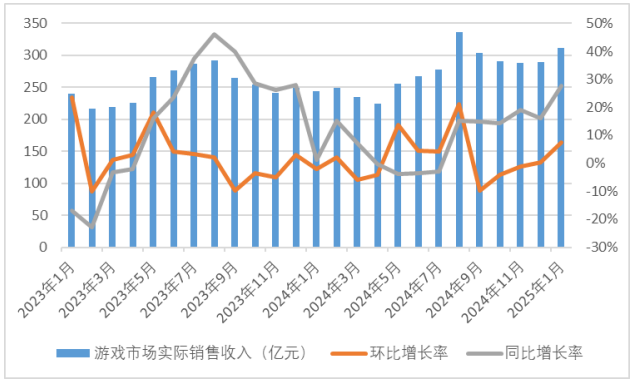
从 2024 年内的表现来看，国内游戏市场规模以月度为单位呈现前低后高，底部回升的整体趋势。2023Q3 至 2024Q1 期间市场规模总体环比下滑，自 2024Q2 开始逐步回升，伴随《黑神话：悟空》在 8 月的上线一度达到 336.40 亿元的月度规模峰值。

与此同时，自 2024 年 8 月后，国内游戏市场单月规模保持两位数以上的同比增速。至 2025 年 1 月国内游戏市场的市场规模达到 310.77 亿元，同比增幅进一步提升至 27.65%。考虑到 2024Q1 游戏市场的规模基数不高且游戏市场规模环比波动幅度通常比较小，预计 2025Q1 能

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

够继续维持比较高的增长速度。

图 4：中国整体游戏市场销售收入（月度）



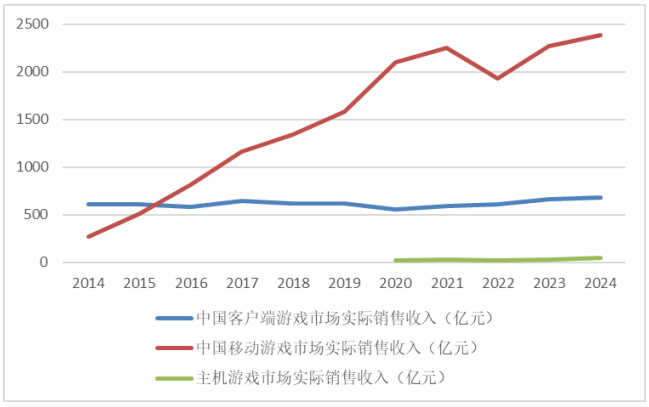
资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

移动游戏是国内当前游戏市场的主要支撑类型，根据游戏产业报告统计的数据，2020-2024 年间移动游戏市场规模占比在七成以上，除了 2022 年由于版号因素导致的市场规模回落之外，其余时间国内移动游戏市场始终保持稳定增长。

与此同时，2024 年国内客户端游戏增长 2.56%，达到 679.81 亿元的规模新高，从历年的表现来看，虽然受移动游戏的替代冲击，客户端游戏的增长略有停滞，但依然能够保持较为长线生命力和稳固的市场规模。主机游戏 2024 年增长比较迅猛，同比增速达到 55.13%，市场规模也达到 44.88 亿元的来最高水平。

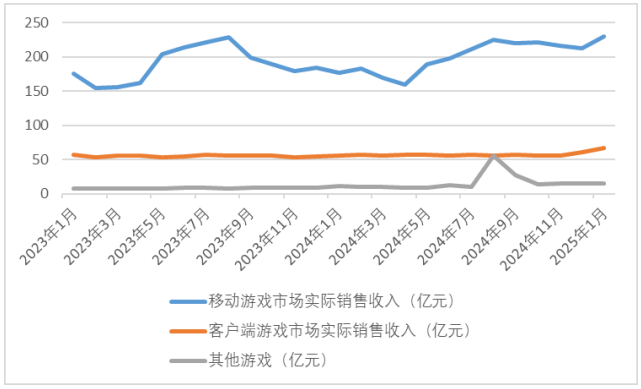
从近期的市场变化来看，2025 年 1 月客户端游戏市场规模 66.71 亿元，同比增长 19.13%，移动游戏市场规模 229.7 亿元，同比增长 29.87%，客户端游戏和移动游戏的市场规模均创单月新高，与移动游戏齐头并进共同支撑游戏产业规模的整体增长。

图 5：中国移动游戏、客户端游戏、主机游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

图 6：中国移动游戏、客户端游戏、主机游戏市场实际销售收入（月度）



资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

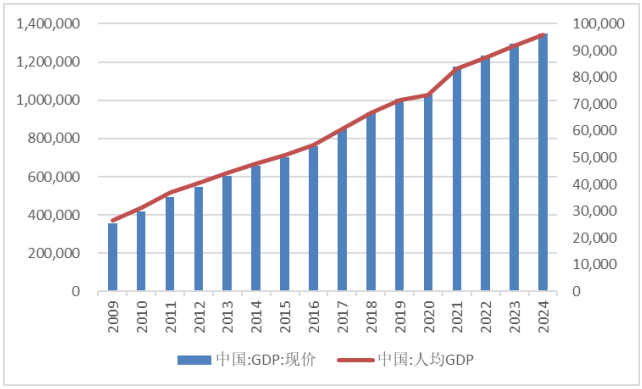
1.2. 宏观数据稳健增长，文娱消费需求增长空间大

根据国家统计局和 Wind 数据，2024 年中国 GDP 为 134.91 万亿元，以不变价计算同比增长 5%，人均 GDP 为 95749 元，同比增长 4.36%。2025 年我国 GDP 增长预期目标继续维持在 5%左右，同时根据 31 个省市 2025 年的 GDP 预期目标来看，大部分省市也将目标增速设定在 5%以上，中央政府以及地方政府对于经济指标增长的信心比较强。

在消费支出层面，2024 年全国城镇居民人均消费支出 34557 元，同比增长 4.74%，其中用于教育文化娱乐的支出 3928 元，同比增长 9.45%。从 2015 年以来的变化情况，除了 2020 年和 2022 年疫情期间的回落之外，其余大部分时间国内城镇居民用于教育文化娱乐服务的人均消费支出同比增速明显高于城镇居民总体人均消费支出的增长速度，显示出在城镇居民的消费结构中，教育文化娱乐的重要性越来越强。

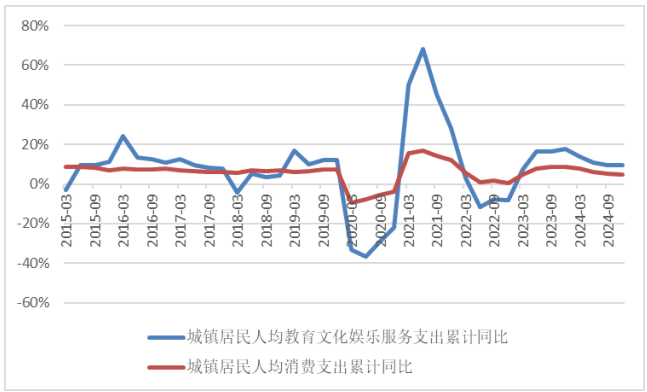
GDP 反应国家整体的经济发展活力，稳定的经济增长与国内居民生活水平的提升高度相关，消费支出从满足生活基本必需渐转向更高层次的非必要消费，在国内居民的支出结构中文化娱乐类的消费也将占据更加重要的地位，进而带动对于游戏等娱乐消费的需求增加。

图 7：中国 GDP（左轴）与人均 GDP（右轴）



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券研究所

图 8：城镇居民消费支出累计值同比增速



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券研究所

我们选取美国、日本、韩国、德国四个国家进行横向对比。从游戏市场的规模来看，美国仍然是全球第一大游戏市场，市场规模达到 587 亿美元；而韩国游戏产业占 GDP 比重高达 0.92%，游戏玩家数量占总人口比重达到 65.29%，用户 ARPU 值达到约 3365 元人民币，这三项数据明显高于其他四个国家；日本以其 ACG 文化享誉全球，游戏产业占 GDP 的比重达到 0.35%，用户 ARPU 值达到约 1856 元人民币，在五个国家中仅次于韩国。

与其他四个国家相比，中国游戏产业虽然以 3258 亿元的规模排在了全球第二的位置，仅次于美国市场，但 47.87%的游戏玩家的数量占比却明显低于韩国、美国和德国；同时 486 元用户 ARPU 值在五个国家中也处于最低位置，显示出我国游戏产业规模仍然对于玩家数量的绝对规模存在比较高的依赖。

表 1：中、日、韩、美、德五国游戏市场对比

	中国	日本	韩国	美国	德国
GDP	134.91 万亿元	609.29 万亿日元	2401.19 万亿韩元	29.18 万亿美元	4.31 万亿欧元

游戏市场规模	3258 亿元	2.125 万亿日元	22.21 万亿韩元	587 亿美元	99.7 亿欧元
占 GDP 比重	0.24%	0.35%	0.92%	0.20%	0.23%
玩家数量	6.74 亿	5553 万	3380 万	1.91 亿	4977 万
人口	14.08 亿	1.26 亿	5177 万	3.40 亿	8435 万
玩家数量占比	47.87%	44.07%	65.29%	56.18%	59%
ARPU 值	486 元	1869 元	3365 元	2229 元	1546 元

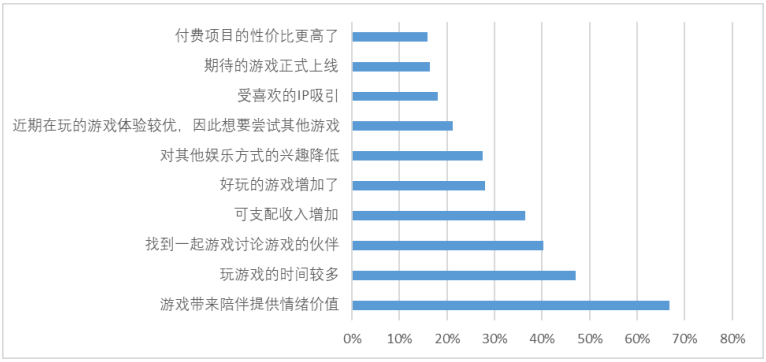
资料来源：Wind，中国统计局，伽马数据，日本统计局，日本内阁府，Famitsu，世界银行，韩国央行，韩国统计局，韩国文化内容振兴院，美国经济分析局，美国娱乐软件协会，欧盟统计局，德国统计局，德国游戏产业协会，Statistia，中原证券研究所

注：部分数据采用 2023 年或 2024 年预测值；ARPU 值以市场规模和玩家数量进行简单计算并根据近期汇率换算至人民币

虽然国内的经济总量虽然已经排在全球第二位，但国内的人均 GDP、收入和消费水平等方面与发达国家仍存在较大的差距，加上国内游戏行业的玩家数量增速进入增长瓶颈，我们认为国内游戏玩家数量对于国内游戏行业中短期发展的驱动较弱，中短期产业的增长更依赖用户 ARPU 值的驱动。

但在另一方面，随着中国社会主力群体年龄结构的变化，伴随互联网与游戏成长的年轻用户群体数量将不断增加并逐渐成为社会主力群体，预计从更长期的角度国内游戏玩家数量的占比将会以缓慢但持续的方式提升；同时由于当代年轻人的消费观念与上一代也有较大不同，“悦己”的消费理念驱动下为娱乐内容付费的意愿明显更高，用户 ARPU 值也有持续增长的动力。根据伽马数据《2025 中国游戏产业趋势及潜力分析报告》显示，有 66.7%的用户认为游戏带来的陪伴提供情绪价值会促进游戏消费上升。

图 9：游戏消费上升的主要因素

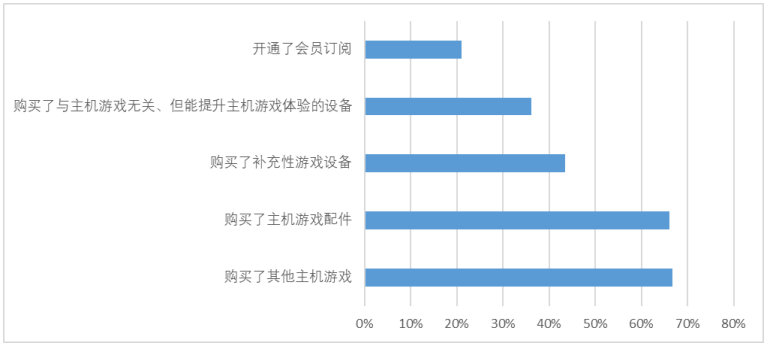


资料来源：伽马数据，中原证券研究所

1.3. 高品质游戏领域迎突破，产业厚积薄发

2024 年国内游戏产业的标志性事件之一是《黑神话：悟空》的上线，作为国内首款买断式单机 3A 游戏，一经上线引发国内外游戏市场的轰动和强烈关注，上线首月销量达到 2000 万份，总收入已超 9 亿美金，同时还引发了 IP 联名衍生品热销以及更新电脑、主机硬件设备的浪潮。《黑神话：悟空》成为国产游戏发展历程的里程碑，显示出国内玩家对于国产高品质游戏的支持和渴望以及高品质 3A 游戏在国内的巨大商业潜力。

图 10：《黑神话：悟空》对主机市场的后续影响



资料来源：伽马数据，中原证券研究所

3A 游戏代表着目前全球游戏玩家认知中高质量游戏的典范，《黑神话：悟空》问世前，全球 3A 游戏市场长期被欧美和日韩游戏厂商垄断，《黑神话：悟空》的上线填补了中国在 3A 游戏领域的空白，标志着中国游戏产业的厚积薄发在高端游戏领域已经实现新突破。

除了商业和经济价值的成功之外，3A 游戏在画面、美术风格、动作设计、剧情、音乐音效、场景构建、角色塑造方面也具有极高的水准和艺术价值，《黑神话：悟空》在金摇杆奖、D.I.C.E.、TGA 等国际游戏领域的专业评选中分别获得了年度游戏、最佳视觉设计、最佳艺术指导、最佳动作游戏、玩家之声等多个重要奖项。

《黑神话：悟空》在商业和艺术两方面获得的成功为国产 3A 游戏的未来发展奠定基础，也为国内游戏公司投入 3A 游戏注入更多信心，助力国内研发出更多高质量游戏产品。游戏产品的开发需要大量横跨策划、程序、美术、音乐、测试等多个领域的专业人才，同时在开发过程中也需要不断探索和应用最先进的游戏开发技术。这一过程中积累的开发经验、培养的高素质游戏专业人才以及逐渐建立的工业化生产体系将为国内游戏产业整体研发实力的提升带来较大的帮助。

我们认为，虽然文化内容产品的成功存在一定的不确定性和偶然因素，但在另一方面，游戏厂商通过稳扎稳打的方式不断积累研发以及发行领域的技术和经验、建立更加先进与合理的生产体系能够帮助游戏产品降低成本和风险，提升内容产品的市场竞争力与成功概率，推动国内游戏产业向更高水平发展。作为供给驱动需求特征较为明显的内容产业，更多高质量游戏产品的出现也能够为游戏消费需求带来长期增长动力。

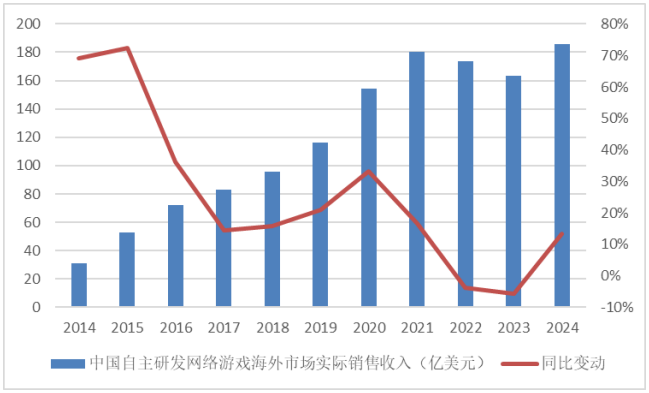
1.4. 海外竞争力持续提升，游戏出海战略坚定

根据伽马数据和游戏工委统计的数据，2024 年中国自主研发网络游戏在海外销售收入 185.57 亿美元，同比增长 13.39%。经历了 2022 年和 2023 年的调整后，2024 年国产自研游戏出海重回正增长并创规模新高。2014-2024 年间，国内自研游戏出海的年均复合增长率约为 19.67%，明显高于国内游戏市场同期 11.02%的年均复合增长率。

从自研游戏出海月度表现来看，《黑神话：悟空》《绝区零》等游戏的上线对国产自研游戏

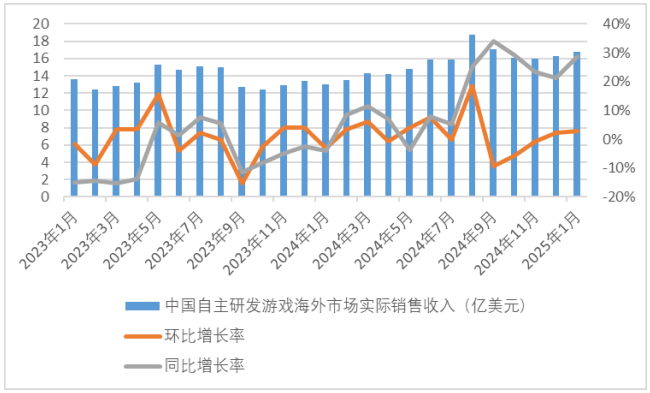
出海增长有极大的带动作用，2024 年 8 月国产自研游戏出海规模刷新单月记录，达到 18.80 亿美元，同比增长 25.08%，环比增长 18.54%，9 月和 10 月的同比增幅分别达到了 33.88%和 29.39%。截至 2025 年 1 月，国内自研游戏出海已连续 6 个月保持 20%以上的同比增幅。

图 11：中国自主研发游戏海外市场收入



资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

图 12：中国自主研发游戏海外市场收入（月度）

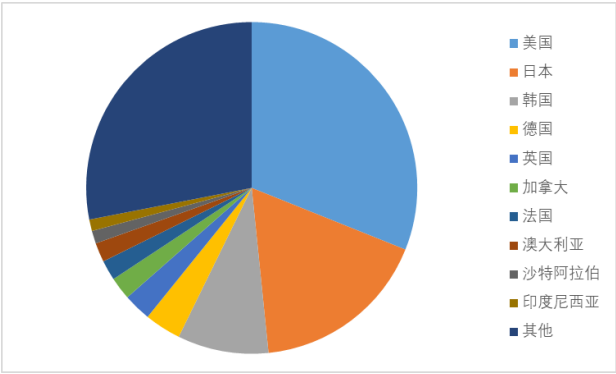


资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

根据伽马数据发布的《2024 年中国游戏出海研究报告》显示，占中国移动游戏出海收入前五的国家分别是美国、日本、韩国、德国和英国，其中美日韩三国位列前三，收入占比分别为 31.06%、17.32%、8.89%，其次是德国和英国，收入占比分别为 3.56%和 2.71%；移动游戏出海收入 TOP5 国家的合计占比达到了 63.54%。

根据我们前文统计的中国、日本、韩国、美国、德国的游戏玩家数量和游戏用户 ARPU 值情况来看，游戏产业较为发达的国家拥有比较好的玩家基础，用户数量占比高，付费意愿和付费能力也明显更强，也符合目前中国游戏产业出海的主要发力区域。

图 13：中国手游出海地区收入占比

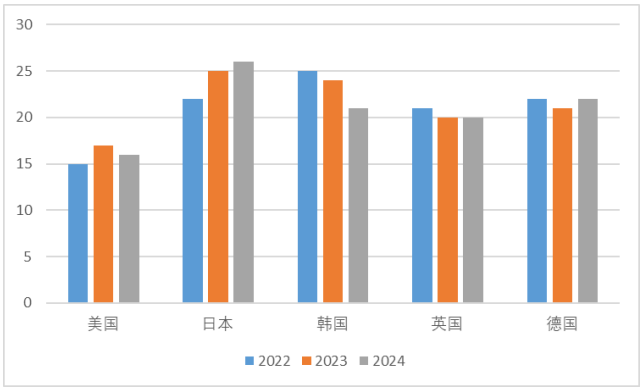


资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

中国游戏企业在出海的过程中积累了丰富的研发和运营经验，对当地市场理解更加深入，能够持续推出符合当地用户需求与特征的产品。在美国、日本、韩国、英国、德国五个重要的移动游戏市场流水 TOP100 的游戏产品中，来自中国的发行商数量占比在 15%-25%左右，发行商数量虽有波动，但整体稳定；同时在这五个国家移动游戏流水 TOP100 的产品中，来自中国的游戏数量占比在 35%-40%左右，并且相比往年均有不同程度的增加。

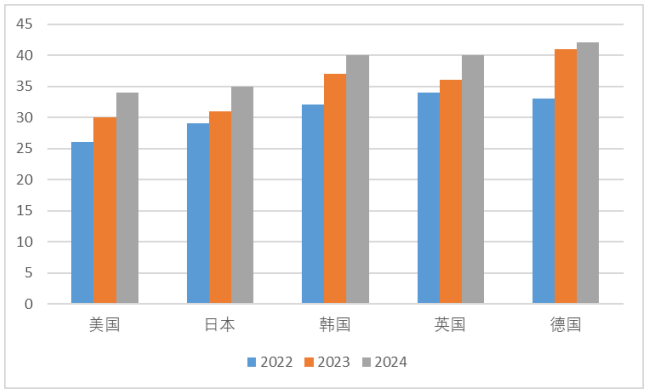
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 14：全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中国产移动游戏发行商数量



资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

图 15：全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中国产移动游戏产品数量



资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

在上市游戏公司中，部分公司的出海产品表现亮眼，通过海外业务为公司的业绩增长作出贡献。

根据 SensorTower 数据显示，ST 华通（世纪华通）全资子公司点点互动自研的 SLG 产品《Whiteout Survival》（《无尽冬日》）于 2023 年 2 月上线后收入持续增长，2024 年海外收入同比增长 2 倍，在 2024 年中国手游收入排行榜（海外 App Store+Google Play）排名第一，截至 2024 年末全球累计收入突破 17.5 亿美元，带动点点互动全球收入增长 132%，也推动点点互动进入 2024 年中国手游发行商收入（全球 App Store+Google Play）第四名。

同时根据 ST 华通发布的公告显示，2023 年 ST 华通营业收入同比增长 15.77%，其中海外收入同比增长 51.35%，收入占比 46.03%，归母净利润同比增长 106.3%；2024H1 海外收入同比增长 115.28%，收入占比提升至 54.11%；2024 年前三季度营业收入同比增长 58.66%，归母净利润同比增长 47.98%。

上市公司神州泰岳全资子公司壳木游戏《Age of Origins》和《War and Order》分别排在 2024 年中国手游收入排行榜的第 7 名和第 26 名，壳木游戏也排在 2024 年中国手游发行商收入榜第 9 名。

根据神州泰岳公告，2023 年公司营业收入和归母净利润分别同比增长 24.06%和 63.84%，海外及港澳台地区营业收入同比增长 31.29%，收入占比 72.93%；2024H1 公司海外及港澳台地区营业收入同比增长 22.76%，收入占比提升至 83.50%；2024 年公司营业收入和归母净利润分别同比增长 8.21%和 62.35%。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

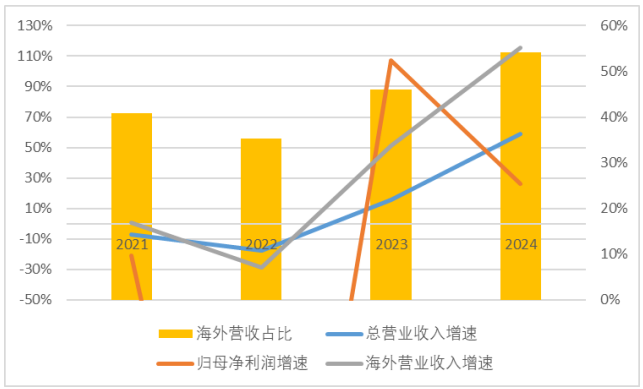
图 16：2024 年中国手游收入 TOP30

资料来源：SensorTower，中原证券研究所

图 17：2024 年中国手游发行商收入 TOP30

资料来源：SensorTower，中原证券研究所

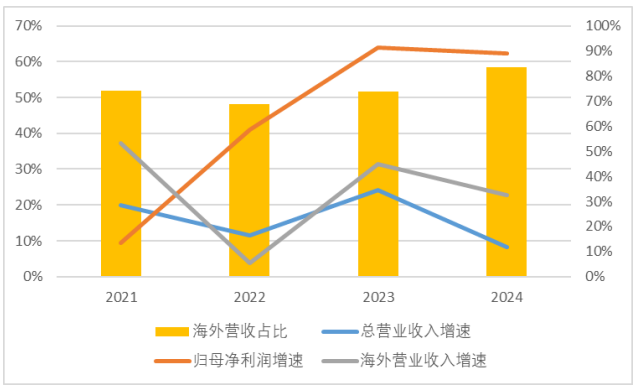
图 18：ST 华通海外营业收入增速与占比（右轴）



资料来源：Wind，公司公告，中原证券研究所

注：2024 年海外营收占比及增速系上半年数据，营业收入和归母净利润系前三季度数据

图 19：神州泰岳海外营业收入增速与占比（右轴）



资料来源：Wind，公司公告，中原证券研究所

注：2024 年海外营收占比及增速系上半年数据

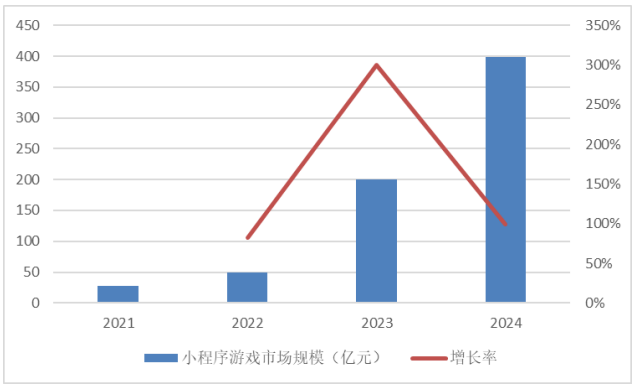
从数据上来看，国内自研游戏出海的增长率已经高于国内游戏市场的增长率，显示出游戏产业出海的景气度比较高，并且伴随国内游戏公司研发以及发行能力的不断增强，在海外市场的竞争力持续提升，带动高流水产品的数量增长。

我们认为，国内游戏产业出海战略还将持续推进，核心动力一方面来自于国内游戏厂商需要通过海外市场寻找新的增长空间，目前来看发达地区依然是中国游戏出海的首选，收入占比前五的美国、日本、韩国、德国和英国游戏产业发达，用户 ARPU 值高，娱乐消费能力强，政策风险低、舆论环境更友好；另一方面从早期对出海的储备探索到现在积累了较为丰富的研发、发行和运营经验，国内游戏公司对海外市场的认知程度和产品成功率不断提升，在与本土游戏公司的竞争中依然能够占据一席之地。

1.5. 小程序游戏赛道快速增长，提供行业增量

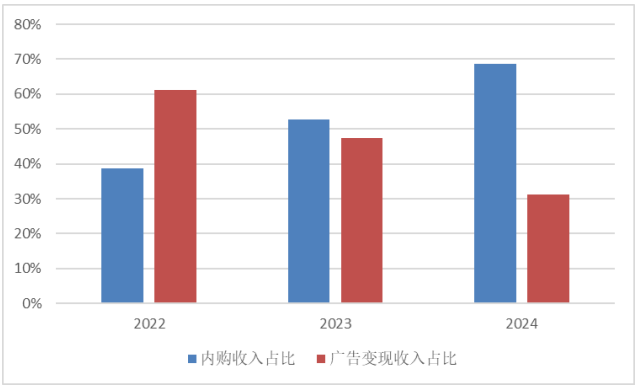
根据伽马数据，2024 年小程序游戏市场收入规模达到 398.36 亿元，同比增长 99.18%，2022-2024 年复合增长率达到 182.3%。与此同时，小程序游戏的用户内购收入占比从 2022 年的 38.80%提升至 2024 年的 68.70%，结合规模数据计算，内购收入的规模从 2022 年的 19.4 亿元增长至 2024 年的 273.67 亿元，用户为小程序游戏直接付费的意愿增强；广告变现模式虽然呈现收入占比结构性的下滑，但随着小游戏整体市场规模的快速增长，广告变现模式的收入规模也从 2022 年的 30.6 亿元增长至 2024 年的 124.69 亿元。

图 20：小程序游戏市场规模



资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

图 21：小程序游戏收入模式结构



资料来源：伽马数据，游戏工委，中原证券研究所

根据 Questmobile 统计的数据，2024 年 10 月游戏类微信小程序的月活跃用户规模达到 5.55 亿，同比增长 5.9%，在月活跃用户规模 TOP10 的行业中排在第六位；用户使用总时长占比达到 36.4%，同比提升 4.8pct，在所有行业中排名第一，相比第二名的生活服务的 15.1%的使用时长占比高出 21.3pct。

另外，结合微信小程序用户人均使用时长、人均使用次数、人均活跃天数等数据的变化来看，月人均使用时长从 2023 年 10 月的 1.5 小时提升至 2024 年 10 月的 1.7 小时，月人均使用次数从 66.4 次提升至 69.8 次，月人均活跃天数从 18.0 天提升至 20.2 天。用户对于小程序的使用黏性不断增长，使用程度加深，也为小程序游戏的发展提供了增长环境。

图 22：2024 年 10 月微信小程序 MAU 规模 TOP10 行业

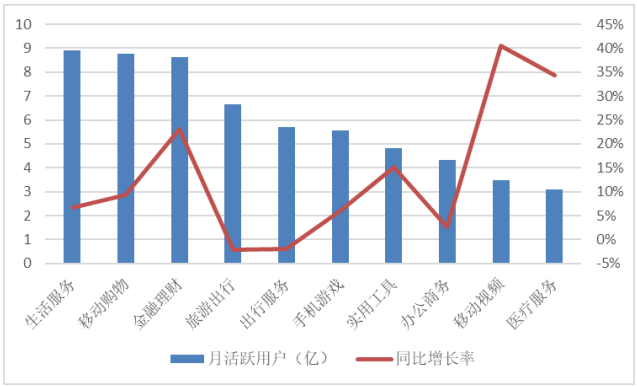
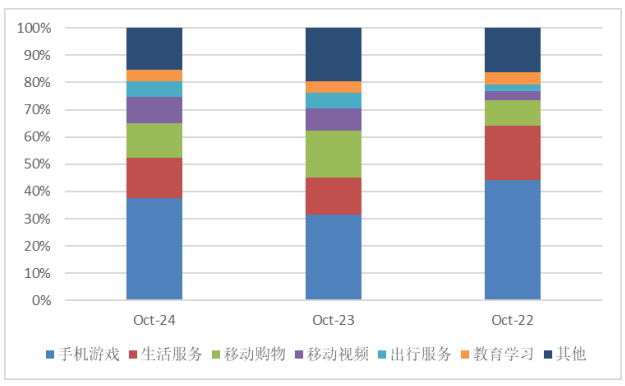


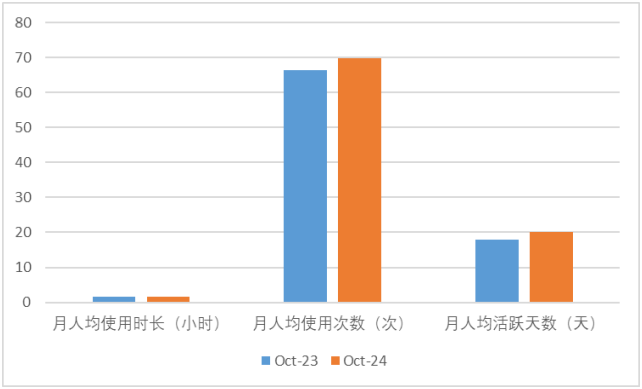
图 23：微信小程序典型行业用户使用总时长占比



资料来源：Questmobile，中原证券研究所

资料来源：Questmobile，中原证券研究所

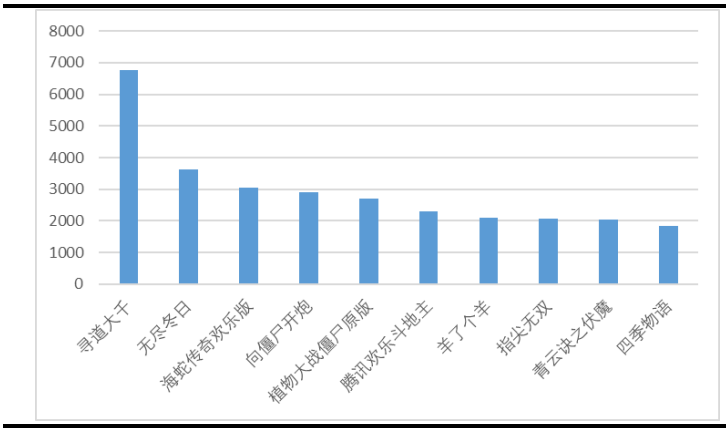
图 24：2024 年 10 月微信小程序用户使用黏性



资料来源：Questmobile，中原证券研究所

2024 年 10 月微信小游戏月活跃用户规模 TOP10 的小程序游戏月活数量均达到 1800 万以上，最高的《寻道大千》月活数量达到 6773 万，《无尽冬日》《海蛇传奇欢乐版》月活规模也达到 3000 万以上，头部小程序游戏产品覆盖了广泛的游戏玩家群体。

图 25：2024 年 10 月微信小程序游戏月活用户规模 TOP10

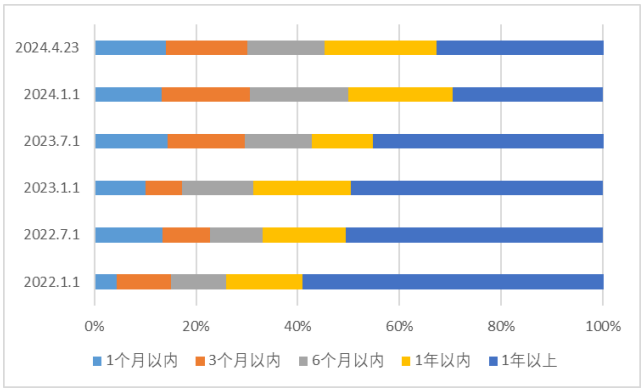


资料来源：Questmobile，中原证券研究所

小程序游戏长线化运营成为趋势，整体生命周期呈现上升趋势。根据伽马数据，虽然由于小程序游戏赛道的入局者增加，上线不足 6 个月的产品数量增加，但从运营时长超过 1 年的小程序游戏产品来看，平均生命周期呈上升趋势，从 2022 年 1 月 1 日的 1.23 年提升至 2024 年 4 月 23 日的 2.40 年。对于游戏产品，生命周期延长通常意味着游戏产品能够通过长线化运营以及精品化思维持续实现用户的拉新及留存，进而增强游戏收入的稳定性和 ROI。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

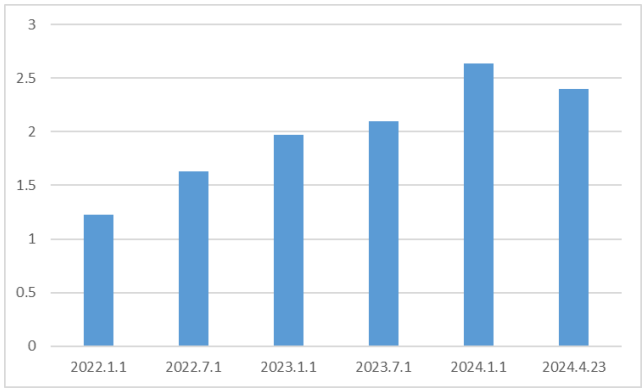
图 26：入榜微信小程序游戏生命周期分布



资料来源：伽马数据，中原证券研究所

注：入榜微信小程序游戏指进入当日微信小程序游戏畅销榜 TOP100 的游戏

图 27：入榜且上线超 1 年的微信小程序游戏平均生命周期（年）

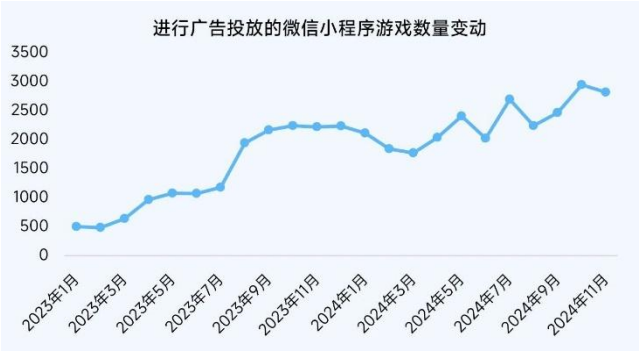


资料来源：伽马数据，中原证券研究所

注：入榜微信小程序游戏指进入当日微信小程序游戏畅销榜 TOP100 的游戏

在广告投放层面，根据伽马数据和 AppGrowing 统计的数据，截至 2024 年 11 月，有近 3000 款微信小程序游戏进行广告投放，约为两年前的 5.6 倍。我们认为小程序游戏广告投放增加意味着游戏厂商看好小程序游戏市场的发展空间，持续加大对小程序游戏市场的投入和拓展，希望通过广告曝光的方式尝试吸引更多的用户。但同时投放广告的小程序游戏数量大幅增加也有可能推高买量成本，加剧市场竞争强度，更加考验小程序游戏的产品品质以及精准买量的能力。

图 28：2024 年 10 月微信小程序用户使用黏性



资料来源：AppGrowing，伽马数据，中原证券研究所

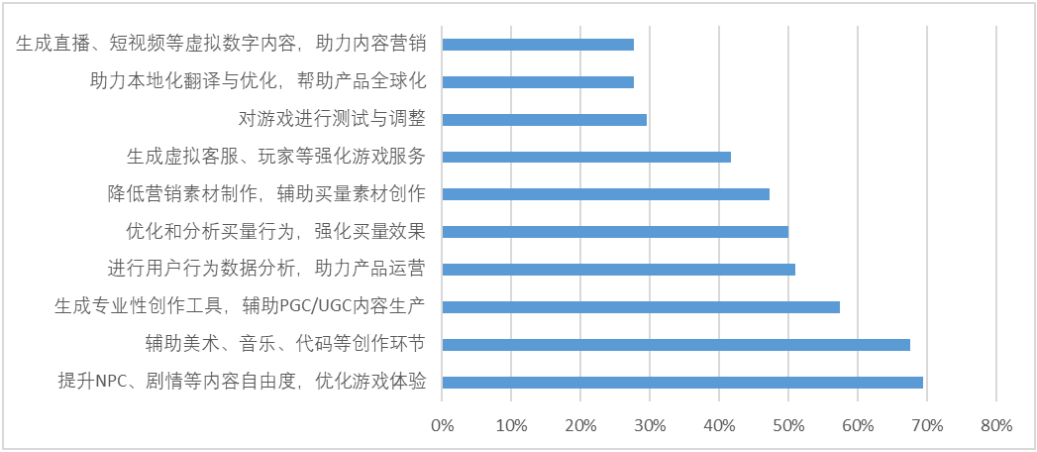
我们认为，小程序游戏在发展初期通过轻量化、转化链路短、简单易上手等特点以及背靠微信、支付宝、抖音等核心互联网流量平台的生态实现了大量用户新增和转化；同时在发展过程中，小程序游戏的图形处理、加载速度等整体性能不断得到优化调整，游戏画面、玩法融合、内容深度等方面都有明显进步，游戏丰富度大幅提升，也逐渐形成了精品化、长线化产品趋势，带动了小程序游戏用户的付费意愿增强。在广告投放增面，游戏厂商持续加大对小程序游戏赛道的投入，加大小程序游戏的曝光，有望拉动更多用户尝试小程序游戏，维持行业增长。

1.6. AI+游戏趋势明朗，应用空间广阔

AI 技术在游戏产业拥有比较广泛的应用前景。一方面玩家对于游戏品质的要求在不断提高，更加追求玩法层面的丰富性、创新性，游戏产业需要并且乐于不断探索一些新技术与游戏玩法层面的创新结合和应用；另一方面由于游戏产品尤其是高品质游戏产品的研发投入大、周期长、资源耗费多，同时发行层面对于降低发行成本、提高发行效率也存在强烈需求，因此游戏公司对于使用 AI 技术来提升研发和发行效率的意愿也同样强烈。

目前的 AI 技术和工具在游戏产业已经有较高的渗透率。根据伽马数据发布的《中国游戏产业新质生产力发展报告》显示，有超过 99%的受访者所在的公司或部门已经通过多种渠道引入 AI 技术和工具，在 TOP50 游戏企业中，近半头部游戏企业已利用 AI 提升生产能力，并构建智能生产管线，或进行虚拟内容生产，帮助用户生成互动内容等。在功能层面，近七成受访者表示 AI 技术在“提升 NPC、剧情等内容自由度，优化游戏体验”以及“辅助美术、音乐、代码等创作环节”展开实质性应用。

图 29：AI 技术在哪些层面展开实质性应用



资料来源：伽马数据，中原证券研究所

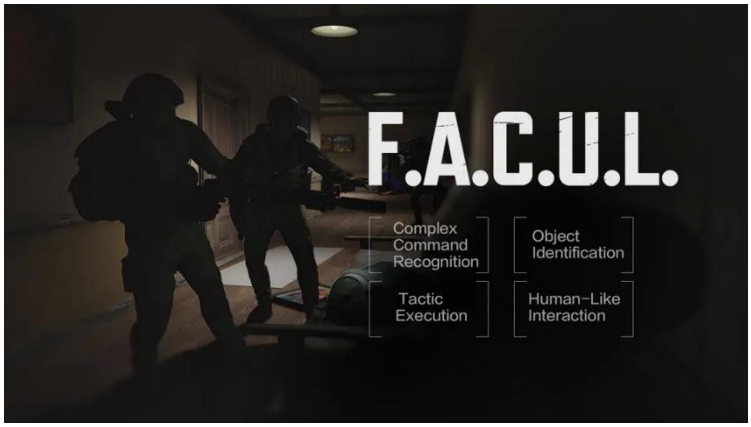
在游戏玩法创新方面。基于 AI 的自然语言理解与交互、AIGC、动态决策、实时推理等特点能够打破传统游戏模式下的规则边界，实现游戏玩法和交互的创新，为玩家带来更加独特和个性化的游戏体验；同时 AI 的生成式技术能够自动生成或辅助游戏玩家创建游戏内容，降低游戏玩家创作的门槛，使玩家从“内容消费者”向“内容共创者”的角色转变，建立 UGC 游戏生态，解决游戏内容同质化或官方内容消耗速度快等问题。

NPC 智能化与深度交互。由于 AI 能够通过语音、文字、语义等理解自然语言，使玩家和 NPC 的交互更加自然，脱离了传统游戏中由预设脚本驱动 NPC 行为的游戏模式，使人机交互更加接近真人交互的感受，减少玩法的重复性，为玩家带来丰富的游戏体验。

举例来说，腾讯《暗区突围：无限》的语音指挥 AI 队友 F.A.C.U.L 允许 NPC 角色识别包括建筑物、武器、载具等在内的上万个游戏物品，从而根据玩家的语音指令精准执行例如掩护、包抄等战术行为，与玩家达成复杂的战术协作，同时还能够进行实时环境天气的感知与辨认、基于与玩家的互动做出闲聊反应，增强游戏玩家的游戏协作体验。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 30：《暗区突围》语音指挥 AI F.A.C.U.L



资料来源：暗区突围官方微信，中原证券研究所

网易《逆水寒》加入了自捏江湖友人玩法，玩家能够创根据自己的喜好定制具有独特外貌、声音的智能 NPC 并自创性格、经历、职业等带有“灵魂”的拟人化特征，陪伴玩家共同游戏，同时在玩家下线后智能 NPC 还可以独立探索游戏世界并将见闻记录反馈给玩家。同时逆水寒还上线了 DeepSeek 驱动的智能 NPC“沈秋索”，能够读懂玩家一言一行，与玩家分享江湖经理以及深度情感交流。

图 31：《逆水寒》自捏江湖友人功能

资料来源：逆水寒手游官方微信，中原证券研究所

AI 关卡设计助力 UGC 内容。由于游戏的研发流程比较复杂，经历的流程和环节较多，因此从游戏的初次研发到最终的上线需要经历较长的时间周期，但玩家对于游戏内容和玩法的消耗速度却远远快于游戏的生产速度，为了持续吸引玩家留存、强化玩家的游戏体验，需要相应建立 UGC 生态，发挥广大游戏玩家的创意共同创作游戏内容以及创新玩法，使玩家从纯粹的内容消耗角色向内容共创的角色转变。借助 AI 的文本、图像、代码等内容生成能力，能够降低 UGC 生态的门槛，帮助玩家自动创建或辅助玩家创建游戏的内容并完成玩法创新。

例如网易《蛋仔派对》推出的“蛋码”以及“万能生成器”功能，“蛋码”功能能够自由制定玩法，创作者不需要掌握专业的代码知识，只需要通过图形化、简单易懂的编程逻辑，将事件、条件和动作的语句进行拼接就能够实现复杂的逻辑和玩法。“万能生成器”通过 AIGC 功能

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

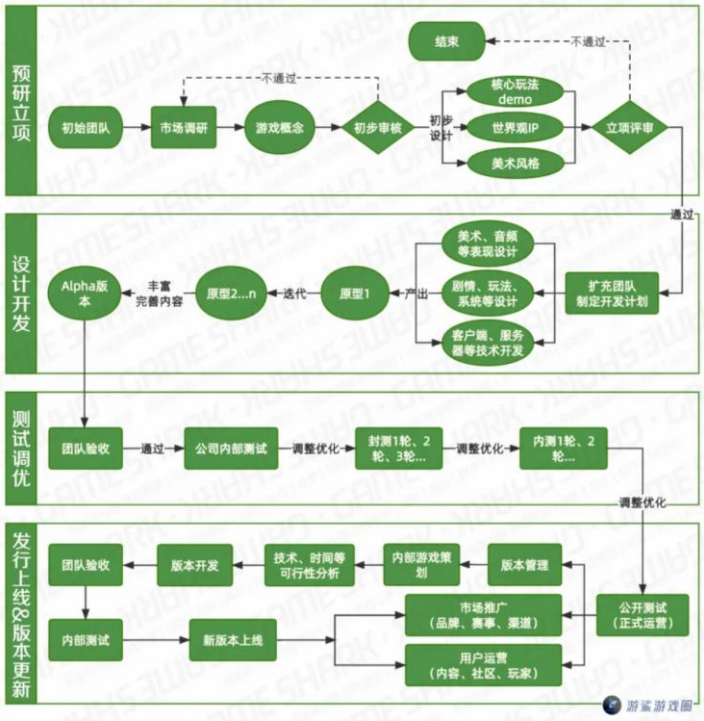
将用户输入的文字内容自动生成为游戏中相对应的物体并能够进行细节的补充和调整，帮助玩家完成游戏内物体组件的创作与搭建。

图 32：蛋仔派对“蛋码”功能

资料来源：游戏新知，中原证券研究所

游戏产品从最初的立项概念到最终的上线运营需要经历较为复杂的生产过程，其中包含了大量的文本、代码、图片、动画、视频、音频等内容要素，涉及策划、技术研发、美术表现、发行运营、项目管理等多个岗位。从流程来看，主要可以分为预研立项、设计开发、测试调优以及最终的发行上线和版本更新四个大环节，每个环节又涉及到多个流程节点。

图 33：游戏研发流程

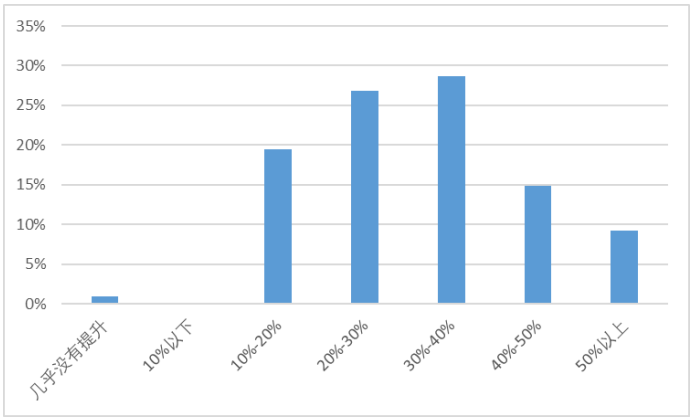


资料来源：游鲨游戏圈，中原证券研究所

AI 技术和 AI 工具能够辅助多个游戏研发环节的效率提升，并且 AI 技术的进步还在进一步扩大 AI 在游戏研发流程中的参与度和渗透率。根据伽马数据的《中国游戏产业新质生产力发展报告》显示，在研发层面的应用表现，有超过 99%的受访者表示 AI 对整体项目效率有所提升，

有近80%的从业者感知效率提升超20%，近10%的从业者认为AI能带来50%以上的效率提升。

图 34：研发层面感知到 AI 技术对于整体项目效率提升的比例

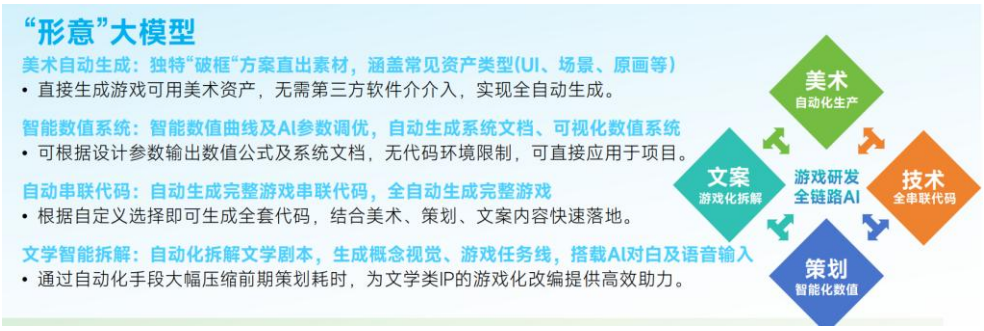


资料来源：伽马数据，中原证券研究所

包括游戏公司以及第三方公司等在内的多家公司加大对AI游戏研发工具的投入，推出了相应的工具或解决方案。

举例来说，恺英网络结合游戏研发的工作流和实际的游戏开发需求自研的“形意”大模型已经落地应用于游戏研发场景，能够覆盖动画生成、地图场景生成、数值设计、代码生成、界面设计等环节并根据开发者实际研发经验进行调整，借助AI的强大能力优化游戏研发流程，减少开发过程中的重复劳动和沟通成本，提升游戏研发的效率。

图 35：恺英网络“形意”大模型



资料来源：伽马数据，中原证券研究所

腾讯AI Lab推出了自研游戏全生命周期AI引擎GiiNEX，包含前沿算法模型、高效训练平台以及在线推理引擎三大核心，能够支持游戏从研发到运营的全生命周期。借助大模型等生成式AI技术，在研发和运营阶段提供包括2D原画、3D模型、剧情、对话、关卡、音乐、宣发素材等内容的生成，帮助游戏开发者提升高质量内容的生成效率。根据GiiNEX游戏AI引擎官方微信披露，在GiiNEX引擎的帮助下，构思并创建一个面积为25平方千米的城市的开发时间从过去的5天减少至25分钟，效率提升百倍，单栋建筑生成相比传统手工搭建提效50倍。同时GiiNEX还为玩家提供了一系列游戏内可用的UGC关卡设计工具，目前已经在《元梦之星》上线，帮助玩家将创意和想法转化为个性化游戏关卡。

除了生成式 AI 在游戏创作领域的应用之外，GiiNEX 的决策式 AI 功能还能够进行实时对局分析、人机指令交互、模拟各段位强度和多种打法，并配合 TTS 及多语言支持，在对局时向玩家提供针对性的操作指南和战术建议，帮助新玩家快速掌握游戏玩法。

图 36：腾讯 AI 引擎 GiiNEX

资料来源：GiiNEX 游戏 AI 引擎官方微信，中原证券研究所

2. 政策回暖，经济、文化、科技价值受重视

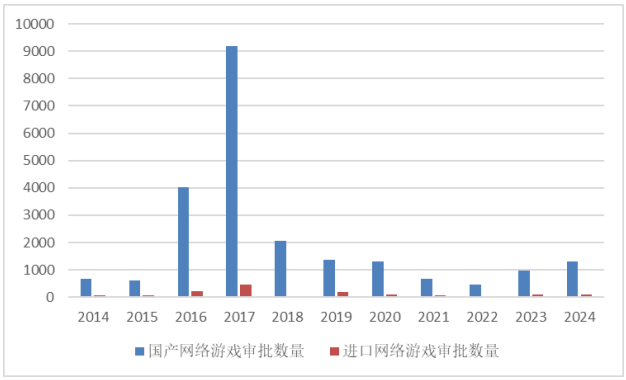
2.1. 版号适度扩容，供给端有望改善

根据国家新闻出版署，目前国内游戏版号已经在较长时间内保持比较稳定的发放状态，发放数量相比 2024 年以前明显扩容。2024 年全年发放国产游戏版号 12 批次共 1306 款，同比增加 33.67%，进口游戏版号共发放 7 批次 111 款，同比增加 13.27%，进口版号的发放频次增加较为显著。

进入 2025 年后，1 月和 2 月分别发放国产游戏版号 123 款和 110 款，进口游戏分别发放 13 款和 3 款。我们认为版号数量的适度放宽一定程度上反映了监管部门对于游戏产业的态度的变化，经历了 2018 年 2021-2022 年两轮版号停发对国内游戏产业带来的一系列负面影响以及连锁反应后，监管部门在继续严格把控内容安全红线的同时也把平衡产业健康发展纳入考量。

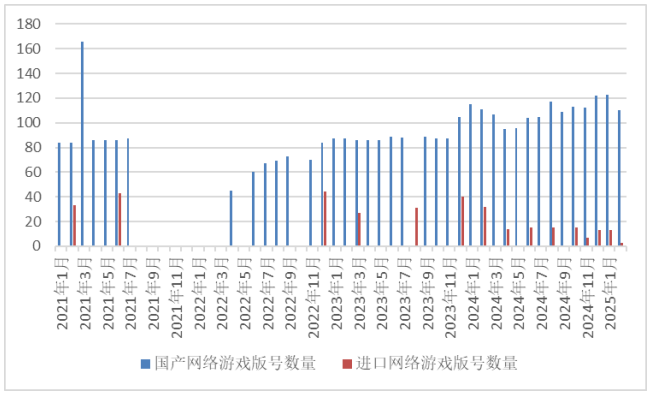
受版号数量的扩容带动，游戏公司的游戏上线节奏也会相应调整，供给端有望改善，为市场需求增长提供动力。

图 37：游戏版号发放情况（年度）



资料来源：国家新闻出版署，中原证券研究所

图 38：游戏版号发放情况（月度）



资料来源：国家新闻出版署，中原证券研究所

2.2. 国家、地方文化产业扶持政策共同发力

我们参考韩国文化产业的发展历程，在经历了亚洲金融危机对本土传统制造业和金融业的冲击后，由于需要寻找更加低能耗、高附加值的产业替代路径，时任韩国总统金大中提出了“21世纪韩国立国之本是高新技术和文化产业”并正式提出“文化立国”方针。此后韩国围绕“文化立国”战略颁布了一系列政策法律形成支持当地文化产业发展的系统性框架，具体来看：

1999 年韩国推出《文化产业振兴法》，对文化产业进行了清晰的界定并提出了振兴文化产业基本方针，规范了文化产业具体行业分类。随后又对《著作权法》《电影振兴法》《演出法》《广播法》《唱片录像带暨游戏制品法》等进行修订。此后韩国又不断提出《文化产业发展五年规划》《文化产业发展推进计划》《21 世纪文化产业设想》等一系列纲领性文件，为韩国文化内容的生产和传播提供了司法和制度层面的保障。

从财政支持来看，进入 21 世纪后，韩国政府对文化产业的投资和文化财政预算逐年增加，2000 年，韩国文化财政预算首次突破国家总预算的 1%并在此后维持在 1%以上，预算总额不断增加。2001 年韩国成立文化产业振兴院，政府拨出 5000 万美元建立文化产业基金，专门用于文创企业的扶持以及文创人才的培养。

在国家政策的大力支持下，K-POP、韩剧、韩国电影、韩国文学、韩国游戏、韩国动漫等“韩流”文化产品传播力遍及全球。据韩国文体观光部发布的《2022 年文化内容产业调查》，2022 年，韩国文化内容产业出口 132.4 亿美元，同比增长 6.3%，再创历史新高，出口额远超同期的二次电池、电动汽车、家电等大宗商品的出口额。同时 2024 年韩国文体部为韩国文化产业制定了约 7.57 亿美元的预算，设立 5.29 亿美元的“K-文化基金”，计划将电影、游戏、漫画、出版等文化产业培育成引领国民经济的国家战略产业。

我们认为，韩国的文化产业发展历程表明了政府层面对本土文化产业的重视会极大程度提振文化产业的发展，文化产业经济价值大幅增长的同时提升文化内容在海外的传播力和影响力，进而提升国家软实力。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

在中国的顶层设计方面，近年来国家提出了一系列国家战略和政策框架，聚焦于推动文化强国建设、促进消费升级、增强中国文化软实力、提升中华文化在海外的影响力和传播力等方面。同时各地方省市乃至区县也根据各自的资源禀赋、产业需求、区域特色等针对游戏、动漫、影视等文化内容产业的发展推出地方性扶持政策。

我们认为，从政策落脚点来看，地方政策通常更加明确、具体地突出对游戏产业的重视和扶持，提供包括财政专项资金支持、税收减免、园区建设、简化行政审批流程等在内的政策组合拳，政策更具有针对性和灵活性。而国家层面的政策更聚焦于文化产业全面发展，虽然较少直接提及游戏领域，但作为文化产业与数字经济产业的核心组成部分之一，国家政策对于文化产业、数字经济的扶持和鼓励也会明显促进游戏产业的发展。

表 2：部分关于文化产业、数字产业发展相关国家政策文件

政策文件	发布部门	发布日期	相关内容
文化和旅游部关于推动数字文化产业高质量发展的意见	文化和旅游部	2020.11.18	1、到 2025 年，培育 20 家社会效益和经济效益突出、创新能力强、具有国际影响力的领军企业，各具特色、活力强劲的中小微企业持续涌现，打造 5 个具有区域影响力、引领数字文化产业发展的产业集群，建设 200 个具有示范带动作用的数字文化产业项目。 2、加强内容建设，深刻把握数字文化内容属性，加强原创能力建设，创造更多既能满足人民文化需求、又能增强人民精神力量的数字文化产品。培育和塑造一批具有鲜明中国文化特色的原创 IP，加强 IP 开发和转化，充分运用动漫游戏、网络文学、网络音乐、网络表演、网络视频、数字艺术、创意设计等产业形态，推动中华优秀传统文化创造性转化、创新性发展。 3、培育市场主体，培育一批具有较强核心竞争力的大型数字文化企业，引导互联网及其他领域龙头企业布局数字文化产业。支持“新技术、新业态、新模式”企业发展，扶持中小微数字文化企业成长，培育一批细分领域的“瞪羚企业”和“隐形冠军”企业。发挥产业孵化平台和龙头企业在模式创新和融合发展中的带动作用，通过生产协作、开放平台、共享资源等方式，带动上下游中小微企业发展。引导支持文化企业加大对数字技术应用的研发投入，支持自主或联合建立技术中心、设计中心等机构，推动产品服务和业务流程改造升级。 4、满足新兴消费需求。顺应商业变革和消费升级趋势，促进网络消费、定制消费、体验消费、智能消费、互动消费等新型消费发展。注重新技术对文化体验的改变，创新文化消费场景，培育壮大云旅游、云娱乐等新型消费形态。 等多项内容
“十四五”文化产业发展规划	文化和旅游部	2021.6.5	1、文化产业体系和市场体系更加健全，文化产业结构布局不断优化，文化供给质量明显提升，文化消费更加活跃，文化产业规模持续壮大，文化及相关产业增加值占国内生产总值比重进一步提高，文化产业发展的综合效益显著提升，对国民经济增长的支撑和带动作用得到充分发挥。 2、展望 2035 年，我国将建成社会主义文化强国，国家文化软实力显著增强，文化产业整体实力和竞争力将大幅跃升，文化产业发展质量效益、城乡居民文化消费水平将迈上新的台阶，文化产业对国民经济发展的支撑和带动作用将达到新的高度。 3、加快发展新型文化业态、加快文化科技创新和应用、文化产业创新发展、扩大优质文化产品供给、释放文化消费潜力、改善文化消费环境、构建文化产业国际合作新格局、增强对外文化贸易综合竞争力、完善支持政策体系、推动服务机制创新、引导扩大有效投资、落实经济政策、强化法治保障、加强人才培养、规范市场秩序。 等多项内容

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

“十四五”数字经济发展规划	国务院	2021.12.12	1、打造智慧共享的新型数字生活，强超高清电视普及应用，发展互动视频、沉浸式视频、云游戏等新业态。创新发展“云生活”服务，深化人工智能、虚拟现实、8K 高清视频等技术的融合，拓展社交、购物、娱乐、展览等领域的应用，促进生活消费品质升级 等多项内容
关于推进实施国家文化数字化战略的意见	中共中央办公厅、国务院办公厅	2022.5.22	1、到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台，形成线上线下融合互动、立体覆盖的文化服务供给体系。 2、发展数字化文化消费新场景，大力发展线上线下一体化、在线在场相结合的数字化文化新体验。 3、加快文化产业数字化布局，在文化数据采集、加工、交易、分发、呈现等领域，培育一批新型文化企业，引领文化产业数字化建设方向。 等多项内容
商务部等 27 部门关于推进对外文化贸易高质量发展的意见	商务部、中宣部、网信办等 27 部门	2022.7.18	1、探索有序放宽文化领域限制性措施，发挥自由贸易试验区、自由贸易港、服务贸易创新发展试点和服务业扩大开放综合示范区等先行先试作用，主动对接国际高水平经贸规则，围绕文化领域开放开展压力测试. 2、深化文化领域审批改革。聚焦推动文化传媒、网络游戏、动漫、创意设计等领域发展，开展优化审批流程改革试点，扩大网络游戏审核试点，创新事中事后监管方式。 3、围绕满足人民日益增长的文化需求，有序扩大出版物、电影、电视剧、网络视听、体育、演艺和文化艺术等领域优质文化产品和服务进口，促进高水平市场竞争。 4、推进实施国家文化数字化战略，建设国家文化大数据体系。发挥国内大市场和丰富文化资源优势，加强数字文化内容建设，促进优秀文化资源、文娱模式数字化开发。支持数字艺术、云展览和沉浸体验等新型业态发展，积极培育网络文学、网络视听、网络音乐、网络表演、网络游戏、数字电影、数字动漫、数字出版、线上演播、电子竞技等领域出口竞争优势，提升文化价值，打造具有国际影响力的中华文化符号。 5、在动漫、影视、出版、演艺、游戏等领域培育一批国际知名品牌。 6、统筹利用相关财政资金政策，支持国家文化出口基地建设和企业开拓海外市场，扩大文化服务出口，培育重点企业和文化品牌。 7、落实文化服务出口免税或零税率政策。积极支持文化企业参加技术先进型服务企业认定，经认定的技术先进型服务企业可按规定享受相关企业所得税优惠政策。对国家鼓励发展的文化产业项目，在投资总额内进口的自用设备按照现行政策规定免征关税。 等多项内容
“十四五”文化发展规划	中共中央办公厅、国务院办公厅	2022.8.16	1、繁荣文化文艺创作生产，完善引导激励机制、推出更多精品力作、鼓励引导网络文化创作生产、加强版权保护和开发利用。 2、推动文化产业高质量发展，加快文化产业数字化布局、健全现代文化产业体系、建设高标准文化市场体系、推动科技赋能文化产业。 3、扩大中华文化国际影响力。深化中外文明交流互鉴、提升文化贸易国际竞争力。 4、加强规划实施保障，强化组织领导、加强资金支持、完善政策支持、健全实施机制。 等多项内容
智慧旅游创新发展行动计划	文旅部、网信办秘书局等多部委	2024.5.06	1、运用虚拟现实（VR）、增强现实（AR）、拓展现实（XR）、混合现实（MR）、元宇宙、裸眼 3D、全息投影、数字光影、智能感知等技术和设备建设智慧旅游沉浸式体验新空间，培育文化和旅游消费新场景。促进电子竞技、动漫游戏等线上数字场景与线下旅游场景融合发展。鼓励数字文创等智慧旅游产品出海，提升国际传播力和影响力。 等多项内容
中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式	中国共产党第二十届中央委员会第	2024.7.18	1、焦建设社会主义文化强国，坚持马克思主义在意识形态领域指导地位的根本制度，健全文化事业、文化产业发展体制机制，推动文化繁荣，丰富人民精神文化生活，提升国家文化软实力和中华文化影响力。

现代化的决定	三次全体会议		2、落实全面取消制造业领域外资准入限制措施，推动电信、互联网、教育、文化、医疗等领域有序扩大开放。 3、优化文化服务和文化产品供给机制。探索文化和科技融合的有效机制，加快发展新型文化业态。深化文化领域行政审批备案制度改革，加强事中事后监管。深化文娱领域综合治理。 等多项内容
国务院关于促进服务消费高质量发展的意见	国务院	2024.8.03	1、扩大文化演出市场供给，提高审批效率，增加演出场次。丰富影片供给，支持以分线发行等差异化模式发行影片，促进电影关联消费。提升网络文学、网络表演、网络游戏、广播电视和网络视听质量，深化电视层层收费和操作复杂治理，加快超高清电视发展，鼓励沉浸体验、剧本娱乐、数字艺术、线上演播等新业态发展。 2、加快生活服务数字化赋能，构建智慧商圈、智慧街区、智慧门店等消费新场景，发展“互联网+”医疗服务、数字教育等新模式，加快无人零售店、自提柜、云柜等新业态布局，支持电子竞技、社交电商、直播电商等发展。 等多项内容
关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施	国务院办公厅	2025.1.9	1、 扩大特色优质产品供给，丰富文化娱乐产品、开发时尚国潮产品。 2、 培育消费场景，打造新型消费场景。 3、 创新产业政策，强化财政金融支持。 等多项内容
关于推动文化高质量发展的若干经济政策	中宣部、网信办、发改问、科技部、工信部、财政部等多个部委	2025.1.20	1、提供财政支持，建立健全与文化强国建设和国家财力相适应的财政投入机制，完善财政资金使用管理方式，强化财政资金在优化文化服务和文化产品供给中的引导作用，有效调动社会力量参与文化建设。2027 年年底前，中央财政继续安排文化产业发展专项资金，创新投入方式，推动实施重大文化产业项目，促进文化产业高质量发展。 2、提供税收优惠，落实《关于延续实施宣传文化增值税优惠政策的公告》（财政部、税务总局公告 2023 年第 60 号）、《关于延续实施支持文化企业发展增值税政策的公告》（财政部、税务总局公告 2023 年第 61 号等文件中规定的优惠政策。 3、提供金融支持，鼓励银行业金融机构进一步提升对文化企业的金融支持力度和服务水平，支持符合条件的文化企业在主板、创业板、科创板、北交所等上市和再融资。支持符合条件的文化企业发行债券融资，完善文化企业无形资产确权、登记、托管、投资、流转和处置体系，健全无形资产抵押、质押贷款等模式，创新金融产品和服务。 内容 等多项内容

资料来源：中华人民共和国中央人民政府网站，中原证券研究所

在地方政策方面，以北京、上海、广东、福建、浙江等经济较为发达的省市为代表，针对游戏产业的政策数量以及政策力度较为领先，通过核心省市的政策扩散及辐射，有望对国内其他省市的游戏产业发展起到引领作用。

表 3：部分省市游戏产业扶持政策

政策文件	省市	发布时间	相关内容
关于推进新时代杭州动漫游戏和电竞产业高质量发展的若干意见	浙江省杭州市	2022.11.22	1、着力弘扬主流价值，鼓励动漫精品打造 2、着力进行规范管理，完善游戏生态建设 3、着力构建赛事体系，争取电竞弯道超越 4、着力开发 IP 资源，推动产业融合发展 等多项内容
深圳市关于建设国际电竞之都的若干	深圳市	2023.7.10	1、加强电竞内容创作，支持电竞内容创作生产、培育壮大电竞研发机构。

措施			2、培育电竞市场主体，培育引进电竞领军企业、支持电竞俱乐部创新发展。 3、打造电竞赛事和活动体系，引进品牌赛事、培育自主品牌赛事、举办系列电竞活动 4、完善电竞产业发展载体，建设多层次电竞赛事场馆、推进电竞产业集聚发展、建设高水平电竞训练基地 等多项内容
思明区促进游戏产业发展若干措施	福建省厦门市	2024.2.01	1、鼓励游戏企业加大研发投入 2、新游戏上线运营奖励 3、鼓励游戏发行企业扩大营收 4、支持初创游戏企业发展 5、引导优秀游戏项目落地思明 等多项内容
成都高新技术产业开发区加快数字经济产业重点领域高质量发展若干政策	四川省成都市	2024.3.26	1、支持游戏产品研发上线及赛事转化 2、鼓励游戏企业出海发行 3、支持举办顶尖电竞赛事 4、支持电竞俱乐部加快发展 等多项内容
济南市促进电竞游戏产业发展行动计划（2024—2026年）	山东省济南市	2024.4.19	1、统筹推进多层次电竞场馆建设 2、加快推动产业集聚区建设 3、建设电竞训练基地 4、加大电竞游戏企业引进力度 等多项内容
广州开发区（黄埔区）促进游戏和电竞产业高质量发展的若干措施	广东省广州市	2024.4.08	1、重点项目落户扶持 2、园区建设扶持 3、平台建设扶持 4、原创精品扶持 等多项内容
关于支持数字创意产业重点领域发展的若干措施	湖北省武汉市	2024.5.27	1、支持精品创作生产 2、支持产品上线运营 3、支持市场主体发展 4、支持重大活动举办 5、支持优秀人才培育 等多项内容
广州市文化和旅游产业发展专项资金管理办法	广东省广州市	2024.6.19	1、实施文化产业数字化战略，打造国家级数字文化产业集群，扶持具有独创性和市场发展前景的元宇宙、动漫游戏、电子竞技、数字音乐、数字文博、文旅新业态、超高清视频内容制作及相关新兴产业项目和平台 2、支持文化和旅游产业聚集发展，鼓励园区优化运营管理、完善配套服务、发展新兴业态、提升规模质量 等多型内容
重庆市加速推进现代生产性服务业高质量发展行动方案（2024—2027 年）	重庆市	2024.7.26	1、大力发展数字游戏、影视动漫、数字视听、网络直播、电竞等数字内容新业态，鼓励发展泛娱乐、泛阅读、泛教育等多元业态融合的数字内容产业。 等多项内容
北京市科技赋能文	北京市	2025.1.24	1、提升文化领域科技创新水平。加强文化领域新一代信息技术

化领域创新发展行动计划（2025-2027）			攻关，突破人工智能、互联网 3.0、高端处理芯片、通信传输网络、超高清显示、区块链等技术，不断提升文化数字内容生成、处理、传输、显示和保护等水平。建设文化领域共性技术平台。建设光场、3D 云渲染引擎生态共性技术平台，为文化领域高质量、低成本 3D 数字内容生产提供共性支撑。 2、助推广电视听行业高质量发展。进前沿技术和科幻产业深度融合发展，建设科幻影视垂类大模型，推动一批大制作、高口碑科影融合示范项目加速落地，探索 AI、云端制作、虚拟拍摄等新技术在科幻影视制作中应用。开展游戏渲染引擎、交互等核心技术攻关，推动 AIGC、智能穿戴等新技术在游戏业应用。 3、打造一批科技文化创新载体。发挥国家文化产业创新实验区“试验田”作用，打造文化产业改革探索区、文化经济政策先行区和产业融合发展示范区，推动更多先行先试政策落地。培育一批高新技术企业、专精特新企业，推动新技术新产品首次进入文化市场，打造具有国际竞争力的科技文化产业集群。 等多项内容
杭州市推进全球数贸港核心区建设实施方案（2025—2027 年）	浙江省杭州市	2025.2.13	1、支持余杭阿里巴巴数字贸易总部基地、西湖艺创小镇数字游戏基地、临平数字影视基地、余杭良渚数字文化基地、上城里数字时尚基地、拱墅数字电竞基地发展，集聚数字贸易产业链企业，营造最优发展生态。 2、抢占 5 个数字贸易细分赛道。支持各类数字贸易平台创新供应链金融、物流等一站式服务，发展以跨境电商为代表的数字订购贸易。发展大模型出海等数字技术服务贸易。做优数字金融、数字文旅、视觉智能等数字服务贸易。做强数字媒体、数字影视、动漫游戏等数字产品贸易。建设以中国数谷为核心载体的多层次数据要素交易市场与生态。 3、建设数字贸易特色园区。依托临空经济示范区、特色小镇、国家级特色服务出口基地，建设首批 12 个数字贸易特色园区，引领数字贸易与动漫游戏、中医药、知识产权、影视、技术服务、人工智能、安防等产业协同发展。 4、聚焦数字文化贸易全链路创新。简化数字内容发行许可审批流程和专供出口的数字内容国内销售行政审批。探索各领域数字化国际合作负面清单管理。 等多项内容
关于支持浙产游戏出海的若干措施（征求意见稿）	浙江省	2025.2.26	1、推动游戏产业能级提升。推动游戏产业集聚与布局优化、积极培育游戏出海市场主体、支持原创精品游戏开发与合作、支持游戏数字资产交易、推动游戏领域文化科技融合创新、加强游戏与文旅融合发展、支持游戏出海宣传引流和营销推广。 2、强化游戏出海平台支撑。更好发挥全球数字贸易博览会作用、支持企业参加海外重点游戏展会、提升企业在国内游戏展会的影响力、加强引导和完善电竞赛事体系。 3、完善游戏出海生态服务，优化游戏产品审批流程、探索游戏领域制度开放与监管创新、提升游戏国际合规水平、加强游戏出海只是产权保护。 4、强化游戏出海要素保障，支持引进游戏相关领域国际人才、加强游戏相关专业人才培养、加大游戏出海资金扶持力度、优化

数字文化产业投融资和出口信保服务、探索简历和完善游戏出海统计机制。
等多项内容

资料来源：北京市人民政府，浙江省商务厅，杭州市人民政府，深圳市文化广电旅游体育局，成都高新区管理委员会，厦门市思明区人民政府，广州市人民政府，济南市人民政府，中原证券研究所

游戏产业不仅在经济领域具有比较强的价值，通过自身的发展还带动了相关上下游产业链的就业和规模增长；在文化领域，游戏产业也具有极强的意义，在跨国文化传播方面，游戏凭借受众群体广、内容吸引力强、传播门槛低等特点，成为重要的文化传播工具。根据《黑神话：悟空》美术总监杨奇在做客中国美术学院举办的座谈中透露，《黑神话：悟空》的海外玩家占比大约在 30%左右。作为国产游戏的典范，《黑神话：悟空》除了在海外实现销售收入之外，还成功地将国产 3A 游戏和中华文化的影响力传播至全球主要游戏市场。在科技领域，游戏引擎、实时渲染、图形处理、数字孪生等多项游戏的相关技术正在从娱乐领域的应用向实体经济渗透，为工业制造、航空航天、文化保护、医疗教育、智慧城市等领域提供创新的解决方案，未来游戏技术的持续迭代还将进一步渗透至更多的跨行业场景，实现游戏技术对其他领域的赋能。

随着社会整体价值观的逐渐转变，国内的游戏产业在经历了政策严监管和多年舆论争议后，其社会意义、技术价值、文化价值正在得到积极评价，主流媒体加大对游戏产业“去污名化”的正面报道；国家、地方省市围绕游戏研发、电竞赛事、产业生态等方面提供政策支持，为游戏企业提供良好的成长环境。未来的游戏产业在政策支持和技术创新的驱动下，有望进一步加强产业实力以及海外竞争力，推动中国游戏品牌以及中国游戏文化在海外的影响。

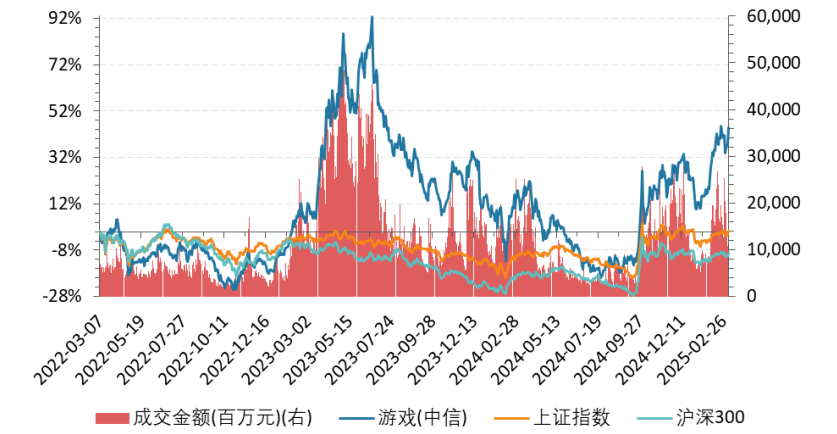
3. 游戏指数估值回升，机构关注度高

3.1. 指数跑赢基准指数，近期交易活跃度提升

根据 Wind 数据显示，受 AI 主题的影响，近三年来游戏板块的走势以及交易活跃度都呈现比较大的弹性。从区间涨跌幅和日均交易额来看，截至 2025 年 3 月 5 日，游戏板块 3 年涨跌幅、1 年涨跌幅以及 3 个月涨跌幅都比较明显地跑赢传媒板块、沪深 300 和上证指数。同时近三年日均交易额 119.10 亿元，近 1 年日均交易额 102.29 亿元，近 3 个月日均交易额 139.95 亿元，近期游戏板块的交易活跃度有明显提升。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 39：游戏板块近五年行情走势



资料来源：Wind，中原证券研究所

表 4：游戏板块二级市场涨跌幅

	游戏板块	传媒板块	沪深 300	上证指数
近 3 个月涨幅	31.85%	22.39%	4.80%	5.28%
近 1 年涨幅	26.10%	20.47%	10.96%	10.94%
近 3 年涨幅	41.65%	24.85%	-12.01%	-1.93%

资料来源：Wind，中原证券研究所

注：截止日期为 2025 年 3 月 5 日

3.2. 整体估值略高于历史均值，但核心标的估值合理

随着近期游戏板块的上涨，估值上行较为明显。截至 2025 年 3 月 5 日，游戏板块整体 PE（ttm，整体法，剔除负值）为 28.28 倍，近三年来游戏板块的平均市盈率为 24.84 倍，中位数为 23.62 倍，最大值为 46.00 倍，最小值为 16.78 倍。

我们认为，虽然当前游戏板块的整体市盈率水平高于近三年平均水平以及中位数，但并未偏离太多，部分市值规模靠前的游戏公司当前市盈率以及 2025 年预测市盈率都处于合理甚至低位的状态。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 40：传媒子版块市盈率（ttm，整体法，剔除负值）（2025.3.5）

资料来源：Wind，中原证券研究所

表 5：游戏板块上市公司市盈率水平

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	PE（TTM）	预测 PE 2025	预测 PE 2026
002602.SZ	ST 华通	506.03	56.35		
002517.SZ	恺英网络	348.88	21.02	17.73	15.40
002555.SZ	三七互娱	338.47	14.32	12.03	10.94
002558.SZ	巨人网络	294.08	27.42	19.44	17.23
300002.SZ	神州泰岳	276.72	19.21	20.21	17.61
002624.SZ	完美世界	224.26	-43.80	30.93	19.53
300459.SZ	汤姆猫	220.79	-22.50		
603444.SH	吉比特	161.64	17.51	15.27	13.56
300315.SZ	掌趣科技	155.93	75.16		
300113.SZ	顺网科技	138.29	61.62	55.74	42.81
300031.SZ	宝通科技	128.08	53.29	32.92	29.49
002174.SZ	游族网络	93.61	108.72		
300494.SZ	盛天网络	63.47	-885.48	42.30	34.17
603258.SH	电魂网络	59.05	341.97	18.02	14.27
300533.SZ	冰川网络	55.93	-13.62		
002919.SZ	名臣健康	49.97	3,933.79		
300043.SZ	星辉娱乐	49.15	-18.88		
300052.SZ	中青宝	46.11	-50.94		
300299.SZ	富春股份	43.14	-109.12		
300467.SZ	迅游科技	38.81	180.77		
300051.SZ	琏升科技	26.04	-30.08		
002425.SZ	ST 凯文	21.14	-2.78		
600892.SH	大晟文化	19.02	-42.45		

资料来源：Wind，中原证券研究所

注：预测市盈率取 Wind 一致预期；日期截至 2025 年 3 月 5 日

3.3. 基金减仓游戏，但仍是重要关注主要方向之一

对比 2024Q4 和 2024Q3 基金对于游戏公司的持仓变动，根据 Choice 统计的数据，2024Q3 基金对于游戏板块有比较明显地加仓，持有游戏公司的基金数量以及持股总量环比 2024Q2 均有不同程度的增加，而到了 2024Q4 则出现了较为明显减仓行为。

表 6：基金重仓游戏公司持股变动（以 2024Q4 持仓市值排序）

	2024Q4				2024Q3			
	持有基金数	环比变动	持股总量（万股）	环比变动	持有基金数	环比变动	持股总量（万股）	环比变动
恺英网络	154	59	24761.77	-391.08	95	43	25152.85	2540.48
昆仑万维	41	2	4,268.20	-906.06	39	0	5,174.26	-182.75
神州泰岳	46	-66	10,788.04	-13,784.96	112	70	24,573.00	10,462.56
三七互娱	30	-9	5,473.79	-2,659.85	39	19	8,133.64	474.13
巨人网络	29	-7	6,689.35	-1,485.49	22	6	8,174.85	2,045.86
吉比特	34	-15	261.37	-133.58	49	30	394.95	57.32
完美世界	15	6	4,828.42	-732.57	9	2	5,560.99	142.16
掌趣科技	14	1	7,775.70	-3,853.20	13	-2	11,628.90	212.34
游族网络	5	3	2,486.55	2,477.08	2	1	9.47	-7.56
冰川网络	9	9	720.51	-	-	-	-	-

资料来源：Choice，中原证券研究所

虽然 2024Q4 基金对于游戏板块出现了减仓的行为，但从基金重仓的情况来看，根据 Choice 统计的数据，2024 年末，传媒板块基金重仓市值排名前十的个股中有 5 家游戏公司，分别是恺英网络、昆仑万维、神州泰岳、三七互娱、巨人网络。而在 2023-2024 年间传媒板块基金重仓市值排名前十的个股中，虽然游戏类公司的数量存在变化，但都保持在 5 家以上，2023Q2 最高可达到 9 家，游戏板块依然是市场关注度比较高的方向之一。

表 7：2023-2024 年传媒行业前十大基金重仓标的（按持股总市值排序）

2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
分众传媒	分众传媒	分众传媒	分众传媒	分众传媒	分众传媒	三七互娱	三七互娱
恺英网络	神州泰岳	恺英网络	恺英网络	三七互娱	三七互娱	恺英网络	分众传媒
昆仑万维	恺英网络	昆仑万维	昆仑万维	恺英网络	恺英网络	分众传媒	昆仑万维
神州泰岳	昆仑万维	光线传媒	光线传媒	昆仑万维	神州泰岳	神州泰岳	芒果超媒
芒果超媒	三七互娱	神州泰岳	万达电影	神州泰岳	吉比特	巨人网络	恺英网络
光线传媒	光线传媒	世纪华通	三七互娱	世纪华通	昆仑万维	吉比特	吉比特
三七互娱	世纪华通	三七互娱	神州泰岳	光线传媒	世纪华通	世纪华通	蓝色光标
巨人网络	巨人网络	万达电影	世纪华通	巨人网络	巨人网络	昆仑万维	华策影视
南方传媒	吉比特	吉比特	巨人网络	完美世界	芒果超媒	盛天网络	神州泰岳
中南传媒	掌趣科技	巨人网络	焦点科技	吉比特	完美世界	完美世界	万达电影

资料来源：Choice，中原证券研究所

4. 投资建议

2024 年国内游戏产业具有较多亮点。（1）国内整体市场规模稳步提升，游戏玩家数量、ARPU 值等多项数据创新高，显示市场保持较高的需求景气度，手游、端游以及主机游戏多点开花，共同推动国内游戏市场规模增长。（2）《黑神话：悟空》引发国内外游戏从业者和玩家的广泛关注，高品质 3A 游戏领域的突破证明国内游戏产业逐步进入厚积薄发的阶段，为国内游戏公司投入高品质游戏研发提供信心，通过提供高品质游戏为游戏消费需求带来长期动力，推动市场健康发展。（3）游戏出海竞争力不断增强，海外市场高流水头部产品中来自中国的游戏数量持续增长，随着国内游戏公司在海外游戏市场经验的积累，国内游戏出海竞争力有望进一步提升。（4）技术突破和进步催动 AI 技术加速向游戏产业渗透，一方面能够辅助游戏产业的研发，帮助游戏研发流程整体效率提升，另一方面通过 AI 的生成等功能加强游戏的创意和可玩性，吸引用户注意，带动付费意愿提升。（5）政策口风回暖，媒体加大对游戏产业的正面报道，同时版号扩容有助于增加游戏内容供给，国家以及地方政府对于文化和游戏产业的扶持政策更加频繁。

2025 年国内游戏产业表现可期。在玩家层面将继续保持旺盛的娱乐和娱乐消费需求，经济政策目标有望带动娱乐消费需求的进一步回升，为国内游戏市场增长提供动力。在核心的内容供给层面，上市公司体系内以及上市公司体系外的游戏公司都具有较多的游戏储备，为行业供给端提供保障。同时以 AI 技术为基础核心的原生 AI 游戏目前尚处于空白地带，一旦出现有望进带动更多创意玩法以及市场关注，驱动游戏板块估值进一步提升。

建议关注游戏产品储备丰富、产品研发实力强、估值水平合理的游戏公司，建议关注恺英网络、三七互娱、吉比特、完美世界。

5. 风险提示

宏观经济环境影响娱乐消费，政策发生超预期变化，游戏产品品质不及预期，海外市场竞争加剧，AI 技术应用落地进展及效果不及预期，板块估值中枢下移

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10%以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅－10%至 10%之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10%以上。

公司投资评级

买入：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15%以上；
增持：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5%至 15%；
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅－10%至 5%；
减持：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅－15%至－10%；
卖出：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。