

受益于版号常态化和景气修复，游戏行业持续复苏

第一创业证券研究所

核心观点：

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

- 从政策层面来看，2025年版号发放呈高位+稳定+加速的特征，前10个月累计已超上年全年水平，国产与进口版号实现月度常态化同步下发，审批周期大幅缩短并叠加地方预审/属地化试点，使厂商上新节奏更可控、更确定，供给侧对行业景气的约束已经解除，且供给有进一步加速的迹象。
- 从公司层面来看，自24Q3起头部A股公司营收增速持续回升，2025年Q1-Q3收入和归母净利增速显著高于2024年，同比表现已接近或超过2024年全年水平；腾讯、网易等龙头游戏业务增速同样明显抬升，尤其腾讯游戏海外收入在多款新品带动下加速增长，体现出在版号放松和产品储备充分的背景下，优质内容与全球化能力突出的公司率先受益。
- 在版号常态化和景气修复的双重驱动下，企业普遍加大新品研发投入、加快产品储备，2026年有望迎来一波密集上线期。整体上，行业有望在高景气区间内保持相对平稳运行，A股游戏公司盈利弹性预计继续显著优于大盘，利润增速大概率快于收入增速，头部厂商有望在下一轮产品周期中进一步放大业绩优势。

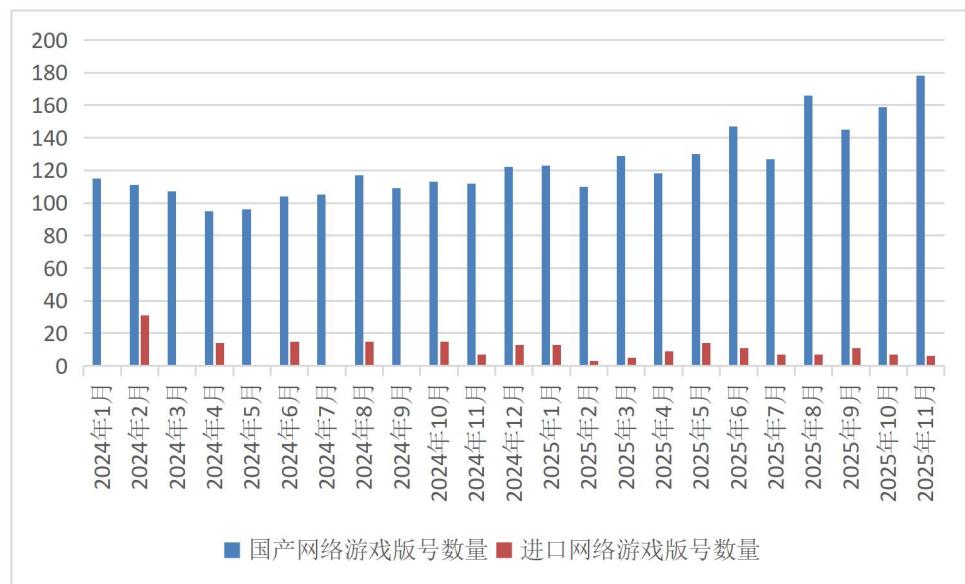
风险提示：

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、政策转暖，版号发放速度加快

2025年游戏版号发放呈“高位+稳定+加速”特征，整体趋势保持连续走高，且国产与进口版号每月稳定同步发放，前10个月累计获批板块已经超过了去年全年水平。另外，审批周期自2023年后显著缩短，2025年内出现最快3个月以内就能获批的案例，叠加地方“预审”“属地化试点”等机制优化，进一步提升了厂商上新节奏的可控性与确定性。从审批节奏与数量的显著改善再次印证行业已处于供需共振、景气上行阶段。

图1 游戏版号发放节奏加快



资料来源：国家新闻出版署，第一创业研究所整理

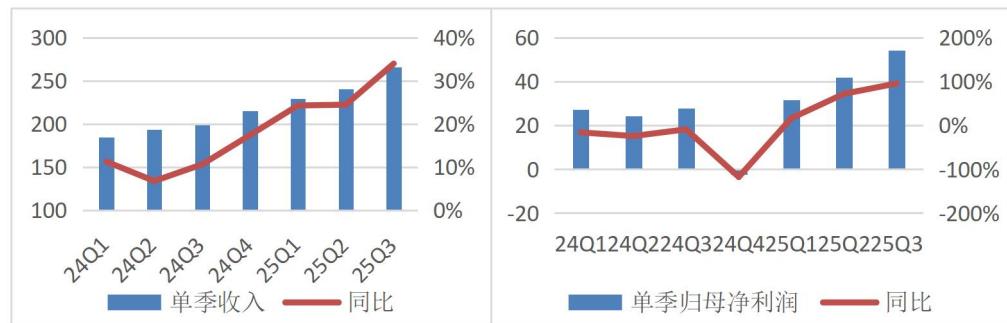
连续月度超百的国产版号发放节奏，加上目前进口版号每月一批，都使得厂商能够以季度为单位进行更优化的研发与上线安排，减少批文等待对产品周期的扰动，强化了厂商研发与内容投入的确定性与节奏感，这能进一步保证新品的质量，同时促进未来可兑现的新品数量。

二、头部公司业绩普遍转暖

从规模相对较大的头部公司营收去看，24Q3起营收增速持续上升，而2025年的归母净利润也同样大幅增长。从25Q1-Q3来看，这些头部公司的营收规模已经接近2024年全年，且增速亦远高于2024年全年。从腾讯和网易的收入上来看，2025年的收入增速同样远高于2024年。说明在版号放松的背景下，优质游戏储备更多的头部公司优先受益。



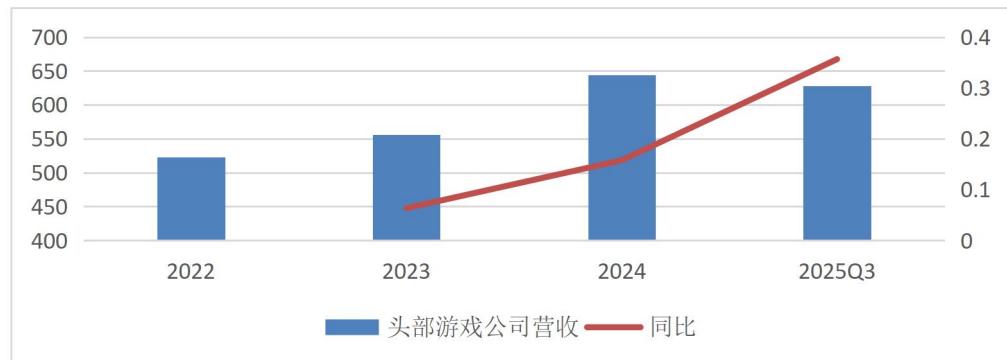
图 2 头部公司营收及归母净利润在 2025 年持续改善 (亿元, %)



资料来源: wind, 第一创业证券研究所整理

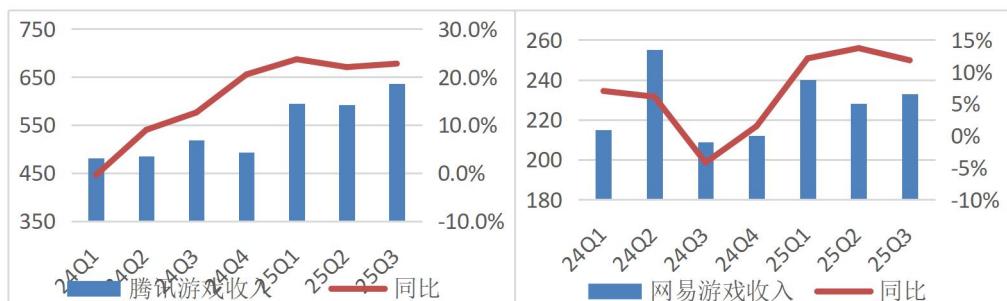
注: 仅统计了部份头部公司, 包括世纪华通、三七互娱、神州泰岳、昆仑万维、完美世界、恺英网络、吉比特、宝通科技、姚记科技、浙数文化、巨人网络, 下同。

图 3 部份头部公司营收同比数据持续改善 (亿元, %)



资料来源: wind, 第一创业证券研究所整理

图 4 腾讯和网易的游戏业务 24-25 年增速 (亿元, %)



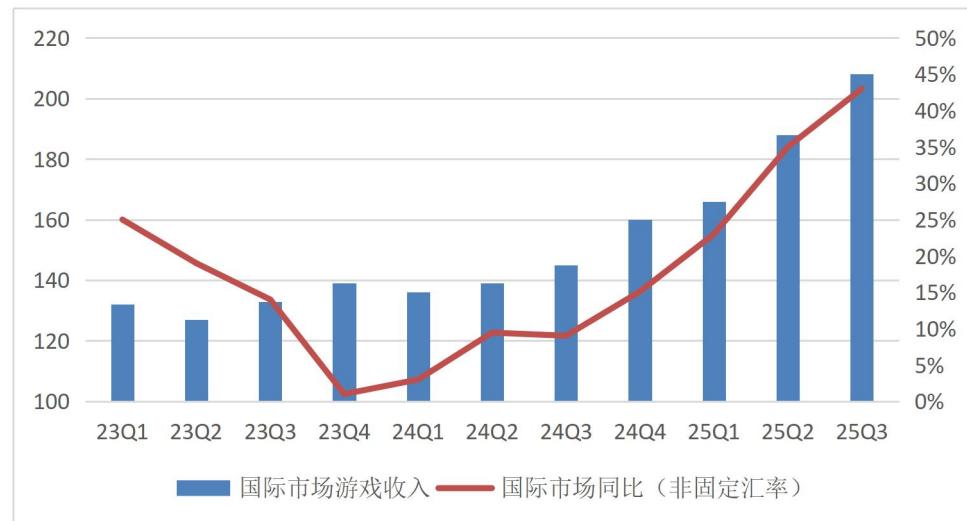
资料来源: wind, 第一创业证券研究所整理

腾讯的游戏板块海外收入在 2025 年前三季度中出现加速增长的趋势, 且增速高于整个公司游戏业务整体增速, 这主要得益于三角洲行动手游于 2025 年二季度面向全球上线并登顶 169 个国家与地区免费榜, 海外下载占比达 85%+ 并计划登陆主机平台。此外, VALORANT 此前拓展至主机并在 2025 年移动端收入与 DAU 提升, PUBG Mobile



在 2025 年继续实现两位数增长，合力推升了腾讯游戏海外板块的收入增长。

图 5 腾讯游戏的海外收入增速在 2025 年持续提高（亿元，%）

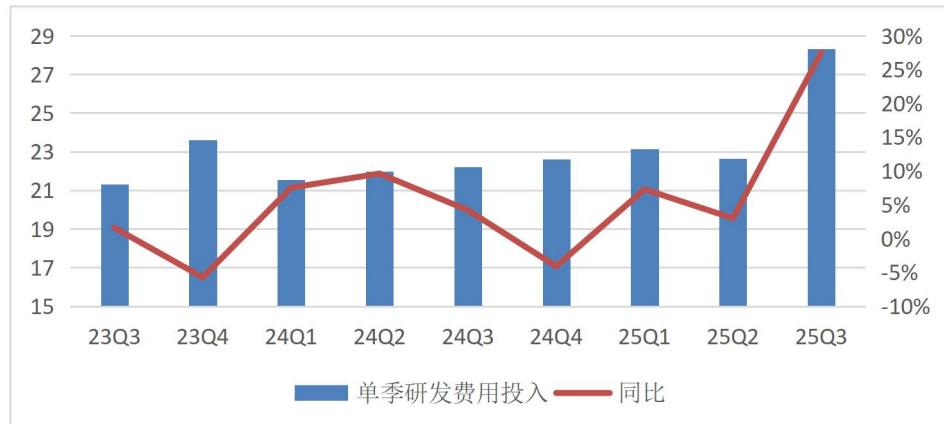


资料来源：wind，第一创业研究所整理

三、行业复苏推高企业研发投入，景气度有望维持高位

版号常态化与供给走强，这奠定了未来一段时间的基本盘。企业在版号放松的预期下，将继续加大新品的研发投入，整体来看行业景气大概率将维持高位且更趋平稳，A股公司盈利弹性将继续显著优于大盘，利润端增速大概率快于收入端。这里面，头部厂商的优质产品和储备最多，这些新品很可能将于26年大量投放市场，我们持续看好接下来游戏赛道的景气度。

图 6 头部企业研发投入意愿在 25Q3 高增（亿元）



资料来源：wind，第一创业研究所整理

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。

本报告可能在今后一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:0755-23838888FAX:0755-25831718 P. R. China:518048www. firstcapital. com. cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL:010-63197788FAX:010-63197777 P. R. China:100140