

游戏行业快评

估值与拥挤度双底，把握游戏板块布局机会

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 传媒

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 张衡 021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

执证编码：S0980517060002

证券分析师： 陈瑶蓉 021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

执证编码：S0980523100001

事项：

受宏观风险偏好压制等因素影响，年初以来游戏板块个股及指数调整显著，整体表现明显跑输市场。当前核心游戏龙头估值大多已回落至 2026 年 15x 左右区间，处于历史底部分位，板块成交拥挤度亦同步降至低位。我们认为，经过前期充分调整后，板块估值与交易层面的风险已得到较大程度释放，而行业内成长逻辑并未发生实质性变化；在风险偏好边际改善的背景下，游戏板块有望展现出较好的向上弹性与较强的下行安全边际。

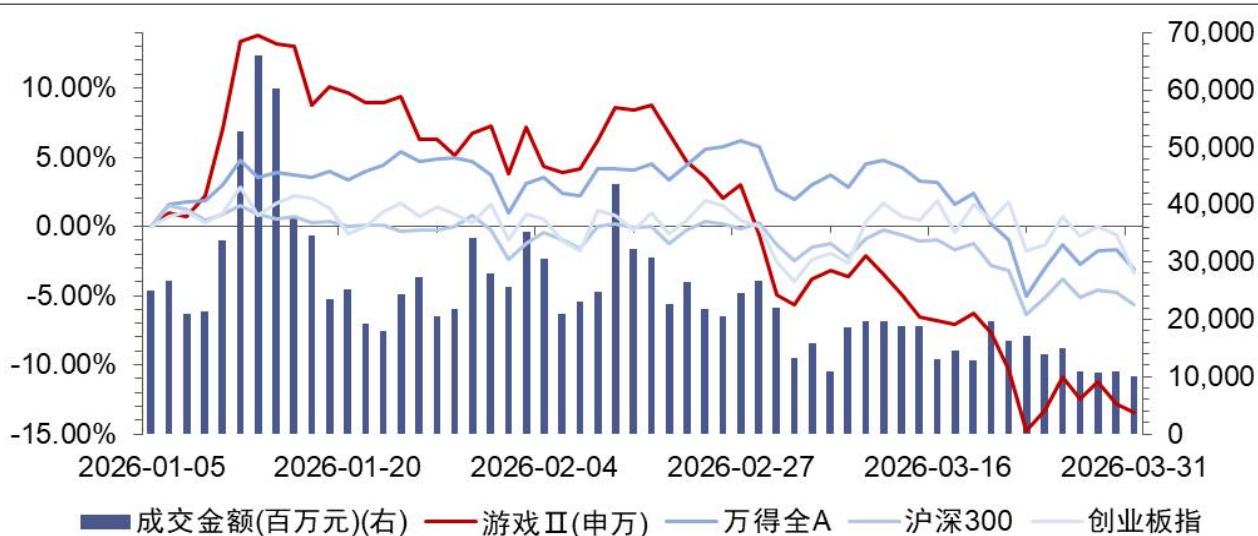
国信传媒观点：1) 当前动态 PE 估值、交易拥挤度的历史分位及绝对水平均处于底部区间，上市公司核心产品流水表现良好、基本面稳健，向下具备安全边际，向上弹性值得重视；2) 政策环境稳中向好：游戏版号保持稳定发放，“十五五”规划及相关监管政策持续释放对游戏产业的正向支持信号；苹果等应用商店分成调整亦有望增厚游戏开发商利润；与此同时；AI 应用正从玩法创新、研发提效到运营优化等多个环节推动行业变革，有望进一步打开游戏行业中长期业绩与估值的成长空间；3) 投资建议方面，推荐产品周期、业绩兑现与估值水平相匹配的行业龙头，重点推荐巨人网络、世纪华通、恺英网络、三七互娱，建议关注完美世界（《异环》上线表现）等标的；4) 风险提示：宏观风险偏好持续承压、监管政策超预期收紧、新品流水不及预期，以及 AI 赋能落地进度慢于预期等。

评论：

◆ 游戏板块年初以来调整显著，个股及指数显著跑输市场整体表现

2025 年底以来，传媒指数自高点累计回撤约 23%，游戏个股调整幅度更为显著，部分核心标的跌幅近 30%；同期沪深 300、创业板指跌幅明显小于游戏板块，游戏板块超额负收益突出（分别跑输 wind 全 A、沪深 300、创业板指数 10.4、7.8、10.2 个 pct）。

图1: 游戏指数表现



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表1: A股游戏板块上市公司年初至3月31日表现

代码	简称	市值(亿元)	年初至今涨跌幅	2025年涨幅
002558.SZ	巨人网络	599	-27.1%	246%
002174.SZ	游族网络	93	-22.1%	31%
300533.SZ	冰川网络	64	-20.9%	80%
300002.SZ	神州泰岳	183	-19.1%	0%
002517.SZ	恺英网络	378	-19.1%	62%
300299.SZ	富春股份	41	-15.6%	30%
603444.SH	吉比特	261	-14.4%	102%
002919.SZ	名臣健康	53	-14.1%	40%
002605.SZ	姚记科技	85	-12.6%	-11%
603258.SH	电魂网络	40	-10.9%	-7%
300459.SZ	汤姆猫	144	-10.7%	-20%
300031.SZ	宝通科技	85	-10.4%	25%
002555.SZ	三七互娱	474	-9.3%	60%
600715.SH	文投控股	80	-9.2%	-3%
300494.SZ	盛天网络	55	-8.5%	8%
002602.SZ	世纪华通	1,176	-6.4%	232%
600633.SH	浙数文化	153	-5.9%	25%
002425.SZ	凯撒文化	32	-5.4%	65%
300043.SZ	星辉娱乐	67	-4.1%	56%
300315.SZ	掌趣科技	130	-3.0%	-10%
300467.SZ	迅游科技	57	-2.6%	82%
600892.SH	*ST大晟	20	-1.6%	-1%
300052.SZ	ST中青宝	32	-1.5%	-25%
002624.SZ	完美世界	341	7.2%	61%
300418.SZ	昆仑万维	615	17.5%	8%
300113.SZ	顺网科技	181	30.6%	21%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

外部因素导致的风险偏好变化是下跌的主要原因。1) 传媒板块对流动性及风险偏好变化敏感，近期外部因素对传媒及游戏板块负面冲击较为显著；2) 市场对 AI 应用兑现节奏预期阶段性降温，AI Panic 阶段对应用端估值带来杀伤；3) 资金结构来看，部分标的 25 年涨幅较为显著、短期获利了结导致资金面承压；4) 持续调整之下，当前游戏板块位置已大体回落至上一轮 AI 应用/GE0 主题启动前水平。我们认为上述因素均属阶段性情绪压制，而非游戏行业基本面的实质恶化，当前风险释放已较为充分。

◆ 估值与拥挤度双低，配置性价比凸显

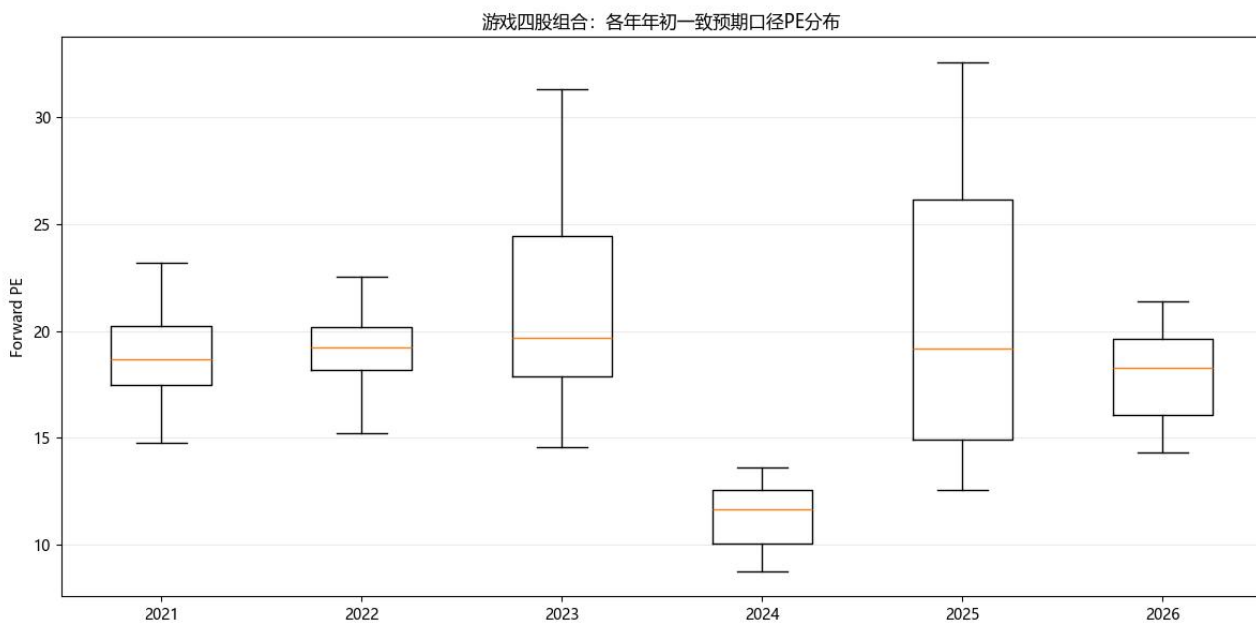
估值处于历史低位，历史经验表明当前已经处于向下空间有限、向上弹性良好的阶段。1) 我们用从 22 年以来业绩表现相对稳健的恺英网络、巨人网络、三七互娱、吉比特构建 A 股游戏核心资产组合指数，以当年年初市场对当年的盈利一致预期作为业绩基准，用来观察市场变化之下动态 PE 的波动，以寻找过去几年市场交易的估值波动区间；2) 从这四只股票构建的组合来看，过去 4 年中，常态底部低位在当年 14xPE 附近，极端悲观情形出现在 24 年年中的 10x 左右，对应极端的市場风险状态；3) 从当前估值来看，上述拟合指数估值约为 15x PE，再次回归市场常规底部区间；若市场未出现极端风险，当前估值已具备较好的安全边际，向下空间有限；4) 而从历史估值波动上限来看，市场状态正常情形下，动态估值高点均在 20x 以上。

图2：合成指数当年动态估值波动与指数走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图3：合成指数历史估值波动上下区间



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

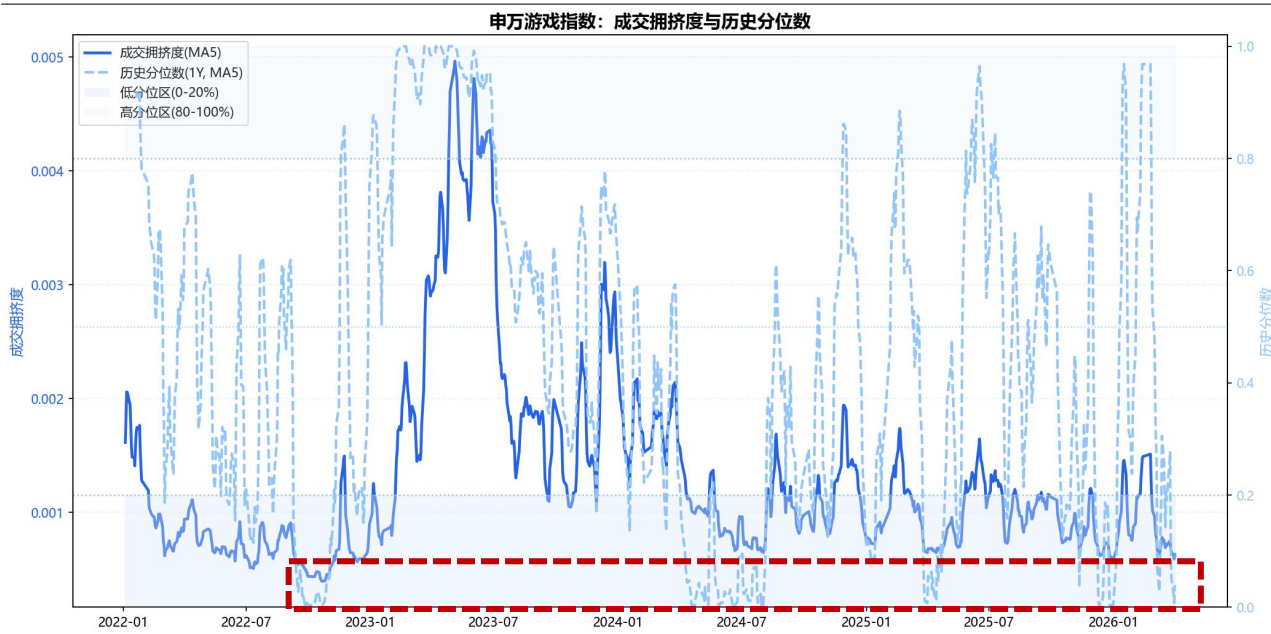
市场成交拥挤度处于低位。1) 截至2026年3月31日，游戏指数成交拥挤度MA5对应过去1年滚动分位约0.8%，对应2022年以来全样本累计分位约5.5%，均处于历史极低区间。当前板块交易热度和资金关注度已明显回落，市场参与度处于偏冷状态。2) 整体而言，游戏板块当前已具备“低拥挤、低关注”的位置特征，交易层面的拥挤风险已显著释放；3) 而从历史经验来看，当前成交拥挤度历史分位数已经与过往三次游戏指数底部状态一致，交易风险已明显释放，若后续风险偏好修复或基本面催化出现，板块向上弹性有望更充分体现。

图4：申万游戏指数走势与拥挤度历史分位数



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图5: 申万游戏指数成交拥挤度处于历史分位数低位

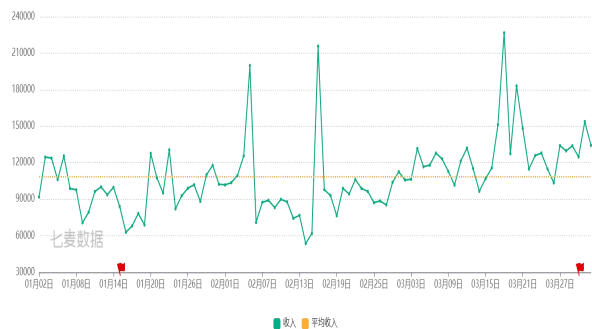


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 核心产品流水保持稳定, 基本面无虞

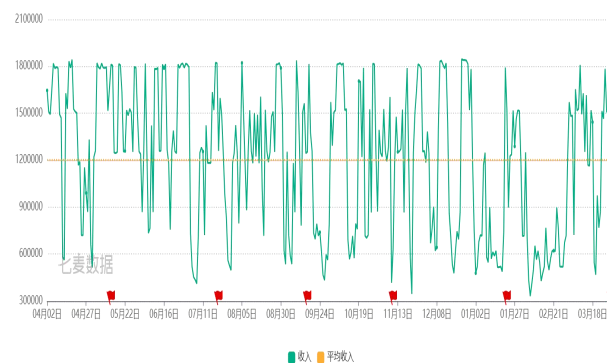
上市公司产品线来看, 世纪华通旗下《无尽冬日》、《奔奔王国》流水保持稳定, 巨人网络《超自然行动》2月 DAU 及流水创新高; 三七互娱海外 SLG 新品《Last Asylum: Plague》月流水过 700 万美元、成为市场新爆款; 完美世界开放世界产品《异环》预计 4 月 23 日上线; 从存量到新品, 行业及上市公司整体表现良好。

图6: 世纪华通《奔奔王国》流水稳中向上



资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理

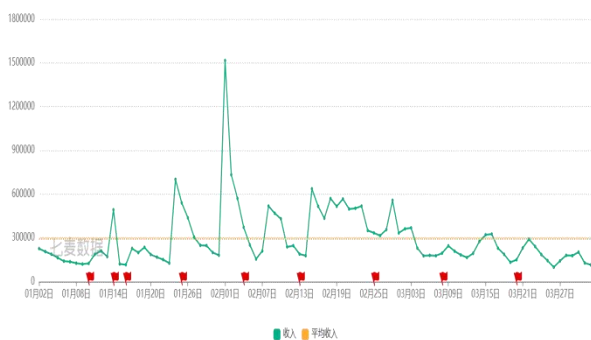
图7: 世纪华通《无尽冬日》流水保持稳定



资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理

图8: 巨人网络《超自然行动》2月 DAU 及流水创新高

图9: 三七新品《Last Asylum: Plague》流水过 700 万美元



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图10: 完美世界《异环》定档 4 月 23 日

异环
04月23日 首发
官方入驻

期待值 **9.0**

安卓 | iOS | PC端

预约榜 #2	预约 582 万	关注 574 万	上线日期 2026/04/23
--------	----------	----------	-----------------

★ 活动与公告 >

04.23 全平台公测
超自然都市开放世界RPG
» 预约赢 预约赢Switch2、PSS、主题周边等好礼 «

抽奖 | 4月12日开奖 > 评论预约，参与活动赢好礼! 《异环》预约活动已开启 | 邀请好...

资料来源：TapTap，国信证券经济研究所整理

◆ 政策及行业稳中向好，平台分成调整及 AI 应用推动中长期产业趋势向上

版号稳定发放，供给侧压制风险消除。游戏版号自恢复常态化发放以来，整体节奏保持稳定，月均过审数量维持在稳中有升的趋势，版号政策对行业的压制性风险已基本消除。新品上线节奏有望持续保持健康，为头部公司提供持续的产品供给支撑。

图11: 版号发放保持稳中有升



资料来源: 新闻出版总署, 国信证券经济研究所整理

中央与地方对游戏行业的政策持续改善, “精品化、科技化、出海化、消费化”成为主基调。尤其是“十五五”规划明确提出“推进文化和科技融合, 发展新型文化业态”, 并写入“引导规范网络文学、网络游戏、网络视听等健康发展”; 国家新闻出版署推出网络游戏精品出版工程、商务部等部门将游戏明确纳入数字内容消费支持范围, 以及广东、浙江、北京等地推出高质量发展、精品孵化、出海扶持等专项举措, 游戏行业正在被纳入文化产业升级、数字消费扩容和服务贸易增长的新框架之中。

表2: 中央及地方政府对游戏产业政策表述

时间	层级/部门	政策	表述
2023/11/17	中央 / 国家新闻出版署	《关于实施网络游戏精品出版工程的通知》	明确提出“促进游戏产业健康有序发展”, 并提出要推选一批“富有文化内涵、寓教于乐”的网络游戏精品, 重点方向包括传播主流价值、传承中华优秀传统文化等。
2024/12/17	地方 / 北京市新闻出版局	北京推出网络游戏精品出版工程	提升北京游戏的“文化影响力、科技引领力”, 并提出对入选作品及企业给予“优先推荐、全流程孵化、版权保护、平台服务、人才保障”等五项支撑机制。
2025/3/16	中央 / 中办、国办	《提振消费专项行动方案》	文件强调以高质量供给创造有效需求、推动服务消费提质, 游戏动漫首次被纳入
2025/5/27	地方 / 广东	《关于推动广东网络游戏产业高质量发展的若干政策措施》	明确提出: 优化国产网络游戏属地试点办理流程; 在广州、深圳设游戏企业服务中心; 支持企业出海, 打造“粤产游戏出海矩阵”
2025/6/10	地方 / 浙江省商务厅等17部门	《关于支持游戏出海的若干措施》	由17部门联合印发, 明确提出优化投融资和出口信保服务, 支持金融机构为游戏出海提供全方位金融服务, 并探索建立游戏出海统计机制。
2025/9/24	中央 / 商务部等8部门	《关于大力发展数字消费共创数字内容消费的指导意见》	文件明确把数字消费界定为包括“数字内容消费”, 并在“创新数字内容消费”中直接提出: 支持动漫、游戏、影视、音乐、网文字时代美好生活的指导意见
2025/10/28	中央 / “十五五”规划建议	《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十五个五年规划的建议》	明确提出“推进文化和科技融合, 发展新型文化业态”, 并写入“引导规范网络文学、网络游戏、网络视听等健康发展”; 同时提出“鼓励更多文化企业和优秀文化产品走向世界”。
2025/12/29	中央 / 商务部中国服务贸易指南网	“中国游戏‘赶海’, ‘玩’出服务贸易新增量”	游戏出海真正成为“激活服务贸易的新动能”, 并指出中国游戏企业出海已进入“高质量增长新时代”, 可为服务贸易高质量发展注入更多活力。

资料来源: 人民网, 新华网, 国信证券经济研究所整理

全球应用商店生态在监管推动下呈现费率优化和支付开放趋势, 若平台抽成进一步下调, 将对游戏开发商利润率形成正向弹性。1) 受全球监管机构(欧盟 DMA 法规、美国法院裁定、国内监管引导)持续施压, 苹果 App Store 佣金结构正在调整, 移动游戏作为 App Store 最大营收品类, 整体分成水平由 30%向更具竞争力的区间过渡; 中国市场来看, 自 2026 年 3 月 15 日起, 中国大陆区 App Store (iOS / iPadOS) 标

准内购和付费 App 交易佣金由 30%降至 25%；小型开发者计划、Mini Apps Partner Program，以及订阅满一年后的自动续费佣金，由 15%降 12%；2）相比之下，Google Play 更多体现为支付开放和分层收费优化，国内安卓渠道则尚未出现统一公开降费，但头部厂商与应用商店之间的分成博弈已明显加剧；3）整体看，平台抽成正从“刚性规则”走向“监管约束下的弹性调整”，对游戏行业利润改善有重要意义；未来国内安卓平台分成若能下调，将对游戏厂商利润水平带来明显正向影响。

表3: 应用商店针对游戏的分成政策调整

平台/地区	主要变化	当前公开费率/机制	时间
Apple App Store (中国大陆)	正式下调抽成	标准内购/付费 App: 30%→25%; 小型开发者/小程序合作计划/订阅满一年: 15%→12%	2026/3/15 起
Apple App Store (欧盟)	因 DMA 推出替代条款	App Store 内数字商品交易佣金可为 10%或 17%; 若用苹果支付再加 3%; 另有 Core Technology Fee	2024 年起实施, 2025 年继续调整
Google Play (全球基础口径)	并非近期统一降费, 符合 15% 档的开发者: 首 100 万美元 15%, 超出 30%; 自动续费订阅 15% 而是延续分层费率		持续有效
Google Play (印度/韩国等替代支付)	允许替代结算, 费率减免有限	采用替代 Billing System 的交易, 服务费通常为原费率减 4pct	已实施
Google Play (美国)	支付与导流政策正在继续放松	不再强制只能使用 Google Play Billing, 也不再禁止开发者向用户说明外部支付方式	2025 年底政策基础上, 2026/3 继续更新
中国主流安卓应用商店	暂无	行业长期惯例仍多按 50:50 联运分成	

资料来源: Apple, Google, 国信证券经济研究所整理

◆ AI 深度赋能游戏全链路，有望打开长期成长及估值上行空间

AI 对游戏行业的影响，正在从主题叙事逐步走向经营变量改善。1) 在产品侧，AI 驱动的动态 NPC、程序化内容生成与个性化剧情分支，正推动游戏体验从“预设内容消费”向“实时交互共创”演进。相较传统静态脚本，AI 有望显著提升角色反馈的真实性、关卡内容的丰富度以及剧情推进的差异化水平，从而增强沉浸感与新鲜感，改善留存、时长和付费深度。2) 行业层面，腾讯在 GDC 2026 展示了覆盖创作、测试与玩家体验的 AI 技术生态，说明 AI 在游戏场景中的应用已不再停留于概念验证，而是在向全链路工具化、平台化落地推进。

AI 正在系统性重塑游戏公司的成本结构与运营效率。1) 研发环节中，AIGC 已较多应用于美术资产生成、动作/动画辅助、代码编写与测试自动化，缩短内容生产链条、减少重复劳动，并有望降低精品化研发的边际成本。GDC 2025 行业调查显示，三分之一开发者已在使用生成式 AI 以优化开发流程，且超过一半开发者所在公司已将生成式 AI 引入 workflow，意味着 AI 工具渗透已具备较强的产业普及度；2) 买量和运营环节，AI 生成广告素材叠加算法投放、用户分层和转化预测，有望持续提升买量 ROI；同时，AI 客服、智能运营、反作弊和质量保障工具的渗透，也在推动运营团队人效提升、降低长线运营成本。

中长期的量、价提升，有望带动游戏板块打开业绩与估值上行空间。AI 应用有望带来玩法创新（提升用户粘性及 ARPU 提升）→降本增效→利润率提升→盈利预期上修，从而有望驱动游戏板块从“价值”向“成长”重新定价，估值中枢有望在中长期迎来系统性上移。

图12: 《和平精英》AI 队友

图13: “绝地指挥”模式上线带动社交回避型玩家在线时长、社交数据有明显提升



资料来源：腾讯新闻，国信证券经济研究所整理



资料来源：腾讯新闻，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：底部信号清晰，把握布局机会

受宏观风险偏好压制等因素影响，游戏板块年初以来个股及指数调整显著，跑输市场整体表现；头部公司估值已调整至 15x 左右（对应 2026 年 PE），处于历史底部分位；从交易热度看，板块拥挤度亦已回落至低位。

我们认为当前游戏板块已具备明显的底部位置特征：交易层面拥挤度与估值均回落至历史低位、上市公司产品仍处于强势周期，而政策、供给与 AI 赋能所对应的中长期产业逻辑并未破坏。板块短期仍受风险偏好扰动，但从赔率视角看，已进入更值得重视的配置区间。推荐产品周期、业绩与估值相匹配的行业龙头，巨人网络、世纪华通、恺英网络、三七互娱，关注完美世界（《异环》进展）等标的。

表4: 重点公司估值

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE				
			2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E	
002602.SZ	世纪华通	1267	524	1213	5795	8603	242	104	22	15	
002558.SZ	巨人网络	659	1086	1425	2268	4500	61	46	29	15	
002517.SZ	恺英网络	406	1462	1628	2156	2630	28	25	19	15	
002555.SZ	三七互娱	504	2659	2673	3131	3353	19	19	16	15	
603444.SH	吉比特	270	1125	945	1794	1897	24	29	15	14	
002624.SZ	完美世界	375	491	(1288)	775	1636	76	(29)	48	23	

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，其中 25/26 年业绩为市场一致预期

◆ 风险提示：

宏观风险偏好持续压制；监管政策超预期收紧；新品流水不及预期；AI 赋能落地进度慢于预期等。

相关研究报告：

- 《传媒互联网周报-Seedance 2.0 全球上线，把握游戏及 IP 潮玩底部机会》——2026-03-30
- 《传媒互联网周报-腾讯 QClaw 正式公测，把握游戏及 IP 潮玩底部机会》——2026-03-23
- 《传媒行业 3 月投资策略：持续看好 AI 应用与 IP 潮玩，把握游戏板块底部反弹机会》——2026-03-18
- 《传媒互联网周报-政府工作报告首提“繁荣新大众文艺”，大厂加速 OpenClaw 适配》——2026-03-18
- 《传媒行业人工智能系列：从 AI Panic 到 AI HALO，如何看传媒互联网的投资范式转换》——2026-03-03

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032