

游戏行业研究框架

分析师：易永坚 执业编号：S1130525020001

分析师：马晓婷 执业编号：S1130524070006

2025/3/30

中国游戏市场概况

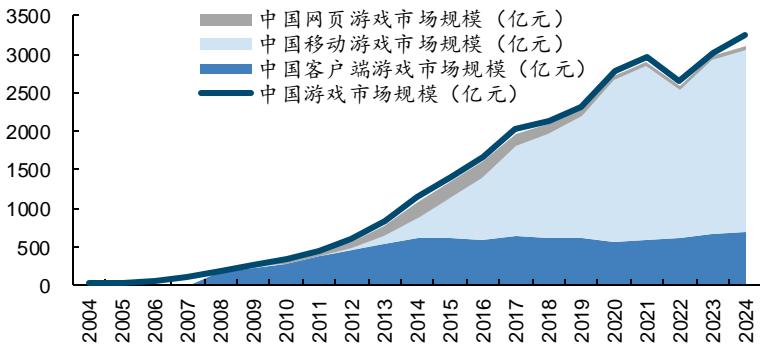
市场规模：承载游戏的载体，随硬件变革发生变化

- 1、总市场规模：快速增长的阶段已过，目前处于稳健增长态势
- 2、移动游戏：当前占据主要市场，14-15年前后快速增长（背景：智能手机的进一步渗透和流量价格降低）
- 3、客户端游戏：规模仅次于移动游戏市场，目前规模稳健，用户更重度，粘性较手游玩家更强，主机游戏市场近几年发展逐步突破
- 4、页游：式微，移动游戏起量后，市场规模快速下滑，目前增长趋势较弱。

拆分量价

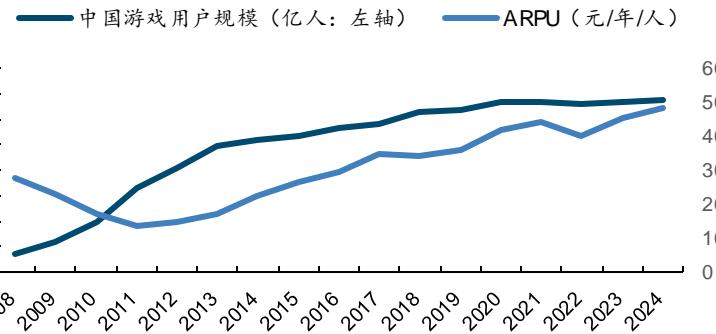
- 1、用户规模：基本触顶，21年起同比增速低于1%；
- 2、ARPU（平均每用户付费）：呈提升趋势。

图：中国游戏市场规模

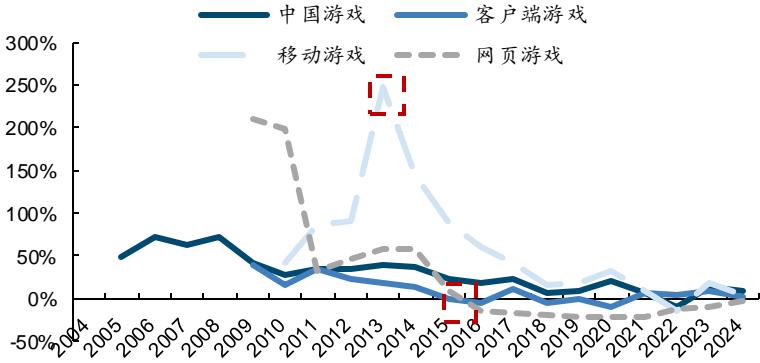


资料来源：游戏工委，国金证券研究所

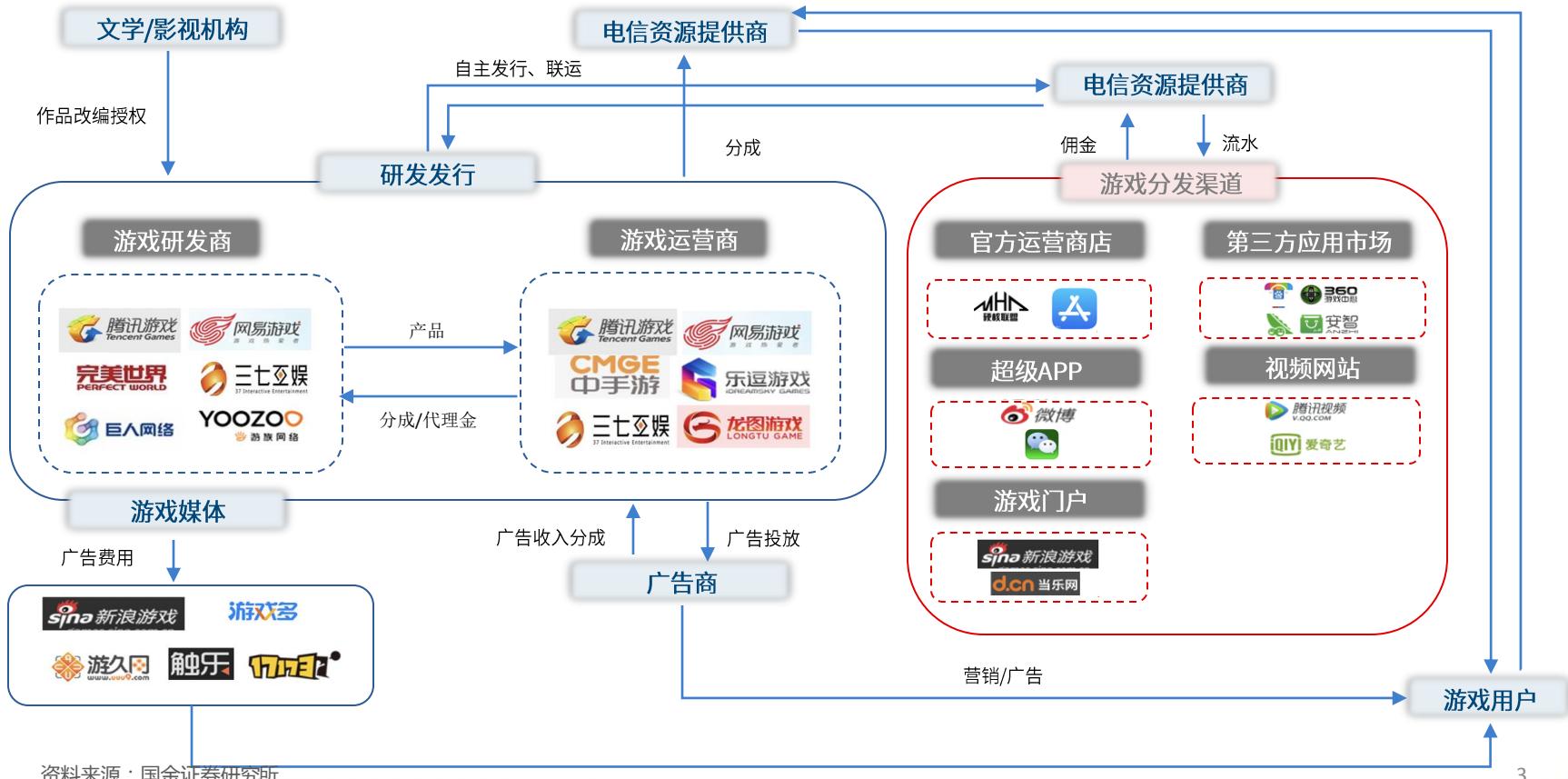
图：中国游戏用户规模及ARPU变化



图：中国游戏市场规模同比增速



中国移动游戏产业链概况



移动游戏产业链及各环节流水分成比例（代理）



关键指标：

ARPU（平均单用户收入）、ARPPU
（平均单付费用户收入）、MAU（月
活跃用户）、DAU（日活跃用户）、
使用时长

计算公式：

月流水=ARPU*MAU=ARPPU*月付费
用户数

数据来源：

MAU、DAU、使用时长
(Questmobile)，流水、付费用户
数 (Appannie, 公司公告)、排名
(Questmobile、七麦数据)

渠道分成：

App Store/Google Play: 30%;
国内安卓渠道：50%左右不，没有
统一数字；
端游Steam: 30%;

计算公式：

渠道分成=总流水*分成比例

数据来源：

小米财报（游戏）、苹果财报（互
联网服务收入）、各渠道合作协
议、其他公司财报等

发行和研发分成：

一般情况：各家不同，协商决定；

计算公式：

发行、研发分成=总流水*分成比例

数据来源：

伽马数据（扣除渠道后游戏销售额、发行商研发商排名等）

游戏产业相关公司

游戏研发

上市公司: 腾讯、网易、神州泰岳、恺英网络、世纪华通、巨人网络、完美世界、三七互娱、游族网络、中文传媒、掌趣科技、金科文化、电魂网络、吉比特、心动公司、祖龙娱乐、畅游、中手游、网龙；

非上市公司: 米哈游、莉莉丝、龙图游戏、若水网络、天象互动、广州创思、益玩游戏、乐元素、游龙网络等；

海外公司: 任天堂、EA、动视暴雪、Take Two、Valve、育碧、网石、Nexon、Ncsoft、科乐美、万代、光荣、卡普空、世嘉、Zynga

游戏发行

上市公司: 腾讯、网易、完美世界、恺英网络、三七互娱、游族网络、虎牙、bilibili、斗鱼；

非上市公司: 快手、7k7k、妙聚网络、初见科技、游龙网络、贪玩蓝月；

海外公司: 任天堂、Steam、EA、动视暴雪、育碧、世嘉等；

渠道等

上市公司: 腾讯、小米、TapTap（心动公司）、硬核联盟（万咖壹联）；

非上市公司: 字节跳动（抖音、今日头条）；

海外公司: 苹果、谷歌、微软、Facebook、Steam；

- 游戏公司的收入主要来源于游戏流水，因此可通过分析其当前及储备游戏洞察其未来业务表现。

现有游戏表现分析要素

1 观察游戏数据波动：通过公司披露的数据或者第三方数据，洞察游戏的用户数量、流水、ARPU、留存率、使用时长等数据。在这些数据的基础之上，对游戏当前及未来表现做出判断。

2 判断游戏生命周期：结合游戏数据，分析游戏当前所在生命周期。

游戏的生命周期取决于该游戏品类（例如SLG品类的生命周期一般较强）以及公司的长线运营能力。处于生命周期尾声的游戏流水会同比显著下降。

3 游戏买量投放强度：游戏的买量投放强度可以会直接影响该游戏的用户量、流水、及利润率。

储备游戏未来表现分析要素

1 游戏所在品类：该游戏属于什么品类？

- 大品类（例如：MMORPG）：竞争激烈，但是天花板更高。
- 小品类（例如：自走棋）：竞争较小，但是天花板也较低。

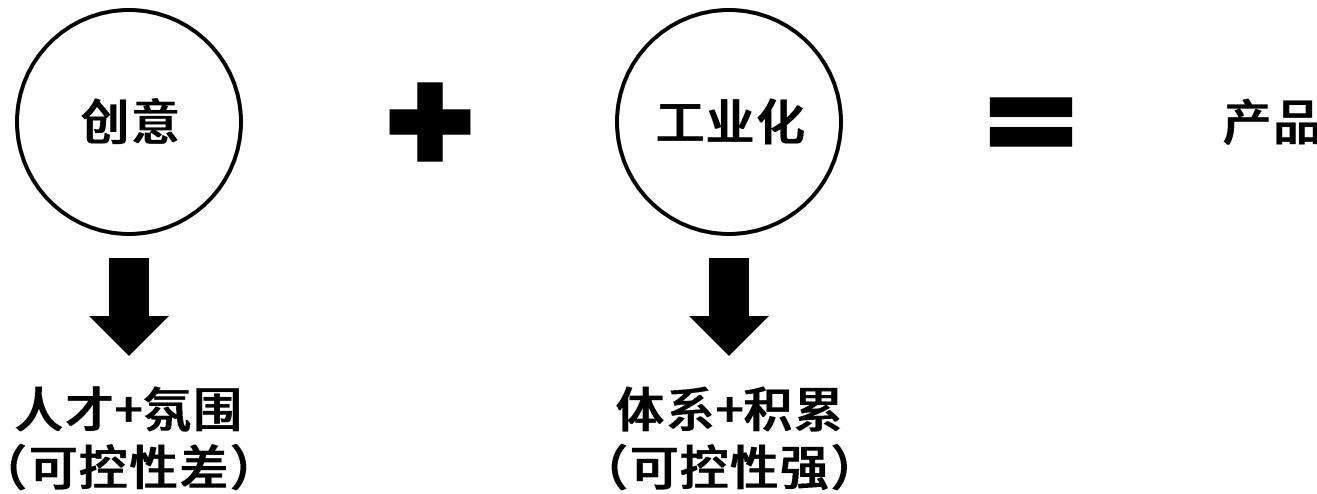
2 游戏品质：游戏品质主要分为三个维度：玩法、题材及画面。

- 玩法：玩法是否创新、好玩？创新型玩法成功后收获高，但研发失败的风险亦较高。
- 题材：题材是否符合目标客户群体审美？该题材竞争是否激烈？
- 画面：立绘及3D建模水平如何？游戏采用了什么引擎制作？

3 研发商过往产品开发及运营经验：游戏研发商过往有无同品类成功产品经验及同品类产品运营经验。



游戏研发实力拆解：由创意能力和工业化两个要素组成



跟踪指标：用户数、ARPU、游戏流水

- 直接获取游戏流水数据：公司公告及第三方数据
- 间接计算游戏流水数据：我们可以通过跟踪用户数量及ARPU计算游戏流水



资料来源：国金证券研究所

估值分析

- PE中枢大概为15X。
- 预期高业绩增速标的估值更高。
- 关键节点：重磅产品定档时间、测试表现、上线后流水表现、长线表现情况。

图：市值150亿+游戏公司市盈率

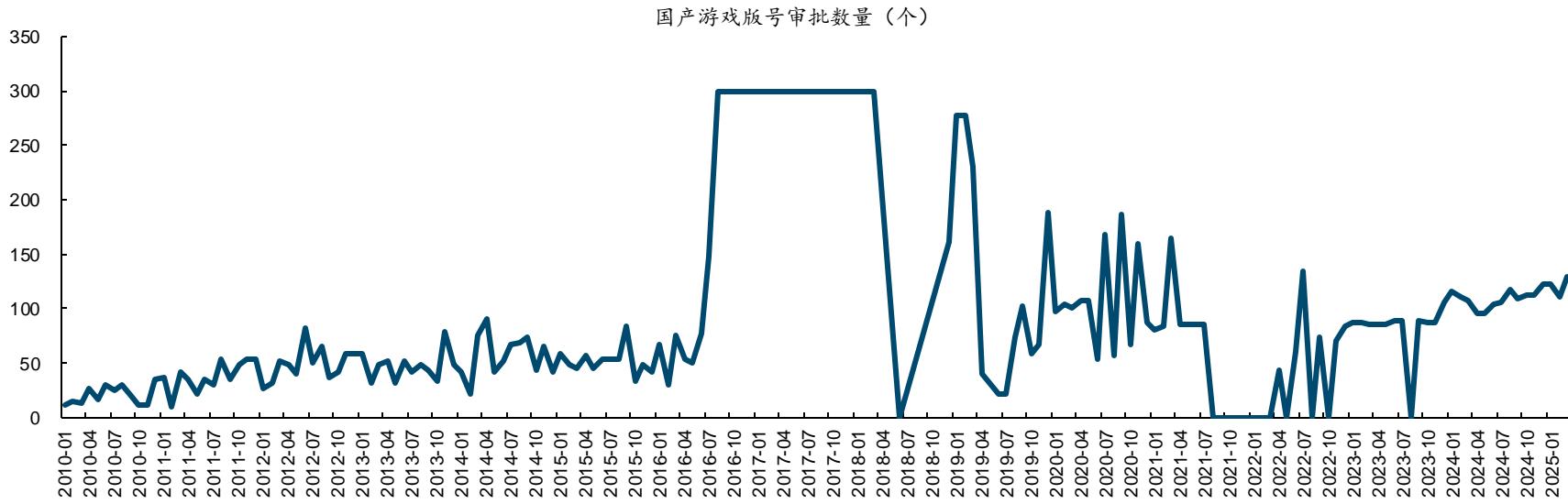
序号	证券代码	证券名称	总市值 [交易日期] [单位] 亿..	滚动市盈率 (中证... [交易日期] 2年前 [单位] %	滚动市盈率 (中... [交易日期] 1年前 [单位] %	市盈率 (PE, TTM) [交易日期] 最新 [TTM基准日] 报...	预测市盈率 (PE, FY1) [交易日期] 最新	预测市盈率 (PE, FY2) [交易日期] 最新
1	002602.SZ	ST华通	513.4812	136.3100	--	57.1799	--	--
2	002517.SZ	恺英网络	341.8309	24.9200	19.5000	20.5990	19.3959	16.2488
3	002555.SZ	三七互娱	337.1450	18.3500	13.2500	14.2632	13.1524	11.6290
4	002558.SZ	巨人网络	279.3780	30.7100	20.0900	26.0511	19.4932	17.0485
5	300002.SZ	神州泰岳	263.3762	32.2600	25.4800	18.5728	19.1344	18.4850
6	002624.SZ	完美世界	214.7545	31.9200	36.4800	-41.9411	-23.4464	31.0331
7	600633.SH	浙数文化	169.7952	35.0500	17.1600	38.0823	32.0985	27.1839
8	603444.SH	吉比特	158.0654	24.9500	10.4600	17.1194	17.6898	14.5892
9	300315.SZ	掌趣科技	149.8813	--	117.9500	72.2501	--	--
10	300113.SZ	顺网科技	136.2918	--	--	60.7313	60.3061	45.4306
11	300031.SZ	宝通科技	115.8614	52.1200	--	48.2074	28.7497	25.3526
12	002605.SZ	姚记科技	113.6064	26.2600	15.1900	26.4879	18.7434	15.7159

资料来源：ifind，国金证券研究所，注：数据截至日期为2025年3月26日

外部因素：监管政策

- 根据历史情况，游戏行业监管政策对估值的影响>对业绩的影响，现阶段鼓励健康良性发展。

- 1、游戏版号发放数量、节奏均常态化；
- 2、未成年人保护、内容审核等监管均比较成熟。
- 3、鼓励文化出海。
- 4、电子鸦片 or 文化输出产业/科技属性/精神满足



资料来源：国家新闻出版署，国金证券研究所

风险提示

- 游戏产品上线节奏、上线后表现不及预期。
- 游戏研发测试不及预期。
- 老游戏流水下滑风险。
- 人才流失风险。
- 政策监管风险。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题

