

## 世纪华通（002602.SZ）系列深度报告（三）

## 扛起文化自信大旗的世界游戏龙头

我们认为，世纪华通作为全球游戏龙头公司，具备较强的全球化发行、精细化运营和长线变现能力。海外龙头中，EA 收入利润基本来自游戏内容，业务属性与世纪华通更为接近，具备较强对标意义。2026 年，世纪华通预计收入规模接近 EA，净利润则高于 EA 体量，但当前估值仍显著低于 EA，利润体量与估值水平存在明显错配。随着《Whiteout Survival》《Kingshot》《Tasty Travels: Merge Game》等产品持续贡献收入利润，公司全球化内容型龙头属性有望进一步被市场认知，估值中枢具备上修空间，未来市值弹性较大。

- **全球游戏龙头格局分化，EA 与世纪华通具备较强可比性。**全球游戏产业已形成生态型巨头、硬件平台型厂商、内容研发型厂商和 UGC 平台型公司并存的竞争格局。微软、腾讯、索尼等公司依托平台生态、硬件渠道和资本优势稳居头部；任天堂、Take-Two、万代南梦宫等公司依靠长青 IP 矩阵保持较强变现能力；Roblox 则通过 UGC 平台模式开辟新的增长曲线。相比之下，EA 收入利润基本来自游戏内容，业务结构更为纯粹，与同样依托游戏研发、发行和运营驱动增长的世纪华通更具可比意义。此外，沙特资本近年来持续加码全球游戏产业，体现出全球资本对优质游戏公司稳定现金流、较高利润率和长线运营能力的认可。
- **EA 高估值来自稳定 IP 现金流，沙特资本高价布局验证游戏资产价值。**EA 是全球代表性独立游戏发行商，旗下拥有 EA SPORTS FC、Madden NFL、《战地》《模拟人生》《Apex 英雄》等长青 IP。2026 财年，EA 实现净营收 75.31 亿美元，其中在线服务及其他收入 53.83 亿美元，占收入比重超过七成，净预订额达到 80.26 亿美元，创历史新高。2025 年 9 月，EA 宣布以约 550 亿美元企业价值被 PIF、银湖资本及 Affinity Partners 组成的财团私有化收购，体现海外资本市场对稳定 IP、在线服务收入和高确定性现金流的估值认可。
- **世纪华通收入利润体量接近 EA，双轮驱动持续验证盈利能力。**我们预期世纪华通 2026 年实现营业收入 485.86 亿元、归母净利润 91.24 亿元，按 1 美元兑 6.83 元人民币测算，公司收入规模已接近 EA，净利润则高于 EA 对应水平。公司利润端仍处高增长通道，2025 年实现归母净利润 56.05 亿元，同比增长 362.02%；2026 年一季度实现归母净利润 20.27 亿元，同比增长 50.18%。产品端来看，公司已形成“SLG+休闲+经典 IP”的多品类矩阵，《Whiteout Survival》《Kingshot》持续贡献收入利润，《Tasty Travels: Merge Game》《Truck Stars》等休闲产品快速增长，盛趣游戏《传奇》《龙之谷》等经典 IP 夯实基本盘，全球化产品矩阵持续兑现。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**估值剪刀差明显，公司现阶段远被低估。EA 私有化交易估值约为 62 倍，显著高于传统游戏公司估值区间；世纪华通按照 2026 年盈利预测测算，对应 PE 为 12 倍，估值水平明显偏低。公司在收入利润体量接近 EA、利润端仍保持较高增长、产品矩阵持续扩张的背景下，估值体系仍主要停留在国内传统游戏公司框架内，尚未充分反映其全球化内容型游戏龙头属性。随着核心产品持续贡献收入利润，公司定价逻辑有望由“国内游戏公司”向“全球化内容型龙头”切换，未来市值弹性较大。我们长期看好

## 强烈推荐（维持）

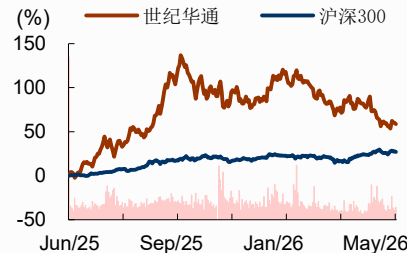
TMT 及中小盘/传媒  
目标估值：NA  
当前股价：14.58 元

## 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 总股本（百万股）    | 7371   |
| 已上市流通股（百万股） | 6797   |
| 总市值（十亿元）    | 107.5  |
| 流通市值（十亿元）   | 99.1   |
| 每股净资产（MRQ）  | 4.4    |
| ROE（TTM）    | 19.5   |
| 资产负债率       | 28.0%  |
| 主要股东        | 王信     |
| 主要股东持股比例    | 10.37% |

## 股价表现

| %    | 1m  | 6m  | 12m |
|------|-----|-----|-----|
| 绝对表现 | -15 | -19 | 56  |
| 相对表现 | -17 | -27 | 29  |



## 相关报告

- 1、《世纪华通（002602）—26Q1 环比继续高增长，Q1 增量营销投放有望带动 Q2 收入利润进一步释放》2026-05-07
- 2、《世纪华通（002602）—左手 SLG，右手休闲类，双轮驱动成就游戏帝国》2026-03-15
- 3、《世纪华通（002602）—全球手游龙头 25 年利润大幅增长，海内外产品多点开花》2026-02-02

顾佳 S1090513030002  
✉ gujia@cmschina.com.cn  
谢笑妍 S1090519030003  
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

公司多品类布局与全球化运营能力，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 91/110/119 亿元，分别对应 11.8/9.8/9.0 倍市盈率。

□ 风险提示：产业风险、市场与行业竞争风险、人力资源风险、规模成长带来的管理风险、海外合规与地缘政策不确定性、商誉减值风险。

**财务数据与估值**

| 会计年度       | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 22620 | 37898 | 48586 | 54319 | 59479 |
| 同比增长       | 70%   | 68%   | 28%   | 12%   | 9%    |
| 营业利润(百万元)  | 2045  | 7006  | 11359 | 13657 | 14811 |
| 同比增长       | 106%  | 243%  | 62%   | 20%   | 8%    |
| 归母净利润(百万元) | 1213  | 5605  | 9124  | 10981 | 11914 |
| 同比增长       | 132%  | 362%  | 63%   | 20%   | 8%    |
| 每股收益(元)    | 0.16  | 0.76  | 1.24  | 1.49  | 1.62  |
| PE         | 88.6  | 19.2  | 11.8  | 9.8   | 9.0   |
| PB         | 4.3   | 3.5   | 2.7   | 2.2   | 1.8   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 一、全球游戏市场稳健增长与格局分化            | 5  |
| 1、全球游戏市场概况                   | 5  |
| 2、全球游戏竞争格局                   | 5  |
| 二、海外龙头艺电估值逻辑与启示              | 9  |
| 1、全球顶级独立游戏发行商                | 9  |
| 2、2026 财年财务分析：在线服务支撑业绩韧性     | 9  |
| 3、550 亿美元高溢价私有化估值逻辑          | 10 |
| 三、世界级巨头的崛起：世纪华通基本面与业绩加速释放    | 12 |
| 1、双轮驱动构建增长韧性突出的产品矩阵          | 12 |
| 四、对比海外龙头 EA，公司估值重估空间突出       | 15 |
| 1、利润规模已进入全球头部可比区间，盈利能力有望持续释放 | 15 |
| 2、估值剪刀差明显，公司具备系统性修复基础        | 15 |
| 3、业绩兑现与估值弹性共振，市值修复空间可观       | 16 |
| 五、风险提示                       | 17 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1：2025 年按总部地区划分的移动游戏 IAP 收入同比变化 | 5  |
| 图 2：2025 年全球移动游戏发行商内购收入 TOP10     | 5  |
| 图 3：全球头部游戏公司分类                    | 7  |
| 图 4：艺电产品矩阵化                       | 9  |
| 图 5：战地 6                          | 9  |
| 图 6：艺电营业收入及增速                     | 10 |
| 图 7：艺电净利润及增速                      | 10 |
| 图 8：艺电 LOGO                       | 11 |
| 图 9：艺电私有化收购公告                     | 11 |
| 图 10：公司核心产品                       | 12 |
| 图 11：2026 年 4 月全球手游预估收入榜          | 12 |
| 图 12：《Tasty Travels: Merge Game》  | 13 |
| 图 13：2026 年 1 月中国手游出海排行榜          | 13 |

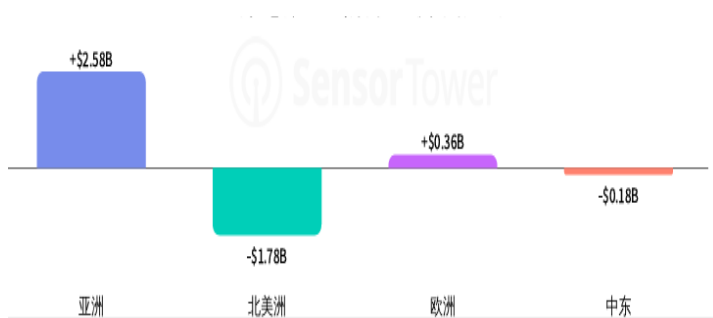
|  |    |
|--|----|
| 图 14: 《Truck Stars》 .....              | 14 |
| 图 15: EA2026 财年与世纪华通 2026E 对比 .....    | 15 |
| 图 16: 世纪华通归母净利润及增速.....                | 15 |
| 图 17: 世纪华通 PE 远远低于 62x 艺电私有化交易估值 ..... | 16 |
| 表 1: 全球游戏企业龙头 .....                    | 5  |
| 表 2: 沙特资本近年全球游戏资产布局梳理 .....            | 7  |
| 附: 财务预测表 .....                         | 18 |

## 一、全球游戏市场稳健增长与格局分化

### 1、全球游戏市场概况

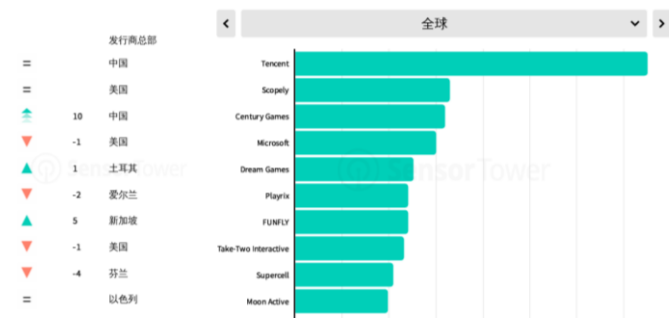
全球游戏市场规模稳健增长，用户结构优化。据 Newzoo 等行业报告数据，2025 年，全球游戏市场总收入达到 1888 亿美元，同比增长 3.4%，全球玩家规模增至 36 亿，占全球网民的六成，市场趋于成熟。付费玩家达 16 亿，其增速高于玩家总数增速，显示出用户付费意愿和结构的持续优化。移动游戏仍是最大市场，全年收入 1030 亿美元，同比增长 2.9%，占总收入的 55%。2025 年，亚洲发行商在全球移动游戏市场中的占比有所提升，这主要得益于点点互动(Century Games) 和 FUNFLY 等厂商的强劲增长。主机游戏增长最快，全年收入达 459 亿美元，同比增长 5.5%，主要受新硬件（如任天堂 Switch 2）和热门大作推动。

图 1：2025 年按总部地区划分的移动游戏 IAP 收入同比变化



资料来源：Sensor Tower，招商证券

图 2：2025 年全球移动游戏发行商内购收入 TOP10



资料来源：Sensor Tower，招商证券

### 2、全球游戏竞争格局

全球游戏产业已形成“头部生态型巨头+垂直领域冠军”的双层结构，顶层护城河与中腰部突围策略分化明显。行业龙头主要由微软、腾讯、索尼等巨头盘踞，它们凭借技术、硬件闭环或庞大的资本吞吐能力，构建了难以撼动的护城河。与之相对，中腰部厂商则主要依赖 IP 创新或特定区域化的流量突围来实现差异化生存。腾讯凭借其强大的社交网络和全球投资版图，持续占据龙头位置；索尼则依靠 PlayStation 生态系统与第一方工作室的精品策略稳居行业前列；微软凭借 Xbox Game Pass 订阅服务和动视暴雪的整合，持续巩固其全球游戏生态龙头地位。值得注意的是，网易、米哈游、世纪华通等中国厂商凭借《原神》《蛋仔派对》、《无尽冬日》等爆款产品，在全球市场中的影响力持续提升，反映出中国游戏公司在全球市场的竞争力已不容小觑。此外，任天堂、艺电(EA)、Take-Two、万代南梦宫等公司长青 IP 矩阵依然保持着强劲的营收能力，而 Roblox 等新兴平台公司则通过用户生成内容（UGC）模式开辟了新的增长曲线。

表 1：全球游戏企业龙头

| 公司名称 | 市值 (亿元)    | 市盈率 PE | 2025 年/2026 财年净利润 (亿元) | 代表产品                                      |
|------|------------|--------|------------------------|---|
| 微软   | 212,593.53 | 30.53  | 7,289.75               | Xbox Game Pass 订阅服务<br>《我的世界》《使命召唤》《上古卷轴》 |
| 腾讯控股 | 35,119.88  | 16.17  | 2,248.42               | 《英雄联盟》《王者荣耀》《和平精英》《三角洲行动》<br>《无畏契约：源能行动》  |

|                      |          |         |         |  |
|----------------------|----------|---------|---------|--|
| 索尼                   | 9,309.45 | -66.57  | -141.52 | PlayStation Plus 订阅服务<br>《战神》《漫威蜘蛛侠》《最后生还者》          |
| 网易-S                 | 5,055.62 | 15.50   | 337.60  | 《梦幻西游》《蛋仔派对》《第五人格》《逆水寒》<br>《燕云十六声》《永劫无间》等            |
| 任天堂                  | 4,001.25 | 21.98   | 183.60  | 《超级马里奥》《塞尔达传说》《宝可梦》等<br>Switch 游戏机                   |
| 艺电 (EA)              | 3,448.97 | 56.87   | 60.65   | FIFA/FC 系列、《模拟人生》《战地》《Apex 英雄》<br>《极品飞车》《植物大战僵尸》     |
| Take-Two Interactive | 2,881.01 | -141.68 | -20.63  | Rockstar Games (《GTA》《荒野大镖客》)<br>2K (《NBA 2K》《无主之地》) |
| Roblox               | 2,357.61 | -32.38  | -74.86  | Roblox Client, Roblox Studio 和 Roblox Cloud          |
| 世纪华通                 | 1,062.12 | 18.95   | 56.05   | 盛趣游戏 (传奇系列)、点点互动<br>《无尽冬日》、《Kingshot》                |
| 万代南梦宫                | 1,025.70 | 16.99   | 60.90   | 《高达》《龙珠》《航海王》等系列                                     |

资料来源: Wind, 招商证券, 计算汇率为 2026 年 5 月 22 日 1 美元对人民币 6.8373 元, 100 日元对人民币 4.2933 元。

统计口径说明: 市值截至 2026 年 5 月 22 日; 各公司净利润统计时间: 2026 财年 (2025 年 4 月—2026 年 3 月): 索尼、任天堂、艺电 (EA)、Take-Two Interactive、万代南梦宫; 2025 年 (2025 年 1 月—12 月): 微软、腾讯、网易-S、Roblox、世纪华通。

**IP 驱动型厂商以内容研发与版权积累为核心壁垒，商业价值高度依赖原创 IP 的长期生命力与用户认可度。**任天堂凭借《马里奥》《塞尔达》《宝可梦》等经典 IP 构建起高度忠诚的全球玩家群体，这些 IP 横跨主机、手游、主题乐园与周边衍生，形成强大的跨媒介长线变现能力。万代南梦宫则依托《高达》《龙珠》《航海王》等头部动漫 IP，持续强化游戏与泛娱乐联动，将动漫版权价值系统性延伸至游戏、模型玩具、主题活动等多条变现渠道。

**内容研发型厂商则在自有 IP 与研发能力之外，进一步将全球化发行与用户运营能力内化为核心竞争力，形成从研发到市场的完整闭环。**该类厂商更加重视流量获取效率、数据分析能力以及长线运营能力。世纪华通是这一模式中较具代表性的公司。一方面，公司旗下盛趣游戏拥有《传奇》等核心 IP 及自研能力，具备内容研发基础；另一方面，点点互动依托工业化发行体系，在海外 SLG 与混合休闲赛道形成较强竞争力，通过全球化买量、版本迭代及活动运营持续提升产品生命周期与用户付费效率。相比单纯研发厂商，世纪华通的商业模式更偏向“研发+发行+运营”协同，通过产品矩阵与全球化运营能力提升收入稳定性。

**平台型公司则进一步弱化传统研发边界，通过开放生态提升内容供给效率。**Roblox 是这一模式的代表，公司主要提供开发工具、云服务与内容分发平台，由创作者负责内容生产，公司通过虚拟道具分成与平台抽成实现盈利。该模式更加依赖用户规模与生态活跃度，具备较强网络效应，与传统游戏公司存在明显差异。

**微软、索尼与任天堂等公司掌握硬件终端与渠道分发能力，拥有较强用户入口优势与生态控制能力。**微软依托 Xbox 生态与 Game Pass 订阅体系强化平台黏性，索尼则通过 PlayStation 平台与第一方工作室形成内容协同。任天堂凭借 Switch 硬件以及经典 IP，实现硬件销售与内容生态的绑定。相比传统内容厂商，这些企业不仅能够获得游戏收入，还可通过渠道分成、会员订阅及硬件销售持续扩大收益。

与此同时，部分头部厂商已经逐步向全产业链布局延伸，以提升生态协同能力与利润留存水平。腾讯是代表性企业，公司通过自研、投资与代理覆盖研发端资源，并依托微信、QQ 等流量入口及全球发行体系形成完整产业链布局。

图 3：全球头部游戏公司分类



资料来源：招商证券

沙特资本频繁高价布局全球游戏资产，优质游戏公司商业模式价值持续凸显。除产业竞争格局分化外，全球资本对游戏资产的定价也在发生变化。近年来，沙特主权财富基金 PIF 及旗下 Savvy Games Group 持续加码全球游戏与电竞产业，先后推进 ESL/FACEIT 整合、以 49 亿美元收购 Scopely，并参与 EA 约 550 亿美元私有化交易，通过 Scopely 收购 Niantic 游戏业务等等；2026 年，PIF 还将持有的约 1100 万股、价值近 30 亿美元的 Take-Two 股份转入 Savvy 体系，今年 2 月 Savvy Games Group 又以 60 亿-70 亿美元拟收购字节跳动旗下沐瞳科技。沙特资本的持续高价布局并非单纯看重短期收入规模，而是更加重视游戏公司长青 IP、全球用户、在线服务收入和稳定现金流所构成的长期资产属性。优质内容型游戏公司通常具备轻资产运营、利润率较高、现金流较好、用户粘性强和 IP 复用空间大的特征，因此在全球资本市场中持续获得战略溢价。对比来看，世纪华通已具备全球化发行、多品类长线运营和持续利润释放能力，收入利润体量进入海外龙头可比区间，但估值仍处于国内传统游戏公司框架下，低估属性进一步凸显。

表 2：沙特资本近年全球游戏资产布局梳理

| 时间        | 标的/事件               | 金额/估值                       | 标的核心资产/产品                     |
|-----------|---------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| 2020—2022 | SNK                 | 约 4.3 亿美元，2022 年持股升至 96.18% | 《拳皇》《合金弹头》《侍魂》等经典格斗/街机 IP     |
| 2022-01   | ESL Gaming + FACEIT | 合计约 15 亿美元                  | 全球电竞赛事运营商与竞技对战平台              |
| 2022-05   | Nintendo            | 初始持股 5.01%；后续增持             | 《超级马里奥》《塞尔达传说》《宝可梦》、Switch 生态 |
| 2022-06   | Embracer Group      | 8.1% 股权，约 10 亿美元            | 拥有《古墓丽影》、《无主之地》等多个知名 IP 游戏集团  |
| 2023-02   | VSP0/Hero Esports   | 2.65 亿美元                    | 中国电竞赛事、内容运营与商业化平台             |

|         |                      |                             |  |
|---------|----------------------|-----------------------------|--|
| 2023-07 | Scopely              | 49 亿美元                      | 《MONOPOLY GO!》《Stumble Guys》《Marvel Strike Force》等移动游戏 |
| 2025-05 | Niantic 游戏业务         | 35 亿美元                      | 《宝可梦 GO》《Pikmin Bloom》《Monster Hunter Now》等            |
| 2025-09 | Electronic Arts (EA) | 企业价值约 550 亿美元               | EA SPORTS FC、Madden NFL、《战地》《模拟人生》《Apex 英雄》等           |
| 2026-02 | Take-Two Interactive | 约 1100 万股，价值近 30 亿美元        | 《GTA》《荒野大镖客》《NBA 2K》等强 IP                              |
| 2026-02 | 沐瞳科技                 | 60-70 亿美元，对应人民币 420 亿-490 亿 | 《Mobile Legends: Bang Bang》、东南亚 MOBA 与电竞生态             |
| 2026-02 | Loom Games           | 公司估值超过 10 亿美元               | 《Pixel Flow!》等混合休闲/益智移动游戏                              |

资料来源：Reuters、商务部、重庆日报、Yahoo，招商证券

## 二、海外龙头艺电估值逻辑与启示

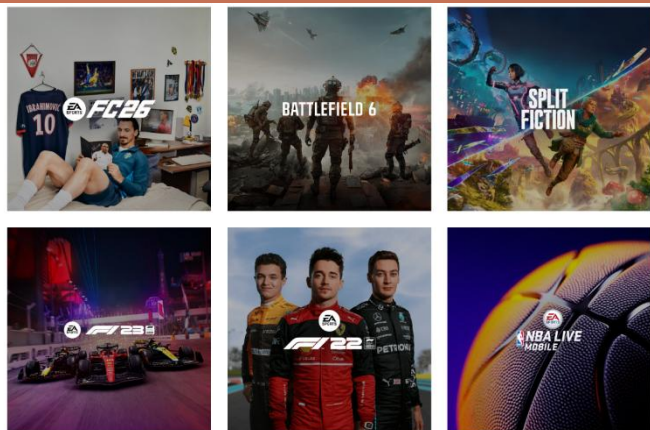
### 1、全球顶级独立游戏发行商

艺电（EA）是全球最具代表性的独立游戏发行商之一，公司在体育竞技与全品类娱乐两大板块均构建了深厚的护城河。公司旗下《EA SPORTS FC》系列（原 FIFA 系列）是全球足球游戏市场的绝对领导者，在 2022 年与 FIFA 终止品牌授权合作后，该系列以全新品牌重新出发，非但未受影响，反而实现了新玩家数量的增长。2026 财年，EA SPORTS FC 26、FC Online 与 FC Mobile 共同推动全球足球品类净预订额实现同比增长，持续巩固体育竞技品类游戏的护城河。

在体育竞技之外，艺电持有《战地》《模拟人生》《Apex 英雄》等覆盖射击、模拟、战术竞技等多品类的长青 IP 矩阵。《战地 6》于 2025 年上市后表现远超预期，成为该系列历史上表现最佳的作品，创下了该系列游戏多个财年业绩纪录。《模拟人生 4》运营近 10 年仍保持高人气，用户持续增长，展现出极长的生命周期与强大的用户粘性。《Apex 英雄》则在经历阶段性波动后重拾增长，2026 财年第四季度实现全年最高的单季净预订额，全年净预订额实现两位数同比增长。

艺电以工业化研发与长线运营构建了产品长生命周期与稳定现金流。在行业逐步进入存量竞争阶段后，艺电的核心竞争力已不仅局限于单款产品，而是体现在成熟的工业化研发体系、全球发行能力以及长线运营能力。公司通过持续内容更新、赛季机制与在线服务运营，不断提升用户留存与付费转化效率，使旗下核心产品具备较长生命周期与稳定现金流特征。

图 4：艺电产品矩阵化



资料来源：艺电，招商证券

图 5：战地 6



资料来源：艺电，招商证券

### 2、2026 财年财务分析：在线服务支撑业绩韧性

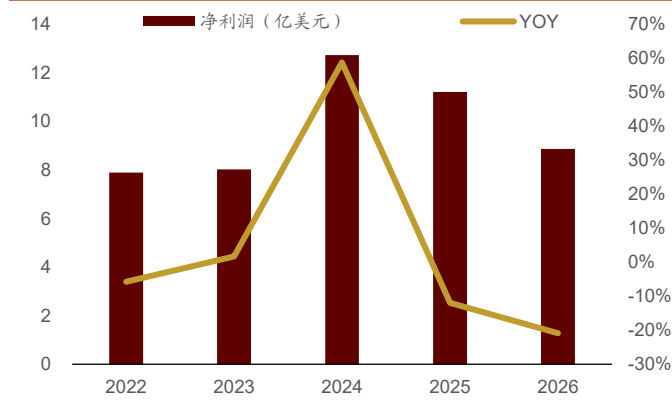
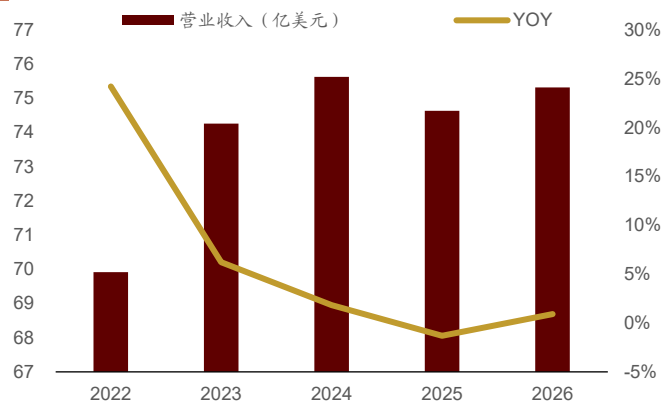
净预订额创历史新高，印证玩家消费活力的持续强劲。2026 财年艺电实现净营收 75.31 亿美元，同比微增约 1%。其中完整游戏业务净营收 21.48 亿美元，同比增长 7.29%；在线服务及其他业务净营收 53.83 亿美元，构成营收基本盘。更能反映实际消费活跃度的净预订额达 80.26 亿美元，同比增长约 9%，创公司历史新高，超出市场预期，表明玩家端的需求动能依然充沛。

利润阶段性承压，主因新作研发与宣发投入。全年运营支出增长 8.75% 至 47.85 亿美元，主要用于《战地 6》等娱乐板块旗舰产品的研发与市场铺垫，导致运营

利润同比下滑 23.55%至 11.62 亿美元，净利润回落至 8.87 亿美元，呈现明显的“收入稳中有增、利润阶段性收缩”特征。

图 6: 艺电营业收入及增速

图 7: 艺电净利润及增速



资料来源: 同花顺, 招商证券

资料来源: 同花顺, 招商证券

**经营现金流逆势大增, 核心造血能力未受侵蚀。**尽管账面利润因前置投入而承压, 艺电全年经营活动现金流仍同比增长 23%, 达到 25.53 亿美元。这一增长主要是由于体育年更游戏极高的用户付费周转率与极低的坏账率, 验证了公司经常性收入模式在现金流层面的强韧性。

**核心产品矩阵全线发力, 验证多 IP 运营能力。**《战地 6》成为该系列历史上表现最佳的作品, 创下多个财年业绩纪录。《EA SPORTS FC 26》、FC Online 与 FC Mobile 共同推动足球品类净预订额实现增长。《Apex 英雄》在第四季度实现全年最高的单季净预订额, 全年净预订额同比增长超 10%, 用户参与度与变现能力持续提升。北美市场则由《Madden NFL 26》与回归之作《College Football 26》双引擎驱动, 将本土体育 IP 年度净预订额推过 10 亿美元里程碑。此外, 艺电还在财报中公布了全新格斗游戏《EA SPORTS UFC 6》, 计划于 2026 年 6 月登陆主机平台, 进一步丰富产品线。

### 3、550 亿美元高溢价私有化估值逻辑

**550 亿美元全现金私有化, 创下华尔街史上规模之最。**2025 年 9 月 29 日, 艺电正式宣布与沙特主权财富基金 (PIF)、银湖资本及 Affinity Partners 组成的投资者财团达成最终收购协议, 交易对艺电的企业估值约为 550 亿美元。三家投资方将提供 360 亿美元现金, 剩余约 200 亿美元通过摩根大通银行贷款融资。根据协议, 现有股东将获得每股 210 美元现金对价, 较收购传闻出现前最后一个不受影响交易日 (2025 年 9 月 25 日) 的收盘价 168.32 美元溢价 25%。PIF 此前已持有艺电约 10% 股份, 交易完成后持股比例将维持不变。收购完成后, 艺电将从纳斯达克退市, 现任 CEO 安德鲁·威尔逊将继续执掌公司, 交易预计于 2027 财年第一季度完成。

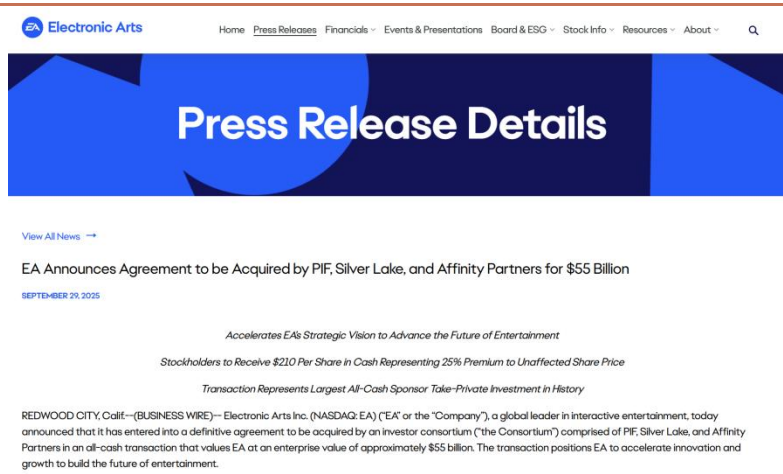
**接近 62 倍的静态市盈率, 突破传统游戏股估值区间。**据 2026 财年净利润测算, 艺电私有化成交价格 550 亿美元所对应的市盈率约为 62 倍。在传统游戏发行商通常享有 15 至 30 倍市盈率的背景下, 接近 62 倍的定价无疑是一个极其昂贵且激进的估值水平。

图 8: 艺电 LOGO



资料来源：艺电，招商证券

图 9: 艺电私有化收购公告



资料来源：艺电，招商证券

估值溢价源于艺电“服务+内容护城河+低资产负债”的商业模式。2026 财年营收 75.31 亿美元，其中近四分之三来自在线服务，由持续运营、用户内购及订阅内容更新所贡献，说明艺电已脱离传统买断制游戏的单品依赖，转向以存量用户持续变现为核心的经常性收入模型。其体育类产品每年固定发售，驱动庞大玩家群体形成周期性消费惯性，使公司长期锁定一批高粘性用户基本盘，收入可预测性强且未来现金流稳定。公司持有的顶级体育 IP 矩阵与《战地》《模拟人生》《Apex 英雄》等长青资产，历经多年运营，已形成深厚的内容积累与社区生态，竞争对手短期内难以复制。此外艺电属于轻资产运营模式，无需承担硬件制造或重资产折旧负担。高毛利率叠加在线服务的预付费特征，使公司在较低资本开支下持续产生充沛的自由现金流，为杠杆收购提供了理想的偿债基础。

### 三、世界级巨头的崛起：世纪华通基本面与业绩加速释放

#### 1、双轮驱动构建增长韧性突出的产品矩阵

世纪华通目前已确立“SLG+休闲”双轮驱动的业务架构，构建了具备高确定性与强增长韧性的全球化产品矩阵。在全球游戏产业格局重塑的客观背景下，公司凭借全资子公司点点互动的研发与运营实力，成功从单一的策略类赛道扩张至多品类并行发展。这种双轮驱动模式有效平滑了单一产品生命周期衰退可能带来的业绩波动风险，使得 SLG 的高 ARPU 特征与休闲游戏的广泛用户触达能力形成业务互补，为公司迈入世界级游戏龙头阵营奠定了坚实的基本面基础。

图 10：公司核心产品

核心产品



资料来源：公司官网，招商证券

SLG 赛道作为公司的传统核心优势领域，构筑了现阶段业绩的稳固基本盘。公司旗下点点互动自 2014 年切入 SLG 赛道以来，积累了深厚的研发底蕴，目前已稳居全球 4X 策略游戏第一梯队。核心代表产品《Whiteout Survival》与《Kingshot》通过精细化的长线运营策略，在全球范围内保持了高度的用户黏性与持续稳定的收入转化。根据 2026 年 4 月全球手游收入排行榜，这两款产品分别以 90241 万元和 53002 万元的月预估收入，位列榜单第 2 名与第 7 名。这两大高净值产品的持续兑现，为公司贡献了庞大的经营性现金流与利润增量，保障了整体业务的财务健康度与扩张基础。

图 11：2026 年 4 月全球手游预估收入榜

| 排名 | 产品          | 厂商          | 预估收入 (万元) |
|----|-------------|-------------|-----------|
| 1  | 王者荣耀        | 腾讯游戏        | 103119    |
| 2  | 无尽冬日        | 世纪华通        | 90241     |
| 3  | Last War    | First Fun   | 85487     |
| 4  | 和平精英        | 腾讯游戏        | 84891     |
| 5  | Royal Match | Dream Games | 58462     |
| 6  | Coin Master | Moon Active | 56292     |
| 7  | King shot   | 世纪华通        | 53002     |
| 8  | 浪漫餐厅        | 柠檬微趣        | 51196     |

数据来源：点点数据 统计&制图：游戏日报

资料来源：点点数据，招商证券

休闲游戏业务的快速扩张与商业化验证，实质上已成为驱动公司业绩加速及价值

敬请阅读末页的重要说明

重估的第二增长曲线。点点互动凭借十余年间累计向海外发行超 200 款休闲游戏的历史经验沉淀，近期在混合休闲细分赛道展现出强劲的收入爆发力。公司紧抓全球休闲移动游戏市场规模持续扩张的行业红利，通过推出具备差异化题材的休闲新作，有效覆盖了更为广泛的泛游戏用户群体。自 2025 年 11 月以来，旗下两大头部休闲产品月流水均实现高基数上的快速跃升，充分印证了公司跨赛道复制成功经验的战略可行性。

具体到产品端，《Tasty Travels: Merge Game》通过融合二合机制与环球美食题材，精准切中了女性休闲用户的核心诉求与偏好。该游戏建立了“合并食材完成订单-经营餐厅-获取货币-解锁新场景”的核心玩法闭环，将商业化内购机制自然嵌入剧情推进与资源管理流程中。在流水表现层面，根据 Sensor Tower 数据，《Tasty Travels: Merge Game》2026 年 2 月流水较 2025 年 11 月初大幅增长 83%，并进入 2026 年 1 月中国手游出海收入榜前 10 名。其持续攀升的收入曲线，验证了“轻度合成玩法+强主题化运营”商业模式的高效变现能力。

图 12: 《Tasty Travels: Merge Game》

图 13: 2026 年 1 月中国手游出海排行榜



资料来源: 罗斯基, 招商证券

资料来源: Sensor Tower, 招商证券

同步发力的《Truck Stars》则以三消玩法与卡车改装题材的创新融合，成功开拓了欧美男性偏好的细分市场。该产品以经典的消除玩法作为资源获取手段，驱动高度仿真的卡车拆解、翻新与零部件升级流程。这种紧凑的玩法闭环不仅提升了用户的长线留存率，更通过精准契合欧美市场浓厚的卡车文化，实现了细分圈层用户的快速获取。《Truck Stars》2026 年 2 月流水较 2025 年 11 月初增长 37.5%，并在 2026 年 1 月首度入围中国手游出海收入榜 TOP30，位列第 29 名。上述两款头部休闲产品的向上突破，打开了公司在休闲品类的整体收入天花板。

图 14: 《Truck Stars》



资料来源: GameLook, 招商证券

世纪华通业务的高速增长得益于其高度标准化的工业化研发体系、深度的全球化本土运营网络以及跨赛道降维买量能力所共同构筑的坚实竞争壁垒。在研发端，公司依托工业化生产能力推进小体量、高频次的产品测试，建立了以“品类微创新”为导向的数据驱动迭代机制，通过玩法杂交式创新实现差异化运营。在发行端，公司自 2010 年起搭建了覆盖全球 200 余个国家和地区的发行网络，针对不同区域市场定制本地化活动与内容更新，深度适配本土市场以最大化用户生命周期价值。在获客端，公司将 SLG 赛道积累的成熟买量策略、用户筛选与成本控制能力跨赛道降维迁移至休闲品类，叠加 AI 智能投放技术，实现了低成本、高精度的精细化获客，在买量效率上显著领先于传统的纯休闲游戏厂商。

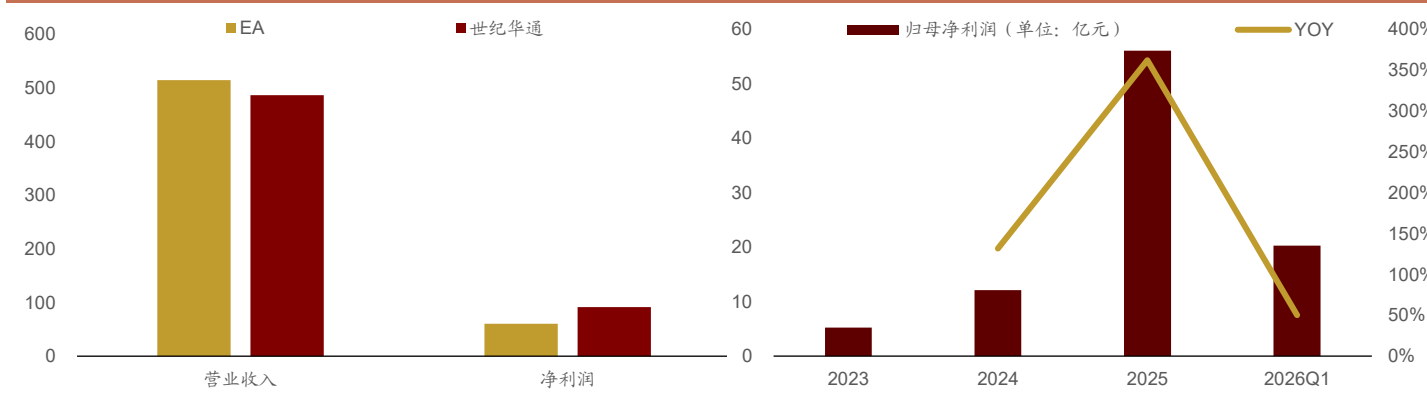
## 四、对比海外龙头 EA，公司估值重估空间突出

### 1、利润规模已进入全球头部可比区间，盈利能力有望持续释放

利润体量来看，世纪华通目前已接近海外头部内容型游戏厂商，盈利能力持续验证。2026 财年，EA 实现净营收 75.31 亿美元，净利润 8.87 亿美元；我们预期世纪华通 2026 年实现营业收入 485.86 亿元，归母净利润 91.24 亿元；按 1 美元兑 6.83 元人民币测算，EA 收入约合 514.3 亿元人民币，净利润约合 60.58 亿元，世纪华通收入规模已接近 EA，净利润则高于 EA 对应水平。

从增速来看，公司利润端目前仍处高增长通道，盈利兑现的持续性有望成为估值重估的重要支撑。2025 年世纪华通实现归母净利润 56.05 亿元，同比增长 362.02%；2026 年一季度实现归母净利润 20.27 亿元，同比增长 50.18%，归母净利润率达 18.41%，环比提升 6.72pct。公司已具备与海外头部游戏公司相近的利润创造能力，但估值水平仍处于明显较低区间，利润体量与估值水平存在错配。

图 15: EA 2026 财年与世纪华通 2026E 对比 (单位: 亿元) 图 16: 世纪华通归母净利润及增速



资料来源: Wind, 招商证券

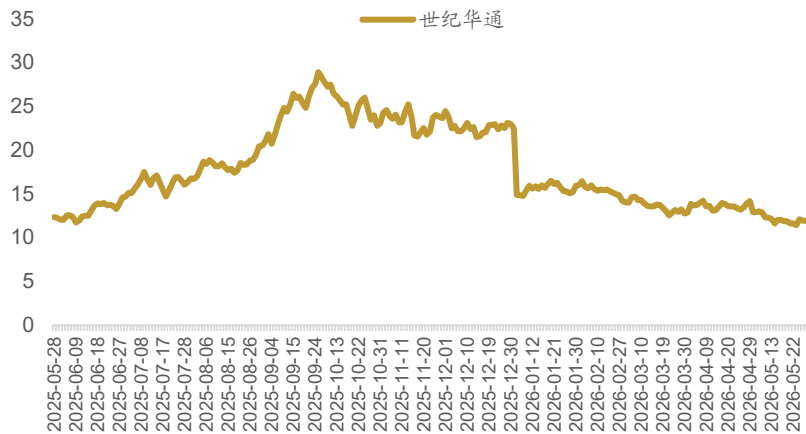
资料来源: Wind, 招商证券

### 2、估值剪刀差明显，公司具备系统性修复基础

公司当前估值明显低于艺电，估值修复空间突出。根据艺电私有化交易规模 550 亿美元和 2026 财年净利润 8.87 亿美元测算，目前艺电对应 PE 约 62 倍，显著高于传统游戏公司 15—30 倍估值区间；而世纪华通据 2026 年盈利预测测算，对应 PE 仅 12 倍，估值水平明显偏低。公司在收入体量接近艺电、利润端具备反超基础、成长性显著更高的背景下，估值体系仍主要停留在国内传统游戏公司框架内，尚未充分反映全球化内容型游戏龙头属性。

我们认为，公司估值中枢有望伴随业绩兑现与商业模式认知提升而上修。艺电的高估值体现海外市场对稳定 IP 现金流的定价，世纪华通则具备更强增长弹性和更高利润释放速度。随着《Whiteout Survival》《Kingshot》《Tasty Travels: Merge Game》等产品持续贡献收入利润，公司全球化发行、精细化运营和多品类复制能力有望进一步被市场认知，推动估值剪刀差持续收敛。

图 17: 世纪华通 PE 远远低于 62x 艺电私有化交易估值



资料来源: Wind, 招商证券

### 3、业绩兑现与估值弹性共振，市值修复空间可观

截至 2026 年 5 月 28 日，按照 2026 年归母净利润 91.24 亿元测算，公司当前股价对应 PE 约 12 倍，对应市值约 1094 亿元；若估值修复至 20/25/30 倍，对应市值分别约为 1825/2281/2737 亿元，较当前市值分别具备约 67%/109%/150% 的提升空间。即使对标回归传统游戏公司 20—30 倍估值区间，公司仍具备较大市值修复空间。利润端持续兑现叠加估值中枢上移，有望共同推动公司市值弹性释放。

## 五、风险提示

**(1) 产业风险。**政府通过一系列政策部署，引导和推动了游戏行业规范健康发展，未来游戏行业政策的方向可能存在一定不确定性；汽车产业短期内受到缺芯、原材料价格波动等因素的影响，零部件业务下游需求可能出现短期下降；互联网数据中心项目单体投入金额较大，建设周期较长。以上三点都将对公司的运营产生不利影响。

**(2) 市场与行业竞争风险。**近年来，在国内互联网游戏行业发展迅速，市场容量不断增加，行业产值屡创新高的背景下，互联网游戏行业竞争日益激烈，若公司在此过程中不能保持自身竞争优势，则盈利能力会受到不利影响。

**(3) 人力资源风险。**若公司不能有效建设核心人才团队，对核心人员进行合理的激励和管理，保持人才队伍的创造力与活力，将会对公司的核心竞争力带来不利影响。另外随着公司生产规模逐步扩大以及产业转型升级加快，公司对技术和管理等方面的人才需求也会加大，公司现有的人力资源 and 人才储备可能无法满足公司将来快速发展的需要。

**(4) 规模成长带来的管理风险。**随着公司规模不断扩大，若不能完善升级组织架构，梳理流程，进一步完善管理制度，将不利于公司的可持续发展。

**(5) 海外合规与地缘政策不确定性。**欧美市场对数据隐私等有严格监管，其海外运营需适配不同地区的政策法规，合规成本较高。

**(6) 商誉减值风险。**公司前期通过外延并购形成较高商誉，若被收购资产业绩不达预期，可能发生商誉减值，影响公司利润。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 12252        | 18977        | 29320        | 41436        | 54198        |
| 现金             | 6528         | 11808        | 20159        | 31217        | 43017        |
| 交易性投资          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据           | 100          | 85           | 109          | 122          | 133          |
| 应收款项           | 3395         | 3963         | 5081         | 5680         | 6220         |
| 其它应收款          | 649          | 1531         | 1963         | 2194         | 2403         |
| 存货             | 761          | 766          | 957          | 1052         | 1144         |
| 其他             | 819          | 824          | 1051         | 1171         | 1281         |
| <b>非流动资产</b>   | 26673        | 25452        | 23921        | 22552        | 21325        |
| 长期股权投资         | 1499         | 609          | 609          | 609          | 609          |
| 固定资产           | 1424         | 1265         | 1125         | 1001         | 892          |
| 无形资产商誉         | 14071        | 13402        | 12062        | 10856        | 9770         |
| 其他             | 9679         | 10176        | 10126        | 10086        | 10054        |
| <b>资产总计</b>    | <b>38924</b> | <b>44429</b> | <b>53241</b> | <b>63988</b> | <b>75523</b> |
| <b>流动负债</b>    | 11530        | 10349        | 10296        | 10571        | 10830        |
| 短期借款           | 847          | 888          | 895          | 876          | 850          |
| 应付账款           | 1051         | 1088         | 1360         | 1494         | 1625         |
| 预收账款           | 1338         | 1296         | 1620         | 1780         | 1935         |
| 其他             | 8294         | 7078         | 6422         | 6421         | 6420         |
| <b>长期负债</b>    | 1944         | 2860         | 2860         | 2860         | 2860         |
| 长期借款           | 0            | 810          | 810          | 810          | 810          |
| 其他             | 1944         | 2050         | 2050         | 2050         | 2050         |
| <b>负债合计</b>    | <b>13474</b> | <b>13209</b> | <b>13156</b> | <b>13430</b> | <b>13689</b> |
| 股本             | 7453         | 7371         | 7371         | 7371         | 7371         |
| 资本公积金          | 12578        | 13076        | 13076        | 13076        | 13076        |
| 留存收益           | 4778         | 10218        | 18900        | 29151        | 40186        |
| 少数股东权益         | 642          | 554          | 738          | 960          | 1200         |
| 归属于母公司所有者权益    | 24809        | 30666        | 39347        | 49598        | 60633        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>38924</b> | <b>44429</b> | <b>53241</b> | <b>63988</b> | <b>75523</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2024        | 2025        | 2026E       | 2027E        | 2028E        |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 5046        | 8564        | 9580        | 11947        | 12845        |
| 净利润            | 1045        | 5718        | 9308        | 11202        | 12154        |
| 折旧摊销           | 897         | 882         | 1540        | 1380         | 1236         |
| 财务费用           | 189         | 443         | 125         | 125          | 125          |
| 投资收益           | 484         | 242         | 6           | 6            | 6            |
| 营运资金变动         | 2821        | 1736        | (1399)      | (765)        | (676)        |
| 其它             | (389)       | (457)       | 0           | 0            | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | (1337)      | (1313)      | (15)        | (15)         | (15)         |
| 资本支出           | (578)       | (847)       | (10)        | (10)         | (10)         |
| 其他投资           | (759)       | (466)       | (6)         | (6)          | (6)          |
| <b>筹资活动现金流</b> | (971)       | (2846)      | (1214)      | (874)        | (1029)       |
| 借款变动           | (503)       | (3124)      | (646)       | (19)         | (26)         |
| 普通股增加          | 0           | (82)        | 0           | 0            | 0            |
| 资本公积增加         | (34)        | 498         | 0           | 0            | 0            |
| 股利分配           | 0           | 0           | (442)       | (730)        | (878)        |
| 其他             | (434)       | (138)       | (125)       | (125)        | (125)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>2739</b> | <b>4406</b> | <b>8351</b> | <b>11058</b> | <b>11800</b> |

利润表

| 单位：百万元           | 2024   | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b>     | 22620  | 37898 | 48586 | 54319 | 59479 |
| 营业成本             | 7736   | 11390 | 14236 | 15644 | 17011 |
| 营业税金及附加          | 53     | 86    | 110   | 123   | 135   |
| 营业费用             | 7742   | 14512 | 16908 | 18414 | 20401 |
| 管理费用             | 1695   | 2017  | 2512  | 2716  | 2974  |
| 研发费用             | 1680   | 2340  | 2915  | 3259  | 3569  |
| 财务费用             | 82     | 136   | 125   | 125   | 125   |
| 资产减值损失           | (1039) | (406) | (415) | (375) | (447) |
| 公允价值变动收益         | (125)  | 122   | 122   | 122   | 122   |
| 其他收益             | 61     | 114   | 114   | 114   | 114   |
| 投资收益             | (484)  | (242) | (242) | (242) | (242) |
| <b>营业利润</b>      | 2045   | 7006  | 11359 | 13657 | 14811 |
| 营业外收入            | 24     | 44    | 44    | 44    | 44    |
| 营业外支出            | 622    | 63    | 63    | 63    | 63    |
| <b>利润总额</b>      | 1447   | 6987  | 11340 | 13638 | 14792 |
| 所得税              | 402    | 1269  | 2033  | 2436  | 2638  |
| 少数股东损益           | (168)  | 113   | 184   | 221   | 240   |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 1213   | 5605  | 9124  | 10981 | 11914 |

主要财务比率

|                | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 70%   | 68%   | 28%   | 12%   | 9%    |
| 营业利润           | 106%  | 243%  | 62%   | 20%   | 8%    |
| 归母净利润          | 132%  | 362%  | 63%   | 20%   | 8%    |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 65.8% | 69.9% | 70.7% | 71.2% | 71.4% |
| 净利率            | 5.4%  | 14.8% | 18.8% | 20.2% | 20.0% |
| ROE            | 4.9%  | 20.2% | 26.1% | 24.7% | 21.6% |
| ROIC           | 5.7%  | 18.6% | 25.1% | 24.2% | 21.3% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 34.6% | 29.7% | 24.7% | 21.0% | 18.1% |
| 净负债比率          | 11.4% | 5.3%  | 3.2%  | 2.6%  | 2.2%  |
| 流动比率           | 1.1   | 1.8   | 2.8   | 3.9   | 5.0   |
| 速动比率           | 1.0   | 1.8   | 2.8   | 3.8   | 4.9   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.6   | 0.9   | 1.0   | 0.9   | 0.9   |
| 存货周转率          | 10.8  | 14.9  | 16.5  | 15.6  | 15.5  |
| 应收账款周转率        | 7.2   | 10.0  | 10.5  | 9.9   | 9.8   |
| 应付账款周转率        | 6.7   | 10.6  | 11.6  | 11.0  | 10.9  |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.16  | 0.76  | 1.24  | 1.49  | 1.62  |
| 每股经营净现金        | 0.68  | 1.16  | 1.30  | 1.62  | 1.74  |
| 每股净资产          | 3.37  | 4.16  | 5.34  | 6.73  | 8.23  |
| 每股股利           | 0.00  | 0.06  | 0.10  | 0.12  | 0.13  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 88.6  | 19.2  | 11.8  | 9.8   | 9.0   |
| PB             | 4.3   | 3.5   | 2.7   | 2.2   | 1.8   |
| EV/EBITDA      | 48.2  | 15.3  | 8.6   | 7.4   | 6.9   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。