

**第一创业证券研究所**

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

## 小程序游戏增速换挡，高景气或将延续

### 核心观点：

- 小程序游戏赛道在 2022-2023 年借助跨平台流量打通、生态优势及技术升级实现高速增长，微信相关技术方案与缓存提升降低了开发门槛、改善了产品体验，AIGC 的渗透进一步缩短制作周期、提升用户留存。2024 年行业保持高增但增速放缓，2025 年上半年收入同比增长 40.20%，内购仍占主导但占比阶段性回调，标志着行业从“流量红利期”进入高增与结构优化新阶段。微信接入苹果“小程序合作伙伴计划”后，iOS 端流水抽成降至 15%，有望吸引更多 App 游戏转向小程序，加速双端化布局与规模扩张。
- 2025 年游戏行业进入供需共振的高景气周期，呈现“量价齐升+利润修复+政策友好+技术赋能”的格局。上半年国内游戏市场销售收入 1680 亿元、用户规模 6.79 亿，均创历史新高，版号供给持续维持高位，为行业供给与估值稳定提供支撑。出海方面，中国自研游戏海外收入同比增长 11%，美日韩市场集中度高，本地化能力成为关键；政策端多地出台支持措施，助力出海与产业升级。AI 技术的深度应用显著推动行业降本增效，研发费用率下降，既降低了独立团队的开发门槛，也为大型企业构建沉浸式内容提供了支撑。
- 2025Q4 至 2026Q1，游戏行业大概率将延续高景气状态，供给端重点新品陆续上线、客户端与多端互通持续贡献增量，旺季活动将推动用户时长与 ARPU 提升，移动端有望环比修复，客户端保持强势。小程序游戏赛道将呈现“高景气延续、增速趋稳、利润结构优化”的特征，微信与苹果的合作催化双端化布局，成熟的生态支撑需求稳定，商业化结构优化与渠道分成下行将进一步提升利润率。整体来看，小程序游戏赛道将维持“高位平台+结构分化”态势，环比持续改善，同比受高基数影响存在波动，出海在重点区域有望实现更快恢复。

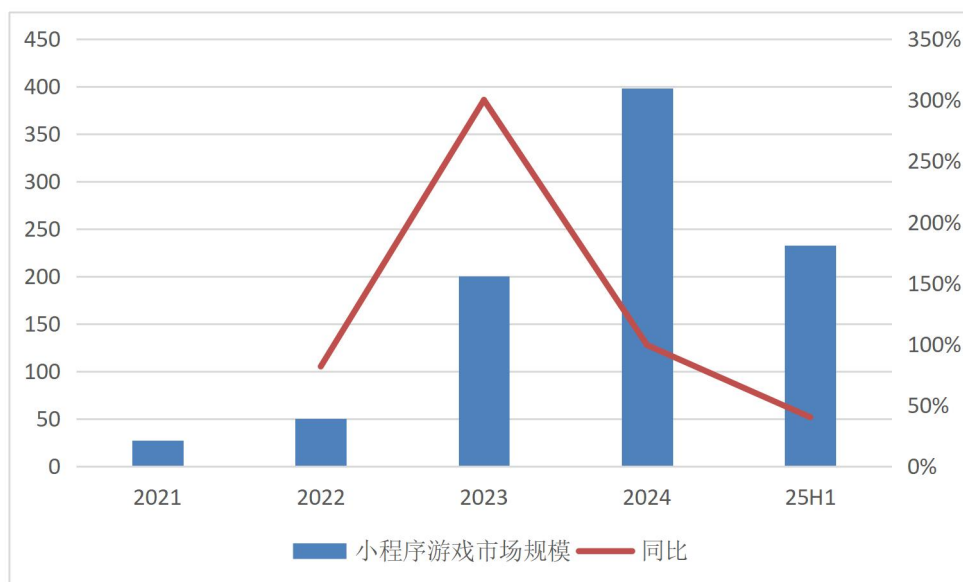
### 风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、新品推广不如预期等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

## 一、赛道高速增长与增速换挡

小程序游戏赛道在 2022-2023 年实现了快速增长，主要得益于流量与渠道的结构性突破。抖音与微信实现跨平台流量“跳转/宣传”打通，在视频号、直播、外链场景中导入小游戏流量，买量效率提升、转化链路缩短。小程序生态“即点即玩”、免下载、占用空间小，显著提升广告到游戏的转化与社交分享传播效率。这背后是供给侧技术升级与生态完善带来的品质提升，彼时微信推出 Unity 导出 H5 方案与本地缓存上限提升至 1G，这显著降低了移植与开发门槛、改善加载性能与画质，支撑更丰富的玩法与重度化供给。游戏引擎与 AIGC 渗透使得制作周期缩短，频繁更新与内容供给则进一步刺激了需求，提升使用时长与留存。

图 1 小程序游戏市场保持高速增长（亿元，%）



资料来源：游戏工委、伽马数据、第一创业证券研究所整理

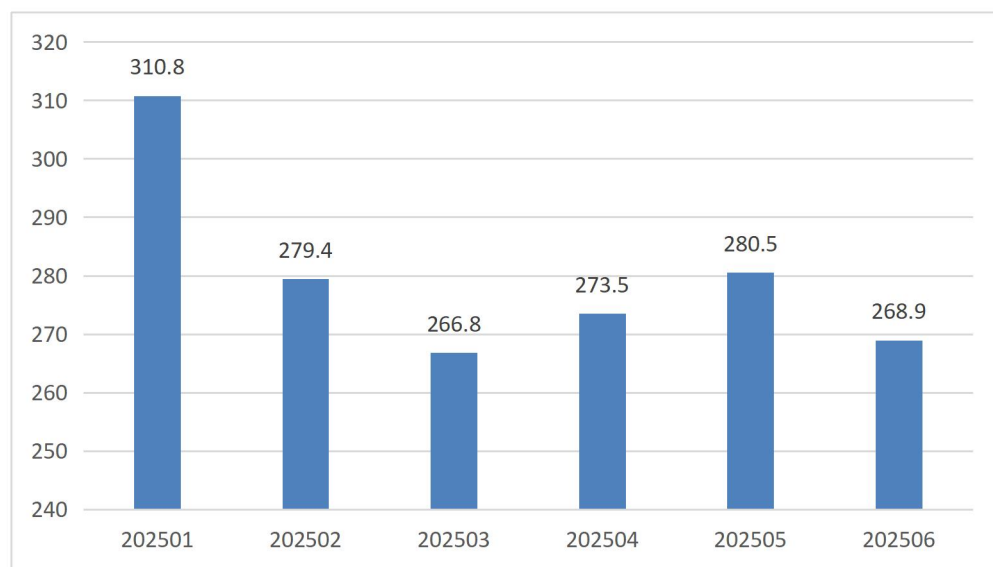
2024 年行业高增长延续但有所放缓，小程序游戏市场收入 398.36 亿元，同比+99.18%；其中 IAP 为 273.64 亿元，占比 68.7%；IAA 为 124.72 亿元，占比 31.3%。根据游戏工委，2025H1 国内小程序游戏销售收入 232.76 亿元，同比+40.20%；其中 IAP 为 153.03 亿元，占比 65.70%；IAA 为 79.73 亿元，占比 34.30%，内购虽然仍为主导但占比出现阶段性回调。反映出当下赛道竞争在加剧，素材生命周短导致，进而投放成本上升。目前行业已从“流量红利期”进入高增+结构优化的新阶段。

11 月 14 日微信宣布接入苹果“小程序合作伙伴计划”，iOS 端小程序游戏流水抽成仅 15%（App 游戏抽成 30%），有望推动更多 iOS 端 App 游戏转向小程序以降低分成、提升利润率，加速双端化布局与规模提升。

## 二、游戏收入历史新高，版号数量维持高位

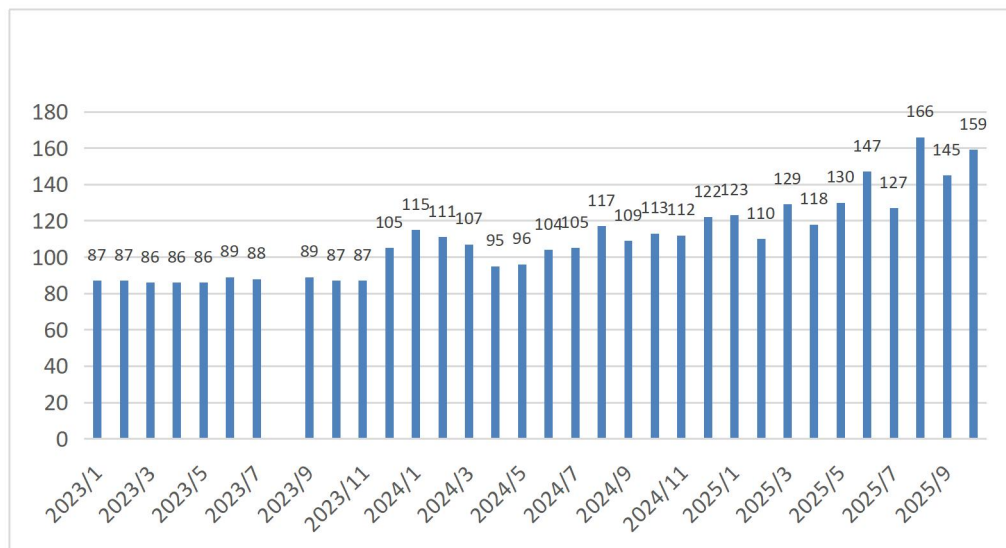
2025 年整个游戏行业已进入供需共振下的高景气周期，呈现“量价齐升+利润修复+政策友好+技术赋能”的多重推动力格局。上半年国内市场收入与用户规模双创历史新高，三季度环比继续抬升，版号供给维持高位、重点新品与长青产品并行驱动，小程序与端游回暖形成结构性增量，AI 加速降本增效与营销范式转移共同抬升利润率。2025 年 1-6 月国内游戏市场实际销售收入 1,680 亿元，同比+14.08%；用户规模 6.79 亿，同比+0.72%。版号 10 月合计 166 款获批，拉长看 2025 年前 10 个月版号数量基本都维持高位，这为四季度供给与估值稳定性提供支撑。

图 2 2025 上半年中国游戏市场当月实际销售收入（亿元）



资料来源：伽马数据、第一创业证券研究所整理

图 3 国产游戏版号获批数量 2025 年以来持续增长





资料来源：新闻出版总署、ifind、第一创业证券研究所整理

出海方面，中国自研游戏海外收入 2025H1 达 95 亿美元、同比+11%；区域上美国、日本、韩国合计过半，集中度高，策略与本地化能力成为关键变量。政策端同样对国产游戏出海做出多项支持，如浙江提出优化审批流程与加大资金扶持，广东、北京、上海亦对原创精品、AI 技术应用与产业集群建设给予奖励与效率提升，强化供给质与量的延续性。

另外，供给与产能也同样在 AI 的刺激下显著改善明显。从 2025 年上半年来看，中万游戏成分股研发费用率自 2023Q1 的 48%降至 2025Q2 的 29%，人员优化与 AI 工具应用共同驱动“降本增效”。以中手游为例，公司引入 AIGC 与模型部署，2023 研发开支同比下降近 30%至 3.7 亿元，2024 年再降 34%至 2.4 亿元，验证了 AI 在美术、文案、NPC 与测试环节的实际降本效果。AI 将推动游戏制作向“低成本、多样化、沉浸式”演进，既降低了独立团队的门槛，又支持大型公司构建更庞大动态世界，从供给侧为行业赋能。

### 三、25Q4—26Q1 大概率延续高景气

从供给上看，25Q4—26Q1 重点新品将按计划陆续上线或测试，客户端与多端互通继续提供增量。旺季活动将驱动总时长与 ARPU 的增长、移动端环比的修复和客户端的强势延续，小程序与出海这两个细分方向都将保持韧性。乐观估计，重点产品将会持续表现出多点超预期，叠加渠道议价弱化与 AI 买量提效，这最终将带来收入与利润双增并推动估值中枢上移，而且出海在重点区域（美日韩/新兴市场）或将恢复更快。因此我们认为游戏行业景气度将维持在“高位平台+结构分化”的状态，环比维度延续改善、同比维度受高基数影响仍有波动。

具体到小程序游戏赛道上，我们认为 25Q4—26Q1 将处于“高景气延续、增速趋稳、利润结构优化”的阶段。供给侧由微信接入苹果“小程序合作伙伴计划”带来的双端化布局与“App 转小”催化、叠加已形成的高渗透用户生态，在短期内能支撑需求侧稳定，而商业化结构继续优化、行业费用率改善与渠道分成下行有望共同提升利润率。

## 重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140