

世纪华通 (002602)

手游出海领军者，创新驱动高成长

买入 (首次)

2026年01月05日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 周珂

执业证书: S0600125080006

zhouk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	13,285	22,620	37,669	47,032	51,402
同比 (%)	15.77	70.27	66.53	24.86	9.29
归母净利润 (百万元)	524.05	1,213.20	5,018.40	8,591.77	10,628.62
同比 (%)	107.77	131.51	313.65	71.21	23.71
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.07	0.16	0.68	1.17	1.44
P/E (现价&最新摊薄)	239.95	103.65	25.06	14.64	11.83

投资要点

■ **国内 SLG 厂商持续创新，打开品类天花板。**在腾讯、网易大 DAU 游戏活跃用户自然回落、新游供给空窗期的背景下，供给侧垂域领先厂商以玩法创新、品类突破实现用户破圈。国内厂商通过成功的玩法融合，既能保留 SLG 商业化的深度，又能拓宽用户来源。面对激烈的买量竞争，将战场转移至模拟经营等“买量洼地”，以竖版、休闲化素材进行错位竞争，并优化新手引导与前期体验来提升初期留存。在以副玩法（如三消、模拟经营）进行引流和初步留存后，通过游戏内机制对用户进行分层和转化，保留 SLG 商业化深度的长板。出海 SLG 具有低胜率、高投入、高回报的特点，我们看好出海 SLG 头部厂商度过买量前期后，生命期和稳态利润率持续超预期。

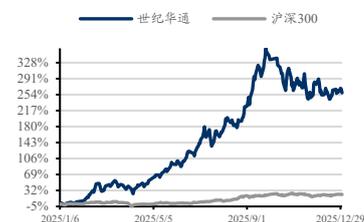
■ **深耕全球市场，持续迭代方法论构筑壁垒。**公司旗下点点互动凭借代理发行 KingsGroup 开发的《阿瓦隆之王》与《火枪纪元》两款 SLG 爆款积累了深厚的全球化营销、社区运营及发行经验。2019-2022 年转型自研自发自，通过多赛道“试错”扩品类和沉淀方法论，定位和战略逐步清晰。2023 年起公司双单品爆发，进入自研兑现期。《Whiteout Survival》凭借冰雪末日题材、融合玩法、副玩法买量和轻量化等打法成为近 5 年上线手游中 fastest 突破 20 亿美元收入的产品。《Kingshot》采用“SLG+模拟经营+休闲塔防”打法，再次验证公司方法论和框架的稳健性和可复用性。我们认为成熟的框架可降低新项目开发成本与试错风险，提高产品 ROI，标志着公司进入新的成长阶段。

■ **“双爆款”向“平台化”发展，期待品类与地区突破。**出海合成手游为高增速赛道，具备长青潜力。近两年合成手游市场规模增速显著。根据 Sensor Tower，2025H1 海外合成手游收入同比增速达 261%，为收入增速最快的手游子类别。海外头部消除移动游戏运营年限可超 10 年，合成手游具备长青潜力。在目前行业趋势下，“SLG+X”和合成赛道均对成本控制、营销策略与定价模型等综合运营能力提出了更高的要求，而点点互动已在这些方面展现出扎实的体系化实力，包括在《Whiteout Survival》所验证的产品能力与买量能力。看好公司基于爆品经验积累的产品能力、全球买量模型与数据分析体系，推动游戏业务从“双爆款”向“平台化”发展。考虑休闲游戏与 SLG 用户重叠度低，有望带来显著用户增量，助力公司海外市场扩张。

■ **盈利预测与投资评级：**公司深耕全球市场，通过长期迭代试错扩品类和沉淀方法论，双爆款验证框架，迈入新成长期。可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 31.6/19.7/17.3 倍。我们预计世纪华通公司 2025-2027 年归母净利润分别为 50.2/85.9/106.3 亿元，当前市值对应 PE 分别为 25.1/14.6/11.8 倍。考虑公司随爆款游戏买量期结束逐步释放利润，以创新持续推动品类突破，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**资产减值风险，政策监管趋严，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.06
一年最低/最高价	4.62/22.49
市净率(倍)	4.23
流通 A 股市值(百万元)	115,953.98
总市值(百万元)	125,743.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.04
资产负债率(% ,LF)	30.76
总股本(百万股)	7,370.68
流通 A 股(百万股)	6,796.83

相关研究

《世纪华通(002602): 盛趣并表增厚业绩, 关注 20 年头部产品集中上线》

2020-03-01

《世纪华通(002602): 注入盛大资产, 互补游戏品类与发行区域, 新游储备充足催化产品流水》

2019-04-18

内容目录

1. 世纪华通：传奇 IP 长青，领跑出海 SLG	4
1.1. 三大主业齐头并进，构筑多元产业竞争力	4
1.2. 股权结构分散，管理层经验丰富	5
1.3. 基本盘稳固，游戏增速亮眼	6
2. 游戏：竞争趋缓，SLG 赛道扩容	8
2.1. 大盘增速平稳，细分品类红利显著	8
2.2. SLG：融合玩法、轻量化与副玩法买量驱动赛道扩容	9
3. 世纪华通：框架获验，手游出海开启新成长期	12
3.1. 多年积累沉淀经验，进入自研兑现期	12
3.2. 玩法与商业化框架获验，打法迁移爆品接力	14
3.3. 休闲赛道继续扩张，期待品类与地区突破	17
4. 盈利预测及投资建议	19
5. 风险提示	21

图表目录

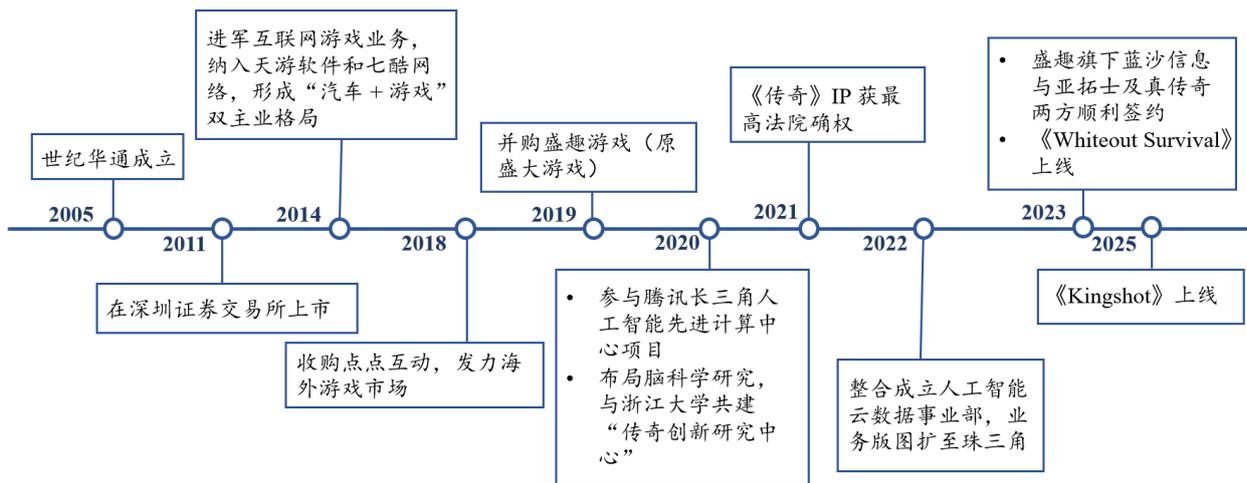
图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司股权结构图（截至 2025H1）.....	5
图 3:	公司管理团队介绍.....	5
图 4:	2019-2025Q3 公司营收及同比（亿元）.....	6
图 5:	2019-2025Q3 公司归母净利润及同比（亿元）.....	6
图 6:	公司收入结构情况.....	6
图 7:	公司游戏业务营收及同比增速（亿元）.....	6
图 8:	2019-2025H1 公司分地区收入占比.....	7
图 9:	2021-2025H1 公司分地区营收及同比（亿元）.....	7
图 10:	公司费用率情况.....	7
图 11:	公司毛利率情况.....	7
图 12:	中国移动游戏收入及同比增速（亿元）.....	8
图 13:	中国自研游戏海外收入及同比增速（亿美元）.....	8
图 14:	头部厂商代表手游中国大陆 iOS 端月活（万人）.....	8
图 15:	美国休闲手游月活（万人）.....	8
图 16:	国内头部 SLG 游戏流水趋势（万美元）.....	9
图 17:	海外头部 SLG 游戏流水趋势（万美元）.....	9
图 18:	SLG 手游赛道的持续创新.....	10
图 19:	受访轻量化 SLG 玩家中拓圈玩家和资深玩家的分布情况.....	10
图 20:	SLG+X 对商业模式的影响.....	11
图 21:	2019-2024 年点点互动部分自研产品.....	13
图 22:	点点互动发展历程.....	13
图 23:	传统 SLG 主题.....	14
图 24:	《Whiteout Survival》全新冰雪时代主题.....	14
图 25:	《Whiteout Survival》玩法框架.....	14
图 26:	《Whiteout Survival》付费点梳理.....	15
图 27:	大型节日主题活动助力内购收入持续增长.....	15
图 28:	《Whiteout Survival》玩法界面.....	16
图 29:	《Kingshot》玩法界面.....	16
图 30:	《Whiteout Survival》活动界面.....	16
图 31:	《Kingshot》活动界面.....	16
图 32:	2024M1-M10 海外各玩法消除移动游戏收入&下载量占比分布.....	17
图 33:	2024 年 1-10 月海外消除移动游戏收入 TOP10.....	17
图 34:	TOP25 合成游戏流水趋势（万美元）.....	17
图 35:	公司 2024-2025 年部分新上线游戏流水趋势（万美元）.....	18
表 1:	公司分业务营收预测（单位：亿元）.....	19
表 2:	可比公司估值（截至 2025 年 12 月 31 日）.....	20

1. 世纪华通：传奇 IP 长青，领跑出海 SLG

1.1. 三大主业齐头并进，构筑多元产业竞争力

世纪华通成立于 2005 年，是国内具有广泛影响力的综合性产业集团，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，同时布局脑科学研究、人工智能等多个领域。2005 年公司以汽车零部件及相关模具业务起家，2011 年在深圳证券交易所成功上市，2014 年进军互联网游戏业务，纳入天游软件和七酷网络，进阶为双主业上市公司。2018 年将点点互动纳入集团，发力海外游戏市场。2019 年以 298 亿元完成对盛趣游戏（原盛大游戏）的并购，形成研发、发行、运营三位一体布局。2020 年上半年，公司深度参与腾讯长三角人工智能先进计算中心及生态产业园项目，进军人工智能云数据业务，2022 年成立“人工智能云数据事业部”，版图扩至珠三角。截至 2025 年，世纪华通旗下拥有数十款知名 IP，发行范围覆盖全球 200 多个国家与地区，全球注册用户超过 30 亿，为全球领先的网络游戏开发商与运营商。

图1：公司发展历程



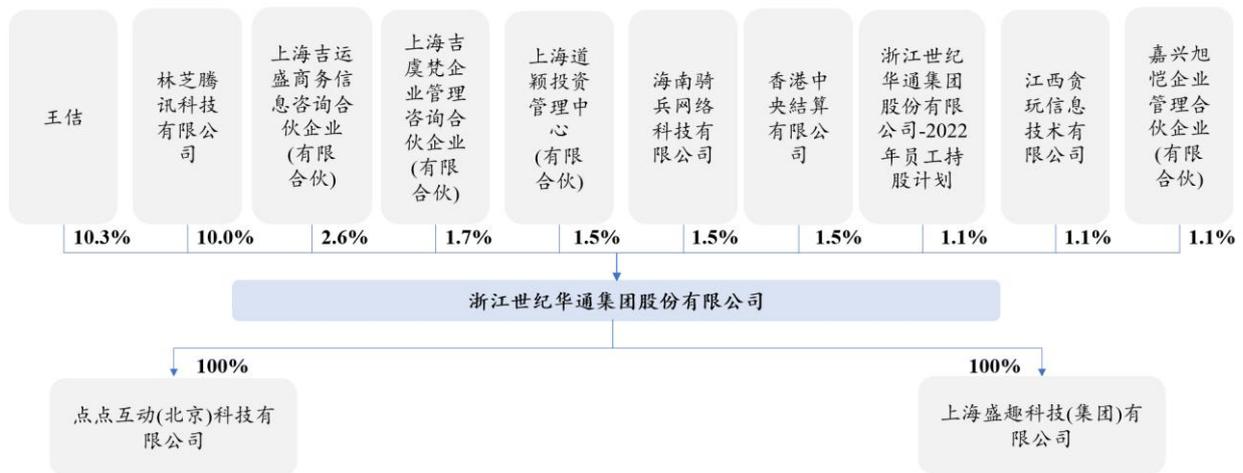
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

布局三大业务板块，构建差异化竞争。公司业务主要分为互联网游戏、人工智能云数据和汽车零部件制造三个板块。互联网游戏方面，公司代表产品包括自研自发、全渠道发行的《热血传奇》《龙之谷》经典 IP 游戏及全球爆款 SLG 游戏《Whiteout Survival》等。公司 IP 长线运营能力突出，多款产品生命周期超十年，子公司点点互动深耕海外市场，通过不断迭代产品构筑内容护城河。人工智能云数据方面，公司向腾讯、华为等互联网与科技巨头提供数据中心算力及云服务。汽车零部件制造方面，公司是上汽大众、上汽通用、一汽集团、东风集团、广州本田定点配套 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的首选供应商。在新能源领域，公司陆续斩获比亚迪、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，客户优势显著。

1.2. 股权结构分散，管理层经验丰富

实控人为公司董事长王佶，腾讯为重要股东。截至 2025H1，公司第一大股东为董事长王佶，合计持有公司股份 14.61%。林芝腾讯科技有限公司是公司第二大股东，持股比例达 10.03%，目前公司在游戏研发运营方面和腾讯达成深度合作。2023 年上海曜瞿如所持公司 4 亿股股份成功拍卖，其中江西贪玩拍得 8000 万股，恺英网络协同伙伴通过嘉兴旭恺拍得 8000 万股，三方从业务合作走向股权合作。截至 2025H1，恺英网络通过海南骑兵网络持有公司股份 1.48%。

图2：公司股权结构图（截至 2025H1）



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

管理层行业经验丰富。集团董事长王佶 2004 年创立上海天游集团，2014 年世纪华通收购天游集团后曾任公司董事，现任世纪华通董事长、盛趣游戏董事长，主导公司元宇宙、人工智能及脑科学领域布局。集团总裁谢斐曾任盛趣游戏（原盛大游戏）首席执行官；集团首席战略官方辉曾于腾讯战略投资部任职，2020 年加入公司。

图3：公司管理团队介绍

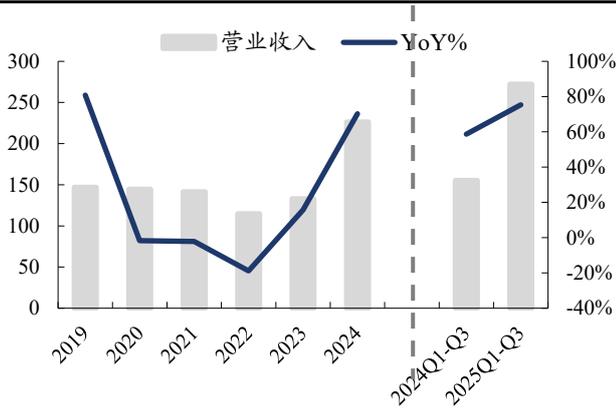
姓名	职位	介绍
王佶	集团董事长	毕业于复旦大学计算机专业。现任浙江世纪华通集团股份有限公司董事长、盛趣游戏（原盛大游戏）董事长、上海市网络游戏行业协会会长，上海浙江商会副会长；于 2021 年起分别担任为上海市网络游戏协会第二届理事会会长、上海浙江商会第十届副会长等职位。
谢斐	集团总裁	英国肯特大学工商管理学硕士学位。2016 年加入浙江世纪华通集团股份有限公司旗下盛趣游戏，曾任盛趣首席执行官，现任世纪华通总裁。
方辉	集团首席战略官	硕士毕业于北京大学。2008 年 9 月至 2013 年 4 月在中信证券股份有限公司任职；2013 年 5 月至 2017 年 7 月在腾讯科技公司战略投资部任职；2017 年 7 月至 2020 年 4 月在创梦天地科技有限公司任首席战略官。自 2020 年 5 月起加入公司，并于 2020 年 10 月起至今担任公司首席战略官。
钱昊	集团财务总监	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。2005 年至 2014 年期间曾任职于普华永道中天会计师事务所以及安永华明会计师事务所；2014 年 7 月至 2016 年 9 月曾任上海丽人丽妆化妆品股份有限公司财务总监；2016 年 9 月起担任盛趣游戏（原盛大游戏）财务总监；2021 年 7 月起担任公司会计机构负责人。2024 年 3 月起任公司财务总监。
黄怡	集团副总裁、董事会秘书	硕士毕业于对外经济贸易大学。2008 年至 2009 年就职于德意志银行（中国）有限公司。2009 年至 2020 年，就职于光大证券股份有限公司，历任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。2020 年 9 月至 2022 年 4 月任东方时尚驾驶学校股份有限公司副总经理、董事会秘书。2023 年 2 月起任公司副总裁、董事会秘书。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.3. 基本盘稳固，游戏增速亮眼

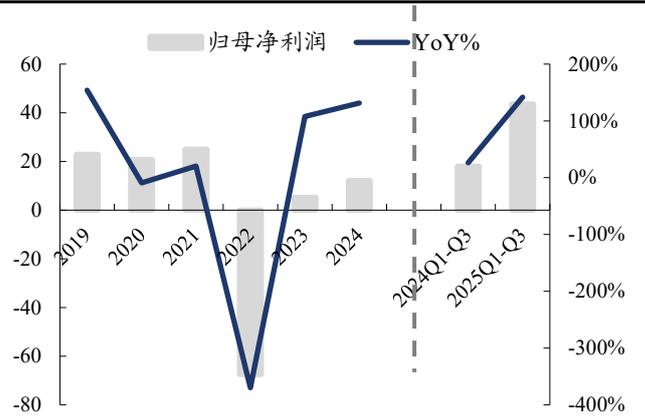
爆款游戏驱动增长，营收与利润同步攀升。2022 年公司业绩转亏主要系大额计提资产减值；自 2023 年起，子公司点点互动产品周期启动，业绩爆发性增长，2024 年营收同比+70.3%至 226.2 亿元，归母净利润同比+131.5%至 12.1 亿元；公司 2025 年前三季度实现营收 272.2 亿元，超 2024 年全年营收水平。根据 Sensor Tower，截至 2025 年 9 月《Whiteout Survival》全球累计收入（不含国内安卓市场和小程序数据）已超 35 亿美元，表现亮眼。

图4：2019-2025Q3 公司营收及同比（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

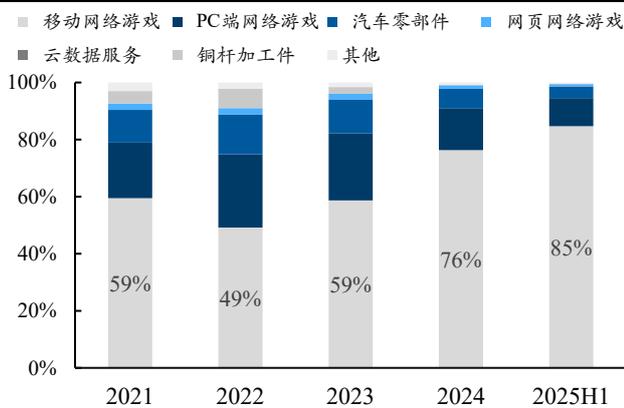
图5：2019-2025Q3 公司归母净利润及同比（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

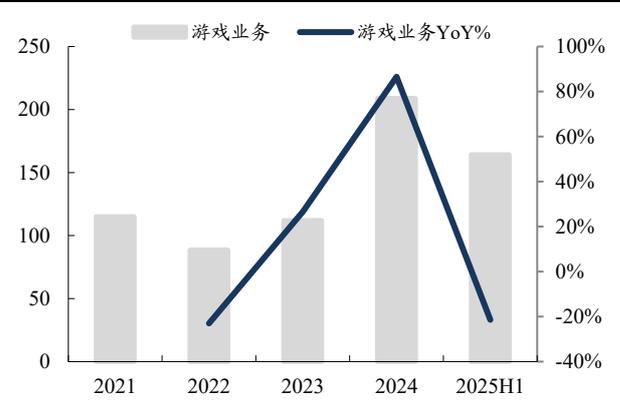
手游营收占比提升，海外贡献五成收入。2023 年以来公司游戏业务收入占比持续提升，2024 年游戏业务营收同比+86.6%至 208.8 亿元，占公司总营收的 92.3%，其中移动端游戏业务同比+121.5%至 172.6 亿元，占公司总营收的 76.3%，2025H1 占比进一步提升至 84.7%，主要系点点互动《Whiteout Survival》、《KingShot》贡献显著收入增量。出海 SLG 爆款驱动公司海外收入占比持续提升，2025H1 海外收入占比首次达到 52%。我们认为点点互动有望凭借出色的本地化能力和买量能力，不断扩大海外市场范围。

图6：公司收入结构情况



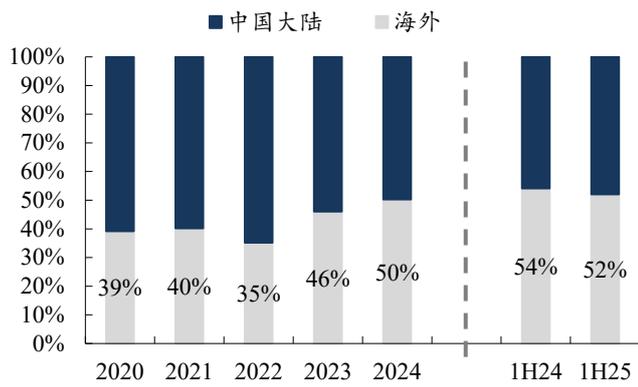
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：公司游戏业务营收及同比增速（亿元）



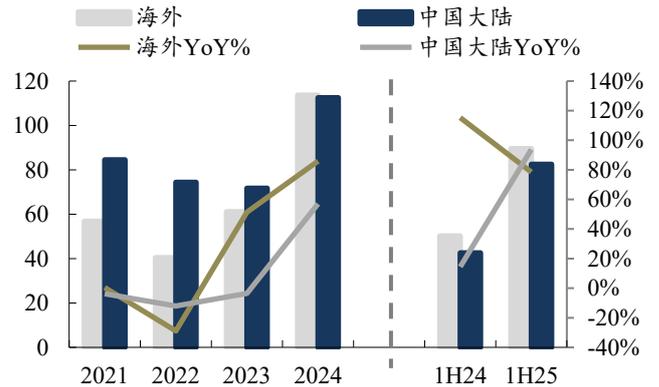
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 2019-2025H1 公司分地区收入占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

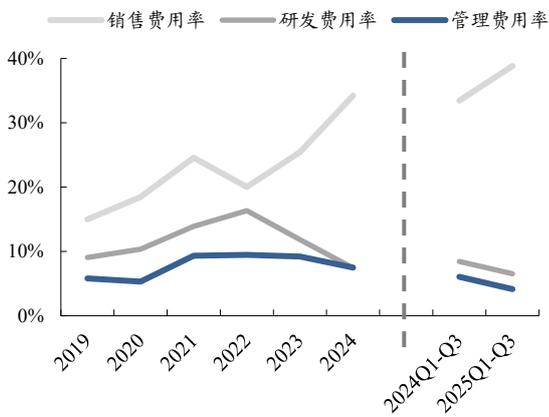
图9: 2021-2025H1 公司分地区营收及同比 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

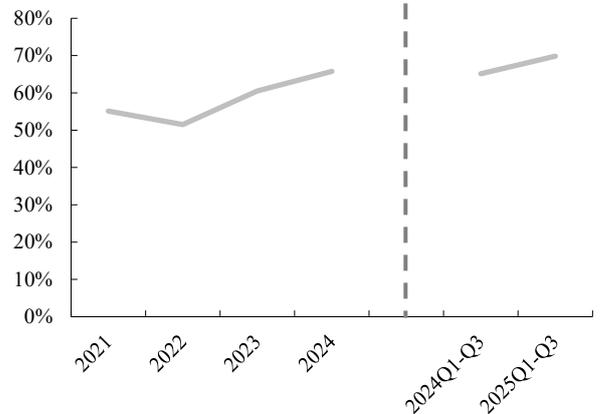
毛利率稳步提升, 买量驱动费用率提升。2023 年以来公司毛利率稳步上升, 2025 年前三季度毛利率提升至 69.85%, 主要系移动端高毛利游戏 (2024/2025H1 公司移动端游戏毛利率分别为 70.7%/72.7%) 驱动收入结构优化。从费用结构看, 2025 年前三季度研发/管理费用率分别同比-1.9pct/-1.9pct 至 6.5%/4.1%, 费用持续摊薄。2025 年前三季度销售费用率同比+5.4pct 至 38.8%, 主要系移动游戏大规模买量推广, 考虑移动端游戏逐步进入利润释放期, 公司整体盈利能力有望持续提升。

图10: 公司费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 公司毛利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 游戏：竞争趋缓，SLG 赛道扩容

2.1. 大盘增速平稳，细分品类红利显著

行业增速回归平稳。3Q25 国内游戏市场收入为 880.3 亿元，同比-4.1%，环比+7.0%。环比回升主要受益于多款新游上线以及成熟产品长线运营；同比下滑系 24 年同期《黑神话：悟空》《地下城与勇士：起源》等高流水产品带来的高基数影响。3Q25 中国自研游戏出海收入为 49.9 亿美元，同比-3.4%，环比+6.3%，其中《Kingshot》《Last Z: Survival Shooter》等产品为推动环比增长的主要动力。

图12：中国移动游戏收入及同比增速（亿元）



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

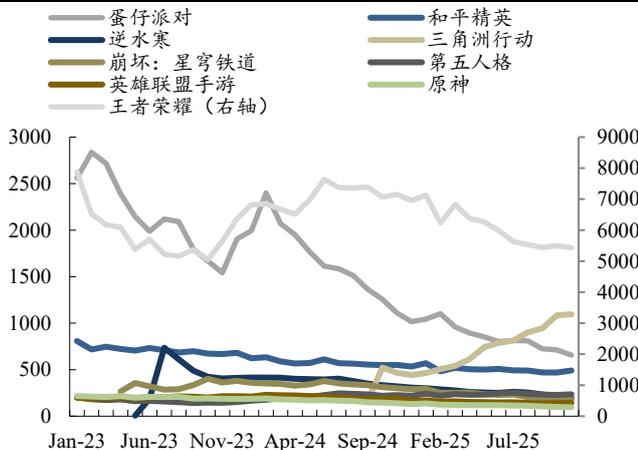
图13：中国自研游戏海外收入及同比增速（亿美元）



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

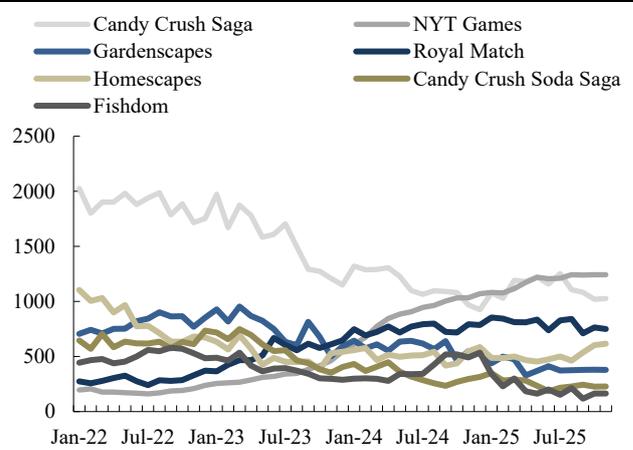
“搜打撤”和“SLG+X”品类红利显著。在腾讯、网易大 DAU 游戏活跃用户自然回落、新游供给空窗期的背景下，供给侧垂域领先厂商凭借在细分赛道上的长期深耕，建立起对用户需求的精准洞察，形成提供差异化优质体验的能力，以玩法创新、品类突破实现用户破圈；需求侧大量以“杀时间”为主要目的的休闲玩家，正逐步转化为愿意为优质内容付费的成熟乃至硬核玩家，带动市场空间扩容。买量竞争趋缓也提升了厂商的盈利能力。

图14：头部厂商代表手游中国大陆 iOS 端月活（万人）



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

图15：美国休闲手游月活（万人）



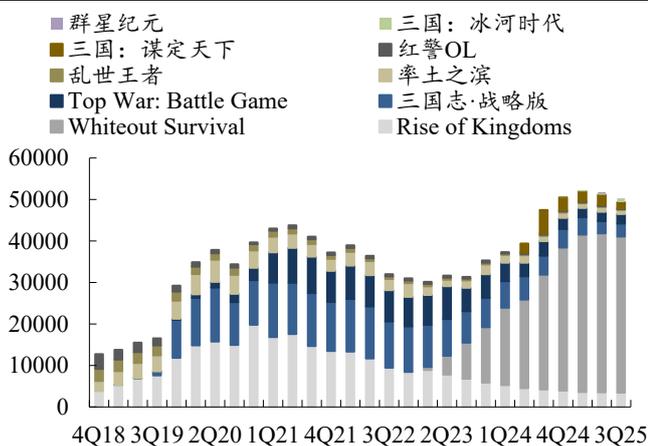
数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

2.2. SLG: 融合玩法、轻量化与副玩法买量驱动赛道扩容

国内 SLG 厂商以融合玩法、轻量化、副玩法买量等打法，打开品类天花板。近两年 SLG 赛道进入高速增长期，《无尽冬日》等头部产品月流水突破 10 亿元量级。头部厂商通过持续创新巩固领先地位，中型厂商在特定玩法模块上实现弯道超车，新兴团队通过细分市场突破获取生存空间。头部厂商在 SLG 赛道持续创新：

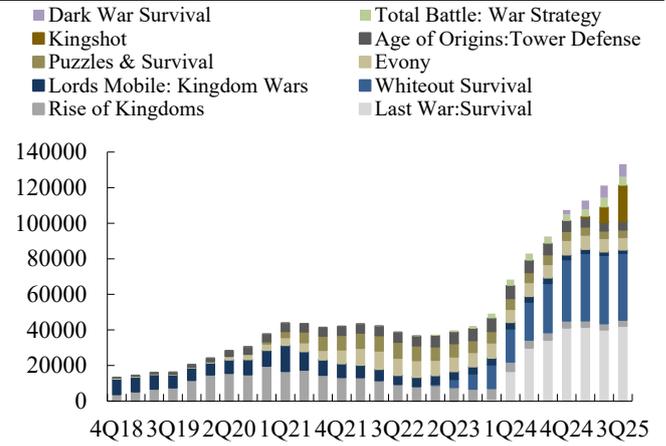
- ✓ 在 COK 确立 4X SLG 的基础框架后，头部厂商先通过题材差异化抢占细分市场，如《Last Empire》切入丧尸题材、《Kings of Avalon》切入中世纪魔幻题材、《Guns of Glory》切入大航海热兵器题材；随后开始尝试底层玩法的微调与创新，如《Lords Mobile》引入 RPG 卡牌养成元素、《Rise of Kingdoms》通过“无缝大地图+自由行军”提升 PVP 策略深度。
- ✓ 随着买量成本上升，单一重度 SLG 获客难度加大，厂商开始探索“轻量化”入口，利用休闲玩法扩大用户漏斗。《Puzzles & Survival》成功将“三消”这一超休闲玩法与重度 SLG 数值系统完美融合；《Top War》用“合成”玩法降低了升级建筑的枯燥感。主题方面，《Age of Origins》和《State of Survival》深耕末日生存赛道；《The Ants》创新性地采用了蚂蚁微观世界题材。
- ✓ 副玩法买量与融合玩法深度结合。厂商策略转向“副玩法前置”以降低获客成本，同时精细化调优融合玩法以提升留存。如《Evony》较早尝试“拉环”副玩法、《Last War: Survival》引入“数字门/跑酷”副玩法。

图16: 国内头部 SLG 游戏流水趋势 (万美元)



数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

图17: 海外头部 SLG 游戏流水趋势 (万美元)



数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

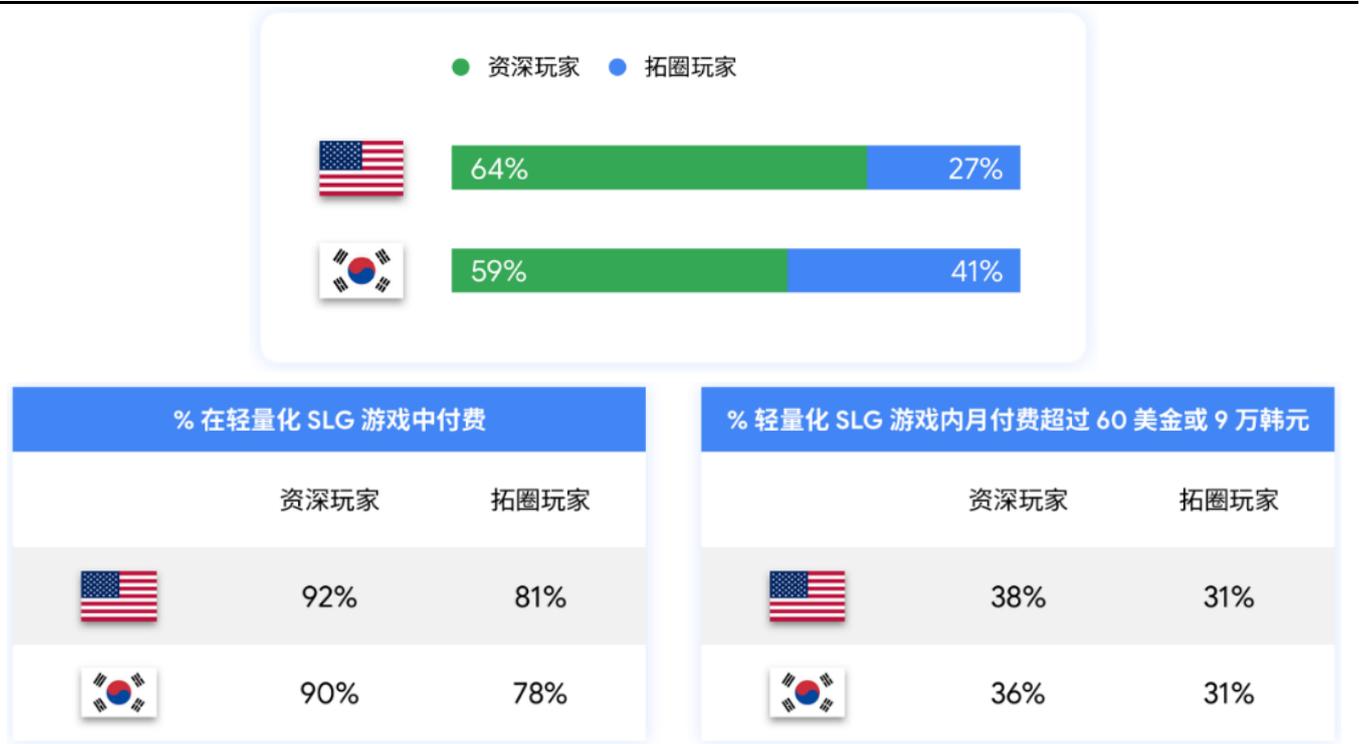
图18: SLG 手游赛道的持续创新

年份	游戏名	厂商	题材类型/玩法
2014	Clash of Kings	ELEX智明星通	/
2015	Last Empire	龙创悦动	丧尸题材
2016	Lords Mobile	IGG天盟数码	卡牌养成
	Kings of Avalon	Funplus	中世纪魔幻题材
2017	Guns of Glory	Funplus	大航海热兵器题材
2018	Rise of Kingdoms	莉莉丝	行军卡牌养成大地图PVP
	Last Shelter:Survival	龙创悦动	末日生存题材
2019	Age of Origins	壳木游戏	末日生存题材
	State of Survival	Funplus	末日生存题材
	Top War	江娱互动	卡通休闲题材合成+SLG
2020	Puzzles&Survival	三七互娱	末日生存题材三消+SLG
	Evony	Top Games	拉环副玩法
2021	Infinite Galaxy	壳木游戏	科幻题材
	The Ants	StarUnion	蚂蚁题材
2023	Last War:Survival	FUNFLY	数字门副玩法+SLG
	Whiteout Survival	世纪华通	冰雪题材模拟经营+SLG
2024	Stellar Sanctuary	壳木游戏	模拟经营+SLG

数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

海外玩家群体不断破圈。根据 Google 和 MTM 对美韩两国共 2000 名轻量化 SLG 玩家的调研, 2025H1 美国、韩国拓圈玩家占比分别达 27%、41%。美国、韩国拓圈玩家付费率分别为 81%/78%; 付费超过 60 美金或 9 万韩元玩家占比分别为 31%、31%; 拓圈玩家付费比例和付费水平略低于资深玩家, 同样具有高商业价值。

图19: 受访轻量化 SLG 玩家中拓圈玩家和资深玩家的分布情况



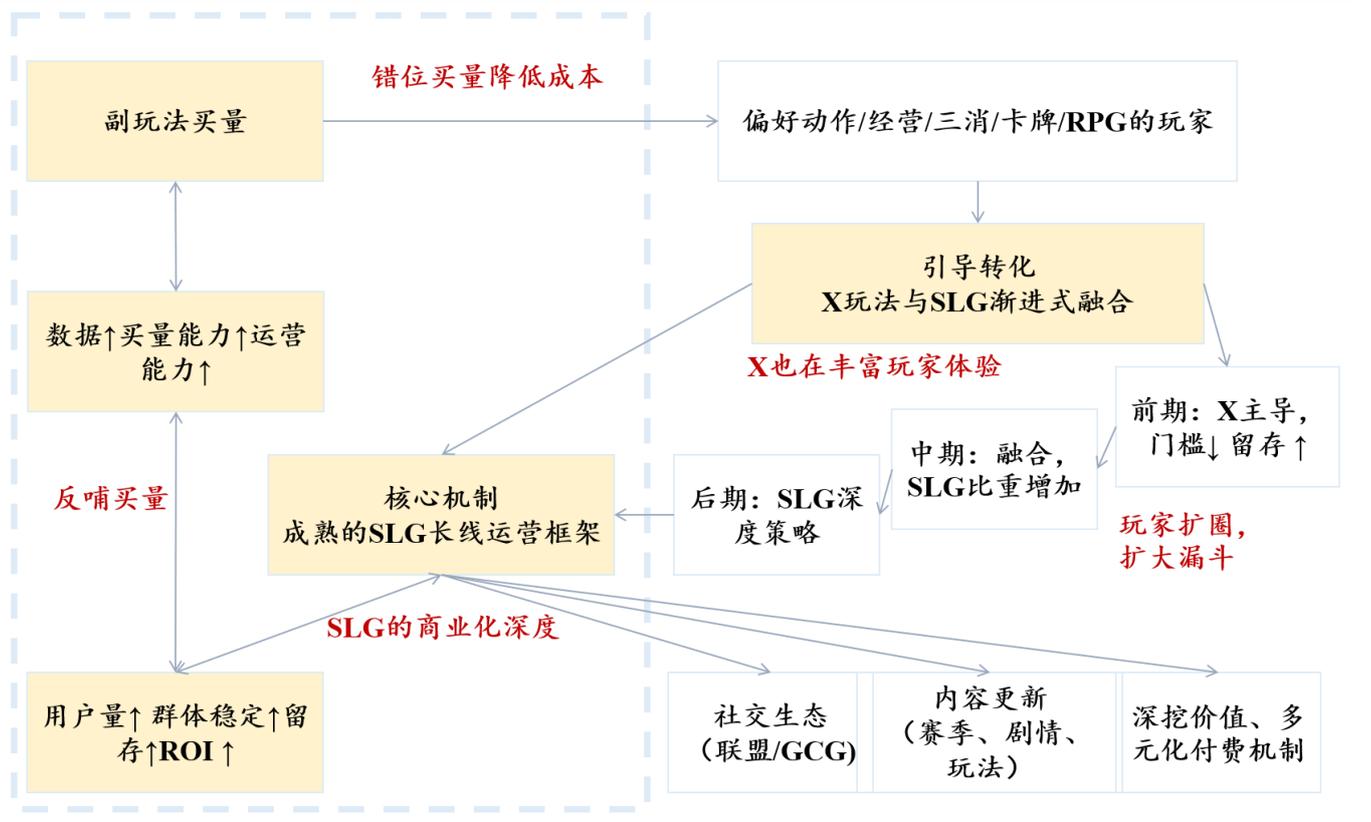
数据来源: Google, MTM, 东吴证券研究所

注: 其中拓圈玩家被定义为“从未玩过或只玩过几款 4X SLG 玩家、玩过一些 4X SLG 游戏并且近期未将 SLG 视为最喜爱的手游类型之一的玩家”

出海 SLG 具有低胜率、高投入、高回报的特点：1) 低胜率：SLG 数值设计难，要兼顾资源获取、城建发展、阵容对抗底层玩法，同时兼顾阵容环境策略、战场即时策略、GVG 宏观策略打磨，单品成功率低，SLG+X 需要平衡 SLG 玩家和 X 玩家的体验，设计难度往往更高；2) 高投入：SLG 高投入主要体现在买量。前期需买量获客搭玩家生态，同时由于单用户价值高，竞争激烈，因此单付费用户获取成本高、回本周期长、前期销售费用投入大，回收具备一定不确定性，目前 SLG+X 仍以买量模式为主；3) 高回报：长生命周期带来业绩稳健释放，利润率稳步提升。度过买量前期玩家群体稳定后，留存优化与 LTV 提升，驱动 ROI 同步提升。流水达到峰值后往往缓慢回落，由于销售费用回落幅度更大，因此利润率提升快、利润释放弹性大。

SLG+X 的融合模式，是突破该品类用户固化、买量昂贵等瓶颈的有效策略。通过成功的玩法融合，既能保留 SLG 商业化的深度，又能拓宽用户来源。厂商针对用户群体固化通过丰富的副玩法、结合 IP 联动吸引泛用户。面对激烈的买量竞争，将战场转移至模拟经营等“买量洼地”，以竖版、休闲化素材进行错位竞争，并优化新手引导与前期体验来提升初期留存。在以副玩法（如三消、模拟经营）进行引流和初步留存后，通过游戏内机制对用户进行分层和转化，保留 SLG 商业化深度的长板。

图20: SLG+X 对商业模型的影响



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

3. 世纪华通：框架获验，手游出海开启新成长期

3.1. 多年积累沉淀经验，进入自研兑现期

点点互动的发展历程可划分为“代理起家、转型期、自研爆发”三个阶段。我们认为公司通过深耕全球市场并持续迭代产品方法论，已成功构建起极高的竞争壁垒。

第一阶段（2010-2018）：借力头部代理，确立全球出海发行地位。2010年，钟英武先生与关毅涛先生创立 FunPlus，其北京团队即为点点互动。公司早年精准捕捉社交页游风口，凭借《Family Farm》实现盈利并顺利完成手游化转型；2012年海外手游市场爆发，公司推出其手机版《Family Farm Seaside》在全球多国冲入畅销榜 TOP10。2018年，世纪华通以 69.39 亿元收购点点互动。在三年超 20 亿净利润的业绩对赌压力下，点点凭借代理发行 KingsGroup 开发的《阿瓦隆之王》与《火枪纪元》两款 SLG 爆款，超额完成业绩指标，刷新了中国游戏出海的记录。这一时期，公司也积累了深厚的全球化营销、社区运营及发行经验，形成了对 SLG 赛道的深刻认知。

第二阶段（2019-2022）：转型自研自发，多品类探索。随着代理协议陆续到期，点点主动进入“自研自发”的战略转型期。期间公司业绩受研发投入加大及商誉减值影响承压，核心竞争力得到重构，通过多赛道“试错”扩品类和沉淀方法论。2019年起，公司推出超 15 款多品类游戏进行赛道测试，覆盖休闲、RPG 和 SLG 等赛道。2020年《Idle Mafia》验证了黑帮题材获客效率，试水“放置+模拟经营+卡牌”融合玩法；2021年《菲菲大冒险》以“剧情冒险+模拟经营”丰富乐趣，打造差异化体验；2022年《Frozen City》成功将模拟经营与生存策略融合，23年2月问鼎全球模拟手游增长榜。这一阶段公司捕捉到“重度游戏轻度化、休闲游戏重度化”的产业趋势，定位和战略逐步清晰，完成“模拟经营+SLG”的融合玩法架构实践，为后续提供了用户画像等底层数据资产支持与经验。

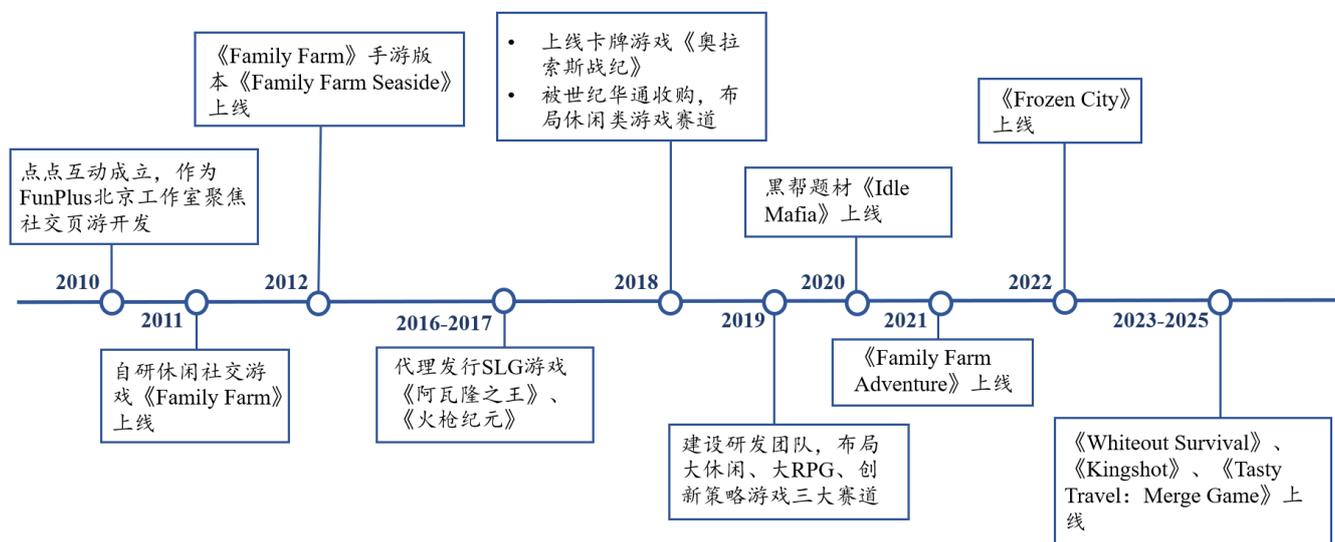
第三阶段（2023 至今）双单品爆发，进入自研兑现期。2023年起，点点互动凭借冰雪末日题材爆款《Whiteout Survival》实现业绩反转，也标志了公司实现“研发+发行+创新”的能力闭环。《Whiteout Survival》于 2023 年 2 月上线，凭借冰雪末日题材、融合玩法、副玩法买量和轻量化等打法，仅用时约一年全球累计收入突破 20 亿美元，成为近 5 年上线手游中 fastest 突破 20 亿美元收入的产品。公司此后推出的《Kingshot》采用“SLG+模拟经营+休闲塔防”打法，上线不到半年流水破亿美元，再次验证公司方法论和框架的稳健性和可复用性。

图21: 2019-2024 年点点互动部分自研产品

赛道	游戏	上线时间	品类
休闲	Dream Detective	2019	休闲解密
休闲	Idle Mafia	2020	放置 + RPG
休闲	Dragonscapes Adventure	2020	模拟经营
休闲	Idle Courier Tycoon	2020	放置 + RPG
休闲	Family Farm Adventure	2020	模拟经营
休闲	Merge Skyland	2021	二合
休闲	Enigmiter's Prophecy	2021	三消 + RPG
休闲	Frozen City	2022	模拟经营
休闲	Tasty Travels: Merge Game	2023	二合
休闲	Truck Star Match	2024	三消
RPG	Lumia Saga	2019	MMORPG
RPG	Devil Hunter: Eternal War	2020	MMORPG
RPG	Valor Legends: Idle RPG	2020	放置 + RPG
SLG	Mafia World: Bloody War	2022	SLG
SLG	Whiteout Survival	2023	SLG + 模拟经营

数据来源: AppGrowing 出海观察, 东吴证券研究所

图22: 点点互动发展历程



数据来源: 公司官网, 公司公众号, 百度百科, 东吴证券研究所

3.2. 玩法与商业化框架获验，打法迁移爆品接力

低门槛获客+深度 SLG 变现打通商业闭环，验证玩法及数值框架有效性。正如前文所述，《Whiteout Survival》的爆发并非偶然，而是公司在多次迭代试错后，在激烈的买量竞争环境下探索出的“解法”。买量获客侧，《Whiteout Survival》通过竖屏操作、低饱和度美术风格及初期模拟经营玩法，大幅降低了上手门槛，同时利用轻量化素材吸引泛用户，有效改善了传统 4X SLG 游戏获客成本高企的痛点。题材侧，《Whiteout Survival》以差异化“冰雪生存”题材突破同质化竞争，冰雪生存主题提供了清晰的初期目标，也带来有沉浸感的体验。生存挑战、资源积累和社交对抗元素衔接流畅自然，大量非传统 SLG 玩家通过轻度玩法沉淀转化为高 LTV 用户，框架有效性获验。

图23: 传统 SLG 主题



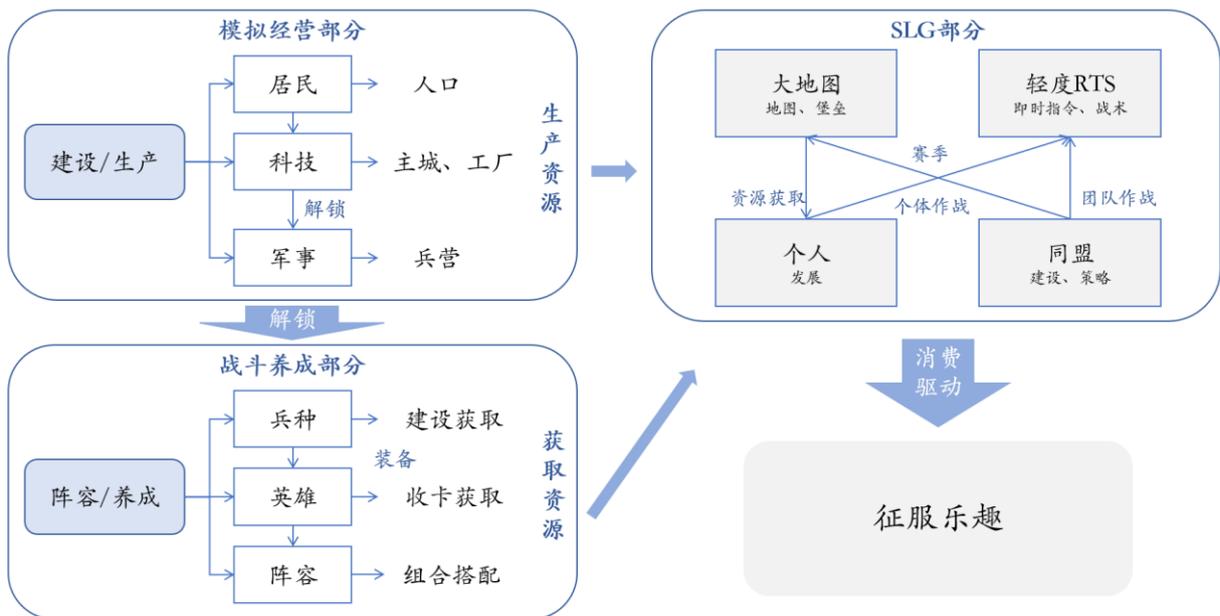
数据来源:《率土之滨》官网, 东吴证券研究所

图24: 《Whiteout Survival》全新冰雪时代主题



数据来源:《无尽冬日》官网, 东吴证券研究所

图25: 《Whiteout Survival》玩法框架



数据来源: 游娱 fan, 东吴证券研究所

精细化、阶梯式付费机制，长线运营可期。《Whiteout Survival》通过多样化的活动设计构建了分层、分时的内容生态，提高玩家多维参与度和留存。通过争夺战、排行榜及限定外观提供社交属性和成就感，丰富传统 4X SLG 游戏乐趣。商业化方面，登录礼包和首充礼包等促销内容助力付费破冰，周卡和月卡设计提高了中长期留存和活跃度从而维持游戏生态健康度，统帅特权和专项礼包等机制挖掘商业化潜力。

图26: 《Whiteout Survival》付费点梳理

目标	0氪	轻氪	中氪	重氪
刺激留存/活跃 帮助玩家快速体验各个玩法			7日签到活动 官方常规活动	
战力不足 刺激付费 刺激玩家 破冰付费	×		6元登录礼包 首冲活动-送橙卡英雄	
刺激短期活跃/付费 玩家需要资源支持 帮助玩家快速度过前期卡点	×		特惠日卡、周卡、月卡 常规周卡、月卡 统帅特权礼包	
刺激中期活跃/付费 需要加速建造和战力进度 帮助玩家快速发展	×	×	建造加速礼包 行军加速礼包 英雄招募、装备礼包 兵种装备礼包	
刺激长期活跃/付费 需要强度，参加联盟战斗 长期付费	×	×	钻石商城 兑换商店	

数据来源: 游娱 fan, 东吴证券研究所

图27: 大型节日主题活动助力内购收入持续增长



数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

题材差异化拓宽用户群体。不同于《Whiteout Survival》，《Kingshot》以中世纪王国建造为主题，采用类 Supercell 式的欧美卡通画风，色调明快，受众指向更广大的大众市场。同时，《Kingshot》引入类《Thronefall》的轻度塔防作为前端玩法，以“塔防获取资源、建造升级、解锁 4X 沙盘”的链路平滑过渡到 4X SLG 玩法框架。对比《Whiteout Survival》来看，《Kingshot》装备系统高度精简，商业化设计（如 VIP 体系、礼包模型和道具）和运营活动整体延续了《Whiteout Survival》的成功打法。我们认为《Kingshot》验证了公司方法论的横向迁移能力，成熟的框架可降低新项目开发成本与试错风险，提高产品 ROI，标志着公司进入新的成长阶段。

图28: 《Whiteout Survival》玩法界面



数据来源：游戏那点事 Gamez 公众号，东吴证券研究所

图29: 《Kingshot》玩法界面



数据来源：游戏那点事 Gamez 公众号，东吴证券研究所

图30: 《Whiteout Survival》活动界面



数据来源：游戏那点事 Gamez 公众号，东吴证券研究所

图31: 《Kingshot》活动界面

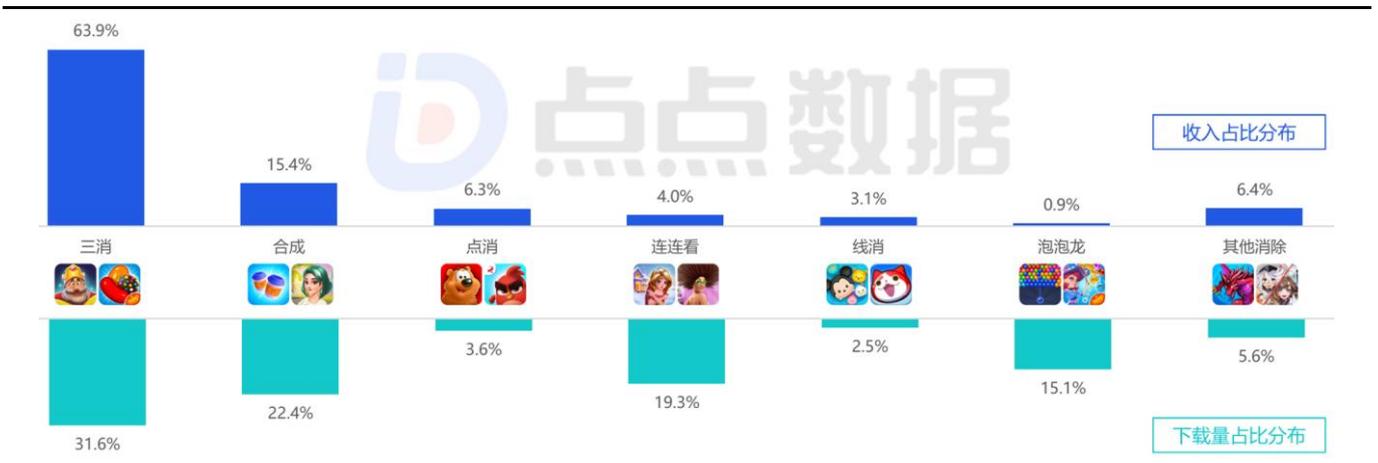


数据来源：游戏那点事 Gamez 公众号，东吴证券研究所

3.3. 休闲赛道继续扩张，期待品类与地区突破

出海合成手游为高增速赛道，具备长青潜力。根据点点数据，2024年1-10月海外消除移动游戏市场整体收入规模约为674.8亿元，下载量约为23.8亿次，广告变现在海外消除移动游戏中占据了极大的比重。2024年海外消除移动游戏市场中三消玩法的收入与下载量占比都占据了绝对优势，合成玩法则紧随其后。近两年合成手游市场规模增速显著。根据Sensor Tower，2025H1海外合成手游收入同比增速达261%，为收入增速最快的手游子类别，主要由《Gossip Harbor》（中国厂商柠檬微趣产品）、《Travel Town》（以色列厂商Moon Active产品）等头部产品驱动。海外头部消除移动游戏运营年限可超10年，合成手游具备长青潜力。

图32: 2024M1-M10 海外各玩法消除移动游戏收入&下载量占比分布



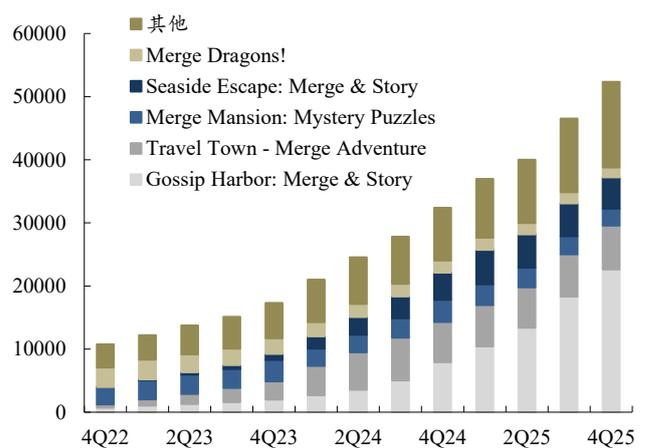
数据来源：点点数据，东吴证券研究所

图33: 2024年1-10月海外消除移动游戏收入TOP10

排名	icon	游戏名	上线时间/玩法	预估流水 (亿元)
1		Royal Match	3年+ / 三消	105.60
2		Candy Crush Saga	12年+ / 三消	83.89
3		Gardenscapes	8年+ / 三消	44.28
4		Homescapes	7年+ / 三消	29.51
5		Fishdom	9年+ / 三消	29.14
6		パズル&ドラゴンズ	12年+ / 消除战斗RPG	25.13
7		Toon Blast	7年+ / 点消	24.67
8		Travel Town	3年+ / 合成	19.58
9		Candy Crush Soda Saga	10年+ / 三消	17.67
10		Empires & Puzzles	7年+ / 消除战斗RPG	14.60

数据来源：点点数据，东吴证券研究所

图34: TOP25 合成游戏流水趋势 (万美元)

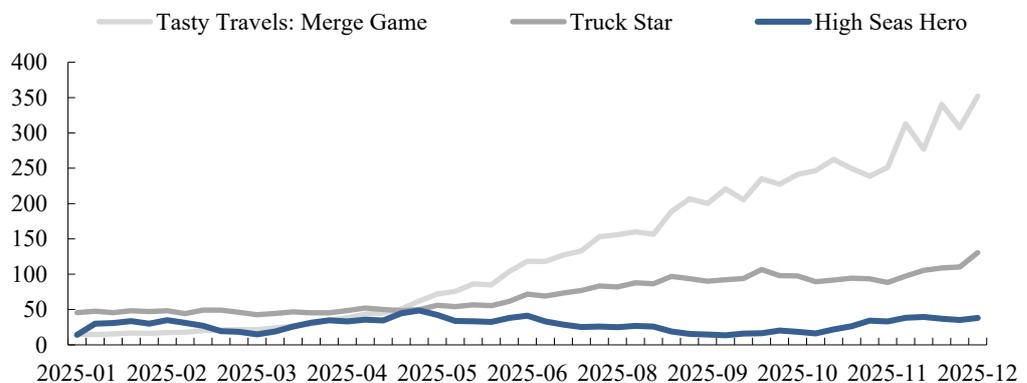


数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

《Gossip Harbor》通过“叙事融合创新”成功实现玩家扩圈。传统消除/合成类游戏的核心吸引力，在于清理与合成带来的秩序感与解压体验——玩家将杂乱碎片转化为高级物品，获得“物归其位”的满足感；同时，低门槛、高反馈的玩法也高度适配碎片化娱乐需求。《Gossip Harbor》创新性地采用短剧式叙事，转向《绝望主妇》式的成人化设定（如离婚、背叛等），塑造高强度悬念，使游戏具备“短剧”般的爽点，玩家付费动机从“过关”转向“追剧”。其广告素材往往利用“母女在大雪中求生”等极具张力的画面吸引泛用户，从而提升转化率、降低买量成本。

看好点点互动在大休闲赛道持续发力。在目前行业趋势下，“SLG+X”和合成赛道均对成本控制、营销策略与定价模型等综合运营能力提出了更高的要求，而点点互动已在这些方面展现出扎实的体系化实力，包括在《Whiteout Survival》所验证的产品能力与买量能力。点点互动旗下合成类游戏《Tasty Travels: Merge Game》于2024年上线。根据 Sensor Tower，《Tasty Travels: Merge Game》位居2025年11月中国出海手游收入排行榜第17名，跃居全球合成手游赛道收入榜第四名。融合三消游戏《Truck Star》于2024年上线；《High Seas Hero》于2025年1月上线，融合了战规模拟建造、SLG、放置类RPG等多种元素。看好公司基于爆品经验积累的产品能力、全球买量模型与数据分析体系，在新品类赛道实现更高ROI的规模化投放，推动游戏业务从“双爆款”向“平台化”发展。考虑休闲游戏与SLG用户重叠度低，有望带来显著用户增量，助力公司海外市场扩张。

图35: 公司 2024-2025 年部分新上线游戏流水趋势 (万美元)



数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

注: 第三方数据为拟合值, 与实际数据可能有差异

4. 盈利预测及投资建议

核心假设与收入拆分:

移动网络游戏: 考虑《Whiteout Survival》与《Kingshot》长线运营,新游逐步爬坡,我们预计公司该板块 2025-2027 年收入为 320.4/412.0/454.0 亿元,同比增速为 86%/29%/10%。考虑手游业务稳健运营以及产品研发、推广及运营节奏影响,我们预计 2025-2027 年毛利率为 73%/72%/70%。

PC 端网络游戏: 考虑国内盛趣业务稳健运营,我们预计公司该板块 2025-2027 年收入为 36.2/38.0/39.2 亿元,同比增速为 9%/5%/3%。考虑存量游戏长线运营以及产品研发、推广及运营节奏影响,我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 70%/70%/70%。

汽车零部件: 考虑汽车零部件业务客户稳定,我们预计公司该板块 2025-2027 年收入为 15.3/15.7/16.5 亿元,同比增速为 0%/3%/5%。考虑汽车零部件业务客户稳定以及产品结构变化,我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 14%/14%/14%。

其他: 考虑公司聚焦主业,我们预计公司该板块 2025-2027 年收入为 4.8/4.6/4.3 亿元,同比增速为 -5%/-5%/-5%。我们预计 2025-2027 年其他业务毛利率分别为 30%/30%/30%。

综上,我们预计公司 2025-2027 年收入为 376.7/470.3/514.0 亿元,同比增速为 67%/25%/9%。我们预计 2025-2027 年公司毛利率随业务结构变化先升后降,费用率随游戏买量高峰期结束后逐步优化;我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 50.2/85.9/106.3 亿元。

表1: 公司分业务营收预测 (单位: 亿元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	132.8	226.2	376.7	470.3	514.0
YoY%	15.8	70.3	66.5	24.9	9.3
毛利率 (%)	60.5	65.8	69.8	69.5	67.8
移动网络游戏	77.9	172.6	320.4	412.0	454.0
YoY%	38.2	121.5	85.6	28.6	10.2
毛利率 (%)	68.6	70.7	73.0	72.0	70.0
PC 端网络游戏	31.3	33.2	36.2	38.0	39.2
YoY%	6.3	6.1	9.0	5.0	3.0
毛利率 (%)	70.8	66.8	70.0	70.0	70.0
汽车零部件	15.8	15.3	15.3	15.7	16.5
YoY%		-3.1	0.0	3.0	5.0
毛利率 (%)	13.1	14.3	13.5	13.5	13.5
其他	7.8	5.0	4.8	4.6	4.3
YoY%	-72.9	-35.5	-5.0	-5.0	-5.0
毛利率 (%)	34.5	46.5	30.0	30.0	30.0

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资建议：公司深耕全球市场，通过长期迭代试错扩品类和沉淀方法论，双爆款验证框架，迈入新成长期。根据业务相似性和领域相关性，我们选择巨人网络、吉比特和完美世界作为可比公司。可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 31.6/19.7/17.3 倍。我们预计世纪华通公司 2025-2027 年归母净利润分别为 50.2/85.9/106.3 亿元，当前市值对应 PE 分别为 25.1/14.6/11.8 倍。考虑公司随爆款游戏买量期结束逐步释放利润，以创新持续推动品类突破成长空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。

表2：可比公司估值（截至 2025 年 12 月 31 日）

公司名称	股票代码	总市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
巨人网络	002558.SZ	83,755	2,353	4,276	4,763	35.6	19.6	17.6
吉比特	603444.SH	30,535	1,679	1,759	1,903	18.2	17.4	16.0
完美世界	002624.SZ	31,796	775	1,427	1,748	41.0	22.3	18.2
平均						31.6	19.7	17.3
世纪华通	002602.SZ	125,744	5,018	8,592	10,629	25.1	14.6	11.8

数据来源：Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

注：表中公司盈利预测均来自东吴研究所测算；市场数据截至 2025 年 12 月 31 日收盘

5. 风险提示

资产减值风险：若 IDC 项目运营效果不及预期，或产生资产减值的风险。

政策监管趋严：游戏行业受政策影响较大，若政策监管趋严或导致游戏公司产品发行节奏不及预期。

竞争加剧：若竞争加剧，或导致公司买量成本被动抬升，业绩不及预期。

世纪华通三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,252	19,687	31,741	44,933	营业总收入	22,620	37,669	47,032	51,402
货币资金及交易性金融资产	6,528	10,667	20,593	32,704	营业成本(含金融类)	7,736	11,394	14,357	16,527
经营性应收款项	3,734	6,197	7,740	8,470	税金及附加	53	89	110	121
存货	761	1,121	1,413	1,626	销售费用	7,742	14,126	15,662	15,420
合同资产	34	57	71	78	管理费用	1,695	2,260	2,822	3,084
其他流动资产	1,194	1,644	1,924	2,055	研发费用	1,680	2,637	3,386	3,084
非流动资产	26,673	24,947	24,458	23,970	财务费用	82	41	39	36
长期股权投资	1,499	1,499	1,499	1,499	加:其他收益	61	102	127	139
固定资产及使用权资产	1,682	1,521	1,359	1,197	投资净收益	(484)	671	470	514
在建工程	232	232	232	232	公允价值变动	(125)	0	0	0
无形资产	2,049	1,722	1,396	1,069	减值损失	(1,046)	(1,000)	0	0
商誉	12,022	11,022	11,022	11,022	资产处置收益	8	13	16	17
长期待摊费用	317	317	317	317	营业利润	2,045	6,908	11,270	13,800
其他非流动资产	8,871	8,633	8,633	8,633	营业外净收支	(598)	(598)	(598)	(598)
资产总计	38,924	44,634	56,199	68,903	利润总额	1,447	6,309	10,672	13,202
流动负债	11,530	13,251	15,959	17,705	减:所得税	402	1,136	1,814	2,244
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,423	2,426	2,376	2,326	净利润	1,045	5,174	8,857	10,957
经营性应付款项	1,051	1,549	1,951	2,246	减:少数股东损益	(168)	155	266	329
合同负债	1,338	2,228	2,781	3,040	归属母公司净利润	1,213	5,018	8,592	10,629
其他流动负债	4,717	7,049	8,850	10,094	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.16	0.68	1.17	1.44
非流动负债	1,944	1,738	1,738	1,738	EBIT	3,482	6,350	10,710	13,238
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,514	6,839	11,199	13,726
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.80	69.75	69.47	67.85
租赁负债	140	140	140	140	归母净利率(%)	5.36	13.32	18.27	20.68
其他非流动负债	1,804	1,598	1,598	1,598	收入增长率(%)	70.27	66.53	24.86	9.29
负债合计	13,474	14,989	17,697	19,444	归母净利润增长率(%)	131.51	313.65	71.21	23.71
归属母公司股东权益	24,809	28,848	37,440	48,068					
少数股东权益	642	797	1,063	1,391					
所有者权益合计	25,450	29,645	38,502	49,460					
负债和股东权益	38,924	44,634	56,199	68,903					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,046	6,920	10,126	12,264	每股净资产(元)	3.45	4.01	5.18	6.62
投资活动现金流	(1,337)	435	(112)	(67)	最新发行在外股份(百万股)	7,371	7,371	7,371	7,371
筹资活动现金流	(971)	(3,148)	(89)	(86)	ROIC(%)	8.44	16.74	24.28	23.64
现金净增加额	2,758	4,140	9,926	12,111	ROE-摊薄(%)	4.89	17.40	22.95	22.11
折旧和摊销	1,032	488	488	488	资产负债率(%)	34.62	33.58	31.49	28.22
资本开支	(567)	(585)	(582)	(581)	P/E(现价&最新股本摊薄)	103.65	25.06	14.64	11.83
营运资本变动	1,522	423	630	715	P/B(现价)	4.95	4.25	3.29	2.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>