

聚焦出海、AI 赋能，布局内容新供给

——2026 年传媒互联网行业年度策略

报告要点:

● 板块回顾：板块跑赢指数，游戏领涨，eps 驱动行情

2025 年传媒板块上涨 24.75%，跑赢大盘，位列申万 31 个子行业的第 8 位，其中游戏上涨 60.67% 领跑板块。前三季度行业营收增长 5.92%，利润端增长 37.12%，eps 驱动板块行情。当前行业估值处于近三年估值 47% 分位水平，游戏及影视院线板块估值具备吸引力。

● 游戏：手游景气度回升，玩法、题材、品类多点开花

2025 年移动游戏市场实现销售收入为 2570.76 亿元，同比增长 7.92%，景气度有所回升。年内《超自然行动组》、《杖剑传说》等新品表现超预期，《王者荣耀》、《和平精英》、《梦幻西游》等长青游戏长线运营表现亮眼。政策方面，25 年游戏版号发放节奏稳定，审批节奏平稳利好供给端繁荣。另一方面，多家游戏公司组织调整进入尾声，带动中腰部厂商开启新的产品周期。2025 年产品供给在玩法、题材、品类多点开花，“搜打撤”的玩法热度攀升，多款产品年内迎来爆发；“微恐”题材表现亮眼；FPS 在国内市场增长显著；“SLG+X”突破传统 SLG 流水天花板。展望 2026 年，整体产品供给丰富，腾网米聚焦 FPS、开放世界等品类，中型厂商储备产品也颇具看点。

● 影视：政策利好长剧及综艺，短剧扬帆出海，AI 漫剧爆发

2025 年“广电 21 条”落地，政策利好长剧及综艺板块。短剧方面，国内市场 2025 年规模 677.9 亿元同比增长 34.4%，其中 IAA 占比 71%，占据主流。海外市场高速增长，2025 年规模预计 210.7 亿，增长 145.7%。2025 年海外短剧平台流量端竞争加剧，但整体头部玩家收入端市场份额稳定，行业盈利拐点明年或可期待。漫剧快速崛起，年内市场规模有望突破 200 亿，其制作成本显著低于真人短剧，同时 AI 技术深度赋能产出效率大幅提升，长短视频平台相继针对漫剧推出激励政策，带动 ROI 提升。

● AI 应用：模型持续迭代，商业化加速

2025 年 AI 模型能力持续迭代，Gemini 3、ChatGPT5.2、DeepSeek3.2、Qwen3 等大模型呈现追赶势头，多模态方面 Sora2、Nano Banana Pro、Veo3 引发关注。另一方面 2025 年 AI 商业化加速，据 The Information 报道 2025 年 7 月 OpenAI ARR 达到 120 亿美元，垂类应用中 AI 编程、AI 设计、AI 搜索、AI 视频等领域均有过亿美元年化收入的代表产品，近期 Minimax、智谱 AI 加速资本化，或驱动商业闭环加速。2026 年我们继续看好 AI 应用端投资机会，关注 AI 视频、AI 广告、AI 漫剧、AI 游戏等。

● 相关标的

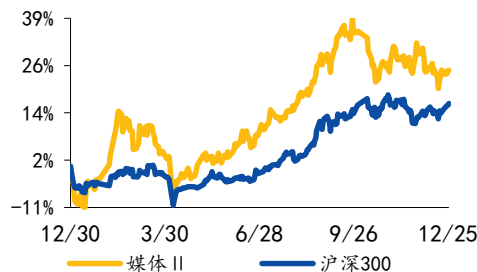
标的方面，推荐关注：巨人网络、恺英网络、完美世界、世纪华通、三七互娱、吉比特、神州泰岳、浙数文化、昆仑万维、快手、心动公司、姚记科技、上海电影、芒果超媒、南方传媒、皖新传媒等。

● 风险提示

AI 进展不及预期，政策监管收紧风险，大模型迭代不及预期的风险，核心产品商业化表现不及预期的风险。

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-传媒行业周报: MiniMax 及智谱港股上市加速, 字节发布通用 Agent 模型 Seed1.8》2025.12.23

《国元证券行业研究-传媒行业周报: OpenAI 发布 GPT-5.2, 关注《九牧之野》及《名将杀》上线表现》2025.12.16

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002558	巨人网络	买入	46.06	89114.61	0.78	1.16	1.84	59.05	39.71	25.03
002517	恺英网络	买入	22.35	47749.51	0.77	1.02	1.21	29.03	21.91	18.47
002624	完美世界	买入	16.34	31699.08	-0.68	0.43	0.79	-24.03	38.00	20.68
002602	世纪华通	增持	17.12	126207.99	0.17	0.78	1.10	100.71	21.89	15.50
603444	吉比特	买入	433.51	31230.54	13.15	22.50	25.24	32.97	19.27	17.18
300002	神州泰岳	买入	11.37	22366.77	0.73	0.57	0.73	15.55	19.95	15.58
002605	姚记科技	买入	23.58	9848.07	1.31	1.45	1.60	17.93	16.26	14.74
002555	三七互娱	增持	22.63	50062.94	1.21	1.44	1.60	18.70	15.71	14.15
600633	浙数文化	买入	12.73	16142.59	0.40	0.50	0.58	31.82	25.46	21.95
300418	昆仑万维	买入	39.69	49825.12	-1.30	-0.73	-0.21	-30.53	-54.37	-189.00
2400.HK	心动公司	买入	64.55	31945.02	1.64	3.33	3.97	35.42	17.45	14.63
1024.HK	快手	买入	64.60	279030.71	4.10	4.65	5.70	14.18	12.50	10.20
601595	上海电影	买入	29.03	13011.25	0.20	0.53	0.72	145.15	54.77	40.32
300413	芒果超媒	买入	23.98	44859.89	0.73	0.83	0.95	32.85	28.89	25.24
601900	南方传媒	买入	13.52	11924.24	0.92	1.31	1.38	14.70	10.32	9.80
601801	皖新传媒	买入	6.56	12844.03	0.36	0.39	0.41	18.22	16.82	16.00
000681	视觉中国	买入	21.77	15251.57	0.17	0.17	0.19	128.06	128.06	114.58

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：心动公司及快手收盘价单位为港币，收盘价为 12 月 26 日收盘价

目 录

1.板块回顾：板块跑赢指数，游戏领涨.....	5
2.游戏：手游赛道景气度回升，玩法、题材、品类多点开花.....	7
2.1 产品供给：玩法、题材、品类多点开花.....	10
2.2 2026 展望：储备产品丰富，国内海外齐发力.....	12
2.3 重点上市公司.....	14
2.3.1 巨人网络.....	14
2.3.2 完美世界.....	14
2.3.3 恺英网络.....	14
2.3.4 吉比特.....	15
2.3.5 世纪华通.....	15
2.3.6 三七互娱.....	20
3.短剧：短剧扬帆出海，AI 漫剧持续爆发.....	26
3.1 国内短剧：免费短剧快速增长占据主流，付费投流放缓.....	26
3.2 海外短剧：海外短剧高速增长，盈利拐点值得期待.....	27
3.3 漫剧：AI 赋能，产业规模有望突破 200 亿.....	29
4.投资建议.....	32
5.风险提示.....	33

图表目录

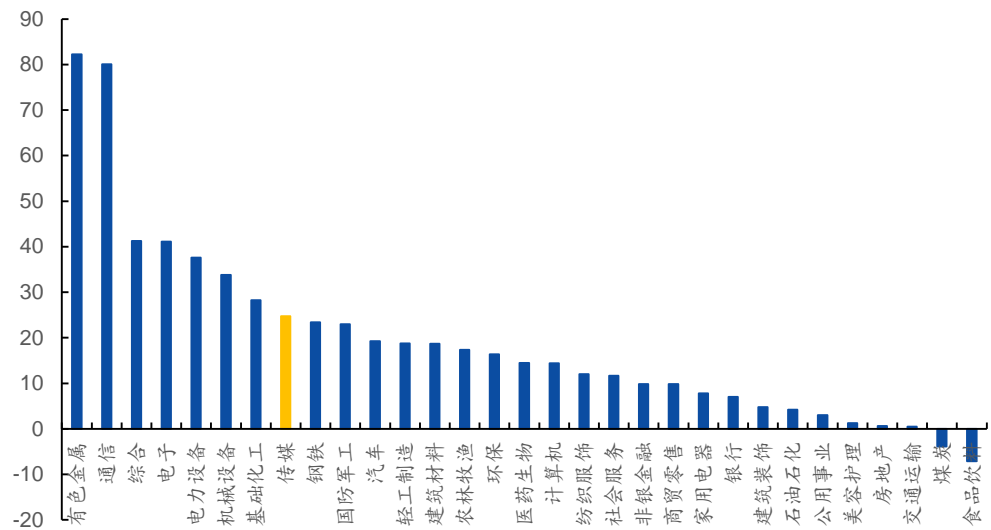
图 1：申万一级行业 2025 年年内涨跌幅对比 (%).....	5
图 2：传媒板块与沪深 300 涨跌幅对比.....	5
图 3：传媒二级子板块涨跌幅情况.....	5
图 4：中国游戏市场实际销售收入 (亿元).....	7
图 5：中国移动游戏市场实际销售收入 (亿元).....	7
图 6：中国客户端游戏市场实际销售收入 (亿元).....	7
图 7：自主研发游戏海外收入 (亿美元).....	7
图 8：国家新闻出版署版号发放数量.....	8
图 9：《道友来挖宝》微信小游戏月度排名.....	9
图 10：9 月《三角洲行动》月活破 3000 万.....	10
图 11：11 月 8 日《逃离鸭科夫》销量破 300 万.....	10
图 12：7 月《超自然行动组》同时在线人数破百万.....	11
图 13：《R.E.P.O》最高在线人数.....	11
图 14：2024 年及 2025 年主要游戏类型收入 TOP100 产品占比 (%).....	11
图 15：点点互动旗下《Whiteout Survival》和《Kingshot》海外收入排名... ..	12
图 16：公司发展历程.....	15
图 17：公司营业收入 (亿元) 及同比增速.....	18
图 18：公司归母净利润 (亿元) 及同比增速.....	18
图 19：2025 年 11 月中国手游出海排行榜.....	19

图 20: 三七互娱发展历程.....	20
图 21: 三七互娱营收及同比增速.....	21
图 22: 三七互娱归母净利润及同比增速.....	21
图 23: 《斗罗大陆: 猎魂世界》IOS 游戏畅销榜表现.....	21
图 24: 2025 年《时光大爆炸》、《英雄没有闪》、《寻道大千》小游戏月度排名.....	22
图 25: 三七互娱 AI 布局全链路.....	23
图 26: 中国微短剧市场规模及预测.....	26
图 27: 2025 年以来微短剧大盘消耗热力值 (亿).....	26
图 28: 短剧行业变现形式占比 (%).....	26
图 29: 2025 年 9 月在线视频 APP 行业月活规模.....	26
图 30: 2025 年海外微短剧 APP 双端总下载量 (亿次).....	27
图 31: 2025 年 Q3 收入 TOP10 海外短剧市场.....	27
图 32: 2023-25 年海外短剧 APP CR10 (%).....	28
图 33: 2025 年 11 月海外微短剧 APP 下载量前 10 (万次).....	28
图 34: 25Q3 海外收入 TOP10 短剧 APP 市场份额.....	28
图 35: 漫剧产业链.....	29
图 36: AIGC 对漫剧生产流程的应用方式.....	29
图 37: 快手灵感·新纪元 AIGC 创投计划 2.0.....	31
表 1: 传媒及子板块 2025 年前三季度收入及归母净利润增速.....	6
表 2: 传媒及细分板块估值水平 (PE TTM 剔除负值).....	6
表 3: 部分游戏厂商人员梳理工作.....	9
表 4: 2026 年重点关注产品.....	13
表 5: 公司股权结构 (2025 三季度).....	16
表 6: 公司管理层介绍.....	17
表 7: 可比公司一致预期估值.....	20
表 8 : 三七互娱储备产品.....	24
表 9: 可比公司一致预期估值.....	25
表 10: 抖音针对漫剧激励政策.....	30
表 11: 巨量引擎针对漫剧的支持措施.....	30

1. 板块回顾：板块跑赢指数，游戏领涨

复盘 2025 传媒板块，整体跑赢大盘，其中游戏领涨，eps 驱动板块行情。截至 12 月 21 日，2025 年传媒上涨 24.75%，跑赢大盘，同期沪深 300 上涨 16.09%，位列申万 31 个子行业的第 8 位。分板块来看游戏 II 板块领涨，累计涨幅达 60.67%，主要受益于巨人网络、世纪华通、吉比特等厂商重点产品亮眼表现；电视广播/影视院线/广告营销/数字媒体/出版分别+19.86%/+17.56%/+6.76%/-4.89%/-5.44%。

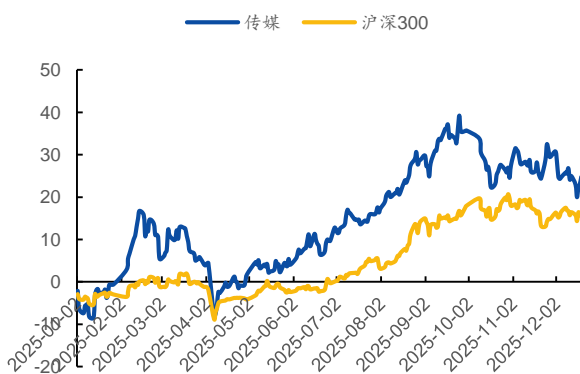
图 1：申万一级行业 2025 年年内涨跌幅对比 (%)



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

注：统计截至 2025.12.21

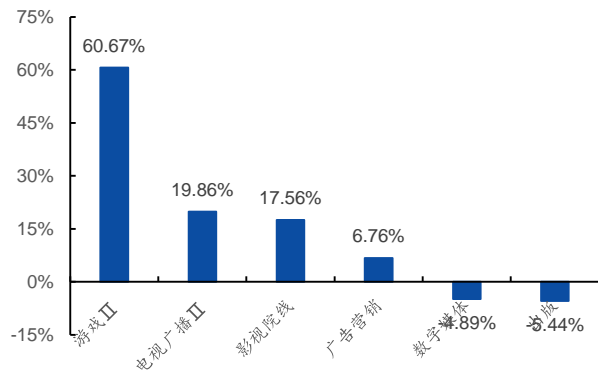
图 2：传媒板块与沪深 300 涨跌幅对比



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

注：统计截至 2025.12.21

图 3：传媒二级子板块涨跌幅情况



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

注：统计截至 2025.12.21

基本面方面，前三季度行业营收同比增长 5.92%，利润端大幅增长 37.12%。前三季度传媒板块实现总营业收入 3875.61 亿元，同比增长 5.92%，归母净利润 320.97 亿元，同比大幅增长 37.12%。年内游戏行业在优质产品驱动下基本面改善明显，板块整体前三季度营收实现 848.14 亿元，同比增长 24.40%，归母净利润实现 138.29 亿元，同比增长 88.61%。影视院线板块受益于春节档头部影片《哪吒 2》的带动，板块前三季度营收同比增长 9.31%，归母净利润同比增长 108.52%。

表 1：传媒及子板块 2025 年前三季度收入及归母净利润增速

板块	2025 年前三季度收入增速	2025 年前三季度归母净利润增速
传媒	5.92%	37.12%
出版	-7.37%	15.48%
电视广播 II	5.30%	-21.46%
广告营销	7.19%	2.81%
数字媒体	-0.84%	-26.91%
影视院线	9.31%	108.52%
游戏 II	24.40%	88.61%

资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

整体板块估值处于近三年估值 47%分位水平，其中游戏及影视院线板块估值具备吸引力。目前传媒整体板块估值 26.93x，处于近年三年估值水平的 46.59%分位数水平，其中游戏 II、影视院线目前估值分位数较低，游戏公司 2026 年一致预期估值处于 15-20 倍区间。

表 2：传媒及细分板块估值水平（PE TTM 剔除负值）

板块	市盈率	近 3 年最高市盈率 (TTM)	近 3 年最低市盈率 (TTM)	目前估值所处近 3 年分位水平
传媒	26.93	36.05	18.98	46.59%
游戏 II	28.16	44.70	17.98	38.09%
电视广播 II	35.94	51.34	21.59	48.25%
影视院线	37.34	171.38	35.18	1.58%
广告营销	29.57	39.59	21.81	43.65%
数字媒体	70.22	84.49	20.24	77.79%
出版	16.08	21.76	11.31	45.60%

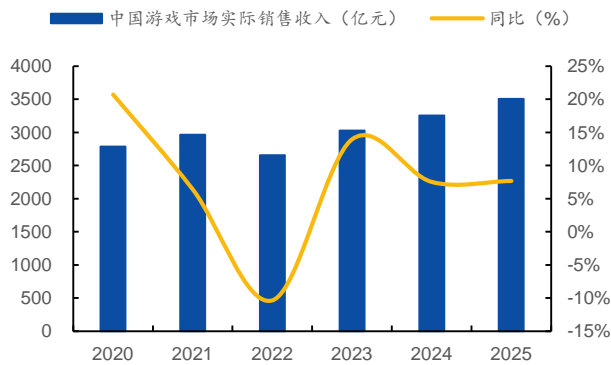
资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

2. 游戏：手游赛道景气度回升，玩法、题材、品类多点开花

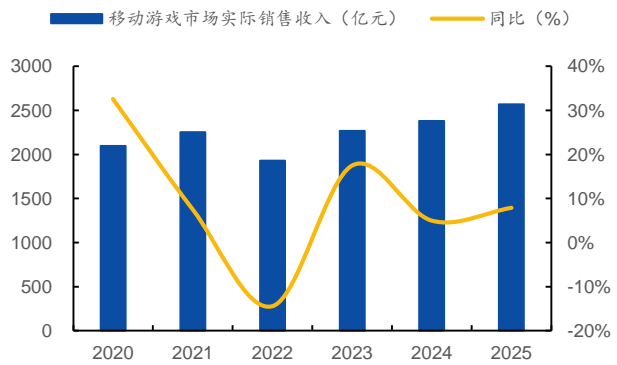
2025 年中国游戏市场总规模为 3507.89 亿元，同比增长 7.68%，新品供给及长青游戏共同带动市场规模增长。2025 年中国游戏市场总规模为 3507.89 亿元，同比增长 7.68%，其中移动游戏市场实现销售收入为 2570.76 亿元，同比增长 7.92%，《无畏契约：源能行动》、《超自然行动组》、《杖剑传说》等新品表现超预期，《三角洲行动》通过多次赛季更新持续吸引玩家，《王者荣耀》、《和平精英》、《梦幻西游》等长青游戏长线运营表现亮眼；客户端游戏市场实现销售收入 781.60 亿元，同比增长 14.97%，主要受益于多端互通游戏以及热门长青游戏的贡献；中国自主研发游戏海外市场实现销售收入 204.55 亿美元，同比增长 10.23%。

图 4：中国游戏市场实际销售收入（亿元）

图 5：中国移动游戏市场实际销售收入（亿元）



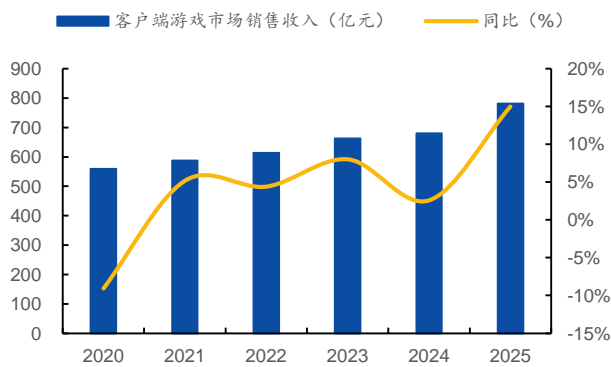
资料来源：伽马数据，国元证券研究所



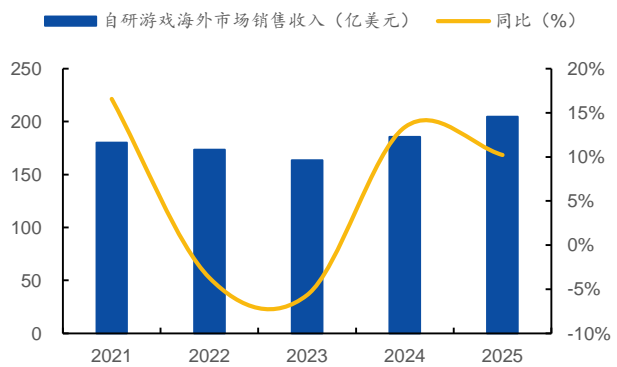
资料来源：伽马数据，国元证券研究所

图 6：中国客户端游戏市场实际销售收入（亿元）

图 7：自主研发游戏海外收入（亿美元）



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

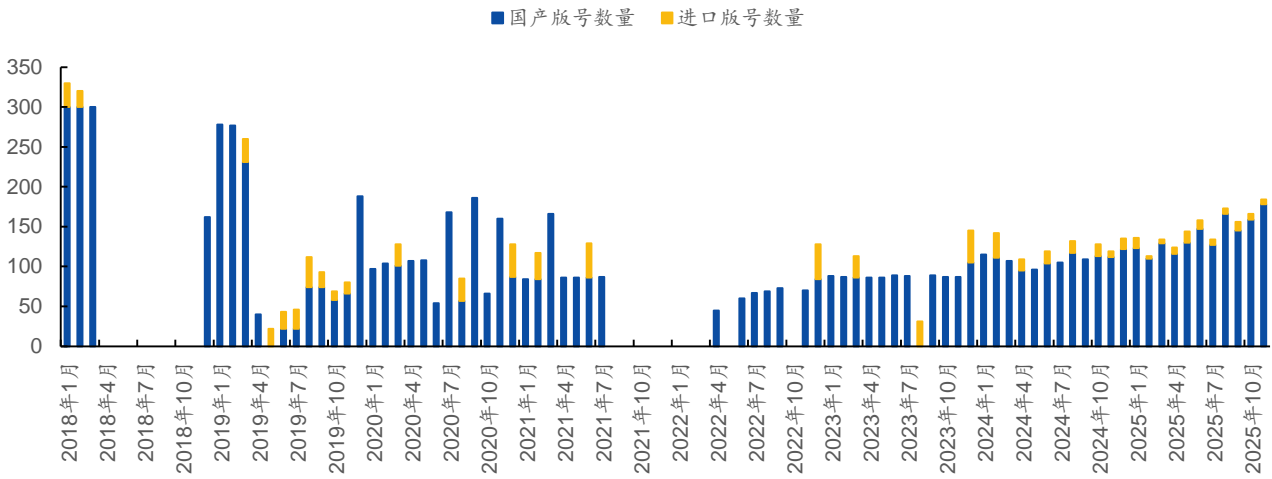


资料来源：伽马数据，国元证券研究所

游戏版号发放节奏稳定，审批节奏平稳利好供给端繁荣。2025 年，游戏版号发放节奏平稳，数量环比逐渐增加，截至 11 月，全年国家新闻出版署合计发放国产游戏版号 1530 款和进口游戏版号 92 款，合计 1622 款，发放总数已超 2024 年全年。2025 年 11 月单月发放版号 184 款，创 2022 年以来新高。从审批周期来看，游戏厂商版

号从申请到获批的周期平稳，利好供给端繁荣。

图 8：国家新闻出版署版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所

组织调整进入尾声，带动中腰部厂商开启新的产品周期。近年来，受行业竞争加剧、成本管控、运营策略调整、玩家偏好变化等多因素的影响，多家游戏厂商开始对旗下的游戏工作室及在研项目进行梳理和调整，进入 25 年，不少厂商人员及项目梳理进入收尾阶段，各家聚焦优势赛道和核心品类，逐渐开启新的产品周期。完美世界于 25 年陆续宣布内部人员及项目梳理结果，宣布关停《完美新世界》、《灵笼》等在研项目，公布针对百万工作室、青云工作室、硬核工作室等人员的反腐调查结果，同时进行相对大规模的人员优化，内部调整结束后，公司项目的运营效率提升，年内《P5X》海外表现优秀，新品《异环》的研发测试进度良好，市场期待值较高。心动公司近年来持续调整公司发展策略，优化核心团队，对于不及预期的项目进行终止或调整，24 年初，海外发行 1 号位黄希威回归公司，负责海外发行业务，24 年《出发吧麦芬》和 25 年新游《伊瑟：重启日》海外表现优秀。巨人网络近年来采取“年轻化”用人思路，11 月刘伟回归 CEO 一职，将进一步聚焦团队年轻化，游戏负责人采取内部轮选机制，让贴近用户与市场的年轻一线研发负责人在专注其原有业务基础上，有更多机会参与公司研发战略决策，帮助公司提升业务决策效率。公司年轻化的人才策略成效显著，年内爆品《超自然行动组》由 95 后团队出品，成绩突出。

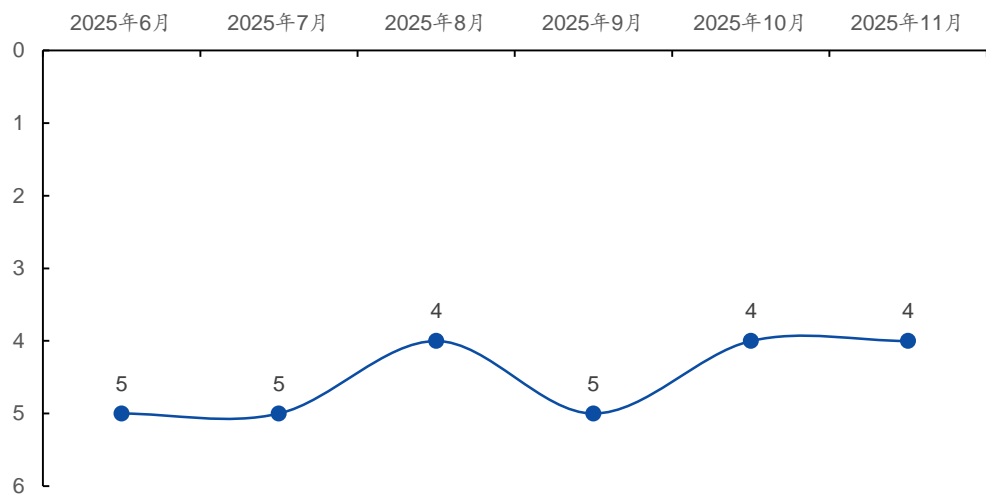
表 3：部分游戏厂商人员梳理工作

厂商	措施
完美世界	<u>在研项目梳理</u> ：关停《完美新世界 (Perfect New World)》《灵笼》《代号 Lucking》《代号新世界》等在研项目，并相应进行人员优化
	<u>工作室反腐</u> ：7 月通报针对百万工作室、青云工作室、硬核工作室等人员的反腐调查及处理结果
	<u>在营项目关停</u> ：宣布 8 月关停《乖离性百万亚瑟王：环》
吉比特	25 年广州研发团队进行调整，终止部分研发项目
心动公司	<u>业务端持续优化</u> ：近年来持续调整公司业务发展战略，对核心团队进行优化，终止或调整在研项目，新品
	<u>核心高管调整</u> ：24 年初海外发行 1 号位黄希威重新加入心动公司，负责发行业务
巨人网络	25 年 11 月刘伟回归，推动组织年轻化与内部轮值机制，让研发一线的年轻骨干参与决策

资料来源：游戏新知，公司公告，游戏葡萄，国元证券研究所

小游戏成为产品拓新、焕活的有效渠道。小游戏点击即玩的特点，使得用户的触达率和转化率较传统 APP 端更高，在吸引老用户回流的同时，也成为用户拓新的重要渠道。年内多家游戏厂商推出存量长线产品的小游戏版本，网易推出经典 IP《梦幻西游网页端》小游戏版本，腾讯旗下亿级 DAU 产品《王者荣耀》8 月推出小游戏版本的灰度测试。巨人网络上线《原始征途》微信小游戏渠道，成功实现二次扩圈，首月新增用户达 586 万，成功实现“征途”IP 的焕活，上半年《原始征途》端游和小游戏端月流水稳定在 1 亿元以上。吉比特根据旗下长青 IP“问道”推出小游戏《道友来挖宝》，成功实现 IP 及老用户焕活，5 月产品上线小游戏渠道，6 月便进入微信小游戏月度排行榜前 5，9 月 18 日首次登顶微信小游戏畅销榜 TOP1，截至 Q3，该产品年内已经实现流水 3.16 亿元。

图 9：《道友来挖宝》微信小游戏月度排名



资料来源：gamelook，国元证券研究所

2.1 产品供给：玩法、题材、品类多点开花

玩法方面，“搜打撤”的玩法在 2025 年热度攀升，多款产品年内迎来爆发。“搜打撤”的玩法最早起源于《逃离塔科夫》，不同于以往单局独立的游戏设计，“搜打撤”玩法打通局内外的资源流通，玩家可以把局内搜刮的物资带出地图，用于交易、升级装备或作为下一局的入场装备，游戏目标不仅停留在单局的胜利，局与局之间高死亡惩罚和高胜利奖励的模式提升游戏整体的刺激性和可玩性。2025 年搜打撤玩法表现最突出的产品为腾讯的《三角洲行动》，该游戏于 24 年 9 月上线，25 年 7 月 S5 赛季推出新地图“潮汐监狱”，并将“越狱”体验融入原有搜打撤玩法，赛季开启当月日均活跃用户数破 2000 万，在 Sensor Tower 统计的中国 AppStore 手游收入榜单首次进入前三，9 月 S6 赛季开启后，排名进一步提升，9 月 DAU 破 3000 万，其中 PC 端日活用户超 1000 万。哔哩哔哩独立游戏《逃离鸭科夫》在搜打撤的基础上，增加 PVE 模式，配合独特的卡通画风，10 月 16 日在 Steam 平台上线后，当天登顶国区热销榜，并登上全球热销榜第 2，11 月 8 日销量破 300 万，销量超市场预期。

图 10：9 月《三角洲行动》月活破 3000 万

图 11：11 月 8 日《逃离鸭科夫》销量破 300 万



资料来源：官方公众号，国元证券研究所

资料来源：官方小红书，国元证券研究所

题材方面，“微恐”题材表现亮眼，《超自然行动组》结合“微恐+搜打撤”撬动女性用户。“微恐”题材近年来逐渐成为全球市场最流行的游戏题材之一，通过恐怖元素塑造的紧张感和悬疑感，结合游戏机制设计，实现游戏用户情绪共鸣和压力释放。巨人网络旗下《超自然行动组》凭借中式微恐的题材和多人组队搜打撤的玩法成为 25 年表现最亮眼的新游之一，该游戏年初冷启动上线，5 月开始逐步起量，暑期凭借与“叶罗丽”等 IP 联动，实现用户拓圈，7 月底达成同时在线用户百万的成就，伴随内容和玩法的不断更新，产品流水及用户规模持续超预期。年内，微恐题材的独立派对游戏《R.E.P.O.》在 Steam 上线后表现亮眼，据 SteamDB 统计，游戏的峰值在线人数最高达 6.1 万人，也是年内微恐题材的成功案例之一。网易旗下微恐题材手游《第五人格》暑期与经典中式恐怖 IP “纸嫁衣”联动，联动期间《第五人格》最高七麦 IOS 畅销榜排名第 4。

图 12: 7月《超自然行动组》同时在线人数破百万



资料来源：官方公众号，国元证券研究所

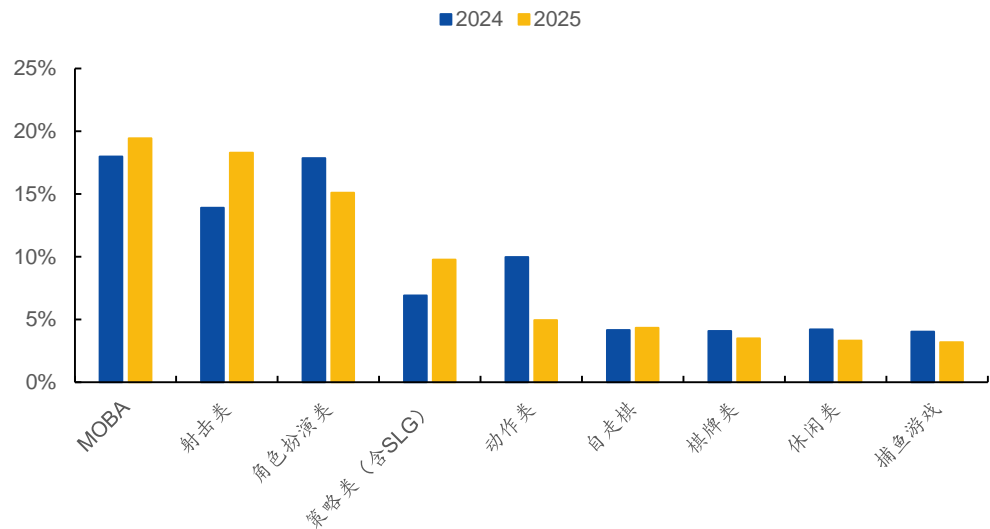
图 13: 《R.E.P.O.》最高在线人数



资料来源：gamelook，国元证券研究所

品类方面，2025 年 FPS 在国内市场增长显著，腾讯占据主导地位。据伽马数据统计，2025 年，射击类游戏在收入 TOP100 手游占比为 18.29%，较 2024 年提升 4.40%，超过角色扮演类产品成为品类占比第二名。腾讯在该赛道中占据主导地位，旗下《三角洲行动》《无畏契约：源能行动》《和平精英》表现突出，其中《无畏契约》手游于 8 月上线，依靠端游产品此前积累的用户及口碑，手游上线后流水和排名快速提升，上线次月便进入中国 App Store 月度收入榜前十，手游进一步扩大游戏用户规模，10 月，官方宣布《无畏契约》端手游国服月活用户破 5000 万。

图 14: 2024 年及 2025 年主要游戏类型收入 TOP100 产品占比 (%)

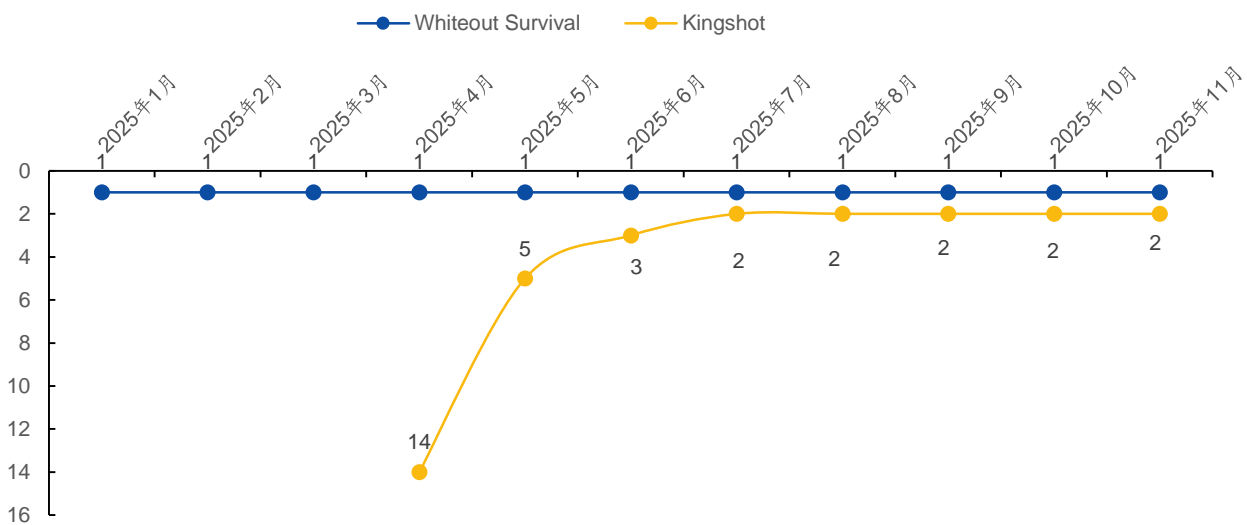


资料来源：伽马数据，国元证券研究所

“SLG+X”突破传统 SLG 流水天花板。传统 SLG 新玩家准入门槛以及买量成本较高，而“SLG+X”产品采取“轻包重”的玩法设计，以轻度休闲的副玩法吸引轻量级的玩家进入游戏，再将玩家向重度的主玩法进行转换，前期副玩法有助于降低买量成

本，提升买量效率，后期以 SLG 的核心玩法促进用户付费，提升商业化表现。其中在该赛道表现最为突出的厂商之一为世纪华通旗下点点互动，其代表产品《Whiteout Survival》将 SLG 与模拟经营融合，2023 年启动商业化运营，国内版本《无尽冬日》2024 年 4 月上线，根据 Sensor Tower 的数据，2024 年该产品年流水突破 17 亿美元，创造了该品类的流水新高，截止 2025 年 11 月起全球累计收入突破 38 亿美金。另一款产品《Kingshot》则是点点互动又一次“SLG+X”的成功尝试，该产品将 SLG 与塔防相结合，2 月海外上线后表现强势，5 月进入中国手游海外收入榜前 5，其国内版本《奔奔王国》已于 8 月底上线小游戏及手游端，根据 Sensor Tower，截止 25 年 11 月该产品全球累计收入超过 6.4 亿美元。

图 15: 点点互动旗下《Whiteout Survival》和《Kingshot》海外收入排名



资料来源: Sensor Tower, 国元证券研究所

2.2 2026 展望：储备产品丰富，国内海外齐发力

展望 2026 年，整体产品供给丰富，腾讯米聚焦 FPS、开放世界等品类，中型厂商产品也颇具亮点。2026 年，腾讯在 FPS 品类储备依旧丰富，《彩虹六号》、《穿越火线：彩虹》等产品有望持续巩固腾讯在 FPS 赛道的优势；王者荣耀 IP 下储备有《王者荣耀：世界》和《王者荣耀：万象棋》两款产品，其中《王者荣耀：万象棋》将于 25 年 12 月开启测试，《王者荣耀：世界》将于 26Q1 大规模测试。除此之外，《洛克王国：世界》、《怪物猎人：旅人》（代理）等大 IP 产品有望在 26 年上线。网易旗下二次元开放世界 RPG 游戏《无限大》期待值较高，9 月发布新 PV 和全新的玩法演示引起广泛关注。此外，由第五人格团队制作的海洋冒险 RPG 游戏《遗忘之海》期望值也相对较高。米哈游方面，新作《崩坏：因缘精灵》和《星布谷地》有望于 26 年上线，3A 游戏《Varsapura》研发推进中。中型厂商方面，完美世界都市幻想开放世界 RPG《异环》有望于 2026 年上线，前期测试反馈良好，市场期待值较高。巨人网络旗下《超自然行动组》2026 年将在海外多地上线，凭借在国内运营的经验，海外上线表现值得关注，除此之外，储备产品《五千年》和《名将杀》等重点产品。恺英网络储备有《三国：天下归心》、《盗墓笔记：启程》、《斗罗大陆：诛邪传说》等产品，投资的 AI

陪伴类应用《EVE》有望于 26Q1 上线。世纪华通的《奔奔王国》、《Tasty Travels: Merge Game》流水在 2026 年有望持续爬坡。神州泰岳旗下两款“SLG+X”产品《荒星传说：牧者之息》和《长河万卷》海外处于商业化测试阶段，国内版本有望于 2026 年上线。心动公司《RO2》、哔哩哔哩的《百将牌》同样值得期待。

表 4：2026 年重点关注产品

厂商	产品	游戏类型	介绍	上线时间
腾讯	彩虹六号	FPS	由育碧研发、腾讯代理的战术 PVP 射击游戏，玩家在游戏中扮演最高端特种部队“彩虹小队”精英干员，与其他玩家共同参与 5v5 室内攻防竞技等战斗任务，《彩虹六号》国服将在 2026 年春季开启首测	
	穿越火线：虹	FPS	穿越火线 IP 下定位上是一款恐怖题材路线的新游，目前产品已获版号	
	王者荣耀：世界	开放世界	王者荣耀 IP 下开放世界 RPG 新游，25 年 8 月完成先锋测试	2026 年春
	王者万象棋	自走棋	王者荣耀 IP 的全新英雄策略自走棋对战游戏，25 年 12 月开启大规模测试	
	洛克王国：世界	开放世界	由魔方原班人马打造的洛克王国正统续作	2026. 3. 26
	怪物猎人：旅人	ARPG	由卡普空正版授权，腾讯天美研发的怪物猎人系列动作手游，12 月 18 日开启体验团测试资格招募。	
	异人之下	ARPG	由腾讯魔方工作室群研发的 3D 格斗竞技新游，改编自现象级国漫 IP《一人之下》	
网易	无限大	开放世界 RPG	网易字眼高自由度都市题材开放世界 RPG 游戏，25 年 9 月更新玩法预告及任务实机演示	
	遗忘之海	海洋冒险 RPG	由 Joker 事业部旗下《第五人格》研发团队研发的海洋冒险 RPG 新作	2026 年
	星绘友情天	模拟经营	宇宙养成系社交游戏，集合了充满治愈的“生活模拟”和充满创意的“欢乐派对”两种游戏类型，25 年 11 月已开启首测招募	
米哈游	崩坏：因缘精灵	自走棋	精灵养成冒险策略游戏，首测已结束	
	星布谷地	模拟经营	米哈游首款模拟经营产品，25 年 11 月开启“宜居测试”	
	Varsapura	二次元开放都市	蔡浩宇制作，3A 二次元大作，有望成为米哈游下一部旗舰产品，25 年 11 月首次曝光实机视频	
完美世界	异环	二次元开放世界	完美世界旗下 Hotta Studio 自主研发的超自然都市开放世界 RPG，25 年 11 月开启玩家共研体验会招募	
巨人网络	五千年	SLG	重社交战争策略手游，25 年 12 月开启烽火测试	
	名将杀	卡牌策略	多人身份推理策略卡牌游戏，融合了历史题材、角色扮演与竞技对抗元素，25 年 12 月 19 日不删档测试	
恺英网络	三国：天下归心	新国战 SLG	一款为 Z 世代打造的新国战 SLG 手游，通过自由交易、零惩罚转国、九宫格布阵、特色追击等创新机制玩法，为玩家带来更特色、更轻松的全新三国战场体验。25 年 12 月开启「无双测试」	
	斗罗大陆：诛邪传说	开放世界	由恺英网络开发，贪玩游戏发行的《斗罗大陆》IP 正版授权，多人开放世界冒险游戏，25 年 12 月开启「双生武魂」测试	
	盗墓笔记：启程	ARPG	由著名作家南派三叔正版授权，基于《盗墓笔记》小说世界观开发的 ARPG 手游，恺英网络自主研发的寻宝探险手游，游戏采用虚幻 4 引擎开发，融合了探险解密玩法和 Roguelike 元素，25 年 8 月开启付费删档测试	
神州泰岳	荒星传说：牧者之息	SLG	星际题材下的生存与模拟经营，海外处于商业化测试阶段，国内已获版号	
	长河万卷	SLG	SLG+CoC 城建+RPG 养成，海外处于商业化测试阶段，国内已获版号	

奇谋三国	写实三国 SLG	以三国为背景的策略卡牌手游，已上线小游戏渠道，已获版号		
三七互娱	斗罗大陆：零	东方玄幻 RPG	以唐家三少同名小说为背景的卡牌对战游戏，25 年 12 月开启「集结测试」，全平台预约人数突破 100 万	
	斗兽战场	巨兽题材 SLG	以未来废土世界为背景的策略类手游，根据官方介绍描述，游戏有着末日机甲风和影视级画质，巨兽以科幻机械的形式呈现，已获国内版号	
心动公司	仙境传说 R0：守护永恒的爱 2	开放世界 MMORPG	由心动 B 格猫工作室开发，R0 系列续作，25 年 12 月开启首测	
哔哩哔哩	三国：百将牌	卡牌策略	三国 IP 新品，主打“三分钟一局的轻量级对决”，不肝不氪瞄准年轻群体	2026Q1

资料来源：好游快爆，gamelook，竞核，游戏日报，游戏急先锋，公司公告，各游戏官方公众号，国元证券研究所

2.3 重点上市公司

2.3.1 巨人网络

2025 年，公司休闲赛道《超自然行动组》凭借“中式微恐+多人合作”的差异化玩法迅速破圈，在新地图、新员工和新时装上线的驱动下，用户规模与流水呈现快速增长，7 月达成同时在线玩家超 100 万的成就，暑期推出与“小狗蛇”、“精灵梦叶罗丽”等 IP 联名，带动游戏流水增长强劲。进入 Q4，先后与“敦煌艺术馆”、“赞萌露比”开启联动活动，玩法、道具、时装等内容持续更新，商业化逐步加速，重点关注寒假及春节档用户及流水规模提升。海外及中国港澳台地区方面，目前该产品已在中国港澳台地区上线，未来海外市场将贡献流水增量。公司成熟产品线稳健运营，征途 IP 赛道在小程序端实现突破，《原始征途》小游戏端上线并开启二次推广，上半年累计新增用户破 2000 万。休闲赛道，《球球大作战》玩法不断创新，多平台拓展用户圈层；《太空杀》流水稳定，与众多 AI 大模型厂商合作，推出 AI 玩法。储备产品方面，卡牌策略游戏《名将杀》12 月 19 日开启不删档测试；SLG 产品《五千年》于 12 月 19 日开启烽驰测试。我们预计 2025-2027 年公司营业收入 25-27 年 EPS 为 1.16/1.84/2.11 元，对应 PE 为 39/25/22 倍，维持“买入”评级。

2.3.2 完美世界

重点项目《异环》12 月 27 至 28 日将在苏州举办线下共研体验会，三测“共存测试”也已开启招募，目前该款产品 B 站首曝 PV 播放量超过 1069 万，B 站累计粉丝数超 160 万，关注《异环》上线进展。公司前三季度游戏业务实现收入 44.75 亿元，同比 +15.64%，实现归母净利润 7.17 亿元，业务毛利率提升至 69.29%。24 年底上线的《诛仙世界》端游与 25 年 8 月公测的《诛仙 2》带来收入增量；《女神异闻录：夜幕魅影》25 年 6 月底至 7 月初登陆日本、欧美、东南亚等市场，在海外市场认可度高；电竞业务流水延续增长趋势，收入同比增加。影视业务上，前三季度实现收入 9.18 亿元，同比 +432.90%，归母净利润 3173.43 万元，主要由于 25 年多部影视作品播出并确认收入，公司影视业务聚焦“提质减量”策略，深耕精品长剧的同时，立足在短剧赛道的探索积累，在短剧赛道上稳步开拓新可能。我们预计 2025-2027 年公司 EPS 为 0.43/0.79/0.95 元/股，对应 PE 为 38/21/17x，维持“买入”评级

2.3.3 恺英网络

公司旗下 996 传奇盒子平台价值不断凸显，7 月，子公司闲趣互娱与三九互娱、中旭未来和掌玩科技签署合作协议，Q3 传奇盒子贡献营收约 5.7 亿元，其中品牌入驻服

务确认收入约 2.45 亿元，10 月，闲趣互娱与顺网科技及顺玩网络达成合作，在 996 盒子内构建专注于传奇、传世品类的 PC 游戏生态社区，提升 PC 端用户聚集度与体验粘性，目前已有超 25 款传奇类精品游戏正式入驻传奇盒子，其中包括《龙迹之城》《烈焰觉醒》《霸业苍穹》等，后续平台将计划引入超百款传奇类游戏，夯实内容生态基础。公司持续 AI 产业布局，游戏 AI 全流程开发平台“SOON”服务中小开发者，已获比高集团、横店资本等战略投资；投资的 3DAI 情感陪伴应用“EVE”已开启二测，后续上线表现值得期待；AI 潮玩品牌“暖星谷梦游记”新品于 12 月 8 日上线。储备产品方面，《三国：天下归心》于 12 月 23 日开启无双测试，另外储备有《盗墓笔记：启程》、《斗罗大陆：诛邪传说》等重点新品。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 1.02/1.21/1.44 元，对应 PE 为 22/18/16x，维持“买入”评级。

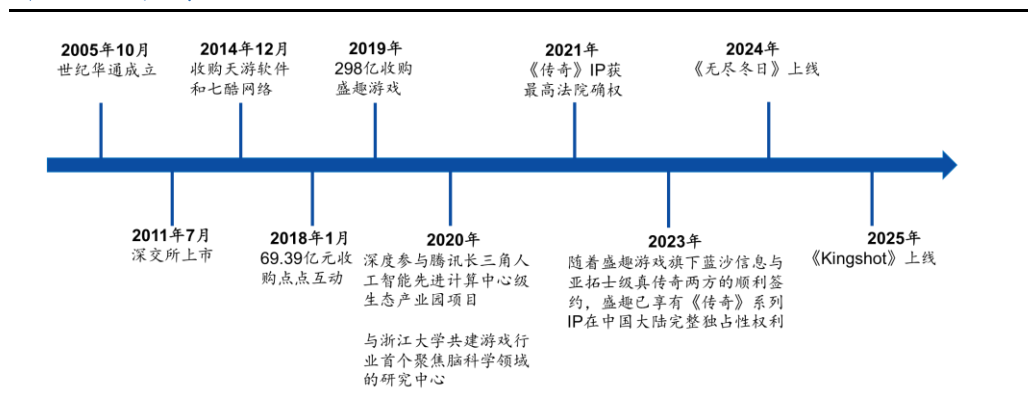
2.3.4 吉比特

2025 年，公司推出 3D 御剑斗法放置修仙手游《问剑长生》、日式幻想放置 MMORPG 手游《杖剑传说》以及“问道”IP 小游戏《道友来挖宝》、SLG 产品《九牧之野》，均取得优异成绩，其中《杖剑传说》表现尤为亮眼，超出预期。前三季度，《问剑长生》实现流水 7.13 亿元；《杖剑传说》前三季度大陆版和海外版分别实现流水 11.66 亿元和 4.78 亿元；《道友来挖宝》前三季度实现流水 3.16 亿元，持续吸引老玩家回流；《九牧之野》于 12 月 18 日上线，目前处于畅销榜 20-40 名区间。受益于《杖剑传说(境外版)》的优秀表现，前三季度公司实现境外营收 5.88 亿元，同比增长 59.46%。储备产品方面，《问剑长生》、《杖剑传说》海外多区域发行值得期待。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 22.5/25.2/28.9 元，PE 为 19/17/15x，维持“买入”评级。

2.3.5 世纪华通

世纪华通成立于 2005，成立之初主要从事汽车零部件相关模具的研发、制造和销售。2011 年 7 月在深交所上市，2014 年 12 月公司进军互联网游戏业务，纳入天游软件和七酷网络，进阶为双主业模式。2018 年，公司以 69 亿元全资收购点点互动，发力海外游戏市场。2019 年，公司以 298 亿元完成了对盛趣游戏(原盛大游戏)的并购。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。

图 16：公司发展历程



资料来源：公司官网，官方公众号，国元证券研究所

股权结构方面，董事长王佶合计控制 14.61%股权，腾讯为第二大股东。根据公司 25

年三季报，王佶先生直接持有公司 764,045,593 股股份，占公司总股本的 10.29%；通过上海吉运盛商务信息咨询合伙企业（有限合伙）间接持有公司 196,057,127 股股份，占公司总股本的 2.64%；通过上海吉虞梵企业管理咨询合伙企业（即原“绍兴上虞吉仁企业管理咨询合伙企业”）间接持有公司 125,412,448 股股份，占公司总股本的 1.69%；合计持有 1,085,515,168 股股份，占公司总股本的 14.61%。公司第二大股东为林芝腾讯，持股比例 10.03%，与公司在游戏以及 IDC 业务上形成协同。

表 5：公司股权结构（2025 三季报）

股东名称	持股比例
王佶	10.29%
林芝腾讯科技有限公司	10.03%
上海吉运盛商务信息咨询合伙企业(有限合伙)	2.64%
绍兴上虞吉仁企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	1.69%
上海道颖投资管理中心(有限合伙)	1.50%
海南骑兵网络科技有限公司	1.48%
香港中央结算有限公司	1.48%
浙江世纪华通集团股份有限公司-2022 年员工持股计划	1.13%
江西贪玩信息技术有限公司	1.08%
嘉兴旭恺企业管理合伙企业(有限合伙)	1.08%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司管理层有着丰富的行业经验。董事长王佶 1971 年出生，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，2000 年创立天图科技，2004 年创办上海天游集团并担任 CEO。2014 年世纪华通收购天游后出任集团董事，2021 年任集团董事长。

表 6：公司管理层介绍

姓名	职务	简介
王佶	董事长	1971 年出生，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	1976 年 8 月出生，中国国籍，无永久境外居留权，拥有英国肯特大学工商管理学硕士学位。曾任华数传媒控股股份有限公司副总裁，负责新媒体业务的全面经营及管理；2016 年 5 月起担任盛趣游戏(原盛大游戏)首席执行官；2021 年 8 月至今任浙江世纪华通集团股份有限公司总裁；2025 年 2 月起任浙江世纪华通集团股份有限公司职工董事。
方辉	首席战略官	1982 年出生，拥有北京大学硕士研究生学历，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	1983 年出生，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	1984 年出生，拥有对外经济贸易大学硕士研究生学历，曾就职于德意志银行，曾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，现任公司副总裁、董事会秘书。

资料来源：公司官网，同花顺 iFinD, 国元证券研究所

点点互动驱动收入高增长，利润持续改善。公司 2024 年实现营业收入 226.20 亿元，同比增长 70.27%，其中游戏收入 209.66 亿元，同比增长 85.94%，点点互动贡献收入 150 亿，同比增长 155%，占集团收入近 70%。2025 年前三季度，公司实现营业收入 272.23 亿元，同比增长 75.31%。利润方面，2022 年公司计提资产减值 65.23 亿元，导致净利润出现较大亏损，2023 至 2025 年公司经营业绩持续改善，25 年前三季度实现归母净利润 43.57 亿元，同比增长 141.65%，净利润率达到了 16.01%。

图 17：公司营业收入（亿元）及同比增速

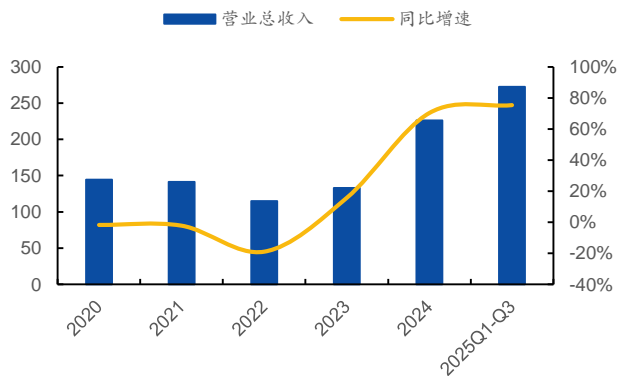
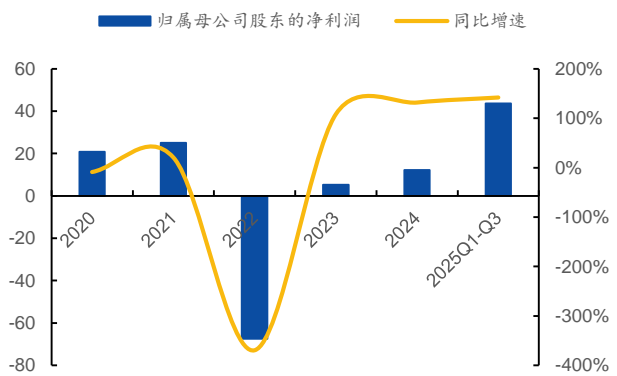


图 18：公司归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

深耕“SLG+X”赛道，发力休闲品类，点点互动爆款频出。点点互动成立于 2010 年，以休闲社交类页游起家，2016 代理发行《阿瓦隆之王》以及《火枪纪元》两款 SLG 头部产品，在海外游戏发行方面积累了丰富的经验，覆盖美国、欧洲、中东、亚洲等多个国家和地区。从 2019 年开始点点互动加大自研产品的投入，在模拟经营、开放世界 RPG、放置卡牌、Team RPG 等多个品类进行了自研产品的立项。点点互动依托逾十年的海外游戏研发和运营经验，持续践行品类微创新，战略性打穿赛道，形成休闲游戏和策略游戏矩阵，在海外成功打造了《Family Farm Adventure》、《Live Topia》、《Frozen City》、《Whiteout Survival》、《Dragonscapes Adventure》、《Kingshot》、《Truck Star》、《Tasty Travels: Merge Game》等多款畅销全球的游戏产品。在国内市场公司推出了《无尽冬日》、《飞龙岛历险记》、《消消闯天下》等热门产品。其中《Whiteout Survival》、《Kingshot》表现最为突出，根据 Sensor Tower 发布的 11 月中国出海手游榜单，点点互动龙头产品《Whiteout Survival》和《Kingshot》继续强势包揽出海手游收入榜冠亚军，Merge-2 休闲手游《Tasty Travels: Merge Game》排名第 17 位。

图 19: 2025 年 11 月中国手游出海排行榜



资料来源: Sensor Tower, 国元证券研究所

盛趣游戏以 IP 构建护城河, 加速推进核心 IP 多端开发。2001 年, 盛趣游戏运营《热血传奇》, 创下当时全球大型多人在线游戏运营纪录, 开创了中国网络游戏时代; 2005 年, 首创免费模式, 引领了全球游戏行业商业模式变革。2015 年, 自研手游《热血传奇手机版》取得成功, 引领了移动时代端改手浪潮。盛趣先后推出和运营了《热血传奇》、《传奇世界》、《泡泡堂》、《龙之谷》、《最终幻想 14》等精品游戏, 注册用户超过 22 亿。进入移动游戏时代, 盛趣游戏先后成功发行代理游戏《扩散性百万亚瑟王》与推出自研游戏《热血传奇手机版》、《传奇世界手游》、《龙之谷手游》、《辐射: 避难所 Online》、《庆余年》等作品。盛趣游戏拥有数十款知名游戏 IP, 包括传奇系列、龙之谷系列等, 拥有近百款在营产品持续盈利, 发行范围覆盖全球 200 多个国家与地区。在传奇 IP 方面, 2023 年 9 月 21 日, 盛趣游戏旗下蓝沙信息与亚拓士及真传奇两方的顺利签约, 盛趣已享有《传奇》系列 IP 在中国大陆完整独占性权利。盛趣游戏正加速推进《传奇世界》《彩虹岛》《永恒之塔》等核心 IP 的多端版本研发工作, 巩固庞大存量用户, 开拓增量市场空间。

基本假设: 我们预计 2025-2027 年公司软件服务行业收入分别增长 76%/23%/11%, 毛利率分别为 72%/73%/74%; 汽车零部件行业预计 2025-2027 年收入增速分别为 2%/0%/0%, 毛利率分别为 13%/13%/13%; 人工智能云数据业务预计 2025-2027 年收入增速分别 15%/15%/15%, 毛利率分别为 1%/1%/1%。

公司《Whiteout Survival》、《Kingshot》、《无尽冬日》持续亮眼表现带动流水盘提升, 同时核心产品逐步进入成熟期利润有望随销售费用率下降逐步释放, 《奔奔王国》、

《Tasty Travels: Merge Game》等优质产品潜力值得期待，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 385.89/470.79/520.75 亿元，归母净利润分别为 58.16/82.19/105.32 亿元，对应 2026 年 PE 倍数为 15.50 倍，参考可比公司一致预期 2026 年 PE 为 20.02 倍，给予公司“增持”评级。

表 7：可比公司一致预期估值

公司	EPS(元)			PE		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
巨人网络	1.17	1.97	2.25	39.37	23.44	20.5
完美世界	0.41	0.81	0.95	39.48	20.13	17.31
吉比特	22.86	26.28	29.14	18.97	16.5	14.88
平均 PE				32.61	20.02	17.56

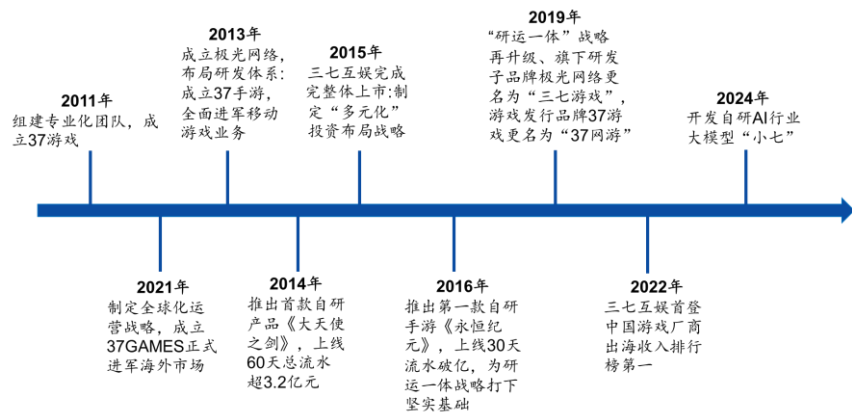
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

注：采用同花顺 iFinD3 个月一致预期，股价为 2025 年 12 月 26 日收盘价

2.3.6 三七互娱

三七互娱成立于 2011 年，以页游起家；2013 年建立极光网络发力自研，并成立 37 手游全面布局手游赛道；2014 年极光网络自研页游产品《大天使之剑》上线并取得亮眼成绩，60 天流水破 3.2 亿；2016 年三七互娱在手游赛道取得突破，第一款自研手游《永恒纪元》上线 30 天流水破亿，为研运一体战略打下坚实基础。2017 年《大天使之剑 H5》全球公测；2018 年公司把握短视频流量红利，搭建了智能化投放平台-量子以及智能化运营分析平台-天机，充分挖掘其在买量发行侧优势；2019 年公司“研运一体”战略升级，旗下研发子品牌极光网络更名为“三七游戏”，游戏发行品牌 37 游戏更名为“37 网游”，同时公司在 2019 年拿下国内移动发行业务市占率 10% 以上份额，位列行业第三位。2020 年后公司开启全球化布局，在海外推出 SLG 手游《Puzzles & Survival》，并提出“精品化、全球化、多元化”的发展策略；2022 年三七互娱首登中国游戏厂商出海收入榜第一。2023 年随着小游戏市场的崛起，公司敏锐布局，《寻道大千》多款产品表现优异；2024 年公司开发自研 AI 行业模型“小七”；2025 年“小七大模型”通过国家级生成式人工智能服务备案。

图 20：三七互娱发展历程

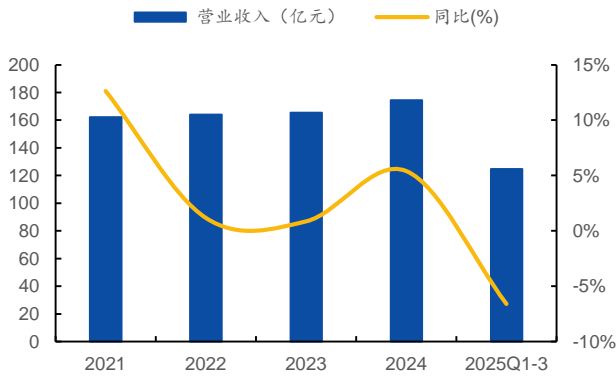


资料来源：公司官网，国元证券研究所

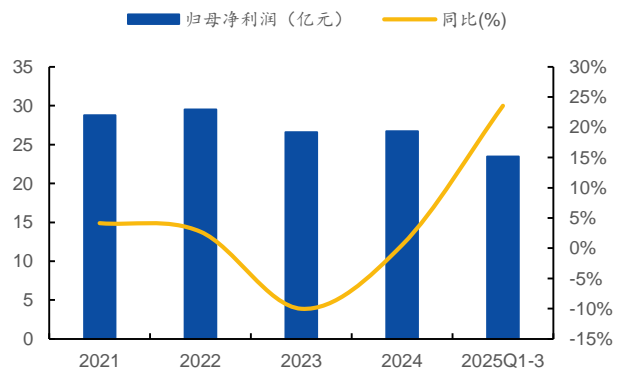
公司第三季度利润改善明显，销售费用率持续下降。公司整体业务表现稳健，2025年前三季度公司实现营收 124.61 亿元，同比-6.59%，归母净利润实现 23.45 亿元，同比增长 23.57%；单三季度公司实现营业收入 39.75 亿元，同比-3.23%，归母净利润 9.44 亿元，同比增长 49.24%，单季度利润表现亮眼。费用方面，Q3 公司销售费用率 45.00%，同比下降 8.05 个百分点，通过对现有产品长线运营的精细化深耕与科学管理营销策略，持续优化资源配置，推动了运营效率提升。

图 21：三七互娱营收及同比增速

图 22：三七互娱归母净利润及同比增速



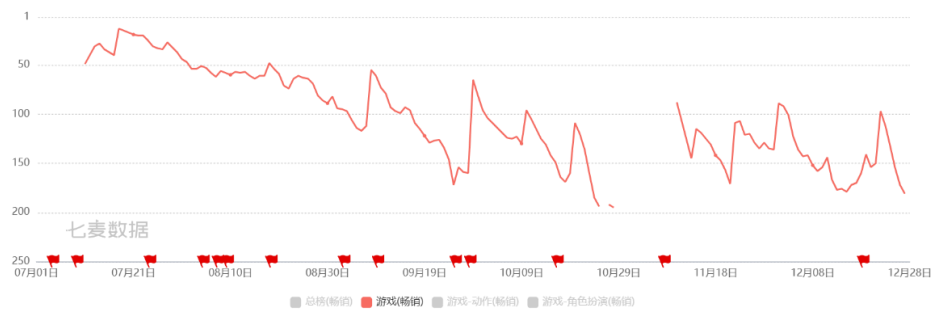
资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

游戏业务贯彻“多元化”战略，海外市场持续拓展，新品表现亮眼。公司持续贯彻“多元化”战略，理解多层次用户群需求，持续拓展用户圈层，挖掘新的市场增量，培育新的业绩增长点，运营游戏品类持续突破，在深耕 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营四大品类的基础上，公司开拓了含放置 RPG、休闲益智在内更加多元化、轻度化的产品类型。出海方面，25 年上半年实现境外营业收入 27.24 亿元，占公司总营业收入比重 32.10%，旗下融合“三消+SLG”玩法的出海产品《Puzzles & Survival》持续深化全球化内容策略，自 2020 年上线以来，产品累计流水已超过百亿元。年内新品表现较好，2025 年初公司《时光大爆炸》《英雄没有闪》等多款产品陆续上线，25 年 7 月，公司获《斗罗大陆》小说与动漫双授权的自研游戏《斗罗大陆：猎魂世界》开启公测，作为斗罗 IP 首款 3D 写实大世界 MMORPG，产品上线前便获得超过千万玩家预约，上线后迅速登顶 iOS 免费榜，产品表现优异，成为公司深耕 MMORPG 赛道又一精品力作。

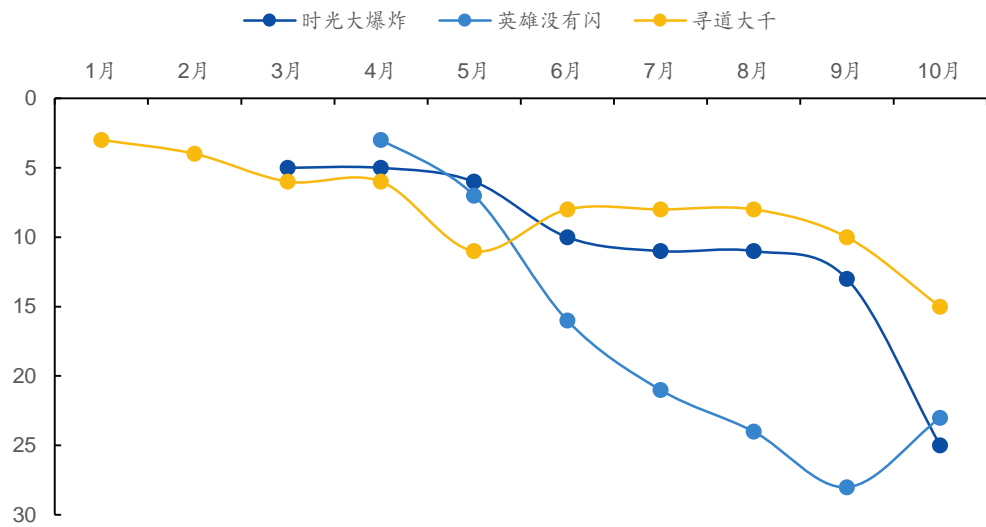
图 23：《斗罗大陆：猎魂世界》IOS 游戏畅销榜表现



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

小游戏渠道优势明显，多款产品长期占据榜单头部位置，新产品《生存 33 天》进入小游戏畅销榜 Top5。公司入局小游戏赛道较早，依靠多年在页游、手游的运营经验，在小游戏赛道发展前期便产出《寻道大千》持续霸榜的小游戏代表产品，小程序游戏成为三七旗下产品重要发行渠道之一。2025 年，公司《时光大爆炸》《英雄没有闪》上线小游戏并取得亮眼表现，小游戏赛道成为公司重要优势发行渠道。11 月 20 日公司生存 RPG《生存 33 天》上线，12 月 13 日进入微信小游戏畅销榜前十名，12 月 16 日则进入第五名。

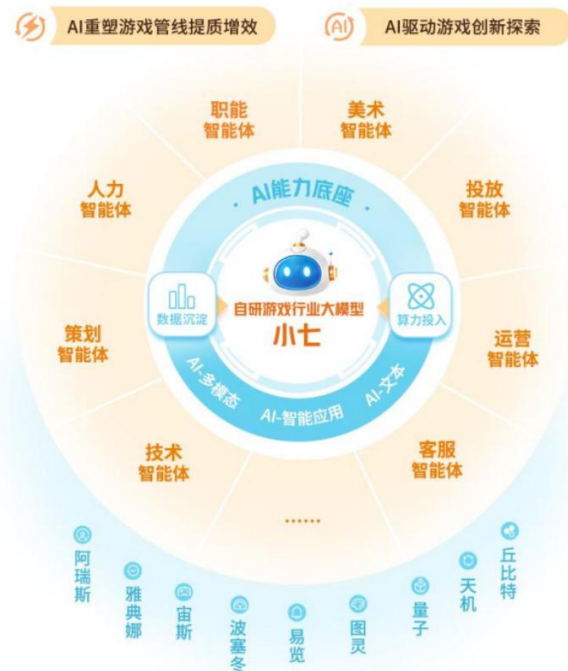
图 24：2025 年《时光大爆炸》、《英雄没有闪》、《寻道大千》小游戏月度排名



资料来源：gamelook，国元证券研究所

布局 AI，赋能业务全链路。三七互娱为国内最早系统性布局人工智能技术的游戏企业之一，公司从战略层面高度重视大数据与人工智能技术的布局与应用。经过多年技术积累与业务实践，公司已构建以 AI 能力底座为核心、涵盖智能化产品层与业务应用层的 AI 架构，形成游戏研运全链路 AI 赋能体系，全面提升公司游戏研运工业化水平。基于行业大模型“小七”，公司构建“小七”智能体平台，覆盖市场分析/产品立项/美术设计/开发辅助/广告投放/运营分析/智能客服/通用办公等各业务领域，能够实现生成符合公司产品需求的图片、视频及 3D 素材，精准支持广告计划投放等功能，并在代码生成与文本创作领域表现卓越，全面赋能游戏研发与运营。报告期内，公司对“小七”智能体平台持续进行核心界面和架构体系升级，持续扩充更多垂直领域智能体，后续将进一步引入多智能体协作能力，支持更加复杂的内部协同任务。

图 25：三七互娱 AI 布局全链路



资料来源：公司公告，国元证券研究所

游戏管线储备产品丰富，2026 年新品蓄势待发。公司储备产品丰富，数量超 20 款，涵盖 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等品类以及西方魔幻、东方玄幻、三国、现代、古风等题材，重点产品包括日式 Q 版 MMORPG《代号 MLK》、写实三国 SLG《奇谋三国》、美式卡通生存 SLG《代号 XSSLG》、东方玄幻 SLG《代号 GMSLG》、古风水墨模拟经营《赘婿》、东方玄幻 RPG《代号斗破》、东方玄幻 RPG《斗罗大陆：零》等。

表 8：三七互娱储备产品

	研发商	产品名称	品类题材画风等	拟发行地区
1	自研	代号 MLK	日式 Q 版 MMORPG	全球
2	自研	奇谋三国	写实三国 SLG	全球
3	自研	代号 GMSLG	东方玄幻 SLG	全球
4	自研	代号 XSSLG	美式卡通生存 SLG	全球
5	自研	代号 YCSLG	生存题材 SLG	全球
6	自研	代号 DTSLG	生存题材 SLG	全球
7	自研	代号 DLXD	Q 版玄幻 RPG	全球
8	自研	代号 BDRPG	Q 版玄幻 RPG	全球
9	代理	代号迷城	融合塔防 SLG	境内
10	代理	代号斗破	东方玄幻 RPG	境内
11	代理	赘婿	古风水墨模拟经营	境内
12	代理	骑士与大龙	西方魔幻 Q 版卡牌	境内
13	代理	史诗大陆	西方魔幻 RPG	境内
14	代理	斗罗大陆：零	东方玄幻 RPG	境内
15	代理	斗兽战场	巨兽题材 SLG	境内
16	代理	代号 DPMMO	东方玄幻 MMORPG	境内
17	代理	代号 RS	写实生存 SLG	境外
18	代理	代号 AK	写实微观 SLG	境外
19	代理	SeasideResort:Match3	现代卡通海滨度假题材三消	境外
20	代理	Lootborn Warriors	西方魔幻 RPG	境外
21	代理	Death Route Survivor	生存题材 SLG	境外

资料来源：公司公告，国元证券研究所

近期行政处罚落地。2023 年 6 月 27 日，公司收到证监会下发的《中国证券监督管理委员会立案告知书》，因涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国行政处罚法》等法律法规，证监会决定对公司、李卫伟和曾开天立案。12 月 5 日公司及相关负责人收到证监会下发《行政处罚决定书》，对于“2014 年至 2020 年年报披露的股东持股情况存在虚假记载”、“2018 年年度报告未披露收购江苏极光股权事项为关联交易，存在重大遗漏”、“三七互娱 2020 年间接收购广州三七股权事项为关联交易，2020 年 12 月 7 日披露的临时公告虚假记载、2020 年年度报告存在重大遗漏”、“2018 年至 2021 年年报未披露与海南力源等公司发生的关联交易，存在重大遗漏”等四项违法事实进行处罚，对三七互娱责令改正、给予警告并处以 900 万元罚款，对于相关责任人处于 25 万元至 1400 万元罚款，并给予警告。根据《行政处罚决定书》认定的情况，公司不触及《深圳证券交易所股票上市规则（2025 年修订）》第 9.5.1 条、第 9.5.2 条、第 9.5.3 条所述的重大违法类强制退市情形，无需申请实施退市风险警示；亦不触及《深圳证券交易所股票上市规则（2025 年修订）》第 9.8.1 条规定的其他风险警示情形。根据公司公告上述事项不会对公司生产经营产生重大影响。

基本假设：我们预计 2025-2027 年公司移动游戏业务收入分别增长-5%/15%/8%，毛利率分别为 78%/79%/80%；网页游戏业务预计 2025-2027 年收入增速分别为-22%/-20%/-20%，毛利率分别为 68%/68%/68%。

公司多元化的布局战略，深耕 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营四大品类同时拓展含放置 RPG、休闲益智等轻度化的游戏品类，在小游戏、出海等方面具备较大增长潜力，2026 年游戏管线产品储备。预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 165.07/188.48/202.72 亿元，归母净利润分别为 31.95/35.47/38.12 亿元，对应 2026 年 PE 倍数为 14.15 倍，参考可比公司一致预期 2026 年 PE 为 20.02 倍，给予公司“增持”评级。

表 9：可比公司一致预期估值

公司	EPS (元)			PE		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
巨人网络	1.17	1.97	2.25	39.37	23.44	20.50
完美世界	0.41	0.81	0.95	39.48	20.13	17.31
吉比特	22.86	26.28	29.14	18.97	16.50	14.88
平均 PE				32.61	20.02	17.56

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

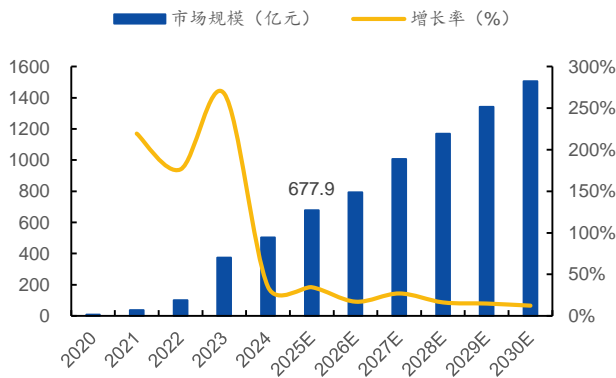
注：采用同花顺 iFinD3 个月一致预期，股价为 2025 年 12 月 26 日收盘价

3.短剧：短剧扬帆出海，AI 漫剧持续爆发

3.1 国内短剧：免费短剧快速增长占据主流，付费投流放缓

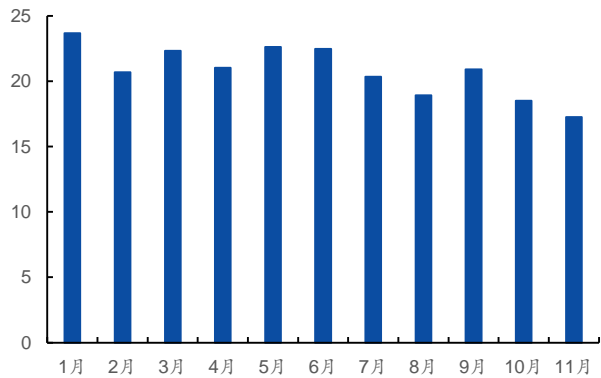
国内短剧市场维持较高景气度，免费短剧快速增长占据主流，付费投流放缓。2025 年中国微短剧市场规模持续增长，根据艾媒咨询，预计 2025 年全年中国微短剧市场规模达 677.9 亿元，同比增长 34.4%。从变现方式上看，根据 WETRUE 《2025 年微短剧行业洞察报告》，目前微短剧赛道中 IAA 占比达 71%，免费短剧在 25 年快速增长，占据主流；IAP 变现模式占比 26%，国内微短剧买量投流消耗呈现环比下滑趋势。免费短剧应用快速增长，根据 QuestMobile 数据显示，2025 年 9 月，红果短剧 MAU 为 2.36 亿，同比增长 93.9%，超越哔哩哔哩以及优酷，河马剧场月活 5158 万，同比增长 99.4%。

图 26：中国微短剧市场规模及预测



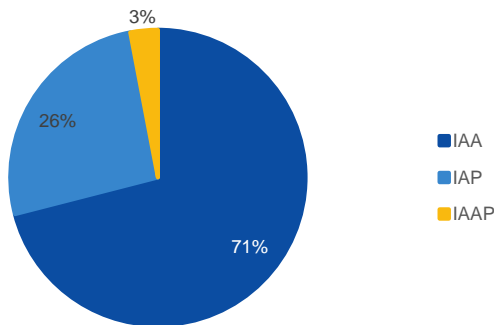
资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

图 27：2025 年以来微短剧大盘消耗热力值（亿）



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

图 28：短剧行业变现形式占比 (%)



资料来源：WETRUE 《2025 年微短剧行业洞察报告》，国元证券研究所

图 29：2025 年 9 月在线视频 APP 行业月活规模



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

3.2 海外短剧：海外短剧高速增长，盈利拐点值得期待

出海短剧市场高速增长，美国地区收入占比 46%。根据短剧自习室推测，2025 年海外短剧市场规模预计达到 210.7 亿元人民币，年增长率高达 145.7%，增长势头强劲。据 Dataeye 统计，今年 1-11 月，海外微短剧 APP 双端累计下载量约为 13.37 亿次。分区域看，25 年 Q3 美国地区占据 45.67% 的市场份额，其次为日本，占比 6.49%，其他主要市场包括英国、巴西、德国、韩国等。按照制作模式，出海短剧可以分为译制剧和本土剧，其中译制剧为现阶段的主流内容形式，占比达 80%-90%，本土剧虽然在文化契合度上更符合海外用户的喜好，但由于制作周期长等因素，供给相对不足，译制剧将国内的短剧翻译后上架，制作流程短、成本低，供给丰富。

图 30：2025 年海外微短剧 APP 双端总下载量（亿次）

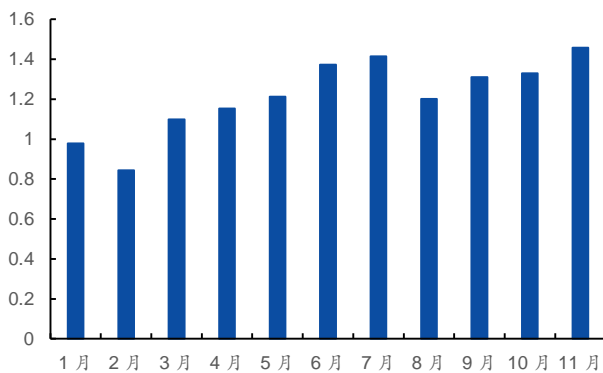
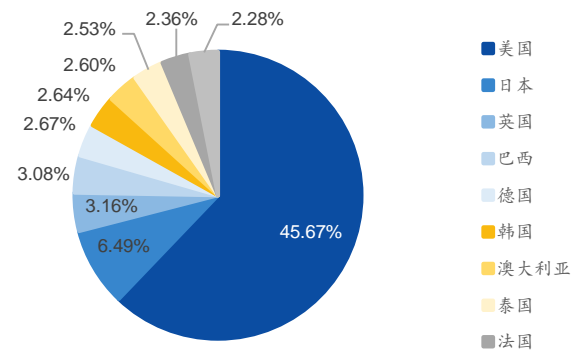


图 31：2025 年 Q3 收入 TOP10 海外短剧市场

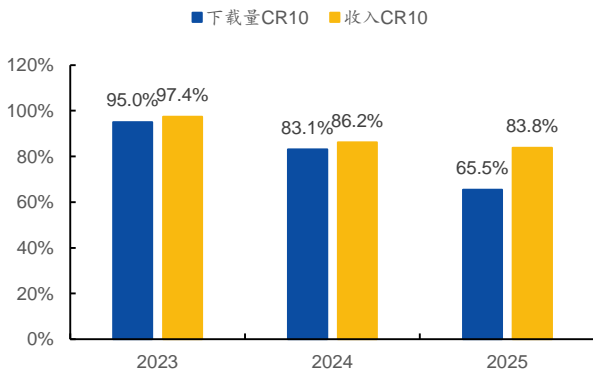


资料来源：Dataeye，国元证券研究所

资料来源：短剧自习室，Appfigures，国元证券研究所

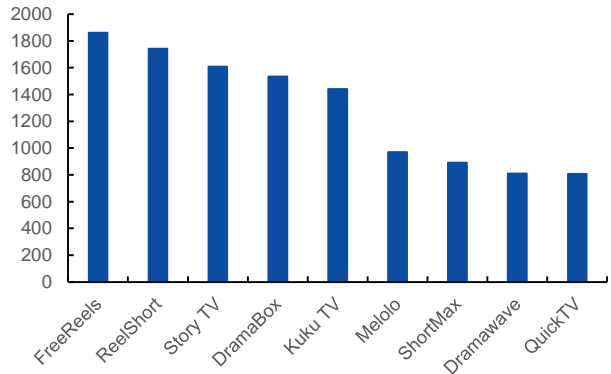
海外短剧平台流量端竞争持续加剧，下载量集中度下滑。2024 年下半年开始，海外短剧市场参与者增多，从 TOP10 应用下载量份额占比来看，从 2024 年的 83.1% 逐步降低到 2025 年的 65.5%，下降 17.6%，头部平台在流量侧的集中度有所下降。2025 年前三季度，中文在线销售费用为 6.6 亿元，同比增长 41.86%，主要受到以短剧业务为主的海外业务自投推广费增加；昆仑万维销售费用为 28.91 亿元，同比增长 105.75%，主要因为在公司对于包含短剧在内的业务市场推广费和充值渠道费增加。2025 年 11 月，昆仑万维旗下 FreeReels 登顶，下载量超 1800 万次，环比增长 56%；ReelShort 第二，下载量超 1740 万次，较上月微增 1%；Story TV 第三，环比增长 18%，2025 年以来印度区域短剧 APP 下载量增长显著，代表应用 KukuTV 11 月下载量 1441 万次，排名第 5。

图 32：2023-25 年海外短剧 APP CR10 (%)



资料来源：短剧自习室，国元证券研究所

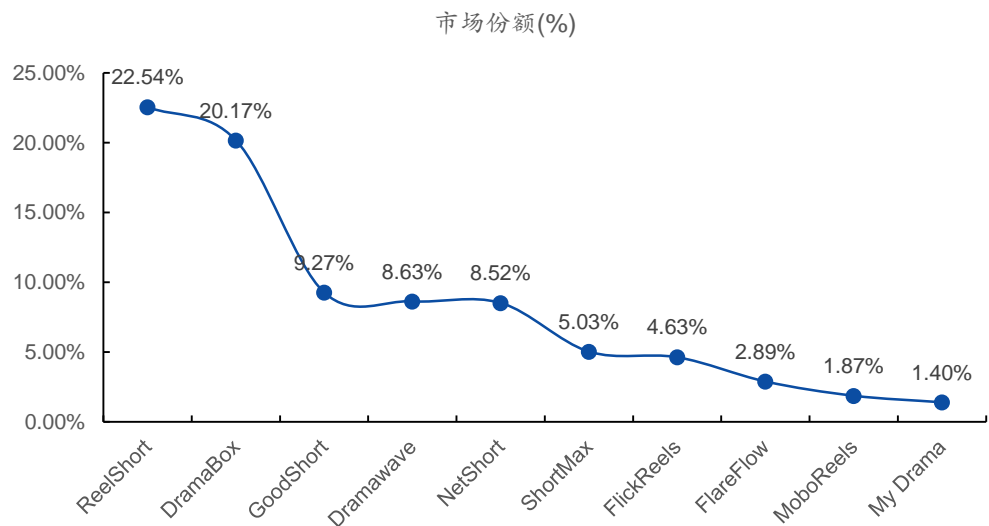
图 33：2025 年 11 月海外微短剧 APP 下载量前 10 (万次)



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

虽然流量扩散，但整体头部玩家收入端市场份额稳定，行业盈利拐点明年或可期待。虽然流量扩散，但头部产品收入表现依然稳定，根据短剧自习室统计，收入排名前十的应用的收入占比 2025 年为 83.8% (2024 年为 86.2%)，集中度整体平稳。2025 年第三季度，收入前三的平台分别为 Reelshort/Dramabox/GoodShort，分别占据 22.54%/20.17%/9.27% 的市场份额。前十份额的平台中，昆仑万维旗下 Dramawave 排名上升 1 位进入第 4 名，根据公司中报，Dramawave 年化流水收入 ARR 突破 2.4 亿美元；中文在线旗下 FlareFlow 排名上升 8 位，进入第 8 名。从盈利层面看，除部分头部平台外，行业盈利拐点仍未出现，多数厂商今年仍在投流侧发力较大，明年利润端拐点或可以期待。

图 34：25Q3 海外收入 TOP10 短剧 APP 市场份额

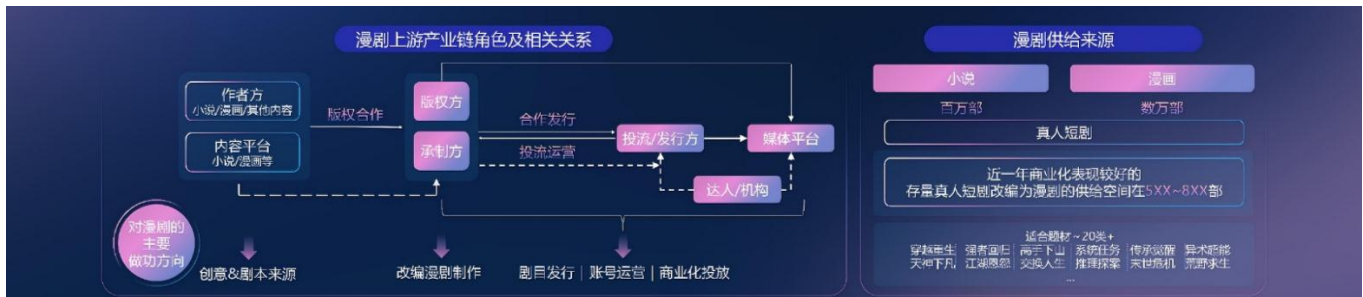


资料来源：短剧自习室，国元证券研究所

3.3 漫剧：AI 赋能，产业规模有望突破 200 亿

漫剧成为 2025 年增长最快的细分赛道，产业规模有望突破 200 亿。2025 年，漫剧作为微短剧的创新形态，凭借独特优势快速崛起，成为行业新的增长爆发点，据短剧自习室引用巨量引擎数据显示，整体漫剧市场规模有望突破 200 亿量级。漫剧是将漫画内容搭配脚本、配音实现视频化的内容形态，每集时长多为 1-8 分钟，剧情节奏快、爽点密集，核心依托 AI 技术实现低成本、高效率生产。漫剧用户以年轻男性为主，18-30 岁群体占比超 60%，这一高付费意愿群体，成为付费内容产业的快速增长点。

图 35：漫剧产业链



资料来源：巨量引擎，国元证券研究所

漫剧制作成本显著低于真人短剧，同时 AI 技术深度赋能漫剧生产流程，产出效率大幅提升。漫剧对比真人短剧在成本端有较强优势，根据 Dataeye，目前漫剧的制作成本相对来说还处于一个较低的水平，一部沙雕漫剧的成本大约在 4 万左右，有足够的素材模板和优化制作流程后可以压到 3 万；而传统动态漫视项目而定，受 IP、剧本、题材、是否使用 AI 等多方面因素影响，成本在 13-30 万不等，整体成本端优势明显。另一方面，AIGC 已实现对漫剧行业生产端的深度赋能，小说/真人短剧改编为漫剧的过程中，通过文生文工具参与剧本内容、分镜脚本环节，通过文生图、图生图工具覆盖分镜制作、线稿绘制等漫画改稿流程，再用图生视频模型完成动效、配音剪辑。效率对比显示，纯人工制作漫剧的文本内容、出图上色等环节需耗时约 2 周至 1.5-2 个月不等，总时长 50-60 天以上；AI 加入后，各环节效率提升 50%-80%，文本内容压缩至 1 周、出图上色仅需 3-6 天，整体周期可控制在 30 天内，大幅缩短生产周期，提升生产效率，极大降低生产成本。

图 36：AIGC 对漫剧生产流程的应用方式



资料来源：巨量引擎，国元证券研究所

头部短视频平台相继针对漫剧推出激励政策，扶持漫剧市场发展，带动漫剧 ROI 提升。以抖快为代表的头部短视频平台出台多项针对漫剧的激励政策，其中抖音推出分级保底激励政策，S+级作品每分钟保底 5000 元、单部保底 50 万至 75 万元，超头部作品更是达到每分钟 1 万至 3 万元的保底标准，开放超 6 万部番茄小说 IP 授权，对头部 IP 改编项目全额补贴改编费。巨量引擎推出多元政策，从产品、流程、资源等维度给予多样化支持，围绕激励策略及投放、资源策略优化，全方位支持漫剧创作。快手通过“AI 漫剧创投计划 2.0”提供单项目最高 1000 万灵感值和 1 亿流量投入，深度绑定可灵 AI 工具，提供一站式漫剧生成服务与算力成本覆盖，大幅降低创作门槛。头部平台通过现金奖励、分成比例提升等方式，鼓励创作者深耕垂直题材，持续挖掘爆款潜力，同时借助算法推荐、专区置顶等流量扶持手段，帮助优质漫剧快速触达目标受众，缩短内容冷启动周期。漫剧行业正逐步形成“创作-分发-变现”的良性闭环，吸引更多内容团队参与，推动整体漫剧市场的规模化发展。

表 10：抖音针对漫剧激励政策

评级	保底激励 (元/min)	单部剧保底 (万元/部)
超头部	1 万-3 万元/min	单独评估
S+	5000 元/min	50-75
S	3000 元/min	30-45
A	2000 元/min	20-30

番茄小说原创头部 IP
版权中心补贴 100%漫剧改编权费用

资料来源：抖音，国元证券研究所

表 8：巨量引擎针对漫剧的支持措施

支持措施	具体内容
新客入局激励 降低冷启动门槛	推出新客护航计划，以“赠款兜底”为新客提供冷启扶持，助力其快速度过冷启动期并实现跑量，且有机会获得赠款保障 ROI>1；同步上线剧目扶持计划，对剧目全生命周期进行扶持以提升“测出”概率，为新剧首发提供专项助力。
投放策略迭代 提升商业与内容价值	围绕漫剧的长线发展，推出包含番茄/红果、端原生/小程序等全渠道支持策略：为延长漫剧整体生命周期，推出链路流转策略；通过端原生增量策略增强竞价能力，实现“稳成本、提转化”，同时在免费渠道侧提升流量运营效率与用户触达效果；此外，布局“爆款小说改编”打造 IP 价值、“热点追投”借势热点内容、“内容库爆款分析”实时追踪亮点，多维度提升内容竞争力。
平台资源加码 激活生态增长动力	星图激励方面，设置 150W 专项客侧激励与 50W+ 专项供给激励——新剧上星可享 5% 服务费全额返，老剧上星按“梯度返、流水越高比例越高”规则执行；同时对二创漫剧爆款激励加码，撮合服务商定向引入扶持。此外，通过“即创故事成片能力”丰富素材生态，为创作提供更多支撑。

资料来源：巨量引擎，国元证券研究所

图 37：快手灵感·新纪元 AIGC 创投计划 2.0



资料来源：快手磁力引擎商业洞察，国元证券研究所

4. 投资建议

(1) AI 应用: 2025 年 AI 模型能力持续迭代, Gemini 3、ChatGPT5.2、DeepSeek3.2、Qwen3 等大模型呈现追赶势头, 在多模态方面 Sora2、Nano Banana Pro、Veo3 引发关注。另一方面 2025 年 AI 商业化加速, 据 The Information 报道 2025 年 7 月 OpenAI ARR 达到 120 亿美元, 垂类应用中 AI 编程、AI 设计、AI 搜索、AI 视频等领域均有过亿美元年化收入的代表产品, 近期 Minimax、智谱 AI 加速资本化, 或驱动商业闭环加速。2026 年我们继续看好 AI 应用端投资机会, 关注 AI 视频、AI 广告、AI 漫剧、AI 游戏等。(2) 游戏板块: 2025 年移动游戏市场实现销售收入为 2570.76 亿元, 同比增长 7.92%, 景气度有所回升。年内《超自然行动组》、《杖剑传说》等新品表现超预期, 《王者荣耀》、《和平精英》、《梦幻西游》等长青游戏长线运营表现亮眼。政策方面, 25 年游戏版号发放节奏稳定, 审批节奏平稳利好供给端繁荣。另一方面, 多家游戏公司组织调整进入尾声, 带动中腰部厂商开启新的产品周期。2025 年产品供给在玩法、题材、品类多点开花, “搜打撤”的玩法热度攀升, 多款产品年内迎来爆发; “微恐”题材表现亮眼; FPS 在国内市场增长显著; “SLG+X”突破传统 SLG 流水天花板。展望 2026 年, 整体产品供给丰富, 腾网米聚焦 FPS、开放世界等品类, 中型厂商储备产品也颇具看点。(3) 影视板块: 2025 年“广电 21 条”落地, 政策利好长剧及综艺板块。短剧方面, 国内市场 2025 年规模 677.9 亿元同比增长 34.4%, 其中 IAA 占比 71%, 占据主流。海外市场高速增长, 2025 年规模预计 210.7 亿, 增长 145.7%。2025 年海外短剧平台流量端竞争加剧, 但整体头部玩家收入端市场份额稳定, 行业盈利拐点明年或可期待。漫剧快速崛起, 年内市场规模有望突破 200 亿, 其制作成本显著低于真人短剧, 同时 AI 技术深度赋能产出效率大幅提升, 长短视频平台相继针对漫剧推出激励政策, 带动 ROI 提升。我们看好出海短剧以及漫剧产业链投资机会。标的方面, 推荐关注: 巨人网络、恺英网络、完美世界、世纪华通、三七互娱、吉比特、神州泰岳、浙数文化、昆仑万维、快手、心动公司、姚记科技、上海电影、芒果超媒、南方传媒、皖新传媒等。

5.风险提示

AI 进展不及预期，政策监管收紧风险，大模型迭代不及预期的风险，核心产品商业化表现不及预期的风险。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于 -5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于 -10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，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。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编：230000	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编：200135	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼 中建财富国际中心 5 层 邮编：100029