

世纪华通（002602.SZ）

文化出海扛旗者，王者归来犹可期

公司深耕游戏主业，以 SLG 和经典 IP 为主，创新开辟“SLG+X”游戏赛道，点点互动凭借精准买量策略与精细化运营，于 2023 年推出首个现象级产品《无尽冬日》，开创了“SLG+X”融合创新模式，稳居全球手游收入榜前列，并连续蝉联中国手游出海收入榜首。公司爆品复制能力较强，《奔奔王国》于 2025 年上线，首月即登顶多国 iOS 免费榜。公司借微信小游戏生态，移植多款海外产品，如《无尽冬日》。在巩固 SLG 主导地位的同时，公司通过持续的品类拓展与全球化运营积累，逐步形成以 SLG 为核心、休闲为支撑的双赛道并进格局。我们认为，SLG 和休闲类多为长青游戏，且公司全球运营能力和爆款复制能力较强，收入和利润有望维持高速增长。同时公司已经获得摘帽，在 2025 年 11 月 11 日停牌一天，11 月 12 日恢复为世纪华通，实现监管层面的重要拐点，与业绩高增长形成正向共振。

- 游戏行业并购整合典范，双轮驱动成就 A 股营收龙头。公司以“互联网游戏”为核心，2018 年收购点点互动，2019 年并购盛趣游戏（原盛大游戏），形成“点点互动负责海外研运、盛趣游戏深耕国内 IP”的双轮格局。同期布局 AI 与数据云业务，与腾讯共建算力中心。董事长王佶为实际控制人（合计持股 14.89%），腾讯（林芝腾讯）为第二大股东（持股 10%），提供业务协同支持；管理层多具备计算机、工商管理等专业背景及游戏行业资深经验。
- 营收爆发式增长，净利率逐年提升开始显现盈利弹性。2024 年公司实现营业总收入 226.20 亿元，同比增长 70.27%，归母净利润 12.13 亿元，同比增长 131.51%，连续两年实现翻倍正增长。2025 上半年公司实现营业总收入 172.07 亿元，归母净利润 26.56 亿元，同比增长 85.50%/129.33%，延续了强势的业绩表现。公司近两年业绩增长核心受益于子公司点点互动（Century Games）的业绩迎来成长性爆发，国内及出海游戏业务均有显著增长。公司核心游戏业务已进入收获期，叠加费用管控能力增强，公司近年净利率逐年提升，2024/2025 上半年净利率分别为 5.36%/15.44%，盈利弹性开始显现。
- 全球手游市场转向价值驱动，新兴品类与技术重塑产业格局。中国市场：2025 年上半年销售收入 1680 亿元，同比+14.08%，用户规模 6.79 亿，同比+0.72%。全球市场：移动游戏从用户增长驱动转向消费力提升驱动，2024 年收入 817 亿美元，达到近三年高点；中国自研游戏海外收入 2025 年上半年达 95 亿美元，同比+11%。AI 在游戏研发、美术等领域渗透率提升，同时游戏行业作为情绪价值提供者的消费属性正日益凸显，并成为驱动用户付费的核心动因，根据伽马数据，2024 年女性向游戏的市场规模达到 80 亿元，增长率达到 124.1%，增速远超整体市场。政策方面，2025 年国产版号单月超 140 款，版号发放常态化，政策从转向产业支持，鼓励游戏出海及游戏作为新兴消费促内需。中国游戏出海实力强劲，《黑神话：悟空》2024 年上线后全球销量超 2800 万套，收入超 90 亿元，带动中国自研游戏海外收入创新高；中国 SLG 手游海外市占率 60%，点点互动等厂商产品稳

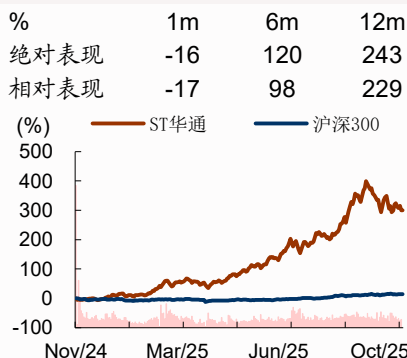
强烈推荐（首次）

TMT 及中小盘/传媒
目标估值：NA
当前股价：17.61 元

基础数据

总股本（百万股）	7428
已上市流通股（百万股）	6854
总市值（十亿元）	130.8
流通市值（十亿元）	120.7
每股净资产（MRQ）	3.9
ROE（TTM）	12.9
资产负债率	30.8%
主要股东	王佶
主要股东持股比例	10.29%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

顾佳 S1090513030002
✉ gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
刘玉洁 S1090525100002
✉ liuyujie1@cmschina.com.cn

居出海收入榜前列。

□ **开创“SLG+X”融合创新模式带动双爆款，经典 IP 持续焕新释放增量价值。**

1) 点点互动深耕海外市场，具备精细化买量、全球化发行与本地化运营能力，采用“自研+自发”模式，扁平化工作室架构实现高效试错。点点互动于 2023 年推出首个现象级产品《无尽冬日》，开创“SLG+X”融合创新模式，全球累计收入超 35 亿美元、《Kingshot》2025 年上线，首月登顶多国 iOS 免费榜。公司借微信小游戏生态，移植多款海外产品（如《无尽冬日》），2024 年经腾讯结算收入 22.45 亿元，2025 年关联交易预算提至 45 亿元。公司旗下《无尽冬日》与《奔奔王国》目前已形成“双爆款”格局，推动公司全球流水结构持续优化，巩固其 SLG 主导地位。同时，公司通过持续的品类拓展与全球化运营积累，逐步形成以 SLG 为核心、休闲为支撑的双赛道并进格局。两大品类均属于生命周期长、留存率高的“长青赛道”，具备稳定用户需求与持续变现能力，为公司业绩增长提供坚实支撑。2) 盛趣游戏深耕《热血传奇》《龙之谷》等经典 IP，2025 年《传奇新百区-盟重神兵》公测首日登录超 50 万玩家，《龙之谷世界》登顶 iOS 免费榜及新游流水榜。推进核心 IP 多端互通，如《传奇世界无双》《彩虹岛》手游，拓展新赛道，如治愈系放置 RPG《云海之下》、《饥荒》IP 改编《饥困荒野》，通过股权+IP 授权与恺英网络深度合作，释放传奇 IP 价值。3) 与腾讯股权连结深化合作，腾讯作为世纪华通的第二大股东，持有其约 10%的股份，在利益的紧密关联下，世纪华通与腾讯形成了紧密的“研发+发行”联动模式，双方合作和确认合作的产品包括《热血传奇手机版》、《传奇世界手游》、《龙之谷 2》、《饥困荒野》等多款游戏，未来双方在游戏研发、发行上的合作有望进一步加深。4) 人工智能云数据业务方面，AI 与智算力布局形成技术赋能，深化与腾讯云、华为云等国内云计算巨头业务合作；汽车零部件制造业务方面，积极拥抱新能源趋势，降本增效保持稳定发展。

□ **首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。**公司核心游戏产品矩阵丰富，点点互动爆款产品《Whiteout Survival》和《Kingshot》稳居全球手游收入榜前列，将持续贡献收入与利润增量，后续产品如《Tasty Travels: Merge Game》等增长势头强劲，其他“SLG+X”新游也在持续研发中。我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现归母净利润 58.43/77.29/112.46 亿元，对应当前股价 PE 为 23.3/17.6/12.1x，首次覆盖给予强烈推荐投资评级。

□ **风险提示：**产业风险、市场与行业竞争风险、人力资源风险、规模成长带来的管理风险、投资者索赔风险、商誉减值风险、海外合规与地缘政策不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13285	22620	38101	44261	49452
同比增长	16%	70%	68%	16%	12%
营业利润(百万元)	994	2045	8019	10600	15372
同比增长	-115%	106%	292%	32%	45%
归母净利润(百万元)	524	1213	5843	7729	11246
同比增长	-108%	132%	382%	32%	46%
每股收益(元)	0.07	0.16	0.79	1.04	1.51
PE	259.3	112.0	23.3	17.6	12.1
PB	5.6	5.5	4.4	3.5	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司简介	7
1、 十年磨砺游戏版图，并购整合迈向行业龙头	7
2、 核心游戏业务欣欣向荣，基本盘稳固助力困境反转	9
二、 游戏行业	12
1、 游戏行业概况	12
（1） 中国游戏收入及用户创新高，头部产品格局固化	12
（2） 全球移动游戏市场增长由用户数量驱动转变为消费力提升驱动	13
（3） AI 赋能推动游戏创作与玩法更新	14
2、 游戏出海实力强劲，助力文化强国建设	15
（1） 中国游戏出海实力强劲	15
（2）《黑神话：悟空》热度空前，成功破圈引领游戏出海	16
（3） 中国 SLG 品类出海保持强劲势头	16
3、 SLG 品类游戏收入表现亮眼	19
（1） SLG 移动游戏发展进入以用户体验为本的时代	19
（2） 国内市场弹性凸显，海外大盘稳健扩张	19
4、 情绪价值与女性向游戏为行业带来新增长	20
（1） 游戏产品提供情绪价值，游戏行业新消费属性凸显	20
（2） 女性向游戏发展带来行业新增量	21
5、 版号发放常态化、文化出海政策迎来利好	22
（1） 版号发放常态化且稳定增长	22
（2） 从规范发展到数字消费战略支持	23
三、 公司业务分析	24
1、 公司旗下的游戏布局及 IP 储备	24
2、 点点互动：自研体系成熟，双爆款驱动增长	25
（1） 公司的游戏方法论：锚定“SLG+”融合路线，以强买量+ Evolving 投放构筑增长壁垒。	25
（2） 深耕海外游戏研发与运营，全球化团队与体系持续强化	27
（3）“SLG+X” 创新带动双爆款，深耕长青赛道具备卡位优势	28
（4） 海外经验成功回流，国内小程序生态助推“内外双轮”增长	31
3、 盛趣游戏：聚焦核心 IP 运营策略，多端研发+多元布局巩固 IP 新游储备	32

(1) 从开创时代到引领未来，世纪华通游戏板块的核心拼图	32
(2) 《传奇新百区-盟重神兵》：传承经典与多维革新并举，开启传奇品类新征程	33
(3) 股权与业务双向协同，授权+研发释放传奇 IP 价值	35
(4) 《龙之谷世界》：回炉重造打磨品质，守正创新焕新经典	36
(5) 加速推进核心 IP 多端互通，巩固存量用户拓展增量市场	38
(6) 突破舒适区探索新赛道，盛趣游戏以多元新品布局细分赛道	39
4、股权联结深化合作，携手腾讯共拓游戏版图	40
5、人工智能云数据业务：AI 与智算力布局形成技术赋能，深化与腾讯云、华为云等国内云计算巨头业务合作	41
6、汽车零部件制造业务：积极拥抱新能源趋势，降本增效保持稳定发展	42
四、盈利预测	43
五、风险提示	44

图表目录

图 1：世纪华通发展历程	7
图 2：世纪华通股权结构（截至 2025 年半年报）	8
图 3：世纪华通 2021-2025H1 营业收入及 yoy	10
图 4：世纪华通 2021-2025H1 归母净利润及 yoy	10
图 5：点点互动 2022-2025H1 营业收入	10
图 6：公司营业收入结构图——按产品	11
图 7：公司营业收入结构图——按区域	11
图 8：公司整体及移动端手游毛利率	11
图 9：公司整体费用率	11
图 10：2020H1 至 2025H1 中国游戏销售收入变化	12
图 11：2020H1 至 2025H1 中国游戏用户变化	12
图 12：中国游戏产业流水 TOP100 游戏产品平均运营时长（年）	13
图 13：中国移动游戏流水 TOP100 中新品市场规模状况	13
图 14：2025 年上半年中国自研游戏海外分地区市场收入	13
图 15：2017-2024 年全球移动游戏下载量及内购收入变化	14
图 16：生成式 AI 在游戏市场应用的规模预测（亿美元）	14

图 17: 中国自研游戏海外收入趋势	15
图 18: 中国出海手游重要地区收入同比增长率	15
图 19: 全球游戏及手游市场规模	16
图 20: 海外手游市场规模及中国手游出海市占率	16
图 21: 中国自研游戏月度海外收入变化	16
图 22: 2025 年全球各发行商 PC/主机游戏下载量	17
图 23: 2025 年全球 PC/主机游戏销量与价格排行榜	17
图 24: 2025 年全球各发行商 PC/主机游戏下载量	18
图 25: 2025H1 策略手游收入分布及流向	18
图 26: 2024 年中国手游海外收入 TOP30	18
图 27: 2025 年 9 月中国手游海外收入 TOP30	18
图 28: 中国 SLG 移动游戏发展历程	19
图 29: 中国 SLG 移动游戏收入规模	20
图 30: 海外 SLG 移动游戏收入规模	20
图 31: 2025 年上半年海外各品类移动游戏收入	20
图 32: 游戏消费上升原因	21
图 33: 为什么希望在日常生活中看到游戏内容	21
图 34: 2022-2024 国内主要游戏细分市场增长率变化	22
图 35: 光与夜之恋游戏特色	22
图 36: 恋与深空游戏特色	22
图 37: 2023 年-2025 年 9 月版号发放情况	23
图 38: 近年来关键政策的梳理与原文呈现	24
图 39: 《无尽冬日》月流水表现	26
图 40: 《奔奔王国》月流水表现	26
图 41: 《Tasty Travels: Merge Game》月流水表现	26
图 42: 《Family Farm》游戏画面	27
图 43: 点点互动发展历程	28
图 44: 无尽冬日游戏画面	29
图 45: 公司爆款产品收入表现	30
图 46: 2025 年 9 月微信小游戏畅销榜	31
图 47: 盛趣游戏发展历程	32

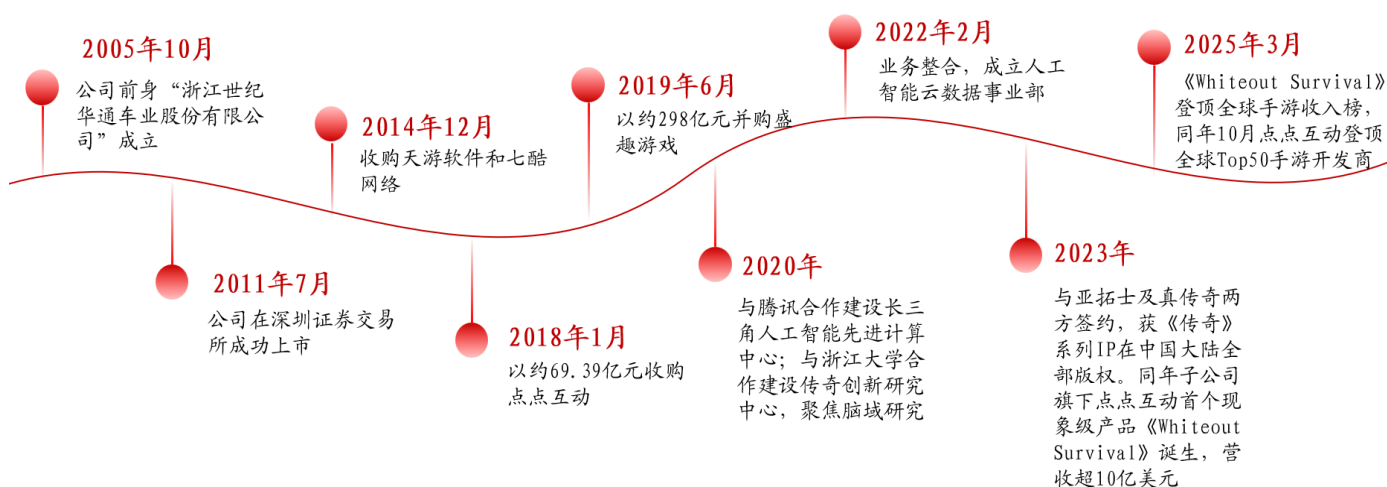
图 48: 盛趣游戏旗下产品	33
图 49: 《传奇新百区-盟重神兵》公测首日表现	33
图 50: 服务器排队人数超千人	33
图 51: 魔龙教主游戏画面	34
图 52: 游戏画面（三大职业专属装备）	34
图 53: 游戏美术效果对比	35
图 54: 闲趣互娱获得基于《传奇》和《传奇世界》开发游戏盒子的独家授权	36
图 55: 《龙之谷世界》首日登顶 iOS 免费榜	37
图 56: 《龙之谷世界》登顶 2025 年 2 月新游首月流水测算榜	37
图 57: “海龙巢穴”游戏画面	38
图 58: 线下广告投放	38
图 59: 《龙之谷世界》先锋挑战赛	38
图 60: 《传奇世界无双》游戏画面	39
图 61: 《彩虹岛》手游	39
图 62: 《云海之下》首日登顶 iOS 免费榜	40
图 63: 《云海之下》美术风格	40
图 64: 《无尽冬日》登顶微信小程序畅销榜榜首	41
图 65: 腾讯长三角人工智能先进计算中心及生态产业园	42
图 66: 深圳数据中心项目	42
图 67: 汽车零部件制造业务服务客户	43
表 1: 世纪华通收购游戏公司历史情况	8
表 2: 公司部分管理层概况（截至 2025 年半年报）	9
表 3: 世纪华通游戏业务主要 IP 矩阵	25
表 4: 分业务营业收入预测	44
附: 财务预测表	46

一、公司简介

1、十年磨砺游戏版图，并购整合迈向行业龙头

公司以汽车零部件业务起步，2014 年开始向互联网游戏产业升级转型，2019 年以 298 亿元完成了对盛趣游戏（原盛大游戏）的并购，形成集研发、发行、运营于一体的游戏业务布局，成为 A 股名列前茅的文化传媒板块上市公司。目前世纪华通涵盖互联网游戏、汽车零部件制造、人工智能云数据三大主营业务，以及脑科学研究、人工智能和投资等多个领域，腾讯为重要股东。

图 1：世纪华通发展历程



资料来源：公司官网，招商证券

公司发展历程可以分为以下 3 个阶段：

初创阶段（2005-2013 年）：2005 年 10 月，公司前身——浙江世纪华通车业股份有限公司成立，主要从事汽车零部件及相关模具的研发、制造和销售，为上海大众、上海通用等国内外头部车企提供配套产品，并于 2011 年 7 月成功在深圳证券交易所上市。

转型收购阶段（2014-2019 年）：汽车业务增长放缓，公司跨界布局游戏行业以寻求新的增长点。2014 年 12 月，公司通过并购天游软件与七酷网络切入网络游戏运营与研发领域；2018 年 1 月收购点点互动，2019 年 6 月完成对盛趣游戏的并购，形成“点点互动负责海外研运与发行、盛趣游戏深耕国内 IP 与长线运营”的双轮驱动格局。此外，公司前瞻性布局人工智能与数据云业务，2018 年与腾讯共建长三角人工智能算力中心，并与浙江大学合作成立脑科学研究中心，强化科技创新与数字化转型基础。

调整复苏阶段（2020 年-至今）：公司完成游戏资产整合后进入结构优化与海外扩张阶段。然而，受前期投资产生的商誉及长期股权投资减值影响，2022 年公司经营业绩短期承压。2023 年，子公司点点互动推出首个现象级产品《Whiteout Survival》，凭借该产品实现业绩快速突破，带动公司整体利润显著增长，并于 2024 年成为 A 股首家营业收入超过 200 亿元的游戏厂商。2025 年 3 月《Whiteout

Survival》登顶全球手游收入榜，同年 10 月点点互动登顶全球 Top50 手游商。

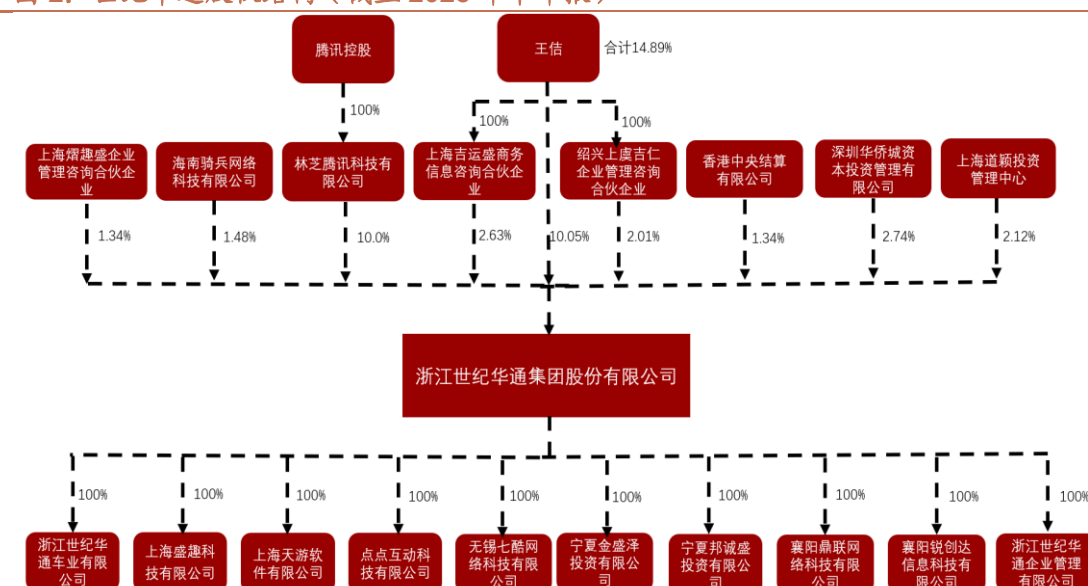
表 1：世纪华通收购游戏公司历史情况

公司名称	时间	公司介绍（截至收购时间）
天游软件	2014 年 12 月	天游软件是国内领先的运动休闲类网络游戏平台运营商，旗下拥有知名游戏平台 T2CN。公司深耕休闲竞技领域，拥有丰富的运营经验，旗下《街头篮球》运营时间超过 10 年，依然保持稳定活跃度。
七酷网络	2014 年 12 月	七酷网络是一家具备强研发实力的网络游戏公司，拥有研发跨终端、多种题材网络游戏的能力以及成熟的游戏开发经验与技术
点点互动	2018 年 1 月	点点互动是集研发、发行与运营于一体的全球化游戏公司，旗下产品《火枪纪元》《阿瓦隆之王》常居游戏出海收入榜前列。公司拥有成熟的海外发行体系和本地化运营能力，业务覆盖欧美、中东及东南亚等主要市场。此外，公司具备强劲的自研实力与完善的全球发行网络，并与 Facebook 等国际主流平台保持深度合作。
盛趣游戏	2019 年 6 月	盛趣游戏是国内领先的网络游戏开发与运营商，拥有丰富的自主与授权 IP 储备与研运一体化优势，旗下包括《热血传奇》《传奇世界》《龙之谷》《最终幻想 14》等众多知名产品，全球注册用户超 21 亿。

资料来源：公司年报，招商证券

股权结构稳定，腾讯作为重要股东深度参与。截至 2025 年半年报，董事长王佶系公司第一大股东，直接持股 10.22%，并通过其实际控制的上海吉运盛商务信息咨询合伙企业及上海吉虞梵企业管理咨询合伙企业间接持股，合计持股比例约 14.89%。林芝腾讯为公司第二大股东，持股比例约 10%，双方在游戏研发及 IDC 等业务环节达成深度合作，为公司核心业务的长期发展与产业资源整合提供了重要支撑。

图 2：世纪华通股权结构（截至 2025 年半年报）



资料来源：公司 2025 年半年报，招商证券

管理层具备深厚行业背景与丰富管理经验。现任董事长王佶毕业于复旦大学计算

机专业，曾创办上海天游软件有限公司并兼任首席执行官，自 2014 年起担任世纪华通董事并主导公司由传统制造业向互联网游戏领域转型，推动点点互动与盛趣游戏等核心资产整合。总裁谢斐拥有英国肯特大学工商管理硕士学位，历任华数传媒副总裁、盛趣游戏首席执行官及世纪华通总裁，在数字内容与游戏运营方面经验丰富。

表 2：公司部分管理层概况（截至 2025 年半年报）

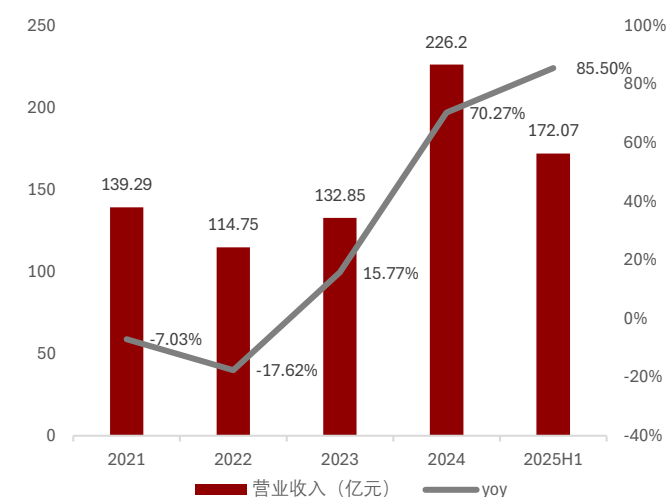
姓名	职务	简介
王佶	董事长	学士学历，毕业于复旦大学计算机专业，曾任上海天游软件有限公司创始人兼首席执行官，现任浙江世纪华通集团股份有限公司董事长、盛趣游戏（原盛大游戏）董事长、上海市网络游戏行业协会会长、上海浙商会副会长。
谢斐	总裁	硕士学历，毕业于英国肯特大学工商管理专业，中国国籍，无永久境外居留权。曾任华数传媒网络有限公司副总裁、盛趣游戏首席执行官，现任世纪华通总裁。
方辉	首席战略官	硕士学历，毕业于北京大学，曾就职于中信证券股份有限公司、腾讯科技公司战略投资部，曾任创梦天地科技有限公司首席战略官，现任世纪华通首席战略官。
钱昊	财务总监	学士学历，毕业于上海交通大学，在财务类专业领域拥有近 20 年工作经验。曾就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股份有限公司财务总监、盛趣游戏（原盛大游戏）财务总监、世纪华通会计机构负责人，现任世纪华通财务总监。
黄怡	副总裁，董事会秘书	硕士学历，毕业于对外经济贸易大学，特许金融分析师持证人，曾就职于德意志银行（中国）有限公司，历任光大证券机构业务总部北京市场部副总经理、机构业务总部战略客户部总经理、战略客户部总经理助理并兼任光大证券团委书记，东方时尚驾驶学校股份有限公司副总经理、董事会秘书，现任世纪华通副总裁、董事会秘书。

资料来源：公司官网，招商证券

2、核心游戏业务欣欣向荣，基本盘稳固助力困境反转

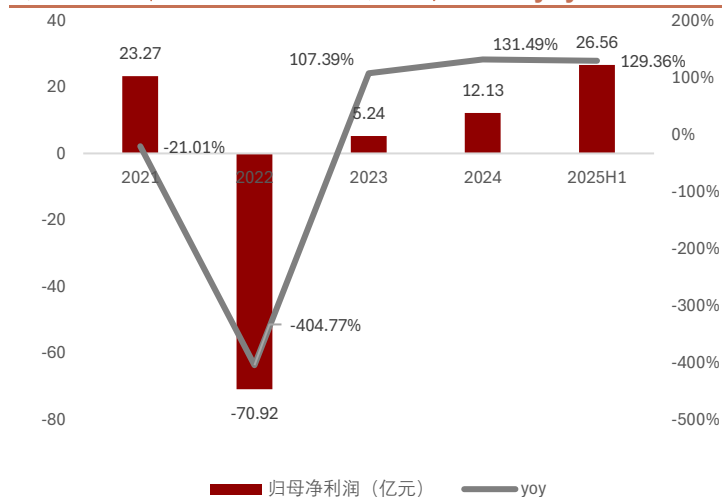
营收利润持续上扬，公司基本面加速脱困。2024 年公司实现营业总收入 226.20 亿元，同比增长 70.27%，归母净利润 12.13 亿元，同比增长 131.51%，连续两年实现翻倍正增长。2025 上半年公司实现营业总收入 172.07 亿元，归母净利润 26.56 亿元，同比增长 85.50%/129.33%，延续了强势的业绩表现。公司近两年业绩增长核心受益于子公司点点互动（Century Games）的业绩迎来成长性爆发，国内及出海游戏业务均有显著增长，截至 2024 年底，其热门作品《Whiteout Survival》的全球累计收入已经突破 17.5 亿美元。此前公司于 2022 年因计提资产减值 65.23 亿元陷入业绩低谷，并于 2024 年因商誉虚假记载等原因收到证监会行政处罚，近年公司经营状况有所改善，营收及利润均有亮眼表现，逐渐摆脱了此前的经营困境。2024 年点点互动营收同比增长 153.6%，2025H1 收入达 129.35 亿元，接近 2024 年全年营收。

图 3：世纪华通 2021-2025H1 营业收入及 yoy



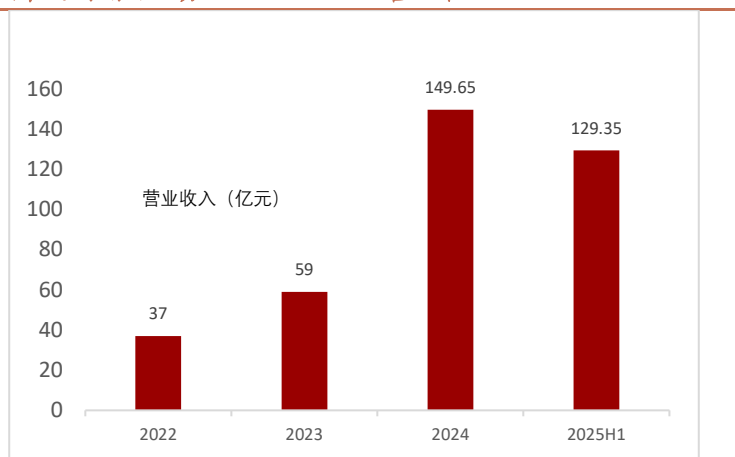
资料来源：公司年报，招商证券

图 4：世纪华通 2021-2025H1 归母净利润及 yoy



资料来源：公司年报，招商证券

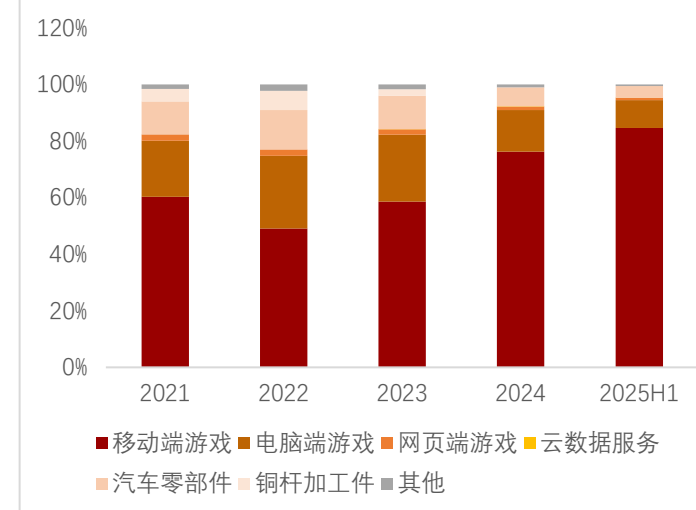
图 5：点点互动 2022-2025H1 营业收入



资料来源：公司年报，招商证券

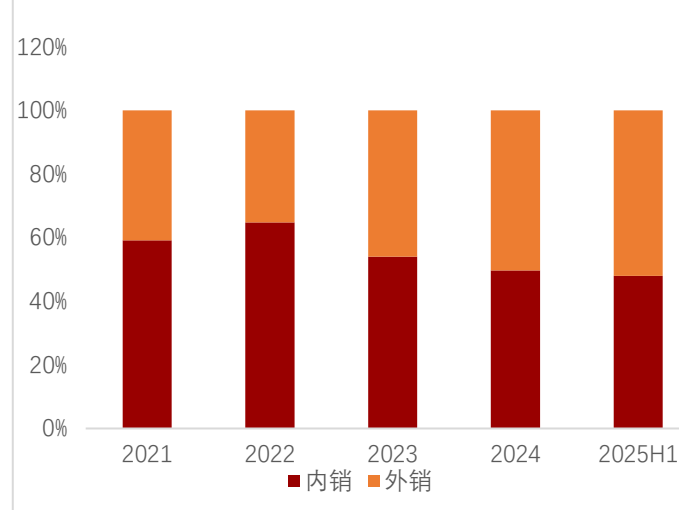
游戏业务为营收绝对主力，内地与海外收入基本持平。按产品类型分，公司营业收入主要由游戏、云数据服务、汽车零部件等部分构成，其中游戏由移动端游戏、电脑端游戏、网页端游戏三部分构成，对于公司营收的贡献最大。2024 年公司游戏业务营业总收入 208.76 亿元，占公司总营收的 92.29%，占比首次超过 90%，延续了此前的上涨趋势，2025 上半年公司游戏业务营业总收入 163.99 亿元，占公司总营收的 95.30%，其余业务合计占比不足一成。在游戏业务中，移动端游戏营收占比最高，网页端游戏最低，2025 上半年移动端、电脑端、网页端游戏分别占公司总营收的 84.70%/9.84%/0.76%，移动端游戏近三年营收占比逐年提升，主要系点点互动（Century Games）旗下《Whiteout Survival》、《KingShot》等手游贡献。公司营收的区域分布相对均衡，2024 年公司内销及外销营收占比分别为 49.70%/50.26%，外销实现营业总收入 113.68 亿元，首次突破百亿，占比首次超越内地，海外业务的战略意义日益凸显。

图 6：公司营业收入结构图——按产品



资料来源：公司年报，招商证券

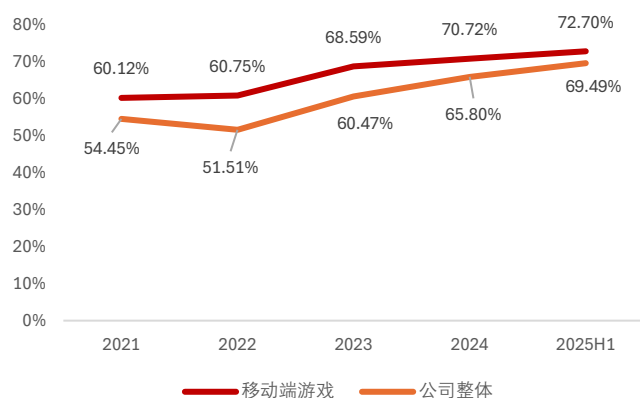
图 7：公司营业收入结构图——按区域



资料来源：公司年报，招商证券

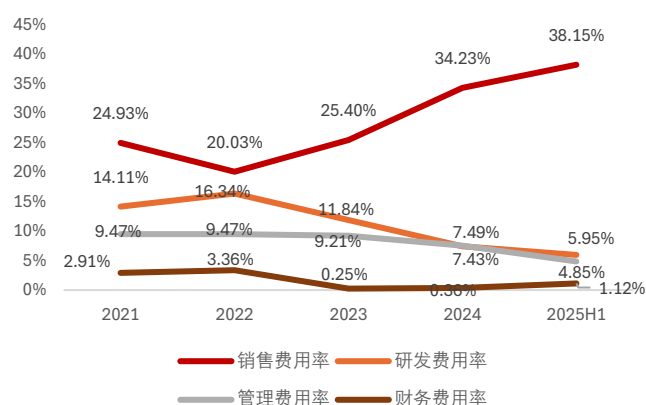
主业毛利率高水位上升，费用管控能力逐渐增强。近年公司毛利率均处于 50% 以上的较高水平，且处在上升区间，2024 年公司综合毛利率 65.80%，2025 上半年综合毛利率 69.50%，主要受益于高毛利游戏业务的牵引，2024/2025 上半年公司移动端游戏毛利率为 70.72%/72.70%，毛利率较高的原因是数字产品边际成本较低，以及公司对于海外研发、发行及运营的掌控度逐渐提升，减少了渠道分成和授权成本。从费用结构看，公司销售费用率持续提升，2025 上半年已达 38.15%，主要源于公司重要游戏产品前期均需要进行大规模买量推广，可为后期的利润空间做铺垫。其余费用管控较好，财务费用率的小幅上扬为 2024 年出现汇兑损失所致。综合而言，公司核心游戏业务已进入收获期，叠加费用管控能力增强，公司近年净利率逐年提升，2024/2025 上半年净利率为 5.36%/15.44%，公司盈利弹性开始显现。

图 8：公司整体及移动端手游毛利率



资料来源：公司年报，招商证券

图 9：公司整体费用率



资料来源：公司年报，招商证券

截至 2025 年中报，公司商誉余额约 120.15 亿元，约占总资产的 29%，较 2024 年年底有所下降。其中，商誉主要来源于点点互动约 38.60 亿元、Actoz Soft 约 1.47 亿元、其他过往游戏资产约 75.33 亿元，云数据业务约 4.76 亿元，整体主要集中在游戏业务板块。目前，公司游戏业务运行良好，核心产品流水表现优秀，对商誉形成了较强支撑，短期商誉减值风险较低。

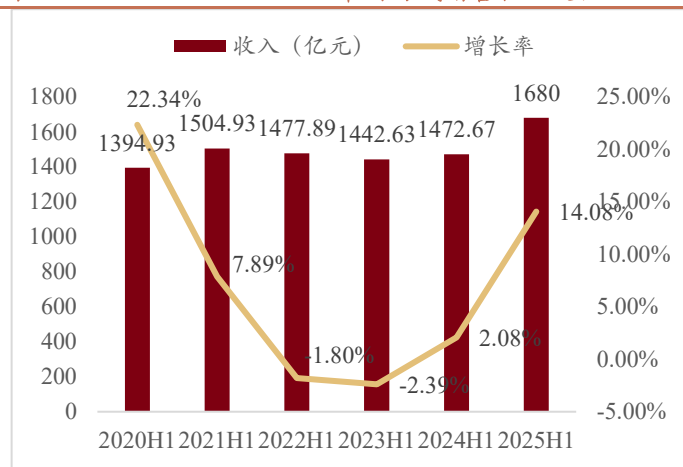
二、游戏行业

1、游戏行业概况

(1) 中国游戏收入及用户创新高，头部产品格局固化

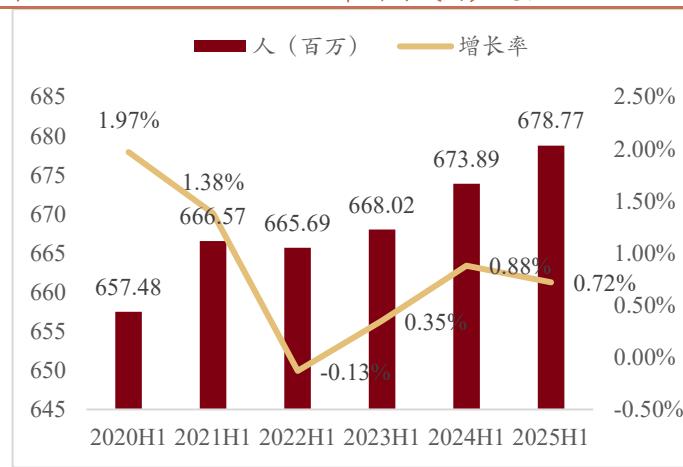
中国游戏销售收入及用户数量达到新高。根据伽马数据的报告，2025 年 1-6 月，国内游戏市场实际销售收入 1680.00 亿元，同比增长 14.08%，相比 2021H1 的高点增长约 11.63%，是近几年来增长速度最快的一年。2025 年 1-6 月，国内游戏用户规模近 6.79 亿，同比增长 0.72%，是近几年来的高点。

图 10： 2020H1 至 2025H1 中国游戏销售收入变化



资料来源：伽马数据、招商证券

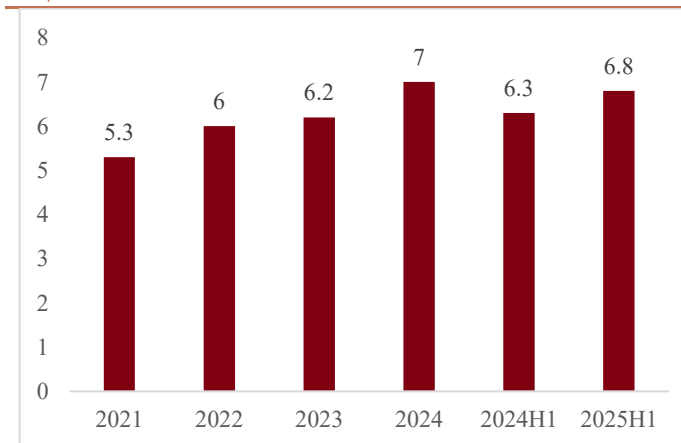
图 11： 2020H1 至 2025H1 中国游戏用户变化



资料来源：伽马数据、招商证券

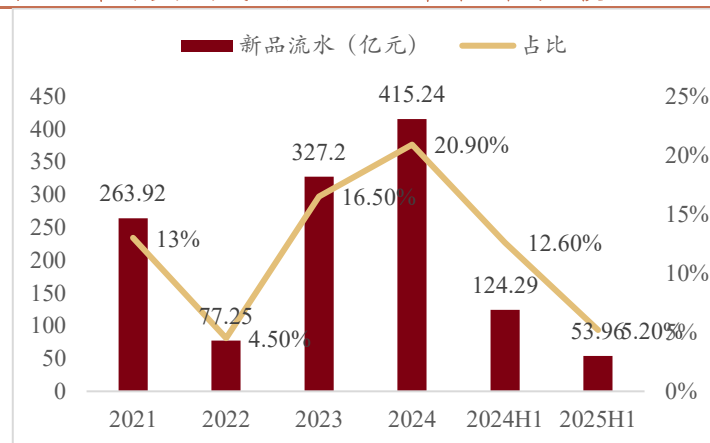
中国游戏市场头部产品格局逐渐固化，市场由长线运营的成熟产品主导。根据伽马数据的报告，流水 TOP100 的游戏产品的平均运营时长呈现增长态势，从 2021 年的 5.3 年增至 2024 年的 7.0 年，2025 年上半年为 6.8 年。这表明中国游戏头部市场由长线运营的成熟产品主导，市场基本盘的集中度和稳定性持续加强。此外，新品在 TOP100 流水中的贡献占比则有下降可能，在 2022 年跌至 4.5% 的低谷后，于 2023 年和 2024 年反弹至 16.5% 和 20.9% 的高位，但 2025 年上半年预计仅为 5.2%。这也显示出头部新品破局存在较大难点。

图 12: 中国游戏产业流水 TOP100 游戏产品平均运营时长 (年)



资料来源: 伽马数据、招商证券

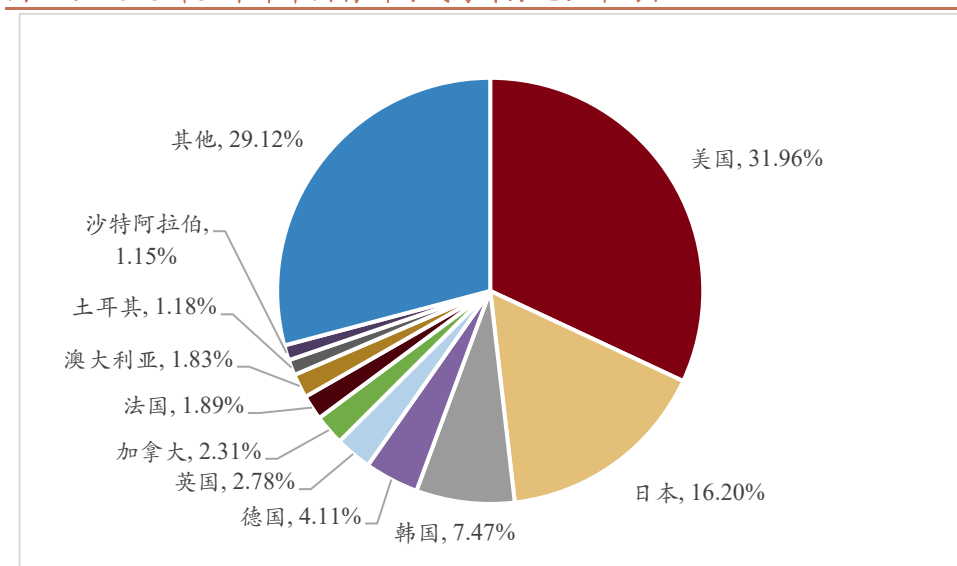
图 13: 中国移动游戏流水 TOP100 中新品市场规模状况



资料来源: 伽马数据、招商证券

中国自主研发游戏的海外主要市场是美国、日本和韩国。根据伽马数据, 2025 年上半年美国仍是中国自研游戏海外的最大市场, 销售收入占比达 31.96% 接近三分之一。日韩分别位列第二位及第三位, 占比为 16.2% 及 7.5%。前三大市场合计收入占比超过 50%, 市场集中度较高。德国、英国、法国三国市场合计占比为 8.78%, 欧洲仍为中国游戏出海重要区域。

图 14: 2025 年上半年中国自研游戏海外分地区市场收入

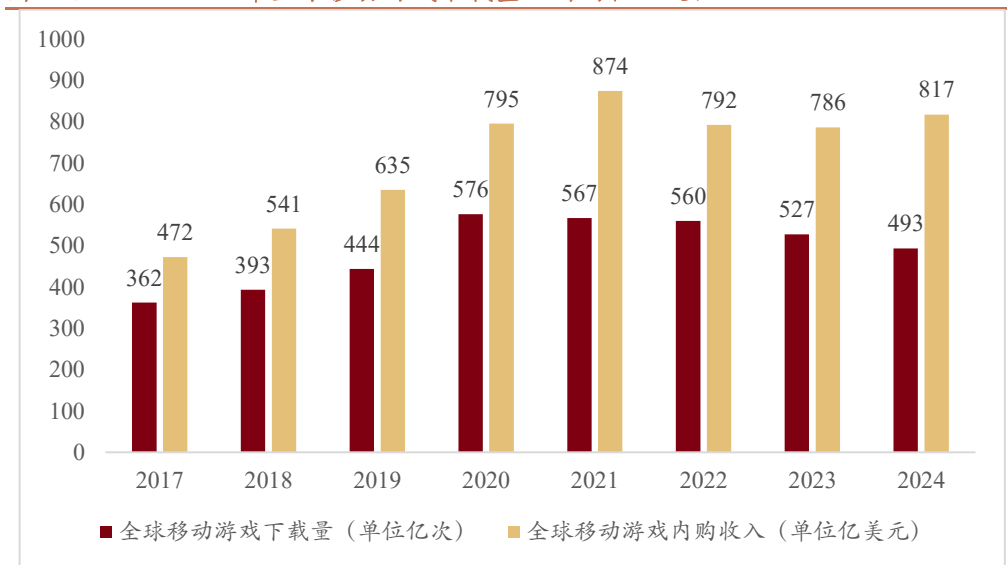


资料来源: 伽马数据、招商证券

(2) 全球移动游戏市场增长由用户数量驱动转变为消费力提升驱动

全球移动游戏市场增长内核转变。根据 Sensor Tower 数据, 全球移动游戏双平台 (IOS+安卓) 下载量自 2020 年以来持续下滑, 从 576 亿人次逐年下降至 2024 年的 493 亿人次。与此同时, 全球移动游戏的收入在 2024 年上升至近三年的高点, 尽管仍距离 2021 年的 874 亿美元存在差距, 但这显示出全球移动游戏市场的变化趋势由用户数量驱动转变为消费力提升驱动。

图 15: 2017-2024 年全球移动游戏下载量及内购收入变化

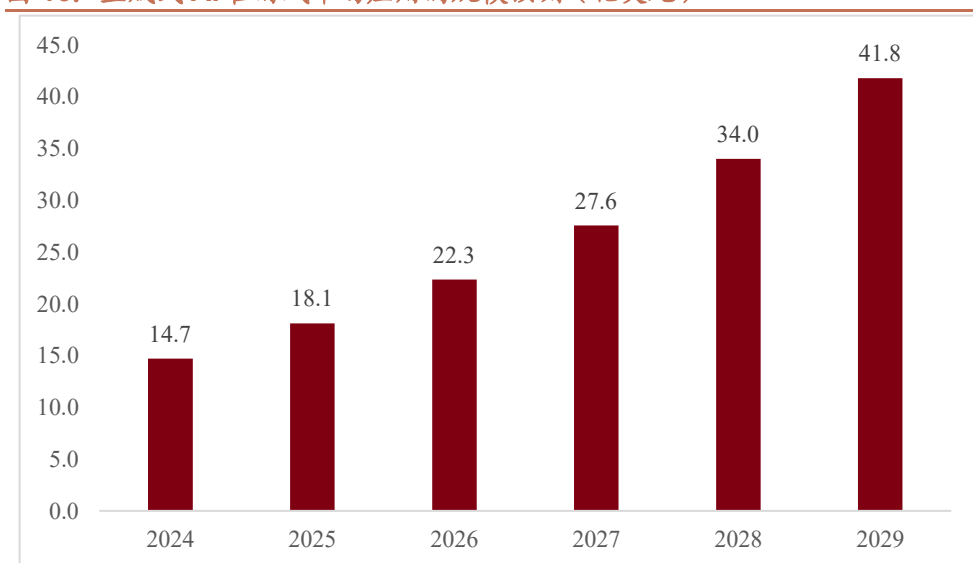


资料来源: Sensor Tower、招商证券

(3) AI 赋能推动游戏创作与玩法更新

AI 技术推动游戏行业的创作与玩法革新。根据 The Business Research Company 测算,生成式 AI 在游戏市场的应用规模正迅速扩张,预计其市场规模将从 2024 年的 15 亿美元增长至 2025 年的 18 亿美元,年均复合增长率高达 22.8%。同时,根据 Game.gg 的调研数据显示,游戏开发者正在多个关键领域中使用人工智能,以提升他们的游戏体验。人工智能应用的前三个领域分别是增强动画效果(46%)、自动化代码编写(37%)以及生成艺术作品和关卡设计(36%)。在日益激烈的市场竞争下,AI 成为厂商实现降本增效、构筑差异化优势的关键工具。

图 16: 生成式 AI 在游戏市场应用的规模预测 (亿美元)



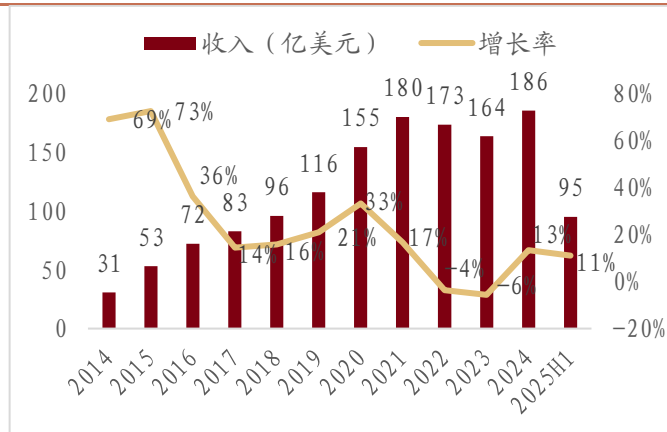
资料来源: The Business Research Company、招商证券

2、游戏出海实力强劲，助力文化强国建设

（1）中国游戏出海实力强劲

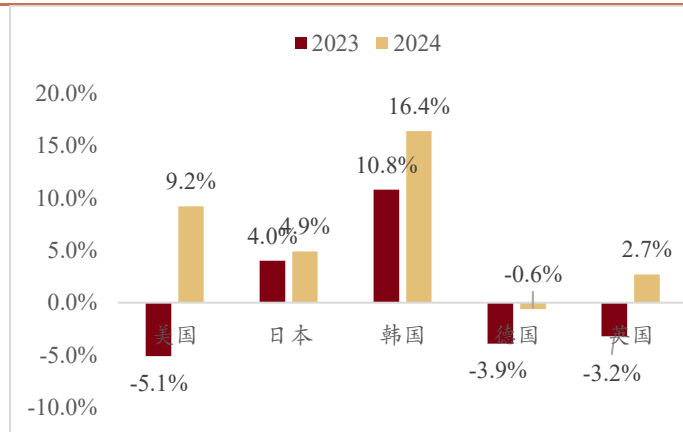
自研游戏出海收入增长。根据伽马数据，2014年至2021年中国自研游戏海外收入始终保持10%以上的增长，随着2022年至2023年的短暂回调，自研游戏海外收入于2024年再创新高达186亿美元，同比增长13%，较2021年高点增长3%。2025年上半年延续了2024年的整体增长趋势，上半年自研游戏的海外收入达95亿美元，同比增长11%，全年自研游戏海外收入有望持续增长。分地区来看，根据伽马数据，2024年中国出海游戏在主要出海地区表现良好。美国和英国游戏市场收入由负转正，增幅分别为14.3pct和5.9pct，日本、韩国增速提升明显，德国市场企稳，负增长态势好转。

图 17：中国自研游戏海外收入趋势



资料来源：伽马数据、招商证券

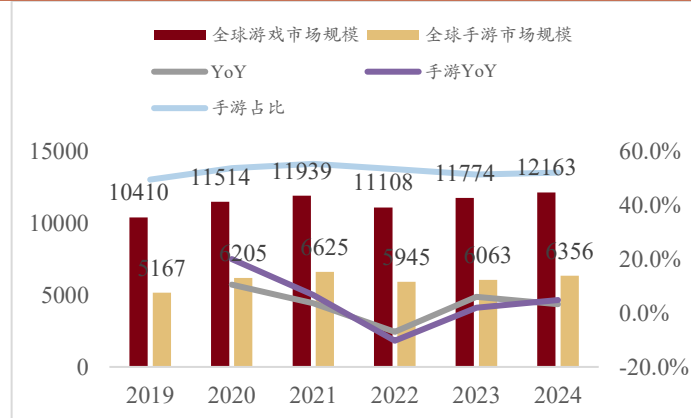
图 18：中国出海手游重要地区收入同比增长率



资料来源：伽马数据、招商证券

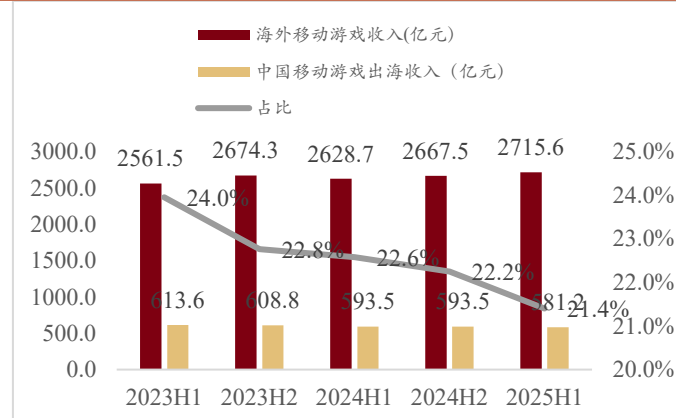
全球游戏市场企稳回升，移动游戏收入占比维持高位。全球游戏市场以及其中手游市场的规模在经历了2022年的下滑之后，于2023年企稳，并于2024年持续增长，同比分别增长3%、5%，手游占比自2019年来维持在50-55%左右。海外手游市场方面，根据点点数据，尽管自2023H1开始中国移动游戏出海收入占全球移动游戏的份额持续降低，但依然维持在21%以上，占据全球移动游戏市场的五分之一，且收入规模未出现明显下滑。

图 19：全球游戏及手游市场规模



资料来源：伽马数据、招商证券

图 20：海外手游市场规模及中国手游出海市占率

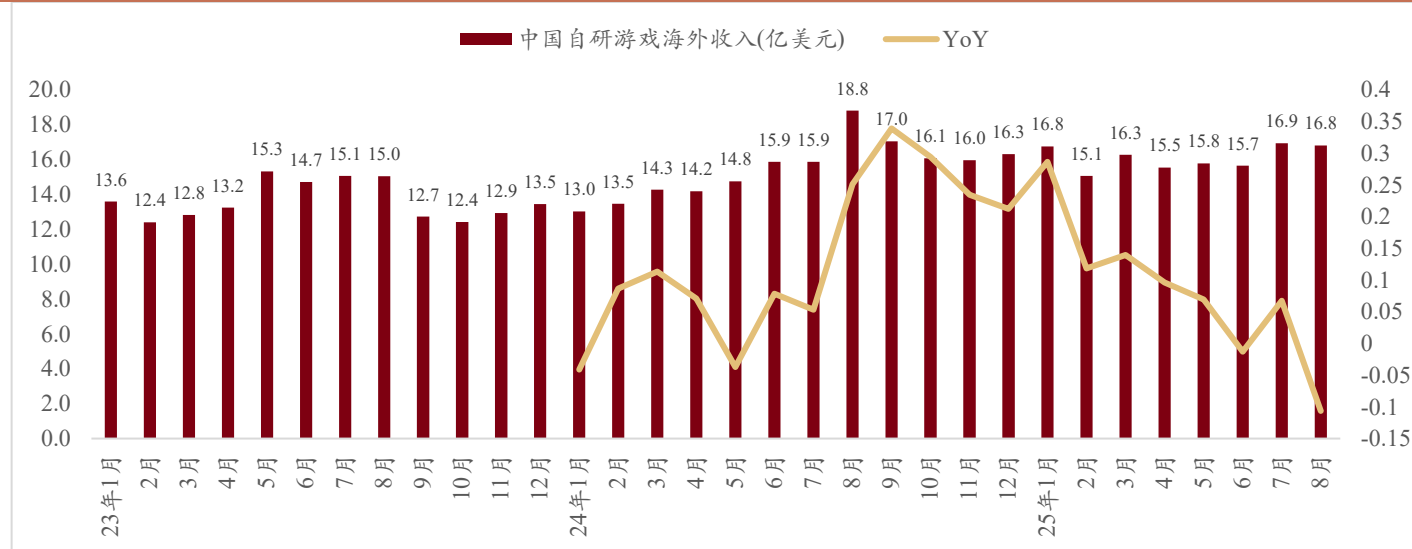


资料来源：点点数据、招商证券

（2）《黑神话：悟空》热度空前，成功破圈引领游戏出海

《黑神话：悟空》的破圈引领游戏出海。游戏科学公司开发的西游题材单机动作角色扮演游戏《黑神话：悟空》于 2024 年 8 月 20 日上午 10 点全球同步上线，登陆 PS5 / STEAM / WEGAME 等主流平台。该游戏不仅在国内获得玩家广泛好评，更是在国际市场上取得了显著成绩。其优秀的美术视听表现、富有深度的剧情和角色塑造、新颖的玩法收获了海内外一致好评。当月，中国自研游戏海外市场收入升至创纪录的 18.8 亿美元，这一数据显著高于历史同期水平，同时也引领了后续的增长。

图 21：中国自研游戏月度海外收入变化



资料来源：伽马数据、招商证券

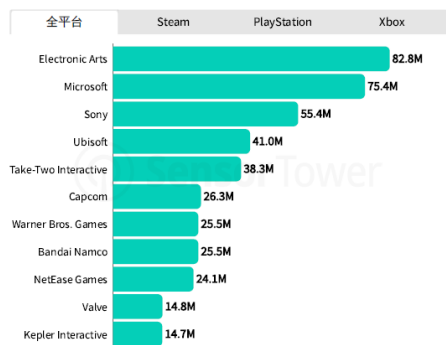
（3）中国 SLG 品类出海保持强劲势头

全球 PC 和主机市场红海市场，使得中国游戏公司选择了移动游戏作为出海的主

赛道。根据 sensor tower 数据，截至 2025 年 8 月，全球 PC/主机游戏由索尼、微软、任天堂以及动视暴雪、EA 等国际巨头牢牢把控。艺电（EA）旗下游戏组合的下载量达到 8,280 万；微软紧随其后，下载量为 7,540 万，这主要得益于其强大的 Xbox 生态系统与 Game Pass 的深度整合。索尼则以 5,540 万的下载量排名第三，其丰富内容源自其多元化的工作室生态系统。从平台主导地位来看，微软和索尼的第一方游戏分别在 Xbox 和 PlayStation 平台下载量上占据绝对领先地位。

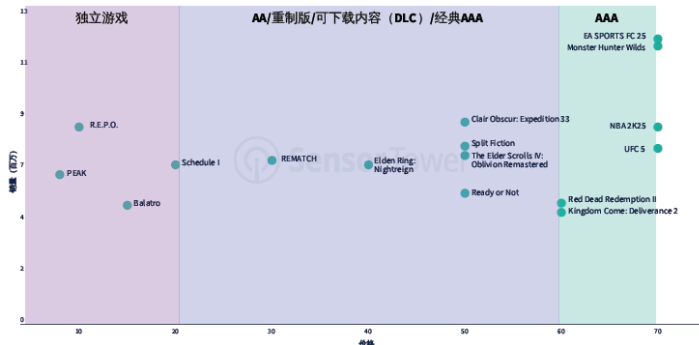
从价格与销量排行上来看，榜单几乎被传统巨头的知名 IP 和成熟的商业策略所占据，而其中缺少中国游戏的身影。《EA SPORTS FC 25》今年已售出 1,200 万份。在跻身销量榜前列的游戏中，《怪物猎人：荒野》是唯一一款非体育类 AAA 游戏，而《NBA 2K25》和《UFC 5》的排名同样靠前。这些游戏无一例外都来自拥有强大品牌效应和粉丝基础的国际大厂。即便是中量级（AA 级）市场，竞争也异常激烈。迄今为止，开普勒互动的《光与影：33 号远征队》凭借其广泛赞誉成为今年的 AA 级赢家。艺电的合作冒险游戏《Split Fiction》紧随其后。

图 22：2025 年全球各发行商 PC/主机游戏下载量



资料来源：sensor tower、招商证券

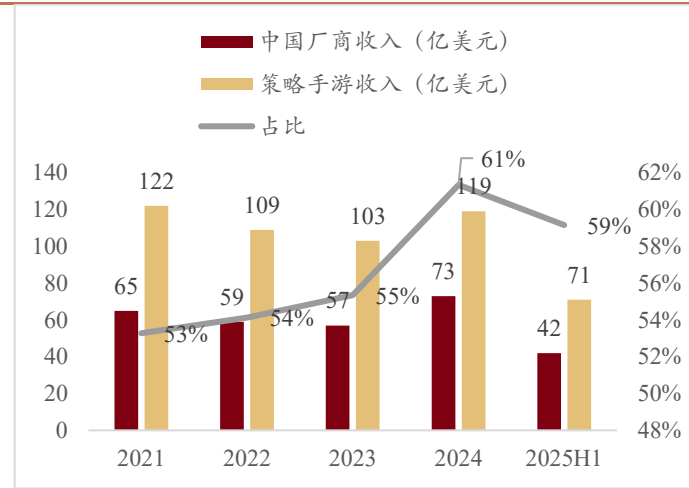
图 23：2025 年全球 PC/主机游戏销量与价格排行榜



资料来源：sensor tower、招商证券

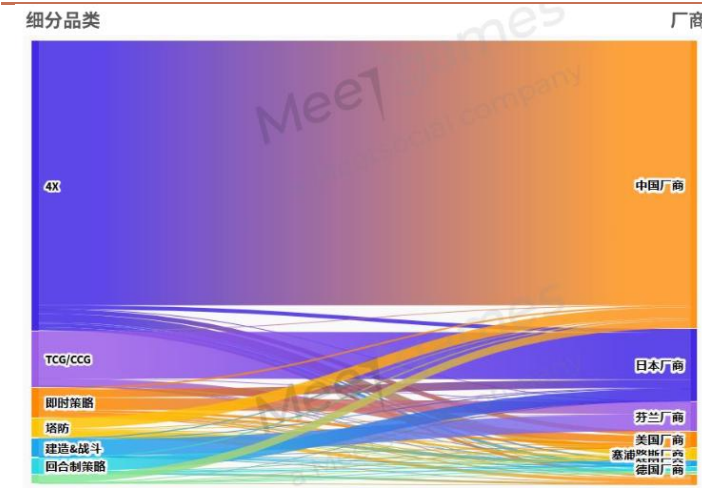
中国厂商之所以能在海外 SLG 市场取得突破，关键在于采取了与主流市场不同的差异化竞争策略。面对 PC 和主机市场的红海，中国在移动游戏的研发、运营和商业化模式上积累了丰富经验。SLG 游戏凭借其高用户价值和长生命周期的特点，成为了中国厂商在海外掘金的利器。SLG 游戏，特别是 4X 行军战斗类（eXplore, eXpand, eXploit, eXterminate），玩法深度高，社交联盟属性强，用户一旦融入很难迁移。这为厂商构建了坚实的竞争壁垒。头部 SLG 产品通常由运营超过 3 年的老牌游戏主导，显示出极强的生命力。根据飞书深诺的数据，中国厂商海外 SLG 手游市场份额达到 60%，且在关键品类 4X 中占据头部地位。一批优秀的国产 SLG 手游，如点点互动的《Whiteout Survival》等，在全球市场取得了巨大成功。

图 24：2025 年全球各发行商 PC/主机游戏下载量



资料来源：飞书深诺、招商证券

图 25：2025H1 策略手游收入分布及流向



资料来源：飞书深诺、招商证券

在手游出海收入榜单 TOP30 中，中国 SLG 游戏占据了重要比例。根据 sensor tower 的最新榜单数据，至少有 10 款为 SLG 或融合 SLG 元素的游戏。其中，点点互动的《Whiteout Survival》在 2024 年及最新榜单中持续稳居海外收入榜首位。此外，点点互动“环游世界+美食烹饪”题材合成手游《Tasty Travels: MergeGame》保持强劲增长势头，2025 年 9 月收入环比涨 26%，跃升至增长榜第 9 名，同时在收入榜排名提升 4 位至第 19 名。

图 26：2024 年中国手游海外收入 TOP30



资料来源：sensor tower、招商证券

图 27：2025 年 9 月中国手游海外收入 TOP30



资料来源：sensor tower、招商证券

3、SLG 品类游戏收入表现亮眼

(1) SLG 移动游戏发展进入以用户体验为本的时代

我们观察到自 2024 年以来，SLG 手游赛道的核心逻辑已发生关键迭代，从过往依赖题材和美术的差异化，转向以用户体验为本的产品力差异。具体而言表现在以下两个方面：1) SLG 的玩法角色正从前台转向后台。过去，SLG 是游戏的核心玩法框架，决定了用户的基础体验。而现在，它更多地被定位为支撑长线留存和商业化深度的后端系统，前置于更具大众吸引力的休闲或主题化玩法之后。2) 针对存量市场的游戏轻量化已成大势。在竞争白热化的背景下，用户对 ROI 的敏感度持续提升。以《三国：谋定天下》为代表的新一代产品，通过优化赛季循环机制、革新商业化模型等方式，旨在重塑付费生态，吸引并承接对传统 SLG 重度玩法存在顾虑的增量用户。

图 28：中国 SLG 移动游戏发展历程

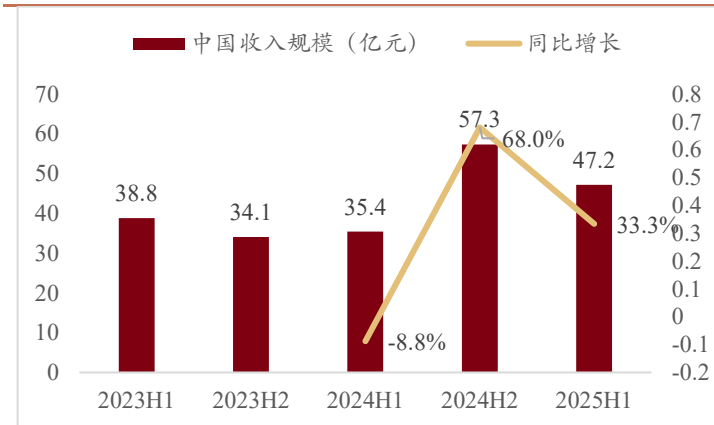


资料来源：点点数据，招商证券

(2) 国内市场弹性凸显，海外大盘稳健扩张

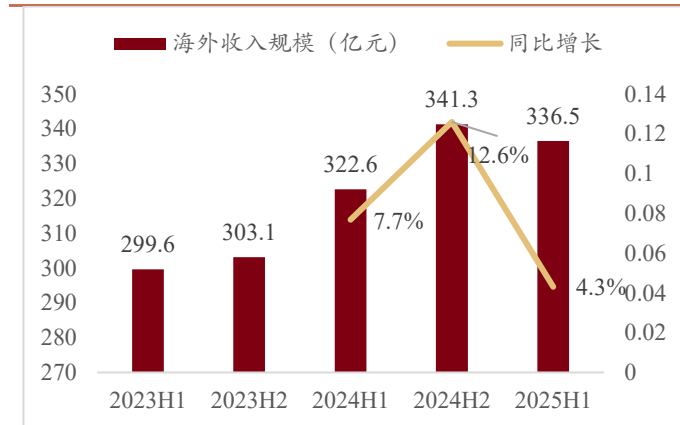
国内市场在经历短暂调整后，展现出强劲的增长弹性。根据点点数据，国内 SLG 市场收入在 2024 年上半年同比下滑 8.8%，但随即在下半年迎来 68.0% 的爆发式同比增长，并在 2025 年上半年延续了 33.3% 的高增长态势。与此同时，SLG 移动游戏收入增长步调稳健，从 2024H1 至 2024H2 实现了 7.7% 至 12.6% 的平稳同比增长。诸如《无尽冬日》(Whiteout Survival) 等出海产品持续刷新收入记录，印证了中国厂商在全球 SLG 市场的强大竞争力。

图 29：中国 SLG 移动游戏收入规模



资料来源：点点数据、招商证券

图 30：海外 SLG 移动游戏收入规模



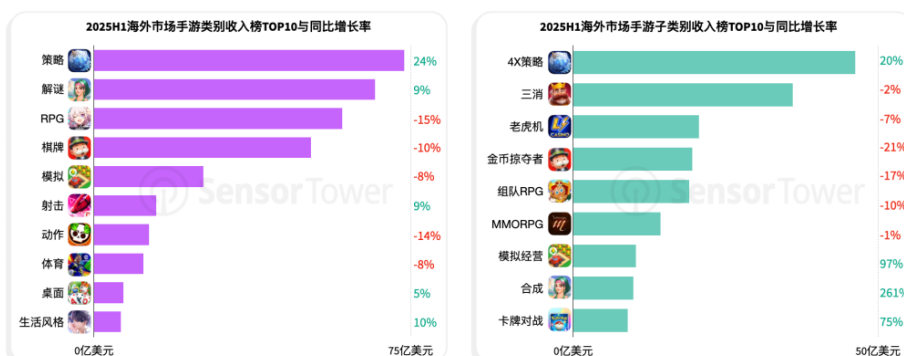
资料来源：点点数据、招商证券

根据 Sensor Tower 数据，2025 年上半年，策略手游收入同比提升 24% 达 74 亿美元，成为海外手游收入最高的品类。4X 策略手游收入提升 20% 超过 46 亿美元，领跑海外游戏子品类收入榜。同时模拟经营、合成、卡牌对战等子品类收入激增 97%、261% 和 75%。

图 31：2025 年上半年海外各品类移动游戏收入

4X 策略、模拟经营、合成与卡牌对战等子品类手游海外吸金力飙升

数据来源：Sensor Tower 游戏洞察



2025 年上半年，策略手游收入增长显著，同比提升 24% 达 74 亿美元，成为海外手游收入最高的品类。同时解谜、射击和生活风格类手游也有不俗的增长表现。

4X 策略手游收入提升 20% 超过 46 亿美元，领跑海外游戏子品类收入榜。同时模拟经营、合成、卡牌对战等子品类收入激增 97%、261% 和 75%，展现了海外玩家对休闲玩法日益增长的热情。

© Sensor Tower - All Rights Reserved

14

资料来源：sensor tower、招商证券

4、情绪价值与女性向游戏为行业带来新增长

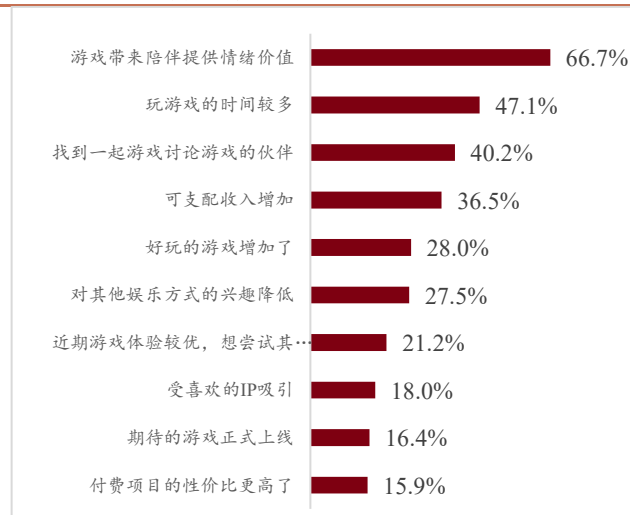
（1）游戏产品提供情绪价值，游戏行业新消费属性凸显

游戏行业作为情绪价值提供者的消费属性正日益凸显，并成为驱动用户付费的核心动因。根据伽马数据的《2025 中国游戏产业趋势及潜力分析报告》，在探究游戏消费上升的主要原因时，“游戏带来陪伴、提供情绪价值”以 66.7% 的超高比例位居首位，其重要性远超过“可支配收入增加”（36.5%）和“好玩的游戏增加了”（28.0%）等传统认知中的关键因素。同时，“找到一起游戏的伙伴”（40.2%）

敬请阅读末页的重要说明

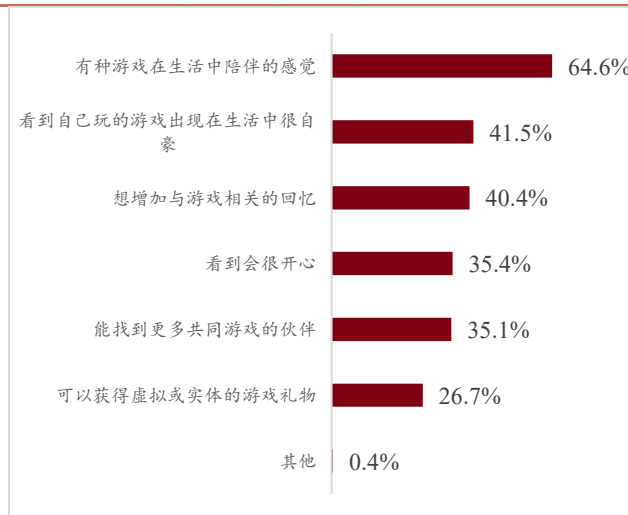
也成为重要驱动力，这进一步印证了游戏在社交链接与情感满足层面的核心价值。这种情感需求也延伸至游戏之外的日常生活场景，当被问及为何希望在生活中看到游戏内容时，高达 64.6% 的用户表示这能带来“游戏在生活中陪伴的感觉”，而“看到自己玩的游戏出现在生活中很自豪”（41.5%）和“想增加与游戏相关的回忆”（40.4%）等选项也获得了高比例支持。这表明游戏消费已深度绑定于玩家的情感与社交需求，游戏正从单纯的娱乐产品，演变为承载用户身份认同、社交关系和情感寄托的新型消费载体。

图 32：游戏消费上升原因



资料来源：伽马数据、招商证券

图 33：为什么希望在日常生活中看到游戏内容

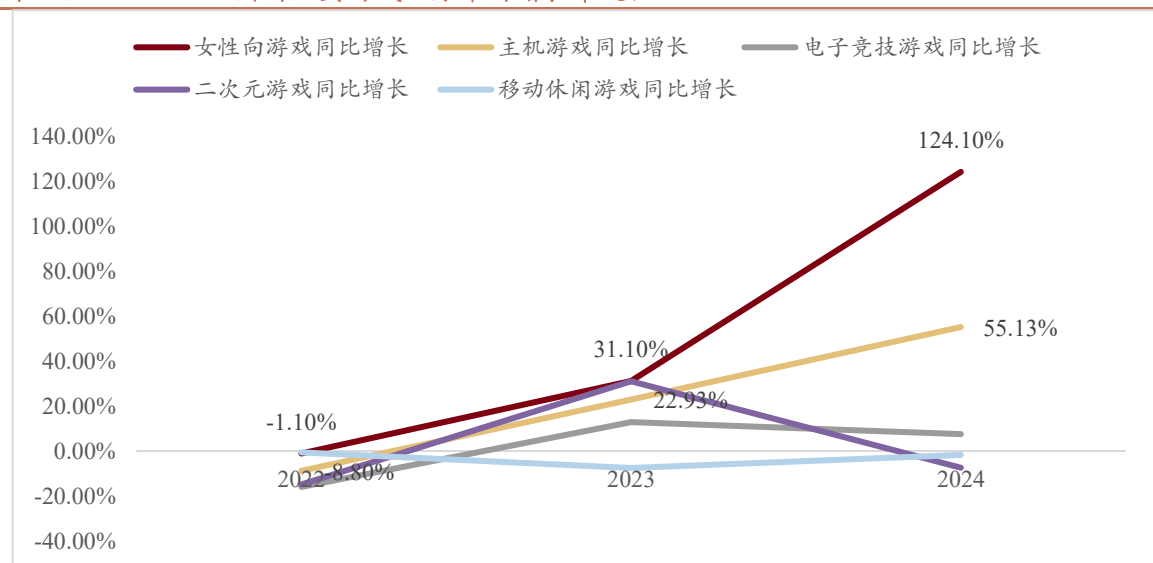


资料来源：伽马数据、招商证券

（2）女性向游戏发展带来行业新增量

女性游戏玩家数量迅速增长。根据中国互联网络信息中心第 56 次中国互联网络发展状况统计报告，截至 2025 年 6 月，女性在网络游戏用户中的占比为 48.0%，较 2024 年底提升 3.1 个百分点，上升趋势明显；尤其在手机游戏领域，女性玩家已成为主力军之一。同时，根据伽马数据，2024 年女性向游戏的市场规模达到 80 亿元，增长率达到 124.1%，增速远超整体市场。这一数据清晰地表明，国产女性向游戏已经从过去的补充性角色，转变为当前游戏行业最具活力的增长产品，其用户价值和空间正在被深度挖掘和释放。巨人网络自研的《超自然行动组》是展现这一趋势的现象级产品。这款于 2025 年 1 月上线的游戏，凭借“中式微恐+多人合作”的差异化玩法迅速打开市场，7 月同时在线人数已突破 100 万。

图 34：2022-2024 国内主要游戏细分市场增长率变化



资料来源：伽马数据、招商证券

女性向游戏通过角色塑造满足玩家的情感需求。根据点点数据，2025 年 9 月女性向游戏《恋与深空》和《光与夜之恋》分别收入 8774 万元与 2332 万元位列 IOS 端女性向游戏前两名。以《恋与深空》和《光与夜之恋》为代表的头部女性向游戏，其能够实现长线运营并保持高热度，核心依赖于强大的 IP 影响力和深入人心的角色塑造。《光与夜之恋》通过近 200 万字的主线剧情和每位男主超百万字的个人剧情，成功塑造了与玩家产生共鸣的角色。《恋与深空》则利用全方位的 3D 建模技术，通过第一视角剧情演绎和高自由度的互动，增强了玩家的代入感。QuestMobile 数据显示，《恋与深空》活跃率达 64.8%，远超行业平均水平。

图 35：光与夜之恋游戏特色



资料来源：光与夜之恋游戏官网、招商证券

图 36：恋与深空游戏特色



资料来源：恋与深空游戏官网、招商证券

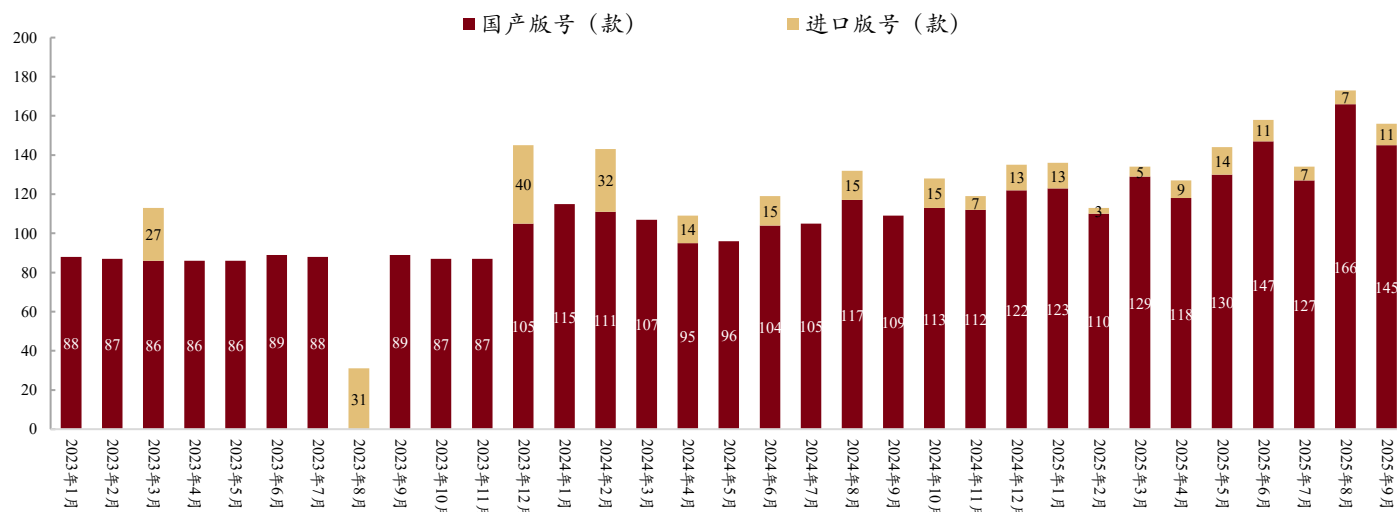
5、版号发放常态化、文化出海政策迎来利好

(1) 版号发放常态化且稳定增长

近三年来版号发放总体呈现常态化、稳步增长的态势。2023 年全年国产版号基

本稳定在每月 80-90 款区间，少数月份突破百款，进口版号则在 3 月、8 月、12 月等月份有集中审批；进入 2024 年后，国产版号数量普遍超过百款，显示出明显扩容趋势，进口版号也于 2 月、4 月、6 月等月份实现批量发放；2025 年进一步延续扩量态势，国产版号于 6 月、8 月等月份升至逾 140-160 款水平，进口版号也在月度零星发放的基础上，于个别月份（5 月、9 月）攀升至两位数。连续且有节奏的版号发放不仅为国内游戏产业提供更充分的产品供给，也为产品引进夯实了政策基础。

图 37：2023 年-2025 年 9 月版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署、招商证券

（2）从规范发展到数字消费战略支持

游戏行业的政策环境在近年经历了转变，总体基调从过往的规范与引导转向鼓励与支持。

政策演进路径清晰地显示，在 2019 至 2021 年间，监管重心主要聚焦于未成年人保护与防沉迷体系的构建。这一阶段以 2019 年《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》为起点，初步建立了实名制、时长与付费限制的框架。至 2021 年，国家新闻出版署发布《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，出台了被誉为“史上最严”的防沉迷新规，将未成年人游戏时间压缩至每周 3 小时，从供给侧彻底切断了未成年人沉迷游戏的可能，为行业健康发展划定了明确的底线。

而进入 2025 年，政策风向发生了标志性变化。国家层面首次将游戏产业的战略价值提升至新高度，视其为数字消费的重要组成部分和前沿科技的关键应用场景。尤其值得关注的是，对游戏出海的支持从宏观号召转向了具体的产业布局指导，彰显了国家将游戏作为文化出海核心载体的战略决心。

图 38：近年来关键政策的梳理与原文呈现

发布时间	发布部门	政策/文件名称	核心内容摘录
2019年11月	国家新闻出版署	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	实行网络游戏用户账号实名注册制度。严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长。每日22时至次日8时，网络游戏企业不得以任何形式为未成年人提供游戏服务。规范向未成年人提供付费服务。切实加强行业监管等。
2021年8月	国家新闻出版署	《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间。自本通知施行之日起，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20时至21时向未成年人提供1小时网络游戏服务，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务。
2025年3月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》	强化消费品牌引领。聚焦商贸、物流、文旅等服务领域，分类制定提升服务品质政策，打造更多中国服务品牌。将中华优秀传统文化融入产品设计，支持开发原创知识产权（IP）品牌，促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费，开拓国货“潮品”国内外增量市场。
2025年4月	商务部	《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》	发展游戏出海业务，拓展应用场景，布局从IP打造到游戏制作、发行、海外运营的产业链条。
2025年5月	商务部、中央宣传部、文化和旅游部、广电总局	《2025-2026年度国家文化出口重点企业和重点项目目录》	将腾讯、网易、米哈游等98家游戏相关企业和《原神》《恋与深空》《明日方舟》《永劫无间》等15款游戏产品纳入国家级重点支持名单。

资料来源：政府官网、招商证券

三、公司业务分析

1、公司旗下的游戏布局及 IP 储备

公司游戏业务主要由点点互动与盛趣游戏两大主体构成。1）点点互动专注于海外市场的游戏研发与发行，公司产品覆盖美国、欧洲、中东及亚洲等主要地区，形成较为完善的全球化布局。其核心产品《Whiteout Survival》和《Kingshot》表现亮眼，二者长期位居全球收入榜与微信小程序排行榜前列。2）盛趣游戏聚焦国内市场，持续推进端游产品向手游转化，聚焦《传奇》系列、《龙之谷》系列等经典 IP 的焕新与长线运营。此外，公司还持有天游软件与七酷网络两家公司，前者主要从事体育竞技类网络游戏的研发与运营，代表作品为《街头篮球》，后者已基本整合入盛趣游戏体系。

凭借丰富的自有与授权 IP 储备，公司已形成涵盖 SLG、MMO、RPG、放置、休闲及模拟经营等多品类的产品格局。现有产品方面，点点互动旗下拥有《Whiteout Survival》、《Kingshot》、《Frozen City》、《Truck Star》、《Tasty Travels: Merge Game》等多款全球畅销作品，其中《Whiteout Survival》《Kingshot》表现最为突出，长期位居全球手游收入榜及微信小游戏榜前列；合成类手游《Tasty Travels: Merge Game》收入增长迅速，跃升至中国手游海外收入增长榜第9。盛趣游戏则以《热血传奇》《传奇世界》《龙之谷》《永恒之塔》《冒险岛》《最终幻想 14》等经典 IP 为核心，持续推出《传奇新百区—盟重神兵》《龙之谷世界》《辐射：避难所 Online》《庆余年》等高口碑产品。

在新游方面，公司积极拓展新品类与多端互通方向，2025 年上半年盛趣游戏推出放置 RPG 手游《云海之下》，MMO 动作手游《龙之谷世界》。此外，生存类

新作《饥困荒野》，多端互通项目《大航海时代：起源》正处于测试阶段。点点互动方面，《Kingshot》国内版本《奔奔王国》于8月底上线微信小程序，上线首月便高居微信小程序排行榜22名，有望进一步夯实公司在“SLG+X”的领先优势。

表 3：世纪华通游戏业务主要 IP 矩阵

游戏名称	发行时间	游戏品类	隶属公司
《Dragonscapes Adventure》 (飞龙岛历险记)	2020	模拟经营-宠物题材 手游	点点互动
《Family Farm Adventure》 (菲菲大冒险)	2021	模拟经营-农场+RPG 手游	点点互动
《Frozen City》 (冰封时代)	2022	SLG+模拟经营+冰雪生存 手游	点点互动
《Whiteout Survival》 (无尽冬日)	2023	SLG+模拟经营+冰雪生存 手游	点点互动
《Truck Star》 (消消闯天下)	2024	休闲解谜-消除 手游	点点互动
《Tasty Travels: Merge Game》	2024	合成+模拟经营+美食 手游	点点互动
《Kingshot》 (奔奔王国)	2025	SLG+中世纪战争 手游	点点互动
《热血传奇》	2001	MMORPG 端游	盛趣游戏
《传奇世界》	2003	MMORPG 端游	盛趣游戏
《龙之谷》	2010	MMORPG-动作格斗 端游	盛趣游戏
《冒险岛》	2012	MMORPG 端游	盛趣游戏
《辐射：避难所 Online》	2019	模拟经营 手游	盛趣游戏
《龙之谷世界》	2025	MMORPG-动作格斗 手游	盛趣游戏
《云海之下》	2025	放置 RPG 手游	盛趣游戏

资料来源：点点互动公众号，公司年报，招商证券

2、点点互动：自研体系成熟，双爆款驱动增长

(1)公司的游戏方法论：锚定“SLG+”融合路线，以强买量+ Evolving 投放构筑增长壁垒。

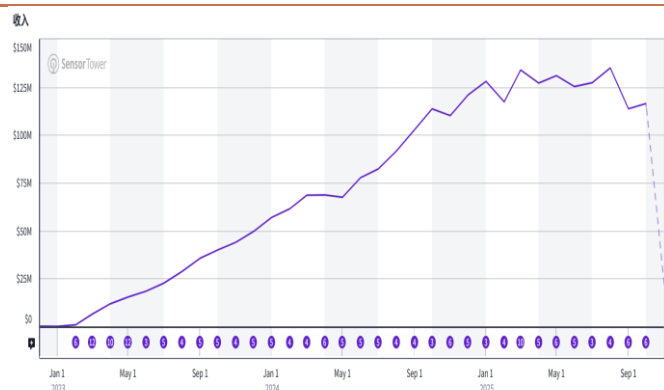
回顾点点互动的发展路径，公司业绩的提升并非来源于单款产品的偶然走红，而是建立在较为成熟的产品设计与精细化投放策略之上。在产品端，公司敏锐洞察用户上网时间碎片化趋势，锚定“SLG+休闲”融合路线：一方面借助 SLG 品类生

命周期长、深度留存强的特性，形成稳定营收基础；另一方面叠加轻量化玩法降低入门门槛、扩大受众覆盖面。在投放侧，公司将大规模买量与 Evolving 进化式投放相结合，先以轻量化素材吸引广泛用户入池，随后在向重度 SLG 玩法过渡的过程中，以玩法引导和行为数据分层完成高价值用户的筛选与沉淀。旗下产品《无尽冬日》的成功已充分验证该策略的有效性。

公司随后将该打法复制至新游《奔奔王国》（SLG+中世纪塔防）并再次取得爆款表现，进一步确认了该方法论的可复用性。同时，由于该模式对资金实力与运营经验要求较高，构筑了较强的竞争壁垒，难以被同行简单复制，已成为公司成长性的重要护城河。

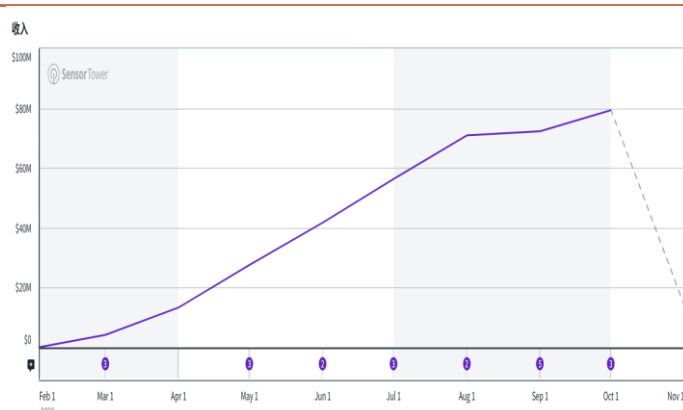
从流水表现来看，公司产品矩阵正呈现“头部稳态 + 新品放量 + 新线起势”的多层次增长格局。核心产品《无尽冬日》自 2023 年 2 月上线以来海外累计流水已超过 26 亿美元，2025 年以来月流水增长速度逐步放缓，并稳定在约 1.2 亿美元，具备较长生命周期；新增爆款产品《奔奔王国》于 2025 年 2 月推出后快速放量，目前月流水已经突破 8000w 美元，放量速度显著快于同阶段的《无尽冬日》，进一步验证“SLG+X”路线的可复制性；合成类游戏《Tasty Travels: Merge Game》上线后长期处于低流水运行，但自 2025 年 4 月起经过一系列的版本更新与买量推广，逐渐进入加速增长阶段，在七个月内月流水由不足 10 万美元突破至约 1000 万美元，且增速仍在提升中，有望成长为公司在合成经营赛道的新增长极。

图 39: 《无尽冬日》月流水表现



资料来源: Sensor Tower, 招商证券

图 40: 《奔奔王国》月流水表现



资料来源: Sensor Tower, 招商证券

图 41: 《Tasty Travels: Merge Game》月流水表现



资料来源: Sensor Tower, 招商证券

公司以休闲社交起家，团队拥有深厚的海外发行经验。点点互动成立于2010年，早期专注于休闲社交类网页游戏，在 Facebook 等海外社交平台推出《Family Farm》《Royal Story》等畅销产品，凭借轻量化玩法与社交传播机制在欧美市场取得广泛成功。公司早期以发行与运营为核心，在产品出海过程中对不同地区玩家的文化背景、游戏偏好及市场格局形成深入理解，不断完善本地化运营体系与海外市场推广能力，建立了覆盖欧美、中东及东南亚等主要市场的全球化发行网络，拥有广阔的海外渠道。随后公司进一步拓展中重度产品线，2016 年代理发行《阿瓦隆之王》与《火枪纪元》两款 SLG 精品，在全球多个国家和地区畅销榜中长期位列前列。这两款产品的成功帮助公司拓展了 SLG 品类认知，深入了解核心玩家生态，积累了 SLG 赛道的发行与运营能力，为后续《无尽冬日》《奔奔王国》的成功奠定了坚实基础。截至目前，公司业务版图已广泛覆盖全球多个国家和地区，并与国际知名游戏社交平台建立了长期稳定的深度合作关系。已经在欧美、日韩等重点市场设立本地团队，负责社区运营、用户反馈收集及活动策划，打造长线运营与本地化快速迭代能力。

Harvest your own fruits and veggies!

多品类试验驱动能力积累，研发体系与创新实力不断提升。自 2019 年起，公司逐步由“海外代理发行”向“自研+自发”模式转型，聚焦“大休闲、大 RPG 与创新 SLG”三大长线赛道，通过多品类试验与快速验证不断夯实研发能力。这一阶段，公司以“品类微创新”为核心策略，推进小体量、高频次的产品测试，在题材、机制及付费体系等维度进行多轮验证，逐步确立以数据反馈为核心的产品迭代机制。正如 CEO 陈琦所言：“通过非常快的开发节奏，我们得以熟悉自己的方向和能力圈，了解自己的边界，并根据市场反馈做出最优调整。”在该理念指导下，公司先后推出《Family Farm Adventure》《Frozen City》《Truck Star》《Idle Mafia》等大量原创产品，覆盖休闲、策略及放置赛道，积累了大量真实数据与跨品类研发经验。此外，公司研发体系采用扁平化工作室架构，各团队均具备“研发—发行—市场”一体化能力，能够实现高效决策与敏捷试错。

图 43：点点互动发展历程



资料来源：公司官网，招商证券

（3）“SLG+X”创新带动双爆款，深耕长青赛道具备卡位优势

公司凭借体系化研发能力与持续强化的内容创新，于 2023 年推出首个现象级产品《无尽冬日》，开创“SLG+X”融合创新模式。该产品以“SLG+生存建造”的差异化设计，突破传统 SLG 战争与奇幻题材限制，在核心 SLG 框架中融入冰雪生存与模拟经营要素，形成独特的沉浸体验。游戏前期玩家需在极寒环境下进行资源收集与基地建设，以放置经营与轻社交互动降低上手门槛、吸引中轻度用户；从第三天起，系统逐步开放合作类 PVE 玩法，引导玩家组建或加入联盟，体验协作式成长；第七天后，逐步开放排行榜竞赛与跨服 PVP 等强消耗内容，将玩家自然导入以对抗与消耗为核心的 SLG 玩法循环，构建“轻度入门—重度沉浸”的成长路径。游戏的核心竞争力在于其独特的“SLG+模拟经营”的玩法融合，有效降低了传统 SLG 的门槛，并结合多层次付费体系满足了从轻氪到重氪各类玩家的需求。在运营上，游戏通过高效的本地化、活跃的社区维护以及定期的在线活动，成功在全球范围内构建了高粘性的玩家社群，展现出持续的内容生命力与长期竞争优势。

图 44：无尽冬日游戏画面



资料来源：英雄游戏研究院，招商证券

《无尽冬日》自上线以来表现强劲，展现出卓越商业变现能力。截至 2025 年 2 季度，全球月均收入高达 10-12 亿元人民币，稳居全球手游收入榜前列，并连续蝉联中国手游出海收入榜首，且在欧美与东南亚市场实现了下载与付费的同步增长。此外，公司在今年 2 月推出的“SLG+塔防”融合新品《奔奔王国》同样表现亮眼，展现惊人的爆发力。上线首月即登顶多国 iOS 免费榜榜首，并于 7 月获得中国手游出海收入 Top2，仅次于《无尽冬日》，进一步验证了“SLG+X”模式的可复制性与延展潜力。如今公司旗下《无尽冬日》与《奔奔王国》已形成“双爆款”格局，推动公司全球流水结构持续优化，巩固其在中重度策略赛道的核心竞争优势。

图 45：公司爆款产品收入表现



资料来源：世纪华通公众号，招商证券

在巩固 SLG 主导地位的同时，公司通过持续的品类拓展与全球化运营积累，逐步形成以 SLG 为核心、休闲为支撑的双赛道并进格局。两大品类均属于生命周期长、留存率高的“长青赛道”，具备稳定用户需求与持续变现能力，为公司业绩增长提供坚实支撑。休闲品类方面，旗下《Family Farm Adventure》、《Truck Star》、《Tasty Travels: Merge Game》等产品覆盖合并经营、模拟养成及创意建造等多个细分领域，长期保持稳定运营与较高留存，为公司提供稳健的流量入口与用户沉淀，构成其在全球市场的基础盘。核心营收来源仍来自中重度 SLG 赛道，公司依托“SLG+X”系列持续拓展题材边界与玩法融合，《无尽冬日》与《奔奔王国》等代表作实现全球爆款化，展现出强劲的商业变现能力。SLG 游戏作为典型的长周期内容型产品，具备高留存、高生命周期与高付费深度等特征，且前期需大规模买量投入与长周期回本，小型厂商难以在资金与数据积累上形成有效追赶，从而构筑显著的行业壁垒。此外，和大厂商相比，公司具备先发优势，凭借较早切入海外 SLG 赛道，率先积累了稳定的用户基础与较高的品牌认知度。相比之下，部分后进入的大型厂商虽同样具备资金与流量优势，但在用户获取与品牌渗透方面面临更高边际成本与竞争压力，短期内难以快速建立同等规模的玩家基础与市场影响力，从而强化了公司的领先地位与赛道壁垒。整体来看，休闲赛道提供长期用户沉淀与流量稳定性，SLG 赛道贡献主要业绩增量与利润弹性，二者协同构建公司在长青赛道中的持续竞争优势，形成增长韧性与壁垒兼备的稳健格局。

（4）海外经验成功回流，国内小程序生态助推“内外双轮”增长

依托海外爆款的成功经验，公司加速推动核心产品的国内化落地。得益于精准把握微信小游戏生态快速发展的结构性机遇，公司将多款海外成功的中重度与休闲产品移植至微信小游戏与 App 端，凭借“轻入口+强社交”特性与成熟的买量体系，迅速拓展国内用户基础，带动国内游戏收入占比持续上升。以《Whiteout Survival（无尽冬日）》为例，产品在完成海外市场验证后，于 2024 年 4 月上线微信小游戏版本，首月流水即突破 2 亿元，并连续两个月稳居微信小游戏畅销榜榜首，充分体现其强劲的市场转化力与社交裂变效应。凭借其“SLG+休闲”的广泛用户特性与强买量能力，《无尽冬日》实现了在国内市场的快速铺开，并通过“轻入口+强社交”机制和深度本地化运营策略，形成高留存、强付费粘性的增长态势，成为公司小程序业务的标志性产品。在此基础上，公司陆续将旗下多款自研产品引入微信小游戏包括《Dragonscapes Adventure（飞龙岛历险记）》、《Family Farm Adventure（菲菲大冒险）》、《Frozen City（冰封时代）》、《Truck Star（消消闯天下）》及《Kingshot（狂奔王国）》等，均取得良好表现，在微信小程序上形成覆盖模拟经营、休闲解谜与中重度 SLG 的多层次产品矩阵。截至目前，公司通过将海外成熟的买量模型与社区运营体系复用于小游戏生态，已成功构建“海外爆款+国内回流”的双轮增长格局。

图 46：2025 年 9 月微信小游戏畅销榜



资料来源：引力引擎，招商证券

3、盛趣游戏：聚焦核心 IP 运营策略，多端研发+多元布局 巩固 IP 新游储备

（1）从开创时代到引领未来，世纪华通游戏板块的核心拼图

开创中国网游时代，远见布局与时俱进。盛趣游戏前身为盛大游戏，由陈天桥于 1999 年创办，是一家全球领先的网络游戏开发商、运营商和发行商，旗下共有八大游戏工作室，游戏研发覆盖手游、端游、页游、VR 游戏等全品类。2001 年，盛趣游戏以 30 万美元买下韩国游戏《传奇》在中国的独家代理权，游戏在公测后迅速风靡全国，不仅为盛趣游戏占据了当时中国网游市场近 70% 的份额，其建立的 E-Sales 网游营销体系更是革新了传统的点卡销售模式，推动了电子付费的普及。在进入快速发展期后，盛趣游戏将视野投向全球，积极收购海外优质资产，包括韩国游戏公司 Actoz 以及《龙之谷》的开发商 Eyedentity Games。在产品线上，公司接连买下了《永恒之塔》和《最终幻想 14》等多款高品质 MMO 的代理权，巩固了其在 MMO 品类的竞争力。2009 年，盛趣游戏成功在美国纳斯达克上市。进入移动互联网时代后，盛趣游戏也积极向移动端转型，通过《扩散性百万亚瑟王》等产品开辟了国内二次元手游市场，与腾讯合作的《热血传奇手机版》也取得了巨大成功，月流水高达 7 亿元，掀起了端游 IP 手游化的热潮。随着《龙之谷手游》《传奇世界手游》等 IP 改编手游的推出，公司逐步实现了端游和手游业务线的齐头并进。

图 47：盛趣游戏发展历程



资料来源：公司官网，招商证券

资本赋能焕新 IP 价值，战略协同共筑增长基石。2019 年 3 月 31 日，“盛大游戏”正式启用“盛趣游戏”作为全新的品牌标示。同年，盛趣游戏在中国的控制实体盛跃网络被世纪华通以 298 亿元全资收购。收购完成后，世纪华通一举成为 A 股市场营收规模领先的游戏公司，盛趣游戏则凭借其强大的游戏研发能力和丰富的 IP 储备，成为世纪华通游戏业务的核心支柱。世纪华通为盛趣游戏提供了雄厚的资金支持和更广阔的资本市场平台，盛趣游戏则通过深化核心 IP 运营和加速小游戏市场布局，保持着多款游戏的用户活跃度和稳定收入，为公司的业绩增长持续输送动能。世纪华通和盛趣游戏在 2023 年与韩国版权方达成协议，再次确认享有《传奇》IP 在中国大陆的完整独占权，并在此基础上推出了《传奇新百区-盟重神兵》等新品，带动《热血传奇》系列产品收入显著增长。除《传奇》系列外，盛趣游戏也致力于研发《龙之谷》、《彩虹岛》、《永恒之塔》等核心 IP

的多端互通版本，以适应不同平台玩家的需求。同时，盛趣游戏还在尝试拓展新的游戏品类，推出了《云海之下》（治愈系放置 RPG）和基于《饥荒》IP 的《饥困荒野》等新品。盛趣游戏正用一套“IP 焕新+多端整合+拓宽品类”的组合拳，为世纪华通的全年业绩提供确定性。

图 48：盛趣游戏旗下产品



资料来源：公司官网，招商证券

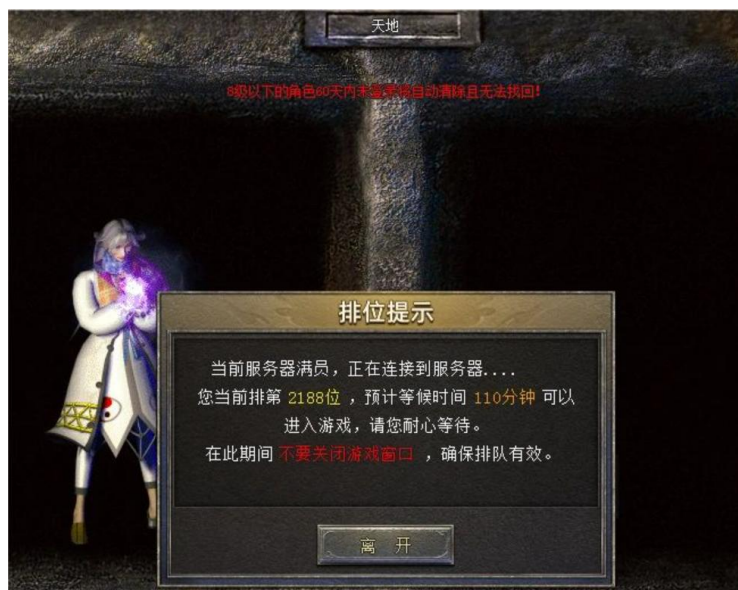
（2）《传奇新百区-盟重神兵》：传承经典与多维革新并举，开启传奇品类新征程

树立传奇品类新标杆，爆发力与持久力兼备。2025 年 1 月，盛趣游戏基于《传奇》系列 IP 打造的官方正版手游《传奇新百区-盟重神兵》，继去年推出的《热血传奇》新百区之后，再次点燃了玩家对传奇产品的热情。游戏在公测首日便迅速爆火，登录人数突破 50 万，开服后一区八个服务器瞬间爆满，加开的二区“雷霆”新服也迅速飘红，并于上线首日进入 iOS 免费榜 TOP10。截至 2025 年 7 月，新开的第三区“浩然”服务器依然出现超千人排队的盛况，展现了其庞大且活跃的用户基础以及良好的用户留存能力。

图 49：《传奇新百区-盟重神兵》公测首日表现



图 50：服务器排队人数超千人



资料来源：公司官网，招商证券

资料来源：公司官网，招商证券

继承端游经典玩法，“**魔龙觉醒**”开启焕新版本。《传奇新百区-盟重神兵》不仅继承了端游的打怪爆宝、万人攻沙等核心玩法,还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,在为用户带来更为舒适的游戏体验的同时,也让装备的产出更加透明化,营造更加公平绿色的游戏环境。2025 年 7 月,《传奇新百区-盟重神兵》迎来年度资料片“魔龙觉醒”。伴随新版本的开启,玩家们不仅能进入魔龙城中的五大全新地图,挑战经过重制的高难度 BOSS 魔龙教主,搜集藏宝图碎片合成三大职业专属的魔龙神甲,还可通过全新的“魂石洗炼”系统,为高级装备附加核心属性加成,再度提升自身战斗力。除此之外,包括“篝火晚会”“沙城秘窟”“双城之战”等全新行会活动玩法也全面实装,进一步提升游戏的可玩性和深度。此次更新,不仅是《传奇新百区-盟重神兵》对于经典 IP 的又一次深度挖掘与创新的延续,也再次展现了盛趣游戏对这款产品长线发展的信心和决心。

图 51: 魔龙教主游戏画面



资料来源：公司官网，招商证券

图 52: 游戏画面（三大职业专属装备）



资料来源：公司官网，招商证券

视觉效果全面提升，打破边界实现多端畅游。美术研发团队经过多年深耕，深入研究游戏中地图、装备以及怪物的背景故事，结合玩家对这些游戏要素的情感，重新制作了所有美术模型，在提升精度的同时保留了原有的精髓。从模型到纹理的逐帧刻画，让《传奇新百区-盟重神兵》游戏内的场景、人物模型、动作动画、技能特效、装备外观、怪物设计以及 NPC 造型等视觉效果都获得了全面提升。多端互通功能让玩家可以在 PC 端和手游端上进行游戏，使得无论是忙碌的上班族，还是坐在电脑前的玩家，都能无障碍畅游游戏，实现了全场景覆盖，大大提高了游戏的用户黏性与活跃度。研发团队也在持续针对用户需求和反馈进行优化和调整，为多端用户带来更好的用户体验。例如优化移动端“智能接管”功能，让用户在移动端和 PC 端做到同步切换，不再担心自己费力召唤到的高级怪物因切换设备登陆而消失。同时，针对界面 UI、目标选取、商品买卖、任务接取、行会管理等操作，移动版也进行了进一步的适配调整，让用户在手机上也能轻松在众多目标中选中敌人打出“双烈火”“卡位刺杀”等精准操作。

图 53：游戏美术效果对比



资料来源：游资网，招商证券

（3）股权与业务双向协同，授权+研发释放传奇 IP 价值

传奇 IP 合作深化战略伙伴关系，股权业务双轮驱动成就行业标杆。盛趣游戏与恺英网络围绕传奇 IP 的合作是一项历史悠久且不断深化的战略伙伴关系，双方自 2018 年签署首份《战略合作协议》以来，合作关系持续升级，从最初的全方位业务合作，逐步扩展到紧密的股权层面合作，目前已构建起一个覆盖 IP 授权、维权、产品开发及生态协同的全方位合作体系。双方在 2021 年签署了《全面深化战略合作协议》以强化 IP 开发协同，随后又联合设立了合资公司“盛同恺”，由该公司持有《传奇》及《传奇世界》IP 的移动端独家授权，专注于维权与生态建设。2023 年 10 月，在盛趣游戏获得传奇 IP 中国大陆完整独占权的背景下，双方签署了新协议，旨在进一步集中双方优势资源，实现双方良性共赢发展。这份协议中指出，双方将在符合法律、法规及行业监管要求的前提下，在传奇系列以及传奇世界 IP 资源领域包括但不限于 IP 上下游、生态、品牌等进行全方面的深度合作；世纪华通将其独占的传奇系列 IP 和自有的传奇世界 IP 资源与恺英网络展开深度合作，包括但不限于移动终端游戏产品、PC 端游戏产品以及其他未来创新业务形态；双方还将在传奇系列和传奇世界 IP 的生态、品牌进行深度合作，充分发挥各自优势并尽最大可能为合作方降低成本或提高收益，本着依法合规、优势互补、互惠互利、风险共担的基本原则，开展具体的业务合作。最近，在 2024 年 1 月，恺英网络宣布拟出资 5 亿元与世纪华通进行股权合作升级，这标志着双方的战略联动达到了新的高度。通过“股权+业务”的双轮驱动模式，双方实现了优势互补，盛趣游戏作为 IP 权利方提供资源与管理，恺英网络则贡献其研发与发行专长。这种深度绑定不仅显著提升了传奇 IP 的市场竞争力与商业价值，还通过强有力的维权合作有效化解了历史纠纷风险，推动了传奇 IP 市场的规范化、健康化发展，为整个游戏 IP 的长期运营与生态扩容树立了行业标杆。

传奇 IP 大一统释放潜能，授权研发驱动产品与生态双升。整个传奇 IP 的市场规模在 250 亿元左右，而传奇 IP 背后的盛趣，其运营的几款传奇端游，可能只占其中不到 10% 的份额。这也意味着，有 90% 的传奇 IP 收入集中在外部。世纪华通对于传奇系列 IP 的“大一统”，不仅解决了长期困扰行业的传奇 IP 版权问题，为后续的 IP 开发、授权与运营提供了广阔的空间，同时也为自身提供了更大的

业绩增长空间。在实现传奇游戏市场在中国大陆的“大一统”后，世纪华通也加快了《传奇》IP 的授权、发行、研发三个环节的整合。2025 年 7 月，通过引入天穹互动作为授权桥梁，恺英网络的子公司闲趣互娱获得了基于《传奇》和《传奇世界》开发游戏盒子产品的独家授权。游戏盒子产品作为集游戏、直播、电竞、资讯为一体的社区平台，为盛趣游戏在传统的游戏研发和运营之外，开拓了一条全新的 IP 变现渠道。在强化 IP 产品品质方面，2024 年《热血传奇》“新百区”上线，助推《热血传奇》系列端游活跃用户一度同比增长 81.6%、收入也同比增长 108.1%。2025 年 1 月，基于《热血传奇》“新百区”玩法打造的多端产品《传奇新百区-盟重神兵》上线首日就冲入 iOS 免费榜 TOP10，并成为目前单日预估收入最高的传奇产品。

图 54：闲趣互娱获得基于《传奇》和《传奇世界》开发游戏盒子的独家授权



资料来源：中国新闻网，招商证券

（4）《龙之谷世界》：回炉重造打磨品质，守正创新焕新经典

公测首日即登顶，龙之谷 IP 再掀热潮。《龙之谷世界》于 2025 年 2 月 20 日公测后，迅速引发玩家热潮，多个服务器均进入满载状态，凭借着对《龙之谷》IP 内核的高度还原和精良的游戏品质取得了亮眼的开局成绩。作为盛趣游戏围绕核心 IP《龙之谷》打造的第三款手游产品，其上线首日不仅轻松登顶 iOS 免费榜，更是一举冲入畅销榜第 8 名，成为 2025 年众多上线新游中首个在首发当天就成功杀入 iOS 畅销榜 Top10 的重磅产品，后续还成功登顶 2 月伽马数据新游首月流水测算榜。

图 55: 《龙之谷世界》首日登顶 iOS 免费榜



资料来源：公司官网，招商证券

图 56: 《龙之谷世界》登顶 2025 年 2 月新游首月流水测算榜

2025年2月伽马数据新游首月流水测算榜TOP5				
排名	游戏名称	游戏类型	IP类型	首月流水预估（亿元）
1	龙之谷世界	ARPG	客户端游戏	3+
2	永夜降临：复苏	RPG	无	1-
3	英雄没有闪	放置类	无	1-
4	荒野国度	策略类（SLG）	无	1-
5	仙剑世界	MMORPG	单机游戏	1-

资料来源：伽马数据，招商证券

极致还原端游手感，优化养成与竞技体验。以“经典复刻，打得过瘾”为口号的《龙之谷世界》，不仅 1:1 复刻了《龙之谷》端游的剧情和场景关卡，并且沿用了端游物理碰撞引擎与技能判定逻辑、浮空连击、硬直反馈等经典战斗机制，还原了最初的打击手感和战斗节奏。在保留端游无锁定战斗系统的同时，引入技能滑动设计，设置可自由编辑连招的功能，进一步适配移动端操作。在玩法层面，游戏增加了潜能系统的保底养成、装备强化不再碎裂的机制，并优化养成曲线，让强化养成的体验更加平滑；在 1V1 天梯赛中取消技能纹章的效果，并持续进行职业平衡调整，让 PVP 玩法更加公平；引入赛季制玩法和冒险团系统、世界 BOSS 等新玩法，为用户带来全新体验。

守正创新诠释经典玩法，打造用户成长新体验。对经典玩法的新诠释，则展现了开发团队“守正创新”的设计智慧。《龙之谷世界》在 4 月 18 日的版本更新中，将原本连贯的海龙巢穴拆分成四个独立关卡，其中熔岩岛、复活岛、栖息地分别设有三个极具挑战性的 BOSS，均需要不同的策略与配合，而最后的海龙巢穴难度依然很高。这一改变既保留了端游时代的经典挑战机制，又通过分阶段推进降低新玩家的挫败感，提供了“阶梯式成长路径”。由此可见，《龙之谷世界》在继承 IP 精髓的同时，也注重现代玩家对内容消耗节奏的需求，在确保玩家已熟悉基础玩法后，及时提供更具挑战性的副本内容，并配合丰富的支线活动等多元内容让各层级的玩家都能找到适合自己的成长路径。

图 57：“海龙巢穴”游戏画面



资料来源：公司官网，招商证券

强强联合共拓新赛道，多元化推广助力热度攀升。《龙之谷世界》由盛趣游戏研发，并与恺英网络联合发行。近年来，盛趣游戏与恺英网络两大厂商的合作愈发深入，双方合作的项目不再限于《传奇》IP、《传奇世界》IP 的改编开发和正版维权，而是逐步拓展至更多 IP 和赛道。在《龙之谷世界》的宣传推广上，盛趣游戏与恺英网络充分整合资源，不仅通过广告投放等常规手段奠定宣传基础，还深度挖掘了线上直播与线下赛事相结合的多元化推广路径，实现了游戏预约流量的显著增长及品牌影响力的广泛扩散。游戏上线前全网预约玩家量突破 1000 万的数据，正是这一系列推广举措成效的直观体现。

图 58：线下广告投放



资料来源：公司官网，招商证券

图 59：《龙之谷世界》先锋挑战赛



资料来源：公司官网，招商证券

（5）加速推进核心 IP 多端互通，巩固存量用户拓展增量市场

继承经典焕新升级，多端重制畅享无双体验。《传奇世界》的多端互通重制版《传奇世界无双》正在稳步开发中，其在玩法上秉持“继承与创新并重”的原则，经典玩法如 PK、打宝、攻沙等被完整保留，也会有更多乐趣性的升级体验加入。除了玩法内容的拓展，重制版在社交体验、游戏生态、美术品质等方面均进行了全

面升级。重制版作为一款多端互通的产品，移动端的开发正在如火如荼地进行。研发团队按照“新手游标准”进行整体的制作，希望能还原端游原汁原味的战斗体验，同时也在努力设计移动端的操作逻辑，希望能调出更好的手感，让玩家能随时随地畅玩。目前游戏 PC 端的美术重制工作已接近完成，近期正在进行技能的开发、数值的配置以及篇章化引导系统的制作。

图 60:《传奇世界无双》游戏画面



资料来源：公司官网，招商证券

十八载历久弥新，多端互通开启全场景畅游。作为一款运营已有 18 年之久的经典横轴休闲网络游戏，《彩虹岛》一直以来以清新唯美的画风、舒缓的音乐、华丽的技能、特色的玩法及社交内容受到年轻人群的喜爱。如今为了满足玩家随时随地重温经典的需求，《彩虹岛》确立了“多端互通”(PC/安卓/iOS)的发展方向。团队正针对不同设备的操作习惯、性能差异等方面进行细致打磨，旨在为玩家提供稳定流畅的全场景冒险体验。

图 61:《彩虹岛》手游



资料来源：公司官网，招商证券

(6) 突破舒适区探索新赛道，盛趣游戏以多元新品布局细分赛道

首款非 MMO 新品亮相，治愈风玩法融合创新营销。盛趣游戏首款非 MMO 类新品《云海之下》于 2025 年 5 月 20 日全平台上线，首日便登顶了 iOS 免费榜。游戏采用辨识度极高的吉卜力动画风格，画面清新治愈，展现出独特的美术与世

界观。游戏的核心是“治愈+放置+RPG”的结合，在保留放置类游戏轻松挂机升级特色的同时，也具备一定的策略深度。玩家需要围绕“坦克+奶妈+输出”的经典框架搭配八大职业，并可以通过调整技能顺序来打断 BOSS 技能或净化队友负面状态，从而改变战局。在营销策略方面，《云海之下》打造“幻兽公司”拟人化营销的思路非常清晰，通过构建游戏内外联动的“幻兽公司”世界观，将虚拟品牌人格化、营销内容 IP 化，最终实现跨次元传播的渗透效果。

图 62: 《云海之下》首日登顶 iOS 免费榜



图 63: 《云海之下》美术风格



资料来源：公司官网，招商证券

资料来源：公司官网，招商证券

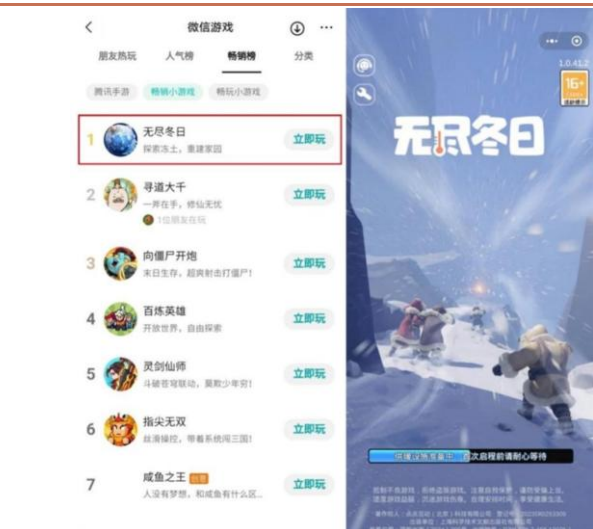
借势顶级 IP 底蕴，携手巨头布局发展。《饥荒》作为全球销量近 3000 万份的经典 PC 游戏，拥有庞大的粉丝基础和极高的口碑，这为盛趣游戏基于其打造的生存类游戏《饥困荒野》带来了天然的关注度，其全平台预约量已超过 1000 万，显示出巨大的市场期待。在游戏品质上，它成功复刻了原作的精髓玩法，并针对移动端进行了操作优化，在国服首测中获得了 TapTap 9.0 的高分。而在运营发行方面，盛趣游戏选择与腾讯合作，借助其强大的渠道能力进行本土化发行与市场渗透。

4、股权联结深化合作，携手腾讯共拓游戏版图

资本纽带促进战略绑定，研发+发行协同深化合作。在游戏业务上，世纪华通与腾讯形成了紧密的“研发+发行”联动模式，双方合作和确认合作的产品包括《热血传奇手机版》、《传奇世界手游》、《龙之谷 2》、《饥困荒野》等多款游戏。世纪华通及其子公司也曾为腾讯提供游戏素材创作、效果广告投放、优化及相关服务。如盛趣游戏就曾与腾讯签署三年期《联运合作框架协议》，负责腾讯多款产品在中国大陆的开服、运营及社区维护。此外，腾讯通过其 AI 和数据分析能力，为世纪华通的游戏开发和用户运营提供技术支撑。世纪华通旗下《传奇》《龙之谷》等游戏已接入腾讯元宝 AI，用于美术创作、智能客服、反外挂检测等环节。腾讯作为世纪华通的第二大股东，持有其约 10% 的股份，在利益的紧密关联下，未来双方在游戏研发、发行上的合作有望进一步加深。

渠道优势助力用户增长，流量加持驱动业绩攀升。腾讯通过旗下的应用平台，特别是微信小程序，为世纪华通提供了流量和分发支持，助推其游戏用户的增长。世纪华通旗下点点互动的产品《无尽冬日》在微信小游戏渠道表现优异，2024 年经腾讯结算的收入高达 22.45 亿元，占公司游戏总收入的 35%，曾连续 7 个月位居微信小游戏畅销榜榜首。基于良好的合作效果，2025 年双方关联交易的预算进一步提升至 45 亿元。

图 64:《无尽冬日》登顶微信小游戏畅销榜榜首



资料来源：微信小程序，招商证券

5、人工智能云数据业务：AI 与智算力布局形成技术赋能，深化与腾讯云、华为云等国内云计算巨头业务合作

深耕国家算力枢纽节点，传统数据中心加速向智算中心转型。公司 IDC 业务分别位于长三角和粤港澳大湾区，属于东数西算工程的国家算力枢纽节点。公司中标的华为云数据中心项目，通过位于深圳市光明区的深圳数据中心项目为华为云提供定制化数据中心服务，深圳数据中心 D01 部分机柜已经交付，D02 土建部分已于 2024 年年底封顶，上架率和运行效率稳步提升。公司深度参与的腾讯长三角人工智能先进计算中心项目（上海数据中心）定位为长三角的重要人工智能先进计算枢纽，规划建设数万个机柜，承担起各种大规模人工智能算法计算、机器学习、自然语言处理、图像处理、科学计算和工程计算等任务，累计已交付上万个机柜并逐步投入运营，收入和利润在上半年实现较快增长，为新一代人工智能大模型算力集群提供基础。随着当下基于互联网、大数据、云计算、人工智能等技术基础的新型数字消费模式成为推动经济增长的重要引擎，其背后的“底座”数字基础设施建设重要性愈发凸显，具备高速、稳定、安全网络环境和数据处理能力的新型数据中心，才能满足新型数字消费模式的需求。为了应对这种需求增长，传统数据中心向智算中心转型已成趋势。公司将会从传统的单一机柜出租扩展为“算力租赁+算力运维+机柜出租”全产业链服务，从云数据业务转型为人工智能云数据业务，从 IDC 转型为 AI+IDC，增强互联网平台客户业务粘性，为客户创造更高的价值。

图 65: 腾讯长三角人工智能先进计算中心及生态产业园 图 66: 深圳数据中心项目



资料来源：央广网，招商证券



资料来源：公司官网，招商证券

区位优势布局核心枢纽，基建领先夯实智算底座。长三角和粤港澳大湾区属于“东数西算”工程的两大算力枢纽，在此背景下，两地区的大数据、人工智能和智能制造等以数据为核心生产要素的产业将迎来快速发展，势必产生大量实时数据算力和存储数据需求，将有利于该业务的长足发展。此外，腾讯长三角人工智能先进计算中心项目按照国际领先的 Tier3 和部分 Tier4 标准建设，乙类防震级别设计，GB50174A 级机房标准设计，基于 DCIM、DCOM、DCFM 等技术标准上实现数据中心管理，达到了高抗震设防、防冲击、防入侵、防泄漏、防洪防涝的顶级数据安全标准和高效节能的数据中心建设标准。深圳数据中心项目按照国际领先的 UPTIME/Tier4、Tier3 及国家标准 GB50174/A 级机房建设要求进行建设，采用了磁悬浮冷水机组、间接蒸发冷却、弥漫式送风、高频模块化不间断电源等创新技术。项目大量采用节能设备，同时还引入了装配式建造设施、预制化加工设备、蓄电池无害回收等措施，最大化地保障项目在绿色环保上的要求。同时公司在人工智能云数据事业部拥有多名经验丰富的行业专家，具有较强的专业能力与产业背景，为业务的持续创新与高效运营提供了坚实保障。

6、汽车零部件制造业务：积极拥抱新能源趋势，降本增效保持稳定发展

深耕汽车零部件领域，积极拓展新能源配套版图。浙江世纪华通车业有限公司，是一家汽车零部件的二级供应商，主要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 公司等诸多世界一流企业在国内的首选供应商。随着全球性能源短缺、气候异常和环境污染等问题日益突出，各国加强了对可再生能源产业发展的重视和扶持。新能源汽车既是解决能源环境制约的重要途径，也是提升国家汽车产业竞争力的着力点，2022 年以来新能源市场保持较高景气度，公司也积极布局这一领域，陆续斩获比亚迪、问界汽车、长安、小鹏、蔚来、大众、通用、吉利以及北美新能源标杆车企的新能源配套项目。华通车业被认定为浙江省高新技术企业和浙江省“重合同、守信用”3A 级单位，产品被认定为浙江省名牌产品。近几年，华通车业仍紧紧围绕客户需求，加强合作，获得了客户的选择和信任。

图 67：汽车零部件制造业务服务客户



资料来源：公司官网，招商证券

以技术与客户为根基，借新能源赛道开拓增长空间。公司在生产技术方面引进了瑞士米克朗五轴联动高速加工中心、夏米尔四轴电火花等先进设备，掌握水辅、双料注塑成型、震动摩擦焊接等多种核心工艺；在模具开发方面，依托省级技术研发中心，采用 UGNX、MOLDFLOW 等设计软件，应用“模流分析”、“翘曲变形预先控制”等技术开发模具，拥有行业内先进的模具设计开发、制造能力。公司与上汽大众、上汽通用、一汽集团、东风集团、广州本田等国内主机厂及马勒、法雷奥、Vista-Pro 等国际一线汽车供应商建立了长期稳定合作关系，拥有优质客户资源和较高品牌知名度。在新能源汽车市场快速发展的背景下，公司积极布局，成功获得比亚迪、问界、长安、小鹏、蔚来等多家新能源车企的配套项目，进一步巩固了在行业内的领先地位。

四、盈利预测

公司主营业务包括软件服务业、人工智能云数据及汽车零部件三大板块，其中软件服务业依靠点点互动与盛趣游戏协同发力，为公司整体业绩增长提供主要动能，人工智能云数据业务加速向智算中心转型，汽车零部件业务在深耕技术研发的同时积极布局新能源市场。我们拆分主要业务板块并作出如下预测：

1、核心假设

（1）软件服务业：公司核心游戏产品矩阵丰富，点点互动专注于海外市场的游戏研发与发行，爆款产品《Whiteout Survival》和《Kingshot》稳居全球手游收入榜前列，将持续贡献收入与利润增量，后续产品如《Tasty Travels: Merge Game》等增长势头强劲。其他“SLG+X”新游也在持续研发中。盛趣游戏则聚焦国内市场，深耕《传奇》《龙之谷》系列经典 IP 的焕新与长线运营，并推出《饥困荒野》《云海之下》等多元新品。基于公司核心产品的亮眼表现、精准的买量策略以及精细化运营能力，我们预计公司 2025-2027 年软件服务业业务营收增速分别为 74%、17%、12%。

(2) 人工智能云数据业务：公司持续深化与腾讯云、华为云等国内云计算巨头的业务合作，布局国家算力枢纽节点，实时数据算力和存储数据需求的提升有望促进该业务的长足发展。因此，我们预计公司 2025–2027 年人工智能云数据业务营收增速分别为 67%、33%、25%。

(3) 汽车零部件业务：公司依靠出色的生产技术和模具开发能力，成为众多企业的重要供应商。在新能源汽车市场快速发展的背景下，公司积极布局，已成功获得多家新能源车企的配套项目。因此，我们预计公司 2025–2027 年汽车零部件业务营收增速分别为 1%、1%、1%。

公司核心游戏产品矩阵丰富，点点互动爆款产品《Whiteout Survival》和《Kingshot》稳居全球手游收入榜前列，将持续贡献收入与利润增量，后续产品如《Tasty Travels: Merge Game》等增长势头强劲，其他“SLG+X”新游也在持续研发中。同时毛利率提升、费用率降低，我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现归母净利润 58.43/77.29/112.46 亿元，对应当前股价 PE 为 22.4/16.9/11.6x，首次覆盖给予强烈推荐投资评级。

表 4：分业务营业收入预测

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22619	38100	44260	49450
YoY	70%	68%	16%	12%
软件服务业	20966	36420	42550	47710
YoY	86%	74%	17%	12%
人工智能云数据	18	30	40	50
YoY	-41%	67%	33%	25%
汽车零部件	1629	1650	1670	1690
YoY	-2%	1%	1%	1%

资料来源：公司公告，招商证券

五、风险提示

(1) 产业风险。政府通过一系列政策部署，引导和推动了游戏行业规范健康发展，未来游戏行业政策的方向可能存在一定不确定性；汽车产业短期内受到缺芯、原材料价格波动等因素的影响，零部件业务下游需求可能出现短期下降；互联网数据中心项目单体投入金额较大，建设周期较长。以上三点都将对公司的运营产生不利影响。

(2) 市场与行业竞争风险。近年来，在国内互联网游戏行业发展迅速，市场容量不断增加，行业产值屡创新高的背景下，互联网游戏行业竞争日益激烈，若公司在此过程中不能保持自身竞争优势，则盈利能力会受到不利影响。

(3) 人力资源风险。若公司不能有效建设核心人才团队，对核心人员进行合理的激励和管理，保持人才队伍的创造力与活力，将会对公司的核心竞争力带来不利影响。另外随着公司生产规模逐步扩大以及产业转型升级加快，公司对技术和管理等方面的人才需求也会加大，公司现有的人力资源 and 人才储备可能无法满足公司将来快速发展的需要。

(4) 规模成长带来的管理风险。随着公司规模不断扩大，若不能完善升级组织架构，梳理流程，进一步完善管理制度，将不利于公司的可持续发展。

（5）投资者索赔风险。2024 年 11 月 6 日，公司及相关当事人收到中国证券监督管理委员会下发的《行政处罚决定书》，公司因信息披露违规面临投资者索赔的风险。如果相关诉讼出现对公司不利的进展，将会对公司的运营产生不利影响。

（6）商誉减值风险。公司商誉余额处于高位。若后续旗下游戏产品竞争力下滑、业绩不及预期，仍有可能触发新的商誉减值。

（7）海外合规与地缘政策不确定性。欧美市场对数据隐私等有严格监管，其海外运营需适配不同地区的政策法规，合规成本较高。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8383	12252	17100	27426	41113
现金	3520	6528	7595	16410	28895
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	196	100	168	195	218
应收款项	2605	3395	5719	6644	7423
其它应收款	747	649	1093	1270	1419
存货	670	761	1162	1328	1406
其他	645	819	1362	1580	1754
非流动资产	28357	26673	25071	23637	22354
长期股权投资	2394	1499	1499	1499	1499
固定资产	1678	1424	1293	1176	1073
无形资产商誉	14078	14071	12664	11397	10258
其他	10207	9679	9616	9565	9525
资产总计	36739	38924	42171	51063	63467
流动负债	6186	11530	8425	8916	9096
短期借款	465	847	100	87	30
应付账款	1250	1051	1605	1835	1942
预收账款	1058	1338	2042	2334	2471
其他	3413	8294	4677	4660	4653
长期负债	5172	1944	1944	1944	1944
长期借款	2875	0	0	0	0
其他	2297	1944	1944	1944	1944
负债合计	11358	13474	10369	10861	11040
股本	7453	7453	7453	7453	7453
资本公积金	12612	12578	12578	12578	12578
留存收益	4226	4778	10621	18350	29596
少数股东权益	1090	642	1150	1822	2800
归属于母公司所有者权益	24291	24809	30652	38381	49627
负债及权益合计	36739	38924	42171	51063	63467

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3102	5046	5334	8731	12315
净利润	588	1045	6351	8401	12224
折旧摊销	588	897	1632	1464	1314
财务费用	381	189	70	60	36
投资收益	(88)	484	(156)	(186)	(293)
营运资金变动	1591	2821	(2562)	(1007)	(966)
其它	43	(389)	0	0	0
投资活动现金流	(1360)	(1337)	126	156	263
资本支出	(988)	(578)	(30)	(30)	(30)
其他投资	(373)	(759)	156	186	293
筹资活动现金流	3	(971)	(4393)	(73)	(93)
借款变动	1197	(503)	(4323)	(13)	(57)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	57	(34)	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(1251)	(434)	(70)	(60)	(36)
现金净增加额	1745	2739	1067	8815	12485

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13285	22620	38101	44261	49452
营业成本	5246	7736	11811	13500	14291
营业税金及附加	45	53	90	104	116
营业费用	3379	7742	13041	14606	14094
管理费用	1223	1695	2855	2877	2868
研发费用	1573	1680	2286	2656	2967
财务费用	333	82	70	60	36
资产减值损失	(692)	(1039)	(85)	(45)	0
公允价值变动收益	(5)	(125)	(5)	(5)	(5)
其他收益	115	61	61	61	148
投资收益	90	(484)	100	130	150
营业利润	994	2045	8019	10600	15372
营业外收入	15	24	24	24	50
营业外支出	45	622	50	50	25
利润总额	965	1447	7994	10574	15397
所得税	377	402	1642	2173	3172
少数股东损益	64	(168)	508	672	978
归属于母公司净利润	524	1213	5843	7729	11246

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16%	70%	68%	16%	12%
营业利润	-115%	106%	292%	32%	45%
归母净利润	-108%	132%	382%	32%	46%
获利能力					
毛利率	60.5%	65.8%	69.0%	69.5%	71.1%
净利率	3.9%	5.4%	15.3%	17.5%	22.7%
ROE	2.2%	4.9%	21.1%	22.4%	25.6%
ROIC	2.8%	5.7%	20.7%	23.4%	26.3%
偿债能力					
资产负债率	30.9%	34.6%	24.6%	21.3%	17.4%
净负债比率	11.0%	11.4%	0.2%	0.2%	0.0%
流动比率	1.4	1.1	2.0	3.1	4.5
速动比率	1.2	1.0	1.9	2.9	4.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.9	0.9	0.9
存货周转率	8.1	10.8	12.3	10.8	10.5
应收账款周转率	4.7	7.2	8.1	7.0	6.8
应付账款周转率	3.9	6.7	8.9	7.8	7.6
每股资料(元)					
EPS	0.07	0.16	0.79	1.04	1.51
每股经营净现金	0.42	0.68	0.72	1.18	1.66
每股净资产	3.27	3.34	4.13	5.17	6.68
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	259.3	112.0	23.3	17.6	12.1
PB	5.6	5.5	4.4	3.5	2.7
EV/EBITDA	91.4	60.5	14.4	11.6	8.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。